

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 2019 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、准确性、完整性负责。

联合资信评估有限公司

二〇一九年九月三日



信用等级公告

联合〔2019〕1778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 2019 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 2019 年度第一期资产支持票据”项下优先 A 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}，优先 B 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年九月三日



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

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮编：100022

<http://www.lhratings.com>

北京住总房地产开发有限责任公司 2019 年度第一期 资产支持票据信用评级报告

评级结果

票据名称	金额 (万元)	占比 (%)	信用等级
优先 A 级	52000.00	52.00	AAA _{sf}
优先 B 级	48000.00	48.00	AAA _{sf}
合计	100000.00	100.00	—

注：NR——未予评级，下同。

交易概览

评估基准日：2019 年 2 月 28 日
 法定到期日：2041 年 4 月 30 日
 基础资产：委托人基于《单一资金信托合同》和《单一资金信托之借款合同》享有的信托受益权
 底层资产：借款人在 2019 年 4 月 1 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、差额支付机制
 发起机构/借款人/抵押人/出质人/资产服务机构：北京住总房地产开发有限责任公司
 单一资金信托委托人/资产支持票据信托委托人/委托人/原始权益人：中信信托有限责任公司
 单一资金信托受托人/贷款人：华融国际信托有限责任公司
 资产支持票据信托受托人/受托人：华润深国投信托有限公司
 增信主体/差额支付人：北京住总集团有限责任公司
 保管银行/监管银行：中信银行股份有限公司北京分行
 主承销商/簿记管理人：中信银行股份有限公司
 标的物业/抵押物：北京市朝阳区北四环东路 108 号千鹤家园 5 号楼 B3-5 层的房屋所有权及其对应的土地使用权

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露。

差额支付人主体评级结果

公司名称	信用级别	评级展望	评级时间	评级报告
北京住总集团有限责任公司	AAA	稳定	2019/4/29	阅读全文

评级时间

2019 年 9 月 3 日

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 2019 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分析考量，在抵押物的第一受偿主体为华融国际信托有限责任公司的前提下，考虑到差额支付人北京住总集团有限责任公司（以下简称“住总集团”）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 2019 年度第一期资产支持票据”项下优先 A 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}，优先 B 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

上述优先 A 级、优先 B 级资产支持票据（以下简称“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。

优势

1. 北京住总房地产开发有限责任公司（以下简称“北京住总”）以其持有的标的物业为《单一资金信托之借款合同》项下对借款人的信托贷款本息清偿义务提供抵押担保。本交易基础资产对应的单一资金信托涉及一处标的物业作为抵押物，北京首佳房地产评估有限公司给予抵押物的评估价值为 155189.00 万元人民币，优先 A 级资产支持票据（以下简称“优先 A 级票据”）对抵押物评估价值抵押率为 33.51%，优先 A 级票据和优先 B 级资产支持票据（以下简称“优先 B 级票据”）对抵押物评估价值抵押率为 64.44%。抵押担保措施对优先 A 级票据本息偿付的保障程度较好，对优先 B 级票据本息偿付的保障程度较弱，但亦有一定补充保障作用。

分析师

赵晓丽 马莉 王笛

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

2. 本交易设置了差额支付机制,住总集团作为差额支付人承诺在发生“差额支付启动事件”时,承担差额补足义务。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,信用水平极高,能够为票据的偿付提供极强的流动性支持和信用支持。
3. 北京住总以其合法享有的标的物业经营收益权作为质押财产为《单一资金信托之贷款合同》项下对借款人的信托贷款本息清偿义务提供质押担保。根据现金流预测机构提供的报告结果,经联合资信测算,在一般情景下,使用毛现金流计算的优先 A 级票据各期 DSCR 均在 1.45 倍以上,对优先 A 级票据的本息兑付起到了一定的信用支持。

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业收取的租金收入,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和本金的偿付,本交易或面临一定的持续运营风险。
风险缓释:本交易标的物业所处地理位置优越,周边商业繁华度较高,承租人租金支付能力良好。同时北京住总无条件且不可撤销承诺将维持标的物业正常使用、稳定运转,其日常管理不发生重大不利变化或对底层资产有任何重大不利影响。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. 本交易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业收取的租金收入。当前标的物业为单一承租人,在信托存续期内,若承租人出现逾期、违约、提前退租、物业出现空置或新租赁价格下调,标的物业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:一般情况下,各期应分配的优

先 A 级票据利息和本金均可足额覆盖。同时本交易设置差额支付机制安排，差额支付人为住总集团，其主体长期信用等级为 AAA，信用水平极高，能够为资产支持票据提供极强的信用支持，有效缓释了该风险。联合资信将对当前单一承租人租赁期终止后标的物业租赁情况保持持续关注。

3. 本交易设置了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，持有人或将面临提前兑付失败的风险。

风险缓释：针对票据提前兑付程序，本交易设置了差额支付机制，以缓释票据提前兑付失败风险。

4. 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华润深国投信托有限公司提供，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/华润深国投信托有限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/华润深国投信托有限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，符合真实性、准确性、完整性要求。
- 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/华润深国投信托有限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 2019 年度第一期资产支持票据”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房地产开发有限责任公司（以下简称“北京住总”），委托人中信信托有限责任公司（以下简称“中信信托”）委托华融国际信托有限责任公司（以下简称“华融信托”）设立“华融·北京住总信托贷款单一资金信托”（以下简称“单一资金信托”）并向北京住总发放 10.00 亿元人民币信托贷款；中信信托以其合法所有的单一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 2019 年度第一期资产支持票据信托”（以下简称“资产支持票据信托”）。华润信托以受托的基础资产所产生的现金流作为收益支持在全国银行间债券市场发行资产支持票据（包括优先 A 级资产支持票据和优先 B 级资产支持票据，以下简称“票据”）。投资者通过购买并持有该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/借款人/抵押人/出质人/资产服务机构：北京住总房地产开发有限责任公司
单一资金信托委托人/资产支持票据信托委托人/委托人/原始权益人：中信信托有限责任公司
单一资金信托受托人/贷款人：华融国际信托有限责任公司
资产支持票据信托受托人/受托人：华润深国投信托有限公司
保管银行/监管银行：中信银行股份有限公司北京分行
增信主体/差额支付人：北京住总集团有限责任公司
主承销商/簿记管理人：中信银行股份有限公司
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/现金流评估机构：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

