

北京住总房地产开发有限责任公司

2018 年度第一期资产支持票据

2024 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕7338号

联合资信评估股份有限公司通过对“北京住总房地产开发有限责任公司2018年度第一期资产支持票据”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定“北京住总房地产开发有限责任公司2018年度第一期资产支持票据”项下优先级资产支持票据“18京住总ABN001A”及“18京住总ABN001B”的信用等级均维持AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年七月三十日

声 明

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

二、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具，除因本次评级事项联合资信与委托方构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与委托方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合信用评价有限公司（以下简称“联合评价”）为北京住总集团有限责任公司提供了评价业务服务。由于联合资信与关联公司联合评价之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响。

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

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

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

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

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

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



北京住总房地产开发有限责任公司 2018 年度第一期资产支持票据 2024 年跟踪评级报告

票据简称	未偿金额（亿元）		占比		信用等级	
	本次	上次	本次	上次	本次	上次
18 京住总 ABN001A	4.60	4.80	38.98%	40.00%	AAA _{sf}	AAA _{sf}
18 京住总 ABN001B	7.20	7.20	61.02%	60.00%	AAA _{sf}	AAA _{sf}
票据合计	11.80	12.00	100.00%	100.00%	--	--

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

评级关键要素

跟踪评级相关信息	量化模型测试—DSCR
基础资产： 北京住总贷款单一资金信托项下的信托受益权 增信主体/差额补足人/抵押人/住总集团： 北京住总集团有限责任公司 发起机构/借款人/出质人/资产服务机构/北京住总： 北京住总房地产开发有限责任公司 标的物业/抵押物： 北京市朝阳区惠新东街甲 2 号楼-3 至 25 层 101 号住总地产大厦 评估基准日： 2023/04/19 资产跟踪基准日： 2024/04/15 票据跟踪基准日： 2024/04/28 跟踪期间： 2023/06/14—2024/04/28 资产支持票据预期到期日： 2038/04/28 法定到期日： 2040/04/28	基础情景 标的物业可分配净现金流对“18 京住总 ABN001A”期间本息支出的覆盖倍数最低为 1.98 倍，对除最后一期的“18 京住总 ABN001B”本息支出的覆盖倍数最低为 1.18 倍 压力情景 当标的物业的未来净收入跌幅为 45.00% 时，“18 京住总 ABN001A”本息支出的覆盖倍数最低为 1.09 倍，无法足额覆盖“18 京住总 ABN001B”的本息支出
	量化模型测试—LTV
	抵押率 “18 京住总 ABN001A”剩余本金的 LTV 为 24.86%，优先级资产支持票据合计剩余本金的 LTV 为 63.78%

注：量化模型测试相关情景设定详见报告正文

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“北京住总房地产开发有限责任公司 2018 年度第一期资产支持票据”（以下简称“本交易”）进行了持续的跟踪，对所涉及的基础资产及标的物业运行情况、资产支持票据（以下简称“票据”）兑付情况、量化模型测试、参与机构的履职能力以及外部增信等因素进行了综合考量，以评定本交易项下优先级票据的信用等级。

跟踪期内，标的物业实际的租金收入及净收入均明显不及预期，且未来或将持续偏离预期。质押担保措施对“18 京住总 ABN001A”本息保障程度弱，对“18 京住总 ABN001B”本息保障程度很弱；抵押担保措施对“18 京住总 ABN001A”剩余本金的保障程度好，对“18 京住总 ABN001B”剩余本金的保障程度一般。联合资信评定本交易差额补足人住总集团主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。住总集团的履约能力仍极强，其承担的差额补足义务对优先级票据本息的偿付仍具有主要作用。

跟踪期内，各参与方能够较好地履行其相应的职能。

综合考虑上述因素，联合资信确定“北京住总房地产开发有限责任公司 2018 年度第一期资产支持票据”项下“18 京住总 ABN001A”及“18 京住总 ABN001B”的信用等级均维持 AAA_{sf}。

优势

- **跟踪期内，差额补足人住总集团资信水平稳定，履约能力仍极强。**跟踪期内，住总集团在北京市保持区域竞争优势，并继续获得外部支持。2023 年，在建筑施工行业外部环境承压及北京区域市场趋于饱和的背景下，住总集团通过加强外埠市场的拓展，新签建筑施工合同额同比实现增长，项目储备较充裕，对未来收入形成支撑。住总集团作为本交易的差额补足人对优先级票据的偿付仍起到主要的支持作用。

关注

- **跟踪期内，标的物业实际租金收入及净收入均明显不及预期。**跟踪期内，由于标的物业的出租率和租金单价均低于预测假设，标的物业实际租金收入和净收入较预测值分别偏离 57.68% 和 44.71%。基于当前标的物业出租情况及市场环境，未来标的物业租金收入和净

收入或将继续偏离预测值。标的物业所涉租户的租赁合同剩余租赁期限无法覆盖本交易完整的存续期间，需对标的物业续租情况保持关注。

- **需关注住总集团相关经营和财务风险。**住总集团土地一级开发项目投资规模较大，部分项目回款时间存在不确定性。受行业经营特点影响，住总集团流动资产中应收类款项、合同资产和存货占比高，对资金形成较大占用；住总集团的债务负担较重，存在一定集中兑付压力。

本次评级使用的评级方法

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

注：上述评级方法均已在联合资信官网公开披露

北京住总集团有限责任公司主要财务数据

项目	2022年	2023年	2024年3月	项目	2022年	2023年	2024年3月
现金类资产（亿元）	100.86	115.73	107.18	营业利润率（%）	7.99	8.06	5.91
资产总额（亿元）	1119.19	1108.43	1134.47	净资产收益率（%）	2.90	2.84	--
所有者权益（亿元）	261.53	256.71	273.91	资产负债率（%）	76.63	76.84	75.86
短期债务（亿元）	147.07	190.35	219.76	全部债务资本化比率（%）	65.04	65.59	65.21
长期债务（亿元）	339.51	299.01	293.73	流动比率（%）	144.64	134.11	135.55
全部债务（亿元）	486.58	489.36	513.48	经营现金流动负债比（%）	1.55	7.04	--
营业总收入（亿元）	455.33	421.14	112.89	现金短期债务比（倍）	0.69	0.61	0.49
利润总额（亿元）	11.50	8.55	2.77	EBITDA 利息倍数（倍）	0.85	0.76	--
EBITDA（亿元）	21.39	16.03	--	全部债务/EBITDA（倍）	22.74	30.53	--
经营性净现金流（亿元）	8.01	38.81	-41.65				

注：1. 2022—2023年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2. 2024年一季度财务报表未经审计；3. 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；4. 住总集团合并口径有息债务中包含长期应付款中有息部分；5. “--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据住总集团审计报告、2024年一季度财务报表和住总集团提供资料整理

债券过往评级情况

评级时间	“18京住总 ABN001A” 信用等级	“18京住总 ABN001B” 信用等级	评级报告
2023/07/27	AAA _{sf}	AAA _{sf}	阅读全文
2022/07/26	AAA _{sf}	AAA _{sf}	阅读全文
2021/07/26	AAA _{sf}	AAA _{sf}	阅读全文
2020/07/28	AAA _{sf}	AAA _{sf}	阅读全文
2019/07/26	AAA _{sf}	AAA _{sf}	阅读全文
2018/10/18	AAA _{sf}	AA ⁺ _{sf}	阅读全文

注：“18京住总 ABN001A”和“18京住总 ABN001B”的起息日为2018年11月6日

评级时间

2024年7月30日

评级项目组

项目负责人：施泽宇 shizy@lhratings.com

项目组成员：刘玉婷 liuyuting@lhratings.com

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

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）



一、票据兑付概况

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

“北京住总房地产开发有限责任公司 2018 年度第一期资产支持票据”（以下简称“本交易”）于 2018 年 11 月 6 日正式成立。本交易的基础资产为单一资金信托受托人昆仑信托有限责任公司（以下简称“昆仑信托”）设立的“北京住总贷款单一资金信托”（以下简称“资金信托”或“标的信托”）项下的信托受益权，委托人潍坊银行股份有限公司（以下简称“潍坊银行”）委托昆仑信托向北京住总房地产开发有限责任公司（以下简称“北京住总”）发放 12.20 亿元信托贷款。本次跟踪期内（2023 年 6 月 14 日—2024 年 4 月 28 日），基础资产涉及的信托贷款已归还本金 2000.00 万元；优先级资产支持票据（以下简称“优先级票据”）累计分配本金 2000.00 万元，累计分配本息 5538.74 万元。截至票据跟踪基准日，本交易优先级票据的兑付情况、存续规模情况如下所示。

图表 1 · 本次跟踪期内优先级票据收益分配情况

分配时间	18 京住总 ABN001A		18 京住总 ABN001B	
	本金（万元）	利息（万元）	本金（万元）	利息（万元）
2023/10/30	1000.00	1167.78	0.00	1824.66
2024/04/28	1000.00	978.89	0.00	1567.41
合计	2000.00	2146.67	0.00	3392.07

资料来源：联合资信根据各期《付息兑付公告》整理

图表 2 · 截至票据跟踪基准日优先级票据存续规模情况

票据简称	未偿金额（亿元）		占比		当前票面利率	首次发行利率	预期到期日	兑付情况
	本次	上次	本次	上次				
18 京住总 ABN001A	4.60	4.80	38.98%	40.00%	4.20%	4.80%	2038/04/28	正常
18 京住总 ABN001B	7.20	7.20	61.02%	60.00%	4.39%	5.00%	2038/04/28	正常
票据合计	11.80	12.00	100.00%	100.00%	-	-	-	-

注：1. 分配方式上，“18 京住总 ABN001A”按半年还本付息，“18 京住总 ABN001B”按半年付息，到期一次性还本；2. “-”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据主承销商北京银行股份有限公司（以下简称“北京银行”）提供的资料整理

二、基础资产分析

1 标的物业¹运行情况

本交易基础资产的主要还款来源为借款人北京住总以标的物业租金收入偿还信托贷款本息形成的对应可分配现金流。因此标的物业的运营情况对优先级票据预期收益支付、本金偿还具有重要作用。

资产跟踪期间，标的物业的平均租金单价上涨，租金收缴情况仍良好，但出租率下滑，租金收入和净收入小幅下降，租户集中度仍很高。标的物业的租赁合同剩余期限较短，无法覆盖本交易完整存续期间，存在一定续租风险。

（1）标的物业概况

跟踪期内，标的物业基本情况未发生重大变化，产权人仍为北京住总集团有限责任公司（以下简称“住总集团”），并由北京住总负责运营。截至资产跟踪基准日（2024 年 4 月 15 日），标的物业可租赁面积为 28040.13 平方米，较上次资产跟踪基准日（2023 年 4 月 15 日）减少了 35.60 平方米，基本持平。

（2）运营环境分析

2023 年，北京市实现地区生产总值 43760.7 亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.2%。截至 2023 年底，北京市常住人口 2185.8 万人，比上年底增加 1.5 万人。其中，城镇人口 1919.8 万人，占常住人口的比重为 87.8%；常住外来人口 824.0 万人，占常住人口的比重为 37.7%。按常住人口计算，全市人均地区生产总值为 20.0 万元。2023 年，北京市居民人均可支配收入 81752 元，比上年增长 5.6%，扣除价格因素实际增长 5.2%，北京市居民消费价格总水平比上年上涨 0.4%。

