

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《北京城市副中心投资建设集团有限公司 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

二零一九年十月二十二日



信用等级公告

联合〔2019〕765号

联合资信评估有限公司通过对“北京城市副中心投资建设集团有限公司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“北京城市副中心投资建设集团有限公司2019年度第一期资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为AAA_{sf}，次级资产支持票据未予评级。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年十月二十二日



北京城市副中心投资建设集团有限公司 2019 年度第一期 资产支持票据信用评级报告

评级结果

名称	金额 (万元)	占比 (%)	信用级别
优先级资产支持票据	175000.00	98.87	AAA _{sf}
次级资产支持票据	2000.00	1.13	NR
合 计	177000.00	100.00	—

注：NR——未予评级，下同。

交易概览

载体形式：信托型资产支持票据
基础资产：委托人基于《单一资金信托合同》和《信托贷款合同》享有的信托受益权
信用提升机制：超额抵押、优先/次级结构、差额补足机制
委托人/单一资金信托委托人/原始权益人：五矿国际信托有限公司（代表“五矿信托-北投1号集合资金信托计划”）
受托人/单一资金信托受托人/贷款人/发行载体管理机构：五矿国际信托有限公司
发起机构/资产服务机构/基础债务人/出质人/抵押人/差额补足人/流动性支持承诺人/借款人：北京城市副中心投资建设集团有限公司
资金保管机构/单一资金信托保管银行：北京银行股份有限公司中关村分行
监管银行：北京银行股份有限公司上地支行
牵头主承销商/簿记管理人：北京银行股份有限公司
联席主承销商：中国工商银行股份有限公司

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。

评级时间

2019 年 10 月 22 日

分析师

徐 阳 王 笛

电话：010-85679696

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司通过对“北京城市副中心投资建设集团有限公司 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的综合分析与考量，对质押财产进行了现金流分析，并对抵押物价值进行了分析和压力测试，在受托人五矿国际信托有限公司在约定时间内成为本交易抵押物的第一受偿主体的前提下，考虑到差额补足人北京城市副中心投资建设集团有限公司的偿付能力和偿付意愿，确定“北京城市副中心投资建设集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”的评级结果为：优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}，次级资产支持票据未予评级。

上述优先级资产支持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足额偿付的能力极强，违约风险极低。

优势

1. 本交易设置了差额补足机制，差额补足人为北京城市副中心投资建设集团有限公司（以下简称“北投集团”），差额补足人在信托利益分配过程中信托财产预期可供分配的资金不足以支付优先级资产支持票据的预期收益和/或本金时履行差额补足义务。联合资信给予北投集团的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，公司主体信用风险极低，能够为优先级资产支持票据的偿付提供重要的信用支持。
2. 本交易基础资产对应的单一资金信托设置了抵押机制，抵押物涉及一处标的物业，北京首佳房地产评估有限公司于评估基准日给予抵押物的评估价值为 357015 万元

人民币，优先级票据对抵押物评估价值抵押率为 49.02%，抵押担保措施对优先级票据本金的偿付具有一定保障作用。

3. 本交易基础资产对应的单一资金信托设置了质押机制，北投集团以其所持的标的物业的租赁债权及其他收益作为质押财产，在一般情景下，标的物业租金收入对优先级票据期间本息（最后一期除外）的覆盖倍数均在 1.17 倍以上，对优先级票据期间本息的兑付具有一定保障作用。

关注及风险缓释

1. 根据交易文件约定，优先级票据各期利息和期间本金的主要还款来源为标的物业产生的租金收入。因此在信托存续期内，若标的物业运营收入发生大幅波动，或将导致基础资产单一信托贷款无法按时足额偿付，进而对优先级票据的本金和预期收益兑付产生不利影响。

风险缓释：本交易标的物业地处北京亚奥商圈，交通便捷，地理位置较优越。近三年出租金收入呈稳定增长态势，截至评估基准日呈满租状态，客户资质较优，运营较为稳定。同时，北投集团出具了《差额补足承诺函》，承诺就对信托账户中资金不足以支付信托当期应付的税费、信托费用、优先级票据的预期收益和本金以及其他应付费用的差额部分承担补足义务。

2. 根据交易文件约定，标的物业的租金收入依赖于标的物业的持续运营，因此在信托存续期内，标的物业的持续运营能力或会影响优先级票据的本息兑付。

风险缓释：北投集团为保证新奥购物中心在本期票据存续期间持续稳定运营，出具了《流动性支持承诺函》对新奥购物中心的受托运营方在流动性方面给予支持以确保新奥购物中心的稳定运营。

3. 本交易约定，优先级票据持有人有权于提前兑付申报期内选择要求受托人对其所持

有的全部或部分优先级票据的预期收益及未偿本金进行提前兑付，票据持有人将面临提前兑付失败的风险。

风险缓释：本交易约定，若优先级票据持有人选择申报提前兑付其所持有的全部或部分优先级票据，则发起机构有权指示受托人提前兑付优先级票据所有剩余份额的预期收益及未偿本金。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，则差额补足人应在差额补足启动日补足相应的差额。

4. 在本资产支持票据到期之时，借款人将支出较大规模资金以偿付未偿本金及当期利息，借款人一次性还款压力较大。

风险缓释：本交易到期时，优先级资产支持票据的本金偿还主要依赖于借款人的再融资能力，并以抵押物处置变现收入作为交易还款保障。本交易借款人资信水平极高，此外优先级资产支持票据相对抵押物评估价值比率为 49.02%，抵押担保措施对优先级资产支持票据本金的偿付具有一定保障作用。

5. 商业地产与经济增速紧密关联，近年来我国经济持续放缓，同时受网络电商平台的冲击，商业地产行业增速波动下行。因此，本交易标的物业租金收入水平、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：联合资信在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，同时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城市副中心投资建设集团有限公司和受托人五矿国际信托有限公司提供，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城市副中心投资建设集团有限公司/五矿国际信托有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与北京城市副中心投资建设集团有限公司/五矿国际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，未因北京城市副中心投资建设集团有限公司/五矿国际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“北京城市副中心投资建设集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”项下优先级资产支持票据的存续期，根据跟踪评级的结论，在有效期内本期优先级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

本交易的委托人五矿国际信托有限公司（以下简称“五矿信托”）代表集合资金信托计划，将其合法所有的单一资金信托的信托受益权作为基础资产，采用特殊目的载体机制，通过五矿信托设立“北京城市副中心投资建设集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据信托”（以下简称“财产信托”）。五矿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优先级资产支持票据和次级资产支持票据。投资者通过购买并持有该资产支持票据取得财产信托项下相应的信托受益权。

表 1 交易参与机构

委托人/单一资金信托委托人/原始权益人：五矿国际信托有限公司（代表“五矿信托-北投 1 号集合资金信托计划”）
受托人/单一资金信托受托人/贷款人/发行载体管理机构：五矿国际信托有限公司
发起机构/资产服务机构/基础债务人/出质人/抵押人/差额补足人/流动性支持承诺人/借款人：北京城市副中心投资建设集团有限公司
资金保管机构/单一资金信托保管银行：北京银行股份有限公司中关村分行
监管银行：北京银行股份有限公司上地支行
牵头主承销商/簿记管理人：北京银行股份有限公司
联席主承销商：中国工商银行股份有限公司
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
评级机构：联合资信评估有限公司
评估机构/现金流评估机构：北京首佳房地产评估有限公司
法律顾问：北京市君泽君律师事务所

