

京投发展股份有限公司

2025 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕3678号

联合资信评估股份有限公司通过对京投发展股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持京投发展股份有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“22 京发 02”及“23 京发 01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年五月三十日

声 明

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

二、本报告系联合资信接受京投发展股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该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、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

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

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

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

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

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



京投发展股份有限公司

2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
京投发展股份有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2025/05/30
北京市基础设施投资有限公司	AAA/稳定	AAA _{pi} /稳定	
22 京发 02/23 京发 01	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

京投发展股份有限公司（以下简称“公司”）是以北京轨道交通物业为专业特色的区域房地产上市公司，公司是控股股东北京市基础设施投资有限公司（以下简称“京投公司”）唯一的房地产二级开发主体。跟踪期内，公司受结转规模下降和结转产品类型的影响，营业总收入和毛利率均有所下降。公司土地储备规模同比小幅下降，仍相对充足，部分京郊项目存在跌价风险和去化压力；公司新开工及竣工面积均有所下降，资金投入压力尚可；签约销售金额和均价均大幅下降。受行业持续下行的影响，公司存在一定的经营风险，但公司自身在 TOD 领域积累了开发经验，具有持续经营能力。财务方面，公司资产仍以存货为主，部分开发项目形成了资金沉淀，计提跌价准备比例较低，利润亏损对公司所有者权益产生较大影响，考虑到计入其他权益工具的永续债，公司资产结构中负债实际占比很高，但预计在 A 股定增落地后将有所改善。公司主营业务盈利能力持续弱化且资产减值损失和信用减值损失对利润侵蚀严重，长短期偿债指标均有所弱化，考虑到公司在股东信用背书、股东资金支持及融资渠道畅通等方面具有优势，整体偿债能力较强。

“22 京发 02”和“23 京发 01”由京投公司提供担保。2024 年，京投公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为 227.63 亿元和 569.69 亿元，对上述债券覆盖程度高，其担保对存续债券的到期还本付息保护作用显著。

个体调整：无。

外部支持调整：股东在资金拆借和定增（尚在实施中）等方面可以为公司提供大力支持。

评级展望

房地产行业景气度持续下行，公司未来盈利空间或进一步收缩。预计 2025 年公司结转情况将有所回升，但盈利能力仍将维持在较低水平。考虑到股东支持能力极强和融资渠道畅通等因素，公司偿债能力有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司销售规模持续稳健增长，盈利能力显著提升；公司债务水平显著下降，偿债能力大幅增强。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司融资渠道受限，偿债能力显著下降；股东对公司支持意愿减弱或支持力度大幅降低。

优势

- **公司可依托控股股东支持获取项目，轨道上盖项目的技术优势很强。**依托控股股东所提供的资源，公司在北京拥有多个项目；此外，公司作为设立轨道物业技术研究中心的房地产上市公司，能够凭借轨道上盖的技术优势在京外进行土地项目的拓展。
- **控股股东背景好、资本实力强，对公司支持力度大，京投公司对公司提供债券担保。**公司控股股东京投公司拥有大量轨道项目一级开发土地资源，资产规模大、资金实力雄厚，截至 2024 年底，京投公司资产规模达 9276.21 亿元。截至 2024 年底，公司以委托贷款的形式从京投公司拆入资金合计 319.89 亿元，其中 38.90 亿元利率为 0.00%；公司拟向京投公司发行 A 股股票约 5.95 亿元；京投公司提供的不可撤销连带责任保证担保很大程度上提高了公司债券的信用水平。

关注

- **公司经营波动性大，主营业务毛利率低，盈利水平弱。**作为区域性房企，单个项目情况对公司经营情况影响大。2024 年，公司房产销售毛利率降至 1.51%，当年公司利润总额续亏且亏损程度有所加剧，主要受毛利率下滑、财务费用增长叠加减值损失影响，盈利指标整体处于行业较低水平。公司存货计提跌价准备规模较小，部分项目开发周期较长且存货面临较大的跌价风险。

- **公司全部债务规模持续增长，债务负担重且权益稳定性弱。**截至 2024 年底，公司全部债务规模提升 7.32% 至 411.72 亿元，如将永续债调整计入长期债务，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 97.21% 和 96.82%，债务负担重；同期末，其他权益工具占所有者权益的 81.57%，所有者权益稳定性弱，预计 A 股定增落地后将有所改善。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 房地产企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 房地产企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F5	现金流	资产质量	3
			盈利能力	6
			现金流量	7
		资本结构		5
		偿债能力		4
		指示评级		
个体调整因素：无			--	
个体信用等级			bbb ⁻	
外部支持调整因素：股东支持			+7	
评级结果			AA	

个体信用状况变动说明：由于联合资信评级方法和模型进行统一调整和公司资本结构及偿债能力的弱化，公司指示评级结果由上次评级的 a⁺调整为 bbb⁻；个体调整因素无变化；故公司的个体信用等级由 a⁺调整为 bbb⁻。

外部支持变动说明：公司股东在资金拆借和定增（尚在实施中）等方面给予公司大力支持，故公司的外部支持由 +4 调整为 +7。公司外部支持子级及调整是联合资信结合其个体信用状况，并根据外部支持能力和支持可能性所确定的。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

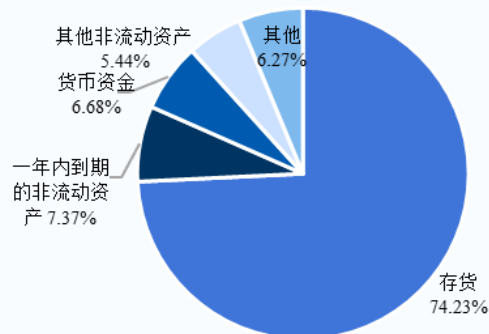
合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	40.09	100.88	40.26	38.65
资产总额（亿元）	548.13	595.48	602.71	605.64
所有者权益（亿元）	108.75	94.58	73.56	70.87
短期债务（亿元）	22.12	55.49	58.92	12.96
长期债务（亿元）	232.00	328.14	352.80	398.54
全部债务（亿元）	254.13	383.63	411.72	411.50
营业总收入（亿元）	55.52	106.41	14.17	2.54
利润总额（亿元）	3.36	-11.44	-12.81	-1.98
EBITDA（亿元）	6.33	-8.43	-8.10	--
经营性净现金流（亿元）	-83.54	-43.26	-62.11	3.11
营业利润率（%）	10.38	-5.23	3.58	-8.57
净资产收益率（%）	1.63	-11.11	-19.63	--
资产负债率（%）	80.16	84.12	87.80	88.30
调整后资产负债率（%）	75.59	83.00	86.20	86.62
全部债务资本化比率（%）	70.03	80.22	84.84	85.31
流动比率（%）	225.90	307.10	321.00	400.14
经营现金流流动负债比（%）	-43.21	-26.75	-36.56	--
现金短期债务比（倍）	1.81	1.82	0.68	2.98
EBITDA 利息倍数（倍）	0.50	-0.52	-0.39	--
全部债务/EBITDA（倍）	40.18	-45.51	-50.85	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	135.88	140.01	153.74	152.64
所有者权益（亿元）	79.43	76.74	72.61	71.36
全部债务（亿元）	38.28	38.56	45.39	45.39
营业总收入（亿元）	0.13	1.57	0.24	0.02
利润总额（亿元）	1.30	1.05	-0.45	-0.38
资产负债率（%）	41.54	45.19	52.77	53.25
全部债务资本化比率（%）	32.52	33.44	38.47	38.88
流动比率（%）	88.35	168.39	94.39	130.78
经营现金流流动负债比（%）	7.54	12.69	33.01	--

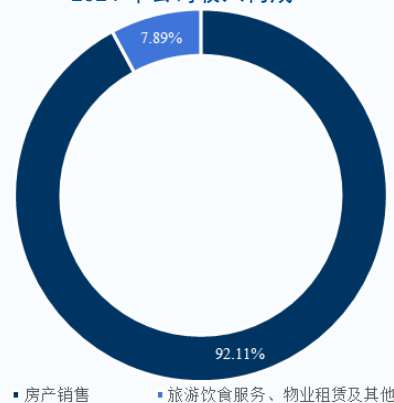
注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司 2022—2024 年末合并口径其他应付款中的有息部分计入短期债务，长期应付款的有息部分计入长期债务；公司本部债务数据未经调整；4. 2025 年一季度财务数据未经审计；5. “--”表示数据不适用或无意义

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

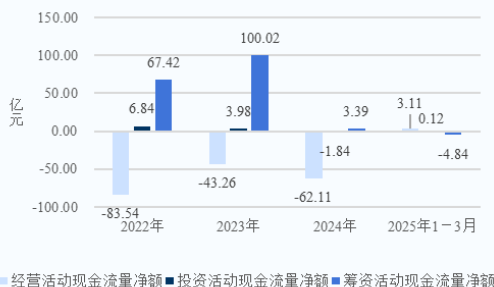
2024 年底公司资产构成



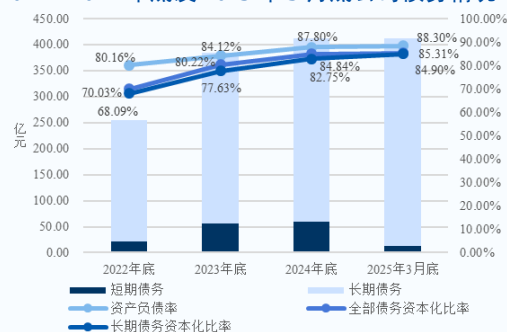
2024 年公司收入构成



2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司现金流情况



2022—2024 年底及 2025 年 3 月底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
22 京发 02	4.41 亿元	4.41 亿元	2025/07/12	--
23 京发 01	20.00 亿元	20.00 亿元	2026/08/15	--

