

京投发展股份有限公司

2026 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〔2026〕3185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“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：

二〇二六年六月二十二日

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。

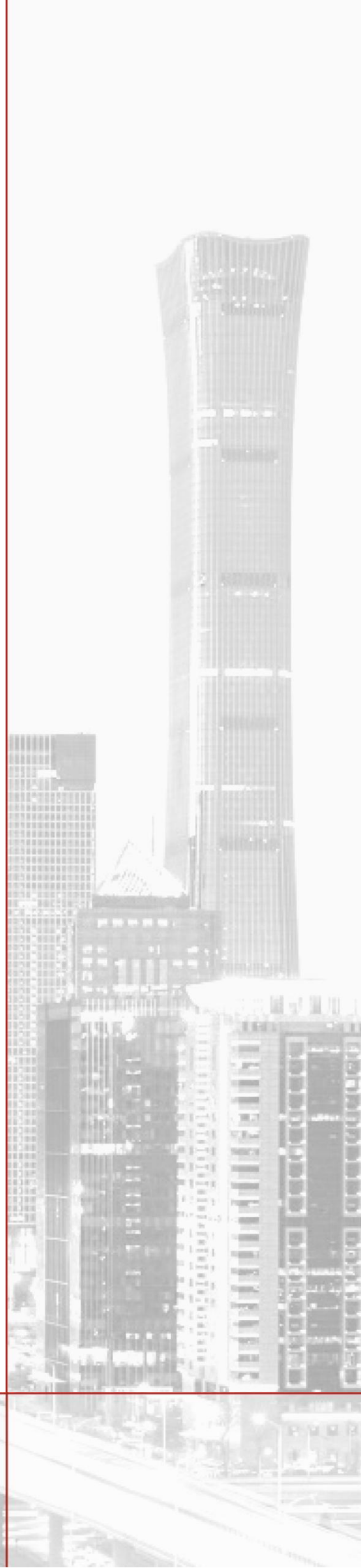
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

2026 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	2026/06/22
北京市基础设施投资有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
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”）下属唯一的房地产二级开发主体，但公司于 2026 年 4 月披露拟将房地产开发业务整体出售至控股股东京投公司，若交易完成，公司主营业务和定位将发生根本性变化。跟踪期内，公司受益于地产项目集中交付，营业总收入同比大幅增长，主营业务毛利率小幅回升。2025 年，公司未新增土地储备，截至 2025 年底土地储备规模同比基本保持稳定，仍相对充足，部分京郊项目存在跌价风险和去化压力；公司新开工面积大幅下降，房屋竣工面积显著回升，资金投入压力尚可；签约销售金额同比大幅下降，成交均价同比上涨。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；受永续债到期兑付及利润亏损影响，公司所有者权益大幅下降，杠杆水平上升至高位，若将永续债调整计入长期债务，2025 年末公司资产负债率高达 99.74%。公司盈利指标表现仍差，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。

“23 京发 01”由京投公司提供担保。2025 年，京投公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为 242.47 亿元和 550.16 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：股东在项目获取和资金拆借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 2026 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。但公司筹划的重大资产出售事项存在不确定性，联合资信将持续关注该事项进展及其对公司信用状况的影响。

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；公司筹划的重大资产出售事项未能实施，且经营状况持续恶化；或交易完成后，公司未能有效培育新的盈利增长点，导致经营业绩长期下滑。

优势

- **公司轨道上盖项目的技术优势很强。**公司形成了以轨道物业综合体开发运营为代表的特色开发模式，作为设立轨道物业技术研究中心的房地产上市主体，能够凭借成熟技术对京外区域开展适度项目拓展，存量项目主要分布于北京、无锡及三河，区位优势尚可。
- **控股股东京投公司资本实力强，股东支持力度大，对公司提供债券担保，公司债务中股东借款占比高。**截至 2025 年底，公司控股股东京投公司资产规模达 9671.72 亿元。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，公司可依托控股股东支持获取项目。截至 2025 年底，公司以委托贷款的形式从京投公司拆入资金合计 346.13 亿元，其中 82.46 亿元不计息，股东拆入资金占公司全部债务的 77.85%，较大程度缓解公司实际偿付压力。

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。2025 年，公司房产销售毛利率为 6.05%，同比有所提升，仍处于低水平，当年公司利润总额续亏且亏损程度有所加剧，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 2025 年底，公司全部债务规模较上年底增长 7.99%至 444.61 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 99.69%和 99.54%，债务负担重；同期末，其他权益工具占所有者权益的 96.19%，权益规模快速下降且稳定性弱。
- **公司筹划房地产业务整体出售，转型存在业绩阶段性下滑、事项落地不确定风险。**公司拟向控股股东转让房地产业务，交易尚处筹划阶段；若完成剥离，过渡期营收利润或阶段性下滑，转型成效存不确定性。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 房地产开发经营企业信用评级方法与模型 V4.1.202606

债项评级方法 债项评级基本方法 V3.0.202207

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	C	经营环境	宏观经济	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	F4	盈利能力		5
		资本结构		5
		偿债能力		3
指示评级				bbb ⁺
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				+5
模型级别				AA

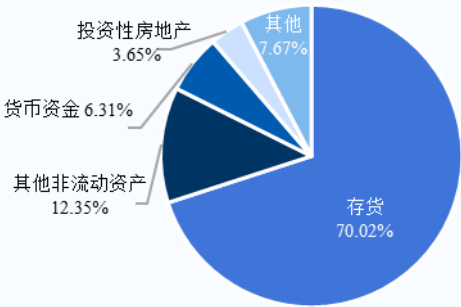
个体信用状况和外部支持调整变动说明：因联合资信于 2026 年 5 月及 6 月对《外部支持评估方法》和《建筑与工程企业信用评级方法与模型》进行修订，本次评级适用最新评级方法。
其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

主要财务数据

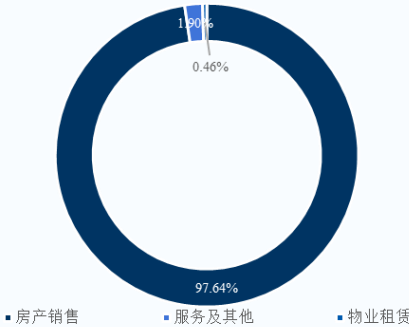
合并口径			
项目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	40.26	35.98	32.94
资产总额（亿元）	602.71	570.03	564.64
所有者权益（亿元）	73.56	39.61	42.36
短期债务（亿元）	58.92	153.38	155.40
长期债务（亿元）	352.80	291.24	285.70
全部债务（亿元）	411.72	444.61	441.11
营业总收入（亿元）	14.17	57.16	8.29
利润总额（亿元）	-12.81	-13.54	-1.43
EBITDA（亿元）	-8.10	-8.32	--
经营性净现金流（亿元）	-62.11	6.79	-1.36
营业利润率（%）	3.58	5.33	4.78
总资产报酬率（%）	-1.42	-1.64	--
资产负债率（%）	87.80	93.05	92.50
调整后资产负债率（%）	86.20	92.52	91.92
全部债务资本化比率（%）	84.84	91.82	91.24
流动比率（%）	321.00	192.48	192.78
经营活动现金流入/（流动负债-合同负债）（倍）	0.57	0.16	--
现金短期债务比（倍）	0.68	0.23	0.21
EBITDA 利息倍数（倍）	-0.39	-0.68	--
全部债务/EBITDA（倍）	-50.85	-53.46	--
公司本部口径			
项目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	153.74	154.26	154.01
所有者权益（亿元）	72.61	47.04	46.12
全部债务（亿元）	45.39	75.39	81.46
营业总收入（亿元）	0.24	0.32	0.03
利润总额（亿元）	-0.45	-0.94	-0.52
资产负债率（%）	52.77	69.51	70.06
全部债务资本化比率（%）	38.47	61.58	63.85
流动比率（%）	94.39	85.39	94.10
经营现金流动负债比（%）	33.01	-8.59	--

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 2024—2025 年底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. 2026 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

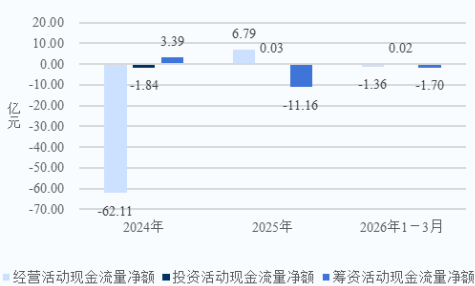
2025 年底公司资产构成



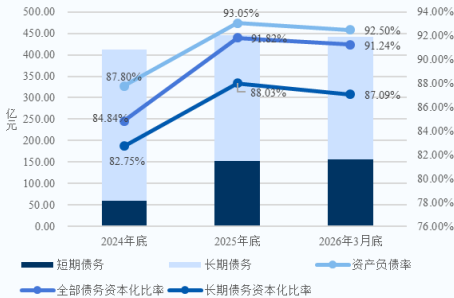
2025 年公司收入构成



公司现金流情况



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
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	AAA/稳定	AA/稳定	2025/05/30	宋莹莹 朱一汀	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

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：李林洁 lilj@lhratings.com

项目组成员：罗星驰 luoxc@lhratings.com

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

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、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 2026 年 3 月底，公司总股本为 7.41 亿股，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%（截至 2026 年 3 月底无质押），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”）。

2025 年，公司组织架构（详见附件 1-2）较上年未发生变化，公司总部层面组织机构由 16 个部门和 1 个分公司组成；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。需要特别关注的是，公司于 2026 年 4 月披露拟将房地产开发业务相关资产及负债整体转让至控股股东京投公司，该交易构成重大资产重组，尚处于筹划阶段，存在重大不确定性。若本次资产出售完成，公司将剥离原有核心房地产业务，传统房地产开发业务收入将大幅减少，业务转型过渡期内存在经营业绩阶段性下滑的风险，公司主营业务及所属行业划分可能发生变化。详细情况见本报告“重大事项”部分。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 570.03 亿元，所有者权益 39.61 亿元（含少数股东权益 12.33 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 57.16 亿元，利润总额-13.54 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 564.64 亿元，所有者权益 42.36 亿元（含少数股东权益 16.84 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 8.29 亿元，利润总额-1.43 亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区小营北路 6 号院 2 号楼 9 层 905 室；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为“23 京发 01”，余额 20.00 亿元，募集资金已按指定用途使用，并在付息日正常付息。“23 京发 01”由股东京投公司提供无条件不可撤销的连带责任保障担保。

图表 1 • 截至本报告出具日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
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

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工业企业利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见。《宏观经济信用观察季报（2026年3月）》。

