

# 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 2019 年跟踪评级报告》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、准确性、完整性负责。

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十六日



# 信用等级公告

联合〔2019〕2456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”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“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“A 类资产支持票据”的信用等级为  $AAA_{sf}$ ；“B 类资产支持票据”的信用等级由  $AA_{+sf}$  上调为  $AAA_{sf}$ 。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇一九年七月二十六日



# 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 2019 年跟踪评级报告

## 评级结果:

票据名称	存续规模 (万元)		占比 (%)		信用等级	
	本次	首评	本次	首评	本次	首评
A 类资产支持票据	50000.00	50000.00	40.98	40.98	AAA <sub>sf</sub>	AAA <sub>sf</sub>
B 类资产支持票据	72000.00	72000.00	59.02	59.02	AAA <sub>sf</sub>	AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub>
<b>合计</b>	<b>122000.00</b>	<b>122000.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	—	—

## 跟踪评级基准日:

信托设立日: 2018 年 11 月 6 日  
 票据预计到期日: 2038 年 4 月 28 日  
 本次跟踪期间: 2018 年 11 月 6 日~2019 年 4 月 28 日  
 跟踪基准日: 2019 年 4 月 28 日

## 跟踪评级报告日:

2019 年 7 月 26 日

## 分析师

马莉 欧阳睿

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto: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 9 层 (100022)

网址: <http://www.lhratings.com>

## 评级观点

联合资信评估有限公司 (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”交易项下基础资产的信用表现、交易结构的稳健性、参与机构履职情况等进行了持续的跟踪和监测。经过跟踪评级测算和分析, 联合资信认为截至本次跟踪基准日, “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”的基础资产信用状况良好, 主要参与机构履职能力稳定, 其中差额补足义务人北京住总集团有限责任公司 (以下简称“住总集团”) 的履约能力进一步增强, 主体长期信用等级调整为 AAA。

鉴于此, 联合资信确定维持 A 类资产支持票据的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>, B 类资产支持票据的信用等级由 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub> 提升为 AAA<sub>sf</sub>。

## 优势

1. 截止跟踪基准日, 本交易目标资产归集租金收入 2611.64 万元, 收入情况良好; 资产评估机构给予抵押物的评估价值为不低于初始评估值 188019.00 万元, A 类资产支持票据相对抵押物评估价值的比率为不高于 26.60%, A 类和 B 类资产支持票据合计相对抵押物评估价值的比率为不高于 64.89%, 抵押担保措施对票据偿付的保障程度较首评变化不大。
2. 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 AAA, 评级展望为稳定。差额补足机制的设置为资产支持票据提供了极强的流动性支持和信用支持。

## 关注及风险缓释

1. 目标资产的部分租金合同期限不能覆盖信托计划存续期，存在因承租人提前退租或者停止续租，导致空置率上升或者租金价格下降的情况，从而给租金收入的实现带来一定的负面影响。

风险缓释：本交易设置了差额支付机制，住总集团作为差额支付人对资产支持票据本息的及时足额偿付提供连带责任差额补足义务，上述安排能够较好地缓释上述风险。

2. 本交易资产支持票据的信用等级对差额支付人的主体长期信用依赖程度很高。

风险缓释：联合资信将对住总集团的偿债能力及偿债意愿持续关注。

3. 商业地产与经济增速紧密关联，整体来看，中国商业地产地价已处高位，在地产企业融资加大背景下，商业地产开发投资有所降温，逐渐趋于理性。长期来看，商办土地市场总体仍存在较大的供给压力。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发行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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至“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”项下资产支持票据到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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、交易概要

本交易发起机构为北京住总房地产开发有限责任公司（以下简称“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。

本交易共设置两档资产支持票据，A类资产支持票据和B类资产支持票据（以下简称“票据”），本交易A类票据采用固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定，实际发行利率为5.50%，预计存续期限20年，按半年还本付息；B类票据采用固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定，实际发行利率为5.70%，预计存续期限20年，B类票据按半年付息，到期一次性还本。

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。

截止跟踪基准日，目标物业已经抵押给资金信托受托人昆仑信托。

## 二、票据兑付情况

本交易信托计划于2018年11月6日成立，实际发行票据金额12.20亿元，其中A类票据5.00亿元，B类票据7.20亿元。本信托计划于2019年4月28日进行一次兑付，向A类票据支付利息1303.42万元，向B类票据支付利息1945.18万元，按照票据本金偿