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
23 京发 01 22 京发 02	AAA/稳定	AA/稳定	2024/05/30	宋莹莹 高 星	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
23 京发 01	AAA/稳定	AA/稳定	2023/07/24	宋莹莹 曹梦茹	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
22 京发 02	AAA/稳定	AA/稳定	2022/06/29	宋莹莹 曹梦茹	房地产企业信用评级方法 V3.1.202205 房地产企业主体信用评级模型（打分表） V3.1.202205	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：宋莹莹 songyy@lhratings.com

项目组成员：朱一汀 zhuyt@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

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

传真：010-85679228



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于京投发展股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为在浙江省宁波市注册的宁波华联集团股份有限公司，于 1993 年 10 月在上海证券交易所挂牌上市，股票代码：600683.SH，证券简称“宁波华联”。后历经更名、多次送股、增持等，截至 2025 年 3 月底，公司总股本为 74077.76 万股，控股股东为北京市基础设施投资有限公司（以下简称“京投公司”），持股比例为 40.00%，实际控制人为北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）。

2024 年，公司组织架构（详见附件 1-2）较上年发生变化，总部层面组织机构从 14 个部门变更至 16 个部门和 1 个分公司；公司经营范围未发生变化，仍以轨道物业项目为核心，主营业务为房地产开发及经营等，按照联合资信行业分类标准划分为房地产开发行业。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 602.71 亿元，所有者权益 73.56 亿元（含少数股东权益 9.36 亿元）；2024 年，公司实现营业收入 14.17 亿元，利润总额-12.81 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 605.64 亿元，所有者权益 70.87 亿元（含少数股东权益 9.03 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.54 亿元，利润总额-1.98 亿元。

公司注册地址：浙江省宁波市海曙中山东路 238 号；办公地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号银泰中心 C 座 17 层；法定代表人：孔令洋。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续公开发行公司债券共计 2 只，余额 24.41 亿元，募集资金均已按指定用途使用，并均在付息日正常付息。

图表 1 • 截至 2025 年 4 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
22 京发 02	4.41	4.41	2022/07/12	3 年
23 京发 01	20.00	20.00	2023/08/15	3 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见 [《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

五、行业分析

2024 年，国内房地产市场整体仍处低位运行，行业数据表现低迷，宽松政策持续释放下，销售阶段性回暖，商品住宅广义库存去化周期出现下降拐点，但仍处高位，短期内去库存依旧是行业重点。“稳住楼市”目标下，促进房地产市场止跌回稳或是未来政策优化主方向，利好政策有望继续释放，但居民收入预期和信心尚未恢复，预计 2025 年行业销售面积降幅收窄，继续筑底；在销售弱复苏以及房企资金有限情况下，预计 2025 年土地市场将继续缩量，但核心城市核心区域土地资源仍将维持高热度。完整版房地产行业分析详见 [《2025 年房地产行业分析》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 企业规模和竞争力

作为京投公司唯一的房地产二级开发主体，公司在项目资源和资金方面可以得到股东的有力支持，同时公司形成了以轨道物业综合体开发运营为代表的开发模式，具有自身独特的竞争优势。公司主要项目位于北京、无锡和三河，整体区位条件尚可，根

据项目成本来看，公司在建项目整体抗跌空间有限。

公司控股股东京投公司是北京市内唯一负责轨道交通类基础设施建设项目的投资主体以及北京市基础设施建设最重要的投融资主体之一，主要负责北京市轨道交通建设的投融资及运营工作，同时推动轨道交通与沿线土地协同发展，公司在项目获取以及资金方面可以得到股东的支持。根据克而瑞数据，公司在 2023 年和 2024 年北京房企权益销售金额中均排名第 18 位；截至 2025 年 3 月底，公司资产总额 602.71 亿元，具有一定的区域竞争力。

公司布局 TOD 领域较早，通过多年的经验积累，形成了以轨道物业综合体开发运营为代表的开发模式，作为股东京投公司下属唯一房地产二级开发主体，公司能够股东多方面的支持。开发项目方面，公司在全国布局了西华府、琨御府、公园悦府、无锡愉樾天成、岚山等多个 TOD 项目。跟踪期内，公司集中优势资源投入到北京区域高能板块 TOD 轨道物业优势资源地块的开发中。截至 2024 年底，公司持有待开发土地位于北京市朝阳区和门头沟区，合计待开发土地面积 22.06 万平方米，拿地时间分别为 2021 年和 2017 年。公司目前在建及在售房地产项目主要分布区域位于北京轨道沿线（附近）、无锡市经开区和三河市燕郊高新区，整体区位条件尚可。京外项目随着近年来当地市场的剧烈调整，价格持续下探；京内项目整体处于非核心区域，依托 TOD 优势可以一定程度降低价格冲击的影响。2024 年，无锡愉樾天成项目和三河·倬郡项目价格均出现一定调整，京内项目未出现价格明显变化的情况。公司在建项目整体对于降价销售的承受能力较弱，部分在建项目已投金额超过预计总投资额，未来抗跌空间有限，需密切关注亏损影响权益稳定性的情况。

2 信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91330200144052096U），截至 2025 年 4 月 11 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录。根据相关金融机构出具的证明，公司已结清信贷业务中，从 1999 年到 2002 年共 32 笔不良类信贷记录，系公司合作的金融机构在数据批量导入人行数据库时失误所致，该机构已出具相关情况说明；从 1997 年到 2009 年共 148 笔关注类贷款和 2 笔关注类银行承兑汇票，经核实均按时结清。

根据公司过往在公开市场发行公司债券和债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2025 年 5 月 28 日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。

（二）管理水平

跟踪期内公司部分董事、监事和制度发生变动，公司整体经营管理状况稳定。

跟踪期内，因董事会换届，公司董事长及部分董事发生变动；监事方面，一名监事发生变动。

公司董事长孔令洋先生，研究生学历，工学博士，正高级工程师；2009 年 8 月至 2015 年 3 月，历任北京市基础设施投资有限公司规划建设部、前期规划部项目经理、前期规划部高级项目经理、建设管理部高级专家；2015 年 3 月至 2016 年 11 月，历任京津冀城际铁路投资有限公司规划设计部副经理、经理；2016 年 11 月至 2021 年 1 月，任京津冀城际铁路投资有限公司规划设计部经理；2019 年 1 月至 2019 年 12 月，挂职任广西南宁市交通运输局党组成员、副局长；2021 年 1 月至 2024 年 2 月，任北京市丽泽城市航站楼投资发展有限公司总经理；2024 年 2 月至今，任公司董事长。

跟踪期内，公司印发《公司贯彻落实“三重一大”决策制度的实施办法》等五项制度，修订《动态成本监控制度》《全面成本管理制度》。

（三）重大事项

公司拟向特定对象发行 A 股股票，实施后有利于增强公司资本实力，但该事项尚需经过相关审核流程。

2024 年 12 月 31 日，公司发布《2024 年度向特定对象发行 A 股股票预案》（以下简称“《预案》”）。根据《预案》，本次向特定对象发行 A 股股票决议的有效期为自公司股东会审议通过相关事项之日起 12 个月，发行对象为公司控股股东京投公司，京投公司拟以现金认购本次发行的全部股票，本次向特定对象发行 A 股股票构成关联交易。发行后，京投公司直接持有公司 4.29 亿股股份，

占公司总股本的比例为 49.13%，不会导致公司控股股东和实际控制人发生变化。本次向特定对象发行 A 股股票募集资金总额约 5.95 亿元，在实施后有利于增强公司资本实力。

2025 年 1 月 15 日，公司发布《关于 2024 年度向特定对象发行 A 股股票相关事项获得北京市基础设施投资有限公司批复的公告》（以下简称“《公告》”）。根据《公告》，京投公司同意公司 2024 年度向特定对象发行 A 股股票的方案及相关事项，但该事项尚需获得公司股东会审议通过，并经上海证券交易所审核通过及中国证券监督管理委员会同意注册后方可实施。

（四）经营方面

1 经营概况

2024 年，房产销售仍是公司主要收入来源，受结转项目规模大幅下降影响，2024 年公司营业总收入同比大幅下降，综合毛利率继续下滑；2025 年一季度公司营业总收入小幅下滑，综合毛利率为负；根据可结转项目来看，预计公司 2025 年全年收入将有所回升，综合毛利率或将同步回升，但整体盈利能力将持续承压。

从业务收入构成来看，2024 年，受公司房地产项目交付结转规模减少影响（结转项目主要为檀谷、岚山、愉樾天成和锦悦府项目），公司房产销售业务收入同比大幅下降 87.67%，进而致使公司营业总收入同比大幅下降 86.69%；物业租赁、旅游饮食服务及其他业务收入规模较小。从毛利率来看，2024 年，受房地产行业持续下行及结转产品类型（尾房）压缩盈利空间的影响，公司房产销售业务毛利率下降至 1.51% 的很低水平，致使综合毛利率相应下降至 3.61%。

2025 年一季度，公司营业总收入 2.54 亿元，同比微降 0.78%，当期公司房地产项目可结转规模同比仍较小；综合毛利率为-7.14%，同比增亏。根据北熙区项目交付时间推算，2025 年预计公司合同负债中可结转项目规模将有所增长，综合毛利率水平或有所改善；但受市场持续下行的影响，短期内公司盈利能力仍将承压。

图表 2 • 2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 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	收入	占比	毛利率
房产销售	55.07	99.18%	19.55%	105.85	99.47%	7.47%	13.05	92.11%	1.51%	2.35	92.74%	-7.57%
旅游饮食服务及其他	0.23	0.42%	1.63%	0.27	0.26%	14.75%	0.79	5.60%	15.97%	0.12	4.59%	-21.97%
物业租赁	0.21	0.37%	35.31%	0.27	0.25%	50.62%	0.32	2.25%	58.52%	0.07	2.67%	33.03%
其他业务	0.02	0.03%	57.52%	0.02	0.02%	-5.22%	0.01	0.04%	29.91%	--	--	--
合计	55.52	100.00%	19.54%	106.41	100.00%	7.60%	14.17	100.00%	3.61%	2.54	100.00%	-7.14%

注：部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成
资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

