

联合资信评估有限公司

承诺书

联合资信评估有限公司（以下简称“本评级机构”）承诺本评级机构出具的《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用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性和完整性负责。



信用等级公告

联合[2018] 1643 号

联合资信评估有限公司通过对“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”的信用状况进行综合分析和评估，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 A 类资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf} ，B 类资产支持票据的信用等级为 AA^+_{sf} 。

特此公告。



北京住总房地产开发有限责任公司 2018 年度第一期 资产支持票据信用评级报告

评级结果

名称	金额 (万元)	占比 (%)	信用级别
A 类资产支持票据	50000.00	40.98	AAA _{sf}
B 类资产支持票据	72000.00	59.02	AA ⁺ _{sf}
合计	122000.00	100.00	—

注：NR——未予评级，下同。

交易概览

评估基准日：2018 年 4 月 1 日
法定到期日：2040 年 4 月 28 日
载体形式：信托型资产支持票据
基础资产：委托人依据《单一资金信托合同》、《信托贷款合同》享有的信托受益权
底层资产：借款人在放款日至单一资金信托终止日期间对目标项目物业的经营收益权
信用提升机制：超额抵押、触发机制、差额补足机制
单一资金信托委托人/资产支持票据信托委托人/原始权益人：潍坊银行股份有限公司
单一资金信托受托人/贷款人：昆仑信托有限责任公司
受托人/受托机构：平安信托有限责任公司
发起机构/借款人/基础债务人/出质人/资产服务机构：北京住总房地产开发有限责任公司
差额补足人/抵押人：北京住总集团有限责任公司
保管银行：北京银行股份有限公司中关村分行
监管银行：北京银行股份有限公司友谊支行
主承销商/簿记管理人：北京银行股份有限公司
标的物业/抵押物/目标项目物业：北京市朝阳区惠新东大街甲 2 号楼-3 至 25 层 101 号住总地产大厦

评级时间

2018 年 10 月 18 日

分析师

赵晓丽 崔健 杨润泽

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

评级观点

联合资信评估有限公司对“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”所涉及的基础资产、交易结构、法律要素、有关参与方履约能力及操作风险等因素进行综合考量，并对基础资产进行信用分析、交易结构分析、现金流分析的基础上，考虑到差额补足义务人的偿付能力和偿付意愿，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”的评级结果为：A 类资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}，B 类资产支持票据的信用等级为 AA⁺_{sf}。

上述 A 类资产支持票据（以下简称“A 类票据”）的评级结果反映了该票据利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得及时足额偿付的能力极强，违约风险极低；B 类资产支持票据（以下简称“B 类票据”）的评级结果反映了该票据利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得及时足额偿付的能力很强，违约风险很低。

优势

1. 本交易资产支持票据划分为 A 类票据和 B 类票据。资产池回收的资金以及再投资收益按照信托合同约定的现金流偿付机制进行顺序支付，A 类票据优先于 B 类票据获得本息偿付。
2. 本交易涉及 1 处物业，资产评估机构给予抵押物的评估价值为 188019.00 万元人民币，A 类票据相对抵押物评估价值的比率为 26.60%，A 类和 B 类票据相对抵押物评估价值的比率为 64.89%，抵押担保措施对资产支持票据本息的偿付具有较好的保障

作用。

3. 本交易基础资产对应的单一资金信托设置了多重担保机制，北京住总集团有限责任公司（以下简称“住总集团”）以其持有的标的物为《信托贷款合同》项下信托贷款的兑付提供抵押担保；北京住总房地产开发有限责任公司（以下简称“北京住总”）以其合法享有的标的物经营收益权作为质押财产为其履行《信托贷款合同》项下的任何义务和责任提供质押担保。以上担保机制能够在一定程度上保障本交易基础资产对应标的信托贷款主债权的实现，对资产支持票据的本息兑付起到了较好的信用支持。
4. 本交易设置了差额补足机制，差额补足人为住总集团，联合资信给予住总集团的主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。差额补足机制的设置对资产支持票据提供了一定的流动性支持和信用支持。另外，本交易设置了“违约事件”、“加速清偿事件”等触发机制为资产支持票据的偿付提供进一步保障。

关注及风险缓释

1. 本交易期间还款主要来源为借款人基于标的物收取的租金收入，借款人主营业务为房地产经营管理，其持续稳定运营能力会影响资产支持票据利息、本金的偿付，本交易或面临一定的持续运营风险。
风险缓释：本交易标的物所处地理位置优越，交通便利，设计水平良好，周边商业设施便利，承租人租金支付能力良好，续租情况良好，持续运营风险较低。
2. 本交易 A 类和 B 类票据各期应付利息和期间本金的偿付主要依赖于借款人基于标的物收取的租金收入，如果商业地产行业出现巨幅波动，或承租人出现逾期、违约或提前退租，物业出现空置或新租赁价格下调，标的物产生的经营收入可能会出

现波动，本交易面临一定的流动性风险。

风险缓释：根据现金流预测机构提供的报告结果，经联合资信测算，本交易各期可分配资金对 A 类票据本息的最低覆盖倍数为 1.49 倍，对 B 类票据本息的最低覆盖倍数为 0.59 倍，一般情况下，各期应分配的 A 类票据利息、本金均可足额覆盖。且本交易安排了差额补足机制，一定程度上有利于缓释流动性风险。

3. 本交易设置了资产支持票据持有人提前兑付的机制，在未发生加速清偿事件或违约事件的情形下，票据持有人有权选择受托人对其所持有的全部或部分票据的预期收益及未偿本金进行提前兑付，票据持有人或将面临提前兑付失败的风险。

风险缓释：针对资产支持票据提前兑付程序，本交易设置了差额补足机制，以缓释票据提前兑付失败风险。提前兑付的差额补足金额为截至提前兑付公告日¹后的第一个信托利益核算日，信托账户中可供分配给资产支持票据持有人的提前兑付款项少于应支付的提前兑付款项。

4. 本交易 A 类票据和 B 类票据的发行利率不确定，将面临一定的利率风险。

风险缓释：联合资信在现金流模型压力测试中，通过建立多种利率压力情景反复测试发行利率变化对 A 类票据和 B 类票据本息兑付情况的影响，测试结果表明，在 A 类票据、B 类票据发行利率不高于 7.00% 和 7.30% 的情况下，考虑差额补足机制，A 类票据和 B 类票据能够正常兑付，一定程度上有利于缓释利率风险。联合资信也将持续关注发行利率及其对 A 类票据和 B 类票据兑付可能产生的影响

5. 商业地产与经济增速紧密关联，近年来我国经济增速放缓，商业营业用物业整体呈

¹ 提前兑付公告日是“票面利率调整公告日”后的第 32 个工作日；票面利率调整公告日指自信托生效日起，第 3 年、第 5 年、第 8 年、第 11 年、第 14 年、第 17 年的最后一个兑付日前 3 个月的对应日。

现供过于求态势，商业地产行业增速波动下行。因此，本交易借款人营业收入水平、抵押物价值会受到商业地产行业的发展状况影响，存在一定的行业风险。

风险缓释：联合资信评级过程中已经考虑

了商业地产行业波动对物业未来现金流入及估值带来的影响，联合资信也将持续关注国家宏观政策变化和商业地产行业发展情况。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构北京住总房地产开发有限责任公司和受托人平安信托有限责任公司提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。
- 二、除因本次评级事项联合资信与北京住总房地产开发有限责任公司/平安信托有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与北京住总房地产开发有限责任公司/平安信托有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因北京住总房地产开发有限责任公司/平安信托有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本次信用评级结果的有效期为“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”资产支持票据的存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期资产支持票据的信用等级有可能发生变化。

一、交易概况

1. 交易结构

本交易发起机构为北京住总，委托人潍坊银行股份有限公司（以下简称“潍坊银行”）委托昆仑信托有限责任公司（以下简称“昆仑信托”）设立“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”）并向北京住总发放 12.20 亿元人民币信托贷款；潍坊银行以其合法所有的资金信托项下的信托受益权作为基础资产，发起设立“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”（以下简称“票据信托”）。平安信托以票据信托作为发行载体，以北京住总基于标的物业收取的租金收入作为主要还款来源，在全国银行间债券市场发行资产支持票据（包括 A 类票据和 B 类票据）。投资者通过购买并持有该资产支持票据取得票据信托项下相应

的信托受益权。

表 1 交易参与机构

发起机构/基础债务人/借款人/出质人/资产服务机构：北京住总房地产开发有限责任公司
委托人：潍坊银行股份有限公司
单一资金信托受托人：昆仑信托有限责任公司
受托人：平安信托有限责任公司
保管银行/资金保管机构：北京银行股份有限公司中关村分行
单一资金信托保管银行：中国民生银行股份有限公司北京分行
差额补足人/抵押人：北京住总集团有限责任公司
监管银行：北京银行股份有限公司友谊支行
主承销商/簿记管理人：北京银行股份有限公司
登记托管机构/支付代理机构：银行间市场清算所股份有限公司
法律顾问：北京大成律师事务所
评估机构/现金流预测机构：北京首佳房地产评估有限公司
评级机构：联合资信评估有限公司