还计划，本次兑付日无需偿还票据本金。

跟踪期内，各档票据均已按照计划正常兑付，住总开发与北京住总集团有限责任公司（以下简称“住总集团”）按约定支付了相应款项。

表1 资产支持票据概况

票据	本次票据跟踪基准日			信托设立日		
	金额 (万元)	占比 (%)	执行利率 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	发行利率 (%)
A类资产支持票据	50000.00	40.98	5.50	50000.00	40.98	5.50
B类资产支持票据	72000.00	59.02	5.70	72000.00	59.02	5.70
合计	122000.00	100.00	—	122000.00	100.00	—

## 三、目标资产分析

### 1. 行业概况

区别于居住地产和工业地产，商业地产是

指用作商业用途的地产。一般来说，狭义的商业地产指用于各种零售、餐饮、娱乐、休闲等

生活服务类经营方式的不动产，包括商场、购物中心、步行街以及社区商业等。广义的商业地产除商铺之外还涵盖办公楼、公寓式酒店、连锁酒店等具有商务属性的不动产。商业地产具备地产、商业与投资三重特性。购物中心和办公楼是商业地产领域两大主要类型。

近年来，中国国民经济快速发展、居民生活水平提高和消费观念的改变带动购物中心、办公楼等物业大量新建并投入使用。此外，随着国内主要城市住宅“限购”政策的实施和房地产宏观调控力度的加大，房地产开发企业纷纷由住宅地产开发商向商业地产投资、运营商转变，其中，“地产+商业”协同运营模式（开发企业和商业企业在同一母公司平台下协同整合，保证所有权与经营权的统一，同时发挥各自优势，对于避免开发与商业的脱节、管理与招商的矛盾、业态与经营的短视等问题有积极意义）发展尤为迅速。

从物业选址方面，住宅开发可选地块较多，区域分布较广；商业物业对城市规划和商圈依赖性较强，可供应土地量相对较小，物业形态受经营规划和所在区位的影响较大。从规划设计看，商业物业的客户结构与住宅物业差异较大，住宅物业以自住为主，投资需求占比不高；商业物业的投资属性远高于住宅物业，商业物业的个性化特点鲜明，各种不同业态对物业的设计规划要求不同，因此在考虑未来物业形象和定位时，既要考虑终端消费者的消费需求，也要保持对未来投资者的吸引力，商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从建成后的资金回笼情况看，项目建设完工后，中国商业地产开发商一般会根据自身需求在“只租不售”、“只售不租”和“租售结合”三种运营模式中选择。只售不租是最原始的模式，以出售产权为收入来源，快速回收投资；但由于商业地产项目投资规模大、风险高且投资回收期长，有能力全额购买商业项目的投资者数量有限，为解决资金回笼等问题，只租不售或租售结合成为越来越多开发商选择的经营模式。但只租不

售或租售结合的经营模式对招商、日常经营管理能力等要求较高，招商和日常运营的成败对开发商能否收回投资并取得合理回报影响显著。商业物业由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产。

2010—2014年，中国商业地产行业呈现爆发式增长，商业地产投资增速保持高位。2015年，开发商逐步加大对住宅地产的投资规模，同期受累积的商业地产项目大量入市影响，商业地产开发投资增速开始下滑。2016—2018年，商业类房屋（办公楼和商业营业用房）开发投资完成额分别为22370.12亿元、22401.25亿元和20173.42亿元，年均复合下降5.04%。商业类房屋投资以商业营业用房为主，近三年比重在70%左右。2016—2018年，中国商业营业用房新开工面积同比分别下降0.95%、8.21%和2.00%，办公楼新开工面积同比分别下降2.34%、4.30%和1.50%，商业营业用房新开工面积降幅有所收窄。总体来看，2010—2015年，我国商业地产投资规模保持上升，在房地产开发投资中占比持续上升，但增速减缓。2016年以来，商业地产投资趋于理性，在地产开发投资中占比开始下降，2018年投资规模同比有所下降。新开工面积增速波动大，作为投资端的领先指标，受政策收紧影响，2015年以来持续为负，2018年降幅有所收缩。