2 业务经营分析

（1）土地储备

跟踪期内公司未新增土地储备。截至 2024 年底，公司土地储备规模相对充足，主要集中于北京地区但京郊项目占比高，土储质量尚可；公司部分项目开发周期较长且去化较慢。

跟踪期内，公司房产开发项目合作方及合作拿地方式无重大变化。投资拓展方面公司较为谨慎，2024 年未获取新增土地储备。依托京投公司轨道交通土地一级开发业务，作为深耕 TOD 领域的开发商，公司在土地获取方面具有优势，公司土地获取成本对比销售指导价相对合理。传统的 TOD 项目距离市中心存在距离，在当前环境下土地增值空间收窄，例如北熙区单个项目对公司资金的消耗较大，需要继续关注公司未来获取项目的盈利空间。

截至 2024 年底，公司主要土地储备（含在建及竣工项目的剩余可售面积）规模 210.47 万平方米¹，其中在建及竣工项目的剩余可售面积分别为 197.22 万平方米和 13.25 万平方米，从 2024 年销售进展来看，面临一定去化压力。从在售项目剩余可售面积城市分布来看，公司剩余可售面积主要分布北京（占 66.37%）、无锡（27.17%）及三河市（6.46%），其中北京门头沟、密云、房山、平谷及昌平等京郊区域剩余可售面积合计 87.45 万平方米，占公司剩余可售面积的 41.55%。

¹ 不包括门头沟区项目 MC01-0003-6008、6009、0120、6015、0057、0086 地块和朝阳区项目 A002-3#地块，上述待开发土地面积 22.06 万平方米。

(2) 房地产开发

2024 年，公司新开工及竣工面积均大幅下降；公司房地产开发项目所需建设资金较大，控股股东为公司提供的资金支持在一定程度上降低了开发建设的资金压力。

2024 年，公司新开工面积及竣工面积同比均大幅下降，降幅分别为 61.69%和 59.35%，权益口径新开工面积和竣工面积分别为 9.72 万平方米和 11.19 万平方米，期末在建面积较上年底下降 3.27%。截至 2024 年底，公司在建项目全口径总投资额为 980.41 亿元，已投资金额 917.94 亿元²，尚需投资规模仍较大，公司面临较大资本支出压力；考虑到控股股东提供一定额度的信用借款和质押借款资金支持，在一定程度上可减轻公司未来资金支出压力。

图表 3 • 公司开发建设情况（单位：万平方米）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
新开工面积	28.44	47.58	18.23	0.00
房屋竣工面积	54.30	54.83	22.29	0.00
期末在建面积	131.50	124.25	120.19	120.19

注：1. 上表数据包括公司合并报表范围内房地产项目 12 个，以及合并报表范围外房地产项目 4 个（北京金域公园项目、若丘项目、无锡榆樾天成项目和目前停工的鄂尔多斯泰悦府项目）；2. 所有面积均为项目整体面积，未按照公司权益折算；上表为全口径数据
资料来源：公司提供，联合资信整理

(3) 房地产销售

2024 年，主要受单价较低的商业业态占比增长的影响，公司签约销售金额大幅下降；考虑到 2025 年公司销售业态以住宅为主，在主要项目能够维持一定去化的情况下，签约销售金额预计有所回升。

2024 年，公司签约销售面积同比增长 26.01%，但受单价较低的商业业态³占比增长的影响，公司签约销售均价同比下降 48.60%，综上，公司签约销售金额同比下降 35.21%。2024 年公司销售回款率大幅增长，主要系 2023 年北熙区项目建设进度未能在 2023 年底前封顶致使销售回款中公积金及商业贷款部分于 2024 年逐步回款所致，若不考虑上述回款，2024 年公司销售回款率仍偏低。从去化率来看，截至 2024 年底，北熙区和森与天成等主要项目去化率尚可，但仍有部分项目去化情况较差；从销售面积来看，2024 年，北京地区占比为 89.73%，主要为西华府、臻御府、岚山和森与天成项目，当年公司森与天成、榆樾天成和若丘项目均有一定程度降价销售。公司重点销售项目北熙区伴随着周边配套陆续兑现，该项目未来去化情况或有所提速。

图表 4 • 公司签约销售情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
签约销售面积	13.63	17.88	22.53	2.33
签约销售金额	44.83	82.80	53.65	9.48
签约销售均价	3.29	4.63	2.38	4.07
销售回款率	143.25%	72.63%	97.80%	102.93%

注：1. 上表数据包括公司合并报表范围内房地产项目 12 个，以及合并报表范围外房地产项目 4 个（北京金域公园项目、若丘项目、无锡榆樾天成项目和目前停工的鄂尔多斯泰悦府项目）；2. 所有面积均为项目整体面积，未按照公司权益折算；上表为全口径数据；2. 2022 年公司销售回款率超过 100%，主要系北安河车辆段综合利用项目按揭放款所致
资料来源：公司提供，联合资信整理

3 未来发展

公司未来发展战略清晰，可以依托股东及自身积累的优势持续性经营。

未来公司将以“TOD 轨道物业专家”为发展愿景，持续扩大在 TOD 轨道物业开发领域的先发优势。同时，公司深耕北京市场，理性扩张，严控风险，审慎选择并严控京外市场投资，通过优质的服务和产品迭代升级，不断扩大品牌影响力，集中优势资源投入到北京区域高能板块 TOD 轨道物业优势资源地块的开发中。

公司一方面加快去化和项目周转，努力保障财务稳定。另一方面积极拓展融资渠道，丰富融资方法，充分利用总部融资优势，凭借良好的信用水平及风险管控能力，与多家银行及金融机构建立了长期、稳定的战略合作关系，在融资利率方面具有突出优势。产品方面，在室内空间的营造上，公司从消费者调研结果出发，坚持用户中心主义，以空间营造和智慧运维作为打造产品差异化的主要抓手。组织管理方面，公司通过高层共创和企业文化宣贯，在领导及员工团队中形成普遍的战略共识，继而设置考核目标，确保稳定发展。

² 截至 2024 年底，公司公园悦府、檀香府、岚山和若丘项目合计已投超过预计总投资额 48.03 亿元。

³ 2024 年，臻御府签约销售面积 4.96 万平方米，商业（回购）价格约 0.9 万/平方米；西华府签约销售面积 5.62 万平方米，商业价格约 1.41 万/平方米。

（五）财务方面

公司提供了 2024 年的财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2025 年一季度财务报表未经审计。

2024 年，公司合并范围内变化小，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

截至 2024 年底，公司资产规模较上年底小幅增长，资产仍以存货为主，对存货计提跌价准备比例较低，存在较大跌价风险和去化压力，其他非流动资产大幅下降，存在一定减值风险，货币资金大幅下降，金额较少。

截至 2024 年底，公司合并资产总额较上年底小幅增长 1.21%，主要系存货规模增加所致，公司资产仍以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

图表 6 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	436.76	79.68%	496.66	83.40%	545.36	90.48%	518.48	85.61%
货币资金	40.09	7.31%	100.88	16.94%	40.26	6.68%	38.65	6.38%
存货	374.61	68.34%	368.11	61.82%	447.41	74.23%	450.61	74.40%
一年内到期的非流动资产	0.20	0.04%	7.01	1.18%	44.45	7.37%	14.97	2.47%
非流动资产	111.37	20.32%	98.82	16.60%	57.36	9.52%	87.16	14.39%
其他非流动资产	78.28	14.28%	76.22	12.80%	32.78	5.44%	69.98	11.55%
资产总额	548.13	100.00%	595.48	100.00%	602.71	100.00%	605.64	100.00%

注：占比指占资产总额的比例，下同

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年 1—3 月财务报表整理

截至 2024 年底，公司货币资金规模大幅降低，主要系支付北熙区项目地价所致。公司货币资金中银行存款占 99.82%，受限货币资金比例为 0.18%（主要为子公司诉讼冻结款）。截至 2024 年底，公司存货规模较上年底增长 21.54%，主要系支付北熙区项目地价款存货增加所致。从构成来看，截至 2024 年底，公司存货主要由开发产品（占 18.42%）及开发成本（占 81.58%）构成；公司存货累计计提跌价准备比例仅为 1.39%，计提比例较低；公司部分京郊项目区位条件不佳，且部分项目竣工时间较长，从公司房地产业务结转的毛利率情况看，部分项目或已发生毛利亏损，随着非核心区域价格剧烈调整，未来公司存货仍存在较大跌价风险和去化压力。截至 2024 年底，公司一年内到期的非流动资产大幅增长，其他非流动资产大幅下降，主要系公司往来资金拆借款（用于合作未并表项目开发股东借款）受到时间影响做会计科目间转移所致，其中公司对停工项目鄂尔多斯项目借款累计计提减值准备 4.65 亿元（借款年利率为 4.90%），预计未来仍有减值风险。

截至 2024 年底，公司受限资产占总资产比重为 29.34%，受限比例较高。

图表 7 • 截至 2024 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例	受限原因
货币资金	0.07	0.01%	冻结
存货	155.16	25.74%	抵押
长期股权投资	19.33	3.21%	质押
其他权益工具投资	2.29	0.38%	质押
合计	176.85	29.34%	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额及资产结构较上年底变动幅度不大；其中，货币资金和存货变化情况较小，一年内到期的非流动资产大幅下降 66.32%，其他非流动资产大幅增长 113.46%，主要系科目间重分类所致。

(2) 资本结构

受盈亏亏损致未分配利润转负的影响，公司所有者权益规模继续下降；所有者权益中永续债规模较大，权益稳定性弱。截至 2024 年底，公司负债总额有所增长，非流动负债占比持续上升；公司债务负担仍重，若考虑永续债，公司杠杆进一步提升，但考虑到长期借款中控股股东委托借款占比较高，公司实际偿付压力仍相对可控。

截至 2024 年底，公司所有者权益较上年底下降 22.23%，主要系公司盈亏亏损导致未分配利润减少所致。截至 2024 年底，公司所有者权益 73.56 亿元，归属于母公司所有者权益占比为 87.27%；在所有者权益中，实收资本、其他权益工具（永续债）、资本公积和未分配利润分别占 10.07%、81.57%、4.45%和-14.53%，公司所有者权益结构稳定性弱。