房地产市场方面，2023 年，北京房地产开发投资比上年增长 0.4%。其中，住宅投资增长 1.7%，办公楼投资增长 19.5%，商业营业用房投资下降 19.9%。北京市房屋施工面积 12531.3 万平方米，比上年下降 6.0%。其中，2023 年新开工面积 1257.1 万平方米，下降 29.2%。

¹ 标的物业为北京市朝阳区惠新东街甲 2 号楼-3 至 25 层 101（住总地产大厦）房地产

2023年北京市房屋竣工面积2042.2万平方米，增长5.4%。2023年，北京市商品房销售面积1122.6万平方米，比上年增长7.9%，其中住宅销售面积811.1万平方米，比上年增长9.3%。

优质写字楼市场方面，根据CBRE的统计数据，2023年北京市优质写字楼市场新增供应73.5万平方米，净吸纳量13.3万平方米，其中甲级市场全年净吸纳量20.6万平方米，乙级市场连续第二年净吸纳量为负。从区域来看，传统区域均面临较大去化压力，除中关村、望京和奥体等科技中心外，其他成熟子市场全年去化情况均不及2022年；而丽泽和石景山等新兴子市场凭借综合性价比、地缘性客户群和产业基础等方面的优势，成为全市去化最快的子市场。截至2023年底，北京市优质写字楼市场空置率攀升至21.7%，为2009年以来最高水平；平均租金成交均价同比下降4.8%至289.3元/平方米·月，望京、金融街、中关村、燕莎、王府井全年租金跌幅靠前。

（3）租赁状况及收入情况分析

根据北京住总提供的租赁台账显示，截至本次资产跟踪基准日，标的物业租赁合同笔数为31笔，已出租面积为21994.34平方米²，出租率为78.44%，较上次资产跟踪基准日下降3.42个百分点，主要系上次资产跟踪基准日的标的物业部分意向租户未能如期续约所致。租金单价方面，截至本次资产跟踪基准日，标的物业按租赁面积加权的平均租金单价为6.83元/平方米·天，较上次资产跟踪基准日上升7.74%。租金收缴率方面，2023年4月16日至2024年4月15日，标的物业租金收缴率100.00%，与上年持平，收缴情况良好。

截至本次资产跟踪基准日，前五大租户（按租赁面积统计）合计租赁面积为11025.52平方米，与上次资产跟踪基准日基本持平。2023年4月16日—2024年4月15日，前五大租户合计租金收入3243.56万元，占同期标的物业总租金收入的69.52%，前五大租户集中度仍属很高。具体情况如下表。

图表3·标的物业前五大租户租金收入情况（单位：平方米、万元）

租户	租赁面积	资产跟踪期内租金收入	租赁收入占比
租户1	6406.72	1948.17	41.76%
租户2	1387.32	409.23	8.77%
租户3	1410.70	382.07	8.19%
租户4	1078.08	288.94	6.19%
租户5	742.70	215.15	4.61%
合计	11025.52	3243.56	69.52%

注：1. 资产跟踪期为2023年4月16日至2024年4月15日；2. 截至2024年7月30日，经在国家企业信用信息公示系统、中国执行信息公开网、国家税务总局北京市税务局网站、证券期货市场失信记录查询平台和信用中国查询，未发现租户1存在重大失信信息。

资料来源：北京住总提供

截至本次资产跟踪基准日，标的物业租赁合同的剩余租赁期限主要分布在1年（含）~2年（不含），占已出租面积的48.09%；剩余租赁期限在1年以内的，占已出租面积的34.02%，剩余租赁期限在1年以内的租户中有9家租户的租约已于2024年7月底到期，其中4家租户已经完成续租合同签署，1家租户正在进行北京产权交易所摘牌流程；租户最长剩余租赁期限为3年。整体来看，标的物业的租赁合同剩余期限较短，无法覆盖本交易存续期间，存在一定续租风险，或将对现金流的稳定性带来一定负面影响。联合资信将对标的物业的续租情况保持关注。

由于标的物业出租率下滑，标的物业的实际租金收入以及净收入均同比小幅下降。资产跟踪期内，标的物业实现租金收入4845.83万元，实现净收入4475.78万元，具体详见下表。

图表4·标的物业租金收入和净收入情况（单位：万元）

期间	租金收入	同比变化	净收入	同比变化
2023年4月16日—2023年10月15日	1649.09	-6.28%	1515.59	-7.32%
2023年10月16日—2024年4月15日	3196.74	-0.14%	2960.20	-2.15%
合计	4845.83	-2.32%	4475.78	-3.97%

资料来源：联合资信根据北京住总提供资料整理

2 标的物业运营现金流表现及归集情况

跟踪期内，标的物业实现租金收入不及预期，且未来或将持续偏离预期；各期租金收入均已按时归集，归集金额超出同期标的物业租金毛收入的部分系由北京住总的其他经营收入补足。

² 截至本次资产跟踪基准日，标的物业的已出租面积、出租率的统计中包括了2024年4月尚在审核流程2024年6月已经签署完毕的租赁合同，以北京住总提供的租赁台账等资料为准，与《北京住总房地产开发有限责任公司2018年度第一期资产支持票据信托运营报告第十一期》中披露的数据存在口径差异

从租金毛收入情况来看，第十个归集期间（2023年4月16日—2023年10月15日）和第十一个归集期间（2023年10月16日—2024年4月15日），标的物业实际租金毛收入均低于同期预测值³。两个归集期间标的物业毛收入不及预期，主要系①预测假设2023年4月—2024年3月标的物业的出租率为85.00%，高于标的物业实际水平以及北京优质写字楼市场平均水平；②标的物业的平均租金单价没有达到预测假设值。基于当前标的物业出租情况及北京市写字楼市场环境，未来标的物业租金收入或将继续偏离预测值。从净收入来看，第十个和第十一个归集期间，标的物业实际净收入随租金收入波动，均低于同期预测值。

图表5·标的物业租金收入和净收入的实现情况和预测值对比（单位：万元）

期间	预测租金收入	实际租金收入	偏离度	预测净收入	实际净收入	偏离度
第十个归集期间	5725.29	1649.09	-71.20%	4486.21	1515.59	-62.57%
第十一个归集期间	5725.29	3196.74	-44.16%	4431.55	2960.20	-26.85%
合计	11450.58	4845.83	-57.68%	8917.76	4475.78	-44.71%

资料来源：联合资信根据北京住总提供资料整理

现金流归集划转方面，第十个和第十一个归集期间，北京住总向监管账户归集现金流8257.79万元，超过同期标的物业实际租金收入4845.83万元，超出部分系北京住总用其他经营收入进行补足。跟踪期内，在信托贷款项下每个还款日，资产服务机构北京住总已按时且足额将等值于当期应支付信托贷款的本息的金额作为现金流回款转付至单一资金信托账户；在单一资金信托分配日，单一资金信托受托人已按时、足额将当期应付的单一资金信托利益支付至资产支持票据信托账户。截至2024年6月11日，监管账户余额4.35万元，资产支持票据信托账户余额为220.44万元。标的物业租金收入的实现情况和归集情况如下表所示。

图表6·标的物业现金流归集情况（单位：万元）

期间	实际租金收入	归集现金流	超额部分
第十个归集期间	1649.09	4350.79	2701.71
第十一个归集期间	3196.74	3907.00	710.26
合计	4845.83	8257.79	3411.96

注：归集现金流为北京住总归集至监管账户的资金
 资料来源：联合资信根据北京住总提供资料整理

从覆盖情况来看，第十个和第十一个归集期间，标的物业租金毛收入对“18京住总 ABN001A”本息支出的覆盖倍数分别为0.76倍和1.62倍；对优先级票据合计本息支出的覆盖倍数分别为0.70倍和1.50倍，本交易第十期“18京住总 ABN001A”的本息以及“18京住总 ABN001B”利息的支付来源于北京住总的其他经营收入。

三、交易结构分析

1 现金流安排

本交易明确地约定了账户管理条款，同时也对于现金流的归集和划转设置了清晰的规定。跟踪期间，相关设置无变化，现金流归集、划转未违反相关规定。本交易设有资产支持票据票面利率调整机制，跟踪期内，本交易已于2023年10月28日下调“18京住总 ABN001A”的票面利率至4.20%，下调“18京住总 ABN001B”的票面利率至4.39%。在提前兑付申请登记期间（2023年7月31日—2023年8月17日），资产支持票据持有人未行使提前兑付选择权，发起机构北京住总亦未对剩余资产支持票据行使提前兑付选择权，资产支持票据继续存续。下一个开放参与日为2026年7月31日。

2 信用支持

住总集团的履约能力仍极强，其为本交易提供的不可撤销且无条件的差额补足承诺对“18京住总 ABN001A”和“18京住总 ABN001B”仍具有主要信用支持作用。跟踪期内，本交易未触发相应事件。

³ 预测租金值取自北京首佳房地产评估有限公司（以下简称“北京首佳”）以2018年4月1日为基准日出具的《北京住总房地产开发有限责任公司住总地产大厦项目租赁收入现金流预测分析报告》（编号：北京首佳（2018）顾字第GW2018000009号），第十个归集期间对应的预测区间近似取为2023年4月1日—2023年9月30日。第十一个归集期间对应的预测区间近似取为2023年10月1日—2024年3月31日，下同

内部信用支持

(1) 质押担保

标的物业的租金收入已于 2018 年 10 月 29 日办理质押登记，到期日为 2040 年 4 月 28 日，质押期限可以覆盖优先级票据的剩余存续期限。基础情景下，标的物业可分配净现金流对“18 京住总 ABN001A”期间本息支出的保障程度较高；对除最后一期的“18 京住总 ABN001B”本息支出的保障程度一般。

(2) 抵押担保

标的物业已经抵押给单一资金信托受托人昆仑信托，抵押登记于 2018 年 11 月 2 日办理，登记债务履行期限 240 个月，抵押期限可以覆盖优先级票据的剩余存续期限。截至票据跟踪基准日，“18 京住总 ABN001A”剩余本金（4.60 亿元）对抵押物评估价值抵押率为 24.86%，优先级票据合计剩余本金（11.80 亿元）对抵押物评估价值抵押率为 63.78%。

(3) 触发机制

跟踪期间，本交易未触发加速清偿事件、违约事件等风险事件。

外部信用支持

跟踪期内，住总集团主体长期信用等级维持 AAA，评级展望稳定，其为本交易提供不可撤销且无条件的差额补足承诺（住总集团信用分析详见附件 1-1）。

住总集团是北京市重要的国有大型建筑施工企业，业务涉及建筑施工、土地一级开发、房地产开发及围绕建筑施工开展的生产性服务。跟踪期内，住总集团在北京市保持区域竞争优势，并继续获得外部支持。2023 年，在建筑施工行业外部环境承压及北京区域市场趋于饱和的背景下，住总集团通过加强外埠市场的拓展，新签建筑施工合同额同比实现增长，项目储备较充裕，对未来收入形成支撑。住总集团土地一级开发项目待投资规模较大，部分项目回款时间存在不确定性。受行业经营特点影响，住总集团流动资产中应收类款项、合同资产和存货占比高，对住总集团资金形成较大占用；住总集团债务负担较重，存在一定集中兑付压力；营业总收入和利润总额同比均有所下降，但盈利指标表现仍很强；短期偿债指标和长期偿债指标表现均一般，或有负债风险可控，间接融资渠道畅通。