五、行业分析

2025年，我国房地产开发经营行业处于深度调整筑底阶段，呈现供强需弱格局：开发投资、新开工、施工规模持续收缩，商品房销售面积与销售额降幅虽有所收窄但仍处下行区间，房价存在下行压力，广义库存去化周期虽回落但仍处高位。行业准入壁垒低、同质化竞争充分，市场格局持续分化，央国企拿地与新增货值占比提升，销售集中度短期走低。政策以稳市场、去库存、防风险、促转型为主线，中央与地方协同发力，全面松绑需求、强化融资支持、推进保交楼与存量盘活。展望2026年，行业预计以筑底企稳、转型提质为主基调，逐步向租购并举、存量盘活、品质提升的新发展模式转型。完整版行业分析详见《2026年房地产行业分析》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

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。截至2026年3月底，公司资产总额564.64亿元，具有一定的区域竞争力。但受行业环境影响，公司整体销售规模有所回落，根据克而瑞（CRIC）数据，公司2024年位列北京房企权益销售金额第18位，2025年权益销售规模未进入北京房企权益销售金额TOP20行列，市场排名有所回落。

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。截至2025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。2025年，京内项目未出现价格大幅波动的情况，销售表现良好，仅京外的三河·倬郡项目受区域市场调整影响较大，去化尚不及预期。截至2025年底，公司部分在建项目累计已投金额已超过预计总投资额合计42.19亿元，面临确定性亏损风险；叠加京郊项目去化压力大、存货跌价准备计提比例仅3.36%等因素，公司整体资产面临较大的减值风险。

公司本部过往债务履约情况良好。

信用记录方面，根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至2026年4月22日，公司未结清信贷无不良类和关注类信息记录。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。

截至2026年6月22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、国家企业信用信息公示系统、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。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。

（二）管理水平

跟踪期内，公司治理结构保持平稳运行，整体经营管理状况稳定。

跟踪期内，公司取消监事会，监事会的职权由董事会审计委员会行使，全体监事卸任；同时，为满足公司经营管理需要，公司聘任吕高峰先生、冯杰先生担任公司副总裁。

吕高峰先生，1970年1月生，研究生学历，工学博士，正高级工程师；1993年7月至2001年6月，历任铁道部第十四工程局第四工程处京九铁路指挥部助理工程师、宁波工程项目部工程师兼总工、京沪高速公路项目部副指挥、工程项目管理部副指挥兼工程师、乍嘉苏高速公路项目经理部副经理；2001年6月至2005年9月，历任中铁十四局第四工程处第十一分公司经理兼工程师、萧黄铁路工程项目经理部经理兼工程师；2005年9月至2021年12月，历任北京市轨道交通建设管理有限公司地铁十号线项目管理处奥运支线监管部工程部部长、地铁六号线项目管理处工程部部长、地铁十四号线项目管理公司副总经理、第一项目管理中心副总经理、第五项目管理中心副总经理，期间兼任新疆乌京基础设施建设管理有限公司副总经理、总工程师；2021年12月至2026年2月，任北京城市副中心站综合枢纽建设管理有限公司副总经理；2026年2月至今，任公司副总裁。

冯杰先生，1990年3月生，研究生学历，理学硕士；曾就职于北京卓易讯畅科技有限公司；2016年11月至2021年11月，历任京投公司人力资源部主管、高级主管、总经理助理；2021年11月至2024年1月，任北京市轨道交通建设管理有限公司人力资源部副部长；2024年1月至2026年2月，任北京市轨道交通建设管理有限公司人力资源部部长；2026年2月至今，任公司副总裁。

跟踪期内，公司主要管理及内控制度未发生重大变化。

（三）重大事项

公司同时筹划资产出售与股权收购两项重大交易，均为战略转型的组成部分，但该事项尚处于前期筹划阶段，存在不确定性。

1 筹划出售房地产开发业务

公司于2026年4月15日披露了《京投发展股份有限公司关于筹划重大资产重组的进展公告》（以下简称“公告”），公告称拟将公司房地产开发业务相关资产及负债整体转让至控股股东京投公司，交易以现金支付方式进行，本次交易构成重大资产重组及关联交易。根据公司2026年6月12日公告，公司已开展尽职调查、财务审计、资产评估等专项工作，本事项仍处于筹划阶段，交易方案仍需进一步论证和沟通协商，并需按照相关法律法规及公司《章程》的规定履行必要的决策和审批程序，存在重大不确定性。

若本次资产出售完成，公司将剥离原有核心房地产业务，未来传统房地产开发业务收入将大幅减少。在业务转型过渡期内，公司营业收入和利润规模存在阶段性下滑的风险，经营业绩与现金流稳定性面临一定不确定性，业务转型成效仍有待观察。若本次资产出售最终未能实施，公司仍将承担现有房地产业务的去化压力、亏损扩大及债务高企等风险，信用状况可能进一步承压。

2 筹划现金收购控股股东旗下标的股权

公司于2026年5月18日发布关于上海证券交易所《关于对京投发展股份有限公司有关股价波动及收购资产事项的问询函》的回复公告称：公司于2026年5月11日收到上海证券交易所（以下简称“上交所”）下发的《关于对京投发展股份有限公司有关股价波动及收购资产事项的问询函》（以下简称“《问询函》”），《问询函》主要就公司筹划现金收购控股股东旗下标的股权事项及近期股价波动情况进行问询，重点关注本次收购的战略合理性、交易作价公允性、资金来源与支付安排，并要求公司就收购筹划过程的信息披露管理情况、内幕交易风险及股价波动原因进行核查说明。针对上述事项，公司已组织相关方完成核查并表示，本次收购尚处于早期筹划阶段，交易方案尚未最终确定，本次收购为公司业务转型的战略布局，不存在损害中小股东利益的情形，未发现内幕信息提前泄露或违规交易情形；同时，公司披露了收购资金来源与安排，说明自身债务融资渠道稳定，并就标的经营、行业波动及后续整合等风险进行了提示。根据公司发布的相关公告，本次收购对公司现金流及流动性不会产生重大不利影响。

上述两项交易均为公司战略转型的组成部分，其中资产出售为剥离原有核心业务，股权收购为探索新业务方向。目前两项交易均处于早期筹划阶段，各自独立推进，最终方案及是否互为前提尚存在不确定性。联合资信将持续关注上述事项的进展及其对公司信用状况的影响。

（四）经营方面

1 经营概况

2025 年，房产销售仍是公司主要收入来源，受益于地产项目集中交付，公司营业总收入同比大幅增长，主营业务毛利率小幅回升；房地产行业市场维持低位运行，短期内公司盈利能力仍将承压，需关注公司后续项目的销售与去化情况。

从业务收入构成来看，2025 年，公司营业总收入大幅增长，房地产业务收入同比增长 327.63%，主要系北熙区项目一二期竣备交付收入增加所致，物业租赁、服务及其他业务收入规模较小。从毛利率来看，2025 年，公司主营业务毛利率小幅回升，主要系上年结转产品类型（尾房）毛利偏低，压缩盈利空间，对比基数较低所致；同时，投资性房地产折旧摊销计提增加，公司租赁收入有所下降，物业租赁业务毛利率转负。

2026 年 1—3 月，随着房地产项目继续结转，公司实现营业总收入 8.29 亿元，同比增长 226.54%；公司主营业务毛利率由上年同期-7.14%转为 5.49%。

图表 2 • 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2024 年			2025 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产业务	13.05	92.15%	1.51%	55.80	97.64%	6.05%
服务及其他	0.79	5.60%	15.97%	1.09	1.90%	19.46%
物业租赁	0.32	2.25%	58.52%	0.26	0.46%	-113.83%
合计	14.17	100.00%	3.61%	57.15	100.00%	5.75%

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 2025 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，2025 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，但传统的 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，需继续关注公司未来获取项目的盈利空间。

截至 2025 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 202.86 万平方米，其中在建及竣工项目的剩余可售面积分别为 190.35 万平方米和 12.51 万平方米，从 2025 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在北京（占 64.27%）、无锡（28.61%）及三河市（7.12%），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 73.57 万平方米，占公司剩余可售面积的 38.65%。

（2）房地产开发

2025 年，公司新开工面积大幅下降，房屋竣工面积显著回升，期末在建面积大幅减少，项目开发节奏以存量交付收尾为主，在建项目分化明显；公司房地产开发项目资本支出规模尚可，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。

2025 年，公司新开工面积大幅缩减至 2.42 万平方米，同比降幅超八成，项目新开发节奏显著放缓，主要系当期无大规模新项目获取，开发重心转向存量项目交付所致；同期，公司房屋竣工面积同比大幅提升至 54.33 万平方米，主要系北熙区项目一二期集中竣备交付所致；权益口径新开工面积和竣工面积分别为 1.45 万平方米和 30.00 万平方米，期末在建面积同比大幅下降 43.21%至

68.28 万平方米。截至 2025 年底，公司在建项目总投资额为 980.41 亿元，已投资金额 959.92 亿元，尚需投资 20.49 亿元。其中，公园悦府、檀香府和岚山项目合计已投超过预计总投资额 42.19 亿元，项目盈利空间被持续压缩，存量土地储备盈利性承压，叠加部分项目去化缓慢，回款覆盖后续资本支出的能力减弱。2025 年，公司完成投资 39.28 亿元，其中北熙区项目建设进度较快，2025 年投资额为 19.51 亿元；森与天成项目投资力度提升，全年投资 9.31 亿元，建设稳步推进；愉樾天成、檀香府、岚山等项目投资节奏放缓，部分项目暂无新增资金投入，公司业务发展依托存量项目支撑。公司房地产开发项目后续尚需投资 20.49 亿元，同时控股股东为公司提供的资金支持，整体资本支出压力相对可控；但考虑到部分项目去化不及预期，存量资金回笼压力仍需关注。

图表 3 • 公司开发建设情况（单位：万平方米）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
新开工面积	18.23	2.42	12.04
房屋竣工面积	22.29	54.33	--
期末在建面积	120.19	68.28	80.32

注：1. 上表数据包括公司合并报表范围内房地产项目 6 个（公园悦府、檀谷、璟悦府、倬郡、北熙区、森与天成），以及合并报表范围外房地产项目 2 个（若丘、愉樾天成项目）；2. 所有面积均为项目整体面积，未按照公司权益折算；3. 上表为全口径数据；4. 期末在建面积（当年）=期末在建面积（上年）+新开工面积（当年）-房屋竣工面积（当年）
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（3）房地产销售

2025 年，公司以存量项目交付为主，签约销售面积及签约销售金额同比大幅下降；公司在售项目结构优化，推动成交均价同比上涨，同时前期预售项目集中回款，当期销售均价及销售回款率均有所回升；公司项目整体去化节奏放缓，销售面积同比降幅显著，北京区域房源销售占比大幅下降。