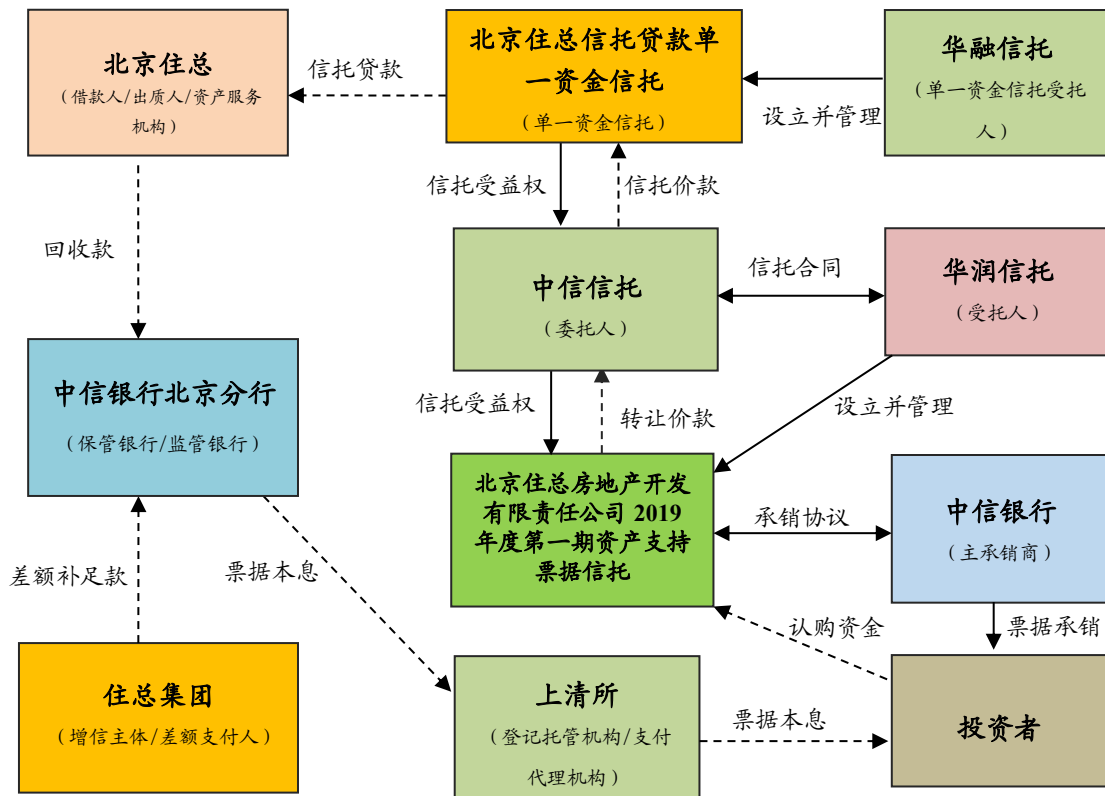


图 1 交易安排

2. 基础资产

本交易的基础资产系指委托人基于《单一资金信托合同》和《单一资金信托之借款合同》享有的信托受益权，即中信信托将资金委托给华融信托设立单一资金信托而享有的信托利益。该单一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10.00亿元人民币，借款人按半年付息，根据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10月30日，贷款期限为自信托贷款放款日起不超过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。北京住总以其所持标的物业作为抵押物，对《单一资金信托之借款合同》项下贷款人信托贷款本息清偿义务提供抵押担保；北京住总以其所持标的物业的物业经营收益权（包括租赁合同债权）作为质押财产，对《单一资金信托之借款合同》项下贷款人的信托贷款本息清偿义务提供质押担保。

3. 资产支持票据

本交易计划发行票据规模为10.00亿元，包括优先A级资产支持票据（以下简称“优先A级票据”）和优先B级资产支持票据（以下简称“优先B级票据”）。其中优先A级票据享有优先A级信托受益权，优先B级票据享有优先B级信托受益权。

本交易采用顺序偿付结构，优先A级票据优先于优先B级票据获得偿付。本交易优先A级票据发行规模为5.20亿，预计存续期20年，按半年还本付息，本金偿付计划详见表2；优先B

级票据发行规模为4.80亿，预计存续期为20年，按半年付息，到期一次性还本。优先A级票据和优先B级票据均采用固定利率，初始利率根据簿记建档结果确定，发起机构有权在票面利率调整公告日前对利率进行调整。本交易募集资金将用于偿还到期的银行借款。

表2 优先A级票据预期固定还本计划（单位：万元）

兑付期	优先A级票据计划还本金额	兑付期	优先A级票据计划还本金额
第1期	100.00	第21期	1000.00
第2期	100.00	第22期	1000.00
第3期	100.00	第23期	1000.00
第4期	100.00	第24期	1000.00
第5期	100.00	第25期	1000.00
第6期	100.00	第26期	2000.00
第7期	900.00	第27期	2000.00
第8期	1000.00	第28期	2000.00
第9期	1000.00	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	2500.00
第20期	1000.00	第40期	2500.00

表3 资产支持票据概况（单位：万元、%）

票据名称	发行规模	总量占比	利率类型	利息支付方式	本金偿付方式	预期到期日	法定到期日
优先A级	52000.00	52.00	固定利率	按半年	计划摊还	2039年4月30日	2041年4月30日
优先B级	48000.00	48.00	固定利率	按半年	到期一次性还本	2039年4月30日	2041年4月30日

二、交易结构分析

1. 账户设置及资金划转

本交易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、归集账户/监管账户、租金收款账户、募集资金专用账户和发行

收入缴款。

单一资金信托账户指单一资金信托受托人在单一资金信托保管银行为单一资金信托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专用于存放信托资金、支付信托费用的独立人民币银行结算账户，即信托账户/资产支持票据信托账户。信托的一切货币收支活动，包括但不限于存放信托资金、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、记录底层资产所产生的租金，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。募集资金专用账户系指受托人指定的用于收付募集资金的人民币资金账户。发行收入缴款账户系指主承销商开立的用于向信托账户交付募集资金的账户。

资产服务机构应于每一个归集日¹下午十六点（16:00）前将租金收款账户中全部租金作为归集款划转至归集账户，如还款日前的最后一个归集日当日归集账户中归集的租金少于还款日当日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。

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约定将归集账户的归

集资金在还款日中午十二点（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；若发生“信托贷款担保责任启动事件”²的，资产服务机构应在当日通知单一资金信托受托人，由单一资金信托受托人决定行使抵质押权或由单一资金信托受托人授权资产服务机构行使抵质押权，处分抵押物及/或质押财产并将处分抵押物及/或质押财产所得款项支付至单一资金信托账户。

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。若发生“差额支付启动事件”，差额支付人应于差额支付划款日将该期差额补足款资金足额划付至信托账户。

信托账户内保管银行应按照分配指令于每个信托利益核算日，按照相应的分配或支付顺序分配信托账户项下资金及该信托利益核算日后第一个兑付日应支付的资产支持票据当期应付本息、税费和费用支出等有关的每笔资金数额。

2. 现金流支付机制

（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、差额支付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；

¹系指资产服务机构将租金、现金流补足款（如有）及其他款项划付至归集账户之日，具体为每个兑付日前第14个工作日。

²系指在还款日前的最后一个监管银行核对日，归集账户中的归集资金不足以支付当期应付的信托贷款本息。

(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)差额支付人的主体信用评级被下调至AA+及以下；(f)未经受托人书面同意，标的物业被抵押或转让至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；(g)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；(h)借款人未能在放款日后3个月内办理完毕标的物业抵押于单一资金信托受托人的第一顺位抵押登记手续。

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、差额支付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、差额支付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)发生对受托人、借款人/出质人/抵押人、差额支付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力的裁决，且由此产生重大不利影响的；(g)连续两个归集期间标的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12个月内的情况除外）；(h)借款人连续2个归集期间累计归集的租金低于该2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)受托人未能在兑付日（或在资产支持票据持有人会议允许的宽限期内）足额支付资产支持票据应付未付信托利益的；(b)受托人未能在法定到期日（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支付人未能在差额支付划款日（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、借款人/抵押人/出质人、差额支付人、监管银行、保管银行、单一资金信托保管银行等）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”发生前受托人应于每一个信托利益核算日向保管银行发出分配指令，指令保管银行于每个信托利益核算日将当期还款期间内收到的现金流回款（已扣除执行费用）的总金额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）：税收（如有），信托财产承担的报酬（如有），同顺序支付各参与机构报酬、优先支出上限内费用及受托人垫付费用（如有），顺序支付优先A级票据利息、优先A级票据固定摊还的本金、优先B级票据利息、于优先B级票据的预期到期日应付的优先B级票据本金、

超出优先支出上限的费用支出后，如未发生“加速清偿事件”时，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。“违约事件”或“加速清偿事件”发生前的现金流详见附图 1。

“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。“加速清偿事件”发生后，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。发生“违约事件”或“加速清偿事件”后资金分配顺序为：税收（如有），信托财产承担的报酬（如有），同顺序支付各参与机构报酬、可报销的费用支出总额及受托人垫付费用（如有）、前述各交易参与方存在违约的应扣除相应的违约金，顺序支付优先 A 级票据累计应付未付的利息，优先 A 级票据本金、优先 B 级票据累计应付未付的利息、优先 B 级票据本金后，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。“违约事件”或“加速清偿事件”发生后的现金流详见附图 2。

3. 票面利率调整权、回售和回购安排

本交易设置了提前兑付机制，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，票据的票面利率按调整后的票面利率执行。提前兑付申报期³内优先A级票据持有人、优先B级票据持有人有权选择受托人对其所持有的全部或部分票

³系指自票面利率调整公告日后的第 15 个工作日（含）至第 30 个工作日（不含）。

据的预期收益及未偿本金进行提前兑付，若优先A级票据持有人、优先B级票据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有的票据份额。

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票据持有人兑付提前兑付所需支付的提前兑付价款，差额支付人应在差额支付启动日补足相应的差额，发起机构及差额支付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。