优势

(1) 外部发展环境良好。北京市是住总集团的重点业务区域，2023 年，北京市实现地区生产总值 43760.7 亿元，同比增长 5.2%；固定资产投资增速 4.9%。同期，北京市一般公共预算收入 6181.1 亿元，同比增长 8.2%，收入实现质量好且财政自给率高，为住总集团提供了良好的外部发展环境。

(2) 综合竞争实力及区域竞争优势很强。住总集团作为北京市重要的国有大型建筑施工企业，施工资质齐全且等级高，施工经验丰富，在建筑施工行业保持很强的竞争实力。此外，住总集团在保障性住房、市政基础设施及土地开发项目的承接方面具有明显的区域资源优势。2023 年，住总集团在市政工程建设、保障房开发和土地一级开发方面合计实现收入 72.89 亿元。

(3) 新签合同额同比保持增长，项目储备较充足。2023 年，住总集团新签建筑施工合同总额 319.02 亿元，同比保持增长。截至 2024 年 3 月底，住总集团在施项目合同额 750.08 亿元，对住总集团未来收入形成支撑。

关注

(1) 土地一级开发项目待投资规模较大，部分项目回款时间存在不确定性。截至 2024 年 3 月底，住总集团土地一级开发业务待投资为 614.52 亿元，未来项目投资规模较大。同时，该项业务开发周期较长，部分项目资金回笼受土地上市时间及土地市场交易情况等因素影响较大，需持续关注由该业务产生的长期应收款回收情况。

(2) 资产流动性仍较弱。截至 2023 年底，住总集团存货、合同资产及应收类款项（应收账款+其他应收款+长期应收款）规模大，占资产总额的比重为 68.98%，对资金占用大；此外，住总集团资产受限比例较高，整体资产流动性较弱。

(3) 债务负担较重，存在一定集中兑付压力。截至 2024 年 3 月底，住总集团全部债务 513.48 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 75.86%和 65.21%；考虑到住总集团所有者权益中永续期债券规模较大，住总集团实际债务负担较重。此外，住总集团将于 2024 年 4—12 月及 2025 年到期的债务规模较大，存在一定集中兑付压力。

四、量化模型测试

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

1 偿债覆盖倍数

（1）基础情景下 DSCR 测算

结合标的物业在跟踪期内净收入的实际情况，联合资信以当前票据的实际利率，测算了在静态情景下各档票据的偿债覆盖倍数水平，详见下表（每期覆盖倍数详见附件 2-1）。

图表 7 · 标的物业可分配净现金流对优先级票据预计本息支出覆盖情况（单位：倍）

类别	DSCR 区间
“18 京住总 ABN001A” 本息支出 DSCR	1.98~2.53
除最后一期以外，“18 京住总 ABN001B” 本息支出 DSCR	1.18~1.55
最后一期“18 京住总 ABN001B” 本息支出 DSCR	0.09

注：DSCR=可分配净现金流/本息支出，可分配净现金流=预测标的物业净现金流-相关税金及费用；税金及费用=增值税及其附加（信托端利息*3.26%）+受托人报酬（每年未偿优先级票据本金的 0.35%）+保管费（每年优先级票据本金的 0.06%/年）+兑付服务费（每年优先级票据本金的 0.005%）+固定费用（每年 15 万），下同
资料来源：联合资信整理

测试结果表明，在基础情景下，标的物业可分配净现金流对“18 京住总 ABN001A”期间本息最低覆盖倍数为 1.98 倍，无法覆盖“京住总 ABN001B”的本息支出。

（2）压力情景下 DSCR 测算

考虑到跟踪期内，标的物业净收入较预测值整体偏离 44.71%，联合资信将未来标的物业每期的净收入下降值加压至 45.00%（较上次跟踪的压力值增加了 2 个百分点），测算了压力情境下各档票据的偿债覆盖倍数水平。调整后的标的物业可分配净现金流对“18 京住总 ABN001A”预计本息支出的覆盖倍数均在 1.09 倍以上，但无法足额覆盖“18 京住总 ABN001B”预计本息支出（每期覆盖倍数详见附件 2-2）。

图表 8 · 调整后标的物业可分配净现金流对优先级票据预计本息支出覆盖情况（单位：倍）

类别	DSCR 区间
“18 京住总 ABN001A” 本息支出 DSCR	1.09~1.39
除最后一期以外，“18 京住总 ABN001B” 本息支出 DSCR	0.65~0.85
最后一期“18 京住总 ABN001B” 本息支出 DSCR	0.05

资料来源：联合资信整理

2 抵押率

北京首佳于 2023 年 5 月 17 日就抵押物出具《房地产估价报告》，仍采用比较法和收益法对抵押物进行跟踪评估。截至本次跟踪评估基准日（2023 年 4 月 19 日），抵押物的估价结果为 185013.00 万元，较上次跟踪评估基准日（2021 年 6 月 2 日）的估价结果下降 1.62%。按此计算，“18 京住总 ABN001A”剩余本金（4.60 亿元）LTV 为 24.86%，较上次跟踪下降 0.66 个百分点；优先级票据合计剩余本金（11.80 亿元）LTV 为 63.78%，较上次跟踪下降 0.03 个百分点。虽然抵押物评估值小幅下降，但随着票据剩余本金的偿还，抵押担保措施对票据本金偿付的保障程度较上一跟踪期间有所提高。

综上所述，质押担保措施对“18 京住总 ABN001A”本息保障程度弱，对“18 京住总 ABN001B”本息保障程度很弱；抵押担保措施对“18 京住总 ABN001A”剩余本金的保障程度好，对“18 京住总 ABN001B”剩余本金的保障程度一般。考虑到差额补足入住总集团履约能力仍极强，优先级票据违约概率仍极低。

五、参与机构履职能力分析

1 发起机构/借款人/出质人/资产服务机构

本交易的发起机构/借款人/出质人/资产服务机构为北京住总。

截至 2024 年 3 月底，北京住总实收资本仍为 8.94 亿元，控股股东住总集团直接持有北京住总 100% 股权，实际控制人为北京市人民政府国有资产监督管理委员会。

截至 2023 年底，北京住总资产总额为 315.28 亿元，较年初增长 4.04%；负债总额为 245.78 亿元，较年初增长 4.5%；所有者权益为 69.49 亿元，较年初增长 2.45%；资产负债率为 77.96%。2023 年，北京住总实现营业总收入 35.92 亿元，同比下降 14.08%；实现利润总额 2.63 亿元，同比下降 21.94%。2023 年，北京住总产生经营活动净现金流 13.61 亿元，投资活动净现金流-0.32 亿元，筹资活动净现金流-0.58 亿元，北京住总的现金流主要依赖经营活动。

截至 2024 年 3 月底，北京住总资产总额为 304.68 亿元，负债总额为 234.16 亿元，所有者权益为 70.53 亿元；资产负债率为 76.85%。2024 年 1—3 月，北京住总实现营业总收入 7.60 亿元，实现利润总额 1.04 亿元。2024 年 1—3 月，北京住总的经营活动净现金流为 5.62 亿元，投资活动净现金流为 0.38 亿元，筹资活动净现金流为-11.98 亿元。

以 2023 年底财务数据为基础，北京住总资产负债率为 77.96%，全部债务资本化比率为 70.29%，杠杆率较高；EBITDA 利息倍数为 0.50 倍，全部债务/EBITDA 为 37.80 倍，长期偿债能力弱；流动比率为 162.28%，速动比率为 29.93%，短期偿债能力较弱。北京住总所有者权益对信托贷款剩余本金（11.80 亿元）的覆盖倍数为 5.89 倍，经营活动净现金流对信托贷款剩余本金的覆盖倍数为 1.15 倍，覆盖倍数均较高。

根据北京住总提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（统一社会信用代码：911100007334658418），截至 2024 年 6 月 14 日，北京住总未结清信贷无不良和关注类记录，已结清账户中有 17 个关注类账户，无不良类账户。

总体来看，跟踪期内，北京住总履约和尽职能力情况稳定，未触发资产服务机构解任事件。

2 其他重要参与方

跟踪期内，本交易的单一资金信托的委托人、受托人、保管银行、监管银行未发生替换，履职情况稳定。

六、评级结论

联合资信通过对本交易所涉及的基础资产及标的物业运行情况、票据兑付情况、量化模型测试、参与机构的履职能力以及外部增信等因素进行了综合考量，确定“北京住总房地产开发有限责任公司 2018 年度第一期资产支持票据”项下“18 京住总 ABN001A”及“18 京住总 ABN001B”的信用等级均维持 AAA_{sf}。

上述“18 京住总 ABN001A”和“18 京住总 ABN001B”的评级结果反映了该类资产支持票据利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约概率极低。

附件 1-1 北京住总集团有限责任公司主体信用分析

一、企业基本情况

北京住总集团有限责任公司（以下简称“公司”）前身为组建于 1983 年的北京市住宅建设总公司。1992 年，经北京市人民政府批复，住总集团正式成立，核心企业定名为北京住宅开发建设集团总公司，并于次年取得法人营业执照。1996 年，公司完成公司制改制，并更名为现名，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”）为公司唯一股东。2019 年 11 月，北京市国资委下达了《关于北京城建集团有限责任公司与北京住总集团有限责任公司合并重组的通知》（京国资〔2019〕139 号），北京城建集团有限责任公司（以下简称“城建集团”）与公司实施合并重组，北京市国资委将持有的公司股权无偿划转给城建集团，城建集团成为公司唯一股东。截至 2024 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 17.43 亿元，城建集团为公司唯一股东，北京市国资委为公司实际控制人。

公司是北京市重要的国有大型建筑施工企业，主营业务包括建筑施工、房地产开发和生产性服务，按照联合资信行业分类标准划分为建筑与工程行业。

截至 2024 年 3 月底，公司本部内设纪检部、党委组织部（团委、机关党委）、党委宣传部、党委办公室和经理办公室等职能部门；公司经营业务主要由下属 7 个集团公司事业部负责，包括工程总承包部、工程总承包二部、土木部、市政道桥工程总承包部、城市更新事业部、房地产经营部和人力资源开发服务中心。同期末，公司纳入合并范围内一级子公司共 35 家⁴。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 1108.43 亿元，所有者权益 256.71 亿元（含少数股东权益 113.80 亿元）；2023 年，公司实现营业收入 421.14 亿元，利润总额 8.55 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 1134.47 亿元，所有者权益 273.91 亿元（含少数股东权益 113.92 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业收入 112.89 亿元，利润总额 2.77 亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区慧忠里 320 号；法定代表人：谢夫海。

二、宏观经济和政策环境分析

2023 年，世界经济低迷，地缘政治冲突复杂多变，各地区各部门稳中求进，着力扩大内需。2023 年，中国宏观政策稳中求进，加强逆周期调控。货币政策两次降准、两次降息，采用结构性工具针对性降息，降低实体经济融资成本，突出稳健、精准。针对价格走弱和化债工作，财政政策更加积极有效，发行特别国债和特殊再融资债券，支持经济跨周期发展。宏观政策着力加快现代化产业体系建设，聚焦促进民营经济发展壮大、深化资本市场改革、加快数字要素基础设施建设。为应对房地产供求新局面，优化房地产调控政策、加强房地产行业的流动性支持。