2025 年，公司房地产签约规模同比回落，全年无新项目推盘，上年单价偏低的商业业态销售占比较高，当期签约房源主要来自森与天成、愉樾天成存量项目，合计贡献销售面积超过 60%。销售均价方面，公司在售项目结构优化，城区改善住宅占比提升，推动成交均价同比上涨，销售均价及销售回款率均有所回升。2025 年，北熙区项目集中竣工交付并确认收入，成为当期回款核心来源，推动整体结转收入大幅增长；公司销售回款率大幅提升至 121.98%，主要系前期已售项目按揭贷款在当期集中到账所致，回款节奏有所加快。从去化率来看，北熙区项目进入集中交付及收入结转阶段，当期新增销售贡献有限，截至 2025 年底项目整体去化率约 51.43%；森与天成、愉樾天成、檀谷项目的去化率分别为 44.99%、63.94%和 73.40%，2025 年去化表现良好，仍有部分存量项目去化承压。2025 年北熙区、森与天成、愉樾天成和檀谷项目销售均价分别为 7.53 万元/m²、7.11 万元/m²、2.45 万元/m²和 3.86 万元/m²，同比分别下降 0.38 万元/m²、0.15 万元/m²、0.20 万元/m²和 0.08 万元/m²，降价幅度有限。区域结构上，2025 年北京地区销售占比约 65%，较上年（89.73%）大幅下降。

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	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
签约销售面积	22.53	7.60	1.75
签约销售金额	53.65	36.57	3.64
签约销售均价	2.38	4.81	2.08
销售回款率	97.80%	121.98%	204.12%

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 3 个（金城公园、若丘、愉樾天成项目）；2. 所有面积均为项目整体面积，未按照公司权益折算，为全口径数据；2. 2024 年和 2025 年公司销售回款率均超过 100%，主要系前期已售项目的按揭贷款在当期集中到账所致；3. 签约销售均价=签约销售金额÷签约销售面积
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

3 未来发展

公司同步推进地产出表与新业务收购，原有开发战略存在调整空间，短期以存量去化为核心，中长期业务结构或发生根本性转变。

公司当前同步筹划房地产业务整体出售及新业务股权收购，原有 TOD 地产开发战略存在调整可能，整体转型路径尚未完全落地。现阶段公司短期仍以存量项目交付去化为主，收缩新增土储、放缓京外投资，依托股东资源盘活存量资产；中长期若资产出售交易完成，公司将逐步剥离地产开发主业，依托收购标的培育新盈利板块，业务结构与盈利来源或将出现根本性变化。

（五）财务方面

公司提供了 2025 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 2026 年一季度财务报表未经审计。

2025 年，公司合并范围内变化小¹，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

(1) 资产质量

截至 2025 年底，公司资产规模较上年底有所下降，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；公司对联合营公司借款展期，其他非流动资产存在一定减值风险；公司货币资金规模进一步下降，货币资金余额较少。公司资产受限比例较高。

图表 5 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	545.36	90.48%	447.25	78.46%	442.18	78.31%
货币资金	40.26	6.68%	35.98	6.31%	32.94	5.83%
存货	447.41	74.23%	399.12	70.02%	396.59	70.24%
一年内到期的非流动资产	44.45	7.37%	--	--	--	--
非流动资产	57.36	9.52%	122.78	21.54%	122.47	21.69%
其他非流动资产	32.78	5.44%	70.39	12.35%	70.46	12.48%
资产总额	602.71	100.00%	570.03	100.00%	564.64	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财务报表整理

截至 2025 年底，公司货币资金较上年底下降 10.63%，主要系偿还借款较多所致。公司货币资金中银行存款占 99.61%，受限货币资金比例为 0.39%（主要为子公司诉讼冻结款）；公司存货规模较上年底下降 10.79%，主要系北熙区项目交付结转成本所致。同年底，公司存货主要由开发产品（占 31.48%）及开发成本（占 68.52%）构成，累计计提跌价准备比例为 3.36%，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调整，未来公司存货仍存在一定跌价风险和去化压力。

截至 2025 年底，公司一年内到期的非流动资产重分类至其他非流动资产，主要系公司往来资金拆借款（用于合作未并表项目开发的股东借款，不计息）受还款期限变化影响，进行会计科目间重分类所致，其中公司对北京潭柘兴业房地产开发有限公司借款累计计提减值准备 1.78 亿元，预计未来仍有减值风险。

截至 2025 年底，公司受限资产占总资产的 31.52%，受限比例较高。

图表 6 • 截至 2025 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	0.14	0.02%	冻结
存货	130.07	22.82%	抵押
固定资产、无形资产	7.75	1.36%	抵押
投资性房地产	13.64	2.39%	抵押
长期股权投资	25.79	4.52%	质押
其他权益工具投资	2.26	0.40%	质押
合计	179.65	31.52%	--

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 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 564.64 亿元，资产以流动资产为主，资产规模和结构较 2025 年底均变化不大。

¹2025 年 12 月 4 日，公司完成两项非同一控制下企业合并，自该日起将相关项目公司纳入合并报表范围，具体情况如下：公司收购鄂尔多斯市泽瑞恒基房地产开发有限公司 69.00%股权，交易完成后合计持股 90.69%，交易以应收债权公允价值 6.78 亿元为对价；公司收购上海礼仕酒店有限公司（以下简称“上海礼仕”）45.00%股权，交易完成后合计持股 100%，交易以应收债权公允价值 4.98 亿元为对价。

(2) 资本结构

受永续债到期兑付及亏损扩大影响，公司所有者权益规模继续下降，少数股东权益占比大幅提升，权益稳定性弱。截至 2025 年底，公司负债总额变化不大，非流动负债占比有所下降；公司债务负担仍重，若考虑永续债，公司实际已接近“技术性资不抵债”，尽管其中包含控股股东提供的大额不计息委托借款，降低了短期偿付压力，但如此高的杠杆水平仍对公司的再融资能力和财务稳定性构成挑战。

截至 2025 年底，公司所有者权益 39.61 亿元，较上年底下降 46.15%，主要系公司支付到期永续融资产品使其他权益工具减少及当期亏损导致未分配利润减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比下降 68.87%，少数股东权益占比为 31.13%（占比提升 18.40 个百分点）。在所有者权益中，公司实收资本、资本公积和其他综合收益分别占 18.70%、8.27%和 3.40%，未分配利润为-25.55 亿元，亏损规模扩大。公司所有者权益结构稳定性弱。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益 42.36 亿元，较上年底增长 6.93%，主要系少数股东权益增长所致，少数股东权益占比提升至 39.76%。

截至 2025 年底，公司负债总额较上年底变化不大，非流动负债占比有所下降。其中，公司合同负债规模较上年底减少 42.31%，主要系北熙区项目交付结转收入所致；公司一年内到期的非流动负债大幅增长，主要系长期借款重分类所致；公司长期借款中质押借款、抵押借款及信用借款分别占 44.99%、25.02%和 29.99%，长期借款中信用借款及质押借款均来自京投公司委托贷款，长期借款年利率区间为 2.05%~3.95%，利率中枢较去年同比保持下降。2025 年，公司借款综合资金成本为 2.84%，同比下降 2.38 个百分点，控股股东借款期末余额为 346.13 亿元，占负债总额的 65.26%。

截至 2026 年 3 月底，公司负债总额 522.29 亿元，流动负债与非流动负债相对均衡，负债规模和结构较 2025 年底均变化不大。

图表 7 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	169.89	32.11%	232.36	43.81%	229.37	43.92%
应付账款	24.59	4.65%	25.47	4.80%	23.71	4.54%
一年内到期的非流动负债	58.92	11.13%	153.16	28.87%	155.18	29.71%
合同负债	69.68	13.17%	40.20	7.58%	40.28	7.71%
非流动负债	359.27	67.89%	298.06	56.19%	292.91	56.08%
长期借款	325.76	61.56%	257.45	48.54%	251.90	48.23%
应付债券	26.93	5.09%	33.16	6.25%	33.17	6.35%
负债总额	529.16	100.00%	530.42	100.00%	522.29	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

有息债务方面，截至 2025 年底，公司全部债务较上年底增长 7.99%至 444.61 亿元，由京投公司委托贷款形成的信用借款及质押借款合计 324.50 亿元，其中 131.46 亿元列示为一年内到期的非流动负债，193.04 亿元计入长期借款。债务结构方面，公司短期债务占 34.50%，长期债务占 65.50%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2025 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高 5.26 个百分点、提高 6.98 个百分点和提高 5.28 个百分点，债务负担加重。截至 2025 年底，公司存续永续债 38.10 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，公司全部债务增至 482.71 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 99.74%、99.69%和 99.54%，较调整前分别上升 6.68 个百分点、7.87 个百分点和 11.52 个百分点，表明公司实际已处于“技术性资不抵债”的边缘。尽管其中包含控股股东提供的大额不计息委托借款（82.46 亿元），在一定程度上降低了短期偿付压力，但如此高的杠杆水平仍对公司的再融资能力和财务稳定性构成挑战。截至 2026 年 5 月 21 日，公司存续债券 53.25 亿元。其中，公司 2026 年到期债券合计金额 20.00 亿元，2027 年到期债券金额 7.00 亿元，短期内存在集中兑付压力。2025 年，公司平均融资成本 2.84%，同比有所下降。

截至 2026 年 3 月底，公司全部债务 441.11 亿元，债务结构偏长期，债务规模和结构较 2025 年底均变化不大。

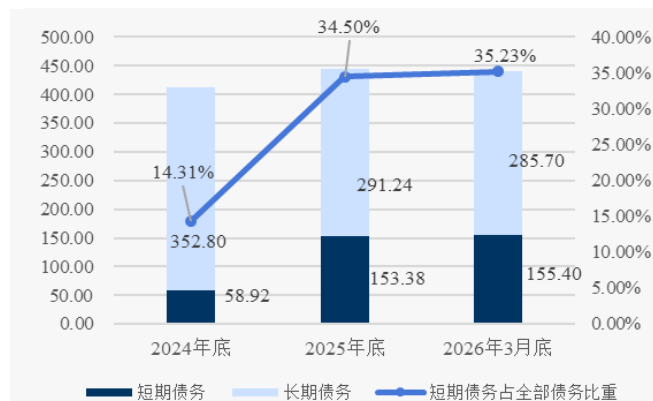
图表 8 • 截至 2025 年底公司有息债务期限情况（单位：亿元）

项目	1 年内到期	1~2 年到期	2~3 年到期	3 年以后到期	小计
短期借款	0.22	--	--	--	0.22
应付债券	--	6.98	26.18	--	33.16