截至 2024 年底，受公司合同负债及长期借款规模增加影响，公司负债总额较上年底增长 5.64%，负债结构仍以非流动负债为主。2024 年，公司其他应付款（合计）大幅减少，系偿还股东往来借款所致；一年内到期的非流动负债大幅增长，系长期借款和应付债券重分类所致；公司合同负债规模较上年底增长 78.65%，主要系当年销售未结转增加所致，公司合同负债中北熙区项目金额为 53.16 亿元，占比 76.29%，该项目预计 2025 年 9 月份竣工，结转后预计对公司 2025 年收入形成有力支撑。截至 2024 年底，公司长期借款中质押借款、抵押借款及信用借款分别占 59.27%、14.08%和 26.65%，长期借款中信用借款及质押借款均来源于京投公司委托贷款，合计 279.89 亿元，长期借款利率区间为 2.40%~5.20%，利率中枢较去年同比有所下降。公司应付债券较上年底减少 28.37%，主要系重分类至一年内到期的非流动负债所致。

图表 8 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	193.34	44.00%	161.73	32.29%	169.89	32.11%	129.57	24.23%
应付账款	34.25	7.79%	31.94	6.38%	24.59	4.65%	23.97	4.48%
其他应付款（合计）	9.91	2.26%	63.49	12.68%	3.92	0.74%	4.10	0.77%
一年内到期的非流动负债	21.12	4.81%	1.37	0.27%	58.92	11.13%	12.96	2.42%
合同负债	102.57	23.34%	39.01	7.79%	69.68	13.17%	76.08	14.23%
非流动负债	246.04	56.00%	339.17	67.71%	359.27	67.89%	405.20	75.77%
长期借款	213.74	48.65%	290.29	57.95%	325.76	61.56%	362.69	67.82%
应付债券	17.65	4.02%	37.60	7.51%	26.93	5.09%	35.75	6.69%
负债总额	439.38	100.00%	500.90	100.00%	529.16	100.00%	534.77	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年 1—3 月财务报表整理

有息债务方面，截至 2024 年底，公司全部债务规模较上年底增长 7.32%至 411.72 亿元，其中 279.90 亿元计入长期借款的质押借款和信用借款为京投公司委托贷款。债务期限结构方面，截至 2024 年底，公司短期债务占 14.31%，长期债务占 85.69%。从债务指标来看，截至 2024 年底，公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别上升 3.20 个百分点、4.62 个百分点和 5.12 个百分点，债务负担加重。截至 2024 年底，公司存续永续债 60.00 亿元，主要为永续信托贷款和债权投资计划融资，如将永续债调入长期债务，截至 2024 年底，公司全部债务增至 471.72 亿元；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 97.75%、97.21%和 96.82%，较调整前分别上升 9.95 个百分点、12.36 个百分点和 14.07 个百分点，债务负担进一步加重。截至本报告出具日，公司存续债券 44.71 亿元。其中，公司 2025 年到期债券合计金额 8.87 亿元，2026 年到期债券金额 20.00 亿元，短期内集中兑付压力不大。2024 年公司平均融资成本 5.22%，同比有所下降。

截至 2025 年 3 月底，公司负债总额较上年底小幅增长 1.06%，非流动负债占比上升 7.88 个百分点至 75.77%；全部债务金额较上年底变化很小，长期债务占比有所上升。

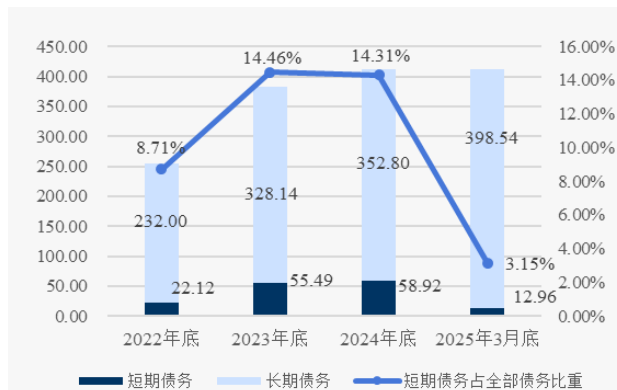
图表 9 • 截至 2024 年底公司有息债务期限情况（单位：亿元）

项目	1 年内	1~2 年	2~3 年	3 年以上	小计
应付债券	--	19.95	6.98	--	26.93
一年内到期的非流动负债	58.75	--	--	--	58.75
长期借款	--	130.10	116.40	79.26	325.76
合计	58.75	150.05	123.38	79.26	411.44

注：上表中未包含租赁负债等；尾数差异系四舍五入导致

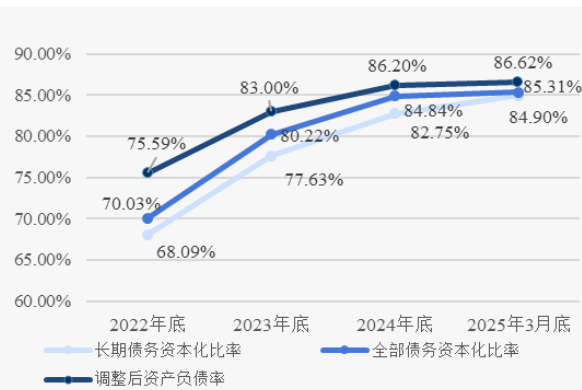
资料来源：公司提供，联合资信整理

图表 10 • 公司全部债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

图表 11 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

(3) 盈利能力

2024 年，公司营业总收入大幅下降，利润总额续亏，盈利指标表现仍差。2025 年一季度公司续亏。

公司营业总收入分析见经营概况部分。

费用方面，2024 年，公司费用总额同比增长 11.79%，主要系公司费用化借款利息增加导致财务费用进一步增加所致；期间费用率大幅增至 43.19%，主要系当期结转收入规模减少所致。非经常性损益方面，2024 年，公司资产减值损失及信用减值损失均大幅增加，主要系存货及鄂尔多斯项目和北京潭拓兴业房地产开发有限公司借款计提减值所致。期间费用和非经常性损益对利润形成严重侵蚀，致使公司当年盈利能力进一步弱化。综上，2024 年，公司利润总额持续亏损且亏损规模有所增加。

盈利指标方面，2024 年，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为 3.58%、-2.09%和-19.63%，分别同比上升 8.81 个百分点、下降 0.44 个百分点和下降 8.52 个百分点，盈利指标表现有所分化，但整体仍差。

2025 年 1—3 月，公司利润总额持续亏损且同比有所加剧。

(4) 现金流

2024 年，公司经营活动现金流持续净流出且净流出规模有所增长；投资活动现金流转为净流出；公司筹资活动现金流保持净流入但规模大幅降低，考虑到公司未来建设投资需求规模，且储备项目大多为轨道交通上盖物业类项目，所需资金量较大，公司或仍有一定融资需求。2025 年一季度公司经营活动现金转为净流入。

从经营活动来看，2024 年，公司经营活动现金流持续净流出且净流出规模有所增长，主要系公司支付地价款规模较上年同期有所增长叠加税费支出增长所致。

从投资活动来看，公司投资活动现金流入流出仍主要为对外拆借资金的收支。2024 年，公司投资活动现金流入同比下降 85.77%，主要系当期无收回拆借资金及利息所致；当年公司投资活动现金流出同比增长 195.27%，系多增支付无锡望榆地铁生态置业有限公司投资款所致。受到投资活动现金流入流出的共同变化的影响，2024 年公司投资活动现金流转为净流出。

从筹资活动来看，2024 年，公司筹资活动现金流入同比下降 29.90%，筹资活动现金流出同比增长 53.30%，主要系归还股东拆借资金所致。

2025 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入 3.11 亿元，投资活动现金净流入但规模很小，筹资活动前现金转为净流入。

图表 13 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	49.11	52.01	56.76	10.75
经营活动现金流出小计	132.65	95.27	118.88	7.64
经营活动现金流量净额	-83.54	-43.26	-62.11	3.11
投资活动现金流入小计	16.41	4.84	0.69	0.12
投资活动现金流出小计	9.57	0.86	2.53	0.00
投资活动现金流量净额	6.84	3.98	-1.84	0.12

筹资活动前现金流量净额	-76.70	-39.28	-63.96	3.23
筹资活动现金流入小计	144.96	180.23	126.35	11.06
筹资活动现金流出小计	77.54	80.21	122.96	15.90
筹资活动现金流量净额	67.42	100.02	3.39	-4.84

注：尾差系四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年 1—3 月财务报表整理

2 偿债指标变化

公司长短期偿债指标表现均弱化，但考虑融资渠道通畅以及股东在资金拆借方面的支持，公司实际偿债能力较强。

图表 14 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	流动比率	225.90%	307.10%	321.00%	400.14%
	速动比率	32.15%	79.49%	57.66%	52.38%
	经营现金流动负债比	-43.21%	-26.75%	-36.56%	--
	经营现金/短期债务（倍）	-3.78	-0.78	-1.05	--
	现金短期债务比（倍）	1.81	1.82	0.68	2.98
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	6.33	-8.43	-8.10	--
	全部债务/EBITDA（倍）	40.18	-45.51	-50.85	--
	经营现金/全部债务（倍）	-0.33	-0.11	-0.15	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	0.50	-0.52	-0.39	--
	经营现金/利息支出（倍）	-6.57	-2.67	-3.01	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年 1—3 月财务报表整理

截至 2024 年底，公司流动比率同比有所上升，速动比率同比有所下滑，主要系存货占比上升所致，流动资产对流动负债的保障程度高；现金短期债务比大幅下滑，现金对短期债务的保障能力大幅削弱；2024 年，公司 EBITDA 仍为负，对利息和债务本金均无法形成保障，公司长期偿债指标表现非常弱，但公司长期债务中股东借款占比很高，实际长期偿债指标表现优于数据值。考虑到公司在股东信用背书、股东资金支持及融资渠道畅通⁴等方面具有优势，公司整体偿债能力较强。此外，在公司 A 股定增落地前，需密切关注亏损对权益稳定性产生的影响。