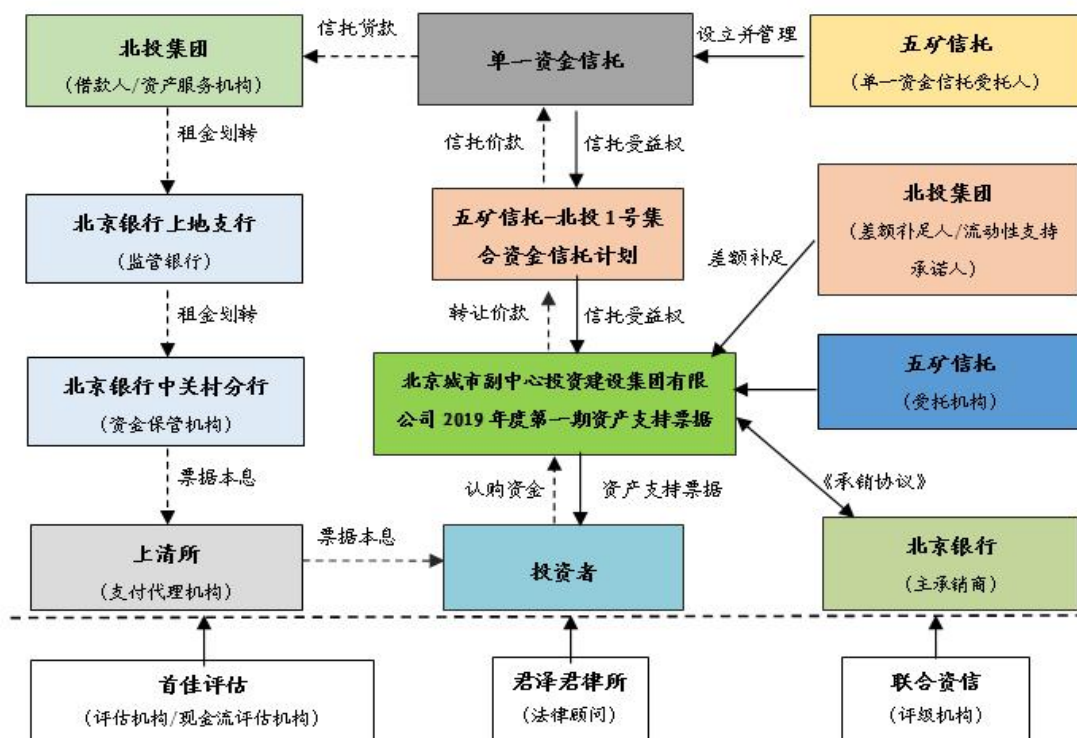


图 1 交易安排

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《信托贷款合同》等单一资金信托文件享有的信托受益权。上述信托受益权来源于委托人五矿信托（代表集合资金信托计划）将资金委托给五矿信托设立单一资金信托而享有的信托利益。该资金信托项下资金用于向北投集团发放信托贷款，贷款规模为177000.00万元人民币。贷款期限不超过18年，贷款用于置换金融机构债务、补充营运资金等用途。北投集团以标的物业（抵押人持有的位于朝阳区湖景东路9、11号2幢，简称“新奥购物中心”，下同）的经营收益产生的现金流作为主要还款来源偿还信托贷款。此外，本交易单一资金信托设置了抵/质押担保机制，即北投集团作为抵押人/出质人，以其所持的标的物业作为抵押物，为借款人的信托贷款本息清偿义务提供抵押担保，以其所持的标的物业的租赁债权及其他收益作为质押财产，为借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

本交易计划发行资产支持票据规模为177000.00万元，包括优先级资产支持票据和次级资产支持票据（以下简称“票据”），其中优先级票据享有优先级信托受益权，次级票据享有次级信托受益权。本交易采用优先/次级的顺序偿付结构，优先级票据优先于次级票据获得偿付。本交易优先级票据预计发行规模为175000.00万元，预计存续期18年，按半年还本

付息，本金偿还计划详见表2。

表2 优先级票据预期本金还款计划 单位：万元

还本日	还本金额	还本日	还本金额
第1个	50.00	第19个	1700.00
第2个	50.00	第20个	1700.00
第3个	100.00	第21个	1900.00
第4个	150.00	第22个	2000.00
第5个	200.00	第23个	2100.00
第6个	350.00	第24个	2300.00
第7个	350.00	第25个	2300.00
第8个	400.00	第26个	2300.00
第9个	600.00	第27个	2500.00
第10个	700.00	第28个	2500.00
第11个	800.00	第29个	2500.00
第12个	900.00	第30个	2500.00
第13个	900.00	第31个	2800.00
第14个	1000.00	第32个	2800.00
第15个	1200.00	第33个	3000.00
第16个	1300.00	第34个	3200.00
第17个	1400.00	第35个	3200.00
第18个	1500.00	第36个	121750.00

优先级票据采用固定利率，初始固定利率根据簿记建档确定。自信托生效日起的第3年、第6年、第9年、第12年、第15年，发起机构有权对优先级票据的票面利率进行调整，调整结果于票面利率调整公告日在上海清算所进行公告。次级票据无票面利率。本次募集资金拟用于置换北投集团的有息债务及补充流动资金。

表3 资产支持票据概况

单位：万元、%

名称	信用评级	本金偿付方式	利息支付方式	发行规模	总量占比	利率类型	预期到期日	法定到期日
优先级资产支持票据	AAA _{st}	计划摊还	按半年	175000.00	98.87	固定利率	第36个兑付日	预期到期日满两年后的第一日
次级资产支持票据	NR	—	—	2000.00	1.13	—	第36个兑付日	预期到期日满两年后的第一日

二、基础资产分析

本交易的基础资产为委托人享有的单一资金信托受益权，上述信托受益权来源于五矿信托（代表集合资金信托计划）将资金委托给五矿信托设立单一资金信托而享有的信托利益，该资金信托项下资金用于向北投集团发放信托贷款，信托贷款以标的物业抵押、标的物业的租赁债权及其他收益质押作为担保措施。优先级票据各期利息和本金的还款来源主要为北投集团依据《租赁合同》可获得的承租商户支付的租金，优先级票据期末本金与利息的最终兑付还依赖于北投集团的再融资能力和抵押物的变现价值。因此标的物业租金收入以及抵押物

的变现价值对优先级票据利息支付、本金偿还具有重要作用。

1. 标的物业概况

本交易涉及的标的物业为位于北京市朝阳区湖景东路 9、11 号 2 幢-2 层至 1 层夹层的商业房地产，房屋规划用途为商业，房屋总建筑面积 144112.27 平方米，分摊土地使用权面积为 74827.56（地下）平方米，实际用途为商业用房，详情见表 4：

表 4 标的物业详情 单位：平方米

坐落	《不动产权证书》 证号	用途	权利性质	结构	终止日期	建筑面积
朝阳区湖景东路 9、11 号 2 幢	京（2018）朝不动产权第 0129897 号	商业	商品房	钢混	2051 年 4 月 1 日	144112.27

根据介绍及实地查勘，标的物业地处亚奥商圈，对外推广名为新奥购物中心，由北投集团开发建设持有并授予北京北投商业地产经营管理有限公司运营。新奥购物中心地处亚奥商圈，区域内商业繁华度较高，人口密度流量、人流量大，交通便利度优，外部配套设施较完善，周边环境状况较优。但由于邻近国家会议中心，国家会议中心若有大型会议召开，譬如“一带一路”、“中非论坛”等大型活动，新奥购物中心将会闭店，上述情况对其经营收入略有影响。作为北京奥林匹克公园的商业旗舰，新奥购物中心毗邻鸟巢、水立方、国家体育馆，与奥林匹克公园内各大奥运体育场馆融合，是集休闲娱乐、文化交流、购物餐饮、主题体验于一体的大型购物中心，满足了不同消费客群的需求。项目位于地下 1 至地下 2 层，钢混结构，建成于 2009 年底，于 2010 年底开业，租户包含有新奥天虹百货、CGV 星星国际影城、屈臣氏、星巴克、麦当劳及优衣库等，目前呈

满租状态。

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、租金增长率以及运营费用支出等方面。

标的物业的租金收入（标的物业每年房屋的出租、场地的出租等所有与项目设备设施出租有关的经营收入）归产权人所有，项目的其他收入（物业费收入、POS 费收入、租户电费收入、推广费收入、停车场收入）归北京北投商业地产经营管理有限公司所有并全部用于项目的经营成本支出。

标的物业租金多以固定租金与提成租金两者取其高的租金方式收取，根据北投集团介绍，实际租金支付先以固定租金收取，若承租户达到收取提成租金情况，后续再补充支付多出已付固定租金的金额即可。由于承租户收入难以准确预测，故租金在参考历史经营收入及周边市场条件的条件下先以固定租金形式计算，再

参考历史提成租金收入进行补充计算。

(1) 历史出租情况

标的物业建成于 2009 年底，于 2010 年底开业，目前已出租面积为 73038.43 平方米，出租率 100%。标的物业处于稳定经营状态，根据北投集团提供的《2015 年至 2018 年 1-8 月租金收入明细》及介绍，近三年评估对象经营收入情况如下表表 5。

表 5 近三年经营收入情况 单位：万元

时间	提成租金	固定租金	场地收入	合计
2018 年 1-8 月	291.68	7248.20	470.22	8010.1
2017 年	396.81	8998.22	476.88	9871.91
2016 年	364.41	8472.47	504.93	9341.81
2015 年	407.98	7936.26	615.06	8959.3

从承租人分布来看，标的物业承租人大都具有较高市场知名度，涉及业态主要有百货、餐饮、娱乐等。截至评估基准日（2018 年 9 月 1 日），承租人集中度很高，标的物业租赁总面积为 73038.43 平方米，散租招商。单户最大承租人为综合零售商，租赁后用于开办和经营中高档百货、精致超市及相关配套的商业项目，租赁面积 39418.64 平方米，占比 53.97%，在其签署租赁合同补充协议中约定，该租户应严格履行租赁合同义务，并不因任何原因提前解除租赁合同；第二大承租人从事影院开设与经营业务，租赁面积 8337 平方米，占比 11.41%；第三大承租人为专门销售家用电器（包括手机、电脑、数码相机）的零售商，租赁面积 1719.93 平方米，占比 2.35%。前三大租户租赁期限均超过 10 年，其余承租人租赁面积较小，租赁期限大部分集中在 1-3 年。

表 6 前三大承租人概况 单位：万元

承租人	租赁面积 (平方米)	租赁位置 (层)	租期范围	固定租金水平 (元/ 天/平方米)
1	39418.64	B1/B2	2012/4/20-20	3.190
	396.81 (库)		32/4/19	1.595

	房)			
2	8337.00	B1/B2	2010/10/8-20 30/10/7	3.2
3	1719.93	B2	2011/12/13-2 027/6/24/	3.758

(2) 未来现金流预测情况

本交易未来现金流分四部分进行预测：合同期内租金收入根据基础债务人基于标的物业与商户已经签订的租赁合同，逐笔计算；合同期外租金收入按照可租赁位置确定租金及增长水平，同时考虑可出租面积进行计算；根据历史提成租金收入和场地费收入情况，确定提成租金为 400 万元/年、场地费收入为 500 万元/年，自 2020 年开始，每年递增 2.5%。