2023 年，中国经济回升向好。初步核算，全年 GDP 按不变价格计算，比上年增长 5.2%。分季度看，一季度同比增长 4.5%、二季度增长 6.3%、三季度增长 4.9%、四季度增长 5.2%。信用环境方面，2023 年社融规模与名义经济增长基本匹配，信贷结构不断优化，但是居民融资需求总体仍偏弱。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本逐步下降。

2024 年是实施“十四五”规划的关键一年，有利条件强于不利因素，中国经济长期向好的基本趋势没有改变。消费有望保持韧性，在房地产投资有望企稳大背景下固定资产投资增速可能回升，出口受海外进入降息周期拉动有较大可能实现以美元计价的正增长。2024 年，稳健的货币政策强调灵活适度、精准有效，预计中央财政将采取积极措施应对周期因素，赤字率或将保持在 3.5% 左右。总体看，中国 2024 年全年经济增长预期将维持在 5% 左右。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2023 年年报）》。

三、行业及区域环境分析

1 行业分析

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，其变动趋势与宏观经济走势高度相关。2023 年建筑业总产值同比增速略低于 2022 年，但仍高于 GDP 增速。从产业链上游看，钢材和水泥作为建筑业重要原材料，其价格波动对建筑施工企业成本的影响较大；2023 年，受下游市场

⁴ 根据公司于 2023 年 9 月 20 日发布的《关于部分子公司经营权被委托管理的公告》，为解决同业竞争问题，城建集团控股上市公司北京城建投资发展股份有限公司（以下简称“城建发展”）对公司 8 家子公司（北京住总房地产开发有限责任公司、北京金第房地产开发有限责任公司、北京祥业房地产有限公司、天津京城投资开发有限公司、天津京宝置地有限公司、北京住总置地有限公司、天津市津辰银河投资发展有限公司、北京住总置业有限公司，以下简称“标的公司”）实行为期 3 年的委托经营管理。根据公司、城建集团和城建发展签署的《委托经营管理协议》，在委托经营管理期间内，城建集团支付委托管理经营费用，城建发展接受公司委托对标的公司除股东会、董事会权限以外的日常生产经营管理权限进行管理，公司享有标的公司所有权、处置权和收益权等，标的公司股东权益均归属于住总集团，标的公司仍纳入公司合并报表核算。

需求持续疲软等因素影响，水泥和钢材价格整体震荡下行。建筑业下游需求主要来自房地产和基础设施建设投资，2023年，房地产行业投资和销售规模同比继续下降，基础设施建设投资增速有所下降，建筑行业需求有所放缓。在经济增长承压的背景下，2023年，建筑业新签合同额自2016年以来首次出现同比下降，行业集中度进一步提升，市场份额继续向中央企业集中。

2024年，在国家“稳中求进”的发展基调下，房地产行业利好政策有望对冲房地产行业下行压力，但市场信心修复仍需观察；在“稳增长”政策调控下，叠加专项债券方面的资金支持力度增强，基础设施建设投资潜力或将得到逐步释放，投资有望保持一定增长；在化解地方政府债务压力背景下，部分重点省份政府基础设施建设投资或将受限，建筑业增长面临较大压力。长期来看，在经济增长承压的背景下，建筑行业集中度将进一步提升，行业或将长期保持中低速温和增长态势。完整版行业分析详见[《2024年建筑施工行业分析》](#)。

2 区域环境分析

跟踪期内，北京市经济稳步发展，产业结构持续优化，北京市财政收入质量及财政自给率水平高，固定资产投资保持增长，建筑业总产值保持较大规模，为公司发展提供了良好的外部环境。

北京市是我国首都，是国务院批复确定的全国政治中心、文化中心、国际交往中心和科技创新中心。截至2023年底，北京市下辖16区，全市常住人口2185.8万人，城镇化率87.8%。2023年，北京市地区生产总值保持增长，其中第三产业增加值37129.6亿元，同比增长6.1%，第三产业占比进一步提升；人均生产总值在全国省级地区保持首位。

2023年，北京市固定资产投资（不含农户）保持增长，其中基础设施投资增长0.9%。分产业看，第一产业投资同比下降45.7%，第二产业投资同比下降1.1%，第三产业投资同比增长6.0%。2023年，北京市具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业完成建筑业总产值14272.5亿元，同比增长4.0%。其中，在北京市完成3951.1亿元，同比增长4.3；2023年度新签合同额20099.2亿元，同比下降0.6%。

图表 1·北京市主要经济指标

项目	2021年	2022年	2023年
GDP（亿元）	41045.6	41610.9	43760.7
GDP 增速（%）	8.8	0.7	5.2
固定资产投资增速（%）	4.9	3.6	4.9
三产结构	0.3:18.0:81.7	0.3:15.9:83.9	0.2:14.9:84.8
人均 GDP（万元）	18.8	19.0	20.0

资料来源：联合资信根据公开资料整理

财政实力方面，2023年，北京市一般公共预算收入保持增长，收入实现质量好，财政自给率高；北京市政府性基金收入逐年下降，但仍保持较大规模。

图表 2·北京市主要财力指标

项目	2021年	2022年	2023年
一般公共预算收入（亿元）	5932.3	5714.4	6181.1
一般公共预算收入增速（%）	8.1	2.6	8.2
税收收入（亿元）	5164.6	4867.1	5357.1
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	87.06	85.17	86.67
一般公共预算支出（亿元）	7205.1	7469.2	7971.6
政府性基金收入（亿元）	2705.33	2227.46	2110.31
财政自给率（%）	82.33	76.51	77.54
政府债务余额（亿元）	8770.68	10565.33	11376.08

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 产权状况

跟踪期内，公司股权结构及实际控制人未发生变化。截至 2024 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 17.43 亿元，城建集团为公司唯一股东，北京市国资委为公司实际控制人。

2 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司资质情况未发生重大变化，在建筑施工行业保持很强的综合竞争实力以及明显的区域竞争优势。

跟踪期内，公司资质情况未发生重大变化。公司已获得住房和城乡建设部颁发的施工总承包新特级资质和建筑行业（建筑工程）甲级设计资质证书。在建筑施工领域，公司拥有房屋建筑工程总承包特级资质，建筑装修装饰工程专业承包一级、机电设备安装工程专业承包一级、钢结构工程专业承包一级和地基与基础工程专业承包一级资质。同时，公司拥有从项目设计、开发、施工到物业管理的一整套产业链条，在建筑施工领域保持很强的竞争实力。此外，作为北京市市属建筑施工企业，公司曾参与人民大会堂、毛主席纪念堂、亚运村场馆、地铁 10 号线、4 号线、2022 年冬奥会国家速滑馆等多项重点项目的建设，在北京市具有明显的区域竞争优势。

3 信用记录

公司本部及重要子公司本部过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

根据公司提供的中国人民银行征信中心《企业信用报告》（自主查询版，统一社会信用代码：91110000101110751A），截至 2024 年 4 月 23 日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷记录中存在 40 笔关注类贷款记录，根据公司提供的说明，关注类贷款均于 2004—2010 年产生，为公司贷款到期后的展期业务，公司在展期到期后已如期还款。跟踪期内，公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司子公司北京住总房地产开发有限责任公司（以下简称“住总房开公司”）提供的中国人民银行征信中心《企业信用报告》（自主查询版，统一社会信用代码：911100007334658418），截至 2024 年 4 月 7 日，住总房开公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷记录中存在 17 笔关注类贷款记录，系 2012 年以前的贷款，均已正常还款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部及住总房开公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，因正常换届选举，公司主要管理人员职位有所调整；除此之外，公司在治理结构和管理制度等方面均无重大变化。

跟踪期内，公司董事长由原总经理谢夫海担任，董事、总理由原副总经理常江担任，董事会人员正常换届改选。截至 2024 年 3 月底，公司董事会成员 7 人，监事 2 人，其他高级管理人员 7 人，包括纪委书记 1 人、副总经理 4 人、总工程师 1 人、副总会计师（财务负责人）1 人。除此之外，公司法人治理结构及管理制度未发生重大变化。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2023 年，公司主营业务收入同比有所下降，收入构成保持稳定；主营业务毛利率同比有所提升。

2023 年，公司营业总收入为 421.14 亿元，同比下降 7.51%；其中主营业务收入为 416.59 亿元，同比下降 7.97%。同期，公司主营业务毛利率小幅提升。从主营业务收入构成来看，公司核心业务仍为建筑施工，收入占比较高，毛利率较为稳定；其中施工业务 2023 年收入同比降幅较大，土地一级开发业务以存量项目开发为主，前期开发高峰已过，收入同比继续下降；房地产开发及生产性服务收入及毛利率同比变动均不大。

2024年一季度，公司实现营业总收入112.89亿元，其中主营业务收入112.10亿元，主营业务毛利率为5.70%，同比变动不大。

图表3 • 2022—2024年一季度公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2022年			2023年			2024年1—3月		
	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)
建筑施工业务	242.69	53.61	8.45	209.99	50.41	8.81	51.45	45.90	6.72
其中：建筑施工	198.94	43.95	8.05	175.94	42.23	8.36	45.21	40.33	6.55
土地一级开发	43.75	9.66	10.26	34.05	8.17	11.10	6.24	5.57	8.01
房地产开发	75.72	16.73	11.21	72.25	17.34	9.90	20.28	18.09	9.02
生产性服务	134.27	29.66	4.86	134.36	32.25	5.57	40.37	36.01	2.72
合计	452.68	100.00	7.85	416.59	100.00	7.95	112.10	100.00	5.70

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

(1) 建筑施工业务

建筑施工

2023年，公司建筑施工收入规模同比有所下降，但新签合同规模同比实现增长；北京市外项目承接量同比增幅较大，一定程度上弥补了北京市内市场拓展压力；公司在手订单较充裕，对未来收入形成良好支撑。

公司建筑施工业务经营主体为公司本部及下属多家子公司；跟踪期内，建筑施工业务在营销模式、采购方式及结算模式方面均未发生重大变化。跟踪期内，在房地产市场需求疲软和基建投资增速下行的共同影响下，建筑施工企业在项目承揽和项目资金回笼等方面所面临的压力较大。2023年，公司建筑施工收入同比下降11.56%，主要系部分项目回款有所滞后，导致建设工期延长，叠加部分新签合同未开工，在施项目补充不足等因素综合影响所致。

公司建筑施工业务按业务类型分为建安工程和市政工程，2023年及2024年一季度，公司建筑施工收入仍以建安工程项目为主，收入占比约为80.00%。

图表4 • 2022年以来公司建筑施工收入构成情况

工程类型	2022年		2023年		2024年1—3月	
	收入(亿元)	占比(%)	收入(亿元)	占比(%)	收入(亿元)	占比(%)
建安工程	159.82	80.33	140.62	79.92	36.88	81.57
市政工程	39.12	19.67	35.32	20.08	8.33	18.43
合计	198.94	100.00	175.94	100.00	45.21	100.00