从商业地产用地供给量来看，2010—2013年，全国100大中城市商服用地土地供应量快速增长，年均复合增长15.69%；同期，商服用地土地成交量增速超过土地供应量增速，年均复合增长率高达22.90%。随着房地产市场步入调整期，2014—2016年，商服用地土地供给规模持续收缩，年均复合下降17.81%；地产开发企业拿地节奏也有所放缓，商服用地土地成交量年均复合下降19.23%。2017年以来商业用地供给量有所回升，2017—2018年100大中城市供应商服用地规划建筑面积同比分别增长6.58%和1.90%。而商服用地规划建筑面积成交在2017年同比增长7.55%后，于2018

年再次下降 3.22%，商服土地流拍在 2018 年呈增多趋势。从商业地产用地成本来看，2015—2017 年后商服用地挂牌均价与成交楼面均价快速上升，但 2017 年增速开始放缓。2018 年，100 大中城市商服用地成交楼面均价同比下降 0.39%，溢价率亦有所下滑。2018 年，10 个核心一二线城市商办用地整体成交微降，但其中上海、天津、成都、北京和武汉仍有增长。同期，核心一二线城市商办用地溢价率同比下降 5 个百分点。而三四线城市商办用地市场受益于核心城市需求外溢和城镇化推进略有增温，成交量和溢价率均有所上涨。

整体来看，中国商业地产地价已处高位，在地产企业融资加大背景下，商业地产开发投资有所降温，逐渐趋于理性。长期来看，商办土地市场总体仍存在较大的供给压力。

## 2. 目标资产概况

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》证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。

## 3. 目标资产租赁情况

资产服务机构报告统计显示，截至跟踪基准日，标的物业租赁合同笔数为 34 笔，租赁合同签约面积为 28041.44 平方米，其余可租赁面积为北京住总自用，考虑北京住总自用，目前物业可出租面积空置率为 0。截止跟踪基准日，标的物业实现租金收入 2611.64 万元（2018 年 11 月 6 日至 2019 年 4 月 15 日），略高于同期预测租金收入 2412.75 万元（2018 年 10 月 1 日至 2019 年 3 月 31 日），租金收入情况良好。考虑到物业租金收入不足时，北京住总将用其他经营收入进行补足，该期间归集款为 3605.52 万元，并足够保证当期票据本息的及时足额兑付。跟踪期内，前十大租户租金收入情况如表 2。

表 2 前十大租户租金收入情况  
(单位: 平方米、万元、%)

租户	租赁面积	租金收入	租金收入占比
租户 1	6307.08	829.50	31.76
租户 2	2215.26	261.55	10.01
租户 3	1403.12	194.61	7.45
租户 4	1410.70	177.64	6.80
租户 5	1410.70	157.05	6.01
租户 6	1293.27	132.75	5.08
租户 7	1410.70	104.27	3.99
租户 8	2130.02	95.38	3.65
租户 9	664.28	93.35	3.57
租户 10	335.41	87.85	3.36
<b>合计</b>	<b>18580.54</b>	<b>2133.94</b>	<b>81.71</b>

跟踪期内，目标物业涉及租赁合同期限分布如表 3。

表 3 租赁合同期限分布情况  
(年、%)

合同期限	租赁面积	租金收入	租金收入占比
(1, 2]	123.20	3.95	0.15
(2, 3]	2563.00	200.65	7.68
(3, 4]	6679.61	442.25	16.93
(4, 5]	17709.60	1913.74	73.28
(5, 6]	458.62	51.06	1.95



未提供	507.41	0.00	0.00
合计	28041.44	2611.64	100.00

#### 4. 抵押物分析

北京首佳房地产评估有限公司采用比较法、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。跟踪期内，标的物业及其市场环境未发生较大变化，经北京首佳房地产评估有限公司确认，截止跟踪基准日，标的物业评估价值仍为不低于 188019.00 万元。

#### 四、现金流情景模拟及压力测试分析

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

结合标的物业在跟踪期内租金收入的实际表现，联合资信分别测算了未来预测租金收入不变及未来预测租金收入下降 30% 情境下，各档票据的偿债覆盖倍数水平。详见表 4、表 5。