4. 结构化安排

（1）超额抵押

本交易中，抵押人与受托人签署《单一资金信托之抵押合同》，以其所持标的物业作为抵押物，为借款人在《单一资金信托之借款合同》项下对贷款人的信托贷款本息清偿义务提供抵押担保。在信托贷款放款日后三个月内，北京住总应当与华融信托共同至抵押物所在地的登记机关办理不动产抵押登记手续，将华融信托登记为抵押财产的第一顺位抵押人。北京首佳房地产评估有限公司（以下简称“北京首佳”）于评估基准日给予抵押物的评估价值为 155189.00 万元人民币，优先 A 级票据相对抵押物评估价值的比率为 33.51%，优先 A 级和优

先 B 级票据相对抵押物评估价值的比率为 64.44%，抵押担保措施对优先 A 级票据本息偿付的保障程度较好，但对优先 B 级票据本息偿付的保障程度较弱。

(2) 差额支付机制

本交易设置了差额支付机制。北京住总集团有限责任公司（以下简称“住总集团”）作为差额支付人应当按照交易文件约定的条款与条件在发生“差额支付启动事件”时承担差额支付义务，并无条件的在差额支付划款日将该期差额补足款资金足额划付至信托账户。

“差额支付启动事件”系指发生下列任一情形：**(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及借款人支付的赔偿金、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应付预期收益和本金；**(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。

住总集团的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，表明差额支付人主体长期信用风险极低，能够为票据的偿付提供极强的流动性支持和信用支持。

(3) 触发机制

本交易设置了“加速清偿事件”及“违约

事件”等触发机制。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) 物业地产收益权质押

出质人北京住总以其所持标的物业的物业经营收益权（包括租赁合同债权）作为质押财产，为借款人在《单一资金信托之贷款合同》项下对贷款人的信托贷款本息清偿义务提供质押担保，并以质押财产产生的现金流作为其信托贷款本息的还款来源之一。出质人应在《质押合同》签署之日起 5 个工作日内与质权人华融信托签订《应收账款质押登记协议》。质押登记由质权人按照相关法律、法规在中国人民银行征信中心应收账款质押登记公示系统上办理，出质人应配合质权人在《单一资金信托之贷款合同》项下信托贷款放款前办理完毕质押登记手续。本次质押登记期限不超过 20 年。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。经测算，在一般情景下，使用毛现金流计算的优先 A 级资产支持票据各期 DSCR 均在 1.45 倍以上，表明标的物业毛现金流对优先 A 级票据期间本息支出的保障程度较好；优先 B 级票据多期 DSCR 在 1.00 倍以下，表明标的物业毛现金流对优先 B 级票据期间本息支出的保障程度很弱。在一般情景下，使用净现金流计算的优先 A 级票据各期 DSCR 均在 1.16 倍以上，表明标的物业净现金流对优先 A 级票据期间本息支出的保障程度一般；优先 B 级票据多期 DSCR 在 1.00 倍以下，表明标的物业净现金流对优先 B 级票据期间本息支出的保障程度很弱。

5. 交易结构风险分析

(1) 持续运营风险

本交易信托贷款的期间主要还款来源为标的物业的运营收入。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和本金的偿付。

北京住总无条件且不可撤销承诺将维持标的物业正常使用、稳定运转，其日常管理不发生重大不利变化或对底层资产有任何重大不利影响；对因管理标的物业而产生的所有管理费、应缴纳税费等提供运营支持，并保证标的物业能够正常使用、稳定运转，避免出现影响底层资产的回收款的收取的情况。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限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。

本交易借款人为北京住总，联合资信给予其主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，借款人主体信用风险很低，因借款人发生混同风险的可能性较小。

（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优先A级票据期间应付本息的保障程度较高，同时本交易设置了

差额支付机制，差额支付承诺人信用水平极高，能够为票据的利息和本金支付提供极强的保障。上述安排能够较为有效地缓释票据本息兑付面临的流动性风险。

（4）再投资风险

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，这将使信托财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，即受托人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在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。

（5）单一承租人风险

本交易标的物业承租人为单一承租人，在信托存续期内，若单一承租人不续租或物业运营收入较低，或将导致基础资产信托贷款无法按时足额偿付，进而对票据的本息兑付产生不利影响。

目前单一承租人业务运营较为稳定，为租金支付提供一定保障。本交易的差额支付人为住总集团，其主体长期信用水平极高，能够为票据提供极强的信用支持，有利于缓释上述风险。联合资信将对当前单一承租人租赁期终止后标的物业租赁情况保持持续关注。

三、基础资产分析

本交易的基础资产为委托人合法所有的单一资金信托项下的信托受益权，即中信信托将资金委托给华融信托设立单一资金信托而享有的信托利益。该单一资金信托项下资金用于向北京住总发放信托贷款，北京住总以其所持有的物业作为抵押物，对《单一资金信托之贷款

合同》项下贷款人信托贷款本息清偿义务提供抵押担保。本交易的底层资产为借款人在2019年4月1日至单一资金信托终止日期间对标的物业的经营收益权，北京住总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。优先A级票

据和优先B级票据各期利息及本金的还款来源主要为标的物业的运营收入，如物业运营收入不足，则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。因此上述物业运营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北四环东路108号千鹤家园5号楼B3-5层的房屋所有权及其对应的土地使用权。北京住总以出让方式取得了标的物业所在项目的国有土地使用权，土地使用权面积为11552.43平方米。根据《房屋所有权证》，北京住总拥有标的物业的房屋所有权，标的物业位于项目的地下3至地上5层，涉及房屋用途为商业及地下车库，总建筑面积为50266.59平方米，详情见表4。

表4 标的物业房屋权属情况(单位:层、平方米)

楼层	建筑面积	实际用途	建筑结构
1	5538.21	商业	钢混
2	5536.34	商业	钢混
3	5537.78	商业	钢混
4	5537.78	商业	钢混
5	5520.28	商业	钢混
B1	7417.71	商业	钢混
B2	7543.24	库房及地下车库	钢混
B3	7608.25	库房及地下车库	钢混
合计	50266.59	—	—

经实地查勘，标的物业建成于2001年，于2001年底开业。标的物业所在项目地处亚运村商圈，对外推广名为“华堂商场”，由北京住总开发建设持有，地理位置较为优越，周边商业繁华度较高。

2. 标的物业运营收入情况分析

影响标的物业现金流的主要因素包括物业出租情况、空置率、物业运营收入增长率以及运营费用支出等方面。

(1) 历史出租情况

本交易的标的物业收入为房屋租金收入。目前标的物业作为商场由委托人于2002年4月1日整体出租给华糖洋华堂商业有限公司(以下简称“华糖洋华堂”)运营使用，并签订了相关房屋租赁合同。华糖洋华堂是国务院首次批准成立的中国第一家合资连锁商业企业，成立于1997年10月7日，总投资额为1.3亿美元，注册资本6500万美元。公司由伊藤洋华堂(中国)投资有限公司、中国华孚贸易发展集团公司、伊藤忠商事株式会社、伊藤忠(中国)集团有限公司共同出资组建，投资比例分别为75.75%、12%、10.58%、1.67%。经营范围是：百货零售、进出口及设立直营连锁店的再投资业务，其中百货零售业以大型综合商场(GMS)为主要业态。

根据《房屋租赁合同》及《第五层部分房屋租赁合同》，标的物业整体于2002年4月1日租给承租人华糖洋华堂，租赁期20年，至2022年3月31日止。租金由固定租金、浮动租金和特别租金构成。其中固定租金及特别租金按季支付，浮动租金应根据租赁合同确定承租人的销售额后，于该上一会计年度终结后的3个月以内予以支付(如有)。截至评估基准日，标的物业合同期内可租赁面积为37547.28平方米(不含地下免费使用的车位部分)，合同期外可租赁面积为50266.59平方米。标的物业地下1层至地上5层商业及地下2-3层库房日均租金为3.93元/平方米·天，地下280个车位免费使用。自2016年各期费用主要包含：物业管理费、土地使用费、房产税及增值税及附加。标的物业2016~2018年租金收入及成本情况详见表5。

表5 历史租金收入及成本情况(单位:万元)