根据北京首佳房地产评估有限公司（以下简称“首佳评估”）出具的现金流预测报告，由于标的物业的位置、档次、经营业态、楼层等因素的不同，北京市购物中心租金负 1 层租金水平一般在 7.7-13.5 元/平方米/天之间。根据标的物业实际情况及同类房地产情况，综合确定标的物业合同期外的租金及增长水平详见表 7。

表 7 标的物业合同期外租金及增长水平

位置	可出租面积 (平方米)	固定租金单价 (元/平方米/天)	调整系数	增长水平
B1/B2 层	48589.5	3.3	0.40	自 2020 年起，每 3 年递增 5.0%
B1 层	16112.38	8.2	1	自 2020 年起，每年递增 2.5%
B2 层	8336.55	6.2	0.75	
合计	73038.43	—	—	—

注：1. 表中 B1/B2 层为同一租户租赁范围同时包含地下 2 至地下 1 层；

2. 各层固定租金单价=负 1 层商业租金单价*调整系数，调整系数根据其历史租金水平占比确定。

北投集团融资期限为 18 年，因发行时间存在不确定性，首佳评估选择 20 年为计算期，预测了本交易涉及标的物业在 2018 年至 2038 年期间的现金流详情如表 8 所示。

表 8 未来现金流预测情况

单位：万元

年	2018 年	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年		2023 年	
月	9 月-12 月	1-6 月	7-12 月	1-6 月	7-12 月	1-6 月	7 月-12 月	1-6 月	7-12 月	1-6 月	7-12 月
合同期内租金收入	4014.64	5944.43	5552.91	4916.13	4619.30	4103.74	3851.97	3701.10	3318.53	3321.89	3284.61
合同期外租金收入	14.69	149.41	489.66	1203.15	1535.74	2137.02	2506.61	2786.75	3144.49	3266.77	3394.88
提成租金收入	133.33	200.00	200.00	205.00	205.00	210.13	210.13	215.38	215.38	220.76	220.76
场地费收入	166.67	250.00	250.00	256.25	256.25	262.66	262.66	269.23	269.23	275.96	275.96
合计	4329.33	6543.84	6492.57	6580.53	6616.29	6713.55	6831.37	6972.46	6947.63	7085.38	7176.21
年	2024 年			2025 年		2026 年		2027 年		2028 年	
月	1-6 月	7-12 月		1-6 月	7-12 月	1-6 月	7-12 月	1-6 月	7-12 月	1-6 月	7-12 月
合同期内租金收入	3236.62	3230.86		3231.26	3243.05	3293.26	3374.59	3368.00	3177.08	3178.82	3193.02
合同期外租金收入	3576.32	3597.64		3688.74	3688.74	3780.15	3780.15	3879.48	4108.87	4213.09	4213.09
提成租金收入	226.28	226.28		231.94	231.94	237.74	237.74	243.68	243.68	249.77	249.77
场地费收入	282.86	282.86		289.93	289.93	297.18	297.18	304.61	304.61	312.23	312.23
合计	7322.08	7337.64		7441.87	7453.66	7608.33	7689.66	7795.77	7834.24	7953.91	7968.11
年	2029 年			2030 年		2031 年		2032 年		2033 年	
月	1-6 月	7-12 月		1-6 月	7-12 月	1-6 月	7-12 月	1-6 月	7-12 月	1-6 月	7-12 月
合同期内租金收入	3263.07	3340.57		3295.40	3039.79	2747.66	2747.66	1648.59	0.00	0.00	0.00
合同期外租金收入	4317.49	4320.10		4463.50	4734.73	5186.33	5186.33	6454.52	8185.37	8299.66	8299.66
提成租金收入	256.01	256.01		262.41	262.41	268.97	268.97	275.69	275.69	282.58	282.58
场地费收入	320.04	320.04		328.04	328.04	336.24	336.24	344.65	344.65	353.27	353.27
合计	8156.61	8236.72		8349.35	8364.97	8539.20	8539.20	8723.45	8805.71	8935.51	8935.51
年	2034 年			2035 年		2036 年		2037 年		2038 年	
月	1-6 月	7-12 月		1-6 月	7-12 月	1-6 月	7-12 月	1-6 月	7-12 月	1-6 月	7-12 月
合同期内租金收入	0.00	0.00		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同期外租金收入	8595.76	8595.76		8717.44	8717.44	8840.65	8840.65	9154.54	9154.54	9285.15	9285.15
提成租金收入	289.64	289.64		296.88	296.88	304.30	304.30	304.30	304.30	304.30	304.30
场地费收入	362.10	362.10		371.15	371.15	380.43	380.43	380.43	380.43	380.43	380.43
合计	9247.50	9247.50		9385.47	9385.47	9525.38	9525.38	9839.27	9839.27	9969.88	9969.88

总体来看，参考目标项目历史收入表现，联合资信认为首佳评估对目标项目未来 20 年租金收入的预测较为合理。但考虑到近年及未来一段时间国内宏观经济处于转型期，增速放缓，未来不确定因素较多，质押财产实际租金收入可能会出现波动，或将偏离预测值。

3. 抵押物价值分析

根据首佳评估出具的估价报告，本交易抵押对象为收益性物业，有经济收益或有潜在经济收益，抵押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，故选取收益法进行估价；抵押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作较为准确的测算，符合成本法的应用条件及

使用范围，故选取成本进行估价。将以上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。首佳评估最终确定本

交易房地产抵押价值在评估基准日总价为357015万元，综合楼面单价为24773元/平方米。

三、交易结构分析

1. 账户设置及资金划转

本交易设置了租金收款账户、归集账户/监管账户、单一资金信托账户和信托账户。租金收款账户系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；归集账户/监管账户系指资产服务机构在监管银行处设立的专门用于归集租金及其他收益的现金流和现金流补足款（如有）的人民币资金账户；单一资金信托账户系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而开立的独立人民币银行结算账户；信托账户系指以受托人为票据信托在保管银行开立的专用于存放信托资金、支付信托费用等款项的独立人民币银行结算账户。

资产服务机构应于每一个归集日¹十六点前将租金收款账户中的租金划转至归集账户，如归集的租金收入少于归集日当期应付信托贷款本息及其他应付费用金额的，资产服务机构应促使基础债务人用其他款项在归集日将差额部分的款项支付至归集账户。在未发生“加速清偿事件”和“违约事件”时，资产服务机构应于还款日²前一个工作日中午十二点前将归集账户将当期应支付的信托贷款本息及其他应付费用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，资产服务机构应将归集账户的全部归集资金转付至单一资金信托账户。在信托贷款

担保责任启动日（发生信托贷款项下违约事件的当日），资产服务机构应在当日通知受托人，由受托人决定是否行使抵质押权，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于每个单一资金信托分配日³十四点前将当期应付的单一资金信托利益支付至信托账户。若发生差额补足启动事件，受托人或受托人授权的资产服务机构应及时于差额补足启动日⁴通知差额补足人，差额补足人应于差额补足划款日⁵将该期差额补足款资金足额划付至信托账户。

2. 现金流支付机制

（1）触发事件定义

“违约事件”系指以下任一事件：(a)受托人未能在兑付日后5个工作日内（或在资产支持票据持有人会议允许的宽限期内）足额支付优先级票据应付未付信托利益的；(b)当时应偿付但尚未清偿的资产支持票据未能在法定到期日后10个工作日内（或在资产支持票据持有人会议允许的宽限期内）偿还本金及利息的；(c)借款人未能按《票面利率调整及提前兑付协议》的约定足额支付提前兑付价款且差额补足人未能在差额补足划款日（含该日）后10个工作日内及时足额补足的；

¹ 归集日：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，其不晚于兑付日前第14个工作日。兑付日：即信托利益兑付日，系指向资产支持票据持有人兑付本金及利息之日，正常情况下兑付日为每年4月和每年10月对应日，第一个兑付日为2020年4月对应日，具体日期见交易文件约定。最后一个兑付日为资产支持票据信托终止之日。

² 还款日：系指《信托贷款合同》约定的还本付息之日，为每个兑付日前第9个工作日。

³ 单一资金信托分配日：系指还款日后1个工作日，即每个兑付日前第8个工作日。

⁴ 差额补足启动日：(a)在信托终止日之前，发生差额补足启动事件的情况下，兑付日前的第7个工作日；(b)在加速清偿的情况下，系指发生借款人提前清偿的信托贷款本息或发起机构支付的赔偿金、补偿金不足以支付当期应付的信托费用、费用支出、税费、优先级资产支持票据的未付预期收益和未分配本金情形时的信托利益核算日；(c)在信托终止日之后，系指受托人向差额补足人发出指令之日。

⁵ 差额补足划款日：系指差额补足启动日后1个工作日，即每个兑付日前第6个工作日。

(d)交易文件的相关方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，票据持有人会议做出决议宣布构成违约事件。

“加速清偿事件”系指指自动生效的加速清偿事件和需经宣布的加速清偿事件：

A.自动生效的加速清偿事件包括：(a)借款人/出质人/抵押人/差额补足人发生丧失清偿能力事件；(b)发生资产服务机构解任事件且未在 30 日内找到替代的后备资产服务机构；(c)信托财产灭失；(d)借款人连续 2 次或累计 3 次未能按期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（8）个工作日的（含 8 个工作日）；(e)差额补足人的主体信用评级被下调至 AA 或以下；(f)发起机构的主体信用评级被下调至 AA 或以下；(g)未经受托人书面同意，标的物业被抵押或转让至单一资金信托以外的第三方或设置其他权利负担，或以标的物业及其产生的收益为标的进行其他融资；(h)发生标的物业因城市建设需要被依法列入房屋拆迁范围，或因地震、火灾等不可抗力致使房屋损毁、灭失或造成其他损失的情形。