表4 正常情景下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	2836.45	1.62	0.74	第21个	5346.11	1.90	1.10
第2个	2988.65	1.71	0.78	第22个	5274.34	1.91	1.10
第3个	3507.14	1.79	0.87	第23个	5505.93	2.02	1.15
第4个	3237.91	1.67	0.81	第24个	5431.99	2.04	1.15
第5个	3778.61	1.76	0.90	第25个	5670.22	2.16	1.21
第6个	3727.13	1.76	0.90	第26个	5632.11	2.18	1.22
第7个	4048.72	1.91	0.97	第27个	5832.56	1.92	1.14
第8个	4046.87	1.93	0.98	第28个	5761.01	1.94	1.15
第9个	4486.21	1.67	0.94	第29个	6012.85	2.06	1.21
第10个	4431.55	1.67	0.94	第30个	5932.20	2.09	1.21
第11个	4588.27	1.74	0.98	第31个	6191.11	2.22	1.28
第12个	4532.07	1.75	0.98	第32个	6108.13	2.24	1.28
第13个	4730.18	1.84	1.02	第33个	6373.96	2.39	1.35
第14个	4666.74	1.85	1.02	第34个	6331.33	2.43	1.36
第15个	4871.05	1.94	1.07	第35个	6558.13	2.15	1.28
第16个	4805.71	1.95	1.06	第36个	6477.54	2.19	1.29
第17个	5016.72	2.05	1.11	第37个	6761.84	2.34	1.37
第18个	4982.98	2.06	1.11	第38个	6671.03	2.01	0.09
第19个	5187.64	2.17	1.17	-	-	-	-
第20个	5121.42	1.80	1.05	-	-	-	-

表 5 租金收入下降 30%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	1985.52	1.13	0.52	第 21 个	3742.28	1.33	0.77
第 2 个	2092.06	1.20	0.55	第 22 个	3692.04	1.34	0.77
第 3 个	2455.00	1.26	0.61	第 23 个	3854.15	1.42	0.81
第 4 个	2266.54	1.17	0.57	第 24 个	3802.39	1.43	0.81
第 5 个	2645.03	1.23	0.63	第 25 个	3969.15	1.51	0.85
第 6 个	2608.99	1.23	0.63	第 26 个	3942.48	1.53	0.85
第 7 个	2834.10	1.34	0.68	第 27 个	4082.79	1.34	0.80
第 8 个	2832.81	1.35	0.68	第 28 个	4032.71	1.36	0.80
第 9 个	3140.35	1.17	0.66	第 29 个	4209.00	1.44	0.85
第 10 个	3102.09	1.17	0.66	第 30 个	4152.54	1.46	0.85
第 11 个	3211.79	1.22	0.68	第 31 个	4333.78	1.55	0.89
第 12 个	3172.45	1.23	0.68	第 32 个	4275.69	1.57	0.90
第 13 个	3311.13	1.29	0.72	第 33 个	4461.77	1.67	0.94
第 14 个	3266.72	1.29	0.71	第 34 个	4431.93	1.70	0.95
第 15 个	3409.74	1.36	0.75	第 35 个	4590.69	1.51	0.90
第 16 个	3364.00	1.36	0.75	第 36 个	4534.28	1.53	0.90
第 17 个	3511.70	1.43	0.78	第 37 个	4733.29	1.63	0.96
第 18 个	3488.09	1.44	0.78	第 38 个	4669.72	1.41	0.06
第 19 个	3631.35	1.52	0.82	-	-	-	-
第 20 个	3584.99	1.26	0.73	-	-	-	-

测试结果表明,在一般情景下,A 类票据各期 DSCR 均在 1.6 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。在未来租金收入下降 30%的情境下,A 类票据各期 DSCR 均在 1.1 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尚可;B 类票据各期 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。

## 2. 按揭比率

最佳评估最终确定抵押物的评估价值为不低于 188019.00 万元。按此计算,A 类票据 LTV 为不高于 26.60%,B 类票据 LTV 为不高于 64.89%,抵押担保措施对票据本金偿付的保障

程度较首评变化不大。

## 五、参与机构情况

### 1. 发起机构/借款人/抵押人/出质人/资产服务机构

本交易的借款人为北京住总。北京住总成立于 2002 年 01 月,法定代表人为李作扬,截止 2018 年 9 月底,北京住总注册资本人民币 89390.4162 万元。北京住总为住总集团控股子公司,北京住总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 6 所示:

表 6 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，北京住总（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，北京住总实现营业收入 50.61 亿元，利润总额 3.35 亿元。

截至 2018 年 9 月底，北京住总资产总额 254.86 亿元，所有者权益 45.93 亿元（其中少数股东权益 9.92 亿元）；2018 年 1~9 月，北京住总实现营业收入 35.46 亿元，利润总额 2.79 亿元。北京住总财务数据入表 7 所示。