时间	租金收入	成本合计
2016年	5293.37	1185.38
2017年	5164.27	1292.95
2018年	5164.27	1272.99

注：租金收入中2016年上半年收入为含税价，2016年下半年至2018年收入为不含税价

截至评估基准日，从近三年的收入及成本情况看，标的物业租金收入及费用支出较为稳定。当前承租人有较高市场知名度，经营较为稳健，客户资质较优，支付租金能力有一定保障。但因当前承租人单一，在信托存续期内，若租赁合同到期，或存在单一承租人不续租的风险。联合资信将对标的物业续租情况保持持续关注。

(2) 未来现金流预测情况

根据北京首佳出具的《北京住总房地产开发有限责任公司华堂商场项目租金收入现金流预测分析报告》(以下简称“现金流预测报告”)，因发行时间无法确定，故选择 20 年为现金流预测报告计算期，评估基准日为 2019 年 2 月 28 日。

根据现金流预测分析报告，预测评估基准日地下 1 层至地上 5 层商业及地下 2-3 层库房的

的日平均固定租金为 5.11 元/平方米·天(不含物业费)，租赁期外首年(2022 年 4 月-12 月)的日平均固定租金为 5.51 元/平方米·天(不含物业费)，之后每年递增 2.5%，空置为 5%，地下车库 280 个，按照 6 元/小时/个，每天按照 12 个小时经营，空置率为 50%计算，不考虑增长。根据以上确定收益情况，标的物业在计算期(未来 20 年)内累计可以实现租金收入共计 173419.75 万元。

北京首佳对本交易标的物业运营成本进行了估计，计算期内各期费用及费率按照：土地使用税为三级，18 元/平方米/年(土地面积)；房产税为租金收入(不含税)的 12%；增值税及附加为租金收入(含税) 5.43%；日常管理费用支出按照租金收入(含税)的 2%计算。标的物业在计算期内现金流预测情况见表 6。

表 6 未来现金流预测情况(单位:万元)

时间	租金收入	净收入合计	时间	租金收入	净收入合计	时间	租金收入	净收入合计
2019 年 3 月	419.32	388.16	2026 年 1~3 月	2097.17	1941.35	2033 年 1~3 月	2476.44	2292.44
2019 年 4~6 月	1257.95	954.29	2026 年 4~6 月	2097.17	1456.91	2033 年 4~6 月	2476.44	1721.31
2019 年 7~9 月	1257.95	1164.48	2026 年 7~9 月	2097.17	1941.35	2033 年 7~9 月	2476.44	2292.44
2019 年 10~12 月	1257.95	851.74	2026 年 10~12 月	2097.17	1456.91	2033 年 10~12 月	2476.44	1721.31
2020 年 1~3 月	1257.95	1164.48	2027 年 1~3 月	2146.64	1987.15	2034 年 1~3 月	2535.81	2347.40
2020 年 4~6 月	1257.95	851.74	2027 年 4~6 月	2146.64	1491.40	2034 年 4~6 月	2535.81	1762.70
2020 年 7~9 月	1257.95	1164.48	2027 年 7~9 月	2146.64	1987.15	2034 年 7~9 月	2535.81	2347.40
2020 年 10~12 月	1257.95	851.74	2027 年 10~12 月	2146.64	1491.40	2034 年 10~12 月	2535.81	1762.70
2021 年 1~3 月	1257.95	1164.48	2028 年 1~3 月	2199.41	2035.99	2035 年 1~3 月	2598.47	2405.40
2021 年 4~6 月	1257.95	851.74	2028 年 4~6 月	2199.41	1528.18	2035 年 4~6 月	2598.47	1806.37
2021 年 7~9 月	1257.95	1164.48	2028 年 7~9 月	2199.41	2035.99	2035 年 7~9 月	2598.47	2405.40
2021 年 10~12 月	1257.95	851.74	2028 年 10~12 月	2199.41	1528.18	2035 年 10~12 月	2598.47	1806.37
2022 年 1~3 月	1257.95	1164.48	2029 年 1~3 月	2252.18	2084.85	2036 年 1~3 月	2661.13	2463.41
2022 年 4~6 月	1909.18	1400.28	2029 年 4~6 月	2252.18	1564.98	2036 年 4~6 月	2661.13	1850.06
2022 年 7~9 月	1909.18	1767.33	2029 年 7~9 月	2252.18	2084.85	2036 年 7~9 月	2661.13	2463.41
2022 年 10~12 月	1909.18	1325.86	2029 年 10~12 月	2252.18	1564.98	2036 年 10~12 月	2661.13	1850.06
2023 年 1~3 月	1955.36	1810.07	2030 年 1~3 月	2304.95	2133.69	2037 年 1~3 月	2723.79	2521.41

2023年 4-6月	1955.36	1358.04	2030年 4-6月	2304.95	1601.75	2037年 4-6月	2723.79	1893.74
2023年 7-9月	1955.36	1810.07	2030年 7-9月	2304.95	2133.69	2037年 7-9月	2723.79	2521.41
2023年 10-12月	1955.36	1358.04	2030年 10-12月	2304.95	1601.75	2037年 10-12月	2723.79	1893.74
2024年 1-3月	2001.53	1852.82	2031年 1-3月	2361.01	2185.59	2038年 1-3月	2789.75	2582.47
2024年 4-6月	2001.53	1390.24	2031年 4-6月	2361.01	1640.84	2038年 4-6月	2789.75	1939.72
2024年 7-9月	2001.53	1852.82	2031年 7-9月	2361.01	2185.59	2038年 7-9月	2789.75	2582.47
2024年 10-12月	2001.53	1390.24	2031年 10-12月	2361.01	1640.84	2038年 10-12月	2789.75	1939.72
2025年 1-3月	2047.70	1895.56	2032年 1-3月	2417.08	2237.49	2039年 1-2月	1903.81	1762.35
2025年 4-6月	2047.70	1422.42	2032年 4-6月	2417.08	1679.92			
2025年 7-9月	2047.70	1895.56	2032年 7-9月	2417.08	2237.49			
2025年 10-12月	2047.70	1422.42	2032年 10-12月	2417.08	1679.92			

北京首佳预测的标的物物业所涉及物业运营收入假设建立在租赁合同的约定和市场化水平收费标准上，因当前承租人单一，在信托存续期内，若租赁合同到期，或存在单一承租人不续租的风险，基于此关于物业运营收入涨幅、空置率、各项费用的假设也基本合理，联合资信认为预测合理，具备参考价值。

3. 抵押物价值分析

根据北京首佳出具的房地产估价报告，本交易估价对象为北京住总房地产开发有限责任公司所属的位于北京市朝阳区北四环东路108号千鹤家园5号楼B3-5层（华堂商场）商业房地产。本次估价选取收益法、成本法作为基本方法，其中运用收益法求取估价对象收益价值，运用成本法求取估价对象成本价值（运用基准地价修正法求取估价对象土地购置价款，作为

成本法的辅助方法），将上述两种方法求取的房地产价值结果进行加权，最终确定估价对象房地产价值。经过实地查勘与市场调查，选用成本法、收益法对估价对象进行了测算，北京首家确定估价对象在满足全部假设和限制条件下于价值时点2019年2月28日的房地产市场价格总价为155189.00万元，综合楼面单价为30873元/平方米。

本次估价对象实际整体作为商场统一招租对外运营，同类物业出租较多，易收集、了解租金水平，适用于收益法；同时估价对象现为已开发完成的物业，其建筑物在开发建设工程中的基础、结构、装修设备等各项费用可做较为精确的测算，适用于成本法。上述评估结果综合考虑了收益法和成本法的评估价值，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。

四、定量分析

联合资信通过使用偿债覆盖倍数（DSCR⁴）和按揭比率（LTV⁵）两个指标来量化评估本交易的信用风险。

⁴ 偿债覆盖倍数=当期现金流/票据的应付本息、资金信托以及票据信托的税费和费用支出。

⁵ 按揭比率=贷款金额/标的评估价值。

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类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。本交

易北京住总对运营华堂商场的成本和其他费用（人员工资、应缴纳税费等）提供资金支持，并保证该物业能够正常、稳定运营，因此在计算 DSCR 时联合资信分别使用了毛现金流和净现金流进行计算。

(1) 一般情景下使用毛现金流 DSCR 测算
联合资信基于现金流预测评估报告所预测

的毛现金流，根据本交易偿付安排，测算在一般情景下，即优先 A 级票据预期发行利率为 5.50%、优先 B 级票据预期发行利率为 5.70% 的情形下，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票据本息支出的保障程度。本交易中 20 年期现金流收入对票据利息及本金偿付能力情况详见表 7 和表 8。