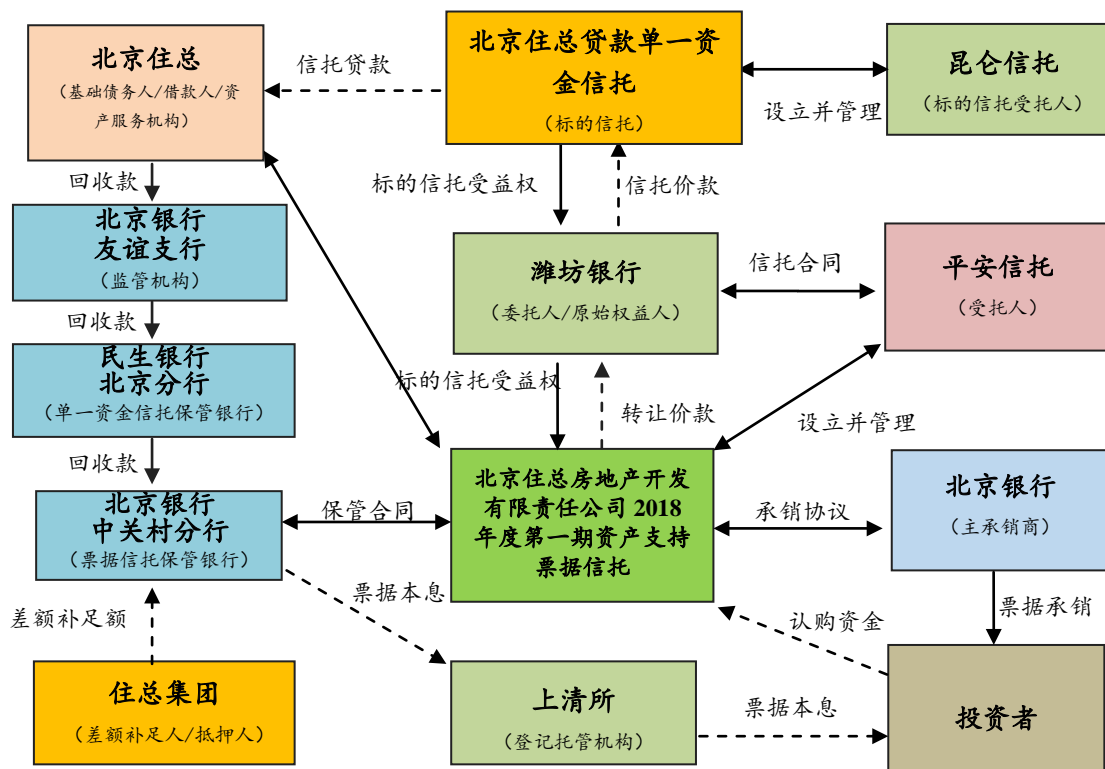


图 1 交易安排

2. 基础资产

本交易的基础资产系指由标的信托原始权益人潍坊银行依据《单一资金信托合同》、《信托贷款合同》享有的信托受益权，即潍坊银行将资金委托给昆仑信托设立资金信托而享有的信托利益。该资金信托项下资金用于向北京住总发放信托贷款，贷款规模为12.20亿元人民币，借款人按半年付息，根据资产支持票据的还款计划每半年支付对应本金，其中第一个还本日为2019年4月29日，贷款期限为自贷款实际发放日起不超过20年，还款来源主要为北京住总基于标的物业收取的租金收入。住总集团以标的物业为借款人在《信托贷款合同》项下的义务与责任提供抵押担保；北京住总以其在放款日至信托贷款合同约定的固定还本计划最后一个还款日（含该日）期间合法享有的标的物业经营收益权为其在《信托贷款合同》项下的义务与责任提供质押担保。

3. 资产支持票据

本交易计划发行票据规模为12.20亿元，包括A类票据、B类票据，A类票据享有A类信托受益权，B类票据享有B类信托受益权。

本交易采用顺序偿付结构，A类票据优先于B类票据获得偿付。本交易A类票据发行规模为5.00亿，预计存续期20年，按半年还本付息，本金偿付计划详见表2，B类票据发行规模为7.20亿，预计存续期为20年，按半年付息，到期一次性还本。A类票据和B类票据均采用固定利率，初始利率根据集中簿记建档结果确定，发起机构有权在票面利率调整公告日前对利率进行调整。

表2 A类票据本金还款计划 单位：万元

兑付期	A类票据计划还本金额	兑付期	A类票据计划还本金额
第1期	0.00	第21期	1500.00
第2期	0.00	第22期	1500.00
第3期	0.00	第23期	1500.00

第4期	200.00	第24期	1500.00
第5期	200.00	第25期	1500.00
第6期	400.00	第26期	1500.00
第7期	400.00	第27期	1500.00
第8期	400.00	第28期	2000.00
第9期	400.00	第29期	2000.00
第10期	1000.00	第30期	2000.00
第11期	1000.00	第31期	2000.00
第12期	1000.00	第32期	2000.00
第13期	1000.00	第33期	2000.00
第14期	1000.00	第34期	2000.00
第15期	1000.00	第35期	2000.00
第16期	1000.00	第36期	2500.00
第17期	1000.00	第37期	2500.00
第18期	1000.00	第38期	2500.00
第19期	1000.00	第39期	3000.00
第20期	1000.00	-	-

本交易设置了提前兑付机制，资产支持票据持有人可以依照程序申请全部或部分提前兑付。在未发生加速清偿事件或违约事件的情形下，自信托生效日起的第3年、第5年、第8年、第11年、第14年、第17年，发起机构有权在票面利率调整公告日前行使对资产支持票据的票面利率向上或向下进行调整，自票面利率调整日起，资产支持票据的票面利率按调整后的票面利率执行。于提前兑付申报期²内A类票据持有人、B类票据持有人有权选择受托人对其所持有的全部或部分票据的预期收益及未偿本金进行提前兑付，若持有人未在提前兑付申报期内进行登记，则视为放弃提前兑付选择权和同意继续持有其所持的票据份额。

受托人应于提前兑付公告日前对提前兑付的情况进行统计，同时应将统计数据及发起机构应提前偿还信托贷款的金额提供给发起机构，发起机构应于提前兑付公告日后的还款日16:00点前将受托人确定的提前兑付还款金额全额支付至单一资金信托账户，单一资金信托

²提前兑付申报期：自票面利率调整公告日后的第1个工作日至第15个工作日（不含）

受托人应将发起机构支付的提前兑付还款金额扣除应付相关的单一资金信托费用及税费（如有）后在单一资金信托分配日支付至信托账户；保管银行按照受托人的指令将信托账户收到的提前兑付相关款项扣除应付相关的信托费用及税费（如有）后支付至登记托管机构账户，由登记托管机构在提前兑付公告日后的第一个兑付日支付给相应的资产支持票据持有人。若发

起机构未按照受托人的要求足额支付当期提前兑付还款金额导致受托人无法向资产支持票据持有人兑付提前兑付所需支付的提前兑付价款，则差额补足人将补足相应的差额，发起机构及差额补足人未能按照受托人要求足额支付当期提前兑付所需支付现金金额，则构成违约事件。

表3 资产支持票据概况 单位：万元/%

名称	信用等级	本金偿付方式	利息支付方式	发行规模	总量占比	利率类型	预期到期日	法定到期日
A类票据	AAA _{sf}	计划摊还	按半年	50000.00	40.98	固定利率	2038年4月28日	2040年4月28日
B类票据	AA ⁺ _{sf}	到期一次性还本	按半年	72000.00	59.02	固定利率	2038年4月28日	2040年4月28日

二、底层资产分析

本交易的底层资产为借款人在放款日至单一资金信托终止日期间对标的物业的经营收益权，即自放款日至单一资金信托终止日期间，借款人基于标的物业与商户已经签订或未来拟签订的《租赁合同》或其他涉及标的物业收益的其他合同项下债权。借款人将底层资产作为质押财产出质给贷款人并作为信托贷款的主要还款来源及基础资产的现金流支持。A类票据各期利息和期间本金的还款来源主要为物业租金收入，B类票据各期利息及到期本金的还款来源主要为物业租金收入及北京住总的其他经营收入，如物业租金收入及北京住总的其他经营收入不足，则依赖于借款人北京住总的再融资能力和抵押物的变现价值。因此上述收入以及抵押物的变现价值对票据利息、本金的偿付具有重要作用。

1. 标的物业概况

本交易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，

住总地产大厦由住总集团持有，由北京住总开发建设并运营。住总地产大厦建成于1998年，于2015年9月30日至2017年5月进行装修改造，钢混结构。总建筑面积为38156.03平方米（总建筑面积以《不动产权证书》为依据），可租赁面积为37974.83平方米（可租赁面积即分部位建筑面积，以北京住总提供的《房屋面积测算技术报告书》为依据。可租赁面积中，包含不用于出租的公用检修通道、电梯厅、物业用房、管理用房共计967.42平方米。），土地使用权面积4655.72平方米，土地使用权终止日期至2065年7月26日止。《不动产权证书》记载用途为商务金融用地/市场，实际用途为商业、办公、食堂、档案室、库房及物业管理用房。

住总地产大厦位于北京北四环东路南侧，地处北京亚运村商圈，基础设施齐全，实体状况良好，交通便捷，人流量较大。总体来看，标的物业产权明晰，实体状况较好，交通便利，配套齐全，整体情况良好。

