

# 信用评级公告

联合〔2022〕4012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”的信用状况进行综合分析和评估，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的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年七月十八日



## 北京首都开发股份有限公司

### 2022年度第一期资产支持票据信用评级报告



| 证券名称      | 金额<br>(亿元) | 占比      | 信用等级              |
|-----------|------------|---------|-------------------|
| 优先级资产支持票据 | 25.00      | 99.96%  | AAA <sub>sf</sub> |
| 次级资产支持票据  | 0.01       | 0.04%   | NR                |
| 合计        | 25.01      | 100.00% | —                 |

3-2-1 报告的评级结论为联合资信基于 2022 年 7 月 18 日前获得的评级资料所评定，若后续获得最终确定的评级资料与现有资料不一致，评级报告的结论可能会相应调整；2. 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；3. NR—未予评级

#### 交易概览

评估基准日：2021 年 12 月 31 日

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/抵押人一/出质人一/首开股份：  
北京首都开发股份有限公司

委托人/首开仁信：北京首开仁信置业有限公司

受托人/抵押权人/质权人/发行载体管理机构/华融信托：  
华融国际信托有限责任公司

抵押人二/出质人二：北京首开立信置业股份有限公司

抵押人三/出质人三：北京城市开发集团有限责任公司

抵押人四/出质人四：北京燕华置业有限公司

抵押人五/出质人五：三亚天鸿度假村有限公司

抵押人六/出质人六：北京惠信瑞泰商业管理有限公司

抵押人七/出质人七：绵阳首开兴泰置业有限公司

联席主承销商一/簿记管理人：中国国际金融股份有限公司

联席主承销商二/渤海银行：渤海银行股份有限公司

基础资产：系指委托人为设立信托而根据《信托合同》信托予受托人的委托人基于基础合同享有的债权及与该债权有关的一切附属权利（如有）

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（具体详见附件 3）

抵押财产：由各抵押人抵押给受托人的标的物业的房屋所有权及其占用范围内分摊的土地使用权，具体以《抵押合同》所附抵押物清单的记载为准

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

优先级资产支持票据还本付息方式：按半年付息，按计划还本

法定到期日：2043 年 6 月 26 日

#### 评级时间

2022 年 7 月 18 日

#### 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”所涉及的基础资产及标的物业、交易结构、法律要素以及相关参与机构等多方面因素进行了综合分析，并对抵押财产价值及质押财产现金流进行了分析及压力测试。

本专项计划借款人首开股份资信水平极高，联合资信给予首开股份主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其作为借款人对优先级资产支持票据的本息偿付提供了主要的支撑作用。质押财产可分配现金流对优先级资产支持票据本息支出的保障程度尚可。同时联合资信也关注到标的物业存在一定的物权风险；首开股份在建项目尚需投入的资金规模较大，一级开发及棚户区改造项目占用资金，部分热点区域项目因土地成本和限价导致综合毛利率逐年大幅下降，整体债务负担较重以及权益稳定性较弱等因素对首开股份信用水平带来的不利影响。

综合考虑上述因素，联合资信确定本交易下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>。

#### 优势

1. 借款人首开股份信用水平极高。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”）的子公司，所获股东支持力度大。首开股份深耕北京地区，在品牌知名度、区域布局 and 开发经验等方面有较强的优势；项目主要位于北京市以及其他经济发达二三线城市，地理位置优良，全口径签约销售规模稳步增长，融资渠道畅通且融资成本较低。

本次评级使用的评级方法、模型：

| 名称                   | 版本          |
|----------------------|-------------|
| 商业地产资产证券化（单一借款人）评级方法 | V3.0.201907 |

注：上述评级方法已在联合资信官网公开披露

借款人/债务人/售回和回购承诺人主要财务数据：

| 北京首都开发股份有限公司（合并口径） |         |         |         |
|--------------------|---------|---------|---------|
| 项目                 | 2019 年  | 2020 年  | 2021 年  |
| 现金类资产（亿元）          | 252.45  | 355.53  | 314.00  |
| 资产总额（亿元）           | 3033.68 | 3278.43 | 3143.18 |
| 所有者权益（亿元）          | 578.94  | 641.76  | 670.27  |
| 短期债务（亿元）           | 286.99  | 352.89  | 216.60  |
| 长期债务（亿元）           | 978.89  | 1152.35 | 1099.69 |
| 全部债务（亿元）           | 1265.88 | 1505.24 | 1316.29 |
| 营业收入（亿元）           | 476.45  | 442.26  | 678.02  |
| 利润总额（亿元）           | 84.30   | 64.09   | 40.91   |
| EBITDA（亿元）         | 122.04  | 105.05  | 84.27   |
| 经营性净现金流（亿元）        | 17.24   | 55.90   | 74.03   |
| 营业利润率（%）           | 29.01   | 22.76   | 15.37   |
| 净资产收益率（%）          | 9.74    | 6.52    | 3.13    |
| 资产负债率（%）           | 80.92   | 80.42   | 78.68   |
| 全部债务资本化比率（%）       | 68.62   | 70.11   | 66.26   |
| 流动比率（%）            | 178.01  | 190.56  | 205.96  |
| 经营现金流动负债比（%）       | 1.17    | 3.78    | 5.78    |
| 现金短期债务比（倍）         | 0.88    | 1.01    | 1.45    |
| EBITDA 利息倍数（倍）     | 1.58    | 1.26    | 1.12    |
| 全部债务/EBITDA（倍）     | 10.37   | 14.33   | 15.62   |

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；除特别说明外，均指人民币，均为合并口径；2. 本报告 2019 年、2020 年财务数据分别采用 2020 年、2021 年审计报告的期初数；3. 2019 年和 2020 年首开股份其他流动负债以及 2020 年其他应付款中的有息债务已调整至短期债务；首开股份 2020 年及 2021 年长期应付款中债务部分调整至长期债务  
资料来源：首开股份提供，联合资信整理

分析师

方竹沁 赵一同

电话：010-85679696

邮箱：lianhe@lhratings.com

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）

网址：www.lhratings.com

关注

1. 标的物业存在一定的物权风险。截至本报告出具日，标的物业中的部分物业已存在权利负担。同时，部分入池标的物业存在对外销售但未办理产权变更的情况。联合资信将对上述事项保持关注。
2. 抵押担保措施对优先级资产支持票据本金偿付的保障程度较弱。若未来需通过处置标的物业来偿付资产支持票据本息，评估价值时点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将无法覆盖优先级资产支持票据本金发行规模。
3. 需关注借款人相关运营风险。首开股份在建项目尚需投入的资金规模较大，一级开发及棚户区改造项目占用资金，部分热点区域项目因土地成本和限价导致综合毛利率逐年大幅下降；整体债务负担较重；权益稳定性较弱。

## 声 明

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。

五、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具，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。

六、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。

七、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；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。

八、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。

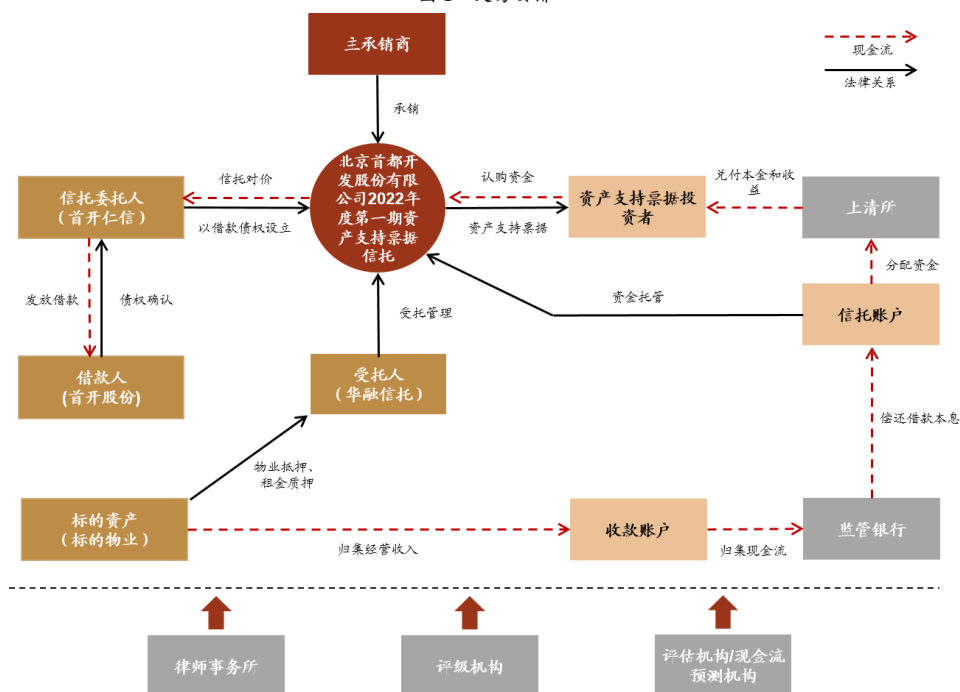
## 一、交易概况

### 1. 交易结构

本交易的委托人北京首开仁信置业有限公司（以下简称“首开仁信”）将其基于基础合同<sup>1</sup>享有的债权及与该债权有关的一切附属权利作为基础资产，采用特殊目的载体机制，委托给受托人华融国际信托有限责任公司（以下简称“华融信托”）并设立“北京首都开发股份有限公司 2022 年度第一期资产支持票据信托”（以下简称

“票据信托”），华融信托以受托的基础资产所产生的现金流为支持在全国银行间债券市场发行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“本期资产支持票据”），投资者通过购买并持有该资产支持票据取得财产权信托项下相应的信托受益权。本交易以基础资产形成的属于信托财产的全部资产和收益，按约定向本期资产支持票据持有人还本付息。

图 1 交易安排



资料来源：募集说明书

委托人首开仁信根据《借款合同》向借款人北京首都开发股份有限公司（以下简称“首开股份”）提供本金金额为 25.01 亿元的借款形成相应的债权（以下简称“标的债权”）。首开仁信将该笔标的债权委托给受托人华融信托成立票据信托。根据《债权债务确认及还款协议》的约定，标的债权利率为【】%，按半年付息，按计划还

本（还本计划详见附件 2），最后一个还款日预计为 2040 年 6 月 15 日。首开股份、北京首开立信置业股份有限公司（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

<sup>1</sup> 基础合同：委托人首开仁信与借款人首开股份签订的编号为【SKRX 借款 001】的《借款合同》以及对该合同的任何有效修订或补充。

<sup>2</sup> 根据《债权债务确认及还款协议》的约定，以[优先级资产支持票据预期收益+应由资产支持票据信托承担的信托税收、资产支持票据信托费用及其他费用支出]除以[信托贷款在该标的债权计息期间的未偿本金余额]核算当期利率，但按上述方式确定的当期标的债权的利率，不得超过法律规定的借款利

率的上限。受托人应核算并制作关于当期借款人应向受托人偿还的标的债权利息和本金之和的通知单，并应在每个还款日前的第【3】个工作日（即“还款安排通知日”）前发送给借款人，借款人应按照受托人在通知单中明确的金额支付标的债权当期应付本息。日利率=年利率÷365（闰年亦相同）。为避免歧义，借款人的还款义务不因受托人未在相应的日期向借款人发出相应的通知而免除。

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”）作为出质人以其各自持有的八处标的物业（具体详见附件 3）在特定期间<sup>3</sup>内产生的租金收入<sup>4</sup>或酒店经营收入<sup>5</sup>应收账款作为质押财产出质给华融信托，为首开股份在《债权债务确认及还款协议》项下标的债权的履行提供质押担保。此外，首开股份、首开立信、城开集团、燕华置业、三亚天鸿、惠信端泰、绵阳首开兴泰（以下统称为“抵押人”或“出质人”或“物业持有人”）作为抵押人以其各自持有的标的物业的房屋所有权及其占用范围内分摊的土地使用权作为抵押物为标的债权提供抵押担保。同时，首开股份作为现金流支持机构承诺于标的债权存续期间对各出质人提供无条件的、不可撤销的经营流动性支持，并作为售回和回购承诺人与受托人签订《北京首都开发股份有限公司 2022 年度第一期

资产支持票据票面利率调整及售回回购安排协议》（以下简称“《售回回购安排协议》”）在约定情况下回购优先级票据持有人持有的部分或全部优先级票据。

## 2. 资产支持票据

本期资产支持票据目标发行总规模为25.01亿元，分为优先级资产支持票据（以下简称“优先级票据”）和次级资产支持票据（以下简称“次级票据”）。优先级票据目标发行规模为25.00亿元，存续期为3+3+3+3+3+3年，固定利率，按半年付息，按计划还本。次级票据目标发行规模为0.01亿元，由首开股份全额认购，不得转让，享受剩余收益，不设收益率。本专项计划预期到期日为2040年6月26日，法定到期日为2043年6月26日。本期资产支持票据情况详见下表：

表1 资产支持票据概要（单位：亿元）

| 资产支持票据 | 发行金额  | 期限            | 预期收益率 | 分配方式        |
|--------|-------|---------------|-------|-------------|
| 优先级票据  | 25.00 | 3+3+3+3+3+3 年 | 固定利率  | 按半年付息，按计划还本 |
| 次级票据   | 0.01  |               | --    | 享有剩余收益      |
| 合计     | 25.01 | --            | --    | --          |

资料来源：【募集说明书】，联合资信整理

## 3. 重要交易安排

### 本交易设有票面利率调整机制。

在未发生违约事件（见附件4）的情形下，发起机构有权在票面利率调整公告日（R-65日）对优先级票据的票面利率向上或向下进行调整。发起机构行使该权利的，应不晚于票面利率调整公告日前5工作日通知主承销商及受托人调整后的票据利率，由受托人在票面利率调整公告日发布相应的《票面利率调整及售回和回购提示性公告》，公告发布后在当年对应的售回和回购行权日（R日）<sup>6</sup>前不予撤销。自票面利率调整日（R日）起，优先级票据的票面利率按调整后的票面利率执行。

### 本交易设有售回和回购机制。

在售回登记期（R-45 日（含）至 R-30 日（含）），优先级票据持有人有权选择将所持有的届时未到期的优先级票据份额全部或部分售回给售回和回购承诺人首开股份。若优先级票据持有人决定行使售回选择权，须在售回登记期内进行登记，登记手续完成即视为已不可撤销地行使售回选择权；若优先级票据持有人未在售回登记期内进行登记，则视为该优先级票据持有人放弃售回选择权并同意继续持有其所持的优先级票据份额。

在未发生违约事件的情形下，在各个售回登记期结束后，售回和回购承诺人有权选择回购优

<sup>3</sup> 特定期间：自初始起算日【】年【】月【】（含该日）开始计算的 18 年期间。

<sup>4</sup> 租金收入：自初始起算日（含该日）起，在任一核算期间，物业持有人依据《租赁合同》所享有的对标的物业的全部应收款项，包括但不限于租金、管理费（如有）及其他收入（如有）等应收账款。

<sup>5</sup> 酒店经营收入：自初始起算日（含该日）起，在任一核算期间，物业持有人以其所持标的物业在约定期间内因经营酒店业务可获得的全部应收款项，包

括但不限于住宿费、餐饮收入（如有）及其他收入（如有）等应收账款。

<sup>6</sup> 售回和回购行权日/售回与回购资金到账日/票面利率调整日/R 日：自信托生效日起的第 3 年、第 6 年、第 9 年、第 12 年、第 15 年届满之日前的最后一个兑付日，第一个售回和回购行权日/售回与回购资金到账日/票面利率调整日为 2025 年 6 月 26 日（如当日非工作日则提前至前一工作日）。

优先级票据的所有剩余份额，若售回和回购承诺人选择行使回购选择权的，则售回和回购承诺人应在回购公告期（R-25 日（含）至 R-15 日（含））内进行定向公告，公告手续完成即视为已不可撤销地行使回购选择权。

在发生上述售回和回购的情况下，售回和回购承诺人应于售回和回购资金支付日（R-7 日）将对对应售回和回购所需支付资金（优先级票据的售回与回购价款金额等值于所售回或回购的优先级票据在本售回和回购行权日的前一个兑付日<sup>7</sup>（T 日）完成本金及收益兑付后的未偿本金余额，预期收益由信托财产负担）划转至信托账户。若售回和回购承诺人回购全部优先级票据后，信托提前终止。

#### 4. 现金流收付机制

**本交易直接还款来源为借款人偿还的标的债权本息，最终还款来源主要为借款人还款及质押财产等，相关交易文件对现金流归集、划付做出了明确安排。**

##### （1）现金流归集

本交易设有收款账户（各标的物业持有人设立）、监管账户（资产服务机构首开股份设立）和信托账户。

根据交易安排，资产服务机构应于每一个归集日（T-9 日）15:00 前促使各物业持有人将其各自收款账户中归集期间<sup>8</sup>内的全部入池经营收入<sup>9</sup>划转至监管账户，如归集日当日监管账户中归集的入池经营收入少于借款人当期应付标的债权本息金额的，借款人应用其他款项补足届时监管账户中的归集资金与当期应付标的债权本息金额间的差额，并于该归集日当日将该等补足款项支付至监管账户。

在未发生违约事件时，资产服务机构应将监管账户的归集资金在还款日（T-7 日）15:00 前将等值于当期应支付标的债权的本息的金额转

付至信托账户。在发生违约事件后，资产服务机构应按照受托人届时的指示将监管账户归集的全部或部分归集资金及时转付至信托账户。

##### （2）资金分配机制

##### 发生违约事件前的信托利益分配

在违约事件发生前，受托人应于每一个信托利益核算日（T-5 日）向保管银行发出划款指令，指令保管银行将当期还款期间<sup>10</sup>内收到的现金流回款按以下顺序进行分配（如不足以支付，同顺序的各项应受偿金额按比例支付，且所差金额应按以下顺序在下一期支付）：（a）支付依据所适用的中国法律，由受托人缴纳的与信托相关的税收（如有）、执行费用（如有）；（b）支付信托存续期间由信托财产承担的信托受托人委托中介服务机构就票据出具的专业意见所应付的报酬（如有）（不包括（c）项中应付的费用）；

（c）同顺序支付①保管银行的报酬；②会计师的报酬（如有）；③资产服务机构及后备资产服务机构（如有）的报酬；④受托人的报酬；⑤支付代理机构的报酬；⑥以优先支出上限<sup>11</sup>为限的受托人、资产服务机构、保管银行各自可报销的费用支出；⑦受托人按照本合同的规定以固有财产垫付的费用（如有）等；⑧北金所的簿记建档费；（d）支付该信托利益核算日后第一个兑付日应支付的优先级票据的利息；（e）支付优先级票据的本金，直至优先级票据的当期应付本金清偿完毕；（f）超出优先支出上限的受托人、资产服务机构、保管银行各自可报销的费用支出；

（g）在按照上述（a）—（f）顺序分配完应付款项后，如该期对应的兑付日不是次级票据的预期到期日，则信托账项下剩余资金作为次级票据的收益支付给次级票据持有人；（h）在按照上述

（a）—（f）顺序分配完应付款项后，如该期对应的兑付日为次级票据的预期到期日，则支付次级票据的本金，直至次级票据的全部剩余本金清偿完毕。如届时信托账项下仍有剩余资金的，则

<sup>7</sup> 兑付日/T 日：即信托利益兑付日，系指向资产支持票据持有人兑付本金及利息之日，在信托终止日前，具体兑付日为每年的 6 月 26 日、12 月 26 日（遇非银行工作日顺延至下一个银行工作日，特别地，如该兑付日为售回和回售行权日，且当日非工作日则提前至前一工作日），特别地，第一个兑付日为 2022 年 12 月 26 日；在信托终止日后为资产支持票据持有人会议决议确定之日。

<sup>8</sup> 归集期间：自一个归集日（T-9 日）起（含该日）至下一个归集日（不含该日）之间的期间，其中第一个归集期间应自初始起算日（含该日）起至第

一个归集日（不含该日）结束。

<sup>9</sup> 入池经营收入：系指各标的物业所产生的作为标的债权还款来源之一的收入，具体包括租金收入与酒店经营收入。

<sup>10</sup> 还款期间：自一个还款日（T-7 日）起（含该日）至下一个还款日（不含该日）之间的期间，其中第一个还款期间应自放款日（含该日）起至第一个还款日（不含该日）结束。

<sup>11</sup> 优先支出上限：根据《信托合同》的约定，在各信托利益核算日可以优先于资产支持票据本息进行支付的费用支出的限额，即人民币 10 万元。

该等剩余资金作为次级票据的收益支付给次级票据持有人。

#### 发生违约事件后的信托利益分配

在违约事件发生后,受托人有权选择处置基础资产及附属担保权益,并将所得价款划入信托账户,受托人应指令保管银行按以下顺序进行分配(如不足以支付,同顺序的各项应受偿金额按比例支付,且所差金额应按以下顺序在下一期支付):(a)支付依据所适用的中国法律,由受托人缴纳的与信托相关的税收(如有)、执行费用(如有);(b)支付信托存续期间由信托财产承担的信托受托人委托中介服务机构就票据出具的专业意见所应付的报酬(如有)(不包括(c)项中应付的费用);(c)同顺序支付①保管银行的报酬;②会计师的报酬(如有);③资产服务机构及后备资产服务机构(如有)的报酬;④受托人的报酬;⑤支付代理机构的报酬;⑥以优先支出上限为限的受托人、资产服务机构、保管银行各自可报销的费用支出;⑦受托人按照本合同的规定以固有财产垫付的费用(如有)等;⑧北金所的簿记建档费;前述各交易参与方存在违约的,应扣除相应的违约金;(d)支付该信托利益核算日后第一个兑付日应支付的优先级票据的利息;(e)支付优先级票据的本金,直至优先级票据的本金全部清偿完毕;(f)支付次级票据的本金,直至次级票据的全部剩余本金清偿完毕;(g)剩余资金作为次级票据的收益支付给次级票据持有人。