一年内到期的非流动负债	153.04	--	--	--	153.04
长期借款	--	152.14	58.82	46.49	257.45
长期应付款的有息债务部分	--	0.60	--	--	0.60
合计	153.26	159.72	85.00	46.49	444.47

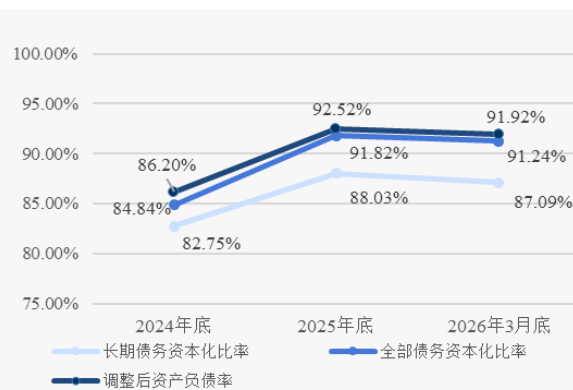
注：上表中未包含租赁负债；尾数差异系四舍五入导致
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 9 • 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、财务报表及公司提供资料整理

图表 10 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

（3）盈利能力

2025 年，公司营业总收入规模有所回升，但受财务费用增长、大额减值损失计提影响，利润总额仍持续亏损且规模进一步扩大，盈利指标表现仍差。2026 年一季度公司持续亏损但亏损规模同比有所收窄。

公司营业总收入分析见经营概况部分。

费用方面，2025 年，公司费用总额同比增长 16.24%，主要系本期公司费用化借款利息增加且对联营合营公司利息收入减少，导致财务费用进一步增长，期间费用率大幅下降至 12.44%，主要系当期结转收入规模大幅增加所致。非经常性损益方面，2025 年，公司信用减值损失及资产减值损失合计发生减值损失 9.69 亿元，其中资产减值损失规模仍处于较高水平，主要系受行业调整影响，本期计提的存货跌价准备及合同履约成本减值损失金额较大；公司信用减值损失同比大幅增加，主要系公司收购参股公司（上海礼仕）并纳入合并范围，合并层面结算债权债务关系确认损失所致²。综上，2025 年，公司期间费用和非经常性损益对利润形成严重侵蚀，收入规模的提升未能带动公司盈利能力改善；公司仍处于持续亏损状态，且利润总额亏损规模进一步扩大。

盈利指标方面，2025 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 5.33%、-2.30%和-38.77%，同比分别提升 1.75 个百分点、下降 0.21 个百分点和下降 19.14 个百分点。公司净资产收益率-38.77%，意味着股东权益以每年近 40%的速度在缩水，显著弱于同业，公司各盈利指标表现仍很差。

2026 年 1—3 月，公司营业收入同比大幅增长，但营业成本同步快速上升，期间费用仍处于较高水平；同期，公司利润总额持续亏损，亏损规模同比有所收窄。

图表 11 • 公司盈利相关情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	14.17	57.16	8.29
营业成本	13.65	53.87	7.83
费用总额	6.12	7.11	1.71
其中：销售费用	1.15	1.89	0.32
管理费用	1.58	1.67	0.67
财务费用	3.39	3.55	0.72

² 2025 年 12 月，上海礼仕纳入公司合并范围，公司对上海礼仕的应收款项按公允价值估值，因公允价值低于账面价值，对差额部分确认信用减值损失 3.83 亿元。

投资收益	0.42	0.21	-0.13
资产减值损失	-5.67	-4.91	--
信用减值损失	-2.08	-4.78	-0.002
利润总额	-12.81	-13.54	-1.43
营业利润率	3.58%	5.33%	4.78%
总资本收益率	-2.09%	-2.30%	--
净资产收益率	-19.63%	-38.77%	--
总资产报酬率	-1.42%	-1.64%	--

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财务报表整理

（4）现金流

2025 年，公司经营活动现金流转为净流入，现金流状况有所改善；投资活动现金流规模较小且基本稳定；筹资活动现金流转为大额净流出，外部融资规模有所收缩。考虑到公司在建及储备项目建设资金需求，公司仍有一定融资需求。2026 年一季度，公司经营活动现金小幅净流出。

从经营活动来看，2025 年，公司经营活动现金流转为净流入，主要系上年同期支付地价款金额较大，当期未新增土地储备、地价款支出大幅减少所致。2025 年经营活动现金流改善因素不具有必然持续性，若未来公司恢复获取土地储备，经营活动现金流可能再次承压。

从投资活动来看，2025 年，公司投资活动现金流主要为对外拆借资金的收支，投资活动现金流基本保持稳定且规模较小，对公司整体现金流影响有限。

2025 年，公司筹资活动前现金流量净额转为净流入。

从筹资活动来看，2025 年，公司借款净增加额同比减少，筹资活动现金流转为大额净流出。未来仍需持续关注项目销售回款及再融资情况，以保障项目开发及债务偿还的资金需求。

2026 年 1—3 月，公司经营活动现金流和筹资活动现金流净额均呈现小幅净流出，投资活动现金流为净流入但规模很小。

图表 12 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1-3 月
经营活动现金流入小计	56.76	31.46	9.67
经营活动现金流出小计	118.88	24.67	11.03
经营活动现金流量净额	-62.11	6.79	-1.36
投资活动现金流入小计	0.69	0.51	0.03
投资活动现金流出小计	2.53	0.48	0.01
投资活动现金流量净额	-1.84	0.03	0.02
筹资活动前现金流量净额	-63.96	6.82	-1.34
筹资活动现金流入小计	126.35	88.31	14.18
筹资活动现金流出小计	122.96	99.47	15.88
筹资活动现金流量净额	3.39	-11.16	-1.70

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财务报表整理

2 偿债指标变化

公司长短期偿债指标表现弱，现金短期债务比均明显下降，EBITDA 持续为负，对利息和债务本金无法形成保障。但考虑融资渠道通畅以及股东在资金拆借方面的支持，公司实际偿债能力优于指标表面所示水平。

图表 13 • 公司偿债指标

项目	指标	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
短期偿债指标	经营现金/流动负债	-36.56%	2.92%	-0.59%
	经营现金/短期债务（倍）	-1.05	0.04	-0.01
	现金短期债务比(倍)	0.68	0.23	0.21
	经营活动现金流入/(流动负债-合同负债)（倍）	0.57	0.16	0.05
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	-8.10	-8.32	--
	全部债务/EBITDA（倍）	-50.85	-53.46	--
	经营现金/全部债务（倍）	-0.15	0.02	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	-0.39	-0.68	--
	经营现金/利息支出（倍）	-3.01	0.55	--

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财务报表整理

截至 2025 年底，公司现金短期债务比从 0.68 倍降至 0.23 倍，现金类资产对短期债务的保障程度处于很低水平。2025 年经营活动现金流量净额虽转为净流入，但对短期债务的覆盖能力仍然有限（0.04 倍）。整体看，公司短期偿债指标表现较弱，面临一定的短期偿付压力。

长期偿债能力方面，2025 年，公司 EBITDA 仍为负，且亏损规模较上年略有扩大，EBITDA 对利息和债务本金均无法形成保障，全部债务/EBITDA 为-53.46 倍，该指标为负值本身已说明公司主营业务尚无法覆盖债务规模。公司经营现金/全部债务为 0.02 倍，保障能力非常弱。

虽然公司长短期偿债指标表现非常弱，但公司债务结构中，控股股东京投公司提供的委托借款占比高达 77.85%，其中 82.46 亿元不计息，其次，公司作为京投公司旗下唯一的房地产二级开发平台，在流动性紧张时可获得股东的资金支持，历史上股东已多次通过委托贷款形式为公司提供融资，再者公司作为 A 股上市公司，融资渠道相对通畅，2025 年先后发行了多期中期票据和公司债券。综合来看，尽管各项偿债指标表面数值较弱，但考虑到股东支持能力和融资渠道通畅等因素，公司实际偿债能力优于指标所示水平，整体偿债能力较强。

对外担保方面，截至 2025 年底，公司不存在对外担保。

未决诉讼方面，截至 2025 年底，联合资信未发现公司存在重大诉讼或仲裁情况。

银行授信方面，截至 2025 年底，公司及控股子公司共获银行授信额度 93.51 亿元，剩余授信额度 25.84 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，货币资金大幅下降，债务规模增长，公司本部债务负担重，资本实力持续弱化。

截至 2025 年底，公司本部资产总额 154.26 亿元，资产构成主要为计入其他应收款（合计）的资金拆借及往来款（38.15 亿元）、计入长期股权投资的持有子公司股权（66.81 亿元）；公司持有的货币资金规模大幅下降 43.45%至 5.23 亿元。截至 2025 年底，公司本部负债总额和有息债务较上年底均大幅增长，短期债务占 27.32%，长期债务占 72.68%，债务构成主要为一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券；公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 69.51%和 61.58%，同比分别上升 16.74 个百分点和 23.11 个百分点。

截至 2025 年底，公司本部所有者权益 47.04 亿元，较上年底下降 35.22%，实收资本为 7.41 亿元，未分配利润-5.89 亿元，公司未弥补亏损金额已超过实收资本的二分之一。

2025 年，公司本部营业总收入为 0.32 亿元，投资收益为 0.07 亿元，利润总额为-0.94 亿元。现金流方面，2025 年，公司本部经营活动现金流净额为-4.47 亿元，投资活动现金流净额-3.25 亿元，筹资活动现金流净额 3.69 亿元，其中本部筹资活动现金流中支付其他与筹资活动有关的现金主要用于偿还到期的永续债。

（六）ESG 方面

跟踪期内，公司治理与内控体系运行稳定，环境管理与社会责任工作保持常规合规推进。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，公司持续践行绿色发展理念，在项目开发中落实国家及地方绿色建筑、海绵城市建设相关标准，依托 TOD 轨道物业开发模式，推进生态景观与雨水管理设施建设，打造低碳宜居社区，落实节能降碳相关要求，跟踪期内未发生重大环境合规风险事项

社会责任方面，跟踪期内公司持续履行国有企业社会责任，注重社区与公共配套建设，提升区域宜居性。

公司治理方面，公司具备较为完善的法人治理结构和健全的内控制度，各治理主体权责清晰、协调运转，内控机制能够对生产经营过程中的风险实现有效识别、防范与处理，跟踪期内未发生重大治理违规事件。

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 2025 年底，京投公司资产总额 9671.72 亿元，所有者权益 3400.99 亿元；2025 年，京投公司营业总收入 187.60 亿元，利润总额 26.92 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，是公司维持流动性和正常经营的重要保障。

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 2025 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 346.13 亿元，其中 82.46 亿元不计息。