表 7 北京住总财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
现金类资产（亿元）	25.69	44.48	24.39	21.81
资产总额(亿元)	219.62	259.08	227.94	254.86
所有者权益(亿元)	35.64	43.47	43.71	45.93
短期债务（亿元）	56.19	68.60	52.53	44.67
长期债务（亿元）	107.95	96.60	99.50	100.88
全部债务(亿元)	164.14	165.20	152.03	145.55
营业收入(亿元)	22.55	49.31	50.61	35.46
利润总额（亿元）	2.71	3.19	3.35	2.79
EBITDA(亿元)	13.19	11.41	12.00	--
经营性净现金流（亿元）	38.29	19.11	-12.26	-12.09

注：2018 年 1-9 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；此外北京住总还从事酒店经营、咨询服务以及供热等业务。

2015 年至 2017 年北京住总分别实现主营业务收入 21.94 亿元、49.31 亿元和 50.36 亿元。北京住总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，北京住总综合毛利率分别为 38.22%、28.82%和 24.75%。由于北京住总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北京住总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 1~9 月，北京住总实现营业收入 35.46 亿元，其中房地产业务收入 35.28 亿元，占营业收入的 99.49%。从盈利来看，2018 年 1~9 月，北京住总综合毛利率下降至 16.67%，其中房地产业务收入毛利率下降至 16.47%，较 2017 年全年水平下降 8.17 个百分点，主要系毛利率较低的保障房业务收入占比提升所致；其他业务毛利率为 55.56%。

### （2）财务分析

资产方面，2015 至 2017 年北京住总资产总额年均复合增长 1.88%。截至 2017 年底，北京住总资产总额 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%。截至 2018 年 9 月底，北京住总资产总额为 254.86 亿元，较 2017 年底增长 11.81%，主要系关联方往来款增加致使其他应收款大幅增长所致。北京住总资产流动性较弱。

负债方面，2015 至 2017 年北京住总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，北京住总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。截至 2018 年 9 月底，北京住总负债总额 208.93 亿元，较 2017 年底增长 13.41%，主要是其他应付款、长期借款和应付债券增加所致；其他

应付款增长主要系往来款增加所致。负债构成中流动负债占 51.72%，非流动负债占 48.28%，与上年末相比，负债结构变化不大。

盈利方面，2015 至 2017 年北京住总营业收入快速增长，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%；北京住总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%。2018 年 1~9 月，北京住总实现营业收入 35.46 亿元，较上年同期大幅增加 31.03 亿元；实现利润总额 2.79 亿元，较上年同期增加 2.09 亿元；营业利润率为 12.95%，较上年同期下降 28.18 个百分点，主要系毛利率较低的保障房收入占比提升所致。北京住总整体盈利水平一般。

现金流方面，2015 至 2017 年北京住总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；北京住总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。2018 年 1~9 月，北京住总经营活动现金流量净额为 -12.09 亿元；北京住总投资活动产生的现金流量净额较小，为 -0.20 亿元；北京住总筹资活动现金流量净额为 9.72 亿元，其中取得借款收到的现金为 29.48 亿元。考虑到北京住总在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、主营业务稳定、具有较好的开发经验和品牌知名度，但债务负担重、未来融资压力较大等因素给北京住总经营发展带来一定不利影响。联合资信会持续关注其履约能力。

## 2. 增信主体/差额支付人

本交易的增信主体/差额支付人为北京住总集团有限责任公司（以下简称“住总集团”）。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 2019 年 3 月底，住总集团注册资本及实收资本均为 14.85 亿元，住

总集团股东为北京市国有资产监督管理委员会，持股 100%。

截至 2018 年底，住总集团（合并）资产总额 1219.92 亿元，所有者权益合计 246.82 亿元（其中少数股东权益 151.76 亿元）；2018 年，住总集团实现营业收入 436.02 亿元，利润总额 12.52 亿元。

截至 2019 年 3 月底，住总集团（合并）资产总额 1312.52 亿元，所有者权益合计 249.58 亿元（其中少数股东权益 152.16 亿元）；2019 年 1~3 月，住总集团实现营业收入 84.29 亿元，利润总额 2.60 亿元。

住总集团作为国有独资公司，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。住总集团设有董事会、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。住总集团设有行政保卫部、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。住总集团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，住总集团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、建筑装修装饰工程专业承包一级、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。