#### 信托终止后信托财产的分配

在信托终止日<sup>12</sup>后,受托人应将清算所得的信托财产在划款指令中指示保管银行按以下顺序进行分配(如不足以支付,同顺序的各项应受偿金额按比例支付):(a)支付依据所适用的中国法律,由受托人缴纳的与信托相关的税收(如有);(b)支付信托清算期间所发生的与信托财产清算相关的清算费用;(c)支付信托存续期间由信托财产承担的信托受托人委托中介服务机构就资产支持票据出具的专业意见所应付的报酬(如有)(不包括(d)项中应付的费用);

(d)同顺序支付①保管银行的报酬;②会计师的报酬(如有);③资产服务机构及后备资产服务机构(如有)的报酬;④受托人的报酬;⑤支付代理机构的报酬;⑥以优先支出上限为限的受托人、资产服务机构、保管银行各自可报销的费用支出;⑦受托人按照本合同的规定以固有财产垫付的费用(如有)等;⑧北金所的簿记建档费;

(e)支付该信托利益核算日后第一个兑付日应支付的优先级票据累计应付未付的利息;(f)支付优先级票据的本金,直至优先级票据的本金全部清偿完毕;(g)支付次级票据的本金,直至次级票据的本金全部清偿完毕;(h)剩余信托财产全部按信托财产的原状分配给次级票据持有人。关于剩余信托财产的原状分配相关交割问题,由受托人和发起机构按照中国法律的规定协商进行。

## 二、交易结构分析

### 1. 结构化安排分析

#### (1) 标的物业抵押担保

**标的物业抵押担保措施对优先级票据本金的偿付具有一定的补充保障作用。**

根据交易安排,各抵押人以其持有的标的物业的房屋所有权及其对应的土地使用权作为抵

押财产抵押予华融信托,为标的债权提供抵押担保,并应在发行日(含该日)起 180 日内解除标的物业的原有抵押安排(如有),并将华融信托登记为抵押财产的唯一的第一顺位抵押权人。若未能在上述约定的时间内完成抵押登记,则触发标的债权提前到期事件,借款人应提前偿还标的

<sup>12</sup> 信托终止日:指发生下列任一情形,信托受托人宣布信托终止之日:(a)信托之信托目的已经无法实现;(b)信托被法院或仲裁机构依法撤销、被认定为无效或被判决终止;(c)相关监管部门依法命令终止信托;(d)发生债权提前到期事件,资产支持票据持有人会议决议并指示受托人宣布标的债权提前到期;(e)资产支持票据持有人会议决议终止信托;(f)法定到期日届

至;(g)信托财产灭失的;(h)信托财产全部变现完毕;(i)优先级资产支持票据的本金及利息全部偿付完毕,且次级资产支持票据持有人要求终止信托的;(j)售回和回购承诺人回购全部优先级资产支持票据且决定终止信托;(k)法律规定的其他情形。

债权的全部未偿本息及其他应付款项，票据信托随之提前终止。

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《房地产估价报告》，标的物业于评估基准日（2021年12月31日）的评估价值合计为35.79亿元。优先级票据本金对抵押财产评估价值的抵押率为69.85%，抵押率较高。标的物业抵押担保措施对优先级票据本金的保障程度一般，但仍具有一定的补充保障作用。

## （2）质押担保

**本交易项下标的债权设有质押担保，质押财产可分配现金流对优先级票据各期本息支出的保障程度尚可。**

根据交易安排，各出质人将标的物业租金收入或酒店经营收入应收账款作为质押财产质押予华融信托，为标的债权提供质押担保，并应在发行日（含该日）起180日内解除质押财产的原有质押安排（如有），并将华融信托登记为质押财产的唯一质押权人。若未能在上述约定的时间内完成质押登记，则触发标的债权提前到期事件，借款人应提前偿还标的债权的全部未偿本息及其他应付款项，票据信托随之提前终止。

根据首佳评估出具的《现金流预测分析报告》，经测算，在优先级票据预期收益率不超过4.50%的情景下，质押财产可分配现金流对优先级票据各期利息支出的最低覆盖倍数为1.40倍，对优先级票据各期本息支出的最低覆盖倍数为1.21倍，保障程度尚可。

## （3）持续运营支持承诺

**现金流支持机构首开股份信用水平极高，其提供的持续运营支持承诺，对标的物业运营提供了有力的保障。**

为保障标的物业在票据信托存续期间持续经营，从而保证标的物业运营目标的实现和标的债权的实现，首开股份出具《持续运营支持函》，承诺对各出质人提供无条件的、不可撤销的经营流动性支持，包括但不限于对各出质人就标的物

业运营中所产生的运营支出等提供无条件的、不可撤销的经营流动性支持；以及在标的债权存续期间当各出质人经营管理发生困难或发生其他影响其持续经营、合法存续及标的物业运营管理业务开展的情形时，首开股份及时向各出质人提供足额经营流动性资金支持，以支持各出质人的日常经营。

## （4）触发机制

**触发机制的安排在一定程度上缓解了事件风险的影响，对优先级票据的安全偿付起到了进一步的保障作用。**

本交易设置了标的债权提前到期事件、标的债权担保责任启动事件、标的物业解押事件（详见附件4）等触发机制。

若发生抵押人未能在发行日（含该日）起180日内完成将华融信托登记为抵押财产的唯一的第一顺位抵押权人，或出质人未能在发行日（含该日）起180日内将华融信托登记为质押财产的唯一质押权人等标的债权提前到期事件，借款人应提前偿还标的债权的全部未偿本息及其他应付款项，票据信托随之提前终止。

若在监管银行核对日（T-8日）监管账户中的归集资金不足以支付当期应付的标的债权本息，则触发标的债权担保责任启动事件。资产服务机构应在当日通知受托人，由受托人决定是否行使抵质押权，如受托人决定行使抵质押权的，则由受托人或受托人授权资产服务机构行使抵质押权，处分抵押物及/或质押财产并将处分抵押物及/或质押财产所得款项支付至信托账户。

若发生任一标的物业解押事件，在标的物业的部分房屋或全部房屋根据相关买卖纠纷的裁判结果或主管部门要求办理抵押注销登记手续（即解押手续）或进行剔除前，发起机构首开股份应向信托账户支付一笔储备金<sup>13</sup>，储备金可用于补足偿付标的债权本息，发起机构未按前述约定及时足额支付储备金的，则触发标的债权提前终止事件。若发起机构采取以下任一补救措施的：

（i）对前述已解押房屋重新办理抵质押登记，或

<sup>13</sup> 储备金额等额于需办理解押手续或剔除的房屋初始评估值\*抵押率，其中需办理解押手续或剔除的房屋初始评估值为[需办理解押手续或剔除的

房屋的建筑面积/所涉房屋对应的标的物业建筑面积]\*所涉房屋对应的标的物业的初始评估值，抵押率为69.85%。

(ii) 提供受托人认可的且估值大于或等于原解押房屋的初始评估值的抵押物,并办理抵质押登记后;则受托人需在发起机构采取前述任一补救措施后 5 个工作日内向发起机构退还届时剩余的储备金。

## 2. 风险及缓释措施

### (1) 资金混同风险

本交易现金流划转频率一般,存在一定资金混同风险。考虑到首开股份为各出质人提供的经营流动性支持,且首开股份作为借款人,资信水平极高,本交易因资金混同进而影响优先级票据正常兑付的可能性很小。

本交易的最终还款来源为借款人还款及入池经营收入。若各出质人信用状况恶化,丧失清偿能力甚至破产,入池经营收入可能与各出质人的其他资金混同,从而给信托资产造成损失。

根据交易安排,入池经营收入按半年的频率转入监管账户,借款人按半年划转必备金额至信托账户,归集频率一般。重要的是,现金流支持机构首开股份出具《持续运营支持函》,承诺对各出质人提供无条件的、不可撤销的经营流动性支持。此外,考虑到借款人首开股份资信水平极高,本交易因资金混同进而影响优先级票据正常兑付的可能性很小。

### (2) 流动性风险

借款人首开股份资信水平极高,本交易面临流动性风险极低。

在本交易中,流动性风险主要来自于:1) 质押财产现金流可能不足以支付本专项计划所需支付的各项税费及优先级票据预期收益和当期本金,从而产生流动性风险;2) 标的债权提前到期,借款人资金不足以偿还标的债权全部未偿本息,从而产生流动性风险。

经测算,在优先级票据预期收益率为 4.50% 的情景下,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 1.40 倍,对优先级票据本息支出的覆盖比率最低为 1.21 倍,保障程度尚可;且首开股份资信水平极高,其作

为借款人对优先级票据的本息偿付提供了主要的支撑作用。

### (3) 出质人持续运营风险

基于首开股份极强的履约能力,其为各出质人提供的持续运营支持承诺有利于缓释本交易面临的持续运营风险。

为保障标的物业在票据信托存续期间持续经营,从而保证标的物业运营目标的实现和标的债权的实现,首开股份承诺对各出质人提供无条件的、不可撤销的经营流动性支持,包括但不限于对各出质人就标的物业运营中所产生的运营支出等提供无条件的、不可撤销的经营流动性支持;以及在标的债权存续期间当各出质人经营管理发生困难或发生其他影响其持续经营、合法存续及标的物业运营管理业务开展的情形时,首开股份及时向各出质人提供足额经营流动性资金支持,以支持各出质人的日常经营。

### (4) 物权风险

截至本报告出具日,部分标的物业及相关质押财产已存在权利负担。本交易存在一定的物权风险。

截至本报告出具日,标的物业中的新洲商务大厦、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以及相关质押财产均已存在权利负担,涉及项目为“北京首都开发股份有限公司 2020 年度第一期资产支持票据”,抵押权人及质权人均为华融信托,上述项目涉及主债权金额为 29.75 亿元。

此外,部分入池标的物业(具体为新洲商务大厦、蜂巢 CBD 传媒艺术工作区、华宝大厦、京泰大厦)存在部分单元已对外销售而物业持有人未办理大产权证变更<sup>14</sup>的情形,可能影响抵押登记的办理。

根据《抵押合同》和《质押合同》,各抵押人/出质人应在约定的时间内将华融信托登记为抵押财产的唯一的第一顺位抵押权人和质押财产的唯一质押权人。在相关抵押登记和质押登记办理完毕前,本交易存在一定物权风险,联合资

<sup>14</sup> 相应物业持有人就各标的物业,目前均系持有统一的大产权证,未持有分

割后各单元的产权证。

信将对上述登记办理情况保持关注。

### 三、基础资产分析

本交易的基础资产为委托人根据《借款合同》享有的标的债权，借款人为首开股份。抵押人以标的物业抵押、出质人以标的物业入池经营收入质押作为期间履行本交易约定义务的担保措施。基础资产的主要收益分配来源为各出质人

因运营标的物业在特定期间内取得的租金收入或酒店经营收入应收账款。因此质押财产以及抵押物的变现价值对优先级票据预期收益支付、本金偿还具有重要作用。

表 2 标的物业概况（单位：平方米）

| 序号 | 项目名称           | 地址                        | 建筑面积 <sup>15</sup> | 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            | 14820.82           | 14777.42 | 首开股份   |
| 2  | 劲松嘉园底商及车位      | 朝阳区广和南里二条 16 号院 3 号楼      | 11205.49           | 8773.69  | 首开立信   |
| 3  | 蜂巢 CBD 传媒艺术工作区 | 朝阳区通惠家园惠润园 7、8 号楼         | 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     | 26584.24           | 26584.24 | 城开集团   |
| 5  | 榆堡商业           | 北京市大兴区祥和街 48 号院 188、189 号 | 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        | 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         | 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               | 7444.35            | /        | 三亚天鸿   |

资料来源：抵押人提供、《现金流预测分析报告》，联合资信整理

#### 1. 新洲商务大厦

##### （1）概况

**新洲商务大厦地理位置较好，外部配套设施较完善。**

新洲商务大厦位于北京市海淀区阜成路 58 号，地处西三环与西四环之间，东至定慧东里 1 号楼，南至区间道路，西至定慧东里 3 号楼，北至阜成路。对内交通方面，新洲商务大厦距离地铁 10 号线西钓鱼台站约 1000 米；且紧邻公交站定慧寺东站约 50 米，有 97 路、87 路等十余条公交线路通达于此。对外交通方面，新洲商务大厦东南距北京西站约 4.4 公里，东北距离首都机场约 30 公里。新洲商务大厦 1 公里范围内分布有商业（超市发）、金融（交通银行、建设银行等）、医疗（北京肿瘤医院、北京汉琨中医医院）、教育（北京市二十一世纪实验学校、北京理工大学附属中学（南校区））等公共服务设施，公共

服务设施较完善。新洲商务大厦所在区域外部基础设施配套齐备。

新洲商务大厦建成于 2001 年，目前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》，新洲商务大厦为首开股份所有，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 14820.82 平方米。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。

##### （2）运营环境分析

##### 北京市经济环境

**2021 年，北京市经济稳定增长，对北京市商业/办公物业的发展具有一定的促进作用。**

2021 年，北京市全年地区生产总值 40269.60

<sup>15</sup> 该建筑面积为评估机构的评估面积。

亿元，按不变价格计算，较上年增长8.50%。其中，第一产业增加值111.30亿元，较上年增长2.70%；第二产业增加值7268.60亿元，较上年增长23.20%；第三产业增加值32889.60亿元，较上年增长5.70%。三次产业构成为0.28:18.05:81.67。按常住人口计算，全市人均地区生产总值为18.40万元。

房地产开发方面，北京市2021年全年房地产开发投资比上年增长5.10%。其中，住宅投资增长8.90%，办公楼投资下降7.60%，商业营业用房投资下降13.70%。全市房屋施工面积14055.30万平方米，比上年增长1.00%。其中，2021年新开工面积1895.90万平方米，比上年下降36.90%。2021年全年房屋竣工面积1983.90万平方米，比上年增长28.30%。2021年北京市商业房地产供应量为81.39万平方米，同比下降8.66%。销售面积为63.76万平方米，同比下降12.27%，销供比由2020年的0.82下降至0.78。

#### 北京市商业/办公物业分析

2021年，北京商业物业成交面积大幅下降，租金水平小幅上涨；写字楼成交面积有所缩减，租赁情况基本平稳。

商业地产方面，从销售情况来看，2021年，北京市商业物业成交面积为27.1万平方米，同比下降49.2%。从租赁情况来看，2021年四季度，北京市购物中心首层平均租金为859.9元/月·平方米，环比上涨0.66%，同比上涨1.51%；平均空置率为5.8%，环比持平，同比下降1.1个百分点。

办公物业方面，从销售情况来看，2021年，北京市写字楼成交面积55.3万平方米，同比减少24.5%。从租赁情况来看，2021年，北京市甲级写字楼供应131.2万平方米，同比增加1倍；吸纳101.9万平方米，同比增加4.7倍；年平均空置率16.4%，同比上升2%。其中，2021年四季度北京市甲级写字楼平均租金为341元/月·平方米，环

比下降0.7元/月·平方米；空置率为15%，环比下降1.7个百分点。

#### (3) 租赁情况分析

截至2022年3月底，新洲商务大厦入池部分整体出租率高，合同期内租金收取频率尚可，租户集中度一般；现有租约无法覆盖本期资产支持票据存续期，存在一定续租风险。

截至2022年3月底，新洲商务大厦入池部分可出租面积14777.42平方米，已出租面积14213.71平方米，出租率为96.19%；共计58户租户，无关联方租户。

租金结算频率方面，新洲商务大厦的结算频率以季付为主，租赁面积占比96.42%，其余为按年收取。租金收取模式方面，新洲商务大厦均采用固定租金。

从租赁到期情况来看，截至2022年3月底，新洲商务大厦现有租户租约全部在2025年以前到期，主要租赁合同年限多为1—2年期。其中，2022—2023年到期的租赁面积占比高达74.22%。整体看，新洲商务大厦现有租约无法覆盖本期资产支持票据存续期，存在一定的续租风险。

表3 截至2022年3月底新洲商务大厦租约到期年限分布  
(单位：平方米)

| 租约到期年限 | 租赁面积     | 租赁面积占比  |
|--------|----------|---------|
| 2022年  | 6921.41  | 48.70%  |
| 2023年  | 3628.15  | 25.53%  |
| 2024年  | 509.65   | 3.59%   |
| 2025年  | 3154.5   | 22.19%  |
| 合计     | 14213.71 | 100.00% |

注：由于同一租户，但租赁不同区域租约到期年份不同，故未按照租户统计，下同

资料来源：首开股份提供，联合资信整理

主力租户方面，截至2022年3月底，新洲商务大厦前五大租户合计承租面积5548.67平方米，占已出租面积的39.04%，租户集中度一般。

表4 截至2022年3月底新洲商务大厦前五大租户租赁情况(单位：平方米、元/平方米·天)

| 租户名称           | 租赁面积    | 租赁面积占比 | 结算频率 | 租金单价      | 租约到期日                    |
|----------------|---------|--------|------|-----------|--------------------------|
| 公安部第三研究所       | 3355.03 | 23.60% | 季付   | 2.95~3.50 | 2022/05/05<br>2025/03/11 |
| 北京信达和众国际贸易有限公司 | 654.61  | 4.61%  | 季付   | 3.10~3.40 | 2022/07/31<br>2023/01/10 |
| 北京众智博微科技有限公司   | 514.69  | 3.62%  | 季付   | 3.40      | 2022/12/30               |

|                     |         |        |    |      |            |
|---------------------|---------|--------|----|------|------------|
| 和鼎（南京）医药技术有限公司北京分公司 | 514.69  | 3.62%  | 季付 | 3.40 | 2023/01/31 |
| 北京易联达商务服务有限公司       | 509.65  | 3.59%  | 季付 | 3.65 | 2022/10/31 |
| 合计                  | 5548.67 | 39.04% | /  | /    | /          |

资料来源：首开股份提供，联合资信整理

#### （4）历史数据分析

新洲商务大厦整体出租率和收缴率保持高水平；2019—2021 年，受疫情影响，收入水平波动下降。

经营收入方面，2019—2021 年，新洲商务大厦租金收入波动下降，年复合增长率-2.97%，主要系 2020 年受新冠肺炎疫情影响，新洲商务大厦对中小微企业实施政策性减免租金所致。经营成本及税费方面，新洲商务大厦主要涉及租赁及市场营销费、管理费等运营费用以及增值税金及附税、房产税和土地使用税等税金，近三年支出逐年增长。2019—2021 年，新洲商务大厦经营净收入波动增长。2022 年 1—3 月新洲商务大厦实现经营净收入 334.85 万元，占 2021 年全年的 54.26%。

2019—2021 年及 2022 年 1—3 月，新洲商务大厦出租率分别为 98.00%、98.00%、97.00% 和 99.00%，均保持在高水平；平均租金分别为 3.05 元/平方米·天、3.15 元/平方米·天、3.19 元/平方米·天和 3.37 元/平方米·天，呈稳定增长态势；租金收缴率均为 100.00%，稳定在高水平。

表 5 新洲商务大厦历史运营情况（单位：万元）

| 项目      | 2019 年  | 2020 年  | 2021 年  | 2022 年 1—3 月 |
|---------|---------|---------|---------|--------------|
| 经营收入    | 1696.97 | 1344.31 | 1597.75 | 548.15       |
| 租金收入    | 1696.97 | 1344.31 | 1597.75 | 548.15       |
| 经营成本及税费 | 780.21  | 915.44  | 980.57  | 213.30       |
| 运营费用    | 492.58  | 653.70  | 706.29  | 117.31       |
| 税金      | 287.63  | 261.75  | 274.28  | 95.99        |
| 经营净收入   | 916.76  | 428.87  | 617.18  | 334.85       |

注：1. 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；2. 税金包含增值税金及附税、房产税和土地使用税

资料来源：首开股份提供，联合资信整理

#### 2. 劲松嘉园底商及车位

##### （1）概况

劲松嘉园底商及车位地理位置较好，周边配套较完善。

劲松嘉园底商坐落于北京市朝阳区广和南里二条 16 号院 3 号楼，地处劲松商圈，东至广和东街，南至劲松路，西至广和南里二条小区，北至和平村住房 F 区。劲松嘉园底商周边聚集中国工商银行等多家银行，配有京客隆、兆佳等商城，紧邻 10 号地铁线，拥有 10 余条公交线路经过，交通便利度优；且周围有劲松第四小学等多所中小学和北京肿瘤医院等多家医院，外部配套设施较完善，周边环境状况较优，基础设施保障率高。

劲松嘉园底商及车位于 1999 年竣工，由首开立信单独持有，北京首开立信置业股份有限公司第一分公司（以下简称“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，总建筑面积为 11205.49 平方米。

##### （2）租赁情况分析

截至 2022 年 3 月底，劲松嘉园底商及车位处于满租状态，但租户集中度很高，且现有租约无法覆盖本期资产支持票据存续期，未来或面临一定续租风险。

截至 2022 年 3 月底，劲松嘉园底商及车位可出租面积为 8773.69 平方米，已出租面积为 9217.34 平方米<sup>16</sup>，出租率为 100.00%；共有租户 2 户，无关联方租户。

表 6 截至 2022 年 3 月底劲松嘉园底商及车位承租人租赁情况（单位：平方米、元/平方米·天）

| 主力租户            | 业态     | 租赁面积    | 租赁面积占比 | 结算频率 | 租金单价      | 租约到期日      |
|-----------------|--------|---------|--------|------|-----------|------------|
| 北京义和鑫休闲文化交流有限公司 | 商业（酒店） | 5216.99 | 56.60% | 季付   | 4.20~4.63 | 2026/10/31 |

<sup>16</sup> 劲松嘉园底商及车位地上 1—4 层合同租赁面积为 9217.34 平方米，证载建筑面积为 8773.69 平方米，二者不一致。北京首佳房地产评估有限公司预

测时，对于其合同租赁期内的租金收入按租赁合同内租赁面积计取，合同租赁期外的租金收入按产权建筑面积计取。

|                   |         |         |         |    |           |            |
|-------------------|---------|---------|---------|----|-----------|------------|
| 沃德兰（北京）国际教育科技有限公司 | 商业（幼儿园） | 4000.35 | 43.40%  | 季付 | 4.10~4.31 | 2024/06/30 |
| 合计                | /       | 9217.34 | 100.00% | /  | /         | /          |