京投公司作为公司控股股东，并为本期跟踪债券“23 京发 01”提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，体现了较强的支持意愿。同时，公司作为京投公司旗下唯一的房地产二级开发平台，在集团业务版图中具有战略地位。

需要关注的是，公司正在筹划向控股股东出售房地产开发业务（详见“重大事项”部分）。若该交易完成，公司与股东之间的业务协同模式将发生根本性变化，现有以项目合作为基础的支持模式可能面临调整。联合资信将持续关注该事项的进展及其对外部支持可持续性的影响。

八、担保方分析

（一）企业基本情况

1 主体概况

京投公司前身是成立于 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，根据北京市市委、市政府有关精神，地铁集团再次进行改制，更名组建公司（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

司纳入京投公司合并范围，并明确京投公司作为其出资人，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 2026 年 3 月底，京投公司注册资本 2050.66 亿元，实收资本 2522.98 亿元³，京投公司唯一股东和实际控制人均为北京市国资委。

京投公司作为北京市最主要的轨道交通类基础设施项目投资建设运营主体，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 2025 年底，京投公司资产总额 9671.72 亿元，所有者权益 3400.99 亿元（含少数股东权益 135.89 亿元）；2025 年，京投公司实现营业总收入 187.60 亿元，利润总额 26.92 亿元。截至 2026 年 3 月底，京投公司资产总额 10048.84 亿元，所有者权益 3540.02 亿元（含少数股东权益 135.99 亿元）；2026 年 1—3 月，京投公司实现营业总收入 32.98 亿元，利润总额 20.02 亿元。

京投公司注册地址：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。

2 信用记录

根据京投公司提供的《企业信用报告》，截至 2026 年 4 月 7 日，京投公司本部无不良或关注类信贷信息记录。

根据京投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，联合资信未发现京投公司本部存在逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2026 年 6 月 22 日，联合资信未发现京投公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被重大行政处罚的行为。

（二）经营分析

1 经营概况

京投公司业务呈现多元化，土地一、二级开发和票款及智慧轨道交通服务为京投公司主要收入来源。2025 年，京投公司营业总收入同比明显增长，综合毛利率仍为负，亏损幅度有所收窄。

图表 14 • 京投公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年		
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
服务收入	93.23	42.76	-130.94	107.15	75.48	-115.30	117.76	62.77	-109.97
其中：票款及智慧轨道交通服务收入	77.16	35.38	-170.08	81.56	57.45	-163.16	81.34	43.36	-182.23
开发及运营收入	119.56	54.84	17.00	30.78	21.68	12.30	66.66	35.53	26.19
产品销售	2.04	0.94	-1.62	1.57	1.11	20.92	1.49	0.79	15.34
其他业务	3.20	1.47	47.94	2.46	1.73	9.94	1.69	0.90	6.86
合计	218.03	100.00	-45.98	141.97	100.00	-83.96	187.60	100.00	-59.54

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据京投公司审计报告整理

京投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。开发及运营收入、票款及智慧轨道交通服务收入为京投公司最主要收入来源。2025 年，受房地产开发业务结算收入增长影响，京投公司开发及运营收入同比大幅增长，毛利率同比增加 13.89 个百分点。2025 年，京投公司服务收入同比增长 9.90%，由于京投公司地铁运营业务具有较强的公益属性，京投公司服务业务持续亏损。京投公司其他业务包括商品销售业务、租赁业务等，对京投公司营业总收入和利润形成一定的补充。综上影响，2025 年，京投公司营业总收入同比明显增长，毛利率持续为负，亏损幅度有所收窄。2026 年 1—3 月，京投公司实现营业总收入 32.98 亿元，相当于 2025 年的 17.58%。同期，京投公司综合毛利率为-90.25%，亏损程度加重。

2 轨道交通业务

京投公司作为北京市最主要的轨道交通类基础设施项目投资建设运营主体，区域专营性明显，京投公司持续获得政府拨付的授权经营服务费。京投公司在建及拟建的轨道交通建设项目投资规模大，京投公司存在较大的资本支出压力。

³ 公司修改营业执照中的注册资本及公司章程均须报经国资委审批，周期较长，故公司的注册资本与实收资本有差额。

京投公司承担以北京市轨道交通为主的基础设施投融资、建设及运营管理职能，通过自主开发和 PPP 两种模式建设运营，目前京投公司线路建设模式以自主开发为主，采用 PPP 模式开发的线路为北京地铁 4 号线、14 号线和 16 号线等。自主开发模式下，京投公司使用政府提供的资本金及自筹资金共同投入项目开发，其中政府提供的资本金一般约占总投资的 40.00%，由北京市政府按照项目进度逐步拨付，项目建成后京投公司委托子公司或者其他国有企业负责运营。PPP 模式下，京投公司引入社会资本与政府资金共同投入项目开发，京投公司与北京首都创业集团有限公司及香港铁路有限公司分别出资 2%、49%、49% 组建北京京港地铁有限公司（以下简称“京港地铁”），由京港地铁具体负责项目的投融资及建设职责，建成后京港地铁可获得相关线路 30 年期限的特许经营权。

为保障京投公司地铁建设及运营所需资金，2016 年，京投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”），协议约定 2016—2045 年北京市政府每年向京投公司安排授权经营服务费（以下简称“ABO 资金”），同步约定每五年为一个授权经营服务费调整周期，将综合考虑项目投资调整情况、利率水平变化、票制票价变化、新增调整事项等进行调整。2021 年，京投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，进一步增强了对京投公司资金使用的保障能力。2025 年，京投公司继续获得 ABO 资金 322 亿元。

地铁线路建设进展方面，截至 2025 年底，京投公司在建地铁线路 9 条（段），建设长度合计为 150.60 公里，总投资规模为 2152.39 亿元，剩余待投资金额 1061.20 亿元，均为自主开发模式，预计完工时间主要集中在 2027—2028 年之间；京投公司拟建项目 2 条（段），线路总长度合计为 45.50 公里，预计总投资规模 285.57 亿元，已完成投资 2.26 亿元，项目均计划于 2030 年完工。

地铁运营业务包括车辆运输、客运组织、行车电力调度、供电、通信信号等，京投公司可获得票款收入和智慧轨道交通服务收入。北京市大部分已运营的地铁线路由京投公司下属子公司负责运营，少量线路运营由京港地铁负责运营。地铁票价方面，北京市地铁自 2014 年 12 月底正式实施票价涨价方案⁴，至今未发生调整。2025 年底，随着 6 号线和 17 号线等线路部分新增路段投入运营，京投公司地铁运行线路总数和总长度均有所增加。2025 年，京投公司地铁总客运总量同比变化不大；由于地铁运营业务具有较强的公益属性，京投公司票款收入无法覆盖运营成本，该业务毛利率持续为负。

图表 15 • 近年来京投公司地铁运营情况（单位：亿元）

项目	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年（末）
客运总量（亿人次）	34.54	36.22	35.76
日均客运量（万人次）	946.23	989.61	979.80
运行线路总数（条）	27	29	30
运行线路总长度（公里）	836	879	909
票款及智慧轨道交通服务收入（亿元）	77.16	81.56	81.34

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公开资料整理

3 土地开发及运营业务

（1）土地整理

土地整理业务作为轨道交通建设投资过程中相关配套业务，该业务投资规模较大，后续资本支出压力较大，且回款效率一般，需关注后续项目的投资进度及回款进度情况。

依托于轨道交通线路运营优势，京投公司在推动轨交沿线土地一级开发方面发挥了重要作用。业务类型方面，京投公司进行一级开发的土地分为两大类，一是轨道交通沿线的土地，京投公司受北京市政府及各区县政府的委托及授权，对轨道交通沿线指定地块进行平整；二是轨道交通车辆段对应的上盖土地，即对地铁停靠、检查、整备、运用和修理的管理中心所在地对应的地上土地平整开发，目前该类土地的开发建设准入门槛较高。

开发模式方面，京投公司对以上两类土地的开发模式基本一致。具体来看，京投公司土地一级开发业务主要采取委托代开发的模式。京投公司接受北京市政府及各区县政府的委托及授权，对相关土地组织实施征地拆迁和市政基础设施建设。土地开发完成后，由该地块所在地的土地储备中心通过“招拍挂”程序出让。待土地成功上市交易后，北京市及各区县土储中心向京投公司返还全部土地开发成本，并按照政策规定的比例向京投公司支付管理费。

在建项目方面，截至2025年底，京投公司在建车辆段和土地一级开发项目合计16个，总占地面积为1157.70万平方米，预计总投资1125.84亿元，已完成投资775.32亿元，累计回款485.65亿元。在建项目受多种因素影响呈现不同的项目状态，其中大部分项目

⁴ 具体方案为：6 公里（含）内 3 元；6—12 公里（含）4 元；12—22 公里（含）5 元；22—32 公里（含）6 元；32 公里以上每加 1 元可乘坐 20 公里。

进展顺利，正在持续推进，需关注后续项目的投资进度及回款进度情况。

（2）房地产开发

2025 年，京投发展未新增土地储备；京投发展新开工面积大幅下降，房屋竣工面积显著回升，期末在建面积大幅减少，项目开发节奏以存量交付收尾为主；京投发展房地产开发项目所需建设资金较大，京投公司为京投发展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。京投发展正在筹划重大资产重组，需持续关注该事项后续进展及对京投发展经营情况的影响。

京投公司房地产开发业务由上市子公司京投发展股份有限公司（以下简称“京投发展”）负责，房地产开发主要为围绕轨道交通业务开展的 TOD 轨道物业开发。跟踪期内，京投发展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，京投发展较为谨慎，2025 年末获取新增土地储备。从在售项目剩余可售面积城市分布来看，京投发展剩余可售面积主要分布在北京、无锡及三河市等地。

2025 年，受北熙区项目一二期竣备交付收入影响，京投发展营业收入大幅增长 303.48%至 57.16 亿元。受房地产行业持续下行及行业利润压缩影响，京投发展亏损幅度扩大，2025 年净亏损 15.36 亿元。2025 年，京投发展新开工面积大幅缩减至 2.42 万平方米，同比降幅超八成，项目新开发节奏显著放缓，主要系当期无大规模新项目获取，开发重心转向存量项目交付所致；同期，京投发展房屋竣工面积同比大幅回升，主要系北熙区项目一二期集中竣备交付所致；期末在建面积同比大幅下降 43.21%至 68.28 万平方米。截至 2025 年底，京投发展在建项目总投资额为 980.41 亿元，已投资金额 959.92 亿元⁵。京投发展房地产开发项目后续存在较大资本支出压力。考虑到京投公司为京投发展提供的资金支持，在一定程度上可减轻京投发展未来资金支出压力。