表7 一般情景下优先A级票据DSCR水平（单位：万元、倍）

期数	回收款	DSCR	期数	回收款	DSCR
1	2515.90	4.80	21	4504.36	2.04
2	2515.90	1.46	22	4557.13	2.10
3	2515.90	1.46	23	4609.90	2.15
4	2515.90	1.47	24	4665.96	2.21
5	2515.90	1.46	25	4722.02	2.26
6	2515.90	1.47	26	4778.09	1.56
7	3818.36	1.52	27	4834.16	1.61
8	3864.54	1.50	28	4893.52	1.67
9	3910.72	1.53	29	4952.88	1.72
10	3956.89	1.56	30	5012.25	1.78
11	4003.06	1.60	31	5071.62	1.84
12	4049.23	1.65	32	5134.28	1.90
13	4095.40	1.68	33	5196.94	1.97
14	4144.87	1.73	34	5259.60	2.04
15	4194.34	1.76	35	5322.26	2.11
16	4243.81	1.81	36	5384.92	1.82
17	4293.28	1.85	37	5447.58	1.88
18	4346.05	1.90	38	5513.54	1.96
19	4398.82	1.94	39	5579.50	2.03
20	4451.59	2.00	40	4693.56	1.76

表8 一般情景下优先B级票据DSCR水平（单位：万元、倍）

期数	回收款	DSCR	期数	回收款	DSCR
1	2515.90	2.82	21	4504.36	1.26
2	2515.90	0.81	22	4557.13	1.29
3	2515.90	0.81	23	4609.90	1.31
4	2515.90	0.82	24	4665.96	1.34
5	2515.90	0.81	25	4722.02	1.37
6	2515.90	0.82	26	4778.09	1.08
7	3818.36	0.98	27	4834.16	1.11
8	3864.54	0.98	28	4893.52	1.14

9	3910.72	1.00	29	4952.88	1.17
10	3956.89	1.01	30	5012.25	1.20
11	4003.06	1.03	31	5071.62	1.23
12	4049.23	1.06	32	5134.28	1.26
13	4095.40	1.07	33	5196.94	1.29
14	4144.87	1.10	34	5259.60	1.33
15	4194.34	1.12	35	5322.26	1.37
16	4243.81	1.14	36	5384.92	1.24
17	4293.28	1.16	37	5447.58	1.28
18	4346.05	1.19	38	5513.54	1.32
19	4398.82	1.21	39	5579.50	1.36
20	4451.59	1.24	40	4693.56	0.09

注：本交易优先 B 级票据的到期本息偿付将依赖于北京住总的再融资能力或抵押物处置变现价值，故联合资信对于本交易 DSCR 测算不考虑最后年份，下同。

测试结果表明，在一般情景下，优先 A 级票据各期 DSCR 均在 1.45 倍以上，最低为 1.4553 倍，表明标的物业毛现金流对优先 A 级票据期间本息支出的保障程度较好；优先 B 级票据多期 DSCR 在 1.00 倍以下，除最后一期外，最低为 0.8114 倍，表明标的物业毛现金流对优先 B 级票据期间本息支出的保障程度很弱。

(2) 压力情景下使用毛现金流 DSCR 测算本交易毛现金流会受到标的物业运营收入

的增长率和收缴率、物业空置率、物业运营收入水平等影响因素，联合资信综合考虑了上述因素，对毛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，进而影响各类票据各期的 DSCR 水平，联合资信对预期利率进行了单因素压力测算。在此基础上，联合资信再测算组合压力情景下，即每个支付日回收款为预测水平的 80%，票据预期发行利率上升 100bp 情形下，本交易的 DSCR 水平，详见表 9 和表 10。

表9 组合压力情景下优先A级票据DSCR水平（单位：万元、倍）

期数	回收款	DSCR	期数	回收款	DSCR
1	2012.72	3.37	21	3603.49	1.50
2	2012.72	1.00	22	3645.70	1.54
3	2012.72	1.01	23	3687.92	1.58
4	2012.72	1.01	24	3732.77	1.63
5	2012.72	1.01	25	3777.62	1.67
6	2012.72	1.02	26	3822.47	1.18
7	3054.69	1.10	27	3867.33	1.22
8	3091.63	1.09	28	3914.82	1.27
9	3128.58	1.11	29	3962.30	1.31
10	3165.51	1.14	30	4009.80	1.36
11	3202.45	1.16	31	4057.30	1.41
12	3239.38	1.20	32	4107.42	1.46
13	3276.32	1.22	33	4157.55	1.51
14	3315.90	1.26	34	4207.68	1.57

15	3355.47	1.28	35	4257.81	1.63
16	3395.05	1.32	36	4307.94	1.42
17	3434.62	1.35	37	4358.06	1.48
18	3476.84	1.39	38	4410.83	1.54
19	3519.06	1.42	39	4463.60	1.61
20	3561.27	1.46	40	3754.85	1.40

表10 组合压力情景下优先B级票据DSCR水平（单位：万元、倍）

期数	回收款	DSCR	期数	回收款	DSCR
1	2012.72	1.95	21	3603.49	0.90
2	2012.72	0.56	22	3645.70	0.92
3	2012.72	0.56	23	3687.92	0.93
4	2012.72	0.56	24	3732.77	0.96
5	2012.72	0.56	25	3777.62	0.97
6	2012.72	0.56	26	3822.47	0.79
7	3054.69	0.69	27	3867.33	0.81
8	3091.63	0.69	28	3914.82	0.83
9	3128.58	0.71	29	3962.30	0.85
10	3165.51	0.72	30	4009.80	0.88
11	3202.45	0.73	31	4057.30	0.90
12	3239.38	0.75	32	4107.42	0.93
13	3276.32	0.76	33	4157.55	0.95
14	3315.90	0.78	34	4207.68	0.98
15	3355.47	0.79	35	4257.81	1.01
16	3395.05	0.81	36	4307.94	0.93
17	3434.62	0.83	37	4358.06	0.95
18	3476.84	0.84	38	4410.83	0.99
19	3519.06	0.86	39	4463.60	1.02
20	3561.27	0.88	40	3754.85	0.07

测试结果表明，在组合压力情景下，优先A级票据各期DSCR均在1.00倍以上，最低为1.0037倍，表明标的物业毛现金流对优先A级票据期间本息支出的保障程度较好；优先B级票据大多期DSCR均在1.00倍以下，表明标的物业毛现金流对优先B级票据期间本息支出的保障程度很弱。

(3)一般情景下使用净现金流DSCR测算考虑到对华堂商场运营成本和费用提供资

金支持的北京住总资信水平低于票据预设信用等级，联合资信基于现金流预测评估报告所预测的净现金流，根据本交易偿付安排，测算在一般情景下，即优先A级票据预期发行利率为5.50%、优先B级票据预期发行利率为5.70%的情形下，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票据本息支出的保障程度。本交易中20年期现金流收入对票据利息及本金偿付能力情况详见表11和表12。

表11 一般情景下优先A级票据DSCR水平（单位：万元、倍）

期数	回收款	DSCR	期数	回收款	DSCR
1	2118.77	4.05	21	3649.83	1.66
2	2016.22	1.17	22	3698.67	1.71
3	2016.22	1.17	23	3735.44	1.74
4	2016.22	1.18	24	3787.34	1.80
5	2016.22	1.17	25	3826.43	1.83
6	2016.22	1.18	26	3878.33	1.27
7	3167.61	1.26	27	3917.41	1.31
8	3135.93	1.22	28	3972.36	1.35
9	3168.11	1.24	29	4013.75	1.39
10	3210.86	1.27	30	4068.71	1.45
11	3243.06	1.30	31	4110.10	1.49
12	3285.80	1.33	32	4168.10	1.54
13	3317.98	1.36	33	4211.77	1.59
14	3363.77	1.40	34	4269.78	1.65
15	3398.26	1.43	35	4313.47	1.71
16	3444.06	1.47	36	4371.47	1.48
17	3478.55	1.50	37	4415.15	1.53
18	3527.39	1.54	38	4476.21	1.59
19	3564.17	1.58	39	4522.19	1.65
20	3613.03	1.62	40	3702.07	1.39