表 4 标的物业物权益状况

单位：平方米

《不动产权证书》证号	共有情况	坐落	不动产单元号	权利类型	权利性质	用途	面积	使用期限	房屋总层数(层)	所在层(层)
京(2015)朝阳区不动产权第0032562号	房屋单独所有	朝阳区惠新东街甲2号楼-3至25层101	110105010001GB00026F00010001	国有建设用地使用权/房屋所有权	出让/商品房	商务金融用地/市场	共有宗地面积4655.72m ² /房屋建筑面积38156.03 m ²	2015-7-27至2065-7-26	28	-3-25

资料来源：发起机构提供

2. 物业运营收入情况分析

影响物业运营收入的主要因素包括物业经营情况、物业出租情况、租赁合同期限和租金水平等方面。

住总地产大厦物业运营收入主要来源于租金收入及其他。住总地产大厦作为办公、商业、库房出租经营使用，主要采取由北京住总委托北京住总商业资产管理有限公司对外统一招商租赁模式经营，并签订了相关房屋租赁合同。截止 2017 年底，标的物业可租赁面积 37974.83 平方米，扣除不用于出租的公用检修通道、电梯厅、物业用房、管理用房共计 967.42 平方米及住总开发自用部分共计 9746.99 平方米外，其余部分(简称“出租面积”)共计 28227.84 平方米均已出租，出租率 100.00%。

物业用途方面，住总地产大厦物业用途主要以办公为主，该类用途的出租面积占出租面积的 89.95%。具体而言，-3 至 2 楼主要为商业和库房，3-19 层为对外出租办公用房，20 层及 21-25 层为办公用房，部分对外出租，部分为企业自用。截至评估基准日，已出租部分物业用途分布如下：

表 6 已出租部分物业用途分布 单位：平方米/%

楼层	用途	出租面积	面积占比
-3	库房	76.54	0.27
-2 至 1	自用	-	-
1 至 2	商业	2759.62	9.78
3 至 25	办公	25391.68	89.95
合计	—	28227.84	100.00

注：其中 1 层物业用途目前部分自用，部分为商业。

标的物业于 2015 年 9 月开始进行装修改造，2015 年无租金收入，大部分租户于 2017

年 4 月开始陆续入住，部分租金已于 2016 年预付，租金支付率可达 90% 以上。2016 年、2017 年、2018 年 1-3 月分别实现收入(含税)为 549.75 万元、3892.98 万元、1252.06 万元，截至评估基准日，标的物业可出租部分均已出租，从已签署租赁合同看，北京住总经营情况较为稳定，租金收入基本保持稳中有升的态势。

租金水平方面，住总地产大厦自 2015 年 9 月 30 日至 2017 年 5 月进行装修改造，2017 年 5 月重新投入运营，项目初始招商阶段为了吸引租户，租金水平集中在 6.5 元/平方米/天，2017 年 10 月份及 11 月份签订的最新两份合同租金为 8.1 元/平方米/天及 7.7 元/平方米/天。合同约定的租金增长率大多数为第三年开始每年增长 3%。

合同期限方面，住总地产大厦商业及写字楼可出租部分均已出租，承租人租赁期限基本集中在 3-4 年。截至评估基准日，已出租部分具体期限分布如下：

表 5 已出租部分合同期限分布 单位：年/平方米/%

合同期限	出租面积	面积占比
(0, 1]	49.87	0.18
(1, 2]	2563	9.08
(2, 3]	5386.34	19.08
(3, 4]	15912.66	56.37
(4, 5]	4315.97	15.29
合计	28227.84	100.00

承租人方面，办公部分承租方以全民所有制及国有控股公司为主，涉及行业主要有集成、科技、养老、机场建设等，客户资质较优，上述租赁面积占已出租面积比例约 61%，支付租金能力有保障。

整体来看，物业出租情况良好，承租人质量较高，租金支付有保障，续租能力强，预计

未来回收款受退租、换租影响较小。联合资信在定量分析时会考虑由退换租等因素导致的现金流波动，并持续关注标的物业经营收入情况。

3. 未来现金流预测情况

根据北京首佳房地产评估有限公司（以下简称“北京首佳”）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》，评估对象房屋总建筑面积为 38156.03 平方米，可租赁面积为 37974.83 平方米。至评估基准日，评估对象可出租部分均已出租；针对企业自用部分，企业已出具《自用部分退出计划》，并承诺如不能如期退出，为保证现金流预测报告的准确性，住总开发将无条件补缴自用部分理应收取的租金收入。

根据现金流预测分析报告，办公、商业用房租金年增长率为 3%，库房租金年租金增长率为 1.5%。截止评估基准日，住总地产大厦可出租部分均已出租，考虑大厦整体空置率，针对无租约部分出租率办公用房前五年为 90%，自第六年起为 95%；商业用房前五年为 80%，第六年起为 85%；地上商业第十一年开始为 90%；地下商业自第六年起保持 85% 的出租率；库房出租率为 70%，自第六年起为 75%。

北京首佳对本交易标的物业运营成本进行了估计，涉及管理费用（佣金）、物业费及相关税费，按照《项目情况说明》，管理费用（佣金）为租金收入（含税）的 5%，物业费涉及企业自用部分，企业需按照一定标准缴纳物业费。

考虑到大厦整体空置率，住总地产大厦在计算期内现金流预测情况见表 7。

表 7 未来现金流预测情况 单位：万元

期数	收入	期数	收入
1	3304.25	21	5121.42
2	2836.45	22	5346.11
3	2988.65	23	5274.34
4	3507.14	24	5505.93
5	3237.91	25	5431.99

6	3778.61	26	5670.22
7	3727.13	27	5632.11
8	4048.72	28	5832.56
9	4046.87	29	5761.01
10	4486.21	30	6012.85
11	4431.55	31	5932.2
12	4588.27	32	6191.11
13	4532.07	33	6108.13
14	4730.18	34	6373.96
15	4666.74	35	6331.33
16	4871.05	36	6558.13
17	4805.71	37	6477.54
18	5016.72	38	6761.84
19	4982.98	39	6671.03
20	5187.64		

4. 抵押物价值分析

根据北京首佳出具的编号为估字第 FC20180000377 号的房地产估价报告，住总地产大厦作为办公、商业、库房出租经营使用，所在区域与估价对象相似的租售可比案例（同一供需圈内、用途一致、邻近区域）较多，可选择比较法对估价对象及市场租金进行估价。收益法适宜用于收益性物业评估，即为有经济收益或有潜在经济收益的房地产，住总地产大厦主要为办公及商业用途物业，目前已出租，且周边同类物业出租较多，易收集、了解租金水平，可采用收益法进行估价。北京首佳经过实地查勘与市场调查，将比较法、收益法结果进行算术平均对估价对象进行了测算，确定估价对象在满足全部假设和限制条件下于价值时点 2018 年 4 月 1 日的估价结果为 188019.00 万元。

联合资信认为北京首佳选取的估价方法合理有效，估价结果合理。

三、交易结构分析

1. 账户设置

根据交易文件约定，本项目设置了单一资金信托账户、信托账户/资产支持票据信托账户/募集资金账户/发行收入缴款账户、归集账户/监管账户、租金收款账户、发行收入缴款账户及贷款账户。

单一资金信托账户指单一资金信托受托人在保管银行开立的独立人民币银行结算账户，单一资金信托的一切货币收支活动，包括但不限于接收单一资金信托资金、接收借款人的本息还款、处置质押财产及抵押物的款项及其他应属单一资金信托的款项、分配单一资金信托利益、支付单一资金信托费用，均必须通过该账户进行。

在信托生效日当日或之前，受托人应以受托人的名称在保管银行开立独立的人民币信托账户/资产支持票据信托账户/募集资金账户/发行收入缴款账户，信托的一切货币收支活动，包括但不限于收付募集资金、存放信托资金、支付信托利益及相关税费、信托费用，均须通过该账户进行。

资产服务机构应于信托设立日或之前在监管银行开立归集账户/监管账户，专门用于归集租金及底层资产收益相关的其他款项现金流和现金流补足款（如有），受托人授权并要求资产服务机构按照《资产服务合同》的相关约定管理归集账户。租金收款账户指借款人设立的专项用于收取《租赁合同》项下租金款项的账户。贷款账户指借款人在潍坊银行开立的专门用于接收资金信托受托人发放的信托贷款资金的人民币银行结算账户。

2. 现金流归集及分配机制

(1) 触发事件定义

现金流归集及分配机制按照“加速清偿事件”、“违约事件”是否发生而有所差异。

加速清偿事件分为自动生效的加速清偿事

件和需经宣布的加速清偿事件。自动生效的加速清偿事件包括：(a)借款人/出质人、抵押人/差额补足人发生丧失清偿能力事件；(b)发生资产服务机构解任事件且未在 30 日内找到替代的后备资产服务机构；(c)信托财产灭失；(d)借款人未能足额支付当期应偿付的信托贷款本息，且借款人逾期偿还信托贷款本息超过八个工作日的（含 8 个工作日）；(e)差额补足人的主体信用评级被下调；(f)发起机构的主体信用评级被下调；(g)未经受托人书面同意，标的物业被抵押或转让至单一资金信托以外的第三方或设置其他权利负担，或以标的物业及其产生的收益为标的进行其他融资；(h)发生标的物业因城市建设需要被依法列入房屋拆迁范围，或因地震、火灾等不可抗力致使房屋损毁、灭失或造成其他损失的情形；(i)借款人未能在放款日后 3 个月内办理完毕标的物业抵押予单一资金信托受托人的第一顺位抵押登记手续；(j)发起机构与北京住总集团就北京住总集团授予发起机构标的物业经营管理权的《委托运营管理合同》在信托存续期内被解除、终止、撤销、认定无效，或做出对本次信托权益有重大不利影响的变更。