图表 16 • 京投发展房地产开发情况（单位：万平方米、亿元）

指标	2023 年	2024 年	2025 年
新开工面积	47.58	18.23	2.42
竣工面积	54.83	22.29	54.33
期末在建面积	124.25	120.19	68.28
当期销售面积	17.91	25.53	7.60
当期销售金额	82.80	53.65	29.98

注：1. 所有面积均为项目整体面积，未按照京投发展权益折算；2. 上表为全口径数据；3. 期末在建面积（当年）=期末在建面积（上年）+新开工面积（当年）-房屋竣工面积（当年）

资料来源：联合资信根据公开资料整理

京投发展于 2026 年 3 月 16 日发布《京投发展股份有限公司关于筹划重大资产出售暨关联交易的提示性公告》，拟将持有的房地产开发业务相关资产及负债转让至京投公司。本次筹划重大资产出售暨关联交易事项拟采用现金支付方式，不涉及发行股份，不影响京投发展的股权结构，不会因此导致京投发展控股股东发生变更。根据京投发展于 2026 年 5 月 13 日发布《京投发展股份有限公司关于筹划重大资产重组的进展公告》，本事项尚处于筹划阶段，涉及的具体范围、价格等要素均未最终确定，交易双方尚未签署任何协议。需持续关注该事项后续进展及对京投发展经营情况的影响。

（三）财务分析

1 资产质量及其盈利能力

京投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，京投公司持有的股权、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，京投公司整体资产质量较好。京投公司地铁运营业务公益属性强，主业盈利能力较弱，利润实现主要依赖于政府补助和投资收益。

图表 17 • 京投公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	1386.49	15.85	1491.55	16.08	1513.54	15.65	1788.98	17.80
货币资金	326.26	3.73	330.64	3.56	368.94	3.81	425.95	4.24

⁵ 截至 2025 年底，京投发展公园悦府、檀香府、岚山、若丘等项目合计已投超过预计总投资额。

其他应收款（合计）	154.82	1.77	123.57	1.33	125.18	1.29	123.30	1.23
存货	727.41	8.32	829.12	8.94	844.27	8.73	850.44	8.46
非流动资产	7360.83	84.15	7784.66	83.92	8158.18	84.35	8259.86	82.20
其他权益工具投资	483.12	5.52	502.91	5.42	505.96	5.23	507.41	5.05
长期股权投资	517.04	5.91	556.26	6.00	612.14	6.33	637.05	6.34
固定资产（合计）	3890.24	44.47	4393.17	47.36	4542.87	46.97	4523.41	45.01
在建工程	1170.56	13.38	970.79	10.47	1036.51	10.72	1123.89	11.18
无形资产	666.70	7.62	736.79	7.94	761.37	7.87	784.34	7.81
资产总额	8747.33	100.00	9276.21	100.00	9671.72	100.00	10048.84	100.00

注：上表中其他应收款（合计）含应收股利和应收利息；固定资产（合计）含固定资产清理
 资料来源：联合资信根据京投公司审计报告及财务报表整理

2023—2025 年底，京投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。2025 年底，京投公司货币资金较上年底保持增长，主要由银行存款构成，其中受限金额为 0.46 亿元，主要为各类保证金及诉讼冻结资金，受限规模很小。京投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，前五大欠款方的集中度较高；账龄以 1 年以内（占 16.50%）、1~2 年（占 24.64%）和 3 年以上（占 47.71%）为主，账龄偏长。截至 2025 年底，京投公司存货较上年底变化不大，主要由土地一级开发成本 394.51 亿元和房地产开发成本 248.04 亿元构成，2025 年计提 3.24 亿元存货跌价准备，累计计提 12.86 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，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。2025 年底，京投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（117.55 亿元）、北京丰台铁路有限责任公司（71.76 亿元）以及京津冀城际铁路投资有限公司（64.15 亿元）等投资成本。京投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，2025 年底累计折旧 310.04 亿元。2025 年底，京投公司在建工程主要包括平谷线（222.69 亿元）、北京地铁十三号线扩能提升项目（30.61 亿元）和昌平线（23.50 亿元）工程。2025 年底，京投公司长期股权投资较上年底小幅增长，主要系增加对北京环汇置业有限公司投资和对华夏银行股份有限公司（以下简称“华夏银行”）确认的投资收益增加所致。2025 年，京投公司长期股权投资确认的投资收益为 39.49 亿元，京投公司持有的华夏银行、北京农村商业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，京投公司无形资产较上年底小幅增长，主要系土地使用权增加所致；无形资产主要由土地使用权（639.10 亿元）以及特许权（109.23 亿元）构成。2025 年底，京投公司受限资产情况如下所示，受限资产占总资产比重为 8.69%，资产受限比例较低。2026 年 3 月底京投公司资产规模较上年底保持增长，仍以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

图表 18 • 截至 2025 年底京投公司其他应收款前五大明细情况（单位：亿元）

债务人名称	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款期末余额合计比例（%）
东坝车辆段综合利用项目	开发成本	33.49	3 年以上	26.39
歇甲村车辆段综合利用项目	开发成本	24.46	1—2 年	19.27
房山线北天堂村下柳子村扩拆	征地拆迁	6.03	3 年以上	4.75
北京站至北京西站地下直径线	征地拆迁	6.00	3 年以上	4.73
北京市土地整理储备中心丰台区分中心	开发成本	5.19	3 年以上	4.09
合计	--	75.17	--	59.22

注：尾差系四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据京投公司提供资料整理

图表 19 • 截至 2025 年底京投公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产名称	账面价值	受限原因
货币资金	0.46	担保受限及冻结资金等
存货	107.64	抵押
固定资产	703.24	抵押
无形资产	0.90	抵押
投资性房地产	28.46	抵押
合计	840.70	--

资料来源：联合资信根据京投公司审计报告整理

从盈利性角度来看，京投公司从事的地铁运营业务公益性强，房地产板块持续亏损，京投公司整体盈利能力较弱。受房地产开发业务收入波动下降影响，2023—2025 年，京投公司营业总收入波动下降，主营业务盈利能力较弱，营业利润率持续为负；京投公司期间费用主要系财务费用，受融资成本下降影响，财务费用持续下降；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，京投公司利润对政府补助依赖性较强。京投公司持有的股权、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，对京投公司利润总额贡献较大。

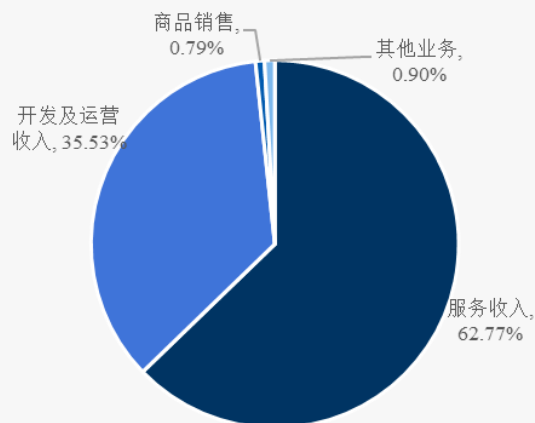
2026 年 1—3 月，京投公司实现营业总收入 32.98 亿元，相当于 2025 年的 17.58%；利润总额为 20.02 亿元，同比大幅增长，主要系营业外收入（17.09 亿元）大幅增长所致。

图表 20 • 京投公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	218.03	141.97	187.60	32.98
营业成本	318.28	261.16	299.30	62.75
期间费用	156.19	151.59	151.32	20.99
其中：财务费用	122.89	120.09	118.24	14.09
其他收益	253.39	248.52	253.03	44.41
投资收益	47.85	65.12	46.84	9.94
利润总额	24.19	31.69	26.92	20.02
营业利润率	-53.53%	-86.69%	-61.12%	-91.52%
总资本收益率	2.08%	1.97%	1.82%	--
净资产收益率	0.77%	0.88%	0.63%	--

资料来源：联合资信根据京投公司审计报告及财务报表整理

图表 21 • 2025 年京投公司营业总收入构成



资料来源：联合资信根据京投公司审计报告整理

2 现金流

京投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，京投公司收入实现质量好；京投公司投资活动现金净流出规模较大，考虑到京投公司后续项目持续投入及债务接续，京投公司对外部融资需求大。

从获现能力角度来看，京投公司主营业务回款良好，2025 年京投公司现金收入比超过 100%。京投公司经营活动现金流量以经营业务款项和往来款收支为主，其中京投公司收到其他与经营活动有关的现金占比均超过 50%，主要为京投公司获得的政府 ABO 资金及往来款。京投公司轨道交通类项目投资支出规模大，2025 年，京投公司投资活动现金持续大规模净流出。京投公司筹资活动前现金流量净额持续为负且资金缺口较大，2025 年，京投公司筹资活动现金保持大规模净流入。2026 年 1—3 月，京投公司经营活动现金保持净流入，投资活动现金持续净流出，投资活动所需资金对筹资活动依赖较大，筹资活动保持净流入。

图表 22 • 京投公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	550.01	569.69	550.16	300.24
经营活动现金流出小计	506.61	479.38	375.19	99.30
经营活动现金流量净额	43.40	90.31	174.97	200.94
投资活动现金流入小计	551.56	635.08	592.09	76.58
投资活动现金流出小计	1048.65	1079.46	923.10	352.45
投资活动现金流量净额	-497.09	-444.38	-331.00	-275.87
筹资活动现金流入小计	1242.85	2183.50	1092.83	326.29
筹资活动现金流出小计	682.32	1823.48	899.83	193.86
筹资活动现金流量净额	560.52	360.02	193.00	132.43
现金收入比（%）	85.18	161.02	115.49	136.43

资料来源：联合资信根据京投公司审计报告及财务报表整理

3 资本结构及偿债能力

受益于政府资金注入，京投公司所有者权益规模持续增长，其中其他权益工具规模较大，所有者权益结构稳定性一般。京投公司有息债务规模持续增长，考虑到京投公司其他权益工具为有息债务，京投公司实际债务负担较重。京投公司短期偿债压力不大，长期偿债指标表现较好，融资成本较低，融资渠道畅通。

2023—2025 年底，随着政府本金的注入，京投公司所有者权益持续增长。2025 年底，京投公司所有者权益中，实收资本和资本公积分别占 70.65%和 6.26%；京投公司其他权益工具主要为京投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，京投公司所有者权益结构稳定性一般。截至 2026 年 3 月底，京投公司所有者权益规模持续增长，权益结构较上年底变化不大。