对外担保方面，截至 2024 年底，公司对外担保余额为 13.80 亿元，全部为对上海礼仕酒店有限公司（合营企业）的担保。公司担保比率 18.76%，被担保方整体经营状况较稳定，公司或有负债风险较低。

未决诉讼方面，截至 2024 年底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2024 年底，公司及控股子公司共获银行授信额度 101.11 亿元，剩余授信额度 37.23 亿元，公司间接融资渠道较为畅通，具有备用流动性。此外，公司作为 A 股上市公司，拥有直接融资能力。

3 公司本部主要变化情况

公司本部主要承担管理职能，资产构成主要为子公司往来款以及持有的子公司股权，公司本部负债水平一般，债务负担重。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 153.74 亿元，所有者权益 72.61 亿元，整体资本实力强。公司本部资产构成主要为计入其他应收款的资金拆借及往来款（31.05 亿元）、计入长期股权投资的持有子公司股权（67.39 亿元）。持有的货币资金规模大幅增长至 2024 年底的 9.25 亿元。截至 2024 年底，公司本部债务主要系各种债券（详见财务分析），资产负债率和全部债务资本化比率分别为 52.77%和 38.47%，同比分别上升 7.59 个百分点和 5.03 个百分点。

⁴ 公司 2024 年 12 月成功发行 2024 年度第一期中期票据 7 亿元，期限 3 年，票面利率 2.07%。

（六）ESG 方面

公司具有较为完善的法人治理结构和健全的内控制度，且持续注重能源资源节约及城市可持续发展。整体来看，公司 ESG 表现对其持续经营和信用风险无负面影响。

环境方面，在跟踪期内公司重点项目无锡愉樾天成融入绿建三星、海绵城市和双 WELL 认证多重标准，愉樾天成升级传统海绵开发，形成了硬件设施上的连片海绵岛。

社会责任方面，跟踪期内公司参与对外捐赠、公益项目和扶贫及乡村振兴项目，总投入资金 10.91 万元，惠及人数 250 人，包括镇域消防队、派出所、军队、居民、学校等。

公司治理方面，跟踪期内公司不断完善上市公司治理架构，各治理主体权责清晰、协调运转；拥有健全的内控体系，对生产经营过程中的风险能够做到有效识别、防范和处理。

七、外部支持

1 支持能力

公司控股股东支持能力极强。

京投公司是北京市内唯一负责轨道交通类基础设施建设项目的投资主体以及北京市基础设施建设最重要的投融资主体之一，主要负责北京市轨道交通建设的投融资及运营工作，同时推动轨道交通与沿线土地协同发展。京投公司唯一股东和实际控制人均为北京市国资委。截至 2024 年底，京投公司资产总额 9276.21 亿元，所有者权益 3148.97 亿元；当年，京投公司营业总收入 141.97 亿元，利润总额 31.69 亿元。京投公司资本实力雄厚，支持能力极强。

2 支持可能性

控股股东在项目获取和资金拆借等方面为公司提供了大力支持。

2010 年，公司与控股股东京投公司形成了合作投资房地产项目的方案，即公司与京投公司组成联合体或其他合作方式参与开发地块的竞标，竞标成功后合资组建项目公司，京投公司为项目公司提供融资支持以支付部分或全部地价款；公司在资源获取、融资以及资金支持等方面获得了京投公司的大力支持。截至 2024 年底，公司以委托贷款的形式从控股股东京投公司拆入资金合计 319.89 亿元，其中 38.90 亿元利率为 0.00%。

八、担保方分析

1 经营财务分析

详见附件 5-1《北京市基础设施投资有限公司主体长期信用评级报告》。

2 担保效果分析

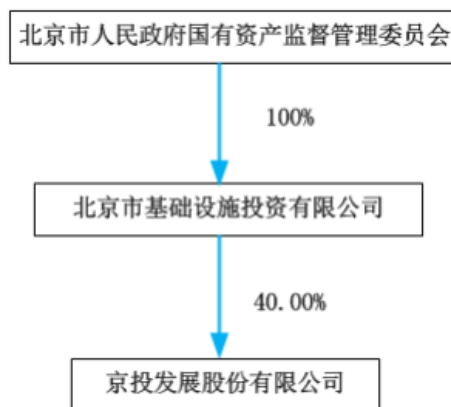
京投公司 EBITDA 和经营活动现金流入对本次债券覆盖程度高，其担保对存续债券的到期还本付息具有显著的保护作用。

以 2024 年底财务数据测算，截至本报告出具日，公司存续债券余额 44.71 亿元。2024 年，京投公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为存续债券本金 44.71 亿元的 5.09 倍和 12.74 倍。京投公司 EBITDA 和经营活动现金流入对公司存续债券本金覆盖程度高，其担保对公司存续债券的到期还本付息具有显著的保护作用。

九、跟踪评级结论

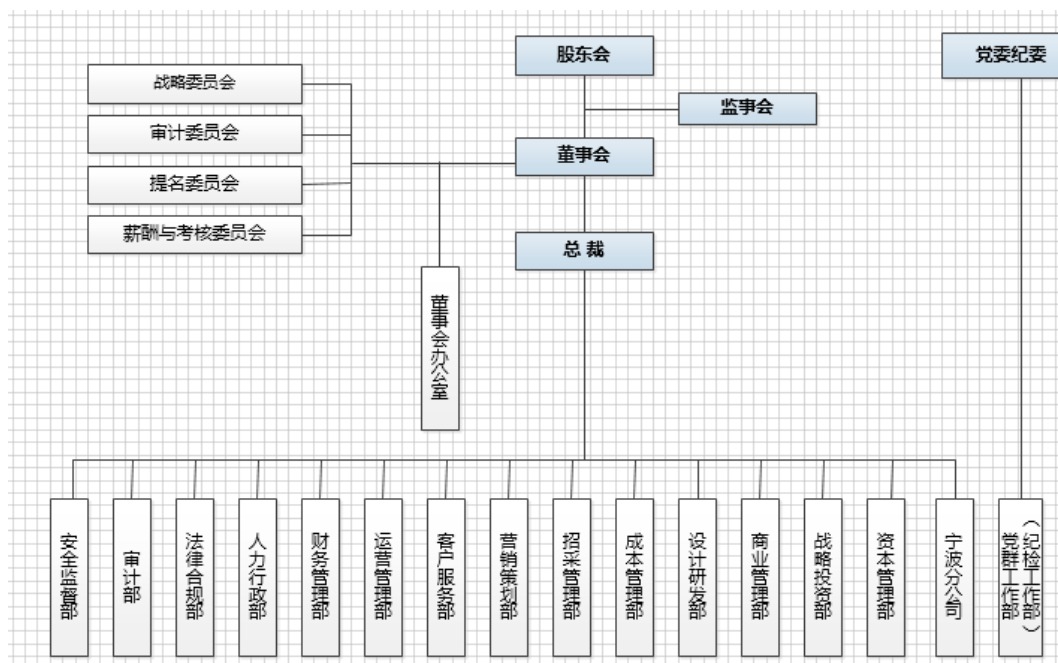
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“22 京发 02”和“23 京发 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年 3 月底）

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
北京京投置地房地产有限公司	2000000.00	房地产	100	--	收购
北京京投万科房地产开发有限公司	40000.00	房地产	--	80	设立
北京京投银泰置业有限公司	10000.00	房地产	--	50	设立
北京京投银泰尚德置业有限公司	10000.00	房地产	--	51	设立
北京京投兴业置业有限公司	10000.00	房地产	--	51	设立
北京京投瀛德置业有限公司	5000.00	房地产	--	51	设立
北京京投兴平置业有限公司	5000.00	房地产	--	51	设立
北京京投兴檀房地产有限公司	100000.00	房地产	--	100	设立
三河市京投发展致远房地产开发有限公司	5000.00	房地产	--	85	设立
北京京投丰德房地产有限公司	2000.00	房地产	--	70	设立
北京京投兴海房地产有限公司	10000.00	房地产	--	51	设立
北京京投润德置业有限公司	10000.00	房地产	--	60	设立
北京京投隆德置业有限公司	10000.00	房地产	--	60	设立
北京潭柘投资发展有限公司	41000.00	房地产	100	--	设立
北京定都峰旅游开发有限公司	1000.00	服务业	--	60	设立
宁波华联房地产开发有限公司	2100.00	房地产	100	--	设立
宁波京发物业服务服务有限公司	500.00	服务业	100	--	设立
无锡嘉仁花园酒店管理有限公司	43000.00	酒店管理	100	--	收购
无锡惠澄实业发展有限公司	12000.00	房地产	--	100	收购
京投科技（北京）有限公司	2000.00	服务业	100	--	设立
北京睿德发展物业管理服务有限公司	2000.00	服务业	100	--	设立
京投发展商业管理（北京）有限公司	1000.00	服务业	100	--	设立