住总集团 2018 年实现主营业务收入 433.43 亿元，各板块业务收入占比同比变化不大；2018 年住总集团主营业务毛利率下降至 9.42%，系

建筑施工和房地产开发业务毛利率下降所致。生产性服务及其他板块毛利率变动小。2019年1~3月,住总集团实现主营业务收入83.04亿元,

同比增长8.53%;综合毛利率为10.31%,较上年有所提升。住总集团主营业务情况如表8所示。

表8 住总集团主营业务收入及毛利率情况(单位:亿元、%)

业务板块	2017年			2018年			2019年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建筑施工	118.23	31.23	10.06	134.08	30.93	6.67	30.34	36.53	7.37
房地产开发	157.37	41.57	17.39	174.75	40.32	14.40	20.94	25.22	21.80
生产性服务	102.95	27.20	5.46	124.60	28.75	5.42	31.76	38.25	5.55
合计	378.54	100.00	11.86	433.43	100.00	9.42	83.04	100.00	10.31

注:其他业务收入规模较小,主要系出租和咨询费收入,未在上表列示  
资料来源:审计报告及住总集团提供

住总集团拥有建筑与市政施工、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住总集团成本,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。

建筑施工是住总集团的主要业务之一,包括建安工程和市政工程建设。跟踪期内,该板块收入占比仍在30%以上,2018年实现收入134.08亿元,同比增长13.41%。其中建安工程收入占比80.34%。同期,建筑施工业务毛利率同比下降3.39个百分点,系人工成本上升所致。2019年1~3月,建筑施工业务实现收入30.34亿元,占2018年该板块全年收入的36.53%;毛利率略有回升至7.37%。

住总集团房地产板块主要包括保障房、商品房建设和土地一级开发业务。2018年,住总集团房地产开发业务收入174.75亿元,同比增长11.05%,主要系保障房、商品房开发收入增长所致。同期,随着保障房和商品房开发业务毛利率较大幅度下降,该板块综合毛利率下降2.99个百分点至14.40%。2019年1~3月,住总集团房地产开发业务收入20.94亿元,毛利率21.80%。

住总集团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,主要包括商贸流通、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。2018年,住总集团生产性服务业务规模持续扩大,实现营业收入124.60亿元,同比增长21.03%,主要系北京住总科贸控股集团有限公司(以下简称“科贸公司”)的贸易流通业务收入增长所致,主要贸易产品类别包含钢材、焦炭、钛白粉、铁矿石、钢坯等。该板块毛利率保持稳定。2019年1~3月该板块实现营业收入31.76亿元。

住总集团未来将主动融入北京城市总体规划实施、深耕京津冀协同发展、拓展北京城市副中心和雄安新区两翼市场、精准对接冬奥建设。

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

## (2) 财务分析

资产方面,截至2018年底,住总集团资产总额1219.92亿元,较上年底增长9.33%;其中流动资产占54.92%,资产结构仍以流动资产为主,但占比较上年底有所下降。截至2018年底,

住总集团流动资产 669.99 亿元，同比增长 2.10%，构成以存货为主。截至 2018 年底，住总集团非流动资产 549.94 亿元，同比增长 19.64%，主要系长期应收款增长所致；构成以长期应收款和投资性房地产为主。2019 年 3 月底，住总集团资产总额为 1312.52 亿元，较 2018 年底增长 7.59%；资产结构较 2018 年底变化不大。

权益方面，截至 2018 年底，住总集团所有者权益 246.82 亿元，同比增长 14.26%。截至 2019 年 3 月底，住总集团所有者权益 249.58 亿元，较 2018 年底增长 1.11%，主要系北京市国资委注资 1.12 亿元所致。整体看，住总集团其他权益工具、其他综合收益和少数股东权益占比高，所有者权益稳定性较弱。

负债方面，截至 2018 年底，住总集团负债合计 973.10 亿元，同比增长 8.14%。其中，流动负债占 47.78%，负债结构较上年底变化很小。截至 2018 年底，住总集团流动负债 464.94 亿元，同比增长 7.84%；构成主要为短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债。截至 2018 年底，住总集团非流动负债合计 508.16 亿元，同比增长 8.42%，主要系长期借款大幅增长所致。截至 2019 年 3 月底，住总集团负债总额 1062.94 亿元，较 2018 年底增长 9.23%。住总集团短期借款较上年底增长 52.24%；其他应付款较上年底增长 18.03%，系认购金增长所致。