资料来源：首开立信第一分公司提供，联合资信整理

### （3）历史数据分析

**劲松嘉园底商及车位租金收缴率保持高位；2019—2021 年经营收入波动增长。**

经营收入方面，劲松嘉园底商及车位 2019—2021 年经营收入波动增长，年均复合增长率 3.61%。成本方面，劲松嘉园底商及车位经营成本及税费 2019—2021 年波动上升，年均复合增长 5.76%。净收入方面，劲松嘉园底商及车位经营净收入 2019—2021 年波动增长，年均复合增长 3.11%。2022 年 1—3 月劲松嘉园底商及车位实现经营净收入 141.68 万元，占 2021 年全年的 18.98%。

2019—2021 年，劲松嘉园底商及车位整体出租情况良好，其中 2021 年出租率较低主要系部分租户租约到期未续签且未及时招租到新租户所致。2019—2021 年及 2022 年 1—3 月，劲松嘉园底商及车位平均租金呈增长趋势，租金收缴率维持在 100%。

表 7 劲松嘉园底商及车位历史运营情况  
(单位：万元、元/平方米·天)

| 项目      | 2019 年  | 2020 年  | 2021 年  | 2022 年 1—3 月 |
|---------|---------|---------|---------|--------------|
| 经营收入    | 864.65  | 1171.38 | 928.29  | 149.66       |
| 经营成本及税费 | 162.70  | 143.79  | 181.97  | 7.98         |
| 经营净收入   | 701.95  | 1027.59 | 746.32  | 141.68       |
| 出租率     | 100.00% | 100.00% | 50.00%  | 100.00%      |
| 收缴率     | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00%      |
| 平均租金单价  | 2.70    | 2.70    | 3.40    | 4.15         |

资料来源：首开立信第一分公司提供，联合资信整理

## 3. 蜂巢 CBD 传媒艺术工作区

### （1）概况

**蜂巢 CBD 传媒艺术工作区地理位置较为优越，周边配套较完善；存在房屋实际用途与证载用途不符的情况。**

蜂巢 CBD 传媒艺术工作区坐落于北京市朝阳区四惠东通惠家园惠润园 7、8 号楼，地处国贸 CBD 商圈，商业繁华度较优，办公聚集度较

优。蜂巢 CBD 传媒艺术工作区周围分布有银泰百货、新城市广场等商业设施，华夏银行、工商银行等金融机构，北京四惠中医医院、民航总医院等医疗机构。

蜂巢 CBD 传媒艺术工作区建成于 2007 年，由城开集团单独持有，经委托由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项目，合作期限为三年（自 2022 年 6 月 1 日至 2023 年 5 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，本次入池范围涉及建筑面积 9677.37 平方米。

### （2）租赁情况分析

**截至 2022 年 3 月底，蜂巢 CBD 传媒艺术工作区整体出租率尚可，合同期内租金收取频率较高，租户集中度较高；现有租约均无法覆盖本期资产支持票据存续期，存在一定续租风险；有关联方租户。**

截至 2022 年 3 月底，蜂巢 CBD 传媒艺术工作区可租赁面积为 9677.37 平方米，已出租面积为 7947.32 平方米，出租率为 82.12%；共有租户 28 户。

从租金结算频率来看，蜂巢 CBD 传媒艺术工作区租户的结算频率以季付为主，占比 94.63%。从租金结算模式方式来看，蜂巢 CBD 传媒艺术工作区均采用固定租金。

从租赁到期情况来看，截至 2022 年 3 月底，蜂巢 CBD 传媒艺术工作区现有租户租约全部在

2026 年以前到期。其中，2022—2024 年到期的租赁面积占比高达 86.62%。整体看，蜂巢 CBD 传媒艺术工作区现有租约无法覆盖本期资产支持票据存续期，存在一定的续租风险。

表 8 截至 2022 年 3 月底蜂巢 CBD 传媒艺术工作区租约到期年限分布 (单位: 平方米)

| 租约到期年限 | 租赁面积    | 租赁面积占比 |
|--------|---------|--------|
| 2022 年 | 2993.11 | 37.66% |
| 2023 年 | 1315.95 | 16.56% |
| 2024 年 | 2574.68 | 32.40% |

表 9 截至 2022 年 3 月底蜂巢 CBD 传媒艺术工作区前五大租户租赁情况 (单位: 平方米、元/平方米·月)

| 租户               | 业态 | 租赁面积    | 面积占比   | 结算频率 | 租金单价      | 租约到期日                    |
|------------------|----|---------|--------|------|-----------|--------------------------|
| 首开文投(北京)文化科技有限公司 | 办公 | 1343.92 | 16.91% | 季付   | 3.64      | 2022/04/14 <sup>17</sup> |
| 北京众通广告有限公司       | 办公 | 584.74  | 7.36%  | 季付   | 4.46      | 2024/02/29               |
| 北京蜂巢音悦文化传播有限公司   | 办公 | 512.00  | 6.44%  | 季付   | 4.10      | 2022/09/19               |
| 北京臣基广告有限公司       | 办公 | 468.55  | 5.90%  | 季付   | 4.75      | 2023/08/31               |
| 北京阿尔发健康管理咨询有限公司  | 办公 | 449.40  | 5.65%  | 季付   | 4.15~4.25 | 2026/11/30               |
| 合计               | /  | 3358.61 | 42.26% | /    | /         | /                        |

资料来源: 经营分公司提供, 联合资信整理

### (3) 历史数据分析

2019—2021 年, 蜂巢 CBD 传媒艺术工作区经营收入波动下降; 出租率尚可, 收缴率维持在较高水平。

经营收入方面, 受新冠肺炎疫情影响, 蜂巢 CBD 传媒艺术工作区经营收入水平 2019—2021 年波动下降, 年均复合下降 6.22%。经营成本及税费方面, 蜂巢 CBD 传媒艺术工作区经营成本及税费 2019—2021 年波动减少, 年均复合下降 13.97%。经营净收入方面, 蜂巢 CBD 传媒艺术工作区经营净收入 2019—2021 年逐年增长。2022 年 1—3 月, 蜂巢 CBD 传媒艺术工作区实现经营净收入 200.39 万元, 占 2021 年全年的 33.70%。

2019—2021 年, 蜂巢 CBD 传媒艺术工作区整体出租率尚可, 其中 2020 年出租率为 70.00%, 主要系新冠肺炎疫情影响所致。2019—2021 年及 2022 年 1—3 月, 蜂巢 CBD 传媒艺术工作区平均租金呈波动增长态势, 租金收缴率保持在高水平。

表 10 蜂巢 CBD 传媒艺术工作区历史运营情况

(单位: 万元、元/平方米·天)

| 项目      | 2019 年  | 2020 年  | 2021 年  | 2022 年 1—3 月 |
|---------|---------|---------|---------|--------------|
| 经营收入    | 1264.51 | 936.55  | 1112.07 | 262.94       |
| 经营成本及税费 | 813.50  | 482.19  | 517.50  | 62.55        |
| 经营净收入   | 451.02  | 454.36  | 594.57  | 200.39       |
| 出租率     | 82.60%  | 70.00%  | 84.00%  | 85.00%       |
| 收缴率     | 100.00% | 100.00% | 97.00%  | 100.00%      |
| 平均租金单价  | 4.34    | 4.64    | 4.50    | 4.57         |

资料来源: 经营分公司提供, 联合资信整理

## 4. 华宝大厦

### (1) 概况

华宝大厦所在区域交通便捷, 外部配套设施完善, 周边环境状况较优。

华宝大厦位于北京市海淀区莲花苑 5 号楼, 东至西三环中路辅路, 南至北京西站铁路, 西至莲花小区, 北至莲花池东路辅路。华宝大厦距离地铁莲花桥站约 300 米, 途径的线路有 10 号线; 有多条公汽线路通达于此; 距离北京西站约 1000 米; 周边交通便捷。周边分布有商业(京都

<sup>17</sup> 首开文投(北京)文化科技有限公司目前在走续租流程。

信苑饭店、汉庭酒店、世纪华联超市)、金融(中国建设银行、中国工商银行)、医疗(首都医科大学附属北京世纪坛医院、北京电力医院)、教育(北京市海淀区七一小学、北京市十一学校(第一分校))等公共服务设施,公共服务设施完善度较优;所在区域外部基础设施配套较齐备。

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(目前3层整层空置)。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。华宝大厦由城开集团委托至经营分公司对外统一招商租赁模式经营。

#### (2) 租赁状况分析

截至2022年3月底,华宝大厦入池部分整体出租率尚可,合同期内租金收取频率一般,租户集中度一般;现有租约均无法覆盖本期资产支持票据存续期,存在一定续租风险。

截至2022年3月底,华宝大厦入池部分可出租面积为26584.24平方米,已出租面积19546.15平方米,出租率为73.53%;共计64份租约。

从租金结算频率来看,华宝大厦以按季度结

算为主,其租赁面积占比为79.70%;其余按每两月、每半年、每月、每年结算,租赁面积占比分别为6.60%、6.57%、6.46%和0.68%。从租金收取模式来看,华宝大厦租户均采用固定租金模式。

从租赁到期情况来看,截至2022年3月底,华宝大厦现有租户租约全部在2027年以前到期。其中,2022-2024年到期面积占比较大,合计到期面积15246.89平方米,占目前已出租面积的78.00%。整体看,华宝大厦现有租约无法覆盖本期资产支持票据存续期,存在一定的续租风险。

表11 截至2022年3月底华宝大厦租约到期年限分布  
(单位:平方米)

| 租约到期年限 | 租赁面积     | 租赁面积占比  |
|--------|----------|---------|
| 2022年  | 3691.48  | 18.89%  |
| 2023年  | 4946.27  | 25.31%  |
| 2024年  | 6609.14  | 33.81%  |
| 2025年  | 1706.56  | 8.73%   |
| 2026年  | 2322.82  | 11.88%  |
| 2027年  | 269.88   | 1.38%   |
| 合计     | 19546.15 | 100.00% |

资料来源:经营分公司提供,联合资信整理

从主力租户情况来看,截至2022年3月底,华宝大厦前五大租户合计承租面积占已出租面积的30.54%,租户集中度一般。

表12 截至2022年3月底华宝大厦前五大租户租赁情况(单位:平方米、元/平方米·天)

| 租户名称             | 业态 | 租赁面积    | 租赁面积占比 | 结算频率 | 租金单价      | 租约到期日     |
|------------------|----|---------|--------|------|-----------|-----------|
| 北京中电高科技电视发展有限公司  | 办公 | 1947.15 | 9.96%  | 季付   | 5.00      | 2023/2/28 |
| 北京天鸿宝利汽车服务有限责任公司 | 商业 | 1176.99 | 6.02%  | 季付   | 2.80~3.09 | 2024/9/30 |
| 北京味来食岸餐饮管理有限公司   | 商业 | 982.00  | 5.02%  | 季付   | 0.66~0.70 | 2026/12/9 |
| 中科高盛咨询集团有限公司     | 办公 | 887.88  | 4.54%  | 季付   | 4.90~5.00 | 2023/7/19 |
|                  | 仓储 | 44.00   | 0.23%  | 季付   | 1.62      |           |
| 北京搏弈堂体育文化有限公司    | 商业 | 931.18  | 4.76%  | 季付   | 1.52~1.68 | 2026/7/31 |
| 合计               | /  | 5969.20 | 30.54% | /    | /         | /         |

资料来源:经营分公司提供,联合资信整理

关联方租户方面,截至2022年3月底,华宝大厦仅涉及首开文投(北京)文化科技有限公司1户,涉及租赁面积52.77平方米,占已出租面积的0.27%。

#### (3) 历史数据分析

2019-2021年,华宝大厦整体出租率水平尚可,收缴率较高;经营收入因新冠肺炎疫情影响有所波动。

经营收入方面，华宝大厦经营收入主要为租金收入。2019—2021 年，华宝大厦经营收入因受新冠肺炎疫情影响波动增长，年复合增长率为 1.39%。经营成本及税费方面，华宝大厦主要涉及物业管理费、维修保养费等运营费用以及增值税税金及附税、房产税和土地使用税等税金，2019—2021 年支出波动下降。2019—2021 年，华宝大厦经营净收入波动增长。2022 年 1—3 月华宝大厦实现经营净收入 200.39 万元，占 2021 年全年的 20.60%。

历史出租方面，2019—2021 年及 2022 年 1—3 月，华宝大厦平均出租率均分别为 80.42%、81.00%、85.00%和 73.00%，出租率水平尚可。历史租金单价方面，2019—2021 年及 2022 年 1—3 月，华宝大厦日平均租金分别为 5.00 元/平方米、5.00 元/平方米、5.00 元/平方米和 4.90 元/平方米，基本平稳。收缴率方面，2019—2021 年及 2022 年 1—3 月，华宝大厦收缴率分别为 100.00%、100.00%、95.00%和 100.00%。

表 13 华宝大厦历史运营情况（单位：万元）

| 项目      | 2019 年  | 2020 年  | 2021 年  | 2022 年 1—3 月 |
|---------|---------|---------|---------|--------------|
| 经营收入    | 3417.52 | 2715.10 | 3512.99 | 566.18       |
| 租金收入    | 3417.52 | 2715.70 | 3512.99 | 566.18       |
| 经营成本及税费 | 1901.09 | 1707.51 | 1771.89 | 207.54       |
| 运营费用    | 1321.93 | 1212.92 | 1185.38 | 177.34       |
| 税金      | 579.16  | 494.58  | 586.51  | 30.20        |
| 经营净收入   | 1516.43 | 1008.91 | 1741.10 | 358.64       |

注：1. 运营费用包含物业管理费、维修保养费、能源费和保险费及其他；2. 税金包含增值税税金及附税、房产税和土地使用税；3. 经营净收入=经营收入-成本及税费

表 14 截至 2022 年 3 月底榆堡商业承租人租赁情况（单位：平方米、元/平方米·天）

| 租户            | 业态  | 租赁面积     | 面积占比    | 结算频率 | 租金单价       | 收取方式 | 租约起始日 <sup>18</sup> | 租约到期日      |
|---------------|-----|----------|---------|------|------------|------|---------------------|------------|
| 北京九鼎酒店管理有限公司  | 酒店  | 11072.24 | 67.91%  | 季付   | 1.50~5.25  | 固定租金 | 2022/4/15           | 2027/1/15  |
| 北京莲池荟科技发展有限公司 | KTV | 2365.65  | 14.51%  | 季付   | 1.80~1.98  | 固定租金 | 2022/1/8            | 2026/10/7  |
| 北京雁湖楼餐饮管理有限公司 | 餐饮  | 1383.41  | 8.48%   | 季付   | 1.80~1.98  | 固定租金 | 2022/1/8            | 2026/10/7  |
| 北京兴和航泰置业有限公司  | 售楼处 | 1244.79  | 7.63%   | 季付   | 5.50       | 固定租金 | 2021/11/15          | 2023/11/14 |
| 兰大宾           | 口腔  | 239.36   | 1.47%   | 季付   | 6.00~6.615 | 固定租金 | 2022/3/25           | 2026/12/24 |
| 合计            | /   | 16305.45 | 100.00% | /    | /          | /    | /                   | /          |

资料来源：惠信瑞泰提供，联合资信整理

资料来源：经营分公司提供，联合资信整理

## 5. 榆堡商业

### （1）概况

榆堡商业地理位置一般，投入运营时间较短，整体出租情况一般。

榆堡商业坐落于北京市大兴区祥和街 48 号院 188、189 号楼，东至太子务环村路，南至榆南路，西至榆南路，北至保利首开杭城和悦璞云项目用地。榆堡商业毗邻大兴机场经济辐射区域，区域内商业繁华度较差，距离榆堡南公交站约 800 米；外部配套设施尚有待完善。

榆堡商业于 2021 年年底开始招租，由惠信瑞泰单独持有，证载房地产用途为商业、库房，目前部分出租作为商业使用，部分已出租正在进行装修，部分暂空置。榆堡商业总楼层为-1 至 3 层，总建筑面积为 26937.88 平方米。截至 2022 年 3 月底，榆堡商业可租赁面积为 26937.88 平方米，已租赁面积为 16305.45 平方米，出租率为 60.53%。

### （2）租赁情况分析

截至 2022 年 3 月底，榆堡商业租户集中度高；现有租约无法覆盖本期资产支持票据存续期，未来或面临一定续租风险。

截至 2022 年 3 月底，榆堡商业共有租户 5 户，最大租户为北京九鼎酒店管理有限公司，其租赁面积为 11072.24 平方米，占已出租面积的 67.91%。

<sup>18</sup> 租约起始日为租户开始计算租金的日期。

### (3) 历史数据分析

榆堡商业投入运营时间较短，2022 年一季度开始有收入进账；整体出租情况一般，租金收缴情况较差。

榆堡商业于 2021 年年底开始招租，2022 年一季度开始有收入进账。2021 年 1—3 月，榆堡商业平均租金为 3.00 元/平方米·天，出租率为 60.53%，收缴率为 44.10%。

2022 年 1—3 月，榆堡商业经营收入 48.19 万元，经营成本及税费 321.09 万元，净亏损 272.90 万元。

## 6. 京泰大厦

### (1) 概况

京泰大厦地理位置较好，周边配套较完善。

京泰大厦坐落于朝阳区建国门外大街丙 24 号，地处建国门商圈，东至赛特大厦，南至燕华苑，西至东海中心，北至华侨村。京泰大厦位于北京建国门和国贸商圈，其紧邻地铁 1 号线及 2 号线换乘站，附近有 1 路、9 路、43 路等多条公交线路经过，交通便利度优。京泰大厦附近学校有北京市日坛中学、清华大学附属小学 CBD 实验小学等多所学校，区域内商业设施有北京塞特

购物中心和秀水街等，周围分布有中信银行、中国银行等多所金融机构以及北京同济医院等医疗机构，外部配套设施较完善，周边环境状况较优，基础设施保障率高。

京泰大厦楼于 1996 年竣工，由燕华置业单独持有，北京首开商业管理有限公司<sup>19</sup>（以下简称“首开商业”）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，本次入池为持有人产权面积 6752.39 平方米，剩余面积已销售。

### (2) 租赁情况分析

截至 2022 年 3 月底，京泰大厦出租率很低，租户集中度高，关联方租赁面积占比很高；现有合同剩余期限无法覆盖本期资产支持票据存续期，未来或面临一定续租风险。

截至 2022 年 3 月底，京泰大厦可租赁面积合计 6752.39 平方米，已出租面积 1295.99 平方米，出租率为 19.13%；共有租户 6 户。其中，最大租户北京燕侨物业有限公司为京泰大厦唯一的关联方租户，其租赁面积为 805.85 平方米，占已出租面积的 62.18%。

表 15 截至 2022 年 3 月底京泰大厦租户租赁情况（单位：平方米、元/平方米·天）

| 租户             | 租赁面积    | 面积占比    | 结算频率 | 租金单价      | 收取方式 | 租约到期日      |
|----------------|---------|---------|------|-----------|------|------------|
| 北京燕侨物业有限公司     | 805.85  | 62.18%  | 季付   | 4.50~5.04 | 固定租金 | 2027/5/31  |
| 古巴国民银行北京代表处    | 184.65  | 14.25%  | 月付   | 6.85      | 固定租金 | 2023/6/30  |
| 北京花果之山文化传播有限公司 | 139.00  | 10.73%  | 季付   | 4.48      | 固定租金 | 2022/11/30 |
| 北京环瑾通达咨询有限公司   | 80.00   | 6.17%   | 季付   | 4.00      | 固定租金 | 2024/11/30 |
| 北京宝通商贸有限公司     | 73.49   | 5.67%   | 季付   | 6.30      | 固定租金 | 2024/6/30  |
| 北京宝飘贸易有限公司     | 13.00   | 1.00%   | 月付   | 6.30      | 固定租金 | 2024/6/30  |
| 合计             | 1295.99 | 100.00% | /    | /         | /    | /          |

资料来源：首开商业提供，联合资信整理

### (3) 历史数据分析

2019—2021 年，受新冠肺炎疫情影响，京泰大厦出租率逐年下滑，经营收入亦随之逐年减少。

经营收入方面，京泰大厦经营收入全部为租金收入，受新冠肺炎疫情影响，经营收入水平

2019—2021 年逐年减少，年均复合减少 18.64%。净收入方面，京泰大厦经营净收入 2019—2021 年均为负，2022 年 1—3 月净收入为 20.81 万元。

2019—2021 年，受新冠肺炎疫情影响，京泰大厦整体出租率逐年下滑；平均租金单价有所下

<sup>19</sup> 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。

降；但收缴率保持在较高水平。2022 年 1—3 月，出租率相较 2021 年有所提升，但平均租金单价延续 2021 年的下降趋势。

表 16 京泰大厦历史运营情况（单位：万元、元/平方米·月）

| 项目      | 2019 年  | 2020 年  | 2021 年  | 2022 年<br>1—3 月 |
|---------|---------|---------|---------|-----------------|
| 经营收入    | 398.39  | 276.83  | 263.69  | 85.56           |
| 经营成本及税费 | 472.71  | 666.65  | 394.23  | 64.75           |
| 经营净收入   | -74.32  | -389.82 | -130.54 | 20.81           |
| 出租率     | 58.21%  | 44.79%  | 20.53%  | 22.10%          |
| 收缴率     | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00%         |
| 平均租金单价  | 216.53  | 191.75  | 191.75  | 169.64          |

资料来源：首开商业提供，联合资信整理

## 7. 绵阳首开喜来登酒店

### （1）概况

绵阳首开喜来登酒店位于绵阳市仙海水利风景区，配套完善，区域交通便捷度一般，公共服务设施完善度较劣。

绵阳首开喜来登酒店位于绵阳市仙海水利风景区天龙路 3 号。绵阳首开喜来登酒店周边暂无地铁线路；另距离最近的公交中海石油站约 1.7 公里，有多路公交线路通达于此；距离绵阳南郊机场约 19.1 公里，距离绵阳站 18.9 公里，对内对外交通便捷度一般。绵阳首开喜来登酒店 5 公里范围内分布有商业、金融、医疗、教育机构等公共服务设施，公共服务设施完善度较劣。根据《不动产权证书》记载，土地用途为旅馆业用地，房屋用途为酒店，建筑面积为 49375.66 平方米，产权方为绵阳首开兴泰，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。