需受托人宣布的加速清偿事件包括：(a)借款人/出质人、抵押人/差额补足人发生可能导致无法按期足额兑付的违约行为，并且受托人合理地认为该等行为无法补救或在受托人发出要求其补救的书面通知后 30 天内未能得到补救；(b)委托人、借款人/出质人、抵押人/差额补足人在交易文件中提供的任何陈述、保证在提供时存在重大的虚假记载、误导性陈述或遗漏；(c)发生对委托人、受托人、借款人/出质人、抵押人/差额补足人或者基础资产及其附属担保权益或者底层资产有重大不利影响的事件；(d)交易文件的全部或部分被终止，成为或将成为无效、违法或不可根据其条款主张权利，并由此产生重大不利影响；(e)借款人出现可能影响

租金收取及信托贷款本息按期足额偿付的重大不利情形；(f)借款人、差额补足人被其他债权人因重大（标的金额达到或超过借款人最近一期经审计的净资产的5%）债务纠纷起诉(仲裁)或被法院(仲裁机构)作出查封、冻结、扣押财产的裁决或被法院作出强制执行的裁决，且由此产生重大不利影响的；(g)连续两个归集期间目标项目物业合计空置面积达到《质押合同》约定的可出租面积的20%以上（即空置率在20%以上）（因《租赁合同》到期导致租赁物单次空置时间在6个月内的情况除外）；(h)借款人连续4个归集期间累计归集的租金低于该4个归集期间对应的评估机构预测的累计租金预测值的70%；(i)因其他任何原因导致无法获取租金并可能对基础资产造成重大不利影响的；(j)发生受托人解任事件。

违约事件是指：(a) A类/B类资产支持票据应付未付信托利益未能在兑付日（或在资产支持票据持有人会议允许的宽限期内）足额支付A类/B类资产支持票据应付未付信托利益的；(b)受当时应偿付但尚未清偿的资产支持票据未能在法定到期日（或在资产支持票据持有人会议允许的宽限期内）对当时应偿付但尚未清偿的资产支持票据偿还本金的；(c)借款人未能按《票面利率调整及提前兑付协议》的约定足额支付提前兑付价款且差额补足人未能在差额补足划款日（含该日）前及时足额补足的；(d)交易文件的相关方（委托人、受托人、基础债务人、监管银行、单一资金信托保管银行、保管银行、差额补足人、担保人等）的主要相关义务未能履行或实现，导致对资产支持票据持有人权益产生重大不利影响，该重大不利影响情形在出现后30日内未能得到补正或改善，资产支持票据持有人会议做出决议宣布构成违约事件。

(2) 现金流的归集

资产服务机构应于每一个归集日下午十六点（16:00）前将租金收款账户中的租金全部作为归集款划转至归集账户，如还款日前的任一

一个归集日当日归集账户中归集的租金少于归集日当期应付信托贷款本息金额的，则资产服务机构应促使借款人用其他款项作为现金流补足款补足归集账户中的租金与当期应付信托贷款本息金额间的差额，并于该归集日作为归集款支付至归集账户，监管银行于监管银行核对日对归集账户中的归集资金进行核算。资产服务机构应确保借款人在缴款日后5个工作日内，将首期计息期间的所产生的单一资金信托费用、票据信托费用、单一资金信托保管费用、票据信托保管费用、单一资金信托对信托财产管理、运用或处分过程中发生的税费（包括但不限于增值税等相关税费）一次性支付至归集账户。

在未发生加速清偿事件或违约事件时，资产服务机构应根据《资产服务合同》和《信托合同》的约定将归集账户的归集资金在还款日前一个工作日中午十二点（12:00）前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。在发生加速清偿事件或违约事件后，资产服务机构应根据《资产服务合同》和《信托合同》的约定按照受托人届时的指示将归集账户归集的全部归集资金及时转付至单一资金信托账户。在信托贷款担保责任启动日，资产服务机构应在当日通知受托人，由受托人为资产支持票据持有人之利益，决定是否通过单一资金信托受托人行使抵质押权，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单一资金信托账户；发生加速清偿事件的，受托人应当通知或要求资产服务机构通知借款人于受托人或资产服务机构发出通知之日起三十（30）个工作日内支付其在《信托贷款合同》项下全部尚未偿付的信托贷款本息，划入单一资金信托账户，信托贷款提前到期。

单一资金信托受托人应按照单一资金信托合同及信托合同的相关约定，于每个单一资金信托分配日下午十四点（14:00）前将当期应付的单一资金信托利益支付至信托账户。发生加

速清偿事件的，受托人应当将划入单一资金信托账户资金于三（3）个工作日内扣除应付的单一资金信托费用及应付税费后划付至信托账户，并在加速清偿事件后起六（6）个月内的任意一日完成信托利益的分配；在违约事件发生后，受托人有权选择处置基础资产，并将所得价款划入信托账户，受托人应指令保管银行进行分配。

若发生差额补足启动事件，受托人或受托人授权的资产服务机构应及时于差额补足启动日通知差额补足人，差额补足人应于差额补足划款日将该期差额补足款资金足额划付至信托账户。

（3）现金流的分配

受托人应于每一个信托利益核算日向保管银行发出划款指令，指令保管银行将信托资金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）。

违约事件或加速清偿事件发生前的资金分配顺序为：(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专业意见所应付的报酬（如有）；(c)同顺序支付各参与机构报酬及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；(d)支付该信托利益核算日后第一个兑付日应支付的 A 类票据累计应付未付的利息；(e)支付该信托利益核算日后第一个兑付日应支付的 A 类票据的本金，直至 A 类票据的当期应付固定摊还本金清偿完毕；(f)支付该信托利益核算日后第一个兑付日应支付的 B 类票据的利息；(g)如该期对应的兑付日为 B 类票据的预期到期日，则支付 B 类票据的本金，直至 B 类票据的全部剩余本金清偿完毕；(h)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；(i)剩余资金作为发起机构可浮动的提前兑付权利维持费支付给发起机

构。详见附图 1 违约事件或加速清偿事件发生前的现金流。

违约事件发生后受托人有权选择处置基础资产，并将所得价款划入信托账户，资金分配顺序为：(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专业意见所应付的报酬（如有）；(c)同顺序支付各参与机构报酬及受托人、资产服务机构、保管银行各自可报销的费用支出总额（包括以往各期末付金额），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 A 类票据累计应付未付的利息；(e)支付 A 类票据的本金，直至 A 类票据的本金全部清偿完毕；(f)支付该信托利益核算日后第一个兑付日应支付的 B 类票据累计应付未付的利息；(g)支付 B 类票据的本金，直至 B 类票据的本金全部清偿完毕；(h)剩余资金作为发起机构可浮动的提前兑付权利维持费支付给发起机构。

发生加速清偿事件的，受托人应当通知或要求资产服务机构通知借款人于受托人或资产服务机构发出通知之日起三十（30）个工作日内支付其在《信托贷款合同》项下全部尚未偿付的信托贷款本息，信托贷款提前到期，在划入单一资金信托账户后三（3）个工作日内扣除应付的单一资金信托费用及应付税费后划付至信托账户，加速清偿事件发生后现金流分配顺序如下：(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专业意见所应付的报酬（如有）；(c)同顺序支付各参与机构报酬及受托人按照本合同的规定以固有财产垫付的费用（包括以往各期末付金额，如有），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 A 类票据累计应付未付的利息；

(e) 支付 A 类票据的本金，直至 A 类票据的本金全部清偿完毕；(f) 支付该信托利益核算日后第一个兑付日应支付的 B 类票据累计应付未付的利息；(g) 支付 B 类票据的本金，直至 B 类票据的本金全部清偿完毕；(h) 剩余资金作为发起机构可浮动的提前兑付权利维持费支付给发起机构。详见附图 2 违约事件或加速清偿事件发生后的现金流。

3. 结构化安排

(1) 超额抵押

北京首佳于评估基准日给予抵押物的评估价值为 188019.00 万元人民币，A 类票据相对抵押物评估价值的比率为 26.60%，A 类和 B 类票据相对抵押物评估价值的比率为 64.89%，形成超额抵押，对票据形成强有力的信用支持。

(2) 触发机制

本交易设置了加速清偿事件及违约事件触发机制。事件一旦触发将引致现金流归集和支付机制的重新安排。本交易当中，触发机制的安排在一定程度上缓释了事件风险的影响。

4. 外部信用支持

本交易设置了差额补足外部增信措施。差额补足人为住总集团，其主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，能够为资产支持票据提供较好的流动性支持及一定的信用支持。

根据交易文件约定：差额补足人承诺支付的差额补足款系指在差额补足启动日，信托账户中资金与信托计划当期应付的税费、当期应付的信托计划费用、当期应付的资产支持票据预期收益和当期应付的未偿本金的差额部分，以及与发生提前兑付时发起机构当期提前兑付所需支付款项的差额部分，承担差额补足义务，并无条件的在差额补足划款日将该期差额补足款资金足额划付至信托账户。