发生上述加速清偿事件的，受托人应与簿记管理人召集资产支持票据持有人大会，表决决定是否要求借款人提前偿还全部信托贷款剩余本息且单一资金信托和资产支持票据信托进入加速清偿程序。

B.需受托人宣布的加速清偿事件包括：(a)借款人/出质人/抵押人/差额补足人/流动性支持承诺人发生可能导致无法按期足额兑付的违约行为，并且受托人合理地认为该等行为无法补救或在受托人发出要求其补救的书面通知后 30 天内未能得到补救；(b)委托人/借款人/出质人/抵押人/差额补足人/流动性支持承诺人在交易文件中提供的任何陈述、保证、承诺在提供时存在重大的虚假记载、误导性陈述或遗漏；(c)发生对委托人/受托人/借款人/出质人/抵押人/差额补足人/流动性支持承诺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/流动性支持承诺人出现可能影响租金收取及信托贷款本息按期足额偿付的重大不利情形；(f)借款人、差额补足人/流动性支持承诺人被其他债权人因重大（标的金额达到或超过借款人最近一期经审计的净资产的 5%）债务纠纷起诉(仲裁)或被法院(仲裁机构)作出查封、冻结、扣押财产的裁决或被法院作出强制执行的裁决，且由此产生重大不利影响的；(g)连续两个归集期间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 6 个月内的情况除外）；(h)借款人连续 4 个归集期间累计归集的租金低于该 4 个归集期间对应的评估机构预测的累计租金预测值的 70%；(i)因其他任何原因导致无法获取租金并可能对基础资产造成重大不利影响的；(j)发生受托人解任事件。

（2）分配机制

在“加速清偿事件”和“违约事件”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划款指令，将信托账户的资金总额按照以下顺序进行分配（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）、信托存续期间由信托财产承担的受托人委托中介服务机构就票据出具的专业意见所应付的报酬（如有）、各参与机构报酬及以优先支出上限为限的费用、优先级票据应付利息、优先级票据应付本金、若优先级票据清偿完毕剩余资金分配给次级票据持有人，否则留存于信托账户、优先支出上限外的可报销费用支出。

在“违约事件”发生后，受托人有权选择处置基础资产，并将所得价款划入信托账户，受托人应指令保管银行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)、信托存续期间由信托财产承担的受托人委托中介服务机构就票据出具的专业意见所应付的报酬(如有)、各参与机构报酬及可报销的费用支出总额、支付该信托利益核算日后第一个兑付日应支付的优先级票据累计应付未付利息, 然后支付优先级票据的本金, 直至清偿完毕、剩余信托财产分配给次级票据持有人。

在发生“加速清偿事件”且资产支持票据持有人大会表决决定要求借款人提前偿还全部信托贷款剩余本金且单一资金信托和资产支持票据信托进入加速清偿程序的, 受托人应通知或要求资产服务机构通知借款人于发出加速清偿通知之日起三十个工作日内支付全部未偿信托贷款本息, 信托贷款提前到期。借款人应把信托贷款本息划入单一资金信托账户, 并在三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, 受托人将在进入加速清偿程序后起六个月内的任意一日完成信托利益的分配, 分配顺序与“加速清偿事件”和“违约事件”发生前的分配顺序相同。分配不足时, 差额补足人应履行差额补足义务。

3. 提前兑付安排

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6年、第9年、第12年、第15年, 发起机构有权在票面利率调整公告日前行使对优先级票据的票面利率向上或向下进行调整。优先级票据持有人有权于提前兑付申报期内选择受托人对其所持有的全部或部分优先级票据的预期收益及未偿本金进行提前兑付(不论发起机构是否行使调整票面利率选择权)。若优先级票据持有人选择申报提前兑付其所持有的全部或部分优先级票据, 则发起机构有权选择并通知受托人提前兑付优先级票据剩余全部或部分份额的预期收益及未偿本金。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, 则

差额补足人应在差额补足启动日补足相应的差额, 发起机构及差额补足人未能按照受托人要求足额支付当期提前兑付所需支付现金金额, 则构成违约事件。

4. 结构化安排

(1) 超额抵押

本交易的抵押物为北投集团合法所有的标的物业新奥购物中心作为抵押物设定抵押担保, 首佳评估于评估基准日给予抵押物的评估价值为 357015 万元人民币, 优先级票据对抵押物评估价值抵押率为 49.02%, 抵押担保措施对优先级票据本金的偿付具有较好的保障作用。

北投集团及五矿信托应于信托贷款放款前到有关登记部门办理抵押登记手续, 将五矿信托登记为抵押财产的第一顺位抵押人。抵押担保措施对优先级票据本金的偿付具有较好的保障作用。

(2) 超额覆盖

本交易借款人以其合法拥有的标的物业的物业租赁债权及其他收益作为质押财产为借款人在本合同项下全部义务向贷款人提供质押担保, 具体指自放款日起至信托贷款合同约定的固定还本计划最后一个还款日(含该日)期间, 北投集团出租位于朝阳区湖景东路 9、11 号 2 幢的《不动产权证》为京(2018)朝不动产权第 0129897 号的物业(标的物业)所享有的现实的和未来的、现实的和或有的全部权利、权益及其产生的到期或将到期的收益, 包括但不限于租金、滞纳金(如有)、违约金(如有)、损害赔偿金(如有)以及其他应付款项。

通过优先/次级结构设置, 质押财产现金流对优先级票据的本息支出形成超额覆盖。在一般情景下, 物业资产运营收入对优先级票据期间本息的覆盖倍数均在 1.17 倍以上, 对优先级期间本息的兑付具有一定的保障作用。

（3）触发机制

本交易设置了“加速清偿事件”、“违约事件”等作为触发机制，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）差额补足机制

本交易设置了差额补足机制，差额补足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、优先级资产支持票据的预期收益及本金以及其他应付费用。(b)在发生加速清偿事件时，系指在《信托合同》约定的期限内借款人提前偿还的信托贷款本息、赔偿金、补偿金不足以覆盖所有应付未付的税费、信托费用、优先级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以及其他应付费用。(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、优先级资产支持票据届时尚未获得支付或分配的所有预期收益和本金以及其他应付费用。(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优先级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优先级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。

北投集团作为差额补足人出具《差额补足承诺函》，不可撤销及无条件地承诺对信托账户中资金不足以支付信托当期应付的税费、当期应付的信托费用、费用支出、当期应付的优先级票据的预期收益及其他应付费用和当期应付的未偿本金的差额部分以及对发生提前兑付事件时发起机构未能足额支付当期提前兑付所需支付款项的差额部分承担补足

义务，并无条件的在差额补足划款日将该期差额补足款资金足额划付至信托账户，受托人按票面利率向票据持有人支付预期收益及本金。

5. 交易结构风险分析

（1）运营收入波动风险

根据交易文件约定，优先级票据各期利息和期间本金的主要还款来源为标的物业产生的租金收入。因此在信托存续期内，若标的物业运营收入发生大幅波动，或将导致基础资产单一信托贷款无法按时足额偿付，进而对优先级票据的本金和预期收益兑付产生不利影响。

本交易标的物业新奥购物中心于2011年底正式开业，地处北京亚奥商圈，交通便捷，地理位置较优越。近三年出租金收入呈稳定增长态势，截至评估基准日呈满租状态，客户资质较优，运营较为稳定。同时，北投集团出具了《差额补足承诺函》，承诺就对信托账户中资金不足以支付信托当期应付的税费、当期应付的信托费用、当期应付的优先级票据的预期收益及其他应付费用和当期应付的未偿本金的差额部分以及与发生提前兑付时发起机构当期提前兑付所需支付款项的差额部分承担补足义务。总体来看，运营收入波动风险较低。

（2）持续运营风险

根据交易文件约定，标的物业的租金收入依赖于标的物业的持续运营，因此在信托存续期内，标的物业的持续运营能力或会影响优先级票据的本息兑付。

北投集团为保证新奥购物中心在本期票据存续期间持续稳定运营，出具了《流动性支持承诺函》对新奥购物中心的受托运营方在流动性方面给予支持。根据北投集团出具的《流动性支持承诺函》，在单一资金信托存续期间，为保障单一资金信托的正常兑付，北投集团须无条件保障新奥购物中心的正常运营，包括但不限于向受托运营方提供资金支持和管理支持，且该等义务不得以受托运

营方或其他第三方不作为、过失或过错而免责。总体来看，持续运营风险较低。

（3）混同风险

若借款人信用状况恶化，丧失清偿能力甚至破产，质押财产所涉及的租金收入或与借款人的其他资金发生混同，从而给本交易基础资产造成损失。

本交易设置了监管账户，资产服务机构按半年向监管账户划付租金收入，划转频率较低，但借款人主体长期信用等级极高，一定程度上可缓释本交易面临的混同风险。

（4）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优先级票据利息及各项相关税费，从而产生流动性风险。