表12 一般情景下优先B级票据DSCR水平（单位：万元、倍）

期数	回收款	DSCR	期数	回收款	DSCR
1	2118.77	2.38	21	3649.83	1.02
2	2016.22	0.65	22	3698.67	1.05
3	2016.22	0.65	23	3735.44	1.06
4	2016.22	0.65	24	3787.34	1.09
5	2016.22	0.65	25	3826.43	1.11
6	2016.22	0.66	26	3878.33	0.88
7	3167.61	0.82	27	3917.41	0.90
8	3135.93	0.80	28	3972.36	0.92
9	3168.11	0.81	29	4013.75	0.94
10	3210.86	0.82	30	4068.71	0.97
11	3243.06	0.84	31	4110.10	0.99
12	3285.80	0.86	32	4168.10	1.03
13	3317.98	0.87	33	4211.77	1.05
14	3363.77	0.89	34	4269.78	1.08
15	3398.26	0.91	35	4313.47	1.11
16	3444.06	0.93	36	4371.47	1.01

17	3478.55	0.94	37	4415.15	1.04
18	3527.39	0.96	38	4476.21	1.07
19	3564.17	0.98	39	4522.19	1.10
20	3613.03	1.01	40	3702.07	0.07

测试结果表明，在一般情景下，优先 A 级票据各期 DSCR 均在 1.16 倍以上，最低为 1.1663 倍，表明标的物业净现金流对优先 A 级票据期间本息支出的保障程度一般；优先 B 级票据多期 DSCR 在 1.00 倍以下，除最后一期外，最低为 0.6503 倍，表明标的物业净现金流对优先 B 级票据期间本息支出的保障程度很弱。优先 B 级票据期间本息的偿付主要依赖于北京住

总的其他经营收入。

(4)特定情景下使用净现金流 DSCR 测算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，进而影响各类票据各期的 DSCR 水平，对预期利率进行了单因素压力测算。票据预期发行利率上升 100bp 情形下，本交易的 DSCR 水平如表 13 和表 14 所示。

表13 特定情景下优先A级票据DSCR水平（单位：万元、倍）

期数	预期支出	DSCR	期数	预期支出	DSCR
1	1994.80	3.54	21	2405.57	1.52
2	2005.30	1.01	22	2363.38	1.56
3	2001.83	1.01	23	2336.16	1.60
4	1987.99	1.01	24	2294.35	1.65
5	1994.89	1.01	25	2266.75	1.69
6	1981.09	1.02	26	3232.07	1.20
7	2787.97	1.14	27	3162.66	1.24
8	2846.60	1.10	28	3087.28	1.29
9	2822.03	1.12	29	3023.84	1.33
10	2787.33	1.15	30	2949.22	1.38
11	2752.62	1.18	31	2885.02	1.42
12	2708.53	1.21	32	2811.16	1.48
13	2683.21	1.24	33	2746.20	1.53
14	2639.50	1.27	34	2676.79	1.60
15	2613.80	1.30	35	2607.38	1.65
16	2570.47	1.34	36	3035.05	1.44
17	2544.39	1.37	37	2951.22	1.50
18	2509.69	1.41	38	2862.47	1.56
19	2474.98	1.44	39	2777.69	1.63
20	2432.41	1.49	40	2691.09	1.38

表14 特定情景下优先B级票据DSCR水平（单位：万元、倍）

期数	预期支出	DSCR	期数	预期支出	DSCR
1	3607.21	2.06	21	4017.98	0.91
2	3617.71	0.56	22	3966.97	0.93

3	3614.24	0.56	23	3948.57	0.95
4	3591.59	0.56	24	3897.94	0.97
5	3607.30	0.56	25	3879.16	0.99
6	3584.68	0.56	26	4844.48	0.80
7	4400.37	0.72	27	4775.06	0.82
8	4450.19	0.70	28	4690.87	0.85
9	4434.44	0.71	29	4636.24	0.87
10	4399.73	0.73	30	4552.81	0.89
11	4365.03	0.74	31	4497.42	0.91
12	4312.13	0.76	32	4414.75	0.94
13	4295.62	0.77	33	4358.60	0.97
14	4243.10	0.79	34	4289.19	1.00
15	4226.21	0.80	35	4219.78	1.02
16	4174.07	0.83	36	4638.64	0.94
17	4156.80	0.84	37	4563.62	0.97
18	4122.09	0.86	38	4466.06	1.00
19	4087.39	0.87	39	4390.10	1.03
20	4036.00	0.90	40	52294.68	0.07

在预期发行利率上升 100bp 的情景下，现金流对优先 A 级票据本息各期 DSCR 均在 1.00 倍以上，最低为 1.0054 倍，表示在标的物业的预期净现金流能够实现的前提下，能够覆盖优先 A 级票据预期支出。优先 B 级票据大多期 DSCR 均在 1.00 倍以下，表明在标的物业的预期净现金流能够实现的前提下，不能够覆盖优先 B 级票据预期支出。

此外，本交易净现金流会受到标的物业运营收入的增长率和收缴率、物业空置率、物业运营收入水平等因素影响，联合资信综合考虑了上述因素，对净现金流和预期发行利率进行加压调整，测算出在特定组合情景下，即每个支付日回收款为预测水平的 93%，票据预期发行利率上升 50bp 的情形下本交易的 DSCR 水平，详见表 15 和表 16。

表15 特定组合情景下优先A级票据DSCR水平（单位：万元、倍）

期数	回收款	DSCR	期数	回收款	DSCR
1	1970.46	3.51	21	3394.34	1.47
2	1875.08	1.00	22	3439.76	1.52
3	1875.08	1.01	23	3473.96	1.55
4	1875.08	1.01	24	3522.23	1.60
5	1875.08	1.01	25	3558.58	1.64
6	1875.08	1.02	26	3606.85	1.15
7	2945.88	1.11	27	3643.19	1.18
8	2916.41	1.08	28	3694.29	1.23
9	2946.34	1.10	29	3732.79	1.26
10	2986.10	1.12	30	3783.90	1.31
11	3016.05	1.15	31	3822.39	1.35

12	3055.79	1.18	32	3876.33	1.41
13	3085.72	1.20	33	3916.95	1.45
14	3128.31	1.24	34	3970.90	1.51
15	3160.38	1.27	35	4011.53	1.56
16	3202.98	1.30	36	4065.47	1.36
17	3235.05	1.33	37	4106.09	1.41
18	3280.47	1.37	38	4162.88	1.47
19	3314.68	1.40	39	4205.64	1.52
20	3360.12	1.44	40	3442.93	1.28

表16 特定组合情景下优先B级票据DSCR水平（单位：万元、倍）

期数	回收款	DSCR	期数	回收款	DSCR
1	1970.46	2.05	21	3394.34	0.89
2	1875.08	0.56	22	3439.76	0.92
3	1875.08	0.56	23	3473.96	0.93
4	1875.08	0.56	24	3522.23	0.96
5	1875.08	0.56	25	3558.58	0.97
6	1875.08	0.56	26	3606.85	0.78
7	2945.88	0.71	27	3643.19	0.80
8	2916.41	0.69	28	3694.29	0.82
9	2946.34	0.70	29	3732.79	0.84
10	2986.10	0.72	30	3783.90	0.87
11	3016.05	0.73	31	3822.39	0.89
12	3055.79	0.75	32	3876.33	0.91
13	3085.72	0.76	33	3916.95	0.94
14	3128.31	0.78	34	3970.90	0.96
15	3160.38	0.79	35	4011.53	0.99
16	3202.98	0.81	36	4065.47	0.91
17	3235.05	0.82	37	4106.09	0.93
18	3280.47	0.84	38	4162.88	0.96
19	3314.68	0.86	39	4205.64	0.99
20	3360.12	0.88	40	3442.93	0.07

测试结果表明，在特定组合情景下，优先A级票据DSCR均不低于1.00倍，最低为1.0043倍，表明标的物业净现金流对优先A级票据期间本息支出的保障程度较弱；优先B级票据大多期DSCR均在1.00倍以下，表明标的物业净现金流对优先B级票据期间本息支出的保障程度很弱。若未来净现金流入下降幅度超过上述