盈利方面，2018 年住总集团实现营业收入 436.02 亿元，同比增长 14.61%；营业成本为 393.40 亿元，同比增长 17.66%。由于成本增速略高，住总集团营业利润率下降至 8.23%。2019 年 1~3 月，住总集团实现营业收入 84.29 亿元，营业利润 2.60 亿元，利润总额 2.60 亿元；同期营业利润率为 9.70%，较 2018 年有所上升。

现金流方面，2018 年，受土地一级开发业务投入减速影响，经营活动现金流净额仍为负但缺口大幅收窄，净流出规模大幅下降 79.04%。住总集团现金收入比进一步增长至

85.83%，收入实现质量较上年大幅提升。2018 年，住总集团投资活动现金流规模较上年有所增长。投资活动现金流入以收到其他与投资活动有关的现金为主，主要系来自新纳入合并范围子住总集团的货币资金，投资活动产生的现金流量净额为-8.62 亿元，由正转负。2018 年，住总集团筹资活动现金流入以取得借款收到的现金为主，筹资活动产生的现金流净额 21.69 亿元，同比下降 90.51%。2019 年 1~3 月，住总集团经营活动、投资活动及筹资活动现金净额分别为-22.43 亿元、-0.21 亿元和 84.65 亿元；住总集团现金收入比为 98.14%，收现质量好。

偿债能力方面，从短期偿债能力指标看，2018 年住总集团流动比率 144.10%，同比下降 8.09 个百分点；速动比率为 51.88%，同比下降 13.52 个百分点。截至 2019 年 3 月底，上述两项指标分别为 154.35%和 63.68%。由于住总集团经营活动现金流净额缺口大幅收窄，2018 年住总集团经营现金流动负债比指标显著改善但仍为负值。整体看，住总集团存在一定的短期支付压力。从长期偿债能力指标看，2018 年住总集团 EBITDA 为 25.18 亿元，较上年增长 11.84%。住总集团全部债务/EBITDA 同比小幅上升至 25.71 倍；EBITDA 利息倍数小幅下降至 0.72 倍，EBITDA 对利息支出的保障能力弱，住总集团长期偿债能力弱。截至 2018 年底，住总集团对联营公司担保 2.18 亿元，被担保方均为国有企业，经营稳定，且担保金额较小，住总集团或有负债风险小。截至 2019 年 3 月底，住总集团本部获得银行授信额度为 265.20 亿元，尚未使用额度为 153.57 亿元，住总集团间接融资渠道较为畅通。考虑到北京市国资委持续的外部支持、住总集团融资渠道畅通、区域竞争实力较强等支撑住总集团未来发展的有利因素，住总集团实际偿债能力较好。

总体来看，住总集团外部发展环境良好，并在股东背景、行业地位、品牌、资质等方面保持显著优势；住总集团继续承接了京津冀范围内诸多重点项目且获得了当地政府的一定支

持，营业收入和利润总额持续增长；住总集团施工合同量充足，在建商品房和土地一级开发规模大，土地储备大幅增长，为住总集团未来收入规模和盈利水平形成支撑。同时，联合资信也关注到，跟踪期内住总集团主营业务毛利率有所下降、土地一级开发项目资金占用大、存在一定的短期支付压力等因素可能对住总集团信用水平带来的不利影响。

住总集团作为北京市四家大型城市建设企业之一，随着北京城市副中心、雄安新区以及京津冀协同发展的持续推进，现有业务的经济效益以及未来业务承揽规模均有望提升。联合资信将住总集团主体长期信用等级由 AA+ 调整为 AAA，评级展望为稳定。

### 3. 其他参与机构

跟踪期内，资金保管机构北京银行股份有限公司中关村分行履约和履职能力情况良好，经营状况良好，财务状况稳健。受托机构平安信托有限责任公司财务状况良好，履约和履职能力稳定。

本次跟踪期内，未发生“加速清偿事件”、“违约事件”、“贷款服务机构解任事件”等对信托财产产生重要影响的事项，本交易整体表现良好。

## 四、结论

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”交易项下基础资产的信用表现、交易结构的稳健性、参与机构履职情况等进行了持续的跟踪和监测。经过跟踪评级测算和分析，联合资信认为截至本次跟踪基准日，“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”的基础资产信用状况良好，主要参与机构履职能力稳定，其中差额补足义务人住总集团的履约能力进一步增强，主体长期信用等级调整为 AAA。

鉴于此，联合资信确定维持 A 类资产支持

票据的信用等级为 AAA<sub>sf</sub>，B 类资产支持票据的信用等级由 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub> 提升为 AAA<sub>sf</sub>。