本交易标的物业运营收入对优先级票据期间应付本息的保障程度一般。差额补足承

诺人信用水平极高，能够为优先级票据的本息兑付提供保障。

（5）再投资风险

本信托存续期间，受托人可以将信托账户中待分配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、协定存款的方式存放于主体长期信用等级高于或等于 AAA 级的金融机构。当保管银行满足上述要求时，合格投资只与保管银行进行。合格投资中相当于当期分配所需的部分应于兑付日前第三个工作日上午九点（9:00）前到期，且不必就提前提取支付任何罚金或违约金。严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

四、定量分析

联合资信通过使用偿债覆盖倍数（DSCR：偿债覆盖倍数=当期租金收入/当期应付的资金信托和票据信托费用支出以及优先级票据本息支出）和按揭比率（LTV：按揭比率=贷款金额/标的物业评估价值）两个指标来量化评估本交易的信用风险。

标的物业的租金收入依赖于标的物业的持续运营，根据北投集团出具的《流动性支持承诺函》，在单一资金信托存续期间，为保障单一资金信托的正常兑付，北投集团须无条件保障新奥购物中心的正常运营，包括但不限于向受托运营方提供资金支持和管理支持，且该等义务不得以受托运营方或其他第三方不作为、过失或过错而免责。此承诺函不可撤销，其法律效力不因跨年度发行，交易商协会、登记托管机构、集中簿记建档系统技术支持机构对资产支持票据的命名规定等因素导致的本期资产支持票据的名称发生变化而改变。鉴于此，下述

现金流测算分析未考量维持正常运营所需各项支出。

1. 偿债覆盖倍数

偿债覆盖倍数反映了每个兑付日本交易可分配资金对票据本息支出的覆盖水平，是评估违约可能性的指标。

（1）一般情景下 DSCR 测算

联合资信对现金流报告所预测的现金流进行调整，根据本交易偿付安排，测算在一般情景下，优先级票据预期发行利率为 6.0%情形下，优先级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优先级票据本息支出的保障程度。本交易中 18 年期现金流收入对票据利息及本金偿付能力情况详见表 9。

表9 一般情景下优先级票据DSCR水平

单位：万元、倍

分配期数	回收款	DSCR	分配期数	回收款	DSCR	分配期数	回收款	DSCR
1	6529.92	1.25	13	7497.15	1.22	25	8276.87	1.18
2	6627.97	1.21	14	7653.88	1.22	26	8362.50	1.21
3	6633.67	1.20	15	7713.63	1.20	27	8378.93	1.19
4	6742.99	1.21	16	7776.94	1.20	28	8386.68	1.20
5	6979.74	1.25	17	7843.92	1.20	29	8447.84	1.23
6	6939.65	1.20	18	7893.16	1.19	30	8508.99	1.25
7	6991.31	1.22	19	7950.21	1.18	31	8517.14	1.21
8	7148.53	1.23	20	8099.94	1.21	32	8525.28	1.22
9	7250.22	1.21	21	8135.48	1.19	33	8533.63	1.21
10	7335.11	1.21	22	8158.95	1.18	34	8541.98	1.19
11	7389.56	1.21	23	8227.62	1.19	35	8603.75	1.22
12	7447.90	1.20	24	8269.30	1.17	36	8665.51	0.07

注：本交易优先级票据的到期本息偿付将依赖于发起机构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，除最后一个支付日外，优先级票据各期 DSCR 均在 1.17 倍以上，表明标的物业租金收入对优先级票据期间本息支出的保障程度一般。

（2）压力情景下 DSCR 测算

联合资信分别测算了单因素压力情景和组合压力情景下本交易优先级票据各期的 DSCR 水平。

本交易现金流会受到标的物业租金收入的增长率和收缴率、物业空置率、租金价格水平

等影响因素，联合资信综合考虑了上述因素，对现金流进行加压调整；同时，联合资信考虑到发行利率的上浮会影响预计本息支出金额，进而影响各档优先级票据各期的 DSCR 水平。联合资信对预期利率进行了单因素压力测算，在此基础上测算组合压力情景下，即每个支付日回收款为预测水平的 95%，优先级票据预期发行利率上升 50bp 情形下，本交易的 DSCR 水平，详见表 10。

表10 组合压力情景下优先级票据DSCR水平

单位：万元、倍

分配期数	回收款	DSCR	分配期数	回收款	DSCR	分配期数	回收款	DSCR
1	6203.43	1.10	13	7122.29	1.08	25	7863.02	1.06
2	6296.57	1.06	14	7271.18	1.09	26	7944.37	1.09
3	6301.99	1.06	15	7327.95	1.07	27	7959.98	1.07
4	6405.84	1.06	16	7388.09	1.07	28	7967.35	1.08
5	6630.75	1.10	17	7451.72	1.07	29	8025.44	1.11
6	6592.67	1.06	18	7498.51	1.07	30	8083.54	1.13
7	6641.74	1.08	19	7552.70	1.06	31	8091.28	1.10
8	6791.10	1.09	20	7694.95	1.08	32	8099.02	1.11
9	6887.71	1.07	21	7728.71	1.07	33	8106.95	1.09
10	6968.35	1.07	22	7751.00	1.06	34	8114.88	1.08
11	7020.08	1.07	23	7816.24	1.07	35	8173.56	1.11
12	7075.51	1.06	24	7855.84	1.05	36	8232.24	0.07

测试结果表明，在组合压力情景下，除最后一个支付日外，优先级票据各期 DSCR 均在 1.05 倍以上。

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 357015 万元。在抵押物价值评估成立的情形下，本交易优先级票据 LTV 为 49.02%，抵押担保措施对优先级票据本金的偿付具有一定

保障作用。

(2) 压力测试

联合评级根据首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。根据基础债务人提供的抵押物土地取得成本、工程费用、前期及间接费用等数据，在不同下跌比例情形下，抵押物处置现金流对优先级票据本金覆盖水平如下表所示。

表11 抵押物处置净现金流对优先级票据本金覆盖倍数

单位：倍

下跌比例	10.0%	20.0%	30.0%	32.0%	40.0%	50.0%
优先级本金覆盖倍数	1.21	1.12	1.02	1.00	0.93	0.82

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 32.0% 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级票据本金。

总体来看，在抵/质押物的第一受偿主体为五矿信托的前提下，考虑到联合资信给予差额补足人北投集团的主体信用等级为 AAA，本交易优先级票据能够达到 AAA_{sf}。

五、主要参与方履约能力

1. 发起机构/资产服务机构/基础债务人/出质人/抵押人/差额补足人/流动性支持承诺人/借款人

本交易的发起机构/资产服务机构/基础债务人/出质人/抵押人/差额补足人/流动性支持承诺人/借款人为北投集团。北京城市副中心投资建设集团有限公司（以下简称“北投集团”或“公司”）是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”）下属的国有独资公司，前身为北京市国土和房屋管理局设立的北京奥运场馆土地一级开发指挥部，之后经北京市政府批准，于 2003 年组建成立为公司，并更名为北京新奥集团有限公司（以下简称“新奥集团”），注册资本 3000 万元。2017

年 11 月 20 日，公司在原新奥集团基础上改组翻牌成立，由国有控股公司变更为国有独资公司，注册资本增加至 100.00 亿元，由北京市国资委履行出资人职责，分 3 年完成注资。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 100.00 亿元，实收资本为 94.62 亿元，北京市国资委为公司唯一股东和实际控制人。

截至 2019 年 3 月底，公司本部内设党委工作部、纪委监委部、投资发展部、战略发展部、人力资源部、财务管理部、融资管理部、资产管理部、法律事务部等 23 个职能部门；合并范围内拥有一级子公司 12 家。

截至 2018 年底，公司资产总额 1333.73 亿元，所有者权益 776.55 亿元（含少数股东权益

2.51 亿元); 2018 年, 公司实现营业收入 212.25 亿元, 利润总额 1.47 亿元。

截至 2019 年 3 月底, 公司资产总额 1468.35 亿元, 所有者权益 815.59 亿元 (含少数股东权益 7.43 亿元); 2019 年 1—3 月, 公司实现营业收入 65.43 亿元, 利润总额 0.61 亿元。

公司作为北京市国资委下属的国有独资企业, 主要负责土地平整、市政基础设施建设及配套设施建设业务和相关项目运营管理服务业务, 公司是按照经营城市的理念组建的“投资、融资、开发、建设、经营”五位一体的城市综合运营商, 翻牌改组成立的目的是为了进一步提升城市副中心和通州区的城市规划建设统筹水平, 加快与雄安新区形成“一核两翼”的发展新格局。目前公司主要承接了奥体文化商务园区、首都新机场临空经济区、承德新机场临空经济区、通州新城核心区、通州区潞城镇棚户区拆迁以及丰台丽泽商务区内土地整理及基础设施建设项目, 截至 2019 年 3 月底, 公司承接的主要项目的总投资合计 1272.85 亿元, 投资规模大。

1.1 外部支持

公司作为北京市国资委下属的国有独资企业, 主要负责土地平整、市政基础设施建设及配套设施建设业务, 近年来在资金注入和项目资本金拨付方面得到当地政府的大力支持。

1.1.1 资金注入

2017 年 10 月 20 日, 公司在原新奥集团基础上改组翻牌成立, 注册资本增加至 100.00 亿元, 由北京市国资委出资, 分 3 年完成注资。

2017 年 12 月, 根据北京市财政局《北京市财政局关于下达北京城市副中心投资建设集团有限公司注册资本金的函》, 向公司增加注册资本金 25.00 亿元, 计入“实收资本”。