差额补足的启动条件包括：(a) 在信托终止日之前，系指截至任何一个兑付日前第 7 个工作日，信托账户内可供分配的资金不足以支付

相应的兑付日应付未付的税费、信托费用、资产支持票据的预期收益及本金。(b) 在发生加速清偿事件时，系指在《信托合同》约定的期限内借款人提前偿还的信托贷款本息、赔偿金、补偿金不足以覆盖所有应付未付的税费、信托费用、资产支持票据届时尚未获得支付或分配的所有预期收益和本金。(c) 在信托终止日之后，系指受托人根据经资产支持票据持有人大会审议通过的清算方案确认信托财产不足以覆盖所有应付未付的税费、信托费用、资产支持票据届时尚未获得支付或分配的所有预期收益和本金。(d) 在提前兑付的安排下，发起机构未按照受托人的要求足额支付当期提前兑付还款金额导致受托人无法向资产支持票据持有人兑付提前兑付所需支付的提前兑付价款，即截至提前兑付公告日后的第一个信托利益核算日，信托账户中可供分配给资产支持票据持有人的提前兑付款项少于应支付的提前兑付价款。

5. 担保机制

(1) 物业地产收益权质押

出质人自放款日起，将其因持有、经营住总地产大厦而享有的经营收益权或其他涉及住总地产大厦收益的其他合同（统称“物业合同”）项下债权质押给质押权人昆仑信托，为借款人在《信托贷款合同》项下的债务提供质押担保。双方应于本《质押合同》生效之日起 10 个工作日内到中国人民银行征信机构办妥质押登记手续。如质押财产在本合同签订时暂时无法办理质押登记的，甲方应当在质押财产符合办理质押登记条件后 10 个工作日内配合乙方办妥质押登记手续。物业地产收益权质押担保措施对票据底层还款来源的稳定性起到一定保障作用。

(2) 不动产抵押

本交易的抵押物为住总集团持有的住总地产大厦对应的房屋所有权及国有土地使用权。借款人及昆仑信托应于《抵押合同》签署后 3 个月内到有关登记部门办理抵押登记手续，将

昆仑信托登记为抵押财产的第一顺位抵押人。

根据北京首佳出具的抵押物估价报告显示，本交易标的物业涉及的抵押财产市场价值为 188019.00 万元。A 类票据相对抵押物评估价值的比率 26.60%，A 类和 B 类票据相对抵押物评估价值的比率为 64.89%，抵押物对 A 类、B 类票据的保障程度较高。不动产权利抵押担保措施对票据本金的偿付具有一定的保障作用。

总体来看，本交易所设置担保机制对票据本金和收益的偿付具有较好的信用支持作用。

6. 交易结构风险分析

(1) 持续运营风险

根据交易文件约定，信托贷款的期间主要还款来源为北京住总收取的租金收入及其它收入。因此，北京住总的持续稳定运营能力会影响本交易票据利息、本金的偿付。

北京住总作为住总集团在房地产开发业务板块最具规模、实力领先的子公司，在开发经验、品牌知名度等方面具有一定优势，营业收入规模近三年保持增长趋势，未来随着公司商品房项目的陆续销售以及保障房项目的结算，公司收入有望继续保持增长，公司综合实力将进一步增强。总体来看，北京住总运营状况稳定，历史运营收入稳定，持续运营风险较低。

(2) 混同风险

若借款人信用状况恶化，丧失清偿能力甚至破产，质押财产所涉及的特定期间的收入与

借款人的其他资金发生混同，从而给本交易基础资产造成损失。

本交易设置了账户监管机制，资产服务机构应当按半年将底层租金收入划转至监管账户，划转频率尚可；资产服务机构住总开发主营业务收入稳步增长，预测未来主营业务继续稳定发展，一定程度上可缓释本交易基础资产现金流的混同风险。

(3) 流动性风险

本交易中，基础资产当期所产生的收益可能不足以按时支付票据利息及各项相关税费，从而产生流动性风险。

本交易底层租金收入对 A 类票据期间应付本息的保障程度较高，同时本交易设置了差额补足启动事件，上述安排能够较为有效地缓释资产支持票据本息兑付面临的流动性风险。

(4) 投资风险

本信托存续期间，受托人可以将信托账户中的资金进行合格投资，这将使信托资产面临一定的再投资风险。

针对这一风险，本交易制定了较为严格的合格投资标准，即受托机构将信托账户内的资金在闲置期间按《信托合同》的约定以活期存款、定期存款、通知存款、协定存款或银行理财产品的方式存放联合资信给予主体长期信用等级高于或等于 AAA 级的金融机构。当保管银行属于合格实体时，合格投资只与保管银行进行。严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

四、定量分析

联合资信通过使用偿债覆盖倍数（偿债覆盖倍数=当期净现金流/当期的中介机构费用、利息和本金的偿付额，即 DSCR）和按揭比率（按揭比率=贷款金额/标的物业评估价值，即 LTV）两个指标来定量评估本交易的信用风险。

1. 偿债覆盖倍数

偿债覆盖倍数反映了在各偿还时点上，本交易可分配资金对各档票据各期本息支出的覆盖水平，是评估违约可能性的关键指标。

(1) 一般情景下 DSCR 测算

在一般情景下，根据首佳评估对标的物业未来物业运营净收入的预测，假设 A 类票据的

发行利率为 6.0%，B 类票据的发行利率为 6.3%，联合资信根据本交易偿付安排，测算在一般情景下各档票据的偿债覆盖倍数水平，以

判断本交易的现金流入状况对各档票据本息支出的保障程度。本交易中 39 期收入现金流对票据利息及本金偿付能力情况详见表 8。

表8 一般情景下A类和B类票据DSCR水平

单位：万元/倍

兑付日	回收款	A类票据 DSCR	B类票据 DSCR	兑付日	回收款	A类票据 DSCR	B类票据 DSCR
第1个	3304.25	1.49	0.59	第21个	5121.42	1.74	0.98
第2个	2836.45	1.50	0.68	第22个	5346.11	1.84	1.03
第3个	2988.65	1.58	0.72	第23个	5274.34	1.85	1.03
第4个	3507.14	1.68	0.80	第24个	5505.93	1.96	1.08
第5个	3237.91	1.56	0.75	第25个	5431.99	1.98	1.08
第6个	3778.61	1.66	0.83	第26个	5670.22	2.09	1.14
第7个	3727.13	1.66	0.83	第27个	5632.11	2.12	1.14
第8个	4048.72	1.80	0.89	第28个	5832.56	1.87	1.08
第9个	4046.87	1.82	0.90	第29个	5761.01	1.90	1.09
第10个	4486.21	1.59	0.88	第30个	6012.85	2.02	1.14
第11个	4431.55	1.59	0.88	第31个	5932.2	2.04	1.15
第12个	4588.27	1.66	0.91	第32个	6191.11	2.17	1.21
第13个	4532.07	1.67	0.91	第33个	6108.13	2.20	1.21
第14个	4730.18	1.76	0.95	第34个	6373.96	2.35	1.28
第15个	4666.74	1.76	0.95	第35个	6331.33	2.39	1.29
第16个	4871.05	1.85	0.99	第36个	6558.13	2.13	1.22
第17个	4805.71	1.86	0.99	第37个	6477.54	2.16	1.23
第18个	5016.72	1.96	1.04	第38个	6761.84	2.32	1.30
第19个	4982.98	1.98	1.04	第39个	6671.03	2.00	0.09
第20个	5187.64	2.08	1.09	-	-	-	-

测试结果表明，在一般情景下，A 类票据各期 DSCR 均在 1.49 倍以上，表明租金收入对 A 类票据的期间本息支出保障程度较好；B 类票据多期 DSCR 均不到 1.00 倍，B 类票据期间利息的支付前期依赖于北京住总的其他经营收入，如仍存在差额部分，可依赖于住总集团的差额补足，联合资信给予住总集团的主体长期信用等级为 AA⁺，住总集团作为本交易差额补足承诺人，能够很好的保证 B 类票据的利息支付。A 类票据和 B 类票据本金与利息的最终兑付还依赖于借款人北京住总的再融资能力和抵押物的

变现价值。

(2) 压力情景下 DSCR 测算

本交易现金流会受到标的物业租金增长率、空置率、租金价格水平等因素影响，联合资信综合考虑了上述因素，对现金流进行加压调整；同时，联合资信考虑到发行利率的上浮会影响预计本息支出金额，进而影响票据各期的 DSCR 水平，联合资信对利率进行了压力调整。假设净现金流下降 20%，A 类票据和 B 类票据发行利率均上浮 100bp，我们测算了组合压力情景下本交易的 DSCR 水平，详见表 9。