## 附件 1 北京住总主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	25.69	44.48	24.39	21.81
资产总额(亿元)	219.62	259.08	227.94	254.86
所有者权益(亿元)	35.64	43.47	43.71	45.93
短期债务(亿元)	56.19	68.60	52.53	44.67
长期债务(亿元)	96.95	77.60	80.50	100.88
全部债务(亿元)	153.14	146.20	133.03	145.55
营业收入(亿元)	22.55	49.31	50.61	35.46
利润总额(亿元)	2.71	3.19	3.35	2.79
EBITDA(亿元)	13.19	11.41	12.00	--
经营性净现金流(亿元)	38.29	19.11	-12.26	-12.09
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	3899.39	8149.28	51.24	--
存货周转次数(次)	0.10	0.23	0.25	--
总资产周转次数(次)	0.10	0.21	0.21	--
现金收入比(%)	118.45	179.96	56.61	122.07
营业利润率(%)	21.75	16.18	15.84	12.95
总资本收益率(%)	11.51	8.57	9.47	--
净资产收益率(%)	5.31	4.98	4.90	--
长期债务资本化比率(%)	73.12	64.10	64.81	68.71
全部债务资本化比率(%)	81.12	77.08	75.27	76.01
资产负债率(%)	83.77	83.22	80.82	81.98
流动比率(%)	208.59	158.55	185.89	202.86
速动比率(%)	43.85	42.78	41.85	64.94
经营现金流动负债比(%)	44.00	13.85	-11.82	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.87	0.97	0.96	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.61	12.81	11.08	--



## 附件 2 住总集团主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	119.24	117.55	82.93	143.95
资产总额(亿元)	798.76	1115.84	1219.92	1312.52
所有者权益(亿元)	158.35	216.01	246.82	249.58
短期债务(亿元)	137.74	131.09	168.61	188.69
长期债务(亿元)	221.94	436.30	478.97	547.40
调整后长期债务(亿元)	231.18	464.43	504.31	573.49
全部债务(亿元)	359.68	567.39	647.58	736.09
调整后全部债务(亿元)	368.92	595.52	672.92	762.18
营业收入(亿元)	310.37	380.43	436.02	84.29
利润总额(亿元)	8.26	10.04	12.52	2.60
EBITDA(亿元)	21.00	22.52	25.18	--
经营性净现金流(亿元)	-81.68	-237.74	-49.83	-22.43
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	5.64	5.89	6.28	--
存货周转次数(次)	0.84	0.89	0.98	--
总资产周转次数(次)	0.47	0.40	0.37	--
现金收入比(%)	97.86	78.89	85.83	98.14
应收类款项/资产总额 (%)	25.01	41.57	43.09	41.69
营业利润率(%)	10.63	9.93	8.23	9.70
总资本收益率(%)	3.11	2.11	2.10	--
调整后总资本收益率(%)	3.06	2.04	2.05	--
净资产收益率(%)	3.48	2.98	3.65	--
长期债务资本化比率(%)	58.36	66.89	65.99	68.68
调整后长期债务资本化比率(%)	59.35	68.25	67.14	69.68
全部债务资本化比率(%)	69.43	72.43	72.40	74.68
调整后全部债务资本化比率(%)	69.97	73.38	73.16	75.33
资产负债率(%)	80.18	80.64	79.77	80.98
流动比率(%)	153.16	152.19	144.10	154.35
速动比率(%)	60.75	65.40	51.88	63.68
经营现金流动负债比(%)	-20.11	-55.14	-10.72	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.10	0.79	0.72	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.13	25.19	25.71	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	17.57	26.44	26.72	--

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 调整后长期债务=长期债务+长期应付款中融资租赁款+转贷政府债券

### 附件 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% (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	营业总收入 / (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	营业总收入/平均资产总额
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款) / 资产总额×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	(营业总收入-营业成本-营业税金及附加) / 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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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

## 附件 4 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<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>、C<sub>sf</sub>。除<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。各等级含义如下表所示：

等级	含义	
投资级	AAA <sub>sf</sub>	还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA <sub>sf</sub>	还本付息能力很强，违约风险很低。
	A <sub>sf</sub>	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低。
	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC <sub>sf</sub>	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高。
	CC <sub>sf</sub>	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务。
违约级	C <sub>sf</sub>	不能偿还债务。