2017 年, 公司收到亚洲基础设施投资银行永久办公场所项目 (以下简称“亚投行项目”) 的国有资本金 1.53 亿元, 计入“实收资本”。

2018 年, 北京市国资委以货币形式向公司注入资本金 48.06 亿元, 公司计入“实收资本”。

2019 年 1—3 月, 北京市国资委以货币形式向公司注入资本金 2.00 亿元, 公司计入“实收资本”。

1.1.2 资本金拨付

由于公司承接的项目具有一定的公益性, 2016 年, 公司收到北京市财政局拨款 166.00 亿元, 用于潞城镇棚户区改造项目, 计入“资本公积”。2017 年, 公司收到北京市财政局拨款 40.00 亿元, 用于通州区东方厂棚户区改造项目, 计入“资本公积”。2018 年, 公司收到北京市财政局拨款 383.94 亿元, 用于通州区潞城镇棚户区改造项目、方厂周边棚户区改造项目以及大兴永兴河、大礼路、青礼路、军航西侧路改造等项目, 计入“资本公积”。2019 年 1—3 月, 公司收到北京市财政局拨款 19.81 亿元, 用于奥林匹克中心区及南区、潞城棚改一期等项目, 计入“资本公积”。

总体看, 公司获得的外部支持持续稳定, 为公司可持续发展提供了重要保障。

1.2 经营分析

公司主要从事土地平整、市政基础设施建设及配套设施建设业务, 另有少量经营性业务。2016—2018 年, 公司营业收入波动增长, 分别为 162.27 亿元、241.49 亿元和 212.25 亿元, 主要系棚户区改造及土地一级开发收入波动所致。从主要收入构成看, 2016—2018 年, 公司棚户区改造收入分别为 138.23 亿元、220.49 亿元和 144.26 亿元, 在营业收入中的占比分别为 85.18%、91.30%和 67.96%, 是公司营业收入的主要来源, 2018 年收入有所下降主要系北京城市副中心建设放缓, 部分项目未按期开工; 土地一级开发收入分别为 12.12 亿元、10.70 亿元和 55.31 亿元, 2018 年收入大幅增长主要系大兴新机场项目业务量增长所致; 市政基础设施项目建设收入分别为 6.59 亿元、4.95 亿元和 6.50 亿元, 主要来自通州新城核心区基础设施建设项目; 公司另有少量经营性业务, 包括出租、安置房管理费收入等, 收入规模较小, 对营业收入形成补充。

从毛利率看，因毛利率较低的棚户区改造业务收入占比较高且土地一级开发毛利率波动下降，公司综合毛利率持续下降，2016—2018年分别为4.58%、3.72%和2.78%。近三年，公司土地一级开发毛利率波动下降，分别为13.88%、18.99%和2.78%，2018年毛利率明显下降主要系北京城市副中心建设放缓，建设单

位管理费取费收入下降所致。

2019年1—3月，公司实现营业收入65.43亿元，相当于2018年全年的30.83%。受收入占比较高的棚户区改造项目毛利率提高影响，公司综合毛利率较2018年上升0.51个百分点至3.29%。

表 12 公司营业收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

	2016 年			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	收入	占比	毛利率
主营业务	162.00	99.83	4.63	241.03	99.81	3.83	212.10	99.93	2.78	65.21	99.66	3.12
土地一级开发	12.12	7.47	13.88	10.70	4.43	18.99	55.31	26.06	2.78	10.92	16.69	2.76
棚户区改造	138.23	85.18	3.10	220.49	91.30	2.88	144.26	67.96	2.46	51.98	79.44	2.92
市政基础设施建设	6.59	4.06	7.12	4.95	2.05	7.86	6.50	3.06	8.53	0.75	1.15	8.93
其他经营性业务	5.05	3.11	21.15	4.89	2.03	9.11	6.03	2.84	3.94	1.53	2.34	8.05
其他业务	0.28	0.17	-26.73	0.47	0.19	-51.94	0.15	0.07	8.45	0.24	0.37	28.21
合 计	162.27	100.00	4.58	241.49	100.00	3.72	212.25	100.00	2.78	65.43	100.00	3.29

资料来源：联合资信根据公司审计报告和提供资料整理

注：上表中 2016 年数据为 2017 年期初数，原因是 2016 年审计报告中未确认安置房管理收入 2.46 亿元。

1.2.1 业务经营分析

1.2.1.1 项目建设业务

公司主要承接奥体文化商务园区、首都新机场临空经济区、承德新机场临空经济区、通州新城核心区、通州区潞城镇棚户拆迁以及丰台丽泽金都商务区内的土地整理及基础设施建设项目。公司项目建设主要按照不同区域进行划分。土地一级开发业务主要包括奥体文化商务区、首都新机场临空经济区和承德新机场临空经济区的土地整理及市政基础设施、配套设施建设等；棚户区改造业务主要包括通州潞城镇棚户改造及东方化工厂棚户区改造项目；市政基础设施建设业务专指通州核心区基础设施建设项目。

上述业务的运营模式较为相似。公司根据北京市相关政府部门的要求对区域内的城市国有土地、乡村集体土地进行统一的征地、拆迁、安置、补偿，并进行市政、公用基础设施建设，使土地达到“八通一平”条件，并按照政府的相关要求完成各项工程改造。项目前

期建设资金主要由公司自筹，各级政府会提供相应比例的配套资金。公司与各级政府或有关机构就不同项目分别约定管理费比例，公司按照建设项目的实际成本（包括开发成本和各项费用等）（开发成本包括全部征地拆迁费用、支路及以下道路的建设费用、安置房项目价差、公共服务设施的建设费用等）、相关税费和约定比例，以成本加成方式确认营业收入。待相关土地整理完成并具备上市条件后，政府安排土地出让相关事宜，公司收取建设项目的成本返还及管理费收入。

财务处理方面，公司在确认营业收入的同时，相应计入“应收账款”；将收到的政府拨付的项目资金，先行计入“资本公积”，待项目完工并且政府相关资金全部拨付到位后，将资本公积和应收账款进行冲抵。

2015 年 11 月，公司收购北京丽泽金都置业公司（以下简称“丽泽金都”）51%的股权，并将其纳入并表范围，丽泽金都作为丽泽金都商务区的开发主体，承担区政府授权的商务区

范围内市政基础设施及公共配套的项目建设。截至评级报告出具日，区长专题会已审议通过公司建设管理费计提方案，根据区政府会议纪要（2019年第235期），由丽泽管委会牵头与公司签订建设管理费协议。目前正式协议还未签订。

通州区台湖镇地上物腾退项目属于工业大院整治腾退及集体建设用地整理项目，未来计划以产业项目和租赁房项目的租金收入平衡前期投资。

2016—2018年及2019年1—3月，公司土地一级开发、棚户区改造和基础设施建设项目合计实现收入156.94亿元、236.14亿元、206.07亿元和63.65亿元。截至2019年3月底，公司主要在建土地一级开发及基础设施项目总投资1272.85亿元，已完成投资900.98亿元，累计确认收入935.92亿元，累计形成应收账款853.43亿元，实际收到政府拨付资金612.43亿元。

表13 截至2019年3月底公司主要在建土地一级开发及基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投资额	累计确认收入	应收账款余额	累计政府拨付资金
通州新城核心区基础设施建设	62.84	49.33	53.92	11.61	42.31
奥林匹克公园中心区土地一级开发	117.29	123.63	140.75	93.28	102.45
奥体文化商务区土地一级开发	67.13	78.62	61.48	62.73	
通州区潞城镇棚户区改造A区	162.34	168.47	195.54	197.02	27.13
通州区潞城镇棚户区改造B/C/D区	196.16	192.57	198.39	201.86	196.00
通州区东方厂棚户区改造	453.55	215.73	221.90	222.88	215.09
首都新机场临空经济区	102.30	60.23	60.69	60.76	15.45
承德新机场临空经济区	70.00	3.20	3.25	3.29	--
丽泽金都商务区基础设施建设	41.24	9.20	--	--	14.00
合 计	1272.85	900.98	935.92	853.43	612.43

资料来源：公司提供

注：通州区台湖镇地上物腾退项目目前已经开展工作，但投资规模尚小，未在上表中体现。

总体看，公司建设项目后续资金支出压力较大，公司面临较大资金压力；未来随着土地出让的逐步完成，资金回收情况有望改善。

1.2.1.2 其他经营性业务

公司其他经营性业务主要包括租赁、安置房管理、物业、旅游车服务等，对公司营业收入形成有效补充。2016—2018年及2019年1—3月，公司分别确认其他经营性业务收入5.05亿元、4.89亿元、6.03亿元和1.53亿元。

租赁业务主要来自于子公司北京北投商业地产经营管理有限公司（以下简称“北投地产”）负责经营和管理的奥林匹克公园中心区地下商业一新奥购物中心。新奥购物中心于2011年底正式开业，整体项目经营管理规模达24.5万平方米，可租赁面积为8.31万平方米，可用停车位2300余个，出租面积8.09万平方米。近三