图表 23 • 京投公司所有者权益情况（单位：亿元）

所有者权益	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
实收资本	2050.66	68.24	2196.81	69.76	2402.73	70.65	2522.98	71.27
其他权益工具	464.00	15.44	441.00	14.00	423.50	12.45	423.50	11.96
资本公积	158.93	5.29	161.52	5.13	212.77	6.26	213.99	6.04
未分配利润	179.97	5.99	203.97	6.48	224.57	6.60	242.81	6.86
归属于母公司所有者权益合计	2857.33	95.08	3007.62	95.51	3265.10	96.00	3404.04	96.16
少数股东权益	147.83	4.92	141.35	4.49	135.89	4.00	135.99	3.84
所有者权益合计	3005.16	100.00	3148.97	100.00	3400.99	100.00	3540.02	100.00

资料来源：联合资信根据京投公司审计报告及财务报表整理

图表 24 • 京投公司主要负债情况（单位：亿元）

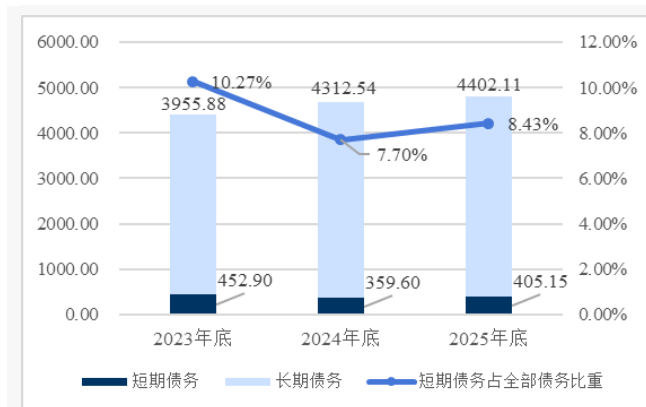
项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	996.86	17.36	977.71	15.96	960.44	15.32	968.46	14.88
应付账款	266.29	4.64	248.33	4.05	226.90	3.62	229.71	3.53
一年内到期的非流动负债	284.28	4.95	179.37	2.93	244.40	3.90	257.39	3.95
非流动负债	4745.31	82.64	5149.53	84.04	5310.30	84.68	5540.36	85.12
长期借款	2956.81	51.49	3150.22	51.41	3287.00	52.42	3324.17	51.07
应付债券	306.10	5.33	436.26	7.12	440.59	7.03	425.60	6.54
长期应付款	1091.57	19.01	1190.71	19.43	1185.90	18.91	1184.59	18.20
递延收益	336.73	5.86	346.63	5.66	366.07	5.84	573.81	8.82
负债总额	5742.17	100.00	6127.24	100.00	6270.74	100.00	6508.81	100.00

资料来源：联合资信根据京投公司审计报告及财务报表整理

2023—2025 年底，随着地铁项目的持续投入，融资规模扩大，京投公司负债总额持续增长。截至 2025 年底，京投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。截至 2026 年 3 月底，京投公司负债规模和结构均变动不大。

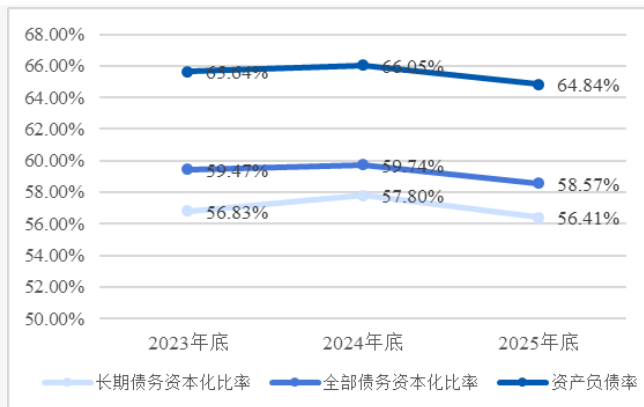
有息债务方面，京投公司其他流动负债主要为短期融资债券，本报告将其他流动负债、其他应付款的有息部分纳入短期债务核算；长期应付款主要为融资租赁款项等，本报告将长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算。截至 2025 年底，京投公司递延收益主要为北京市财政局拨付的轨道交通建设专项资金等政府补助。截至 2025 年底，京投公司全部债务较上年底小幅增长至 4807.25 亿元，其中长期债务 4402.11 亿元，京投公司债务结构主要以长期债务为主，债务结构合理。从债务指标来看，2025 年底，京投公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降。考虑到其他权益工具中的有息债务，京投公司实际债务指标高于上述测算值。京投公司整体债务负担较重。截至 2025 年底，京投公司一年内到期的债务规模 405.15 亿元，考虑到京投公司现金类资产充裕且融资渠道畅通，京投公司短期偿债压力不大。

图表 25 • 京投公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据京投公司审计报告、财务报表及京投公司提供资料整理

图表 26 • 京投公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据京投公司审计报告、财务报表及京投公司提供资料整理

图表 27 • 京投公司偿债指标

指标	2023 年（底）	2024 年（底）	2025 年（底）
现金短期债务比（倍）	0.95	1.19	1.15
EBITDA（亿元）	212.91	227.63	242.47
EBITDA 利息倍数（倍）	1.17	1.40	1.62

资料来源：联合资信根据京投公司审计报告、财务报表及京投公司提供资料整理

从长期偿债指标看，2025 年，京投公司 EBITDA 对利息支出保障程度较高，京投公司长期偿债指标表现较强。

截至 2025 年底，京投公司无对外担保。

未决诉讼方面，截至 2026 年 3 月底，联合资信未发现京投公司存在重大未决诉讼及仲裁。

融资能力方面，截至 2025 年底，京投公司获得的前十大银行授信额度合计为 3581.30 亿元，未使用的额度为 498.07 亿元，京投公司银行贷款规模较大，间接融资渠道畅通；京投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，京投公司整体融资能力强。

4 京投公司本部主要变化情况

截至 2025 年底，京投公司本部资产总额 5737.22 亿元，主要由长期股权投资、其他非流动资产和其他应收款构成；京投公司本部所有者权益为 3216.66 亿元，主要由实收资本和其他权益工具构成；将其他流动负债有息部分调整至短期债务，京投公司本部全部债务为 712.77 亿元，现金短期债务比为 0.89 倍，考虑到京投公司直接和间接融资渠道畅通，融资能力强，京投公司本部短期偿债压力不大；全部债务资本化比率为 18.14%，由于未获取长期债务调整项数据，京投公司本部实际债务指标可能高于测算值。京投公司业务主要由子公司运营，2025 年京投公司本部营业总收入为 3.34 亿元，投资收益为 50.97 亿元，净利润为 16.12 亿元。京投公司本部通过向子公司派驻高管以及“三重一大”事项报集团审批等方式对子公司进行管理，对子公司管控力度很强。

5 外部支持

京投公司实际控制人综合实力非常强，京投公司作为北京市最主要的轨道交通类基础设施项目投资建设运营主体，区域专营优势显著，社会贡献很大，可替代性很弱，在资金支持、财政补贴方面持续获得有力的外部支持。

（1）支持能力

京投公司股东系北京市国资委。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，信息服务业、金融业及工业为北京市支柱产业，经济发达程度高，2023—2025 年，北京市经济稳定发展，一般公共预算收入持续增长，综合实力非常强。

（2）支持可能性

京投公司唯一股东为北京市国资委，其对京投公司“三重一大”事项、经营战略及业务运营等方面具有绝对的控制权。京投公司作为北京市最主要的轨道交通类基础设施项目投资建设运营主体，在北京市轨道交通类基础设施建设领域地位突出，区域专营优势显著，在保障民生、创造就业及维持社会稳定等方面对区域具有重要贡献，可替代性很弱。

近年来，京投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。2023—2025 年，京投公司实收资本分别增加 93.11 亿元、146.15 亿元和 205.93 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京投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。2023—2025 年年以及 2026 年 1—3 月，京投公司其他收益分别为 253.39 亿元、248.52 亿元、253.03 亿元和 44.41 亿元，主要为授权经营综合补贴。

（四）评级结论

基于对京投公司经营风险、财务风险和外部支持等方面的综合分析评估，京投公司个体信用等级为 **aaa**，京投公司主体长期信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

（五）担保效果分析

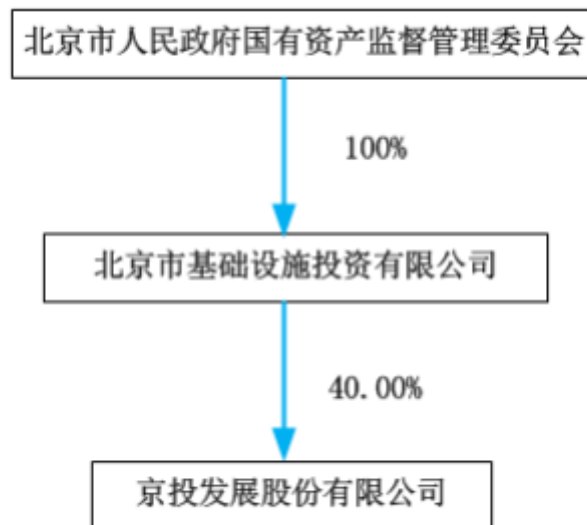
京投公司 EBITDA 和经营活动现金流入对“23 京发 01”的覆盖程度高，其担保对“23 京发 01”的到期还本付息具有显著的保护作用。

截至本报告出具日，“23 京发 01”的债券余额 20.00 亿元。2025 年，京投公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为“23 京发 01”的债券余额的 12.12 倍和 27.51 倍，京投公司 EBITDA 和经营活动现金流入对公司“23 京发 01”的债券余额的覆盖程度高，其担保对“23 京发 01”的到期还本付息具有显著的保护作用。同时，京投公司作为北京市属重点国企，外部融资能力强，可通过续贷、新发债券等多种方式应对偿付需求。因此，京投公司的担保对“23 京发 01”的到期还本付息具有显著的保护作用。