资料来源：公司提供

业务承接方面，跟踪期内，公司新签合同仍以建安工程为主，新签合同规模同比实现增长，但以北京市内为主的市政工程订单同比有所下滑。从业务区域来看，北京市是公司的传统优势区域，但北京市城镇化率高，京内建筑行业市场趋于饱和，区域内市场延展空间有限。基于此，公司在稳固北京市场的基础上，持续加强外埠市场的拓展，外埠业务业主方仍以政府和国有企业为主。2023年京外新签合同规模首次超过北京市内，主要系当期公司在重庆、海南和山东等地承揽的工程规模较大所致。

图表5 • 2022年以来公司建筑施工新签合同情况（按项目类型）

工程类型	2022年(亿元)	2023年(亿元)	2024年1—3月(亿元)
建安工程	257.66	277.19	76.37
市政工程	55.81	41.83	7.60
合计	313.47	319.02	83.97

资料来源：公司提供

图表 6 • 2022 年以来公司建筑施工新签合同情况（按区域）

业务区域	2022 年（亿元）	2023 年（亿元）	2024 年 1—3 月（亿元）
北京市	208.99	156.79	51.32
外省市	102.50	162.23	32.65
海外	1.98	0.00	0.00
合计	313.47	319.02	83.97

资料来源：公司提供

截至 2024 年 3 月底，公司在施项目 306 个，合同金额 750.08 亿元。其中，建安工程中合同金额较大的项目主要位于北京市内，亦有部分近年来拓展的外省项目；公司在建建安工程中，前十大在建建安工程合同总金额为 101.45 亿元，累计施工产值 58.85 亿元。

图表 7 • 截至 2024 年 3 月底公司前十大在建建安工程情况（单位：亿元）

项目名称	业主单位	合同金额	累计施工产值	所在区域
中国北方环保产业基地工程	青岛临空开发投资有限公司	18.86	11.00	山东省青岛市
学院路科技园东升园（G、H、I 地块）项目（G 地块-G#研发楼等 15 项）	北京新东源中实投资管理有限公司	14.67	5.36	北京市海淀区
丰台区久敬庄路南侧棚户区改造安置房项目一标段	北京南苑嘉盛置业有限公司	11.73	4.41	北京市丰台区
昌平生命谷产业基地（1#办公实验楼等 17 项）项目	北京中科创新置业有限公司	9.40	8.25	北京市昌平区
北京城市副中心住房项目（0701 街区）E#地块第二标段	北京市保障性住房建设投资中心	9.23	8.66	北京市通州区
龙泉驿区东安街道蒲草路以南、驿都西路以北新建商品住宅及配套设施项目（1-15#楼及地下室）	成都首蓉房地产开发有限公司	9.23	5.39	四川省成都市
北京市朝阳区崔各庄乡奶西村棚户区改造土地开发项目 29-319、320 地块 R2 二类居住用地、A334 托幼用地项目（1#住宅楼等 26 项）	北京志茂房地产开发有限公司	8.00	4.16	北京市朝阳区
门头沟新城 05 街区二标段	北京京能京西房地产开发有限公司	7.73	4.97	北京市门头沟区
朝阳区东坝车辆基地综合利用项目	北京京投润德置业有限公司	7.01	4.61	北京市朝阳区
朝阳区东坝车辆基地综合利用项目 1101-A002-2、1101-A003-2 地块用地项目（施工二标段）	北京京投润德置业有限公司	5.59	2.04	北京市朝阳区
合计		101.45	58.85	--

资料来源：公司提供

市政工程领域方面，公司承接了多条北京地铁建设项目，在地铁建设领域积累了丰富的项目经验。市政项目主要业主方为北京市轨道交通建设管理有限公司。截至 2024 年 3 月底，公司前十大在建市政工程项目均位于北京市，涉及北京地铁 3 号线、12 号线、北京城市副中心站综合交通枢纽工程等重大项目的标段建设，前十大市政工程合同总金额为 80.35 亿元，累计施工产值 80.35 亿元，大部分项目将于 2024 年完工。

PPP 项目方面，截至 2024 年 3 月底，公司参与的 PPP 项目共 4 个，主要为公司与城建集团等北京市大型国企及央企集团组建联合体共同出资，公司出资比例较小，均未纳入公司合并范围。公司参与的 PPP 项目业主方均为北京市、区政府及相关事业单位，业主方资质情况良好，PPP 项目回款风险较小。

土地一级开发

2023 年，公司土地一级开发项目仍以推进存量项目为主，未来资金支出规模仍较大；部分项目开发周期较长，资金回笼受所在区域土地出让情况影响大，项目回款存在一定不确定性。

公司土地一级开发业务（包含棚改）主要由子公司北京住总置地有限公司（以下简称“置地公司”）、天津京宝置地有限公司（以下简称“京宝公司”）、天津京城投资开发有限公司（以下简称“京城公司”）和天津市津辰银河投资发展有限公司等负责。

公司存量土地一级开发项目承接时间较早。2018 年以前，大部分土地一级开发项目的模式为公司受相关政府部门委托，对项目地块进行平整至达到出让条件后，由土地储备中心进行挂牌出让，公司根据协议获得相应的土地出让金返还，弥补公司土地整理成本后剩余部分作为收益。2018 年后，受政策调整影响，北京区域项目模式变更为项目所在区域政府通过发行政府专项债方式筹措资金，公司获得专项债资金拨付后开展土地整理工作，并获得一定的比例管理费收益。

2023 年，公司土地一级开发业务收入同比下降 22.17%，主要系门头沟、两站一街等项目前期开发高峰期已过，陆续进入收尾阶段所致；同期，公司土地一级开发业务毛利率同比变动不大。截至 2024 年 3 月底，公司土地一级开发项目主要位于北京市，部分项目位于天津市；项目计划总投资规模较大，尚需投入 614.52 亿元，未来投资规模较大。

图表 8 • 截至 2024 年 3 月底公司土地一级开发项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	用地面积	已出让面积	总投资额	已完成投资	未来投资规模		已累计回款
					2024 年 4-12 月	2025 年	
轻轨 L2 线通州段次渠站、垡渠南站、亦庄火车站土地一级开发项目（两站一街）	1683.00	317.99	543.34	381.73	7.40	5.11	260.78
天津武清杨村旧城改造	686.70	244.00	301.59	234.47	0.00	15.34	139.82
天津市北辰区小淀镇示范小城镇项目	518.87	34.93	219.29	68.29	10.06	9.40	14.52
天津市宝坻新城城中村和平房宿舍区改造项目	61.41	0.00	172.55	137.90	2.73	3.00	68.16
靛厂村及岳各庄棚户区改造及环境整治项目	77.12	0.00	123.70	13.32	9.90	10.00	4.33
房山琉璃河	150.24	0.00	72.20	26.71	1.00	1.00	27.67
北京市顺义区后沙峪镇铁匠营村棚户区改造及环境治理项目	112.00	0.00	63.44	58.55	4.89	0.00	59.13
密云区穆家峪镇新农村刘林池棚户区改造项目	337.32	0.00	82.53	69.51	7.68	5.34	73.63
密云区十里堡镇王各庄棚户区改造项目	125.22	5.56	33.73	30.63	1.11	0.00	32.19
密云区溪翁庄镇溪翁庄村棚户区改造项目	53.00	0.00	27.31	6.32	11.77	5.00	6.48
门头沟区永定镇冯村、何各庄地区 3751-C 地块棚户区改造及环境整治项目	44.93	5.29	30.78	28.51	3.38	5.00	28.62
合计	3849.81	607.77	1670.46	1055.94	59.92	59.19	715.33

注：1. 房山琉璃河及天津武清杨村旧城改造项目因规划及建设安排变动，相关数据较前期披露数据有所调整；2. 公司部分土地开发项目已调整为由政府直接拨款后进行投资，为保证口径一致，已完成投资和已回款金额中包含政府直接拨款部分
资料来源：公司提供

公司土地一级开发项目中，投资规模最大的项目为两站一街项目。2016 年，置地公司和北京市土地整理储备中心、北京市土地整理储备中心通州区分中心签订了《轻轨 L2 线通州段次渠站、垡渠南站、亦庄火车站土地一级开发项目主体变更及清算补偿协议》，由置地公司作为两站一街项目的开发建设主体⁵。该项目利润标准按照《关于印发进一步规范企业投资土地一级开发项目利润管理的通知》（京国土储〔2015〕37 号）执行，项目国有土地使用权出让竞得人支付完毕一级开发补偿费后，北京市土地整理储备中心通州区分中心按成本返还程序配合区财政部门向置地公司支付项目利润。此外，该项目前期部分融资款已通过政府再融资债券进行全额置换，公司与相应贷款行的债权关系已通过签订协议方式完成解除。截至 2024 年 3 月底，公司已累计投入 381.73 亿元，该项目累计回款 260.78 亿元，累计债权解除规模为 125.02 亿元。

公司在天津市的土地一级开发项目分别位于武清区、北辰区和宝坻区，业务模式为公司子公司与项目所在区域政府共同出资组建项目实施主体，对所涉区域内的整体搬迁改造、土地整治和还迁房进行建设。地块平整达到出让条件后，由土地储备中心进行挂牌出让，公司根据协议获得相应的土地出让金返还，弥补公司土地整理成本后剩余部分作为收益。截至 2024 年 3 月底，天津武清杨村旧城改造已累计回款 139.82 亿元，天津市北辰区小淀镇示范小城镇项目已累计回款 14.52 亿元，天津市宝坻新城城中村和平房宿舍区改造项目已累计回款

⁵ 置地公司成立时注册资本为 80.00 亿元，公司和北京城市副中心建设发展基金（有限合伙）（以下简称“副中心基金”）分别持股 12.50%和 87.50%，根据置地公司章程约定，公司作为控股股东，将置地公司纳入合并范围，副中心基金投资款 70.00 亿元计入公司合并报表少数股东权益核算。

68.16 亿元。相较已投资规模，上述项目的回款情况较为滞后，尚未回收的拆迁安置款计入“长期应收款”科目，对资金占用较大；后续资金回笼仍取决于土地上市时间及交易情况，考虑到当前地产市场信心修复仍有待观望，公司土地一级开发项目实际回款存在较大不确定性。

(2) 房地产开发

2023 年，公司房地产开发业务收入及毛利率同比均小幅下降。在售保障房项目已基本销售完毕，但部分保障房项目回款进度滞后；商品房项目以北京区域为主，部分项目去化相对较慢；需关注公司保障房项目回款及商品房后续销售情况。

公司房地产板块主要包括保障房和商品房建设业务。跟踪期内，公司房地产开发收入构成主要以商品房开发收入为主，业务经营主体及经营模式未发生重大变化；子公司住总房开公司、北京金第房地产开发有限责任公司（以下简称“金第房开公司”，公司持股 66.55%）和北京祥业房地产有限公司等子公司负责地产项目具体投资建设，业务区域仍以北京市为主。

图表 9 • 公司房地产开发板块收入及毛利率情况

项目类型	2022 年		2023 年		2024 年 1—3 月	
	收入（亿元）	毛利率（%）	收入（亿元）	毛利率（%）	收入（亿元）	毛利率（%）
保障房开发	0.05	17.82	3.52	0.00	0.00	--
商品房开发	75.67	11.20	68.73	10.40	20.28	9.02
合计	75.72	11.21	72.25	9.90	20.28	9.02