比例，标的物业净现金流入将无法对优先A级票据本息的偿付形成足额覆盖。

2. 按揭比率

(1) 评估价值

首佳评估提供的抵押物评估报告显示，抵押物涉及的区域租赁市场较发达，收益情况具有可预测性和持续性，评估报告表明抵押物价

值为 155189.00 万元。在抵押物价值评估成立的情形下，优先 A 级和优先 B 级票据相对抵押物评估价值的比率为 64.44%。

(2) 压力测试

联合资信根据最佳评估提供的评估报告对抵押物物业价值进行了压力测试。

考虑到物业处置时，需缴纳增值税及相关附加税费、土地增值税及中介费用或拍卖费用，根据委托人提供的抵押物土地成本、开发成本等数据，在不同下跌比例情形下，抵押物处置现金流对各类票据本金覆盖水平如下表所示。

表17 抵押物处置净现金流对优先A级票据本金覆盖倍数（单位：倍）

下跌比例	10%	20%	30%	40%	50%	64%
优先 A 级本金覆盖倍数	1.83	1.69	1.55	1.40	1.23	1.00

表18 抵押物处置净现金流对优先B级票据本金覆盖倍数（单位：倍）

下跌比例	10%	20%	30%	40%	50%	64%
优先 B 级本金覆盖倍数	0.95	0.88	0.80	0.73	0.64	0.52

联合资信经过测算，在未来物业的处置价格较评估基准日时点的价值下跌不超过 64% 时，扣除土地增值税等相关税费后的处置现金流可覆盖本交易优先 A 级票据本金。抵押担保措施对优先 A 级票据本息偿付的保障程度较好，对优先 B 级票据本息偿付的保障程度较弱。

综上所述，在抵押物的第一受偿主体为华融信托的前提下，同时考虑到票据能够得到住总集团提供的差额补足支持，且住总集团主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，故评定优先 A 级票据和优先 B 级票据的信用级别均为 AAA_{sf}。

五、主要参与方履约能力

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房地产开发有限责任公司（以下简称“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 2019 年 3 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 17 所示：

表 17 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 2018 年底，北京住总资产总额 245.25 亿元，所有者权益合计 49.43 亿元（其中少数股东权益 12.08 亿元）。2018 年，北京住总实现营业收入 55.11 亿元，利润总额 3.74 亿元。

截至 2019 年 3 月底，北京住总资产总额 276.20 亿元，所有者权益 50.17 亿元（其中少数股东权益 9.92 亿元）；2019 年 1—3 月，北京住总实现营业收入 4.80 亿元，利润总额 1.04 亿元。北京住总财务数据入表 18 所示。

表 18 北京住总财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产（亿元）	44.48	24.39	11.16	29.85
资产总额(亿元)	259.08	227.94	245.25	276.20
所有者权益(亿元)	43.47	43.71	49.43	50.17

短期债务(亿元)	68.60	52.53	81.59	71.70
长期债务(亿元)	77.60	80.50	81.18	118.33
全部债务(亿元)	146.20	133.03	162.77	190.03
营业收入(亿元)	49.31	50.61	55.11	4.80
利润总额(亿元)	3.19	3.35	3.74	1.04
EBITDA(亿元)	11.41	12.00	8.84	--
经营性净现金流(亿元)	19.11	-12.26	-22.39	-3.82

注：2019年1—3月财务数据未经审计；其他应付款中的有息部分调整至短期债务及相关指标计算；其他权益工具中包含永续债19亿元

(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。

2016年至2018年北京住总分别实现营业收入49.31亿元、50.61亿元和55.11亿元。北京住总营业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5.73%，近三年收入分别为49.09亿元、50.36亿元和54.88亿元。北京住总房地产开发业务收入主要为商品房和保障房的销售收入，2018年商品房和保障房分别实现收入32.41亿元和22.47亿元。

从盈利情况来看，近三年，北京住总综合毛利率分别为28.82%、24.75%和18.20%。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28.76%、24.64%和18.09%，主要系保障房项目结转比例有所增加所致。

2019年1—3月，北京住总实现营业收入4.80亿元，较2018年同期小幅增长1.19%。从盈利来看，2019年1—3月，北京住总综合毛利率由2018年同期的25.78%上升至43.77%，主要系2019年一季度商品房项目结转比例增加所致。

(2) 财务分析

资产方面，2016至2018年北京住总资产总额有所波动，三年分别为259.08亿元、227.94

亿元和245.25亿元。截至2018年底，北京住总资产中流动资产占83.65%，非流动资产占16.35%，资产结构以流动资产为主；流动资产中，存货占比较高，占73.71%；非流动资产中，投资性房地产占比较高，占67.08%。截至2019年3月底，北京住总资产总额为276.20亿元，较2018年底增长12.62%，主要系货币资金大幅增长所致。北京住总资产流动性较弱。

负债方面，2016至2018年北京住总负债总额波动下降，分别为215.61亿元、184.22亿元和195.82亿元。截止2018年底，北京住总负债结构中流动负债占58.54%，非流动负债占41.46%；流动负债中，其他应付款占比较高，占62.09%；非流动负债全部由长期借款构成。截至2019年3月底，北京住总负债总额226.03亿元，较2018年底增长15.43%，主要是长期借款增加所致。负债构成中流动负债占比较2018年底下降10.90个百分点至51.72%，非流动负债占比上升至52.35%。

盈利方面，2016至2018年北京住总营业收入有所增长，年均复合增长5.71%，2018年为55.11亿元；营业利润率有所下降，分别为16.18%、15.84%和12.91%；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13.49%、11.18%和9.29%。2019年1—3月，北京住总实现营业收入4.80亿元，较2018年同期小幅增长1.19%；实现利润总额1.05亿元，较上年同期增长12.22%；营业利润率为34.57%，较上年同期上升11.36个百分点。北京住总整体盈利水平一般。

现金流方面，2016至2018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19.11亿元、-12.26亿元和-22.39亿元；北京住总筹资活动产生的现金流净额波动增长，分别为4.49亿元、-14.32亿元和14.22亿元。2019年1—3月，北京住总经营活动现金流量净额为-3.82亿元；北京住总投资活动产生的现金流量净额为-2.14亿元；北京住总筹资活动现金流量净额为24.61亿元，其中取得借款收到的现金

为 37.15 亿元。考虑到北京住总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. 受托人

本交易的受托机构是华润信托。华润信托前身是深圳国际信托投资有限责任公司，成立于 1982 年，2006 年加入华润集团。2016 年 6 月，经中国银行业监督管理委员会深圳银监局核准，公司以资本公积、盈余公积、未分配利润转增 33.70 亿元人民币注册资本，增资后公司实收资本由 26.30 亿元人民币增至 60 亿元人民币，2018 年 5 月，公司以未分配利润转增资本 50 亿元，增资后公司实收资本为 110 亿元，其中华润股份有限公司持有公司 51% 的股权，深圳市人民政府国有资产监督管理委员会持有 49% 的股权。

截至 2018 年末，华润信托信托资产总计 9549.19 亿元，信托权益 9049.96 亿元；合并资产总额 238.79 亿元，所有者权益 203.07 亿元。2018 年全年，华润信托实现信托项目营业收入 153.82 亿元，信托利润 88.93 亿元；实现营业收入 27.08 亿元，净利润 23.06 亿元。

华润信托作为受托人，在银行间市场成功发行了多期信贷资产证券化产品，业务经验丰富。针对资产证券化业务，华润信托的风险控制具体采用事前预防、事中监控、事后稽核三种手段。通过对资产证券化涉及的风险因素进行充分研究，判断风险控制的关键点，同时通过制度建设控制、分散、防范风险，及时进行监察稽核和信息披露。针对信贷证券化业务可能出现的市场风险、信用风险、操作风险、法律风险等，华润信托通过研究业务控制、投资决策控制、岗位分离控制、空间分离控制、作业流程控制、信息披露控制、档案保管控制、

信息技术系统控制、会计系统控制、保密控制和监察稽核控制实现信贷资产证券化业务的风险控制。此外，华润信托按照全流程风险管理的指导思想，建立了专业的覆盖信托业务全流程的信息管理系统；根据资产证券化业务运营及发展需要，专门制定了业务相关操作流程和风控制度。

总体来看，华润信托拥有稳健的财务实力、比较健全的风险内控制度以及较为丰富的资产证券化业务经验，本交易因受托人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