### （2）行业分析

酒店行业对宏观经济以及突发事件敏感，波

动性大。2020 年新冠肺炎疫情给酒店行业带来重创；2021 年新冠肺炎疫情逐渐得到控制，酒店行业景气度有所提升。

酒店行业受外部宏观经济影响大，对于突发事件敏感性强。2020 年受突发新冠肺炎疫情影响，出行需求大幅减少，酒店行业营收能力明显下滑。根据文化和旅游部发布的全国星级饭店统计报告，2020 年全国星级饭店营业收入总额为 1221.53 亿元，同比下降 36.33%；其中餐饮收入占比 41.63%，客房收入占比 39.92%，其他收入占比 18.45%。2020 年全国星级饭店平均房价为 313.91 元/间·夜，同比减少 11.15%；平均出租率为 38.98%，较 2019 年下降 16.20 个百分点；每间可供出租客房收入为 122.37 元/间·夜，同比减少 37.24%；每间客房平摊营业收入为 105.25 千元/间，同比减少 34.16%。

2021 年，全国星级饭店合计实现营业收入 1379.43 亿元，同比增长 12.93%；平均房价为 334.95 元/间·夜，同比增长 6.70%；平均出租率为 41.44%，较 2020 年上升 2.46 个百分点；每间可供出租客房收入为 139.92 元/间·夜，同比增长 14.34%；每间客房平摊营业收入为 123.06 千元/间，同比增长 16.92%。随着新冠肺炎疫情逐渐得到控制，2021 年酒店行业景气度有所提升，但受新冠肺炎疫情偶有反复影响，营业收入和出租率尚未恢复至疫情前水平。

### （3）运营环境分析

绵阳市 2021 年经济发展状况良好，对酒店行业的发展具有一定的促进作用。

2021 年绵阳地区生产总值 3350.29 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.7%，两年平均增长 6.5%<sup>20</sup>。其中，第一产业增加值 377.32 亿元，比上年增长 7.5%，两年平均增长 6.4%；第二产业增加值 1352.65 亿元，比上年增长 8.4%，两年平均增长 6.2%；第三产业增加值 1620.32 亿元，比上年增长 9.3%，两年平均增长 6.8%。

2021 年，绵阳市实现社会消费品零售总额 1652.16 亿元，比上年增长 18.5%，高于四川省平均水平 2.6 个百分点，两年平均增长 7.9%。

<sup>20</sup> 两年平均增速是指以 2019 年相应同期数为基数，采用几何平均的方法计

算的增速。

2021 年，绵阳市全社会固定资产投资比上年增长 11.0%，高于全省平均水平 0.9 个百分点，两年平均增长 10.5%。2021 年，绵阳市城镇居民人均可支配收入 43150 元，比上年增长 8.7%，高于四川省平均水平 0.4 个百分点；农村居民人均可支配收入 21340 元，比上年增长 10.5%，高于全省平均水平 0.2 个百分点。

#### （4）历史数据分析

绵阳首开喜来登酒店收入以客房收入和餐饮收入为主，目前处于运营培育阶段，叠加新冠肺炎疫情疫情影响，当前呈亏损状态。

绵阳首开喜来登酒店收入包括客房收入、餐饮业务、会议中心收入以及收入，以客房收入和客房收入为主。2021 年及 2022 年 1—3 月，绵阳首开喜来登酒店客房收入和餐饮收入合计占比分别为 93.62%和 93.43%，收入构成较为稳定。

绵阳首开喜来登酒店于 2021 年下半年开业，目前处于运营培育阶段，经营成本及税费高导致净收入出现亏损，同时新冠肺炎疫情对酒店经营产生一定负面影响。

表 17 绵阳首开喜来登酒店经营情况（单位：万元）

| 项目             | 2021 年         |                | 2022 年 1—3 月   |                |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                | 金额             | 占比             | 金额             | 占比             |
| 客房收入           | 1038.08        | 53.03%         | 445.25         | 49.40%         |
| 餐饮收入           | 794.56         | 40.59%         | 396.87         | 44.03%         |
| 会议中心收入         | 53.79          | 2.75%          | 36.4           | 4.04%          |
| 康体娱乐收入         | 7.46           | 0.38%          | 3.7            | 0.41%          |
| 其他收入           | 63.64          | 3.25%          | 19.11          | 2.12%          |
| <b>经营收入</b>    | <b>1957.53</b> | <b>100.00%</b> | <b>901.33</b>  | <b>100.00%</b> |
| 经营成本           | 580.34         | 28.44%         | 322.23         | 29.58%         |
| 运营费用           | 1212.59        | 59.41%         | 767.21         | 70.42%         |
| 税金             | 248            | 12.15%         | 0.00           | 0.00%          |
| <b>经营成本及税费</b> | <b>2040.93</b> | <b>100.00%</b> | <b>1089.44</b> | <b>100.00%</b> |
| <b>经营净收入</b>   | <b>-83.40</b>  | <b>/</b>       | <b>-188.11</b> | <b>/</b>       |

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：绵阳首开喜来登提供，联合资信整理

酒店运营管理情况方面，绵阳首开喜来登酒店因经营时间较短，且受新冠肺炎疫情影响，入住率水平较低。

表 18 绵阳首开喜来登酒店经营情况（单位：间、元/间·夜）

| 项目     | 2021 年 | 2022 年 1—3 月 |
|--------|--------|--------------|
| 酒店房间数  | 342    | 342          |
| 酒店入住率  | 33.89% | 26.88%       |
| 酒店平均房价 | 529.00 | 544.51       |
| Revpar | 179.28 | 146.36       |

注：Revpar=酒店入住率\*酒店平均房价，下同

资料来源：绵阳首开喜来登提供，联合资信整理

#### 8. 三亚天鸿度假村酒店

##### （1）概况

三亚天鸿度假村酒店位于三亚市亚龙湾，交通便捷度高，酒店布局合理，配套完善。

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。

交通方面，三亚天鸿度假村酒店区域道路网络密集，道路通达度高；附近有 4 条公交线路，区域公共交通便利度高。

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）。

##### （2）区域分析

三亚市 2021 年经济增长较快，第三产业经济占比有所提高。

2021 年三亚全市地区生产总值 835.37 亿元，按不变价计算，同比增长 12.10%，两年平均增长 7.5%。分产业看：第一产业增加值 93.79 亿元，增长 3.80%；第二产业增加值 124.72 亿元，增长 0.10%；第三产业增加值 616.86 亿元，增长 16.10%。2021 年，全市三次产业比重由上年同期 11.4:16.3:72.3 优化为 11.2:14.9:73.9。2021 年三亚市固定资产投资同比增长 10.80%。2021 年三亚市社会消费品零售总额 545.19 亿元，同比增长 43.10%。2021 年三亚市城乡居民人均可支配收入为 3.78 万元，同比增长 9.00%。2021 年三亚市接待过夜游客人数 2162.04 万人次，比上年增长 19.70%。

### (3) 历史数据分析

三亚天鸿度假村酒店以客房收入和餐饮收入为主,收入构成较稳定;受新冠肺炎疫情影响,2019—2021 年经营收入逐年下降。

2019—2021 年,三亚天鸿度假村酒店经营收入逐年下降,主要系新冠肺炎疫情影响所致。从收入构成来看,三亚天鸿度假村酒店经营收入

包括客房收入和餐饮收入,以客房收入为主,近年来占比均在 79.00%以上。

2019—2021 年,三亚天鸿度假村酒店经营成本及税费波动下降;经营净收入逐年下降,2021 年出现亏损主要系因新冠肺炎疫情反复对酒店经营产生负面影响。

表 19 三亚天鸿度假村酒店历史经营情况(单位:万元)

| 项目      | 2019 年  |         | 2020 年  |         | 2021 年 |         | 2022 年 1—3 月 |         |
|---------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|--------------|---------|
|         | 金额      | 占比      | 金额      | 占比      | 金额     | 占比      | 金额           | 占比      |
| 经营收入    | 1332.69 | 100.00% | 1054.52 | 100.00% | 895.62 | 100.00% | 296.49       | 100.00% |
| 客房收入    | 1089.32 | 81.74%  | 867.45  | 82.26%  | 727.51 | 81.23%  | 236.07       | 79.62%  |
| 餐饮收入    | 243.37  | 18.26%  | 187.07  | 17.74%  | 168.11 | 18.77%  | 60.42        | 20.38%  |
| 经营成本及税费 | 1069.01 | 100.00% | 819.15  | 100.00% | 908.88 | 100.00% | 232.93       | 100.00% |
| 经营成本    | 185.71  | 17.37%  | 158.39  | 19.34%  | 142.31 | 15.66%  | 42.26        | 18.14%  |
| 运营费用    | 817.58  | 76.48%  | 615.46  | 75.13%  | 704.6  | 77.52%  | 174.42       | 74.88%  |
| 相关税费    | 65.72   | 6.15%   | 45.3    | 5.53%   | 61.97  | 6.82%   | 16.25        | 6.98%   |
| 经营净收入   | 263.68  | /       | 235.37  | /       | -13.26 | /       | 63.56        | /       |

资料来源:三亚天鸿提供,联合资信整理

酒店运营管理情况方面,2019—2021 年,三亚天鸿度假村酒店平均房价和入住率均持续下降,主要系新冠肺炎疫情影响所致。

表 20 三亚天鸿度假村酒店经营情况  
(单位:间、元/间·夜)

| 项目     | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 1—3 月 |
|--------|--------|--------|--------|--------------|
| 酒店房间数  | 75     | 75     | 75     | 75           |
| 酒店入住率  | 72.87% | 55.00% | 49.33% | 54.37%       |
| 酒店平均房价 | 592.88 | 550.35 | 535.92 | 658.63       |
| Revpar | 432.03 | 302.69 | 264.37 | 358.10       |

资料来源:三亚天鸿提供,联合资信整理

的现金流预测结果具有一定的参考性,但受宏观经济转型、新冠肺炎疫情不确定性等多方面因素影响,标的物业预测经营收入或将偏离预测值。

首佳评估对标的物业自 2022 年 1 月 1 日起至 2042 年 12 月 31 日期间内预计取得的经营收入进行了预测。

标的物业经营收入仅包括租金收入/酒店经营收入,其中蜂巢 CBD 传媒艺术工作区、华宝大厦、京泰大厦租金收入为含物业费收入,其他不含物业费收入。首佳评估对于租约期内的租金收入根据租赁合同确定;对于租约期外的租金收入依据市场水平预测。

首佳评估最终确定预测标的物业可出租面积、租金水平及空置率假设如下表所示。

表 21 标的物业租约期外参数设置情况(单位:平方米、元/平方米·天)

| 序号 | 项目        | 可出租面积    | 起始租金单价 | 租金变化情况               | 空置率                                                                                |
|----|-----------|----------|--------|----------------------|------------------------------------------------------------------------------------|
| 1  | 新洲商务大厦    | 14777.42 | 3.5    | 自 2023 年开始,每年递增 3%   | 2022 上半年至 2025 年下半年空置率分别为 4%、3.9%、3.3%、3.1%、2.7%、2.4%、2.3%,2025 年下半年空置率为 2%,之后保持稳定 |
| 2  | 劲松嘉园底商及车位 | 8773.69  | 4.3    | 自 2023 年开始,每年递增 2.5% | 租赁期内空置率为 0,租赁期外空置率 3%,之后保持稳定                                                       |

|   |                |          |                                                                 |                                               |                                                                                                                                                                                                |
|---|----------------|----------|-----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 3 | 蜂巢 CBD 传媒艺术工作区 | 9677.37  | 4.8                                                             | 自 2023 年开始，每年递增 2.5%                          | 2022 年上半年至 2026 年下半年整体空置率分别为 16%、15.9%、12.7%、11.4%、10.6%、10.4%、9.6%、8%、7.1%、6.2%，2027 年开始空置率维持在 6%，之后保持稳定                                                                                      |
| 4 | 华宝大厦           | 26584.24 | 商业 6.6；办公 4.8                                                   | 自 2023 年开始，每年递增 3%                            | 2022 年上半年至 2026 年下半年空置率分别为 24%、22%、21%、19%、17%、16%、14%、13%、12%、11%，2027 年上半年空置率为 10%，并保持平稳                                                                                                     |
| 5 | 榆堡商业           | 26937.88 | -1 层为 0.75；<br>1 层为 3.77；<br>2-3 层为 2.26                        | 自 2023 年开始，每年递增 2.5%                          | 2022 年上半年至 2026 年下半年空置率分别为 38%、36%、34%、32%、31%、29%、27%、25%、24%，2027 年降至 20%，之后保持稳定                                                                                                             |
| 6 | 京泰大厦           | 6752.39  | 5.52                                                            | 自 2023 年开始，每年递增 2.5%                          | 2022 年上半年至 2027 年上半年空置率为 77%、76%、70%、64%、55%、48%、40%、31%、22.03%、13%、11%，2027 年下半年起平均空置率为 10%                                                                                                   |
| 7 | 绵阳首开喜来登酒店      | 49375.66 | 客房单价：555 元/间·天<br>餐饮及康体娱乐收入：淡季半年收入为 149.87 万元，旺季半年收入为 161.03 万元 | 客房平均价格每年递增 5%                                 | 客房入住率分别按照淡季取值，2022 年淡季平均入住率为 35%，旺季平均入住率为 50%；2023 年淡季平均入住率为 38%，旺季平均入住率为 52%；2024 年淡季平均入住率为 40%，旺季平均入住率为 55%；2025 年淡季平均入住率为 40%，旺季平均入住率为 55%；2026、2027 年淡季平均入住率为 50%，旺季平均入住率为 65%；此后保持每三年递增一次 |
| 8 | 三亚天鸿度假村        | 7444.35  | 客房单价：590 元/间·天                                                  | 2022—2026 年客房价格每年递增 10%，2027 年起客房价格较上一年递增 3%。 | 2022 年客房平均入住率为 60%，2023 年起客房平均入住率为 74%                                                                                                                                                         |

资料来源：《现金流预测报告》，联合资信整理

综上，标的物业未来 20 年（2022 年 1 月 1 日—2042 年 12 月 31 日）收入预测如下。

表 22 标的物业预测期收入（单位：万元）

| 年度     | 营业收入     | 增长率    | 年度        | 营业收入     | 增长率   |
|--------|----------|--------|-----------|----------|-------|
| 2022 年 | 15715.99 | 53.06% | 2033 年    | 29751.60 | 3.61% |
| 2023 年 | 17534.69 | 11.57% | 2034 年    | 31200.89 | 4.87% |
| 2024 年 | 18730.62 | 6.82%  | 2035 年    | 32339.16 | 3.65% |
| 2025 年 | 20530.83 | 9.61%  | 2036 年    | 33521.68 | 3.66% |
| 2026 年 | 22409.02 | 9.15%  | 2037 年    | 35040.60 | 4.53% |
| 2027 年 | 23439.36 | 4.60%  | 2038 年    | 36333.87 | 3.69% |
| 2028 年 | 24763.79 | 5.65%  | 2039 年    | 37680.37 | 3.71% |
| 2029 年 | 25642.93 | 3.55%  | 2040 年    | 38616.84 | 2.49% |
| 2030 年 | 26555.25 | 3.56%  | 2041 年    | 38884.81 | 0.69% |
| 2031 年 | 27719.41 | 4.38%  | 2042 年    | 40371.49 | 3.82% |
| 2032 年 | 28715.37 | 3.59%  | /         | /        | /     |
| 合计     |          |        | 605498.56 |          |       |

注：2022 年度收入增长率根据 2022 年度预测收入与 2021 年度实际收入计算得出，其增长率过高系因绵阳首开喜来登酒店于 2021 年下半年开业，且榆堡商业 2021 年仅招租未产生收入

资料来源：《现金流预测报告》，联合资信整理

总体来看，首佳评估的现金流预测参考了目标项目历史运营情况、经营现状、经营环境、金融政策和市场情况等方面，联合资信认为其对标的物业未来现金流的预测具有一定参考性。但考

虑到标的物业中部分物业出租率较低；现有租约无法覆盖本期资产支持票据存续期，存在一定续租风险；且近年及未来一段时间国内宏观经济处于转型期，实体经济风险加大，加之新冠肺炎疫情

情持续时间的不确定性等多重因素，不排除出现租户提前退租或停止续租导致空置率上升或新租赁价格下降的情况，标的物业经营收入实现情况或将偏离预期。

#### 10. 抵押物价值分析

最佳评估采用收益法、成本法和比较法对各标的物业进行价值评估，确定标的物业估值合计为357901万元，其评估结果具备一定参考性。

优先级票据本金对抵押物初始评估价值的抵押率为69.85%，抵押率较高。

最佳评估根据标的物业的特点、估价目的及当地房地产市场发育情况，选取收益法和比较法作为商业/办公物业估价的基本方法；选取收益法和成本法作为酒店物业估价的基本方法。评估基准日均为2021年12月31日。

表 23 标的物业评估价值（单位：平方米、万元）

| 序号 | 项目名称           | 房屋建筑面积   | 比较法估值  | 收益法估值 | 成本法估值 | 权重                 | 估值总价   |
|----|----------------|----------|--------|-------|-------|--------------------|--------|
| 1  | 新洲商务大厦         | 14820.82 | 57853  | 46640 | /     | 比较法 50%<br>收益法 50% | 52247  |
| 2  | 劲松嘉园底商及车位      | 11205.49 | 34478  | 33583 | /     |                    | 34031  |
| 3  | 蜂巢 CBD 传媒艺术工作区 | 9677.37  | 45538  | 33446 | /     |                    | 39492  |
| 4  | 华宝大厦           | 26584.24 | 111246 | 93282 | /     |                    | 102264 |
| 5  | 榆堡商业           | 26937.88 | 43475  | 30151 | /     |                    | 36813  |
| 6  | 京泰大厦           | 6752.39  | 31193  | 22273 | /     |                    | 26733  |
| 7  | 绵阳首开喜来登酒店      | 49375.66 | /      | 34374 | 65636 | 收益法 60%<br>成本法 40% | 46879  |
| 8  | 三亚天鸿度假村酒店      | 7444.35  | /      | 16737 | 22149 | 收益法 50%<br>成本法 50% | 19443  |
|    | 合计             | /        | /      | /     | /     | /                  | 357901 |

资料来源：《房地产估价报告》，联合资信整理

根据上述评估结果，优先级票据本金（25.00 亿元）对抵押物评估价值的抵押率为 69.85%，

抵押率较高。

## 四、定量分析

联合资信通过使用偿债覆盖倍数（DSCR）和优先级票据相对抵押物评估价值的比率（LTV）两个指标来量化评估抵押物予本交易的基于标的物业形成的资产对优先级票据的保障程度。

测试结果表明，在优先级票据预期收益率 4.50% 的情形下，标的物业可分配现金流对优先级票据本息覆盖能够达到 1.00 倍及以上。若未来需通过处置标的物业来偿付资产支持票据本息，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将无法覆盖本交易优先级票据本金发行规模。考虑到借款人首开股份资信水平极高，整体看，优先级票据到期不能偿付的风险极低。

#### 1. 偿债覆盖倍数

偿债覆盖倍数反映了每个兑付日本交易基于标的物业产生的可分配资金对优先级票据本金和预期收益支出的覆盖水平，是评估违约可能性的指标。联合资信根据本交易的偿付安排，测算了在一般情景下优先级票据的偿债覆盖倍数水平，以判断标的物业预测现金流状况对优先级票据支出的保障程度。

在一般情景下，假定标的物业的经营现金流符合《现金流预测分析报告》所预测的现金流，联合资信根据本交易偿付安排，测算在一般情景（回收款为标的物业预测现金流，优先级票据预期发行利率分别为 4.00% 及 4.50%）下优先级票据的偿债覆盖倍数水平，以判断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）对