注：2023 年，公司保障房业务以项目收尾为主，结转了同等规模的收入和成本
资料来源：公司提供

保障房方面，公司保障房项目主要为棚改配套保障房；项目土地主要通过招拍挂和协议方式取得，土地出让金及建设资金主要来源于公司自筹，业务模式以委托代建为主。项目建成后，由相应政府部门统一对特定人群进行配售，公司不具有销售权，仅按协议约定比例获得一部分销售收入返还。2021—2023 年及 2024 年一季度，公司保障房项目投资额分别为 23.48 亿元、19.99 亿元、5.54 亿元和 2.98 亿元，投资规模持续下降。2023 年，保障房竣工面积为 19.27 万平方米，同比增长 9.30%。截至 2024 年 3 月底，公司近三年内完工的保障房项目包括北京市黑庄户项目、天津市宝坻区天秀园项目和高庄户新苑项目，累计总投资 75.48 亿元，累计回款 60.00 亿元，2024 年 4—12 月及 2025 年分别计划回款 3.80 亿元和 6.50 亿元。保障房项目的回款情况受相关政府部门对指定购房人的销售进度和整体资金安排的影响较大，实际回款情况存在滞后。截至 2024 年 3 月底，公司在建的保障房项目共 4 个，尚需投资金额 155.72 亿元；部分项目总投资规模较大，但后续投资将分阶段、分期进行投入，年度投资规模较平滑。公司暂无拟建的保障房项目。

图表 10 • 截至 2024 年 3 月底公司在建保障房项目情况

项目名称	项目性质	建设期	建筑面积 (万平方米)	总投资 (亿元)	已完成投资 (亿元)	未来投资计划（亿元）		
						2024 年 4—12 月	2025 年	2026 年
翠成馨园 D 南区	定向安置房	5 年	25.38	6.46	6.40	0.06	0.00	0.00
小淀示范小城镇农民安置用房温家房子安置区项目	定向安置房	7 年	30.75	58.31	44.82	6.37	9.40	21.87
小淀示范小城镇农民安置用房刘安庄等三村安置区项目	定向安置房	7 年	122.70	160.97	23.47			
渠阳新苑	保障房（开发代建还迁房）	3 年	27.17	20.12	15.45	3.50	0.80	0.37
合计			206.00	245.86	90.14	9.93	10.20	22.24

资料来源：公司提供

商品房开发方面，2023 年，受地产开发市场景气度影响，公司商品房开工面积同比降幅较大，年度竣工面积同比亦明显下滑，地产开发节奏有所放缓。商品房销售方面，2023 年，公司签约销售面积同比微降，签约销售金额同比有所增长，主要系熙悦云上和十八里店等项目地理位置较好，成交价格较高所致。同期，公司商品房项目回款规模同比基本保持稳定，回款情况良好。

图表 11 • 公司商品房开发板块经营情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1-3 月
开复工面积（万平方米）	182.97	114.82	119.87
其中：新开工面积（万平方米）	26.29	15.55	18.68
房屋竣工面积（万平方米）	58.76	20.58	5.49
期末在建面积（万平方米）	148.57	94.24	114.38
签约销售面积（万平方米）	25.79	23.62	5.07
签约销售金额（亿元）	64.94	71.54	12.58
销售均价（万元/平方米）	2.52	3.03	2.48
销售回款金额（亿元）	83.50	80.32	10.67

资料来源：公司提供

截至 2024 年 3 月底，公司在售商品房项目已投资 529.19 亿元，可售面积合计 227.86 万平方米，已签约销售 182.29 万平方米，累计实现销售回款 387.01 亿元。公司商品房项目存在部分开盘时间较早但由于区域热度较低、竞品较多造成分流等因素导致去化相对滞后的项目，后续项目去化情况有待关注。同期末，公司主要在建商品房项目主要分布于北京市大兴区、平谷区和门头沟区等区域，后续尚需投资 89.83 亿元，2024 年 4-12 月及 2025 年分别计划投资 30.03 亿元和 28.29 亿元。

土地储备方面，截至 2024 年 3 月底，公司土地储备面积合计 36.43 万平方米，分别位于北京市怀柔区、密云区、顺义区及昌平区。跟踪期内，公司共摘地 21.07 万平米，主要位于北京市顺义区、昌平区和密云区，土地价款合计 58.70 亿元，已缴纳 35.00 亿元土地出让金，未来计划进行住宅项目的开发。

图表 12 • 截至 2024 年 3 月底公司主要在建商品房项目情况

项目名称	项目所在地	项目性质	总可售面积 (万平方米)	已售面积 (万平方米)	总投资 (亿元)	已完成投资 (亿元)	已回款金额 (亿元)
门头沟新城	北京市门头沟区	限价房、自住房、办公、商业	28.90	22.95	114.36	112.25	62.07
十八里店项目	北京市朝阳区	商品房	10.78	4.05	60.68	45.32	30.51
密云国祥源境	北京市密云区	商品房	25.22	7.15	48.41	29.21	18.57
亦庄新城	北京市大兴区	限价房、自住房、商品房	14.05	12.43	37.35	35.17	38.53
平谷禧瑞金海项目	北京市平谷区	商业及住宅	22.00	3.44	33.49	22.59	7.22
密云国祥云著	北京市密云区	商品房	15.47	2.49	31.62	28.20	6.81
国祥星宸	北京市密云区	住宅	15.87	0.00	30.79	15.85	0.00
熙悦云上	北京市大兴区	公租房、商品房	9.96	3.06	27.16	21.35	17.06
桂林润鸿水尚	广西省桂林市	商业及住宅	34.65	25.05	19.76	14.47	11.95
平谷国风金海项目	北京市平谷区	住宅	11.00	0.47	16.07	10.90	0.84
山澜樾府	北京市延庆区	商品房	5.29	0.24	11.12	5.67	0.68
合计			193.19	81.33	430.81	340.98	194.24

注：国祥星宸尚未开盘，预计 2024 年 5 月取得预售许可证

资料来源：公司提供

(3) 生产性服务

跟踪期内，公司生产性服务业务仍以贸易物流为主，收入规模及毛利率水平较为稳定。

公司的生产性服务业务主要是围绕建筑施工、房地产开发开展的上下游辅助业务，主要包括商贸流通、混凝土生产、钢材物质贸易、设计、工程监理以及装饰等业务。该板块主要经营主体为北京住总劳务开发有限公司、北京住总实业投资控股有限公司和北京住总科贸控股集团有限公司等。2023年，公司生产性服务收入中贸易物流收入占比约为90.00%，毛利率约为2.00%。公司主要依靠采购大宗商品与销售物资价格差获取利润。

上下游方面，公司依托自身集采优势，以战略合作方式整合资源，通过集中采购实现资源供给。公司对下游客户具有定价权，结合区域市场网络定价、社会库存量及库存结构、采购到款情况以及对市场的判断等因素综合制定当天销售价格，下游客户向公司下达订单或合同，在确认到货后进行货权转移完成销售。钢材及建材业务均采用先款后货、预付货款、贷款提货等销售方式；上下游客户包括钢厂、建材企业或钢贸企业。2023年，前五大供应商采购金额合计占该板块总成本的比例为51.02%，前五大客户销售金额占该板块总收入的比例为35.39%。

2 经营效率分析

跟踪期内，公司主要经营效率指标同比均有所下降，整体经营效率一般。

2023年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数同比均有所下降，分别降至7.02次、0.82次和0.38次，整体经营效率一般。

3 未来发展

未来，公司将继续聚焦主业，提质增效；围绕三大主业优化业务质量，完善区域布局，提升管理能力。

公司将继续围绕工程、地产和服务三个业务板块进行发展。工程方面，要进一步强化“法人管理项目”，做好下属子公司的管控和支撑作用，根据市场条件变化设置项目目标责任，激发团队积极性；做好在施工程的科学组织，在安全、质量、工期、环保等方面确保优质高效履约。开发方面，一级开发要加快存量项目的收尾，推进款项的回笼，持续压降债务规模以防范风险；二级开发要新增优质土地储备，补充货值，同时加大在手项目去化，回收资金。服务方面，要稳定业务规模的同时降低业务成本，精细化管理。区域布局方面，进一步稳固并做优京津冀区域的同时，加大百强县覆盖，加大与属地企业及央企的战略合作，深耕重点区域，提升市场占有率。

（四）财务方面

公司提供了2023年合并财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具标准无保留意见的审计结论。公司提供的2024年一季度财务报表未经审计。

截至2023年底，公司合并范围内一级子公司较上年底新增1家[北京住总集团（深圳）建设工程有限公司]；截至2024年3月底，公司合并范围内一级子公司较上年底无变化。整体看，跟踪期内，公司一级子公司变动小，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

截至2023年底，公司资产规模较上年底变动不大；资产构成中存货、合同资产和应收类款项规模占比高，对资金占用大；公司资产受限比例较高，资产流动性较弱。

截至2023年底，公司合并资产总额较上年底变动不大；公司资产仍以流动资产为主，资产结构较上年底变动不大。

流动资产中，截至2023年底，公司货币资金较上年底增长15.14%，其中其他货币资金14.29亿元，主要由银行承兑汇票保证金（7.04亿元）和司法冻结（1.30亿元，系施工类司法诉讼所致）及其他各类保证金构成。应收账款主要由应收工程款构成，已累计计提坏账准备4.38亿元；从账龄来看，1年以内账龄的款项占54.26%；从应收对象来看，公司应收中央企业、国有企业、政府部门及事业单位账面余额46.48亿元，占应收账款的比重超过70.00%；应收账款前五名合计占比为14.75%，集中度较低。公司其他应收款主要系公司与项目公司往来款，前五名合计金额21.07亿元，占其他应收款期末余额的比重为60.75%，集中度较高；按账龄计提的其他应收款坏账准备为2.54亿元，坏账准备整体计提比例较低。公司存货构成以房地产开发成本（327.82亿元）和房地产开发产品（43.16亿元）为主，截至2023年底，公司存货较上年底下降7.70%，主要系当期子公司下属项目公司不再纳入合并范围，使得开发产品较上年底减少34.42亿元所致；存货已累计计提跌价准备0.01亿元。公司合同资产主要由在施工程（27.06亿元）、已竣工未结算的工程款（28.67亿元）及未到期质保金（10.07亿元）构成；已累计计提减值准备0.11亿元。

非流动资产中，长期应收款主要为土地一级开发项目中垫付的拆迁安置款，近年来随着土地项目的回款逐年下降，但规模仍较大，对资金占用大。公司投资性房地产主要为用于出租的房产或土地使用权（租金收入计入其他业务收入，2023年为2.53亿元），规模保持稳定。

图表 13 • 公司资产主要构成情况

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	747.60	66.80	739.57	66.72	766.72	67.58
货币资金	98.26	8.78	113.13	10.21	104.87	9.24
应收账款	58.17	5.20	60.58	5.47	59.62	5.26
其他应收款	39.91	3.57	32.30	2.91	33.07	2.92
存货	419.60	37.49	387.30	34.94	407.84	35.95
合同资产	62.94	5.62	69.85	6.30	80.63	7.11
非流动资产	371.59	33.20	368.85	33.28	367.75	32.42
长期应收款	224.49	20.06	214.58	19.36	216.70	19.10
投资性房地产	85.03	7.60	85.05	7.67	85.06	7.50
资产总额	1119.19	100.00	1108.43	100.00	1134.47	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年一季报整理