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	40.09	100.88	40.26	38.65
应收账款（亿元）	5.13	4.83	0.55	0.53
其他应收款（亿元）	6.45	5.12	1.20	1.21
存货（亿元）	374.61	368.11	447.41	450.61
长期股权投资（亿元）	1.99	1.76	2.55	2.30
固定资产（亿元）	0.75	0.72	0.69	0.68
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	548.13	595.48	602.71	605.64
实收资本（亿元）	7.41	7.41	7.41	7.41
少数股东权益（亿元）	19.99	16.16	9.36	9.03
所有者权益（亿元）	108.75	94.58	73.56	70.87
短期债务（亿元）	22.12	55.49	58.92	12.96
长期债务（亿元）	232.00	328.14	352.80	398.54
全部债务（亿元）	254.13	383.63	411.72	411.50
营业总收入（亿元）	55.52	106.41	14.17	2.54
营业成本（亿元）	44.67	98.33	13.65	2.72
其他收益（亿元）	0.01	0.01	0.01	0.00
利润总额（亿元）	3.36	-11.44	-12.81	-1.98
EBITDA（亿元）	6.33	-8.43	-8.10	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	44.98	46.59	52.77	10.05
经营活动现金流入小计（亿元）	49.11	52.01	56.76	10.75
经营活动现金流量净额（亿元）	-83.54	-43.26	-62.11	3.11
投资活动现金流量净额（亿元）	6.84	3.98	-1.84	0.12
筹资活动现金流量净额（亿元）	67.42	100.02	3.39	-4.84
财务指标				
销售债权周转次数（次）	19.14	21.36	5.27	--
存货周转次数（次）	0.13	0.26	0.03	--
总资产周转次数（次）	0.11	0.19	0.02	--
现金收入比（%）	81.02	43.78	372.49	395.86
营业利润率（%）	10.38	-5.23	3.58	-8.57
总资本收益率（%）	1.19	-1.66	-2.09	--
净资产收益率（%）	1.63	-11.11	-19.63	--
长期债务资本化比率（%）	68.09	77.63	82.75	84.90
全部债务资本化比率（%）	70.03	80.22	84.84	85.31
资产负债率（%）	80.16	84.12	87.80	88.30
调整后资产负债率（%）	75.59	83.00	86.20	86.62
流动比率（%）	225.90	307.10	321.00	400.14
速动比率（%）	32.15	79.49	57.66	52.38
经营现金流动负债比（%）	-43.21	-26.75	-36.56	--
现金短期债务比（倍）	1.81	1.82	0.68	2.98
EBITDA 利息倍数（倍）	0.50	-0.52	-0.39	--
全部债务/EBITDA（倍）	40.18	-45.51	-50.85	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司 2022—2024 年末合并口径其他应付款中的有息部分计入短期债务，长期应付款的有息部分计入长期债务；4. 2025 年一季度财务数据未经审计；5. “--”表示数据不适用或无意义，“/”表示未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	2.58	0.93	9.25	4.48
应收账款（亿元）	0.02	1.59	0.15	0.12
其他应收款（亿元）	25.83	30.61	31.05	38.23
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	63.66	66.06	67.39	67.16
固定资产（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	135.88	140.01	153.74	152.64
实收资本（亿元）	7.41	7.41	7.41	7.41
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	79.43	76.74	72.61	71.36
短期债务（亿元）	20.63	0.80	18.38	9.58
长期债务（亿元）	17.65	37.77	27.01	35.81
全部债务（亿元）	38.28	38.56	45.39	45.39
营业总收入（亿元）	0.13	1.57	0.24	0.02
营业成本（亿元）	0.04	0.04	0.04	0.01
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.01	0.00
利润总额（亿元）	1.30	1.05	-0.45	-0.38
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.25	0.09	1.70	0.05
经营活动现金流入小计（亿元）	7.22	4.85	25.91	0.28
经营活动现金流量净额（亿元）	2.79	3.10	17.70	0.00
投资活动现金流量净额（亿元）	5.61	-1.40	-5.80	-3.35
筹资活动现金流量净额（亿元）	-7.75	-3.36	-3.58	-1.42
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.61	1.94	0.28	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.01	0.00	--
现金收入比（%）	189.37	5.76	699.29	333.18
营业利润率（%）	47.82	95.83	76.27	33.18
总资本收益率（%）	2.51	2.26	0.69	--
净资产收益率（%）	1.63	1.37	-0.62	--
长期债务资本化比率（%）	18.18	32.98	27.12	33.41
全部债务资本化比率（%）	32.52	33.44	38.47	38.88
资产负债率（%）	41.54	45.19	52.77	53.25
流动比率（%）	88.35	168.39	94.39	130.78
速动比率（%）	88.35	168.39	94.39	130.78
经营现金流动负债比（%）	7.54	12.69	33.01	--
现金短期债务比（倍）	0.13	1.17	0.50	0.47
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司本部债务数据未经调整；4. 2025 年一季度财务数据未经审计；5. “--”表示数据不适用或无意义，“/”表示未获取，“*”表述数据过大或过小

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-3 主要财务数据及指标（京投公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	413.19	430.88	427.06	627.34
应收账款（亿元）	19.10	18.01	16.86	15.57
其他应收款（亿元）	147.06	154.82	123.57	127.10
存货（亿元）	644.50	727.41	829.12	843.49
长期股权投资（亿元）	390.16	517.04	556.26	565.54
固定资产（亿元）	3695.80	3890.24	4393.17	4379.24
在建工程（亿元）	1118.95	1170.56	970.79	1034.79
资产总额（亿元）	8212.80	8747.33	9276.21	9561.67
实收资本（亿元）	1957.55	2050.66	2196.81	2249.89
少数股东权益（亿元）	241.61	147.83	141.35	140.75
所有者权益（亿元）	2874.43	3005.16	3148.97	3208.95
短期债务（亿元）	395.05	452.90	359.60	/
长期债务（亿元）	3762.94	3955.88	4312.54	/
全部债务（亿元）	4157.99	4408.78	4672.14	/
营业总收入（亿元）	150.85	218.03	141.97	28.51
营业成本（亿元）	249.13	318.28	261.16	55.28
其他收益（亿元）	262.86	253.39	248.52	44.59
利润总额（亿元）	30.79	24.19	31.69	8.48
EBITDA（亿元）	232.37	212.91	227.63	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	193.91	185.72	228.59	43.92
经营活动现金流入小计（亿元）	477.09	550.01	569.69	325.52
经营活动现金流量净额（亿元）	-23.95	43.40	90.31	199.59
投资活动现金流量净额（亿元）	-425.31	-497.09	-444.38	-207.92
筹资活动现金流量净额（亿元）	404.29	560.52	360.02	82.16
财务指标				
销售债权周转次数（次）	8.16	10.30	7.14	--
存货周转次数（次）	0.39	0.46	0.34	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.03	0.02	--
现金收入比（%）	128.54	85.18	161.02	154.03
营业利润率（%）	-70.11	-53.53	-86.69	-95.64
总资本收益率（%）	2.47	2.08	1.97	--
净资产收益率（%）	0.84	0.77	0.88	--
长期债务资本化比率（%）	56.69	56.83	57.80	/
全部债务资本化比率（%）	59.13	59.47	59.74	/
资产负债率（%）	65.00	65.64	66.05	66.44
流动比率（%）	129.61	139.09	152.56	158.53
速动比率（%）	65.68	66.12	67.75	79.91
经营现金流动负债比（%）	-2.38	4.35	9.24	--
现金短期债务比（倍）	1.05	0.95	1.19	/
EBITDA 利息倍数（倍）	1.21	1.17	1.40	--
全部债务/EBITDA（倍）	17.89	20.71	20.52	--

注：1. 2022—2024 年财务数据取自当年审计报告期末数；2. 2025 年一季度财务数据未经审计；3. 本报告合并口径已将 2022—2024 年的其他流动负债、其他应付款中有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款中付息项调整至长期债务核算；未获取公司 2025 年 3 月底有息债务调整项；4. “/” 表示数据未获取，“--” 代表不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2025 年一季报以及公司提供资料整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(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-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债) / (资产总额-预收款项-合同负债) ×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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 5-1 北京市基础设施投资有限公司主体长期信用评级报告

一、主体概况

北京市基础设施投资有限公司（以下简称“公司”）前身是成立于 1976 年的北京地铁公司（1984 年更名为“北京市地下铁道总公司”），成立时隶属于北京市公共交通总公司。2001 年，在北京市地下铁道总公司的基础上改制并组建了北京地铁集团有限责任公司（简称“地铁集团”），改制后的地铁集团由北京市人民政府作为其唯一出资者。同时，地铁集团以投资的形式设立了北京地铁建设管理有限责任公司（简称“地铁建设公司”）和北京地铁运营有限责任公司（简称“地铁运营公司”）。2003 年，根据北京市委、市政府有关精神，地铁集团再次进行改制，更名组建北京市基础设施投资有限公司（于 2004 年根据“京国资函〔2004〕14 号”正式更名并完成工商变更）。同时，将原地铁建设公司和地铁运营公司单独分立出来，成立北京市轨道交通建设管理有限公司和北京市地铁运营有限公司（简称“运营公司”）。在此次改制中，上述 3 家公司均改制为由北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）出资设立的国有独资公司。2011 年，北京市国资委决定在不改变原管理体制的基础上，将运营公司纳入公司合并范围，并明确公司作为其出资人，但仍由北京市国资委行使出资人职责。后经过数次增资，截至 2025 年 3 月底，公司注册资本 1731.59 亿元，实收资本 2249.89 亿元⁵，公司唯一股东和实际控制人均为北京市国资委。

公司作为北京市轨道交通类基础设施建设项目的唯一投资主体，承担着为北京市轨道交通类基础设施建设和发展筹集资金的职能，并负责相关的运营管理。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 9276.21 亿元，所有者权益 3148.97 亿元（含少数股东权益 141.35 亿元）。2024 年，公司实现营业总收入 141.97 亿元，利润总额 31.69 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 9561.67 亿元，所有者权益 3208.95 亿元（含少数股东权益 140.75 亿元）。2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 28.51 亿元，利润总额 8.48 亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区小营北路 6 号京投大厦 2 号楼 9 层 908 室；法定代表人：郝伟亚。

二、经营分析

1 经营概况

公司业务呈现多元化，土地一、二级开发和地铁票款收入为公司主要收入来源。2022—2024 年，随着房地产开发收入波动下降，公司营业总收入波动下降，土地一级开发及二级开发毛利率明显下降，地铁运营业务持续亏损。