表 9 组合压力情景下 A 类和 B 类票据 DSCR 单位：万元/倍

兑付日	回收款	A 类票据 DSCR	B 类票据 DSCR	兑付日	回收款	A 类票据 DSCR	B 类票据 DSCR
第 1 个	2643.40	1.02	0.41	第 21 个	4097.14	1.30	0.71
第 2 个	2269.16	1.05	0.47	第 22 个	4276.89	1.38	0.74
第 3 个	2390.92	1.11	0.50	第 23 个	4219.47	1.39	0.75
第 4 个	2805.71	1.19	0.56	第 24 个	4404.74	1.47	0.78
第 5 个	2590.33	1.11	0.52	第 25 个	4345.59	1.49	0.78
第 6 个	3022.89	1.19	0.58	第 26 个	4536.18	1.58	0.82
第 7 个	2981.70	1.19	0.58	第 27 个	4505.69	1.60	0.83
第 8 个	3238.98	1.29	0.63	第 28 个	4666.05	1.43	0.79
第 9 个	3237.50	1.30	0.63	第 29 个	4608.81	1.45	0.80
第 10 个	3588.97	1.16	0.63	第 30 个	4810.28	1.55	0.84
第 11 个	3545.24	1.16	0.62	第 31 个	4745.76	1.57	0.84
第 12 个	3670.62	1.22	0.65	第 32 个	4952.89	1.68	0.89
第 13 个	3625.66	1.23	0.65	第 33 个	4886.50	1.70	0.89
第 14 个	3784.14	1.29	0.68	第 34 个	5099.17	1.82	0.94
第 15 个	3733.39	1.30	0.68	第 35 个	5065.06	1.86	0.95
第 16 个	3896.84	1.36	0.71	第 36 个	5246.50	1.67	0.91
第 17 个	3844.57	1.37	0.71	第 37 个	5182.03	1.70	0.91
第 18 个	4013.38	1.44	0.74	第 38 个	5409.47	1.83	0.97
第 19 个	3986.38	1.46	0.74	第 39 个	5336.82	1.59	0.07
第 20 个	4150.11	1.54	0.78	-	-	-	-

测试结果表明，在组合压力情景下，A 类票据各期 DSCR 均在 1.00 倍以上，测算结果表明在压力情景下本交易 A 类票据的本息可以正常兑付；B 类票据期间利息的支付依赖于北京住总的其他经营收入，如仍存在差额部分，可依赖于住总集团的差额补足，联合资信给予住总集团的主体长期信用等级为 AA⁺，住总集团作为本交易差额补足承诺人，能够很好的保证 B 类票据的利息支付。A 类票据和 B 类票据本金与利息的最终兑付还依赖于借款人北京住总的再融资能力和抵押物的变现价值。

2. 按揭比率

根据首佳评估出具的《住总地产大厦估值报告》，首佳评估最终确定抵押物的评估价值为 188019.00 万元。按此计算，A 类票据 LTV 为 26.60%，B 类票据 LTV 为 64.89%，抵押担保

措施对 A 类票据和 B 类票据本金的偿付具有较好的保障作用。

结合标的物业所处区域、设计特征、施工质量、交通便利程度、物业运营情况等多个因素，联合资信将谨慎考虑首佳评估给出的评估价值，通过调整租金收入水平、租金增长率、资本化率等变量，测算标的物业在区域经济或行业波动等压力情境下，抵押物价值的变化情况。测算结果表明，如受托人行使《抵押合同》项下的担保权利，抵押物在压力情景下的抵押物价值扣除成本、税费后仍可覆盖 A 类票据和 B 类票据应付未付本息。

总体来看，本交易 A 类票据的 DSCR 和 LTV 两个指标均能够达到联合资信 AAA_r 级信用水平的参量要求；B 类票据利息主要依赖于北京住总的其他经营收入，如仍存在差额部分，可依赖于住总集团的差额补足，联合资信给予

住总集团的主体长期信用等级为 AA⁺，住总集团作为本交易差额补足承诺人，能够很好的保

证 B 类票据的本息支付。

五、主要参与方履约能力

1. 发起机构/借款人基础债务人/出质人

本交易的借款人为北京住总房地产开发有限责任公司。北京住总成立于 2002 年 01 月，法定代表人为李作扬，截止 2018 年 3 月底，公司注册资本人民币 89390.4162 万元。公司为住总集团控股子公司，公司性质为地方国有企业，实际控制人为北京市国资委。北京住总股东及其持股情况如表 10 所示：

表 10 北京住总股东及持股比例 单位：%

股东名称	持股比例
北京住总集团有限责任公司	80.78
北京住总第三开发建设有限公司	7.90
北京住总第一开发建设有限公司	5.26
北京住总实业投资控股有限公司	2.63
北京住总正通市政工程有限公司	2.11
北京住总第六开发建设有限公司	1.32

截止 2017 年底，公司（合并）资产总额 227.94 亿元，所有者权益合计 43.71 亿元（其中少数股东权益 9.13 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 50.61 亿元，利润总额 3.35 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 255.69 亿元，所有者权益 44.62 亿元（其中少数股东权益 9.23 亿元）；2018 年 1 至 3 月，公司实现营业收入 4.74 亿元，利润总额 0.93 亿元。

北京住总财务数据入表 11 所示。

表 11 北京住总财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	25.69	44.48	24.39	27.78
资产总额(亿元)	219.62	259.08	227.94	255.69
所有者权益(亿元)	35.64	43.47	43.71	44.62
短期债务(亿元)	56.19	68.60	52.53	52.03
长期债务(亿元)	107.95	96.60	99.50	118.25
全部债务(亿元)	164.14	165.20	152.03	170.29
营业收入(亿元)	22.55	49.31	50.61	4.74

利润总额(亿元)	2.71	3.19	3.35	0.93
EBITDA(亿元)	13.19	11.41	12.00	--
经营性净现金流(亿元)	38.29	19.11	-12.26	-14.14

注：2018 年 1-3 月财务数据未经审计。

(1) 经营分析

北京住总具有国家一级房地产开发资质，主营保障房、商品房开发及自持物业出租业务；此外公司还从事酒店经营、咨询服务以及供热等业务。

2015 年至 2017 年公司分别实现主营业务收入 21.94 亿元、49.31 亿元和 50.36 亿元。公司主营业务收入主要来源于房地产开发业务收入，近三年占比均超过 99%。房地产开发业务规模年均复合增长 52.05%，近三年收入分别为 21.78 亿元、49.09 亿元和 50.36 亿元，2016 年房地产业务收入同比增长 125.39%，主要系西长安壹号及门头沟砖厂项目结转收入所致；2017 年，房地产业务收入增至 50.36 亿元，主要为商品房和保障房的销售收入，其中商品房和保障房分别实现收入 36.96 亿元和 11.98 亿元。

从盈利情况来看，近三年，公司综合毛利率分别为 38.22%、28.82%和 24.75%。由于公司房地产业务收入占营业收入比重较大，因此其毛利率水平对公司整体毛利率水平影响大。近三年，房地产业务毛利率逐年下降，分别为 38.13%、28.76%和 24.64%，主要系毛利率较低的保障房等项目结转收入增加所致。2018 年 1 至 3 月，公司实现主营业务收入 4.74 亿元，其中房地产业务收入 4.68 亿元，占营业收入的 98.73%。从盈利来看，2018 年 1 至 3 月，公司综合毛利率增长至 25.78%，其中房地产业务收入毛利率增长至 25.57%，较 2016 年增加 0.93 个百分点。

(2) 财务分析

资产方面，2015 至 2017 年公司资产总额年均复合增长 1.88%。截至 2017 年底，公司资产总额 227.94 亿元，其中流动资产占 84.59%，非流动资产占 15.41%，资产结构以流动资产为主；流动资产中，存货占比较高，占 77.49%；非流动资产中，投资性房地产占比较高，占 68.08%。公司资产流动性较弱。

负债方面，2015 至 2017 年公司负债总额波动幅度较大，分别为 183.97 亿元、215.61 亿元和 184.22 亿元。截止 2017 年底，公司负债结构中流动负债占 56.30%，非流动负债占 43.70%；流动负债中，其他应付款占比较高，占 53.60%；非流动负债全部由长期借款构成。

盈利方面，2015 至 2017 年公司营业收入快速增长，年均复合增长 49.80%；营业利润率有所下降，分别为 21.75%、16.18%和 15.84%；公司期间费用控制能力有所提升，占营业收入比重分别为 32.20%、13.49%和 11.18%。公司整体盈利水平一般。

现金流方面，2015至2017年公司经营活动产生的现金流量净额持续下降，分别为38.29亿元、19.11亿元和-12.26亿元；公司筹资活动产生的现金流净额波动下降，分别为-31.95亿元、4.49亿元和-14.32亿元。公司近年现金流状况波动大，经营活动现金流净额持续下降，筹资活动前现金流量净额持续下降；考虑到公司在建及拟建项目投资规模，未来其外部筹资需求较大。

总体来看，北京住总股东实力强、主营业务及财务状况稳定，联合资信会持续关注其履约能力。

2. 受托人

本交易的受托人为平安信托有限责任公司（以下简称“平安信托”）。平安信托的前身为成立于 1994 年的中国工商银行珠江三角洲金融信托联合公司。1996 年，经中国人民银行批

复同意，中国平安保险（集团）股份有限公司收购了该公司股权，收购完成后更名为平安信托投资公司截止 2017 年底，平安信托注册资本为 130 亿元，股东为中国平安保险（集团）股份有限公司，占比 99.88%，上海市糖业烟酒（集团）有限公司，占比 0.12%。

截至 2017 年末，平安信托信托业务规模达到 6527.56 亿元，资产总额 279.08 亿元；所有者权益 239.14 亿元；2017 年全年实现营业收入 60.25 亿元，净利润 39.07 亿元。

平安信托根据风险状况和控制环境的变化，持续优化内部控制机制。平安信托遵循“以制度为基础、以风险为导向、以流程为纽带”的思路，强化内部控制日常化运作机制，持续提升内控工作的水平和效果。