截至 2024 年 3 月底，公司资产总额较上年底增长 2.35%，资产构成及主要资产科目均较上年底变动不大。同期末，公司受限资产情况如下表所示，其中存货和长期应收款对应的抵押贷款主要是开发项目贷款和未来收益权抵押贷款等。总体看，公司资产受限比例较高。

图表 14 • 截至 2024 年 3 月底公司资产受限情况

受限资产名称	受限账面价值 (亿元)	占资产总额比例 (%)	受限原因
货币资金	7.50	0.66	保证金等
存货	140.10	12.35	抵押贷款
投资性房地产	50.91	4.49	抵押贷款
长期应收款	117.08	10.32	项目收益权质押贷款
合计	315.59	27.82	--

资料来源：公司提供

(2) 资本结构

截至 2023 年底，公司所有者权益规模较上年底变动不大；权益构成中，其他权益工具、其他综合收益及少数股东权益占比较高，权益结构稳定性较弱。公司债务结构仍以长期债务为主，但短期债务占比上升较快，债务负担较重，存在一定的集中兑付压力。

所有者权益

截至 2023 年底，公司所有者权益较上年底变动不大。所有者权益中，其他权益工具、其他综合收益和少数股东权益分别占 26.88%、10.26%和 44.33%；其他权益工具全部为公司发行的可续期债券，其他综合收益主要由出租房产、土地使用权及其他权益工具投资公允价值增长累积；公司少数股东权益主要为下属联营及合营项目公司少数股东股权。截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益较上年底增长 6.70%，主要系当期新增可续期债券所致，其他科目较上年底变动不大。

图表 15 • 公司所有者权益主要构成情况

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
实收资本	17.43	6.66	17.43	6.79	17.43	6.36
其他权益工具	69.00	26.38	69.00	26.88	84.00	30.67
资本公积	8.37	3.20	8.37	3.26	8.37	3.06
其他综合收益	27.17	10.39	26.35	10.26	26.31	9.61

未分配利润	13.90	5.32	13.73	5.35	15.83	5.78
归属于母公司所有者权益合计	143.63	54.92	142.92	55.67	159.98	58.41
少数股东权益	117.89	45.08	113.80	44.33	113.92	41.59
所有者权益合计	261.53	100.00	256.71	100.00	273.91	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

负债

截至 2023 年底，公司负债总额较上年底变动不大，负债结构仍以流动负债为主。公司经营性负债主要体现在应付材料采购款和工程款、以购房款为主的合同负债和以业务往来款和保证金等为主的其他应付款。其中，其他应付款较上年底下降 32.09%，主要系合作项目往来款减少所致；合同负债较上年底增长 35.19%，主要系预收售房款由 46.53 亿元增至 76.36 亿元所致。

图表 16 • 公司主要负债情况

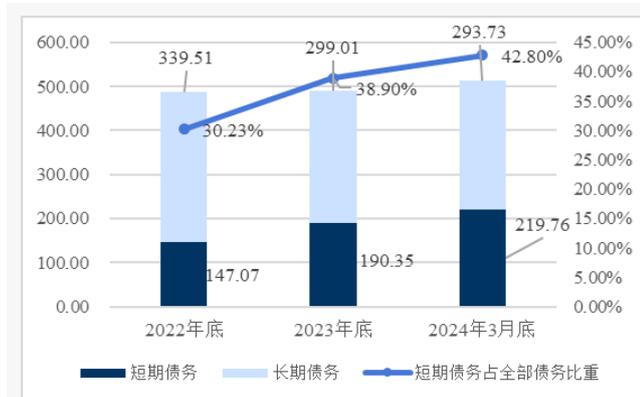
项目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	516.88	60.27	551.48	64.75	565.62	65.73
短期借款	77.54	9.04	94.94	11.15	109.40	12.71
应付账款	123.47	14.40	128.85	15.13	120.13	13.96
其他应付款	137.68	16.05	93.50	10.98	91.93	10.68
一年内到期的非流动负债	41.52	4.84	65.41	7.68	82.34	9.57
合同负债	72.77	8.48	98.37	11.55	95.36	11.08
非流动负债	340.78	39.73	300.24	35.25	294.94	34.27
长期借款	225.53	26.30	127.78	15.00	140.90	16.37
应付债券	98.77	11.52	156.86	18.42	138.45	16.09
负债总额	857.66	100.00	851.71	100.00	860.56	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年一季度整理

有息债务方面，截至 2023 年底，公司全部债务较上年底变动不大，债务结构仍以长期债务为主，但短期债务占比上升较快。截至 2024 年 3 月底，公司全部债务较上年底增长 4.93%，短期债务占比升至 42.80%。从融资渠道来看，截至 2024 年 3 月底，公司除应付票据外的全部债务中，银行借款占 53.45%、债券融资（不包括可续期债券）占 41.73%，剩余部分为少量非标和政府债转贷资金。

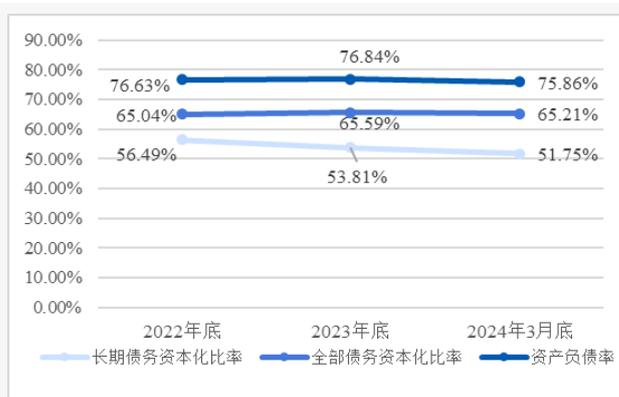
债务指标方面，截至 2023 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高 0.21 个百分点、提高 0.55 个百分点和下降 2.68 个百分点。截至 2024 年 3 月底，上述指标较上年底均有所下降。考虑到公司计入其他权益工具的可续期债券（84.00 亿元）规模较大，公司实际债务负担高于上述指标值，实际债务负担较重。

图表 17 • 2022—2023 年末及 2024 年 3 月末公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季度及公司提供资料整理

图表 18 • 2022—2023 年末及 2024 年 3 月末公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季度及公司提供资料整理

从债务期限分布看，截至 2024 年 3 月底，公司 2024 年 4—12 月及 2025 年将面临较大规模的债务到期，存在一定集中兑付压力。

图表 19 • 截至 2024 年 3 月底公司有息债务期限分布情况

项目	2024 年 4—12 月	2025 年	2026 年	2027 年及以后	合计
偿还金额（亿元）	126.02	133.07	75.15	151.20	485.44
占有息债务的比例	25.96	27.41	15.48	31.15	100.00

注：上表统计口径未包含应付票据及可续期债券

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（3）盈利能力

2023 年，公司营业总收入及利润总额同比均有所下降，期间费用控制能力尚可，投资收益对利润总额的贡献较大，盈利指标表现很强。

2023 年，公司营业总收入同比下降 7.51%；期间费用同比保持稳定，期间费用率为 6.42%；公司投资收益主要为权益法核算的长期股权投资收益（1.87 亿元）。此外，公司每年可获得一定规模的政府补贴，2023 年为 0.23 亿元。从盈利指标来看，2023 年，公司营业利润率同比有所提升，总资产收益率和净资产收益率同比均有所下滑。

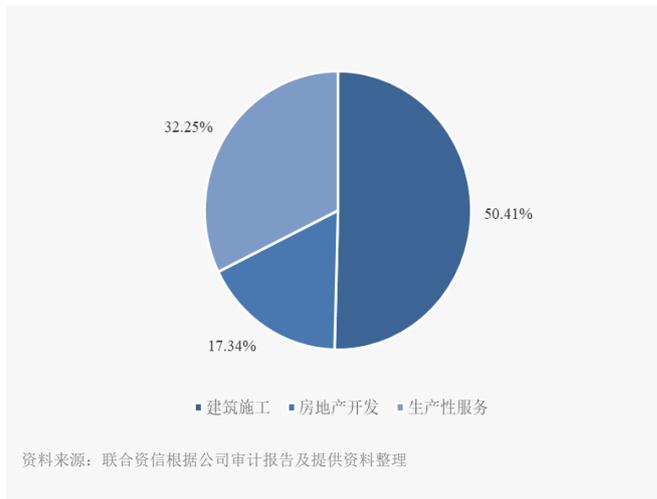
2024 年一季度，公司营业总收入同比增长 3.04%，利润总额同比增长 3.32%。

图表 20 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	455.33	421.14	112.89
营业成本	417.62	385.25	105.96
期间费用	27.08	27.06	5.18
投资收益	1.94	2.05	1.20
利润总额	11.50	8.55	2.77
营业利润率（%）	7.99	8.06	5.91
总资产收益率（%）	2.02	1.62	--
净资产收益率（%）	2.90	2.84	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年一季度报整理

图表 21 • 2023 年公司主营业务收入构成



（4）现金流

2023 年，公司经营现金流保持净流入，收现质量保持在良好水平；投资现金流小额净流出；筹资现金流仍为净流出。考虑到公司各板块在建项目投资规模较大，公司存在较大的融资需求。

经营活动方面，公司经营现金流流入及流出规模大，主要为各项业务产生的现金收支以及经营性往来款收支等。2023 年，公司经营现金流流入量同比下降 9.83%，其中销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 4.12%。同期，经营活动现金流出量同比下降 14.15%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 352.97 亿元，同比下降 17.46%；支付其他与经营活动有关的现金 237.94 亿元，同比下降 7.86%。2023 年，公司经营现金流净流入规模同比大幅增长，主要系天津宝坻项目回款较多所致，现金收入比保持在 100.00% 以上，收入实现质量良好。

投资活动方面，公司投资现金流流入及流出规模小。公司投资现金流流入主要为取得投资收益收到的现金，以参股企业分红为主；投资现金流流出主要用于对自营项目的投入以及对联营和合营企业投资支付的现金。2023 年，公司投资现金流仍为小额净流出。

筹资活动方面，公司筹资现金流流入以取得借款收到的现金为主，其余为发行永续债券和吸收少数股东投资等资金流入；筹资现金流流出以偿还债务本息支出为主。2023 年，由于公司偿还债务规模较大，筹资现金流仍为净流出。

2024 年 1—3 月，公司经营现金流呈现净流出；投资现金流小额净流入；筹资现金流净流入 34.54 亿元。

图表 22 • 公司现金流情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计（亿元）	738.24	665.68	222.79
经营活动现金流出小计（亿元）	730.23	626.87	264.44
经营活动现金流量净额（亿元）	8.01	38.81	-41.65
投资活动现金流入小计（亿元）	0.98	1.50	0.71
投资活动现金流出小计（亿元）	5.02	2.15	0.12
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.04	-0.66	0.58
筹资活动前现金流量净额（亿元）	3.97	38.15	-41.06
筹资活动现金流入小计（亿元）	220.02	266.74	149.23
筹资活动现金流出小计（亿元）	238.73	292.12	114.69
筹资活动现金流量净额（亿元）	-18.71	-25.39	34.54
现金收入比（%）	107.67	111.62	103.20