优先级票据本金和预期收益支出的保障程度。

联合资信假设票据信托设立日为 2022 年 7 月 1 日, 并采用相应期间现金流进行优先级票据利息及本息支出覆盖倍数测算; 第一期对应的现

金流期间为 2022 年 7 月至 2022 年 12 月, 第二期票据信托可分配现金流期间为 2023 年 1 月至 2022 年 6 月, 后续以此类推。

表 24 一般情景下优先级票据 DSCR 水平 (单位: 万元、倍)

| 期数 | 预测现金流    | 预期收益率 4.00% |                |                | 预期收益率 4.50% |                |                |
|----|----------|-------------|----------------|----------------|-------------|----------------|----------------|
|    |          | 可分配现金流      | 优先级票据利息支出 DSCR | 优先级票据本息支出 DSCR | 可分配现金流      | 优先级票据利息支出 DSCR | 优先级票据本息支出 DSCR |
| 1  | 8092.53  | 7890.69     | 1.58           | 1.36           | 7870.30     | 1.40           | 1.22           |
| 2  | 8663.45  | 8462.25     | 1.70           | 1.37           | 8441.92     | 1.51           | 1.24           |
| 3  | 8871.24  | 8671.01     | 1.75           | 1.34           | 8650.79     | 1.55           | 1.22           |
| 4  | 9246.19  | 9047.17     | 1.84           | 1.41           | 9027.06     | 1.63           | 1.28           |
| 5  | 9484.43  | 9286.62     | 1.90           | 1.35           | 9266.64     | 1.68           | 1.23           |
| 6  | 10123.20 | 9927.00     | 2.04           | 1.45           | 9907.18     | 1.81           | 1.33           |
| 7  | 10407.63 | 10213.05    | 2.12           | 1.31           | 10193.40    | 1.88           | 1.21           |
| 8  | 11080.63 | 10888.47    | 2.29           | 1.32           | 10869.06    | 2.03           | 1.23           |
| 9  | 11328.40 | 11139.06    | 2.38           | 1.36           | 11119.94    | 2.11           | 1.27           |
| 10 | 11613.45 | 11426.94    | 2.47           | 1.33           | 11408.11    | 2.19           | 1.24           |
| 11 | 11825.91 | 11642.63    | 2.56           | 1.36           | 11624.12    | 2.28           | 1.28           |
| 12 | 12289.68 | 12109.63    | 2.72           | 1.43           | 12091.44    | 2.41           | 1.34           |
| 13 | 12474.11 | 12297.29    | 2.81           | 1.31           | 12279.43    | 2.49           | 1.24           |
| 14 | 12725.60 | 12552.82    | 2.93           | 1.28           | 12535.37    | 2.60           | 1.22           |
| 15 | 12917.33 | 12748.98    | 3.06           | 1.32           | 12731.98    | 2.71           | 1.25           |
| 16 | 13177.99 | 13014.08    | 3.21           | 1.29           | 12997.53    | 2.85           | 1.23           |
| 17 | 13377.26 | 13218.21    | 3.35           | 1.33           | 13202.14    | 2.98           | 1.27           |
| 18 | 13756.11 | 13601.89    | 3.56           | 1.39           | 13586.32    | 3.16           | 1.32           |
| 19 | 13963.30 | 13813.93    | 3.73           | 1.42           | 13798.84    | 3.32           | 1.36           |
| 20 | 14249.98 | 14105.46    | 3.94           | 1.33           | 14090.86    | 3.50           | 1.28           |
| 21 | 14465.39 | 14326.52    | 4.16           | 1.25           | 14312.49    | 3.70           | 1.21           |
| 22 | 14763.81 | 14631.39    | 4.46           | 1.30           | 14618.02    | 3.96           | 1.25           |
| 23 | 14987.79 | 14861.84    | 4.76           | 1.34           | 14849.11    | 4.23           | 1.29           |
| 24 | 15483.97 | 15364.47    | 5.19           | 1.34           | 15352.40    | 4.61           | 1.30           |
| 25 | 15716.93 | 15604.29    | 5.59           | 1.32           | 15592.91    | 4.97           | 1.28           |
| 26 | 16048.44 | 15943.07    | 6.11           | 1.50           | 15932.43    | 5.43           | 1.46           |
| 27 | 16290.72 | 16191.81    | 6.61           | 1.41           | 16181.82    | 5.87           | 1.38           |
| 28 | 16634.83 | 16543.19    | 7.29           | 1.35           | 16533.93    | 6.47           | 1.32           |
| 29 | 16886.84 | 16803.27    | 8.12           | 1.29           | 16794.83    | 7.21           | 1.26           |
| 30 | 17389.22 | 17314.53    | 9.36           | 1.35           | 17306.98    | 8.32           | 1.32           |
| 31 | 17651.38 | 17585.57    | 10.79          | 1.29           | 17578.92    | 9.59           | 1.27           |
| 32 | 18030.56 | 17974.43    | 12.93          | 1.25           | 17968.76    | 11.49          | 1.23           |
| 33 | 18303.32 | 18257.69    | 16.16          | 1.29           | 18253.08    | 14.36          | 1.28           |
| 34 | 18698.29 | 18663.15    | 21.45          | 1.26           | 18659.60    | 19.06          | 1.25           |
| 35 | 18982.09 | 18958.26    | 32.13          | 1.26           | 18955.85    | 28.56          | 1.25           |
| 36 | 19431.24 | 19419.12    | 64.73          | 1.27           | 19417.89    | 57.53          | 1.27           |

注: 1. 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 0.01%/年、增值税 3%及附加税 12%); 2. 利息支出覆盖倍数=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=可分配现金流/票据当期本息支出; 3. 若实际设立日或相关税费与假设不符, 预期支出与覆盖倍数将与上表存在偏差  
资料来源: 联合资信整理

测试结果表明,在优先级票据预期收益率为4.50%的情景下,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1.40倍,对优先级票据本息支出的覆盖比率最低为1.21倍。同时考虑到借款人首开股份资信水平极高,整体看,优先级票据到期不能偿付的风险极低。

## 2. 抵押物压力测试

根据交易安排,各抵押人应将所持标的物业抵押给华融信托,该抵押行为对票据信托的保障力度取决于标的物业处置后可回收现金流对本交易优先级票据本金的覆盖程度。因此,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。

考虑到物业处置时,需缴纳增值税及相关附加税费<sup>21</sup>、土地增值税<sup>22</sup>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评估基准日起不变;根据各抵押人提供的抵押物土地成本、开发成本、开发费用等数据,测算了在不同下跌比例情形下,抵押物处置现金流对优先级票据本金覆盖水平。经测算,若未来需通过处置标的物业来偿付资产支持票据本息,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,本次评估价值时点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将无法覆盖本交易优先级票据本金发行规模。

## 五、借款人发起机构/资产服务机构/现金流支持机构/售回和回购承诺人/债务人/抵押人一/出质人一信用分析(具体分析详见附件1-1)

本交易借款人首开股份的主体长期信用等级为AAA,评级展望为稳定,其作为借款人有效保证了基础资产质量,从而对优先级票据本息偿付起到主要的信用支撑作用。

### 1. 首开股份主体信用评价

首开股份主营业务为房地产开发销售和酒店物业经营等。首开股份曾用名“北京天鸿宝业房地产股份有限公司”,成立于1993年12月29日,首开股份设立时股本总额为6825万股,出资方式全部为现金出资。2001年1月15日,首开股份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”)。

后经多次增资扩股,截至2021年底,首开股份注册资本为257956.52万元,北京首都开发控股(集团)有限公司(以下简称“首开集团”)直接和间接持有首开股份52.656%股份,为首开股份控股股东;首开股份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”)。

截至2021年底,首开股份合并资产总额3143.18亿元,所有者权益670.27亿元(含少数股东权益359.43亿元);2021年,首开股份实现营业收入678.02亿元,利润总额40.91亿元。

首开股份注册地址:北京市东城区安定门外大街183号京宝花园二层;法定代表人:李岩。

首开股份作为首开集团的子公司,所获股东支持力度大。首开股份深耕北京地区,在品牌知名度、区域布局和开发经验等方面有较强的优势。首开股份项目主要位于北京市以及其他经济发达二三线城市,地理位置优良,全口径签约销售规模稳步增长,融资渠道畅通且融资成本较低。同时,联合资信也关注到首开股份在建项目尚需投入的资金规模较大,一级开发及棚户区改造项目占用资金,部分热点区域项目因土地成本和限价导致综合毛利率逐年大幅下降,整体债务负担较重以及权益稳定性较弱等因素对其信用水平带来的不利影响。

<sup>21</sup> 转让时缴纳的增值税及附加=转让价款/(1+9%)\*9%\*(1+12%)。

<sup>22</sup> 采用四级超率累进税率计算。

未来,随着首开股份储备及在建项目逐步达到可售状态,首开股份有望保持良好的经营状况。

基于对首开股份主体长期信用状况的综合评估,联合资信确定首开股份的主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

#### 优势

(1) **首开股份品牌知名度较高,股东支持力度大。**首开股份从事房地产开发的历史较长、开发经验丰富、品牌知名度较高;首开股份依托国资背景在多个城市具备良好的项目获取能力。截至 2021 年底,首开集团提供股东借款额度为 43.00 亿元;首开集团对首开股份及下属子公司担保额度约 74.725 亿元。

(2) **首开股份项目区位优势显著。**首开股份土地储备及项目集中在北京及其他经济发达二三线城市,区位优势明显。

(3) **首开股份销售金额稳步增长。**2019—2021 年,首开股份签约销售金额分别为 1013.00 亿元、1074.55 亿元和 1149.07 亿元,销售额排名位于行业前 50。

(4) **首开股份融资渠道畅通且融资成本较低。**2019—2021 年,首开股份平均融资成本分别为 5.49%、5.27%和 4.85%,首开股份融资渠道畅通且融资成本较低。

#### 关注

(1) **首开股份债务负担较重,一级开发及棚户区改造项目对首开股份资金产生一定的占用,首开股份面临一定的融资需求。**截至2021年

底,首开股份全部债务资本化率65.59%,债务负担较重。同时,首开股份一级开发及棚户区改造项目进度缓慢、周期长;截至2021年底,首开股份一级开发及棚户区改造实施项目拟投资额463.13亿元,投资规模大,对首开股份资金产生一定的占用。截至2021年底,首开股份在建项目计划总投资额7795.57亿元,未来面临一定融资需求。

(2) **首开股份盈利能力有所下降,权益稳定性较弱。**首开股份项目位于北京及京外二三线城市,受首开股份京外获取项目成本较高,同时受区域限价影响,首开股份结转项目毛利率持续大幅下降,盈利能力有所下降。同时,随着合作项目增加,首开股份少数股东权益规模较大,截至2021年底,首开股份所有者权益中少数股东权益占比为53.62%。

#### 2. 偿债能力分析

以2021年的财务数据为基础,本期资产支持票据发行后,首开股份2021年经营活动现金流量和经营活动现金净流量均无法覆盖发行后长期债务;2021年EBITDA对发行后长期债务的保障能力一般。

表 25 本期资产支持票据保障能力测算

| 项目                    | 2021 年  |
|-----------------------|---------|
| 发行后长期债务* (亿元)         | 1124.70 |
| 经营现金流入/发行后长期债务 (倍)    | 0.94    |
| 经营活动现金净流量/发行后长期债务 (倍) | 0.07    |
| 发行后长期债务/EBITDA (倍)    | 13.35   |

注:发行后长期债务为将本期资产支持票据发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源:联合资信根据首开股份财务报告整理

## 六、主要参与方履约能力

#### 1. 物业持有人/抵押人/出质人

本交易涉及到的物业持有人/抵押人/出质人股东背景良好,同时考虑到股东首开股份提供的持续运营支持,本交易因其尽职能力或意愿而引发风险的可能性很小。

#### (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 2022 年 3 月底,首开立信注册资本与实缴资本均为 1.55 亿元,主要股东为首开股份(持股 76.39%)和城开集团(持股 8.01%)。

截至 2021 年底,首开立信资产总额 1.62 亿元,负债总额 1.18 亿元,所有者权益 0.44 亿元。2021 年,首开立信实现营业收入 0.32 亿元,利润总额 0.08 亿元。2021 年,首开立信实现经营活动产生的现金流量净额 0.04 亿元,现金及现金等价物净增加额 0.04 亿元。

截至 2022 年 3 月底,首开立信资产总额 1.59 亿元,负债总额 1.14 亿元,所有者权益 0.45 亿元。2022 年 1—3 月,首开立信实现营业收入 531.80 万元,利润总额 73.08 万元;首开立信现金及现金等价物净增加额-0.02 亿元。

根据首开立信提供的中国人民银行企业信用报告,截至 2022 年 5 月 16 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。

#### (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 2022 年 3 月底,城开集团注册资本和实收资本均为 30.00 亿元,由首开股份 100.00%持股。

截至 2021 年底,城开集团资产总额 408.31 亿元,所有者权益 140.67 亿元。2021 年,城开集团实现营业收入 76.62 亿元,利润总额 7.55 亿元。2021 年,城开集团经营活动产生的现金流净额 18.49 亿元,现金及现金等价物净增加额-11.51 亿元。

截至 2022 年 3 月底,城开集团资产总额 531.03 亿元,所有者权益 139.17 亿元。2022 年 1—3 月,城开集团实现营业收入 4.90 亿元,利润总额 -1.52 亿元。2022 年 1—3 月,城开集团经营活动产生的现金流净额-1.70 亿元,现金及现金等价物净增加额-4.60 亿元。

#### (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 2022 年 3 月底,燕华置业注册资本与实缴资本均为 1.04 亿元,股东为首开股份(持股 75.00%)和首开集团(持股 25.00%)。

截至 2021 年底,燕华置业资产总额 1.28 亿元,负债总额 0.22 亿元,所有者权益 1.06 亿元。2021 年,燕华置业实现营业收入 369.48 万元,

利润总额 19.13 万元。2021 年,燕华置业实现经营活动产生的现金流量净额 0.02 亿元,现金及现金等价物净增加额 0.02 亿元。

截至 2022 年 3 月底,燕华置业资产总额 1.28 亿元,负债总额 0.22 亿元,所有者权益 1.06 亿元。2022 年 1—3 月,燕华置业实现营业收入 85.51 万元,利润总额-35.23 万元;燕华置业现金及现金等价物净增加额 0.03 亿元。

根据燕华置业提供的中国人民银行企业信用报告,截至 2022 年 1 月 11 日,燕华置业无未结清信贷记录,已结清的信贷业务中无关注类和不良类记录。

#### (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 2022 年 3 月底,注册资本与实缴资本均为 0.37 亿元,股东为首开股份(持股 95.89%)和首开集团(持股 4.11%)。

截至 2021 年底,三亚天鸿资产总额 0.45 亿元,负债总额 0.21 亿元,所有者权益 0.24 亿元。2021 年,三亚天鸿实现营业收入 0.09 亿元,利润总额-0.03 亿元。2021 年,三亚天鸿实现经营活动产生的现金流量净额-4.09 万元,现金及现金等价物净增加额-32.51 万元。

截至 2022 年 3 月底,三亚天鸿资产总额 0.45 亿元,负债总额 0.21 亿元,所有者权益 0.24 亿元;2022 年 1—3 月,三亚天鸿实现营业收入 296.49 万元,利润总额 30.14 万元;三亚天鸿实现经营活动产生的现金流量净额-33.55 万元,现金及现金等价物净增加额-33.55 万元。

根据三亚天鸿提供的中国人民银行企业信用报告,截至 2022 年 1 月 5 日,三亚天鸿未发生过信贷交易。

#### (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 2022 年 3 月底,惠信端泰注册资本与实缴资本均为 3.00 亿元,股东为首开股份(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%)。

截至 2021 年底,惠信端泰资产总额 14.53 亿元,负债总额 17.10 亿元,所有者权益-2.57 亿

元。2021 年，惠信端泰实现营业收入 0.37 亿元，利润总额-0.23 亿元。2021 年，惠信端泰实现经营活动产生的现金流量净额-0.03 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.03 亿元。

截至 2022 年 3 月底，惠信端泰资产总额 18.41 亿元，负债总额 21.06 亿元，所有者权益-2.65 亿元；2022 年 1—3 月，惠信端泰实现营业收入 0.11 亿元，利润总额-0.08 亿元；惠信端泰实现经营活动产生的现金流量净额 3.97 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.03 亿元。

根据惠信端泰提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2022 年 1 月 12 日，惠信端泰无未结清信贷记录，已结清的信贷业务中无关注类和不良类记录。

截至2022年3月底，惠信端泰存有2项有关房屋租赁合同纠纷的未决诉讼。

(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 2022 年 3 月底，绵阳首开兴泰注册资本和实收资本均为 2.00 亿元，由首开股份 100.00%持股。

截至2021年底，绵阳首开兴泰资产总额 17.90亿元，所有者权益-4.04亿元。2021年，绵阳首开兴泰实现营业收入2.04亿元，利润总额-0.30 亿元。2021年，绵阳首开兴泰经营活动产生的现金流净额0.33亿元，现金及现金等价物净增加额-0.23亿元。截至2022年3月底，绵阳首开兴泰资产总额17.82亿元，所有者权益-4.18亿元。2022年 1—3 月，绵阳首开兴泰实现营业收入0.09亿元，利润总额-0.14亿元。2022年1—3月，绵阳首开兴泰经营活动产生的现金流净额0.06亿元，现金及现金等价物净增加额-0.03亿元。

截至2022年3月底，绵阳首开兴泰无未决诉讼。根据绵阳首开兴泰提供的企业信用报告，截至2022年5月7日，绵阳首开兴泰未发生过信贷交易。

## 2. 受托人

华融信托资产规模大，信托业务经验丰富，本交易因受托人尽职能力或意愿而引发风险的可能性很小。

华融信托是在重组新疆国际信托投资有限责任公司基础上设立的，新疆国际信托投资有限责任公司成立于 1987 年 1 月。2008 年 2 月，中国银监会以银监复〔2008〕78 号文批准中国华融资产管理股份有限公司（以下简称“华融资管”）重组新疆国际信托投资有限责任公司。截至 2021 年底，华融信托注册资本和实收资本均为 30.36 亿元，前两大股东为华融资管（持股 76.79%）和长城人寿保险股份有限公司（持股 14.64%）。

截至 2021 年底，华融信托总资产 134.61 亿元，总负债 99.32 亿元，所有者权益 35.29 亿元。2021 年，华融信托实现营业收入 14.59 亿元，利润总额 6.41 亿元。

2021 年，华融信托新增信托项目 18 个，实收信托金额 86.74 亿元。其中集合类信托项目新增 5 个，实收信托金额 47.61 亿元；单一类信托项目新增 11 个，实收信托金额 25.02 亿元；财产管理类信托项目新增 2 个，实收信托金额 14.10 亿元。

## 3. 保管银行

渤海银行股份有限公司财务状况良好，托管经验丰富，本交易因保管银行尽职能力或意愿而引发风险的可能性很小。

本交易保管银行为渤海银行股份有限公司北京分行。渤海银行股份有限公司（以下简称“渤海银行”）于 2005 年 12 月 30 日成立，2020 年 7 月在香港联合交易所挂牌上市（股票代码：9668.HK）。截至 2021 年底，渤海银行股本为 177.62 亿股，前三大股东为天津泰达投资控股有限公司（持股 20.34%）、渣打银行（香港）有限公司和（持股 16.26%）中海集团投资有限公司（持股 11.12%）。

截至 2021 年底，渤海银行资产总额 15827.08 亿元，负债总额 14761.44 亿元，所有者权益为 1065.64 亿元。2021 年，渤海银行实现营业收入 291.94 亿元，税前利润 103.04 亿元。截至 2021 年底，渤海银行不良贷款率为 1.76%，贷款拨备率 2.39%，拨备覆盖率 135.63%，资本

充足率 12.35%，均符合监管要求。

截至 2021 年底，渤海银行托管及外包业务规模达 18856.69 亿元，全年实现托管及外包业务收入 5.01 亿元。

风险管理方面，渤海银行董事会承担全面风险管理的最终责任。董事会下设风险管理和绿色金融委员会，对董事会负责；监事会承担全面风险管理的监督责任，负责监督检查董事会和高级管理层在风险管理方面的履职尽责情况并督促整改。渤海银行高级管理层承担全面风险管理的实施责任，执行董事会的决议。渤海银行设主管风险管理条线的高级管理人员（首席风险管理官），负责领导风险管理条线相关部门在本行风

险管理框架下开展工作。首席风险管理官保持独立性，可以直接向董事会报告全面风险管理情况。渤海银行对于所面临的每一种主要风险，均建立一个由三道防线组成的风险防控体系。即各业务条线部门、事业部及各分支机构是风险管理的第一道防线，承担风险管理的直接责任；风险管理条线各部门、资产负债管理部、内控合规部、办公室（公共关系部）、战略发展与投资管理办公室等部门是相应风险管理的第二道防线，承担制定政策和流程，监测和管理风险的责任；审计部门是风险管理的第三道防线，承担对第一道防线和第二道防线履职情况的审计责任。

## 七、法律要素分析

北京市竞天公诚律师事务所对本交易出具相关法律意见。基于其法律意见，各参与方均具有参与专项计划的相应法律资格；物业持有人均合法持有相应的标的物业，底层基础资产真实、合法。同时，本交易涉及的部分标的物业存在权力负担。

本专项计划是根据《民法典》《公司法》《信托法》《人民银行法》、中国人民银行发布的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》（中国人民银行令[2008]第 1 号）（以下简称“《管理办法》”）等相关法律、行政法规、规范性文件，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）制定的《非金融企业资产支持票据指引》（以下简称“《票据指引》”）等指引性、自律性规则设立。

北京市竞天公诚律师事务所（以下简称“竞天公诚”）出具了《关于北京首都开发股份有限公司 2022 年度第一期资产支持票据之法律意见书》（以下简称“法律意见书”），竞天公诚发起机构已经取得现阶段所需本次发行相关的各项内部批准和授权，具备本次发行的主体资格；发行载体管理机构等中介机构具备担任本次发行相关中介机构的主体资格，与发起机构不存在关联关系。本次发行已签署及拟签署的交易文件不

违反中国现行有效的法律、行政法规，在交易文件经相关签署方签署及各自约定的生效条件全部满足后，交易文件即构成签署方合法的、有效的和有约束力的义务，交易文件的其他相关各方可按照交易文件的条款要求相关方履行，除非该等履行受到关于或影响债权人权利的破产、重整、和解或其他类似法律的限制。发起机构发行本期资产支持票据仍需向交易商协会申请办理注册手续，后续需根据《管理办法》的规定履行信息披露义务。

此外，法律意见书显示，物业持有人均合法持有相应的标的物业，底层资产真实、合法，底层资产及其运营未违反国家相关产业政策要求。标的物业一、标的物业二、标的物业三、标的物业四、标的物业五、标的物业六及其对应的物业经营收益权存在权利限制和权利负担。特别地，部分入池标的物业（具体为新洲商务大厦、蜂巢 CBD 传媒艺术工作区、华宝大厦、京泰大厦，以下统称“特殊标的物业”）存在部分单元已对外销售而物业持有人未办理大产权证变更的情形，可能影响抵押登记的办理。但根据发起机构提供的资料及说明，受托人作为发起机构在北京首都开发股份有限公司 2020 年度第一期资产支持票据项目中的抵押权人已办理完成该等特殊标的

物业的抵押登记。综上，竞天公诚律师认为针对特殊标的物业存在部分房屋已销售但未变更产

权的情形不会对本项目的设立发行构成实质性不利影响。

## 八、评级结论

联合资信对本交易所涉及的基础资产及标的物业、交易结构、法律要素以及相关参与机构等多方面因素进行了综合分析，并对抵押财产价值及质押财产现金流进行了分析及压力测试。

本专项计划借款人首开股份资信水平极高，联合资信给予首开股份主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，其作为借款人对优先级票据的本息偿付提供了主要的支撑作用。质押财产可分配现金流对优先级票据本息支出的保障程度尚可。同时联合资信也关注到标的物业存在