平安信托根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国信托法》、《信托公司管理办法》、《信托公司治理指引》及《企业内部控制基本规范》等国家相关法律法规和《公司章程》的要求，建立了由股东会、董事会、监事会和高级管理层组成的法人治理结构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间分工配合、相互协调、相互制衡的运行机制。公司完善的法人治理结构为公司内部控制目标的实现提供了合理保证。

信用风险方面，平安信托持续完善信用风险的管理架构，规范投融资业务管理流程，及时出台配套的管理制度，完善制度体系。在风险管控方面，平安信托对于项目的甄选，制定严格的准入标准和各类业务风险策略；在风险与收益方面，公司持续完善量化管理体系，有效运用量化管理工具；在风险处置方面，设置专业的不良资产清收团队等。

总体来看，平安信托股东实力强、财务实力稳健、内部风控体系较为完整，本期交易因受托机构尽职能力或意愿而引发风险的可能性相对较小。

3. 保管银行/资金保管机构/监管银行

本交易的保管银行/资金保管机构为北京银行股份有限公司中关村分行，本交易的监管银行为北京银行股份有限公司友谊支行。

北京银行经中国人民银行批准于 1995 年 12 月 28 日在北京市注册成立，成立时的名称为北京城市合作银行。2004 年 9 月 28 日，根据中国银行业监督管理委员会北京监管局的批复，更名为北京银行股份有限公司。2007 年 9 月 19 日，北京银行在上海证券交易所挂牌上市。

截至 2017 年末，北京银行资产总额 23298.05 亿元，股东权益合计 1748.44 亿元；不良贷款率 1.24%，不良贷款拨备覆盖率 265.57%，资本充足率 12.34%，核心一级资本充足率 8.83%；2017 年，北京银行实现营业收入 503.53 亿元，同比增长 6.10%，利润总额 228.20 亿元。截至 2017 年末，北京银行托管资产规模达到 18645 亿元。

基于北京银行稳健的经营状况、丰富的托管经验，联合资信认为本交易中因资金托管机构引起的操作和履约风险极低。

4. 单一资金信托保管银行

本交易的单一资金信托保管银行为中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）北京分行。

民生银行成立于 1996 年，是我国首家主要由非公有制企业入股的全国性股份制商业银行。2000 年 12 月，民生银行 A 股股票在上海证券交易所挂牌上市。2009 年 11 月，民生银行在香港联交所主板上市交易。截至 2017 年 9 月 30 日，民生银行第一大股东为香港中央结算（代理人）有限公司，持股比例为 18.91%。

截至 2017 年年末，民生银行资产总额为 59020.86 亿元，贷款余额为 28043.07 亿元，不良贷款率为 1.71%，不良贷款拨备覆盖率为 155.61%，拨贷比为 2.66%，资本充足率为 11.85%，一级资本充足率为 8.88%。2017 年，

民生银行实现营业收入 1442.81 亿元，利润总额为 605.62 亿元。

截至 2017 年 12 月 31 日，中国民生银行资产托管总规模达到 7.74 万亿元。其中，纯托管业务规模 4.2 万亿，占比 37.3%，从产品规模结构来看，其中，信托计划、银行理财、券商资管和基金专户规模占比较大，均超过 10%，合计规模占比达 61.38%，托管产品结构日趋优化。

总体看来，民生银行公司治理规范、财务状况优良、风控能力很强，托管经验丰富。联合资信认为本交易中因资金保管机构引起的操作和履约风险极低。

5. 增信主体/差额补足人/抵押人

本交易的差额补足人、抵押人为北京住总集团有限责任公司。

住总集团前身是由中国建设总公司二局、北京建筑工程总公司第三分公司及北京市房管局于 1983 年 5 月组建的北京市住宅建设总公司。公司经改制、增资后，截止 2018 年 5 月底，公司注册资本为 134135 万元，公司股东为北京市国有资产监督管理委员会，持股 100%。

截止 2017 年底，公司（合并）资产总额 1115.84 亿元，所有者权益合计 216.01 亿元（其中少数股东权益 159.21 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 380.43 亿元，利润总额 10.04 亿元。住总集团财务数据入表 12 所示。

表 12 住总集团财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产（亿元）	62.00	119.24	117.55	108.97
资产总额(亿元)	512.72	798.76	1115.84	1162.59
所有者权益(亿元)	82.38	158.35	216.01	216.01
短期债务（亿元）	116.48	137.74	131.09	129.97
长期债务（亿元）	148.70	221.94	436.30	481.90
全部债务(亿元)	265.18	359.68	567.39	611.88
营业收入(亿元)	217.10	310.37	380.43	77.06
利润总额（亿元）	4.89	8.26	10.04	2.06
EBITDA(亿元)	18.72	21.00	40.97	-
经营性净现金流（亿元）	21.99	-81.68	-237.74	-32.12

注：2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

公司作为国有独资公司，一直以来致力于按照现代企业制度要求完善公司治理，切实提高整体运营和风险管控能力。公司设有董事会、监事会和党委。董事会下设董事会秘书部。党委下设纪委、组织部、宣传部、党校、工会、团委、党委办公室。公司设有行政保卫部、法律事务部、财务部、审计监察部、人力资源部、改革发展部、办公室七个职能部门和资产管理部、安全监管部、技术质量部、施工管理部、市场拓展部五个投资管理部门。公司经营业务主要由下属七个集团公司事业部负责，包括工程总承包部、海外部、房地产经营部、内部银行、管理人员培训中心、科技开发中心、人力资源开发服务中心。

(1) 经营分析

住总集团主要从事建筑施工和房地产开发，是目前北京市四家大型城市建设企业之一，

开发资质齐全。在建筑施工领域，公司拥有房屋建筑工程总承包特级资质，市政公用工程施工总承包一级、机电工程施工总承包一级、钢结构工程专业承包一级、建筑装饰装修工程专业承包一级、地基基础工程专业承包一级资质。北京住总集团主营业务主要包括建安与市政施工、房地产开发、文体商贸与现代服务等。

2015 至 2017 年住总集团营业收入持续增长，年均复合增长 20.62%。2016 年公司主营业务收入较 2015 年同比增长 43.37%，主要原因是公司房地产业务收入同比大幅扩张所致，同时住总集团房地产业务收入占主营收入比重由 2015 年 24.76% 上升至 39.91%。2017 年度，住总集团主营业务收入合计为 378.54 亿元，较 2016 年末增加了 69.28 亿元，增幅为 22.40%，主要原因为住总集团房地产开发板块收入持续增长所致。住总集团主营业务情况如表 13 所示。

表 13 住总集团近三年主营业务收入情况表

单位：万元/%

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
建安与市政施工	103.88	48.16	101.12	32.70	118.23	31.23	28.60	37.1
房地产开发	53.41	24.76	123.44	39.91	157.37	41.57	15.92	20.7
生产性服务业务及其他	58.43	27.09	84.70	27.39	102.95	27.20	32.53	42.2
合计	215.72	100.00	309.26	100.00	378.54	100.00	77.06	100.00

资料来源：住总集团提供

公司拥有建安与市政施工、房地产开发、文体商贸与现代服务三大板块，整合上下游资源优势，形成了一体化的运营模式：同时拥有设计、开发、物业管理、配套能力，采用采购、设计、施工、服务一体化的全产业链业务，战略物资采用内部供应以及外部集中采购的模式有效地控制了公司成本，达到全链条均有利润贡献，整体达到利润最大化的效果，综合竞争实力强。

建安与市政施工方面，公司成立之初，根

据北京市专业施工规划，以北京市的住宅建设、维修为主要业务。目前，公司在建的建安工程主要位于北京。截至 2018 年月底，公司在建建安工程主要包括北京城市副中心行政办公区 A3、A4 号楼工程、北京城市副中心职工周转房（北区）项目二标段、新馨苑住宅区 657 地块住宅项目、通州口岸（YZ00-0606-0015 地块）项目、朝阳区黑庄户定向安置房项目、门头沟区采空棚户区改造城子 D 地块定向安置房项目（1 标段）、朝阳区百子湾保障房项目公租房地

块第一标段、丰台区高立庄西城区旧城保护定向安置房项目三期工程、北京市通州区潞城镇棚户区改造土地开发项目 A 区杨坨三号地安置房施工总承包（二标段）、北京市冰上项目训练基地 1 标段（综合馆）等，主要在建建安工程合同总金额为 90.20 亿元，累计施工产值 44.40 亿元。

房地产开发方面，公司下属子公司北京住总、北京金第房地产开发有限责任公司（以下简称“北京金第”）和北京祥业房地产有限公司（以下简称“北京祥业”）等是公司房地产业务的经营主体，其中，北京住总和北京金第具有国家一级房地产开发资质，公司房地产开发项目以北京区域为主，从项目类型来看，北京住总主要从事北京市危改小区的住宅开发以及廉租房、经济适用房、两限房等保障性住房的开发等，同时有少量商品房开发；北京金第、北京祥业主要从事商品房的开发。公司土地一级开发业务由子公司天津京城投资开发有限公司、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、天津京宝置地有限公司和北京住总绿都投资开发有限公司完成。