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

2 偿债指标变化

公司长、短期偿债指标表现均一般，可用授信额度充裕，间接融资渠道畅通。

截至 2023 年底，公司流动比率与速动比率较上年底均有所下降，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至 2023 年底，公司现金短期债务较上年底有所下降，现金类资产对短期债务的保障程度有所减弱。截至 2024 年 3 月底，流动比率较上年底有所提升，速动比率及现金类资产对短期债务的覆盖倍数均有所下降。整体看，公司短期偿债指标表现一般。

2023 年，公司 EBITDA 同比有所下降，债务规模较上年底有所增长的情况下，全部债务/EBITDA 指标有所提升，EBITDA/利息支出同比有所下降。整体看，公司长期偿债指标表现一般。

图表 23 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率	144.64	134.11	135.55
	速动比率	51.28	51.21	49.19
	现金类资产/短期债务（倍）	0.69	0.61	0.49
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	21.39	16.03	--
	全部债务/EBITDA（倍）	22.74	30.53	--
	EBITDA/利息支出（倍）	0.85	0.76	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

或有负债方面，截至 2024 年 3 月底，公司不存在对外担保；涉诉金额在 1000.00 万元以上的未决诉讼共 14 起，涉案金额 8.62 亿元，案由主要为建筑合同纠纷等。其中，公司被诉案件 3 起，涉案金额 0.35 亿元；公司起诉案件 11 起，涉诉金额 8.27 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司本部获得银行综合授信额度 422.00 亿元，未使用授信额度 294.17 亿元，公司间接融资渠道畅通。

3 公司本部主要变化情况

公司主要业务由子公司开展，本部资产和营业总收入占合并口径的比重较小；所有者权益中其他权益工具占比较高，权益稳定性较弱；公司本部债务负担较重。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 394.97 亿元，较上年底变化不大；资产结构仍以流动资产为主（占 76.55%）。公司本部流动资产主要由货币资金（占 20.79%）、应收账款（占 10.86%）、其他应收款（占 50.36%）和合同资产（占 13.90%）构成。截至 2023 年底，公司本部所有者权益为 102.42 亿元，较上年底下降 1.53%；所有者权益中，实收资本和其他权益工具分别占 17.02%和 67.37%，权益稳定性较弱。同期末，截至 2023 年底，公司本部全部债务 129.56 亿元；其中短期债务占 79.16%；公司本部短期债务为 102.56 亿元，短期偿债压力较大。截至 2023 年底，公司本部全部债务资本化比率 55.85%，债务负担较重。

2023 年，公司本部营业总收入为 109.26 亿元，利润总额为 2.86 亿元，收入及利润规模占合并口径的比重较低。

2023 年，公司本部经营活动现金流净额为 2.22 亿元，投资活动现金流净额-2.55 亿元，筹资活动现金流净额 1.53 亿元。

（五）ESG 方面

公司制定了多项环保及社会责任等方面的管理制度，履行国企社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，公司 ESG 表现很好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，作为建筑施工类企业，在建设和运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。为降低对环境的影响，契合国家“双碳”政策导向，公司制定了《节约能源工作管理办法》《环境保护管理办法》等，重视生态环保问题的过程监督，加强生产过程中生态环境污染源及污染物排放控制。

社会责任方面，公司重视安全生产工作，并依据国家及北京市有关法律法规、规章条例和城建集团相关管理要求，制定了《关于加强安全生产工作的若干规定》《安全生产隐患举报制度》《安全生产事故隐患排查治理工作管理办法》《生产安全事故应急处理与事故调查管理办法》等规章制度，对安全生产标准进行了明确规定，以预防安全生产事故的发生，保障工作人员生命安全。此外，公司承接项目涉及市政、民生及公用事业等领域，所承担的社会责任较多。

治理方面，公司战略规划清晰，对下属子公司管控力度强，且建立了完善的法人治理结构。2021—2023 年，公司主要高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

五、外部支持

公司实际控制人北京市国资委具有非常强的综合实力。作为北京市重要的国有大型建筑施工企业，公司在北京市级工程项目承建方面具有明显的区域竞争优势，并持续在项目资源获取和政府补贴方面获得支持。

公司实际控制人为北京市国资委。北京市是我国政治中心、文化中心、国际交往中心和科技创新中心，区位优势突出，交通基础设施完善，第三产业发达，支柱产业多元。2023 年，北京市经济发展水平保持增长，产业结构进一步优化；北京市固定资产投资规模保持增长，建筑业总产值保持在较大规模；北京市一般公共预算收入保持增长且维持良好的财政自给率。整体看，公司实际控制人具有非常强的综合实力。

公司作为北京市属大型国有建筑施工企业，拥有丰富的施工经验，在参与北京市城市基础设施项目的建设过程中，公司得到北京市政府在项目资源获取方面的有力支持，使其在激烈竞争的北京市场占有率具有重要的地位。2023 年及 2024 年一季度，公司在市政工程建设、保障房开发和土地一级开发业务方面分别实现收入 72.89 亿元和 14.57 亿元。截至 2023 年底，公司获得 14.00 亿元政府专项债资金，用于天津市宝坻区项目的建设。此外，公司每年可获得一定规模的政府补贴，计入“其他收益”；2023 年及 2024 年一季度，公司获得的各类补贴分别为 0.23 亿元和 0.08 亿元。

六、跟踪评级结论

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，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-2 北京住总集团有限责任公司主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	100.86	115.73	107.18
应收账款（亿元）	58.17	60.58	59.62
其他应收款（合计）（亿元）	39.91	32.30	33.07
存货（亿元）	419.60	387.30	407.84
合同资产（亿元）	62.94	69.85	80.63
长期应收款（亿元）	224.49	214.58	216.70
投资性房地产（亿元）	85.03	85.05	85.06
资产总额（亿元）	1119.19	1108.43	1134.47
实收资本（亿元）	17.43	17.43	17.43
少数股东权益（亿元）	117.89	113.80	113.92
所有者权益（亿元）	261.53	256.71	273.91
短期债务（亿元）	147.07	190.35	219.76
长期债务（亿元）	339.51	299.01	293.73
全部债务（亿元）	486.58	489.36	513.48
营业总收入（亿元）	455.33	421.14	112.89
营业成本（亿元）	417.62	385.25	105.96
其他收益（亿元）	0.39	0.23	0.08
利润总额（亿元）	11.50	8.55	2.77
EBITDA（亿元）	21.39	16.03	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	490.26	470.08	116.49
经营活动现金流入小计（亿元）	738.24	665.68	222.79
经营活动现金流量净额（亿元）	8.01	38.81	-41.65
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.04	-0.66	0.58
筹资活动现金流量净额（亿元）	-18.71	-25.39	34.54
财务指标			
销售债权周转次数（次）	7.36	7.02	--
存货周转次数（次）	0.87	0.82	--
总资产周转次数（次）	0.41	0.38	--
现金收入比（%）	107.67	111.62	103.20
营业利润率（%）	7.99	8.06	5.91
总资本收益率（%）	2.02	1.65	--
净资产收益率（%）	2.90	2.84	--
长期债务资本化比率（%）	56.49	53.81	51.75
全部债务资本化比率（%）	65.04	65.59	65.21
资产负债率（%）	76.63	76.84	75.86
流动比率（%）	144.64	134.11	135.55
速动比率（%）	51.28	51.21	49.19
经营现金流动负债比（%）	1.55	7.04	--
现金短期债务比（倍）	0.69	0.61	0.49
EBITDA 利息倍数（倍）	0.85	0.76	--
全部债务/EBITDA（倍）	22.74	30.53	--

注：1. 2022—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2. 2024 年一季度财务报表未经审计；3. 住总集团长期债务中包含长期应付款中有息部分；4. “—”代表数据不适用
 资料来源：联合资信根据住总集团审计报告、2024 年一季度财务报表和住总集团提供资料整理

附件 1-3 主要财务指标的计算公式

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

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 2-1 标的物业可分配净现金流对优先级票据预计本息支出覆盖情况

单位：万元、倍

兑付日	标的物业净收入	“18 京住总 ABN001A”本息 DSCR	“18 京住总 ABN001B”本息 DSCR	兑付日	标的物业净收入	“18 京住总 ABN001A”本息 DSCR	“18 京住总 ABN001B”本息 DSCR
第 12 个	4588.27	1.99	1.18	第 26 个	5670.22	2.35	1.42
第 13 个	4532.07	2.00	1.18	第 27 个	5632.11	2.37	1.42
第 14 个	4730.18	2.09	1.23	第 28 个	5832.56	2.05	1.32
第 15 个	4666.74	2.10	1.23	第 29 个	5761.01	2.07	1.32
第 16 个	4871.05	2.20	1.28	第 30 个	6012.85	2.19	1.39
第 17 个	4805.71	2.21	1.28	第 31 个	5932.2	2.20	1.39
第 18 个	5016.72	2.32	1.34	第 32 个	6191.11	2.33	1.46
第 19 个	4982.98	2.33	1.34	第 33 个	6108.13	2.35	1.46
第 20 个	5187.64	2.45	1.40	第 34 个	6373.96	2.49	1.54
第 21 个	5121.42	1.98	1.23	第 35 个	6331.33	2.53	1.55
第 22 个	5346.11	2.09	1.29	第 36 个	6558.13	2.21	1.44
第 23 个	5274.34	2.10	1.29	第 37 个	6477.54	2.24	1.45
第 24 个	5505.93	2.22	1.35	第 38 个	6761.84	2.38	1.53
第 25 个	5431.99	2.23	1.35	第 39 个	6671.03	2.04	0.09

资料来源：联合资信整理

附件 2-2 调整后的标的物业可分配净现金流对优先级票据预计本息支出覆盖情况

单位：万元、倍

兑付日	标的物业净收入	“18 京住总 ABN001A”本息 DSCR	“18 京住总 ABN001B”本息 DSCR	兑付日	标的物业净收入	“18 京住总 ABN001A”本息 DSCR	“18 京住总 ABN001B”本息 DSCR
第 12 个	2340.02	1.09	0.65	第 26 个	2891.81	1.29	0.78
第 13 个	2311.36	1.10	0.65	第 27 个	2872.38	1.31	0.78
第 14 个	2412.39	1.15	0.68	第 28 个	2974.61	1.13	0.72
第 15 个	2380.04	1.15	0.68	第 29 个	2938.12	1.14	0.73
第 16 个	2484.24	1.21	0.71	第 30 个	3066.55	1.20	0.76
第 17 个	2450.91	1.21	0.70	第 31 个	3025.42	1.21	0.76
第 18 个	2558.53	1.27	0.74	第 32 个	3157.47	1.28	0.80
第 19 个	2541.32	1.28	0.74	第 33 个	3115.15	1.29	0.81
第 20 个	2645.70	1.35	0.77	第 34 个	3250.72	1.37	0.85
第 21 个	2611.92	1.09	0.68	第 35 个	3228.98	1.39	0.85
第 22 个	2726.52	1.15	0.71	第 36 个	3344.65	1.22	0.79
第 23 个	2689.91	1.16	0.71	第 37 个	3303.55	1.23	0.80
第 24 个	2808.02	1.22	0.74	第 38 个	3448.54	1.31	0.84
第 25 个	2770.31	1.22	0.74	第 39 个	3402.23	1.12	0.05

资料来源：联合资信整理

附件 3-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 3-2 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 3-3 资产支持票据信用等级设置及其含义

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

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

各等级含义如下表所示。

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