图表 1 • 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
1、开发及运营收入	71.16	47.17	30.37	119.56	54.84	17.00	30.78	21.68	12.30
其中：土地一级开发及二级开发	62.86	41.67	26.91	113.25	51.94	14.49	25.27	17.80	1.58
2、服务收入	71.04	47.09	-178.58	93.23	42.76	-130.94	107.15	75.48	-115.30
其中：票款收入	45.37	30.07	-307.93	68.28	31.31	-197.06	71.78	50.56	-190.42
租赁服务	2.87	1.90	12.49	3.04	1.39	14.03	10.86	7.65	13.45
智慧轨道交通服务	9.78	6.48	39.91	8.88	4.07	37.26	9.78	6.89	36.93
增值服务等运营收入	9.14	6.06	71.33	9.21	4.23	73.51	8.65	6.09	62.79
3、产品销售	5.44	3.61	9.16	2.04	0.94	-1.62	1.57	1.11	20.92
其他：轨道交通装备及其延伸产品和服务	5.35	3.55	8.10	1.95	0.90	-5.11	1.48	1.04	17.30
4、其他业务	3.21	2.13	64.26	3.20	1.47	47.94	2.46	1.73	9.94
合计	150.85	100.00	-68.07	218.03	100.00	-45.98	141.97	100.00	-83.96

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

⁵ 公司修改营业执照中的注册资本及公司章程均须报备国资委审批，周期较长，故公司的注册资本与实收资本有差额。

公司主营业务包含轨道交通建设运营，土地一级开发及二级开发等。土地一级开发及二级开发与地铁票款收入为公司最主要收入来源。2022—2024 年，土地一级开发及二级开发收入波动下降。2024 年，受项目开发节奏和房地产行业持续下行影响，公司土地二级开发收入和毛利率均下降明显。公司地铁运营业务具有较强的公益属性，2024 年，公司票款收入略有增长，仍持续亏损。综上影响，2024 年，公司营业总收入大幅下降，毛利率持续为负，亏损幅度扩大。2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 28.51 亿元，相当于 2024 年的 20.08%。同期，公司毛利率持续为负，且亏损程度加重。

公司服务业务主要包括北京市的地铁线路开发、地铁运营、轨道交通装备及其延伸产品和服务、广告服务等轨道交通建设运营业务。2022—2024 年，公司轨道交通建设运营业务收入（服务收入）逐年增长，以票款收入为主，毛利率持续为负。为保障公司地铁建设及运营所需资金，2016 年，公司与北京市交通委员会签署北京市轨道交通授权经营协议（以下简称“ABO 协议”），约定公司每年可获得的授权经营服务费（以下简称“ABO 资金”）295 亿元。2021 年，公司与北京市财政局形成 ABO 综合改革方案上报市政府并获得同意，将 ABO 资金规模由 295 亿元/年增长至 322 亿元/年，进一步增强了对公司资金使用的保障能力。公司土地一级开发业务主要依托于轨道交通线路运营优势开展；二级土地开发主要为围绕轨道交通业务开展的 TOD 轨道物业开发，由上市子公司京投发展股份有限公司（以下简称“京投发展”，股票代码为 600683.SH）负责。2024 年，受京投发展在建项目开发周期及工程节点计划排期影响，项目结转规模同比大幅下降，京投发展房产销售收入大幅下降 87.67%至 13.05 亿元。从毛利率来看，受房地产行业持续下行及行业利润压缩影响，京投发展房产销售业务毛利率大幅下降。公司其他业务包括租赁业务和物业能源业务等，对公司营业总收入形成一定的补充。

2 未来发展

未来，公司将紧抓“一体两翼，三大支撑”战略布局，推进首都轨道及相关产业协同发展。其中，“一体”为以轨道交通为主的基础设施投融资与管理，“两翼”为轨道交通沿线土地开发经营和轨道交通装备制造。

三、财务分析

公司公布了 2022—2024 年度合并财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对 2022 年和 2023 年财务报告进行了审计，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对 2024 年财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司公布的 2025 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2022—2024 年公司合并范围变化的子公司规模较小。总体看，公司财务数据可比性较强。

1 资产质量

2022—2024 年底，公司资产规模持续增长，以地铁资产、土地一级开发成本及房地产开发成本为主，地铁资产可带来稳定的现金流入，但土地一级开发变现情况和房地产项目去化情况有待关注，长期股权投资每年产生的投资收益规模较大，公司整体资产质量一般。

2022—2024 年底，公司资产规模持续增长，主要以土地一级开发成本、房地产开发成本和地铁资产为主，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

图 表 2 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	1306.65	15.91	1386.49	15.85	1491.55	16.08	1700.80	17.79
货币资金	219.20	2.67	326.26	3.73	330.64	3.56	404.51	4.23
其他应收款	147.06	1.79	154.82	1.77	123.57	1.33	127.10	1.33
存货	644.50	7.85	727.41	8.32	829.12	8.94	843.49	8.82
非流动资产	6906.15	84.09	7360.83	84.15	7784.66	83.92	7860.87	82.21
其他权益工具投资	470.93	5.73	483.12	5.52	502.91	5.42	507.58	5.31
固定资产	3695.82	45.00	3890.24	44.47	4393.17	47.36	4379.24	45.80
在建工程	1118.95	13.62	1170.56	13.38	970.79	10.47	1034.79	10.82

长期股权投资	390.16	4.75	517.04	5.91	556.26	6.00	565.54	5.91
无形资产	648.45	7.90	666.70	7.62	736.79	7.94	735.68	7.69
资产总额	8212.80	100.00	8747.33	100.00	9276.21	100.00	9561.67	100.00

注：上表中其他应收款含应收股利；

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年一季报整理

2024 年底，公司货币资金变化不大，主要由银行存款构成，其中受限金额为 0.71 亿元，主要为各类保证金及诉讼冻结资金，受限规模很小。公司其他应收款主要为应收东坝车辆段综合利用项目方（33.49 亿元）、歇甲村车辆段综合利用项目（24.46 亿元）和房山线北天堂村下柳子村扩拆（6.03 亿元）等款项。截至 2024 年底，公司存货较上年增长 13.98%，主要系支付北熙区项目土地款，房地产开发成本增加所致。公司存货主要由土地一级开发成本 394.61 亿元和房地产开发成本 308.12 亿元构成，累计计提 9.63 亿元存货跌价准备。京投发展竣工待售项目较多，开发周期较长，且檀谷、锦悦府等项目竣工时间较长，檀谷和倬郡等项目去化率较低。京投发展剩余可售项目主要位于北京地区，随着资金成本增加，未来存在一定的跌价风险和去化压力。在房地产行业景气度不高的背景下，相关资产变现情况有待关注。

2024 年底，公司其他权益工具投资主要为对京沈铁路客运专线京冀有限公司（114.90 亿元）、北京丰台铁路有限责任公司（74.19 亿元）以及京津冀城际铁路投资有限公司（67.98 亿元）等投资成本。公司固定资产占总资产的比重较大，主要为已竣工决算的地铁资产，2024 年底累计折旧 241.55 亿元。2024 年底，公司在建工程主要包括平谷线（141.95 亿元）、北京地铁十三号线扩能项目（95.32 亿元）和六号线（62.33 亿元）工程。2024 年底，公司长期股权投资较上年底有所增长，主要系增加对经中合创（北京）城市建设合伙企业（有限合伙）、无锡市汇愉商业管理有限公司等联营企业投资所致。2024 年，公司长期股权投资确认的投资收益为 38.13 亿元，公司持有的北京农村商业银行股份有限公司、华夏银行股份有限公司和首创证券股份有限公司等金融公司股权每年可贡献较大规模的投资收益。同期末，公司无形资产有所增长，主要系土地使用权增长所致；主要由土地使用权（613.29 亿元）以及特许权（112.37 亿元）构成。

截至 2025 年 3 月底，公司资产总额较上年底变化不大，仍以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至 2024 年底，公司受限资产 702.40 亿元，受限资产占总资产比重为 7.57%，资产受限比例较低。

图表 3 • 截至 2024 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	受限原因
货币资金	0.71	担保受限及诉讼受限
存货	155.16	借款抵押
长期股权投资	19.33	借款质押
其他权益工具投资	2.29	借款质押
投资性房地产	15.43	借款抵押
固定资产	509.48	融资租赁售后回租
合计	702.40	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2 资本结构

（1）所有者权益

公司所有者权益逐年增长，其中实收资本占比较高，其他权益工具规模较大，所有者权益结构稳定性一般。

2022—2024 年底，随着政府资本金的注入，公司所有者权益持续增长。2024 年底，公司所有者权益中，实收资本和资本公积分别占 69.76%和 5.13%；公司其他权益工具主要为公司及下属公司发行的永续债务融资工具，规模较大。整体看，公司所有者权益结构稳定性一般。

截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

图表 4 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
实收资本	1957.55	68.10	2050.66	68.24	2196.81	69.76	2249.89	70.11
其他权益工具	349.00	12.14	464.00	15.44	441.00	14.00	441.00	13.74
资本公积	157.42	5.48	158.93	5.29	161.52	5.13	161.52	5.03
未分配利润	160.61	5.59	179.97	5.99	203.97	6.48	211.22	6.58
归属于母公司所有者权益合计	2632.82	91.59	2857.33	95.08	3007.62	95.51	3068.20	95.61
少数股东权益	241.61	8.41	147.83	4.92	141.35	4.49	140.75	4.39
所有者权益合计	2874.43	100.00	3005.16	100.00	3148.97	100.00	3208.95	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年一季报整理

（2）负债

2022—2024 年底，公司负债总额持续增长，债务结构以长期债务为主。考虑到公司其他权益工具为有息债务，公司实际债务负担较重。随着公司后续项目的持续投入，公司面临较大的投资压力，整体债务负担或将进一步加重。

2022—2024 年底，公司负债总额持续增长，主要系随着地铁项目的持续投入，融资规模扩大而致。截至 2024 年底，公司经营性负债主要体现为与关联方及同区域国有企业的往来款以及应付工程款形成的应付类账款。