生产性服务方面，公司的生产性服务业务主要是围绕建筑施工、房地产开发的上下游辅助业务，主要包括混凝土生产、钢材物质贸易、设计、物业管理、工程监理以及装饰等业务。贸易物流方面，该业务经营主体为北京住总商贸控股集团有限公司，主要为公司建筑施工和房地产开发提供物资供应和物流服务。建筑设计及物业方面，北京市住宅建筑设计研究院有限公司、北京住总劳务开发有限公司、北京市北宇物业服务公司和北京住总京体体育文化有限公司为该业务经营主体。

总体来看，公司将继续立足北京市，同时积极开展面向全国的房地产开发业务、公建业务，并努力发展海外业务。联合资信同时也关注到，伴随公司各板块业务规模的扩大，未来投资需求将对公司形成一定的资金压力。

（2）财务分析

资产方面，2015 至 2017 年公司资产总额稳步增长，年均复合增长 29.59%。资产构成以流动资产为主；流动资产中，存货占比较高，2015 至 2017 年末存货占流动资产的 59.72%、60.34%、57.03%；非流动资产中，长期应收款规模快速增长，主要来自于下属子公司土地整理业务形成的土地整理及拆迁安置款，2015 至 2017 年末长期应收款占非流动资产的 0.00%、58.82%、80.96%。公司资产流动性较一般，资产质量尚可。

负债方面，2015 至 2017 年公司负债总额稳步增长，年均复合增长 15.67%。流动负债中，其他应付款占比较高，2015-2017 年末其他应付款占流动负债的 23.49%、21.93%、26.11%；非流动负债中，长期借款占比较高，2015 至 2017 年末长期借款占非流动负债的 92.68%、77.68%、84.55%。

盈利方面，2015 至 2017 年公司营业收入稳步增长，年均复合增长 20.56%，主要来自于建筑施工业务、房地产开发收入及生产服务业务收入。

现金流方面，2015 至 2017 年公司经营活动现金净流量大幅减少，分别为 21.99 亿元、-81.68 亿元、-237.74 亿元，主要原因系公司经营活动现金流出较同期大幅增加所致。投资活动现金净流量呈波动的趋势，主要受企业投资活动安排，投资活动现金流出波动较大所致；公司筹资活动产生的现金净流量快速增长，主要系公司 2016 年银行借款以及发行债券等融资活动增加所致。整体看，公司经营活动现金流量净额不能满足公司投资活动和债务偿付的需要，仍存在较大对外筹资压力。

总体来看，公司资产大幅增长，仍以流动资产为主，公司货币资金相对充足，但应收款项和存货规模较大，且由于存货以房地产开发成本为主，易受行业影响，变现能力具有一定的不确定性，整体看，公司资产质量尚可，资

产流动性一般。

整体来看，住总集团股东实力强、主营业务及财务状况稳定，联合资信评定其主体长

期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，联合资信会持续关注其履约能力。

六、法律要素分析

本交易严格遵照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国信托法》、《中华人民共和国中国人民银行法》、《信托公司管理办法》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》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”）发布的《非金融企业债务融资工具注册发行规则》、《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具募集说明书指引》等相关规则指引，以及其他现行有效的法规与规范的相关规定开展。

联合资信收到的法律意见书表明：本项目项下各交易以及资产支持票据在全国银行间债券市场的发行不违反《合同法》《信托法》《票据指引》《注册规则》以及其他现行有效的法律、行政法规的规定，符合交易商协会相关规则指引的要求；本项目各交易参与方合法设立并有

效存续，具有参与本项目项下各交易环节的相应资质，并已取得必要内部授权、批准；交易文件不违反中国现行有效的法律、行政法规，在交易文件各自约定的生效条件全部满足后，交易文件构成签署方合法的、有效的和有约束力的义务，交易文件的各方可按照交易文件的条款针对各相对方主张权利，除非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；在交易商协会对本项目注册完成后，如果各方均依据《信托合同》《承销协议》发行和销售资产支持票据，资产支持票据将会被合法有效地发行和销售，且资产支持票据持有人有权获得《信托合同》规定的权利、权益和利益。发起机构应根据《管理办法》及《信息披露规则》的规定履行信息披露义务。

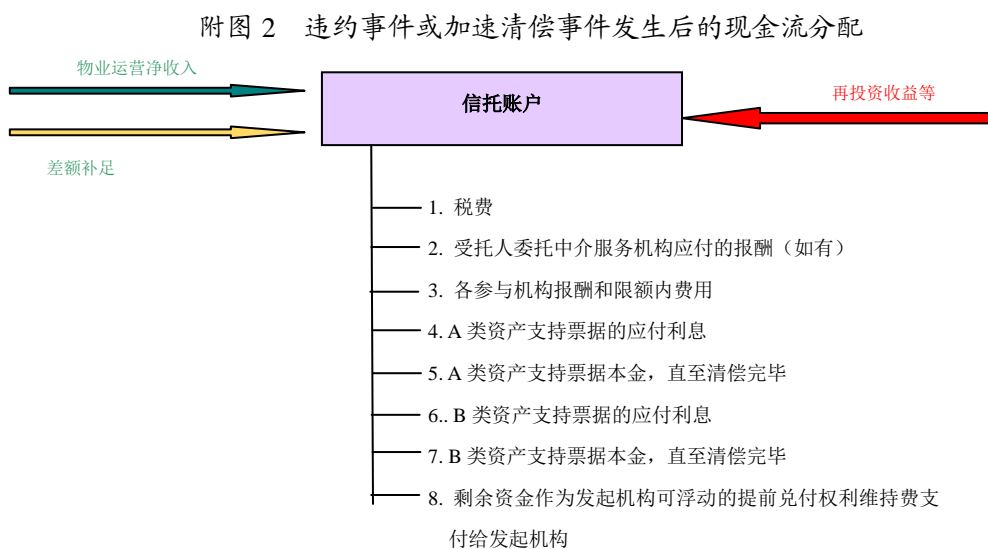
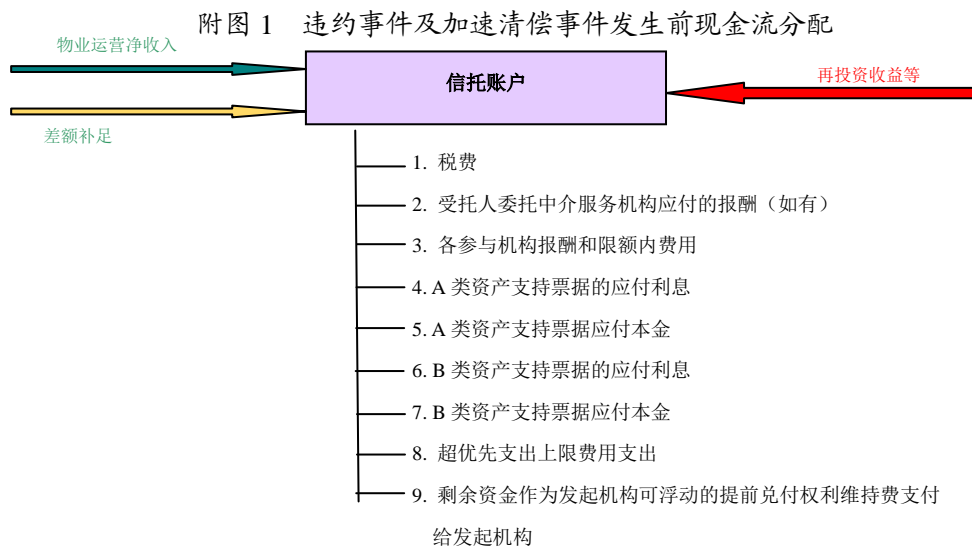
七、评级结论

联合资信对本计划所涉及的基础资产、交易结构、法律要素、有关参与方履约及操作风险等因素进行综合考量，并对基础资产进行信用分析、交易结构分析、现金流分析的基础上，考虑到差额补足义务人的偿付能力和偿付意愿，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”的评级结果为：A 类资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}，B

类资产支持票据的信用等级为 AA⁺_{sf}。

上述 A 类资产支持票据的评级结果反映了该票据利息获得及时偿付和本金于法定到期日或之前获得及时足额支付的能力极强，违约风险极低；B 类资产支持票据的评级结果反映了该票据利息获得及时偿付和本金于法定到期日或之前获得及时足额支付的能力很强，违约风险很低。

附图 现金流支付机制



附件 1 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具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。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}、C_{sf}。除 AAA_{sf} 级、CCC_{sf} 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

等级		含义
投资级	AAA _{sf}	属最高级票据，其还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA _{sf}	属高级票据，其还本付息能力很强，违约风险很低。
	A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低。
	BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级。
投机级	BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
违约级	C _{sf}	不能偿还债务。

联合资信评估有限公司关于 北京住总房地产开发有限责任公司 2018 年度第一期 资产支持票据跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在“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”资产支持票据的信用等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。

北京住总房地产开发有限责任公司/平安信托有限责任公司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，包括但不限于资产服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或“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”资产支持票据信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“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”资产支持票据信用等级有效期内，进行不定期跟踪评级，并随时据实进行信用等级调整并告知相关权利人。

基础资产如发生重大变化，或发生可能对“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”资产支持票据信用状况产生较大影响的突发事件，北京住总房地产开发有限责任公司/平安信托有限责任公司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“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”相关信息，如发现“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”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“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”信用等级产生较大影响事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如北京住总房地产开发有限责任公司/平安信托有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对“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”资产支持票据信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与北京住总房地产开发有限责任公司/平安信托有限责任公司联系，并及时出具跟踪评级报告和结果。