一定的物权风险；首开股份在建项目尚需投入的资金规模较大，一级开发及棚户区改造项目占用资金，部分热点区域项目因土地成本和限价导致综合毛利率逐年大幅下降，整体债务负担较重以及权益稳定性较弱等因素对首开股份信用水平带来的不利影响。

综合考虑上述因素，联合资信确定本交易项下优先级票据的信用等级为AAA<sub>sf</sub>。该评级结果反映了优先级票据预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力极强，违约概率极低。

## 附件1-1 借款人北京首都开发股份有限公司信用分析

### 一、主体概况

北京首都开发股份有限公司（以下简称“首开股份”或“公司”）曾用名“北京天鸿宝业房地产股份有限公司”，成立于1993年12月29日，公司设立时股本总额为6825万股，出资方式全部为现金出资。2001年1月15日，公司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”）。

后经多次增资扩股，截至2021年底，公司注册资本为257956.52万元，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52.656%<sup>23</sup>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”）。

公司主营业务为房地产开发销售和酒店物业经营等。截至2021年底，公司总部职能部门由党群工作部、纪检部、战略管理部、投资管理部、营销管理部、商业地产部、财务管理部、审计部和人力资源部等部室组成。

截至2021年底，公司合并资产总额3143.18亿元，所有者权益670.27亿元（含少数股东权益359.43亿元）；2021年，公司实现营业收入678.02亿元，利润总额40.91亿元。

公司注册地址：北京市东城区安定门外大街183号京宝花园二层；法定代表人：李岩。

### 二、宏观经济和政策环境

#### 1. 宏观政策环境和经济运行情况

2021年，我国统筹经济发展和疫情防控、积极应对经济下行压力，宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力度，加大了对中小微企业的支持，保持了市场主体的活跃度；稳健的货币政策灵活精准，货币供应量和社融规模同名义经济增速基本匹配。整体看，2021年实现了“十四五”良好开局，宏观政策稳健有效。

经初步核算，2021年我国国内生产总值114.37万亿元，按不变价计算，同比增长8.10%，两年平均增长<sup>24</sup>5.11%。分季度来看，GDP当季同比增速在基数影响下逐季回落，分别为18.30%、7.90%、4.90%和4.00%。从两年平均增速来看，上半年我国经济稳定修复，一、二季度分别增长4.95%、5.47%；三季度两年平均增速回落至4.85%，主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致；随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进，供给端限电限产的约束有所改善，四季度经济增长有所加快，GDP两年平均增速小幅回升至5.19%。

三大产业中，第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021年，第一、二产业增加值两年平均增速分别为5.08%和5.31%，均高于疫情前2019年的水平，恢复情况良好；第三产业增加值两年平均增速为5.00%，远未达到2019年7.20%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表1 2017-2021年中国主要经济数据

| 项目             | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年  | 2021年  | 2021年<br>两年平均 |
|----------------|-------|-------|-------|--------|--------|---------------|
| GDP（万亿元）       | 83.20 | 91.93 | 98.65 | 101.36 | 114.37 | --            |
| GDP增速（%）       | 6.95  | 6.75  | 6.00  | 2.20   | 8.10   | 5.11          |
| 规模以上工业增加值增速（%） | 6.60  | 6.20  | 5.70  | 2.80   | 9.60   | 6.15          |

<sup>23</sup> 持股比例与附件1差异系尾差造成。

<sup>24</sup> 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用

的两年平均增长率为以2019年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

|                   |       |       |       |       |       |      |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 固定资产投资增速 (%)      | 7.20  | 5.90  | 5.40  | 2.90  | 4.90  | 3.90 |
| 社会消费品零售总额增速 (%)   | 10.20 | 8.98  | 8.00  | -3.90 | 12.50 | 3.98 |
| 出口增速 (%)          | 7.90  | 9.87  | 0.51  | 3.62  | 29.90 | --   |
| 进口增速 (%)          | 16.11 | 15.83 | -2.68 | -0.60 | 30.10 | --   |
| CPI 增幅 (%)        | 1.60  | 2.10  | 2.90  | 2.50  | 0.90  | --   |
| PPI 增幅 (%)        | 6.30  | 3.50  | -0.30 | -1.80 | 8.10  | --   |
| 城镇失业率 (%)         | 3.90  | 4.90  | 5.20  | 5.20  | 5.10  | --   |
| 全国居民人均可支配收入增速 (%) | 7.32  | 6.50  | 5.80  | 2.10  | 8.10  | 5.06 |
| 一般公共预算收入增速 (%)    | 7.40  | 6.20  | 3.80  | -3.90 | 10.70 | --   |
| 一般公共预算支出增速 (%)    | 7.70  | 8.70  | 8.10  | 2.80  | 0.30  | --   |

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数；

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

**需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，内生增长动能偏弱。**消费方面，2021 年我国社会消费品零售总额 44.08 万亿元，同比增长 12.50%；两年平均增速 3.98%，与疫情前水平（2019 年为 8.00%）差距仍然较大，主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2021 年全国固定资产投资（不含农户）54.45 万亿元，同比增长 4.90%；两年平均增长 3.90%，较疫情前水平（2019 年为 5.40%）仍有一定差距。其中，房地产开发投资持续走弱；基建投资保持低位运行；制造业投资持续加速，是固定投资三大领域中的亮点。外贸方面，海外产需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑我国出口高增长。2021 年，我国货物贸易进出口总值 6.05 万亿美元，达到历史最高值。其中，出口金额 3.36 万亿美元，同比增长 29.90%；进口金额 2.69 万亿美元，同比增长 30.10%；贸易顺差达到 6764.30 亿美元，创历史新高。

**2021 年，CPI 温和上涨，PPI 冲高回落。**2021 年，CPI 同比上涨 0.90%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.80%，总体呈现波动上行的态势；2021 年 PPI 同比上涨 8.10%，呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动 PPI 升至高位，而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制，带动 PPI 涨幅高位回落。

**2021 年，社融增速整体呈现高位回落的态势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。**截至 2021 年末，社融存量余额为 314.13 万亿元，同比增长 10.30%，增速较 2020 年末低 3 个百分点。从结构看，人民币贷款是主要支撑项；政府债券同比大幅下降，但显著高于 2019 年水平，发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升；企业债券融资回归常态；非标融资规模大幅压降，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，M1 同比增速持续回落，M2 同比增速相对较为稳定，2021 年 M2-M1 剪刀差整体呈扩大趋势，反映了企业融资需求减弱，投资意愿下降。

**财政收入呈现恢复性增长，重点领域支出得到有力保障。**2021 年，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.70%，财政收入呈现恢复性增长态势。其中，全国税收收入 17.27 万亿元，同比增长 11.90%，主要得益于经济修复、PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元，各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元，同比增长 4.80%。其中中国有土地使用权出让收入 8.71 万亿元，同比增长 3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全

国政府性基金预算支出 11.37 万亿元，同比下降 3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

#### 就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。

2021 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%，低于全年 5.50% 左右的调控目标。2021 我国全国居民人均可支配收入 3.51 万元，实际同比增长 8.10%；两年平均增速 5.06%，仍未恢复到疫情前 2019 年（5.80%）水平，也对居民消费产生了一定的抑制作用。

### 2. 宏观政策和经济前瞻

**2022 年我国经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。**2021 年 12 月，中央经济工作会议指出我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，宏观政策要稳健有效：积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022 年我国经济或将维持稳定增长，运行在合理区间。

**2022 年经济增长更加依赖内生动力。**从三大需求来看，2022 年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022 年我国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

## 三、行业分析

### 1. 房地产行业概况

**2021 年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。**

2021 年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但 2021 年下半年以来，部分

头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021 年上半年，全国房地产开投资同比增长 14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021 年全年，全国房地产开发投资 14.76 万亿元，同比仅增长 4.4%，增速较 2020 年下降 2.6 个百分点，下滑明显。其中住宅投资 11.12 万亿元，同比增长 6.4%，增速较 2020 年下降 1.2 个百分点；办公楼投资 0.60 万亿元，同比下降 8.0%，出现负增长；商业营业用房投资 1.24 万亿元，同比下降 4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021 年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021 年上半年新开工面积同比增长 3.8%，进入 7 月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021 年全年新开工面积 19.89 亿平方米，同比下降 11.4%。从施工面积看，2021 年全国房屋施工面积达 97.54 亿平方米，同比增长 5.2%，增速较 2020 年有所回升。由于 2017—2018 年新开工房屋逐步进入竣工期，2021 年全国房屋竣工面积 10.14 亿平方米，同比增长 11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021 年上半年商品房销售面积同比增长 27.70%，较 2019 年上半年增长 16.70%。但 2021 年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021 年 7—12 月，全国商品房单月销售面积同比增速连续 6 个月为负；但得益于上半年销售增长，2021 年全年全国商品房销售面积 17.94 亿平方米，同比增长 1.90%，增速较 2020 年下降 0.7 个百分点；住宅销售面积 15.65 亿平方米，同比增长 1.1%。

## 2. 土地市场与信贷环境

2021 年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍市场则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍市场有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。

土地市场方面，2021 年土地购置面积 2.16 亿平方米，同比下降 15.50%。受集中供地以及地产行业下行等多重因素影响，2021 年土拍市场出现了新景象：2021 年上半年的第一轮集中供地，百强民营房企获取近 50% 的土地，且部分城市地王频出；但下半年以来按揭贷款发放周期受到管控，销售情况持续恶化，叠加融资环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长；第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要来源；在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021 年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长 23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021 年 7—12 月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9 月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此 2021 年下半年房地产开发到位资金同比下降 10.51%。2021 年全年房地产开发到位资金合计 20.11 万亿元，同比增长 4.2%，增速较 2020 年下滑 3.4 个百分点。

表 2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

| 主要开发资金来源  | 2019 年    |        | 2020 年    |        | 2021 年    |        |
|-----------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
|           | 金额        | 占比     | 金额        | 占比     | 金额        | 占比     |
| 国内贷款      | 25228.77  | 14.13  | 26675.94  | 13.81  | 23296.00  | 11.58  |
| 利用外资      | 175.72    | 0.10   | 192.00    | 0.10   | 107.00    | 0.05   |
| 自筹资金      | 58157.84  | 32.56  | 63376.65  | 32.82  | 65428.00  | 32.53  |
| 其他资金      | 95046.26  | 53.21  | 102870.31 | 53.27  | 112301.00 | 55.83  |
| 其中：定金及预收款 | 61358.88  | 34.35  | 66546.83  | 34.46  | 73946.00  | 36.76  |
| 个人按揭      | 27281.03  | 15.27  | 29975.81  | 15.52  | 32388.00  | 16.10  |
| 合计        | 178608.59 | 100.00 | 193114.90 | 100.00 | 201132.00 | 100.00 |

资料来源：Wind，联合资信整理

## 3. 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021 年初严查经营贷，2021 年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的流动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021 年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，但 2022 年 3 月的国务院金融委会议表明房地产政策出现转向。

2021 年初，房地产市场延续年初热度，针对个别城市出现“余热不降”的现象，政策坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021 年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022 年国务院金融委会议上关于房地产行业要

求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。2021 年以来中

央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 3。

表 3 2021 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

| 时间           | 政策来源       | 主要内容                                                                                                                                                                     |
|--------------|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2021 年 2 月   | 自然资源部      | 重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且 2021 年发布住宅用地公告不能超过 3 次；二是集中组织出让活动                                                                                                           |
| 2021 年 3 月   | 政府工作报告     | 强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难                          |
| 2021 年 7 月   | 国务院办公厅     | 发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题                                                                                 |
| 2021 年 9 月   | 房地产金融工作座谈会 | 主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益                                                                         |
| 2021 年 12 月  | 中央经济工作会议   | 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展                                                                 |
| 2022 年 2—3 月 | --         | 地方政府陆续放松房地产调控政策，2022 年 3 月郑州发布房地产新政 19 条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置                                                                                                       |
| 2022 年 3 月   | 全国两会       | 继续保障好群众住房需求。坚持房住不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展                                                            |
| 2022 年 3 月   | 国务院金融委等    | 关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险 |

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021 年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021 年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证

交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表 4 2021 年以来房地产融资相关政策汇总

| 时间          | 政策来源        | 主要内容                                                                                                                             |
|-------------|-------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2021 年 3 月  | 银保监会、住建部和央行 | 全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大                                                       |
| 2021 年 6 月  | 银保监会        | 银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展                                                     |
| 2021 年 7 月  | 央行          | “三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳地价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制                                       |
| 2021 年 9 月  | 央行          | 央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益                                                                             |
| 2021 年 10 月 | 发改委、外管局     | 继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序                                                             |
| 2021 年 12 月 | 央行、银保监会     | 鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务                               |
| 2022 年 1 月  | 住建部、央行和银保监会 | 地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定 |

资料来源：联合资信整理

#### 四、基础素质分析

##### 1. 产权状况

截至2021年底，公司注册资本为257956.52万元，首开集团直接和间接持有公司52.656%股份，为公司控股股东；公司实际控制人为北京市国资委。

##### 2. 企业规模和竞争力

**公司作为首开集团旗下子公司，业务深耕北京并覆盖多个城市，开发经验丰富、品牌知名度较高。**

公司持有住建部颁发的《房地产开发企业资质证书》（建开企〔2001〕011号），资质等级为一级。

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。公司开发产品包括普通商品房、保障性住房、中高档公寓等。公司成立20多年以来，多次获得全国各权威协会、研究所等部门颁发的奖项及荣誉称号。多年来，公司继续保持北京市场销售领军地位。

在土地获取方面，公司得到了各全国领先和区域龙头房地产企业的认可，通过双方、多方联合体拿地或股权收购方式，优势互补、有效规避市场恶性竞争和项目投资风险。“首开地产”品牌目前除深耕北京外，已进入全国17个省市区的约30个城市，基本实现了全国化布局。

##### 3. 企业信用记录

**公司无逾期或违约记录，履约情况良好。**

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：91110000101309074C），截至2022年4月11日，公司未结清信贷信息和已结清信贷信息中，无关注类、不良/违约类贷款。整体看，公司过往信用记录良好。

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，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2022年4月24日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

#### 五、管理分析

##### 1. 法人治理结构

**公司作为上市公司，法人治理结构符合法律要求，运作较为规范，能够为公司正常经营提供保障。**

公司按照《公司法》和其他有关法律、法规的规定，建立了基本的法人治理结构。

公司设股东大会，股东大会是公司的权力机构，公司股东享有法律法规和公司章程规定的合法权利，依法行使公司经营方针、投资、发行债券和利润分配等重大事项的表决权。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会成员11人，董事长1人，董事由股东大会选举或更换，任期3年；董事任期届满，可连选连任。

公司设监事会，设监事5名，监事会设主席1人，可以设副主席。监事会主席和副主席由全体监事过半数选举产生。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于1/3。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事的任期每届为3年。监事任期届满，连选可以连任。

公司设总经理1人，副总经理若干人，均由董事会聘任或解聘。

##### 2. 管理水平

**公司内部管理制度较为健全，对子公司和分支机构管理严格，整体管理运作情况良好。**

公司下设子公司从事房地产项目开发。公司对子公司均实施垂直管控。

投资管理方面，公司实施项目立项制度和分级决策制度。公司董事会负责公司开发项目的重大投资决策，总经理负责组织项目的开发和经营，副总经理分管项目运作的各项职能，各部门按项目分工，指定专人或小组负责具体的工作。公司开发项目管理组织架构设置的管理层级较少，组织架构较为扁平，有利于集中调动公司资源优势，并能根据市场需要快速反应，增强项目运作的执行力度。

项目工程管理方面，公司在项目拓展和成本管理方面较为严格，从项目筛选、可行性研究、方案设计、采购、施工、销售整个项目流程均引入成熟的成本核算和控制机制。

对外担保管理方面，公司对外担保有严格的事前评估及审批制度，公司将对外担保提请董事会或股东大会审批前，由公司财务部及监察审计中心进行尽职调查，并需法律顾问出具相关的法律意见。

子公司管理方面，公司严格按照有关法律法规和上市公司的有关规定，通过向控股子公司委派董事、监事和高级管理人员，明确委派董事、监事和高级管理人员的职责权限，结合公司的经营策略督导各控股子公司建立起相应的经营计划、风险管理程序。同时，公司进一步强化对控股公司经营计划的审核和审批管理，并在经营过程中不断加强监控，以此强化对控股子公司的经营管理。公司各控股子公司均参照公司制度，并结合其实际情况建立健全经营和财务管理制度。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

**2019—2021 年，公司营业收入波动增长，综合毛利率因京外结转项目土地成本较高且受限价政策影响而逐年大幅下降。**

近年来，公司在深耕北京区域的基础上，采用联合拿地的方式加大开拓京外城市资源，支持已有团队且项目运营业绩较好的城市继续发

展。从土地获取方式来看，公司通过参与招拍挂以及股权并购形式获取土地，其中招拍挂是公司目前获取土地的主要方式。公司已开发的项目主要为普通住宅和商业物业，其中住宅产品的客户群体以刚需人群为主、改善型为辅。

公司收入主要来源于房地产销售收入。近三年，公司主营业务收入占比在 97%以上，主营业务突出且稳定。2019—2021 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 19.29%，主要系公司房地产销售业务规模有所波动所致；公司净利润逐年下降，年均复合下降 39.02%，2021 年同比下降 49.91%，主要系 2020 年公司处置股权获得投资收益规模较大，2021 年无此收益，同时受限价政策影响，结转项目毛利率大幅下降所致。

从收入结构来看，公司主营业务收入主要来自房产销售，近三年占比均在 98%以上；2019—2021 年，房产销售收入波动增长，主要系 2020 年疫情影响公司部分项目未能在年内按期完工，推迟至 2021 年集中结转所致；公司酒店物业经营等收入占比不大。

从毛利率情况来看，公司毛利率主要取决于其房产销售业务，2019—2021 年，公司主营业务毛利率逐年大幅下降，主要系近两年公司结转项目主要为 2018—2019 年公司京外获取项目，上述项目土地成本较高，同时受区域限价影响，结转项目毛利率大幅下降，利润空间大幅收窄所致。

表 5 2019—2021 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

| 业务类别    | 2019 年 |         |        | 2020 年 |         |        | 2021 年 |         |        |
|---------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|
|         | 收入     | 收入占比    | 毛利率    | 收入     | 收入占比    | 毛利率    | 收入     | 收入占比    | 毛利率    |
| 房产销售    | 466.45 | 98.61%  | 37.10% | 434.12 | 98.69%  | 27.60% | 666.04 | 98.59%  | 19.55% |
| 酒店物业经营等 | 6.59   | 1.39%   | 53.97% | 5.78   | 1.31%   | 34.17% | 9.53   | 1.41%   | 27.77% |
| 合计      | 473.05 | 100.00% | 37.34% | 439.90 | 100.00% | 27.68% | 675.57 | 100.00% | 19.67% |

资料来源：公司提供

### 2. 开发业务

#### (1) 土地储备

近年来，公司土地储备主要位于北京以及

国内其他重点城市，随着楼面价持续上升，未来盈利空间或进一步收窄。

从近年公司土地获取情况来看，2019—

2021年，公司获取土地计容建筑面积波动增长，年均复合增长17.07%。2020年，公司加大获取土地力度，新增土地计容建筑面积同比增长64.69%。2021年公司结合房地产市场变化和自身战略情况，增加城市能级较高区域以及北京项目获取力度，新增土地储备建筑面积下降，但投资规模较去年同期变化不大。

从获取区域来看，2020年，公司新增京外区域项目计容建筑面积占比71.73%，主要位于苏州、福州、南京、常熟等城市。2021年，公司新增京外项目20个，全口径新增土地计容建筑面积占比58.28%，主要位于佛山、温州、杭州等城市。

表 6 2019 - 2021 年公司新增土地及项目情况  
(单位：个、万平方米、亿元、元/平方米)

| 获取时间   | 土地获取数量 | 新增土地储备计容建筑面积 | 新增土地投资额 | 新增土地平均楼面价 |
|--------|--------|--------------|---------|-----------|
| 2019 年 | 16     | 209.44       | 317.98  | 15182     |
| 2020 年 | 21     | 344.92       | 594.50  | 17236     |
| 2021 年 | 30     | 287.04       | 572.25  | 19936     |

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：公司提供

截至 2021 年底，公司未开工土地储备的项目计容建筑面积为 177.75 万平方米，京内土地计容建筑面积占比 55.36%，公司土地储备 90% 以上为住宅性质。从区域分布来看，公司土地储备（按计容建筑面积）主要分布在北京、成都和佛山等城市。公司布局城市主要位于北京及经济较好的二三线城市，但随着项目获取项目成本增加，公司盈利空间或进一步收窄。