年，新奥购物中心出租率一直维持在98%左右，运营较为稳定。

物业、旅游车服务等业务形成的收入规模较小，但能够产生稳定的现金流。

截至2019年3月底，公司主要二级开发项目共5个，分别为丰台丽泽金融商务区安置房建设项目、8号地人才公租房项目、亚洲基础设施投资银行永久办公场所项目、职工周转房项目和城市副中心综合管廊项目，全部为经营性项目，总投资289.87亿元，已投资141.29亿元，尚需投资148.58亿元。未来随着相关项目竣工交付使用，公司经营性业务收入有望进一步增长。

其中，亚投行项目为经营性物业租赁项目，公司承担了整个项目的投资建设运营，由财政部及市政府确定建筑设计方案，该项目地上建

筑面积 25 万平方米，预计总投资 97.18 亿元。职工周转房项目为经营性物业租赁项目，项目总用地面积 53.17 万平方米，预计总投资 74.00 亿元，于 2017 年 6 月全面开工建设。城市副中心综合管廊项目是北京城市副中心行政办公区的重要附属配套工程，预计总投资 82.60 亿元。

表 14 截至 2019 年 3 月底公司主要二级开发项目进展情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投资额	尚需投资额	建设工期
丰台丽泽金融商务区安置房建设项目	22.95	11.73	11.22	2015—2019
8 号地人才公租房项目	13.14	10.12	3.02	2014—2019
亚洲基础设施投资银行永久办公场所项目	97.18	72.15	25.03	2017—2020
职工周转房项目（人才房）	74.00	18.90	55.10	2017—2020
城市副中心综合管廊项目	82.60	28.39	54.21	2017—2020
合计	289.87	141.29	148.58	--

资料来源：公司提供

1.2.2 未来发展

“十三五”时期，公司围绕“土地一级开发与基础设施、公益性和功能性项目投资建设，相关项目运营管理服务”业务开展工作，充分发挥公司投资建设平台作用，着力推动北京城市副中心规划、投资、建设、运营统筹水平不断提升，加快与雄安新区形成“一核两翼”的发展新格局；积极服务首都发展战略的实施，高效实施亚投行总部大楼、2022 年北京冬奥会冬奥村、北京新机场临空经济区、丽泽金融商务区、承德临空经济区等重大项目的投资建设，安全有序高水准运营奥林匹克中心区、奥体文化商务园区和运河商务区等重要城市功能区，组建投资、融资、开发、建设和运营为一体的市场化企业。

未来公司将全面实施中心区综合整治和景

观提升，持续提升区域服务水平，实现商业地产高效运营，深入探索文化、旅游产业服务和经营模式，探索产业链向相关多元化维度延伸，整合区域资源，提升区域综合运营能力。

1.3 财务分析

1.3.1 财务概况

公司提供了 2016~2018 年合并财务报表，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）、中喜会计师事务所（特殊普通合伙）分别对 2016 年财务报表以及 2017—2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年 1—3 月财务报表未经审计。

截至 2019 年 3 月底，公司合并范围内拥有二级子公司 12 家。2016—2018 年及 2019 年 1—3 月，公司合并范围新增的子公司规模较小且为公司投资设立，合并范围变动对财务数据的可比性影响较小，公司财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司资产总额 1333.73 亿元，所有者权益 776.55 亿元（含少数股东权益 2.51 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 212.25 亿元，利润总额 1.47 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 1468.35 亿元，所有者权益 815.59 亿元（含少数股东权益 7.43 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 65.43 亿元，利润总额 0.61 亿元。

1.3.2 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 47.01%。2018 年底，公司资产总额 1333.73 亿元，同比增长 50.47%，主要来自货币资金、应收票据及应收账款的增长。公司资产以流动资产为主，2018 年底流动资产占 92.71%。

表 15 公司主要资产构成情况 (单位: 亿元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	594.40	96.32	842.78	95.08	1236.46	92.71	1341.84	91.38
货币资金	174.91	28.34	166.63	18.80	302.43	22.68	262.26	17.86
应收票据及应收账款	357.74	57.97	590.73	66.65	791.54	59.35	855.87	58.29
存货	7.86	1.27	26.80	3.02	58.00	4.35	63.29	4.31
其他应收款	24.27	3.93	24.49	2.76	20.53	1.54	103.88	7.07
非流动资产	22.70	3.68	43.59	4.92	97.27	7.29	126.51	8.62
投资性房地产	8.61	1.40	8.38	0.95	8.15	0.61	8.09	0.55
在建工程	10.07	1.63	30.92	3.49	83.96	6.29	113.39	7.72
资产总额	617.10	100.00	886.36	100.00	1333.73	100.00	1468.35	100.00

资料来源: 联合资信根据审计报告和财务报表整理

流动资产

2016—2018年, 公司流动资产快速增长, 年均复合增长44.23%, 2018年底为1236.46亿元, 同比增长46.71%, 主要来自货币资金、应收票据及应收账款的增长。

2016—2018年, 公司货币资金波动增长, 分别为174.91亿元、166.63亿元和302.43亿元, 2018年底同比增长81.50%, 主要系收到政府财政资金较多。公司货币资金主要为银行存款, 无使用受限资金。

公司应收票据及应收账款主要是应收北京市政府单位的土地开发整理和基建项目建设款。2016—2018年, 公司应收票据及应收账款快速增长, 年均复合增长48.75%, 主要系应收北京市财政局通州区潞城镇棚户区改造项目拆迁改造款规模增长所致, 2018年底为791.54亿元, 同比增长33.99%。从集中度看, 公司应收账款前五大欠款单位余额合计776.74亿元, 占应收账款总额的98.13%, 集中度很高, 前五大欠款单位全部为政府单位, 回收风险小但对公司资金形成较大占用。公司对应收账款累计计提坏账准备0.01亿元。

表 16 2018 年底公司应收账款前五名情况

单位: 亿元、%

欠款单位	余额	占比
北京市通州区潞城镇棚户区改造 B、C、D	197.46	24.95

区项目		
北京市通州区潞城镇棚户区改造 A 区项目	192.63	24.34
北京市通州区东方厂周边棚户区改造项目	179.17	22.63
北京市国土资源局	155.96	19.70
北京市大兴区人民政府	51.52	6.51
合 计	776.74	98.13

资料来源: 公司审计报告

公司预付款项主要为预付的工程款等, 2016—2018 年快速增长, 年均复合增长 37.19%, 2018 年底为 54.07 亿元, 同比增长 77.36%, 主要系预付北京市土地整理储备中心的工程款增加所致。

2016—2018 年, 公司其他应收款波动中有所下降, 分别为 24.27 亿元、24.49 亿元和 20.53 亿元, 2018 年底有所下降主要系收回北京丽泽金融商务区控股有限公司部分往来款所致。公司其他应收款主要为应收北京丽泽金融商务区控股有限公司往来款和城奥置业借款等, 回收风险较低, 但对公司资金形成占用。从集中度看, 公司其他应收款前五名欠款单位欠款合计占 93.86%, 集中度高。公司其他应收款共计提坏账准备 0.14 亿元。

表 17 2018 年底公司其他应收款前五名情况

单位: 亿元、%

欠款单位	款项性质	余额	账龄	占比
北京城奥置业有限公司	借款	11.17	1~3 年	54.065

北京丽泽金融商务区控股有限公司	往来款	7.60	4~5 年	36.779
亚投行项目暂估进项税额	暂估进项税额	0.44	1~2 年	2.14
北京首开新奥置业有限公司	借款	0.15	1 年以内	0.75
北京市地铁运营有限公司	保证金	0.03	1~2 年	0.15
合 计	--	19.40	--	93.86

资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司存货快速增长，年均复合增长 171.59%，2018 年底为 58.00 亿元，同比增长 116.43%，主要系公司库存商品中承建的未达到交房标准的潞城镇棚改安置房建设项目投入大幅增长所致。公司存货主要为库存商品（产成品）（占 99.29%）。

2016—2018 年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长 233.87%，2018 年底为 9.89 亿元，同比增长 171.70%，主要系待抵扣增值税进项税额大幅增长所致。公司其他流动资产主要为待抵扣增值税进项税额（占 98.37%）。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 106.99%，2018 年底为 97.27 亿元，同比增长 123.16%，主要源自在建工程的快速增长。

2016—2018 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 188.71%，2018 年底为 83.96 亿元，同比增长 171.56%，主要系亚投行永久办公场所、综合管廊和职工住宅等项目投入增加所致。公司在建工程主要包括人才公租房、亚投行永久办公场所项目、综合管廊和职工住宅等基建项目。

2018 年底，公司受限资产账面价值合计 200.78 亿元，占资产总额的 15.05%；其中，应收账款中受限资产 192.63 亿元，投资性房地产等其他资产中受限资产 8.15 亿元，均用于抵质押借款。

2019 年 3 月底，公司资产总额 1468.35 亿元，

较上年底增长 10.09%，主要来自应收票据及应收账款、其他应收款和在建工程的增长。从资产结构来看，公司流动资产占比较上年底下降 1.33 个百分点至 91.38%，公司资产仍以流动资产为主。其中，应收票据及应收账款较上年底增长 8.13% 至 855.87 亿元，主要系副中心东方厂周边棚改项目及大兴新机场临空经济区项目确认收入所致；其他应收款较上年底增加 83.35 亿元至 103.88 亿元，主要系新增垫付地价款；在建工程较上年底增长 35.05% 至 113.39 亿元，主要系亚投行、冬奥村、副中心古月家园、副中心行政办公区配套管廊、副中心职工周转房等项目持续投入所致。