图表 5 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

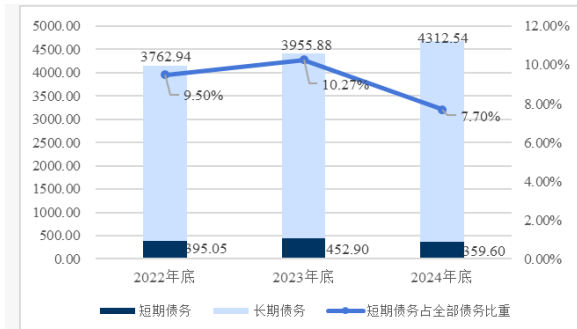
项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	1008.11	18.88	996.86	17.36	977.71	15.96	1008.11	18.88
应付账款	249.64	4.68	266.29	4.64	248.33	4.05	249.64	4.68
一年内到期的非流动负债	325.07	6.09	284.28	4.95	179.37	2.93	325.07	6.09
非流动负债	4330.26	81.12	4745.31	82.64	5149.53	84.04	4330.26	81.12
长期借款	2789.22	52.25	2956.81	51.49	3150.22	51.41	2789.22	52.25
应付债券	399.21	7.48	306.10	5.33	436.26	7.12	399.21	7.48
长期应付款	804.17	15.06	1091.57	19.01	1190.71	19.43	804.17	15.06
递延收益	280.54	5.26	336.73	5.86	346.63	5.66	280.54	5.26
负债总额	5338.37	100.00	5742.17	100.00	6127.24	100.00	5338.37	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年一季报整理

有息债务方面，公司其他流动负债主要为短期融资债券，本报告将其他流动负债、其他应付款的有息部分纳入短期债务核算；长期应付款主要为融资租赁款项等，本报告将长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算。截至 2024 年底，公司递延收益主要为北京市财政局拨付的轨道交通建设专项资金等政府补助。2022—2024 年，公司全部债务持续增长。截至 2024 年底，公司全部债务较上年底小幅增长至 4672.14 亿元，其中长期债务 4312.54 亿元，公司债务结构主要以长期债务为主。从债务指标来看，2022—2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较稳定。若将其他权益工具调整计入长期债务，公司全部债务增至 5113.14 亿元，从债务指标看，截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.81%、65.38%和 63.71%，较调整前分别上升 4.75 个百分点、5.64 个百分点和 5.91 个百分点，公司实际债务负担较重。

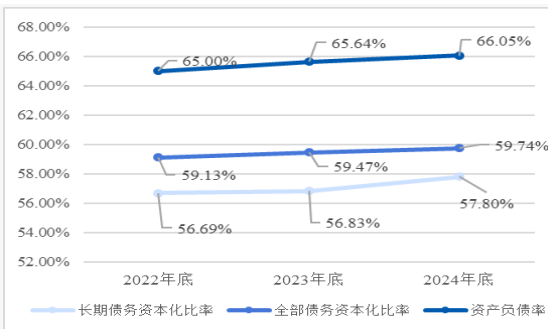
截至 2025 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 3.68%，负债结构变动不大。

图表 6 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 7 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

3 盈利能力

2022—2024 年，公司营业总收入波动下降，利润总额对政府补助依赖较强。

2022—2024 年，公司营业总收入波动下降，公司营业利润率持续为负。由于房地产项目结转规模大幅下降，2024 年公司营业总收入规模下降幅度较大。

非经营性损益方面，2022—2024 年，公司其他收益较稳定，主要为获得的运营亏损补贴、轨道交通借款利息补贴等政府补助，公司利润对政府补助依赖性较强。2022—2024 年，公司持有的股权、交易性金融资产、债权投资等金融资产产生较大规模的投资收益，对公司利润总额贡献大。其中，2024 年，受债权投资收益（20.65 亿元）增长影响，公司投资收益增幅较大。

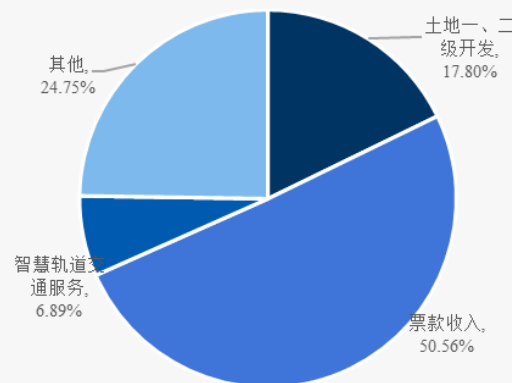
图表 8 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	150.85	218.03	141.97	28.51
营业成本	249.13	318.28	261.16	55.28
期间费用	168.95	156.19	151.59	18.93
其他收益	262.86	253.39	248.52	44.59
投资收益	37.08	47.85	65.12	10.13
资产减值损失	-2.02	-1.42	-4.71	0.00
利润总额	30.79	24.19	31.69	8.48
营业利润率 (%)	-70.11	-53.53	-86.69	-95.64
总资本收益率 (%)	2.47	2.08	1.97	--
净资产收益率 (%)	0.84	0.77	0.88	--

注：“--”表示不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年一季报整理

图表 9 • 2024 年公司营业总收入构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

4 现金流

公司经营性现金流以主营业务收支及收到的政府 ABO 资金及往来款为主，公司收入实现质量好；公司投资活动现金净流出规模较大；考虑到公司后续项目持续投入及债务接续，公司对外部融资需求大。

图表 10 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	477.09	550.01	569.69	325.52
经营活动现金流出小计	501.04	506.61	479.38	125.94
经营活动现金流量净额	-23.95	43.40	90.31	199.59
投资活动现金流入小计	755.64	551.56	635.08	88.78
投资活动现金流出小计	1180.96	1048.65	1079.46	296.70

投资活动现金流量净额	-425.31	-497.09	-444.38	-207.92
筹资活动前现金流量净额	-449.26	-453.70	-354.07	-8.33
筹资活动现金流入小计	1435.56	1242.85	2183.50	401.09
筹资活动现金流出小计	1031.28	682.32	1823.48	318.93
筹资活动现金流量净额	404.29	560.52	360.02	82.16
现金收入比（%）	128.54	85.18	161.02	154.03

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年一季报整理

经营活动方面，公司经营活动现金流量以经营业务款项收支和往来款为主。2022—2024 年，公司经营活动现金流入量持续增长，其中公司收到其他与经营活动有关的现金占比均超过 50%，主要为公司获得的政府 ABO 资金及往来款。同期，公司现金收入比波动提升，整体收入实现质量好。

从投资活动来看，公司轨道交通类项目投资支出规模大，2022—2024 年，公司投资活动现金持续大规模净流出。

2022—2024 年，公司筹资活动前现金流量净额持续为负且资金缺口较大。公司轨道交通业务和房地产业务所需建设资金规模较大，同时考虑到债务接续，公司仍有较大的资本支出压力和融资需求。

从筹资活动来看，2022—2024 年，公司筹资活动现金流入波动增长，主要为取得借款收到的现金等；同期，公司筹资活动现金持续净流入。

2025 年 1—3 月，公司经营活动现金流和筹资活动现金流均持续净流入，投资活动现金流持续净流出。

5 偿债指标

公司短期偿债指标表现较好，长期偿债指标表现尚可，融资渠道畅通。

图表 11 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年（底）	2023 年（底）	2024 年（底）	2025 年 3 月（底）
短期偿债指标	流动比率（%）	129.61	139.09	152.56	158.53
	速动比率（%）	65.68	66.12	67.75	79.91
	现金短期债务比（倍）	1.05	0.95	1.19	/
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	232.37	212.91	227.63	--
	全部债务/EBITDA（倍）	17.89	20.71	20.52	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.21	1.17	1.40	--

注：“/”表示数据未获取，“--”表示数据不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报表及提供的资料整理

从短期偿债指标看，2022—2024 年底，公司流动比率和速动比率均逐年提升，流动资产对流动负债的保障程度有所增强。截至 2024 年底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 1.19 倍，保障程度高。截至 2025 年 3 月底，公司流动比率和速动比率较上年底均有所提升。整体看，公司短期偿债指标表现较好。

从长期偿债指标看，2022—2024 年，公司 EBITDA 波动下降，EBITDA 对利息支出保障程度较高，对全部债务的保障程度一般。整体看，公司长期偿债指标表现尚可。

截至 2024 年底，公司对外担保余额 13.68 亿元，担保比率为 0.43%，担保比率低，全部为对合营公司上海礼仕酒店有限公司的担保。整体看，公司或有负债风险不大。

未决诉讼方面，截至 2025 年 5 月 28 日，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼及仲裁。

融资能力方面，公司银行贷款规模较大，间接融资渠道畅通；公司本部在公开市场发债较为频繁，子公司京投发展为上市公司，可通过境内资本市场进行股本融资和债务融资，公司整体融资能力强。

根据公司《企业信用报告》，截至 2025 年 4 月 26 日，公司本部无不良或关注类信贷信息记录。根据公司本部过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司本部存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2025 年 5 月 28 日，联合资信未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单，未发现公司本部存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司本部存在证券期货市场失信记录，未发现公司本部存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司本部存在严重失信信息。

四、外部支持

公司作为北京市轨道交通类基础设施建设项目的唯一投资主体，在财政补贴及资本金注入等方面持续获得有力的外部支持。

公司股东系北京市国资委，综合实力非常强。北京市是中国政治中心、文化中心、国际交往中心和科技创新中心，经济发达程度高，财政实力非常强。公司在北京市轨道交通类基础设施建设领域地位突出，近年来，公司在资本金注入及政府补助等方面获得政府的大力支持。2022—2024 年，公司实收资本分别增加 95.81 亿元、93.11 亿元和 146.15 亿元，均来自于北京市人民政府拨付的授权经营服务费，该笔资金前期计入递延收益，后期根据资金实际投向计入实收资本。财政补贴方面，北京市政府每年根据北京市地铁建设进度和当年财政预算拨付公司财政专项资金和补贴金额，其中包含新线建设资本金、已运营线路的还本付息资金、既有线路的改造资金以及地铁运营补贴等。

2022—2024 年以及 2025 年 1—3 月，公司其他收益分别为 262.86 亿元、253.39 亿元、248.52 亿元以及 44.59 亿元，主要为授权经营综合补贴。

整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

五、评级结论

基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司个体信用等级为 aa⁺，考虑到公司作为北京市轨道交通类基础设施建设项目的唯一投资主体，在财政补贴及资本金注入等方面持续获得有力的外部支持，外部支持提升 1 个子级，公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。