表 7 截至 2021 年底公司土地储备情况

(单位：万平方米、元/平方米、亿元)

| 持有待开发土地的区域                                                                                              | 持有待开发土地的面积   | 规划计容建筑面积     | 权益占比      | 拿地时楼面地价   | 获取价格      |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|--------------|-----------|-----------|-----------|
| 北京市通州区宋庄镇 TZ00-0302-6002 地块 R2 二类居住用地、TZ00-0302-6001 地块 A33 基础教育用地（限价商品住房项目）                            | 4.26         | 11.18        | 85.00%    | 6908      | 7.72      |
| 丰台区卢沟桥乡万泉寺村 A 地块一级开发项目 0616-0660、0661、L05、WQS-02 地块 R2 二类居住用地、A33 基础教育用地、B4 综合性商业金融服务业用地（配建“保障性租赁住房”）   | 4.36         | 10.16        | 50.00%    | 41141     | 41.80     |
| 北京市门头沟区潭柘寺镇 MC01-0003-6009、6008、0057、0086、0120、6016、6015 地块社会停车场用地、综合性商业金融服务业用地、二类居住用地、商业用地、住宅混合公建用地（*） | 18.09        | 23.87        | 10.00%    | 26524     | 63.30     |
| 昌平区北七家镇平坊村土地一级开发项目 PF-04 地块 F81 绿隔产业用地、PF-05 地块 R2 二类居住用地（配建“保障性租赁住房”）（*）                               | 7.97         | 17.84        | 34.00%    | 20515     | 36.60     |
| 通州区潞城镇 FZX-0901-0162 地块 F3 其他类多功能用地（*）                                                                  | 2.80         | 7.00         | 50.00%    | 13970     | 9.78      |
| 海淀区西北旺镇 HD00-0403 街区永丰产业基地（新）F1 地块 HD00-0403-0003 地块 R2 二类居住用地（*）                                       | 5.56         | 8.34         | 50.00%    | 53884     | 44.95     |
| 密云区水源路南侧 MY00-0104-6016 等地块 R2 二类居住用地（*）                                                                | 10.33        | 20.02        | 10.00%    | 10339     | 20.70     |
| <b>京内合计</b>                                                                                             | <b>53.37</b> | <b>98.41</b> | <b>--</b> | <b>--</b> | <b>--</b> |
| 南京市 NO.2021G77 雨花台区西善桥街道杨柳路以南、平湖路以西地块                                                                   | 2.95         | 3.54         | 100.00%   | 21328     | 7.55      |
| 温州市中央绿轴区域 G-42a 地块                                                                                      | 4.86         | 15.07        | 100.00%   | 17320     | 26.10     |
| 成都市 CH11（252）：2021-045 成华区青龙街道新山社区 1、2 组                                                                | 8.23         | 16.46        | 100.00%   | 12400     | 20.41     |
| 成都市 CH12（252）：2021-046 成华区龙潭街道和成社区 1、5、7、8 组                                                            | 8.25         | 12.56        | 100.00%   | 12800     | 16.08     |
| 东莞市 2021WR026 号地块                                                                                       | 1.79         | 5.37         | 100.00%   | 12621     | 6.78      |
| 佛山市顺德区 TD2021(SD)WG0031                                                                                 | 8.28         | 20.71        | 100.00%   | 11869     | 24.58     |
| 福州市 2021-34 号（*）                                                                                        | 1.16         | 3.01         | 40.00%    | 10372     | 3.12      |
| 天津市津武（挂）2017-031 号地块（*）                                                                                 | 1.46         | 2.62         | 50.00%    | 1251      | 0.33      |

|        |       |        |    |    |    |
|--------|-------|--------|----|----|----|
| 京外项目合计 | 36.98 | 79.34  | -- | -- | -- |
| 合计     | 90.35 | 177.75 | -- | -- | -- |

注：上述土地储备项目为公司报告期内未开工项目；标\*号项目为公司非并表合作项目；公司权益建筑面积=合作开发项目涉及的建筑面积\*合作开发项目的权益占比；部分获取价格未提供  
资料来源：公司提供

## （2）项目开发建设

公司在建项目主要位于北京以及京外二三线城市，近年来公司项目开发力度较大，在建项目较多，投资规模较大，公司存在一定的资金支出压力。

2019—2021 年，公司新开工面积呈逐年下降态势，其中 2020 年，受上半年疫情影响，公司新开工面积小幅下降；2021 年主要系获取土地面积下降影响所致。2019—2021 年，公司竣工面积逐年增长。

表 8 2019—2021 年公司项目建设情况

（单位：万平方米）

| 项目     | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 |
|--------|--------|--------|--------|
| 新开工面积  | 621.77 | 610.42 | 481.00 |
| 房屋竣工面积 | 507.60 | 533.38 | 680.00 |

注：统计口径为全口径

资料来源：公开资料

截至 2021 年底，公司在建项目总建筑面积 4590.30 万平方米，主要位于北京（占 33.22%）以及苏州（占 6.94%）、福州（占 6.06%）、厦门（占 5.30%）和京外其他二三线城市。从项目的开发资金情况来看，公司在建项目计划总投资额 7795.57 亿元，公司在建项目投资规模较大，未来存在一定的资本支出压力。

## （3）销售情况

近年来，公司房地产签约销售金额逐年小幅增长，可售规模较大，考虑到公司地产部分项目分布在景气度较差城市，需持续关注部分区域去化情况。

从公司近年的销售情况来看，2019—2021 年，公司签约销售面积呈波动下降态势，2020 年有所下降主要系受疫情影响部分项目施工进度有所延后预售周期相应推迟所致。从销售均价上看，2019—2021 年，商品房签约销售价

格逐年增长，主要系公司一二线热点城市销售项目比例有所提高所致。受上述因素影响，公司签约销售金额呈逐年增长态势。从项目结转情况来看，2019—2021 年，结转面积有所波动，2020 年有所下降主要系受上半年疫情影响，公司部分项目未能按期完工所致。结转价格方面受益于结转一二线城市比例增加，结转均价逐年增长。

表 9 2019—2021 年公司销售情况

（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

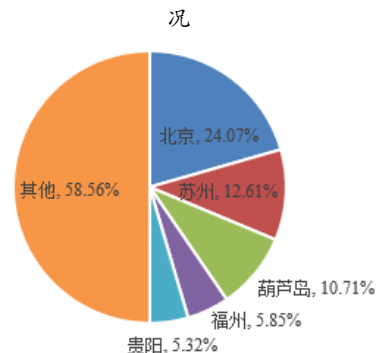
| 项目     | 2019 年  | 2020 年  | 2021 年  |
|--------|---------|---------|---------|
| 签约销售面积 | 411.50  | 381.55  | 392.65  |
| 签约销售金额 | 1013.44 | 1074.55 | 1149.07 |
| 签约销售均价 | 2.46    | 2.82    | 2.93    |
| 结转收入   | 466.45  | 434.12  | 668.51  |
| 结转面积   | 222.76  | 178.03  | 258.04  |
| 结转均价   | 2.09    | 2.44    | 2.59    |

注：签约销售面积、签约销售金额及签约销售均价为全口径数据，结转收入、结转面积及结转均价为合并范围数据

资料来源：公开资料及公司提供

从公司在售项目情况来看，截至 2021 年底，公司全口径在售项目尚余可售面积为 1139.79 万平方米，未售面积充足，可以满足公司未来 3 年左右的销售需求。从销售项目区域来看，公司剩余可售项目主要位于北京、苏州、葫芦岛、福州和贵阳等区域。截至 2021 年底，葫芦岛、沈阳及贵阳等区域景气度较低，需持续关注。

图 1 截至 2021 年末公司在售全口径项目区域占比情况



注：其他区域包含成都、南通、绵阳、沈阳、武汉、厦门、天津和广州等  
资料来源：公司提供，联合资信整理

### 3. 棚户区改造及一级开发项目情况

公司通过一级土地开发及棚户区改造项目等方式积极参与北京市政策住房项目建设，但该类项目投资规模大，且开发周期和开发进度不确定性强，需关注其项目建设进度及资金投入情况。

公司棚户区改造项目主要通过成本加成形式获取收益，未来有望带来收入增长。2019—

2021 年公司未实现棚户区改造及一级开发收入。

从一级土地开发及棚户区改造项目来看，截至2021年底，公司在实施项目7个，后续项目5个，计划总投资额规模较大，考虑到棚户区改造项目及一级开发项目周期长、投入资金规模大等特点，同时目前公司实施项目仍大多处于拆迁腾退过程中，该类项目对公司营运资金存在一定的占用。

表 10 截至 2021 年末公司一级土地开发及棚户区改造项目情况（单位：万平方米、亿元）

| 项目   | 序号 | 项目名称                     | 项目位置   | 总用地面积  | 计划总投资额 | 实施进度                                         |
|------|----|--------------------------|--------|--------|--------|----------------------------------------------|
| 实施项目 | 1  | 万泉寺村棚户区改造和环境整治项目         | 北京市丰台区 | 101.70 | 131.48 | 完成全部宅类腾退工作，项目控规方案已上报                         |
|      | 2  | 幸福西街棚户区改造项目              | 北京市顺义区 | 6.31   | 22.77  | 场清地平，入市手续推进中；大市政道路及管线建设中                     |
|      | 3  | 南关村、南房村、小周各庄村棚户区改造项目     | 北京市怀柔区 | 224.20 | 174.40 | 各项工作正在积极开展中                                  |
|      | 4  | 马坡镇西丰乐村棚户区改造土地开发项目       | 北京市顺义区 | 59.72  | 48.52  | 完成全部宅类腾退工作，回迁房正在建设中                          |
|      | 5  | 长安新村和南菜园新村旧城改建棚户区改造项目    | 北京市密云区 | 11.83  | 21.90  | 剩余待腾退户正在处理中；商品房建设工作已经启动、回迁安置房实现结构封顶，并完成外立面施工 |
|      | 6  | 大榆树镇下屯村棚户区改造和环境整治项目      | 北京市延庆区 | 73.02  | 35.54  | 宅基地已全部完成签约及拆除，回迁房正在建设中                       |
|      | 7  | 固安县大韩寨村旧城改造项目            | 河北省廊坊市 | 497.67 | 28.52  | 各项工作正在积极开展中                                  |
| 小计   |    |                          |        | 974.45 | 463.13 | --                                           |
| 后续项目 | 1  | 顺义区李桥镇头二营、三四营及英各庄村棚改项目   | 北京市顺义区 | 158.84 | --     | --                                           |
|      | 2  | 昌平区东小口镇小辛庄组团棚户区改造项目      | 北京市昌平区 | 265.40 | --     | --                                           |
|      | 3  | 东城区建内二期棚改项目              | 北京市东城区 | 14.36  | --     | --                                           |
|      | 4  | 西城区复内项目                  | 北京市西城区 | 34.90  | --     | --                                           |
|      | 5  | 顺义新城仁和镇庄头、太平村、南彩镇棚户区改造项目 | 北京市顺义区 | 141.17 | --     | --                                           |
| 小计   |    |                          |        | 614.67 | --     | --                                           |

资料来源：公司提供

### 4. 经营效率

公司整体经营效率一般。

2019—2020 年，公司存货周转次数均为 0.17 次，2021 年提升至 0.30 次；2019—2021 年，

公司总资产周转次数分别为 0.16 次、0.14 次和 0.21 次，波动上升。从同行业公司比较情况来看，公司整体经营效率指标处于中等水平，公司整体经营效率一般。

表 11 房地产开发类上市公司 2021 年经营效率指标

| 公司名称           | 存货周转（次） | 流动资产周转率（次） | 总资产周转（次） |
|----------------|---------|------------|----------|
| 万科企业股份有限公司     | 0.34    | 0.29       | 0.24     |
| 保利发展控股集团股份有限公司 | 0.27    | 0.24       | 0.21     |
| 公司             | 0.30    | 0.25       | 0.21     |

注：为了便于对比，上表公司相关数据来自 Wind

数据来源：Wind

## 5. 未来发展

公司未来发展规划较为清晰，符合其自身发展特点。

未来公司立足北京，加大城市副中心、“三城一区”及5个平原地区新城布局。公司计划将拓展全国，坚持审慎原则，聚焦重点城市群，培育3~5个百亿级销售额、8~10个50亿级销售额的城市市场；优化产品供给结构，找准细分市场，设计特色产品，优化住宅与非住宅产品、政策性住房、普通住宅和中高档住宅产品结构，提升市场占有率；加强政策研究、项目前期研究，优化项目筛选模型，提高自主开发比例，提升项目开发运营效率；优选合作伙伴，加强合作项目管理，提升品牌价值和行业地位；积极参与老旧小区改造、城市更新等，拓展发展空间，形成新的盈利模式。

2022年公司全部项目计划销售签约金额1080亿元，计划销售面积380万平方米，计划销售回款1078亿元，其中：控股子公司项目计划销售签约金额574亿元，计划销售面积217万平方米，计划销售回款544亿元；合作公司项目计划销售签约金额506亿元，计划销售面积163万平方米，计划销售回款534亿元。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的2019—2021年的合并财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，上述会计师事务所出具了标准无保留审计意见。公司经审计的财务报表按照现行《企业会计准则》编制。

截至2021年底，公司合并资产总额3143.18亿元，所有者权益670.27亿元（含少数股东权益359.43亿元）；2021年，公司实现营业收入678.02亿元，利润总额40.91亿元。

### 2. 资产质量

2019—2021年末，公司资产规模波动增长，资产结构以流动资产为主；公司部分房地产项目因土地成本和限价原因计提存货跌价准备，随着房地产市场下行，后续有进一步跌价的风险；公司资产受限比率一般。

2019—2021年末，公司资产规模波动增长，年均复合增长1.79%。截至2021年底，公司合并资产总额较年初下降4.13%。公司资产以流动资产为主。

表 12 2019—2021 年末公司资产主要构成

| 科目     | 2019 年末 |         | 2020 年末 |         | 2021 年末 |         |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|        | 金额（亿元）  | 占比      | 金额（亿元）  | 占比      | 金额（亿元）  | 占比      |
| 流动资产   | 2622.60 | 86.45%  | 2817.69 | 85.95%  | 2637.23 | 83.90%  |
| 货币资金   | 252.45  | 8.32%   | 355.53  | 10.84%  | 314.00  | 9.99%   |
| 其他应收款  | 440.11  | 14.51%  | 475.90  | 14.52%  | 538.75  | 17.14%  |
| 存货     | 1844.00 | 60.78%  | 1907.60 | 58.19%  | 1705.21 | 54.25%  |
| 非流动资产  | 411.08  | 13.55%  | 460.74  | 14.05%  | 505.95  | 16.10%  |
| 长期股权投资 | 209.75  | 6.91%   | 260.37  | 7.94%   | 311.29  | 9.90%   |
| 资产总额   | 3033.68 | 100.00% | 3278.43 | 100.00% | 3143.18 | 100.00% |

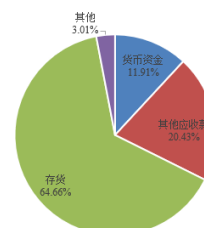
注：占比为占总资产的比例

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

### （1）流动资产

流动资产方面，2019—2021年末，公司流动资产规模波动增长，年均复合增长0.28%。截至2021年底，公司流动资产较年初下降6.40%，主要系存货下降所致。

图2 截至2021年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019—2021 年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长 11.53%。截至 2020 年底，公司货币资金较年初增长 40.83%，主要系 2020 年公司融资规模大幅增加所致；截至 2021 年底，公司货币资金较年初下降 11.68%，主要系偿还债务支付现金规模较大所致。货币资金中有 8.30 亿元受限资金，受限比例为 2.64%，主要为按揭贷款保证金、履约保证金、项目资本金等。

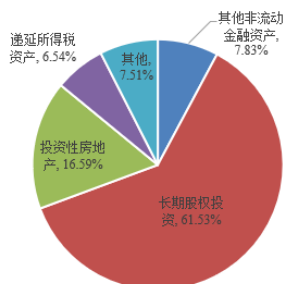
2019—2021 年末，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 10.64%。截至 2021 年底，公司其他应收款较年初增长 13.21%，主要系往来款增加所致，累计计提坏账准备 3.23 亿元，公司其他应收款中账龄 3 年以上的占比较大；从构成来看，其他应收款以往来款（占比 96.75%）和押金保证金、备用金（占比 2.70%）为主，往来款为合作项目经营性往来，回收风险不大；期末余额前五大其他应收款合计为 108.67 亿元，占比为 20.05%，集中度一般。

2019—2021 年末，公司存货波动下降，年均复合下降 3.84%。截至 2021 年底，公司存货较年初下降 10.61%，主要系公司加快销售所致。存货主要由开发成本（占比 81.51%）构成，累计计提跌价准备 20.73 亿元，主要针对成都、大连、武汉、廊坊等京外区域的存货计提，考虑到地产行业下行，公司部分项目仍面临一定减值风险。

#### （2）非流动资产

2019—2021 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 10.94%。截至 2021 年底，公司非流动资产较年初增长 9.81%，主要系长期股权投资增加所致。公司非流动资产构成如下图所示。

图3 截至2021年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019—2021 年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 21.82%。截至 2021 年底，公司长期股权投资较年初增长 19.56%，主要系合作开发项目增加所致。2021 年，公司权益法下确认的长期股权投资收益为 0.12 亿元。

截至 2021 年底，公司所有权或使用权受限的资产见下表，资产受限比例一般。

表 13 截至 2021 年底公司所有权或使用权受限的资产明细（单位：亿元）

| 项目     | 金额     | 占比     |
|--------|--------|--------|
| 货币资金   | 8.30   | 0.26%  |
| 存货     | 352.04 | 11.20% |
| 固定资产   | 2.78   | 0.09%  |
| 长期股权投资 | 52.03  | 1.66%  |
| 投资性房地产 | 10.75  | 0.34%  |
| 合计     | 425.91 | 13.55% |

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

### 3. 资本结构

#### （1）所有者权益

**2019—2021 年末，公司所有者权益规模稳定增长；未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性较弱。**

2019—2021 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 7.60%。截至 2021 年底，公司所有者权益 670.27 亿元，较年初增长 4.44%，主要系少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 46.38%，少数股东权益占比为 53.62%。在所有者权益中，股本、其他权益工具、资本公积和未分配利润分别占 3.85%、7.46%、11.25%和 20.94%。所有者权益结构稳定性较弱。

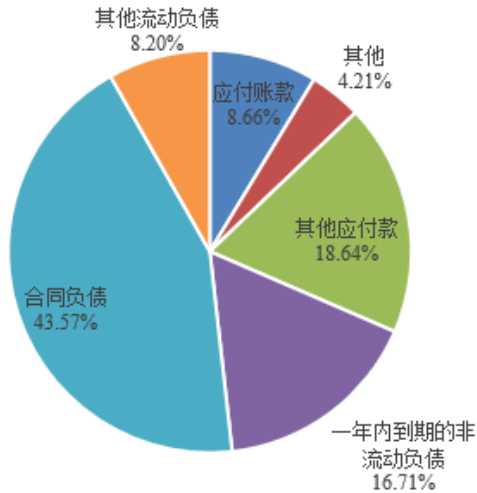
#### （2）负债

**2019—2021 年末，公司负债规模波动增长，负债结构相对均衡；公司债务规模波动增加，债务结构较为合理，但债务负担较重。**

2019—2021 年末，公司负债规模波动增长，年均复合增长 0.37%。截至 2021 年底，公司负债总额 2472.91 亿元，较年初下降 6.21%，主要系流动负债减少所致。其中，流动负债占 51.78%，非流动负债占 48.22%。公司负债结构相对均衡。

2019—2021 年末,公司流动负债波动下降,年均复合下降 6.77%。截至 2021 年底,公司流动负债 1280.47 亿元,较年初下降 13.40%,主要系预收售房款减少所致。公司流动负债构成如下图所示。

图4 截至2021年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2019—2021 年末,公司应付账款持续增长,年均复合增长 7.97%。截至 2021 年底,公司应付账款 110.92 亿元,较年初增长 0.59%。其中应付货款及工程款占 96.71%,应付销售代理及服务费用占 3.27%。

2019—2021 年末,公司其他应付款波动下降,年均复合下降 5.77%。截至 2021 年底,公司其他应付款 238.72 亿元,较年初增长 1.85%。其他应付款主要为资金往来款。

2019—2021 年末,公司一年内到期的非流动负债波动下降,年均复合下降 5.48%。截至 2021 年底,公司一年内到期的非流动负债 213.98 亿元,较年初下降 17.52%,主要系一年内到期的应付债券到期兑付所致。

公司预收款项及合同负债主要为预收售楼款。截至 2020 年底,公司合同负债为 672.75 亿

元,其中预收房款为 672.66 亿元,预收款项为 0.69 亿元。截至 2021 年底,公司合同负债 557.96 亿元,较年初下降 17.06%,主要系本期结转项目增加所致。

2019—2021 年末,公司其他流动负债波动下降,年均复合下降 3.49%。截至 2021 年底,公司其他流动负债 104.94 亿元,较年初下降 35.92%,主要系短期融资券到期支付所致。构成主要是预提项目土地增值税(占 44.35%)、待转销项税(占 43.71%)和预提工程成本(占 9.08%)。

2019—2021 年末,公司长期借款波动下降,年均复合下降 6.45%。截至 2021 年底,公司长期借款 599.18 亿元,较年初下降 16.97%,主要系公司主动降低债务规模所致,主要为保证借款(占 70.23%)。

截至2021年底,公司长期应付款124.63亿元,较年初增长70.72%,主要系应付首开集团和应付少数股东往来款增加所致。

2019—2021 年末,随着公司多期债券的发行及债券到期回售和兑付,公司应付债券持续增长,年均复合增长 24.70%。截至 2021 年底,公司应付债券 457.51 亿元,较年初增长 27.91%,主要系新增发行公司债及中票等所致。

有息债务方面,2019—2021 年,公司全部债务波动增长,年均复合增长 1.97%。截至 2021 年底,公司全部债务 1316.29 亿元,较上年底下降 12.55%,主要系公司债务口径发生变化<sup>25</sup>所致。债务结构方面,短期债务占 16.46%,长期债务占 83.54%,以长期债务为主。

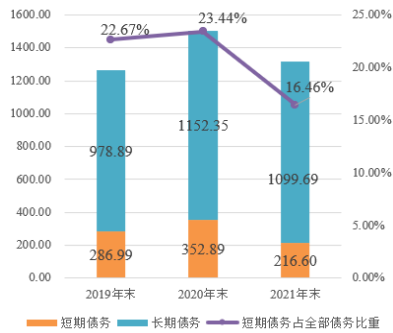
从债务指标<sup>26</sup>来看,2019—2021 年,公司资产负债率持续下降;全部债务资本化比率波动下降;长期债务资本化比率波动下降。但整体债务负担仍较重。