九、跟踪评级结论

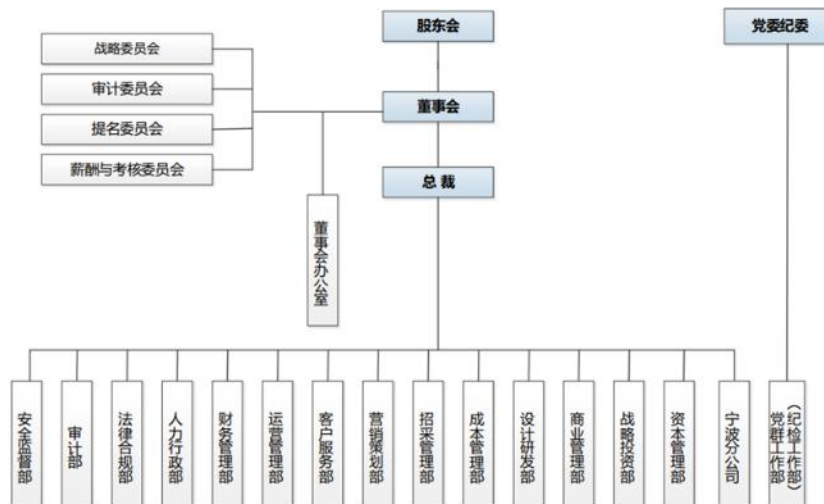
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的跟踪分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 **AA**，维持“23 京发 01”的信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2026 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	100.00	--	收购
北京京投银泰置业有限公司	10000.00	房地产	--	50.00	设立
北京京投银泰尚德置业有限公司	10000.00	房地产	--	51.00	设立
北京京投兴业置业有限公司	10000.00	房地产	--	51.00	设立
北京京投瀛德置业有限公司	5000.00	房地产	--	51.00	设立
北京京投兴平置业有限公司	5000.00	房地产	--	51.00	设立
北京京投兴檀房地产有限公司	100000.00	房地产	--	100.00	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	--	85.00	设立
北京京投丰德房地产有限公司	2000.00	房地产	--	70.00	设立
北京京投兴海房地产有限公司	10000.00	房地产	--	51.00	设立
北京京投润德置业有限公司	10000.00	房地产	--	60.00	设立
北京京投隆德置业有限公司	10000.00	房地产	--	60.00	设立
北京潭柘投资发展有限公司	41000.00	房地产	100.00	--	设立
北京宸景商业管理有限公司	1000.00	服务业	--	100.00	设立
宁波华联房地产开发有限公司	2100.00	房地产	100.00	--	设立
宁波京发物业服务服务有限公司	500.00	服务业	100.00	--	设立
无锡嘉仁花园酒店管理有限公司	43000.00	酒店管理	100.00	--	收购
无锡惠澄实业发展有限公司	12000.00	房地产	--	100.00	收购
京投科技（北京）有限公司	2000.00	服务业	100.00	--	设立
北京睿德发展物业管理服务有限公司	2000.00	服务业	100.00	--	设立
京投发展商业管理（北京）有限公司	1000.00	服务业	100.00	--	设立
上海礼仕酒店有限公司	58525.82	酒店管理	100.00	--	收购
鄂尔多斯市泽瑞恒基房地产开发有限责任公司	3000.00	房地产	90.69	--	收购

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	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	40.26	35.98	32.94
应收账款（亿元）	0.55	0.73	0.34
其他应收款（合计）（亿元）	1.20	0.29	0.53
存货（亿元）	447.41	399.12	396.59
长期股权投资（亿元）	2.55	1.88	1.70
固定资产（合计）（亿元）	0.69	17.50	17.25
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	602.71	570.03	564.64
实收资本（亿元）	7.41	7.41	7.41
少数股东权益（亿元）	9.36	12.33	16.84
所有者权益（亿元）	73.56	39.61	42.36
短期债务（亿元）	58.92	153.38	155.40
长期债务（亿元）	352.80	291.24	285.70
全部债务（亿元）	411.72	444.61	441.11
营业总收入（亿元）	14.17	57.16	8.29
营业成本（亿元）	13.65	53.87	7.83
其他收益（亿元）	0.01	0.00	0.00
利润总额（亿元）	-12.81	-13.54	-1.43
EBITDA（亿元）	-8.10	-8.32	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	52.77	30.00	9.59
经营活动现金流入小计（亿元）	56.76	31.46	9.67
经营活动现金流量净额（亿元）	-62.11	6.79	-1.36
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.84	0.03	0.02
筹资活动现金流量净额（亿元）	3.39	-11.16	-1.70
财务指标			
销售债权周转次数（次）	5.27	89.81	--
存货周转次数（次）	0.03	0.13	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.10	--
现金收入比（%）	372.49	52.48	115.68
营业利润率（%）	3.58	5.33	4.78
总资产报酬率（%）	-1.42	-1.64	--
总资本收益率（%）	-2.09	-2.30	--
净资产收益率（%）	-19.63	-38.77	--
长期债务资本化比率（%）	82.75	88.03	87.09
全部债务资本化比率（%）	84.84	91.82	91.24
资产负债率（%）	87.80	93.05	92.50
调整后资产负债率（%）	86.20	92.52	91.92
流动比率（%）	321.00	192.48	192.78
速动比率（%）	57.66	20.71	19.88
经营现金流动负债比（%）	-36.56	2.92	--
经营活动现金流入/（流动负债-合同负债）（倍）	0.57	0.16	--
现金短期债务比（倍）	0.68	0.23	0.21
EBITDA 利息倍数（倍）	-0.39	-0.68	--
全部债务/EBITDA（倍）	-50.85	-53.46	--

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 2024 年和 2025 年底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. 2026 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：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	9.25	5.23	0.87
应收账款（亿元）	0.15	0.34	0.10
其他应收款（合计）（亿元）	31.48	38.58	42.86
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	67.39	66.81	66.62
固定资产（合计）（亿元）	0.20	0.19	0.18
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	153.74	154.26	154.01
实收资本（亿元）	7.41	7.41	7.41
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	72.61	47.04	46.12
短期债务（亿元）	18.38	20.60	20.81
长期债务（亿元）	27.01	54.79	60.65
全部债务（亿元）	45.39	75.39	81.46
营业总收入（亿元）	0.24	0.32	0.03
营业成本（亿元）	0.04	0.05	0.01
其他收益（亿元）	0.01	0.00	0.00
利润总额（亿元）	-0.45	-0.94	-0.52
EBITDA（亿元）	0.82	0.43	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1.70	0.10	0.26
经营活动现金流入小计（亿元）	25.91	8.53	0.28
经营活动现金流量净额（亿元）	17.70	-4.47	-5.33
投资活动现金流量净额（亿元）	-5.80	-3.25	-4.34
筹资活动现金流量净额（亿元）	-3.58	3.69	5.31
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.28	1.29	--
存货周转次数（次）	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.002	0.002	--
现金收入比（%）	699.29	30.55	991.87
营业利润率（%）	76.27	80.82	48.94
总资本收益率（%）	0.69	0.35	--
净资产收益率（%）	-0.62	-1.99	--
长期债务资本化比率（%）	27.12	53.81	56.80
全部债务资本化比率（%）	38.47	61.58	63.85
资产负债率（%）	52.77	69.51	70.06
流动比率（%）	94.39	85.39	94.10
速动比率（%）	94.39	85.39	94.10
经营现金流动负债比（%）	33.01	-8.59	--
现金短期债务比（倍）	0.50	0.25	0.04
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. 2026 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，“*”表示数据过大或过小

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-3 主要财务数据及指标（京投公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	430.88	427.06	466.83	710.89
应收账款（亿元）	18.01	16.86	13.72	13.39
其他应收款（合计）（亿元）	154.82	123.57	125.18	123.30
存货（亿元）	727.41	829.12	844.27	850.44
长期股权投资（亿元）	517.04	556.26	612.14	637.05
固定资产（合计）（亿元）	3890.24	4393.17	4542.87	4523.41
在建工程（合计）（亿元）	1170.56	970.79	1036.51	1123.89
资产总额（亿元）	8747.33	9276.21	9671.72	10048.84
实收资本（亿元）	2050.66	2196.81	2402.73	2522.98
少数股东权益（亿元）	147.83	141.35	135.89	135.99
所有者权益（亿元）	3005.16	3148.97	3400.99	3540.02
短期债务（亿元）	452.90	359.60	405.15	/
长期债务（亿元）	3955.88	4312.54	4402.11	/
全部债务（亿元）	4408.78	4672.14	4807.25	/
营业总收入（亿元）	218.03	141.97	187.60	32.98
营业成本（亿元）	318.28	261.16	299.30	62.75
其他收益（亿元）	253.39	248.52	253.03	44.41
利润总额（亿元）	24.19	31.69	26.92	20.02
EBITDA（亿元）	212.91	227.63	242.47	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	185.72	228.59	216.66	44.99
经营活动现金流入小计（亿元）	550.01	569.69	550.16	300.24
经营活动现金流量净额（亿元）	43.40	90.31	174.97	200.94
投资活动现金流量净额（亿元）	-497.09	-444.38	-331.00	-275.87
筹资活动现金流量净额（亿元）	560.52	360.02	193.00	132.43
财务指标				
现金收入比（%）	85.18	161.02	115.49	136.43
营业利润率（%）	-53.53	-86.69	-61.12	-91.52
总资本收益率（%）	2.08	1.97	1.82	--
净资产收益率（%）	0.77	0.88	0.63	--
长期债务资本化比率（%）	56.83	57.80	56.41	/
全部债务资本化比率（%）	59.47	59.74	58.57	/
资产负债率（%）	65.64	66.05	64.84	64.77
流动比率（%）	139.09	152.56	157.59	184.73
速动比率（%）	66.12	67.75	69.68	96.91
经营现金流动负债比（%）	4.35	9.24	18.22	--
短期债务占比（%）	10.27	7.70	8.43	/
现金短期债务比（倍）	0.95	1.19	1.15	/
EBITDA 利息倍数（倍）	1.17	1.40	1.62	--

注：1. 2023—2025 年财务数据取自当年审计报告期末数；2. 2026 年一季度财务数据未经审计；3. 本报告已将公司合并口径 2023—2025 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 2026 年 3 月底债务调整情况；4. 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；5、“/”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、财务报表及提供资料整理

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)
应收账款周转次数	营业总收入/平均应收账款净额
存货周转次数 ⁶	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%
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
盈利指标	
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%
调整后营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-财务费用-管理费用-研发费用)/营业总收入×100%
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出)/总资产 ⁷ ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业总收入×100%
调整后 EBITDA 利润率	调整后 EBITDA/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
调整后 EBITDA 利息倍数	调整后 EBITDA/利息支出
全部债务/调整后 EBITDA	全部债务/调整后 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 ⁸	(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%
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债合计
经营活动现金流入/流动负债	经营活动现金流入/流动负债合计
经营活动现金流入/(流动负债-合同负债)	经营活动现金流入/(流动负债合计-合同负债)
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
 调整后 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-非经常性损益
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 应收账款周转天数=360/应收账款周转次数
 存货周转天数=360/存货周转次数
 应付账款周转天数=360/(营业成本/平均应付账款)

⁶ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 存货周转次数=营业成本/(平均存货净额+平均合同资产)

⁷ 使用《一般工商企业信用评级方法与模型》的企业, 总资产报酬率=(利润总额+费用化利息支出)/平均资产总额×100%

⁸ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 速动比率=(流动资产合计-存货-合同资产)/流动负债合计×100%

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 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断