本交易的保管银行为中信银行股份有限公司（以下简称“中信银行”）北京分行。中信银行成立于 1987 年，2007 年 4 月，中信银行在上海、香港同步上市。目前在国内设有超过 1000 家分支机构，在香港、澳门、美国、新加坡设有 30 多家分支机构。截至 2018 年末，公司股本为 489.35 亿股，其最大股东为中国中信有限公司，持股比例为 65.37%。

截至 2018 年末，中信银行资产总额 60667.14 亿元，所有者权益 4530.86 亿元；不良贷款率 1.77%；拨备覆盖率 157.98%；资本充足率 12.47%，核心一级资本充足率 8.62%。2018 年，中信银行实现营业收入 1648.54 亿元，净利润 453.76 亿元。

中信银行风险管理体制改革工作稳步推进，在风险管理“三道防线”建设方面，业务管理部门陆续设立风险管理岗位，与业务经办机构共同履行第一道风险防范的职责。在风险管理能力提升方面，中信银行建立了分行机构风险管理综合评价体系和风险管理资质认证制度，强化了行业研究和授信政策管理工作。在风险管理激励约束机制方面，建立了分行重大风险管理问题质询机制、完善了对分行风险的考核管理机制。

总体来看，中信银行公司治理较规范、财务状况较好、资产质量较高、风险控制能力较

强。中信银行作为本期交易的保管银行履职能力极强。

4. 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。

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21所示。

表 21 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。综合评估，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AAA，评级展望为稳定，信用水平极高。

六、法律要素分析

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

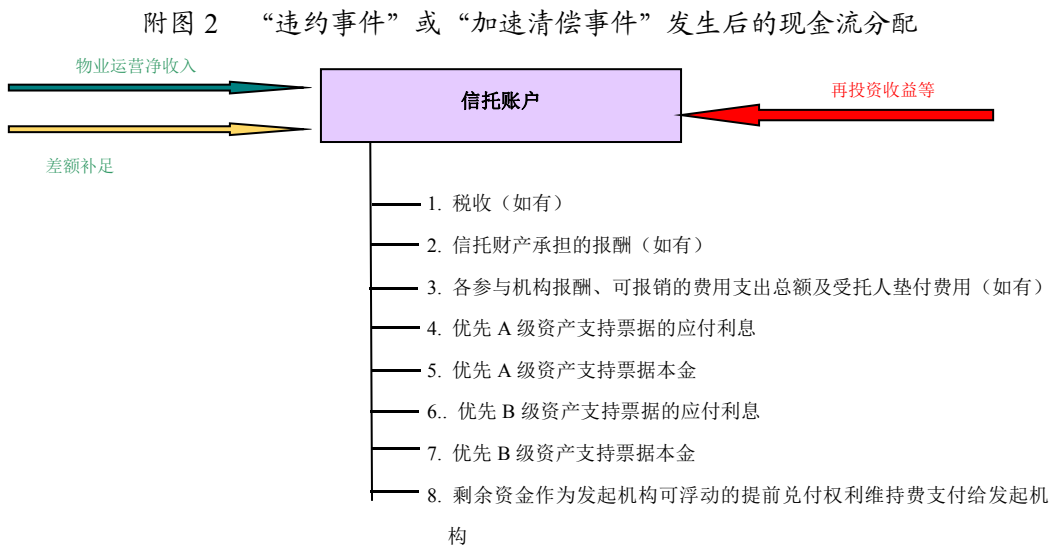
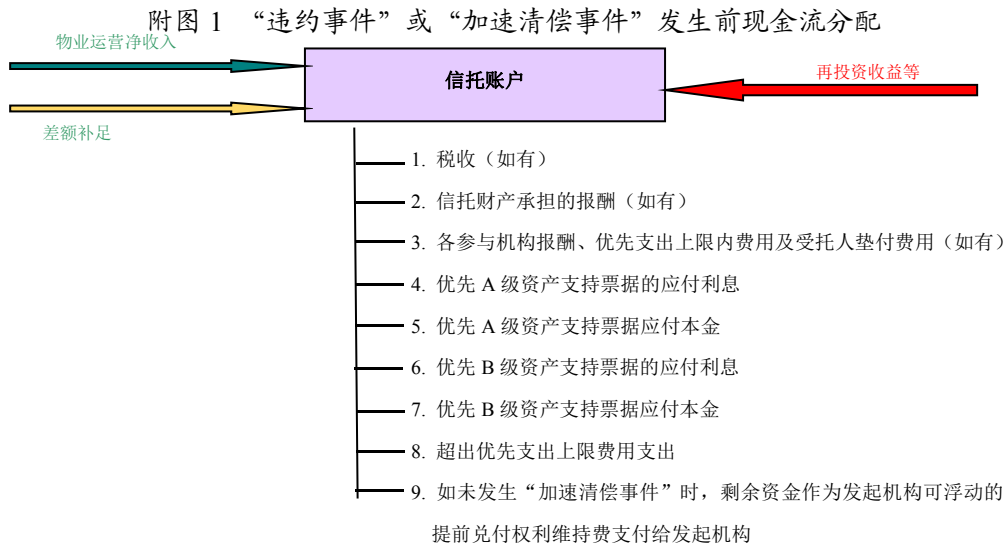
似法律的限制；本项目在交易商协会注册后，如果各方均依据《信托合同》《承销协议》发行和销售资产支持票据，资产支持票据将会被合法有效地发行和销售，且资产支持票据持有人有权获得《信托合同》规定的权利、权益和利益。发起机构应根据《管理办法》及《信息披露规则》的规定履行信息披露义务。

七、评级结论

联合资信对“北京住总房地产开发有限责任公司 2019 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，考虑到差额支付人住总集团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 2019 年度第一期资产支持票据”项下优先 A 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}，优先 B 级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

上述优先 A 级、优先 B 级资产支持票据的评级结果反映了该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及时足额偿付的能力极强，违约风险极低。

附图 现金流支付机制



附件 1 北京住总主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	44.48	24.39	11.16	29.85
资产总额(亿元)	259.08	227.94	245.25	276.20
所有者权益(亿元)	43.47	43.71	49.43	50.17
短期债务(亿元)	68.60	52.53	81.59	71.70
长期债务(亿元)	77.60	80.50	81.18	118.33
全部债务(亿元)	146.20	133.03	162.77	190.03
营业收入(亿元)	49.31	50.61	55.11	4.80
利润总额(亿元)	3.19	3.35	3.74	1.04
EBITDA(亿元)	11.41	12.00	8.84	--
经营性净现金流(亿元)	19.11	-12.26	-22.39	-3.82
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8149.28	51.24	12.56	--
存货周转次数(次)	0.23	0.25	0.30	--
总资产周转次数(次)	0.21	0.21	0.23	--
现金收入比(%)	179.96	56.61	74.62	61.95
营业利润率(%)	16.18	15.84	12.91	34.57
总资本收益率(%)	8.57	9.47	3.65	--
净资产收益率(%)	4.98	4.90	5.54	--
长期债务资本化比率(%)	64.10	64.81	62.15	70.22
全部债务资本化比率(%)	77.08	75.27	76.71	79.11
资产负债率(%)	83.22	80.82	79.84	81.83
流动比率(%)	158.55	185.89	178.97	217.22
速动比率(%)	42.78	41.85	47.05	73.89
经营现金流动负债比(%)	13.85	-11.82	-19.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.97	0.96	1.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.81	11.08	18.41	--

注：2019 年 1—3 月财务数据未经审计；其他应付款中的有息部分调整至短期债务及相关指标计算；其他权益工具中包含永续债 19 亿元

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
财务数据				
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
财务指标				
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
增长指标	
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) ^{1/(n-1)} -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	
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)
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%
盈利指标	
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%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	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 4-1 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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 5 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 2019 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 2019 年度第一期资产支持票据”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/华润深国投信托有限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 2019 年度第一期资产支持票据”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 2019 年度第一期资产支持票据”信用等级有效期内，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

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 2019 年度第一期资产支持票据”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/华润深国投信托有限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 2019 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 2019 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 2019 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，及时对该事项进行分析，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/华润深国投信托有限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 2019 年度第一期资产支持票据”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/华润深国投信托有限公司联系，并及时出具跟踪评级报告和结果。