<sup>25</sup> 2021 年公司采用新口径,其他应付款中少数股东对合作公司的股东借款及长期应付款中少数股东对合作公司的股东借款不再纳入带息负债统计。

<sup>26</sup> 截至 2021 年底,公司剔除预收账款后的资产负债率为 73.60%,净负债

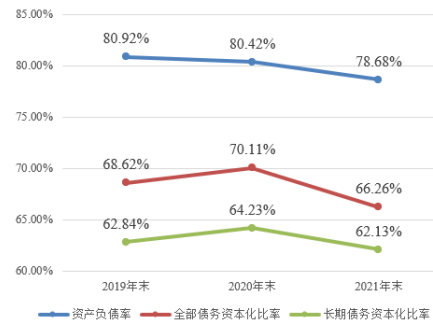
率为 147.45%,现金短债比为 1.22。(公司债务指标计算口径与联合资信有差异,详细计算口径详见公司 2021 年年报)

图 5 2019 - 2021 年末公司债务结构 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

图 6 2019 - 2021 年末公司债务杠杆水平



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

若将永续债计入长期债务, 其他因素保持不变的情况下, 截至 2021 年底, 公司资产负债率、全部资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.39%、69.09%和 65.35%, 债务负担进一

步增加。2019—2021 年, 公司平均融资成本分别为 5.49%、5.27%和 4.85%, 融资成本较低。从公司债务到期情况来看, 公司债务到期较为分散。

表 14 截至 2021 年底公司债务期限分布 (单位: 亿元)

| 科目    | 1 年以内  | 1~2 年  | 2~3 年  | 3 年以上  | 合计      |
|-------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 短期借款  | 0.20   | --     | --     | --     | 0.20    |
| 应付票据  | 2.42   | --     | --     | --     | 2.42    |
| 长期借款  | 155.32 | 158.27 | 80.61  | 360.30 | 754.50  |
| 应付债券  | 58.65  | 6.04   | 101.74 | 349.73 | 516.16  |
| 长期应付款 | --     | 43.00  | --     | --     | 43.00   |
| 合计    | 216.59 | 207.31 | 182.35 | 710.03 | 1316.28 |

注: 表中到期债务金额仅为有息债务金额, 与联合资信全部债务统计口径存在一定差异

资料来源: 公司提供

#### 4. 盈利能力

2019 - 2021 年, 公司营业收入波动增长, 受 2020 年疫情及近年来部分地区政府限价措施和京外地区高地价项目结转共同影响, 2020 年公司收入规模及净利润均有所下降。2021 年公司营业收入增长, 但净利润同比大幅下降, 主要系结转项目毛利率下降所致。

2019—2021 年, 公司营业收入波动增长, 年均复合增长 19.29%; 2020 年, 公司实现营业收入 442.26 亿元, 同比下降 7.18%, 主要系疫情影响项目进度导致结转项目减少所致。2021 年公司受疫情影响项目集中交付, 收入有所增加。近年来, 受前期部分地区高地价项目结转影响, 营业成本持续增长, 年均复合增长 35.21%; 营业利润率分别为 29.01%、22.76%和 15.37%, 持续下降。

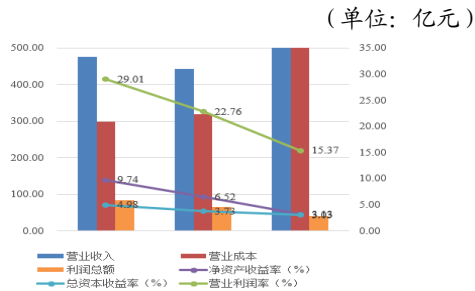
从期间费用看, 2019—2021 年, 公司费用总额波动增长, 年均复合增长 6.04%。2021 年, 公司费用总额为 56.88 亿元, 同比增长 14.69%, 主要系销售费用增加所致。从构成看, 公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 30.61%、20.26%和 49.02%。其中, 销售费用为 17.41 亿元, 同比增长 25.49%, 主要系销售代理及策划费增加所致; 管理费用为 11.53 亿元, 同比增长 12.23%, 主要系本期项目服务费增加所致; 财务费用为 27.88 亿元, 同比增长 9.54%, 总体来看本期利息支出总额同比有所降低, 但公司费用化利息费用同比有所提高, 同时联合营企业利息收入有所降低。

非经常性损益方面, 2019—2021 年, 公司投资收益波动下降, 年均复合下降 22.50%。2020 年, 公司实现投资收益 14.25 亿元, 同比增加 13.02 亿元, 主要系处置部分子公司时, 丧失控

制权后剩余股权按公允价值计量产生大量利得（占 47.86%）以及权益法核算的长期股权投资收益（占 47.37%）增加所致，投资收益占营业利润比重为 21.38%，对营业利润有一定影响，其中处置部分子公司时，丧失控制权后剩余股权按公允价值计量产生大量利得不可持续。

盈利指标方面，盈利指标方面，2019—2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率均持续下降。

图 7 2019—2021 年公司盈利指标情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从同行业对比来看，2021 年公司盈利指标在行业中等水平。

表 15 2021 年同行业公司盈利能力对比情况

| 企业简称           | 销售毛利率  | 总资产报酬率 | 净资产收益率 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 万科企业股份有限公司     | 21.82% | 2.96%  | 9.78%  |
| 保利发展控股集团股份有限公司 | 26.78% | 4.01%  | 14.28% |
| 公司             | 27.96% | 3.24%  | 6.52%  |

注：为了便于对比，上表公司相关数据均来自 Wind

数据来源：Wind

## 5. 现金流

公司经营活动现金流持续净流入，且基本能覆盖投资活动需求，考虑到在建项目及一级开发项目规模较大，公司仍有一定筹资需求。

表 16 公司现金流量情况 (单位：亿元、%)

| 项目                 | 2019 年        | 2020 年        | 2021 年        |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流入小计         | 872.80        | 916.48        | 1062.40       |
| 经营活动现金流出小计         | 855.56        | 860.59        | 988.36        |
| <b>经营现金流量净额</b>    | <b>17.24</b>  | <b>55.90</b>  | <b>74.03</b>  |
| 投资活动现金流入小计         | 11.67         | 17.33         | 7.91          |
| 投资活动现金流出小计         | 31.77         | 51.05         | 48.67         |
| <b>投资活动现金流量净额</b>  | <b>-20.10</b> | <b>-33.71</b> | <b>-40.76</b> |
| <b>筹资活动前现金流量净额</b> | <b>-2.86</b>  | <b>22.18</b>  | <b>33.27</b>  |
| 筹资活动现金流入小计         | 546.95        | 722.45        | 487.15        |
| 筹资活动现金流出小计         | 619.00        | 643.68        | 564.46        |
| <b>筹资活动现金流量净额</b>  | <b>-72.05</b> | <b>78.77</b>  | <b>-77.31</b> |
| 现金收入比              | 115.60        | 122.35        | 94.15         |

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2019—2021 年，公司经营活动现金流入持续增长，年均复合增长 10.33%；2021 年，公司经营活动现金流入同比增长 15.92%，主要系销售回款增加所致。同期，公司经营活动现金流出持续增长，年均复合增长 7.48%。2021 年经营活动现金流出同比增长 14.85%，主要系在建项目投入增加所致。2019—2021 年，公司经营活动现金净额持续净流入且净流入规模持续增加。

从投资活动来看，2019—2021 年，公司投资活动现金流入波动下降，年均复合下降 17.67%。2020 年公司投资活动现金流入金额同比增长 48.50%，主要系收购子公司现金净额增加所致。2019—2021 年，公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 23.77%，主要系对外投资有所波动所致。2019—2021 年，公司投资活动现金净额持续净流出且净流出规模持续增加。

从筹资活动来看，2019—2021 年，公司筹资活动现金流入波动下降，年均复合下降 5.62%；同期，公司筹资活动现金流出波动下降，年均复合下降 4.51%。2019—2021 年，公司筹资活动现金流量净额有较大波动。

## 6. 偿债指标

公司短期偿债能力指标尚可，长期偿债能力指标一般，但考虑到公司融资渠道较为畅通、销售情况良好、尚余可售面积充足、在建项目规模较大等因素，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2019—2021 年末，

公司流动比率和速动比率均持续增长，公司流动资产对流动负债的保障程度尚可；公司现金短期债务比持续增长，现金类资产对短期债务的保障程度有所增强。整体看，公司短期偿债能力指标尚可。

从长期偿债能力指标看，2019—2021 年，受利润总额持续下降影响，公司 EBITDA 持续下降；EBITDA 利息倍数持续下降，全部债务/EBITDA 持续增长，EBITDA 对利息覆盖程度一般、对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期偿债指标一般。

表 17 公司偿债能力指标

| 项目       | 项目             | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 |
|----------|----------------|--------|--------|--------|
| 短期偿债能力指标 | 流动比率（%）        | 178.01 | 190.56 | 205.96 |
|          | 速动比率（%）        | 52.85  | 61.55  | 72.79  |
|          | 经营现金流动负债比（%）   | 1.17   | 3.78   | 5.78   |
|          | 现金类资产/短期债务（倍）  | 0.88   | 1.01   | 1.45   |
| 长期偿债能力指标 | EBITDA（亿元）     | 122.04 | 105.05 | 84.27  |
|          | 全部债务/EBITDA（倍） | 10.37  | 14.33  | 15.62  |
|          | EBITDA 利息倍数（倍） | 1.58   | 1.26   | 1.12   |

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底，公司获得的银行综合授信额度合计 1746.20 亿元，尚未使用的授信额度合计 963.13 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2021 年底，除为购房人提供的按揭担保以外，公司对外担保金额 58.00 亿元，占 2021 年底所有者权益的 8.65%，主要系合作开发产生的对关联方的担保，或有负债风险可控。

截至 2021 年底，公司无重大未决诉讼。

## 7. 母公司财务分析

2019—2021 年末，母公司资产逐年增长，其他应收款和长期股权投资规模较大；负债持续增长，资产负债率处于较高水平；收入规模较小；经营性净现金流维持净流入，投资性净现金流持续净流出，筹资性净现金流有所波动。

2019—2021 年末，母公司资产总额持续增长，年均复合增长 11.12%。截至 2021 年底，母公司资产总额 1680.08 亿元，较上年底增长 10.75%，流动资产和非流动资产均有所增加。其

中，流动资产占比 55.17%，资产结构相对均衡。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 10.00%）、和其他应收款（占 84.22%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 91.30%）构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 92.72 亿元。

负债方面，2019—2021 年末，母公司负债持续增长，年均复合增长 14.33%。截至 2021 年底，母公司负债总额 1437.17 亿元，较上年底增长 13.71%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占比 47.15%。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 73.57%）、一年内到期的非流动负债（占 19.43%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 32.22%）、应付债券（占 60.23%）、长期应付款（占 7.51%）构成。母公司 2021 年底资产负债率为 85.54%，较 2020 年底提高 2.23 个百分点。截至 2021 年底，母公司全部债务 833.94 亿元。其中，短期债务占 15.79%、长期债务占 84.21%。截至 2021 年底，母公司全部债

务资本化比率 77.44%，母公司债务负担较重。

所有者权益方面，2019—2021 年末，母公司所有者权益持续下降，年均复合下降 3.58%。截至 2021 年底，母公司所有者权益为 242.90 亿元，较上年底下降 4.05%。在所有者权益中，股本占 10.62%、资本公积占 40.34%、未分配利润占 22.75%。

损益方面，2019—2021 年，母公司营业收入波动下降，年均复合下降 8.04%；利润总额持续下降，年均复合下降 68.61%；投资收益波动下降，年均复合下降 22.10%。2021 年，母公司营业收入为 24.52 亿元，利润总额为 2.16 亿元。同期，母公司投资收益为 19.85 亿元，母公司利润较依赖投资收益。

现金流方面，2019—2021 年，经营活动产生的现金流量净额波动下降，年均复合下降 23.35%；投资活动产生的现金流量净额持续大规模净流出；筹资活动产生的现金流量净额波动较大。

## 八、外部支持

**公司控股股东对其提供资金方面的支持，同时，依托国资背景公司具备良好的获取项目能力。**

公司依托国资背景和多年来的良好信誉，在多个关键城市具备良好的项目获取能力。公司积极推进北京地区棚改工作，逐步形成规模，多个项目逐步落地。公司持续通过各种形式新增北京区域土地储备，深耕北京市场。

公司控股股东首开集团的融资能力强，对公司提供了包括直接资金支持、担保、银行授信总额度在内的一系列支持，使公司资金安全性得到了进一步的加强。截至 2021 年底，首开集团提供股东借款额度为 43.00 亿元；首开集团对公司及下属子公司担保额度约 74.725 亿元。

## 九、结论

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

**附件 1-2 北京首都开发股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）**

| 项目             | 2019 年  | 2020 年  | 2021 年  |
|----------------|---------|---------|---------|
| <b>财务数据</b>    |         |         |         |
| 现金类资产（亿元）      | 252.45  | 355.53  | 314.00  |
| 资产总额（亿元）       | 3033.68 | 3278.43 | 3143.18 |
| 所有者权益（亿元）      | 578.94  | 641.76  | 670.27  |
| 短期债务（亿元）       | 286.99  | 352.89  | 216.60  |
| 长期债务（亿元）       | 978.89  | 1152.35 | 1099.69 |
| 全部债务（亿元）       | 1265.88 | 1505.24 | 1316.29 |
| 营业收入（亿元）       | 476.45  | 442.26  | 678.02  |
| 利润总额（亿元）       | 84.30   | 64.09   | 40.91   |
| EBITDA（亿元）     | 122.04  | 105.05  | 84.27   |
| 经营性净现金流（亿元）    | 17.24   | 55.90   | 74.03   |
| <b>财务指标</b>    |         |         |         |
| 销售债权周转次数（次）    | 235.68  | 109.41  | 134.27  |
| 存货周转次数（次）      | 0.17    | 0.17    | 0.30    |
| 总资产周转次数（次）     | 0.16    | 0.14    | 0.21    |
| 现金收入比（%）       | 115.60  | 122.35  | 94.15   |
| 营业利润率（%）       | 29.01   | 22.76   | 15.37   |
| 总资本收益率（%）      | 4.98    | 3.73    | 3.03    |
| 净资产收益率（%）      | 9.74    | 6.52    | 3.13    |
| 长期债务资本化比率（%）   | 62.84   | 64.23   | 62.13   |
| 全部债务资本化比率（%）   | 68.62   | 70.11   | 66.26   |
| 资产负债率（%）       | 80.92   | 80.42   | 78.68   |
| 流动比率（%）        | 178.01  | 190.56  | 205.96  |
| 速动比率（%）        | 52.85   | 61.55   | 72.79   |
| 经营现金流动负债比（%）   | 1.17    | 3.78    | 5.78    |
| 现金短期债务比（倍）     | 0.88    | 1.01    | 1.45    |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 1.58    | 1.26    | 1.12    |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 10.37   | 14.33   | 15.62   |

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；除特别说明外，均指人民币，均为合并口径；2. 本报告 2019 年、2020 年财务数据分别采用 2020 年、2021 年审计报告的期初数；3. 2019 年和 2020 年公司其他流动负债以及 2020 年其他应付款中的有息债务已调整至短期债务；公司 2020 年及 2021 年长期应付款中债务部分调整至长期债务

资料来源：公司提供，联合资信整理

### 附件 1-3 主要财务指标的计算公式

| 指标名称            | 计算公式                                                                                        |
|-----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>     |                                                                                             |
| 资产总额年复合增长率      | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100% |
| 净资产年复合增长率       |                                                                                             |
| 营业收入年复合增长率      |                                                                                             |
| 利润总额年复合增长率      |                                                                                             |
| <b>经营效率指标</b>   |                                                                                             |
| 销售债权周转次数        | 营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)                                                                    |
| 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/营业收入×100%                                                                    |
| <b>盈利指标</b>     |                                                                                             |
| 总资本收益率          | (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           | (营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%                                                               |
| <b>债务结构指标</b>   |                                                                                             |
| 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%                                                                             |
| <b>长期偿债能力指标</b> |                                                                                             |
| EBITDA 利息倍数     | EBITDA/利息支出                                                                                 |
| 全部债务/EBITDA     | 全部债务/EBITDA                                                                                 |
| <b>短期偿债能力指标</b> |                                                                                             |
| 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%                                                                   |
| 经营现金流动负债比       | 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  
 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  
 长期债务=长期借款+应付债券  
 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+摊销  
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出  
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 1-4-1 主体长期信用等级设置及含义

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 1-4-2 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2 还本计划表

| 期数 | 优先级票据还本金<br>额（万元） | 标的债权还本金<br>额（万元） | 期数 | 优先级票据还本<br>金额（万元） | 标的债权还本金<br>额（万元） |
|----|-------------------|------------------|----|-------------------|------------------|
| 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         |

### 附件3 标的物业及物业持有人

1. **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。
2. **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。
3. **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。
4. **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。
5. **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。
6. **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。
7. **标的物业七/抵押物七/榆垓商业：**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），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。

8. **标的物八/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：

1. **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，持有标的物一（新洲商务大厦）。
2. **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，持有标的物二（劲松嘉园底商及车位）。
3. **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，持有标的物三（蜂巢 CBD 传媒艺术工作区）、标的物四（华宝大厦）。
4. **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，持有标的物五（京泰大厦）。
5. **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，持有标的物六（三亚天鸿度假村酒店）。
6. **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，持有标的物七（榆堡商业）。
7. **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，持有标的物八（绵阳首开喜来登酒店）。

## 附件4 交易相关事件定义

**标的债权提前到期事件：**以下任一事件：

- (a) 借款人未能按照《债权债务确认协议》的约定按时足额偿付标的债权应付本息或发生其他严重违约行为的；
- (b) 抵押人未能根据《抵押合同》约定，在资产支持票据于银行间市场交易商协会备案通过之日（含该日）起 180 日内完成向不动产登记部门办理将抵押物抵押予抵押权人（代表信托）的不动产抵押登记手续，并解除标的物业的原有抵押安排（如有），并确保抵押权人（代表信托）为唯一抵押权人；
- (c) 出质人未能根据《质押合同》约定，在资产支持票据于银行间市场交易商协会备案通过之日（含该日）起 180 日内完成在中国人民银行征信中心的登记公示系统办理将质押财产质押予质押权人（代表信托）的应收账款质押登记手续，并解除质押财产的原有质押安排（如有），并确保质押权人（代表信托）为唯一质押权人；
- (d) 发生任一标的物业解押事件而发起机构未能按约定及时足额支付储备金的；
- (e) 发生《担保合同》约定的受托人行使担保权利的任何情形；
- (f) 信托受托人宣布信托终止的；
- (g) 发生交易文件项下约定的其他标的债权提前到期或受托人有权宣布标的债权提前到期的情形。

**标的债权担保责任启动事件：**在还款日前的监管银行核对日，监管账户中的归集资金不足以支付当期应付的标的债权本息。若发生标的债权担保责任启动事件的，资产服务机构应在当日通知受托人，由受托人决定是否行使抵质押权，如受托人决定行使抵质押权的，则由受托人或受托人授权资产服务机构行使抵质押权，处分抵押物及/或质押财产并将处分抵押物及/或质押财产所得款项支付至信托账户。

**信托终止日：**发生下列任一情形，信托受托人宣布信托终止之日：

- (a) 信托之信托目的已经无法实现；
- (b) 信托被法院或仲裁机构依法撤销、被认定为无效或被判决终止；
- (c) 相关监管部门依法命令终止信托；
- (d) 发生债权提前到期事件，资产支持票据持有人会议决议并指示受托人宣布标的债权提前到期；
- (e) 资产支持票据持有人会议决议终止信托；
- (f) 法定到期日届至；
- (g) 信托财产灭失的；
- (h) 信托财产全部变现完毕；
- (i) 优先级资产支持票据的本金及利息全部偿付完毕，且次级资产支持票据持有人要求终止信托的；
- (j) 售回和回购承诺人回购全部优先级资产支持票据且决定终止信托；

(k) 法律规定的其他情形。

**违约事件：**以下任一事件：

- (a) 借款人未能根据《债权债务确认协议》的约定按时足额偿付任何一期标的债权本息的；
- (b) 优先级资产支持票据的当期应付未付利息及本金未能按时足额支付的；
- (c) 回和回购承诺人未能按《票面利率调整及售回回购安排协议》的约定及时足额支付售回和回购价款的；
- (d) 发起机构违反其在交易文件项下的任何约定或任何陈述、保证或承诺，对受益人权益有重大不利影响，并经资产支持票据持有人会议做出决议宣布构成违约事件的。

**标的物业解押事件：**系指以下任一事件：

- (a) 物业持有人因为部分标的物业涉及已销售但未分割产证的情形与相关买受人就房屋买卖事宜产生诉讼/仲裁纠纷导致标的物业的部分房屋或全部房屋的被注销抵押登记或被剔除的事件；
- (b) 因标的物业实际用途与规划用途不一致事宜被相关主管部门处以行政处罚导致标的物业的部分房屋或全部房屋的被注销抵押登记或被剔除的事件。

## 附件 5 资产支持票据信用等级设置及含义

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<sub>sf</sub>、AA<sub>sf</sub>、A<sub>sf</sub>、BBB<sub>sf</sub>、BB<sub>sf</sub>、B<sub>sf</sub>、CCC<sub>sf</sub>、CC<sub>sf</sub>和C<sub>sf</sub>。除AAA<sub>sf</sub>级、CCC<sub>sf</sub>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。

| 信用等级              | 含义                            |
|-------------------|-------------------------------|
| AAA <sub>sf</sub> | 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 <sub>sf</sub>  | 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 <sub>sf</sub>   | 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 <sub>sf</sub> | 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 <sub>sf</sub>  | 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 <sub>sf</sub>   | 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 <sub>sf</sub> | 还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高      |
| CC <sub>sf</sub>  | 还本付息能力很弱，基本不能偿还债务             |
| C <sub>sf</sub>   | 不能偿还债务                        |

## 联合资信评估股份有限公司关于 北京首都开发股份有限公司 2022 年度第一期资产支持票据 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

评级协议委托方（以下简称“委托方”）或受托机构/计划管理人（如有）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

本期债项如发生重大变化，或发生可能对本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，委托方或受托机构/计划管理人（如有）应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注本期债项相关信息，如发现重大变化，或出现可能对本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如委托方或受托机构/计划管理人（如有）不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。