总体看，近年来公司资产规模保持较快增长，以流动资产为主。流动资产中，应收类款项和货币资金占比高，应收类款项主要为应收政府单位或国有企业的款项，回收风险较低，但对公司资金形成占用。公司资产流动性较弱，整体质量一般。

1.3.3 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 68.14%，2018 年底为 776.55 亿元，同比增长 125.73%，主要来自实收资本和资本公积的大幅增长。公司所有者权益主要包括实收资本（占 11.93%）和资本公积（占 86.45%）。

2016—2018 年，公司实收资本快速增长，分别为 18.03 亿元、44.55 亿元和 92.62 亿元，2017 年底实收资本增加主要系公司由国有控股公司变更为北京市人民政府设立的国有独资公司，收到北京市财政局注资 25.00 亿元和国有资本金 1.53 亿元所致，同时，原公司股东将所持股份全部划转至北京市国资委，北京市国资委变为公司唯一股东。2018 年底实收资本增加主要来自北京市国资委货币增资所致。

2016—2018 年，公司资本公积快速增长，分别为 248.31 亿元、287.35 亿元和 671.29 亿元，2017 年底资本公积增加主要系收到北京市财政

局拨款 40.00 亿元，用于通州区东方厂周边棚户区改造项目，2018 年底资本公积增加主要系收到北京市财政局拨款 383.94 亿元，用于通州区潞城镇棚户区改造项目、方厂周边棚户区改造项目以及大兴永兴河、大礼路、青礼路、军航西侧路改造等项目。

2019 年 3 月底，公司所有者权益为 815.59 亿元，较上年底增长 5.03%，主要源自实收资本和资本公积的增长。其中，实收资本较上年底增加 2 亿元至 94.62 亿元，为北京市国资委注入资本金；资本公积较上年底增加 31.81 亿元至 703.10 亿元，主要系北京市财政局项目拨款；少数股东权益较上年底增加 4.92 亿元至 7.43 亿元，主要系新设立的控股子公司的少数股东对其投资以及控股子公司当年新增的少数股东损益。

总体看，受北京市人民政府注资及财政拨款的影响，公司所有者权益增长较快；所有者权益以实收资本及资本公积为主，权益稳定性较好。

负债

2016—2018 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 27.56%，主要来自长期借款的增长，2018 年底负债总额为 557.18 亿元，同比增长 2.67%。近三年，公司非流动负债占比波动上升，2018 年底为 68.37%，公司负债以非流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 18.19%，2018 年底为 176.24 亿元，同比增长 26.52%，主要来自应付票据及应付账款和其他应付款的增长。

2016—2018 年，公司应付票据及应付账款快速增长，年均复合增长 108.98%，2018 年底为 53.94 亿元，同比增长 269.71%，主要系应付工程款增加所致。从账龄看，1 年以内的占 83.79%，1~2 年的占 7.94%，2 年以上的占 8.27%。

2016—2018 年，公司预收款项波动下降，分别为 26.23 亿元、32.02 亿元和 13.82 亿元，2018 年底预收款项下降主要系根据国资委及审计局

审计要求将原计入预收款项的代扣安置房款转入其他应付款列示。公司预收款项主要为政府拨付的拆迁安置房预收款和工程款等。

2016—2018 年，公司其他应付款波动增长，分别为 25.51 亿元、24.42 亿元和 62.96 亿元，2018 年底其他应付款增加主要来自安置房购房款的增长。公司其他应付款主要为安置房购房款（占 95.82%）。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 48.72%，2018 年底为 35.39 亿元，同比增长 31.76%。公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款（13.39 亿元）和一年内到期的应付债券（22.00 亿元）。

2016—2018 年，公司非流动负债波动增长，分别为 216.25 亿元、403.38 亿元和 380.94 亿元，主要系长期借款波动较大所致。

2016—2018 年，公司长期借款波动增长，分别为 165.29 亿元、332.09 亿元和 305.95 亿元，2017 年底长期借款同比增长 100.92%，主要系质押借款和信用借款规模扩大所致。公司长期借款包括质押借款（占 42.09%）、抵押借款（占 18.05%，主要为项目抵押贷款）和信用借款（占 39.86%），借款利率主要为 4.41%~4.9%，借款期限主要包括 5 年、15 年及 20 年等。

2016—2018 年，公司应付债券波动下降，分别为 40.00 亿元、47.00 亿元和 25.00 亿元，2017 年底应付债券增长主要系公司当年发行“17 新奥 01”（10 亿元）和“17 新奥 02”（15 亿元）以及部分债券本金即将在一年内到期重分类至一年内到期的非流动负债所致，2018 年底应付债券下降主要系部分债券本金即将在一年内到期重分类至一年内到期的非流动负债所致。

2016—2018 年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长 113.49%，2018 年底为 49.99 亿元，同比增长 105.81%，主要来自专项应付款增长。公司长期应付款主要为专项应付款（占 99.97%）。公司专项应付款主要为绿心项目-污染土治理专项拨款、市政设施财政拨款和高压线改造项

目拨款等。

有息债务方面，2016—2018年，公司全部债务规模波动增长，分别为251.33亿元、436.69亿元和366.34亿元；长期债务占比不断上升，2018年底为90.34%，公司有息债务以长期债务为主。

表18 公司债务构成及债务负担情况(单位:亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
短期债务	46.04	57.60	35.39	13.93
长期债务	205.29	379.09	330.95	386.81
全部债务	251.33	436.69	366.34	400.74
资产负债率	55.49	61.23	41.78	44.46
全部债务资本化比率	47.78	55.94	32.05	32.95
长期债务资本化比率	42.77	52.43	29.88	32.17

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

从债务指标看，2016—2018年，受股东注资及财政拨款等因素影响，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呈现波动下降趋势，2018年底分别为41.78%、32.05%和29.88%。

2019年4—12月、2020年、2021年，公司分别需要偿付的有息债务规模为15.58亿元、28.96亿元和77.92亿元。2021年公司存在集中偿付压力。

2019年3月底，公司负债总额为652.77亿元，较上年底增长17.16%，主要源自预收款项、其他应付款和长期借款的增长。2019年3月底，公司预收款项较上年底增长236.23%至46.48亿元，主要系当期收到一笔财政拨款，暂计入预收款项；其他应付款较上年底增长60.00%至100.74亿元，主要来自安置房购房款的增长；长期借款较上年底增长19.24%至364.81亿元。2019年3月底，公司全部债务400.74亿元，较上年底增长9.39%，主要系借款规模扩大。同期，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均有所上升，分别为44.46%、32.95%和32.17%。

总体看，近年来公司债务规模波动增长，受股东注资及财政拨款的影响，公司债务负担

波动下降，整体处于合理水平。

1.3.4 盈利能力

2016—2018年，公司营业收入波动增长，分别为159.81亿元、241.49亿元和212.25亿元，主要系棚户区改造及土地一级开发收入波动。近三年，公司营业成本复合增速高于收入增速，公司营业利润率不断下降，分别为4.09%、3.48%和2.56%。

2016—2018年，公司期间费用快速增长，年均复合增长31.07%，2018年为4.30亿元，同比增长23.92%，主要来自管理费的增长。2016—2018年，公司管理费用分别为2.15亿元、3.04亿元和4.50亿元，主要来自职工薪酬、办公费和聘请中介机构费的增长。近三年，公司期间费用占营业收入的比例分别为1.57%、1.44%和2.03%，期间费用控制能力强。

2016—2018年，公司利润总额分别为4.32亿元、5.27亿元和1.47亿元。

表19 公司盈利情况 单位:亿元、%

项目	2016年	2017年	2018年
营业收入	159.81	241.49	212.25
营业成本	152.48	232.51	206.35
期间费用	2.51	3.47	4.30
利润总额	4.32	5.27	1.47
营业利润率	4.09	3.48	2.56
总资本收益率	0.74	0.65	0.16
净资产收益率	1.18	1.16	0.15

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

从盈利指标来看，2016—2018年，公司总资本收益率和净资产收益率均不断下降，2018年分别为0.16%和0.15%，公司自身盈利能力弱。

2019年1—3月，公司实现营业收入65.43亿元，相当于2018年的30.83%；营业利润率为2.89%。

总体看，近年来，公司收入规模波动增长，但利润总额规模较小，整体盈利能力弱。

1.3.5 现金流

从经营活动看，公司经营活动现金流入主要是经营业务收款和往来款等。2016—2018年，

公司经营活动现金流入量快速增长，分别为14.30亿元、21.52亿元和61.16亿元。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为往来款等。公司经营活动现金流出主要是棚改及土地一级开发项目投入等，2016—2018年保持较大规模。2016—2018年，公司经营活动持续呈现净流出，经营性净现金流分别为-153.77亿元、-223.69亿元和-157.42亿元。

从收入实现质量看，2016—2018年，公司现金收入比分别为6.38%、4.44%和6.49%，收入实现质量差。

表20 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
经营活动现金流入量	14.30	21.52	61.16
经营活动现金流出量	168.08	245.20	218.58
经营活动现金流量净额	-153.77	-223.69	-157.42
现金收入比	6.38	4.44	6.49
投资活动现金流量净额	-12.41	-24.67	-44.75
筹资活动现金流量净额	184.52	239.44	337.97

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动看，2016—2018年，公司投资活动现金流入规模较小，投资活动现金流出分别为12.51亿元、24.75亿元和44.75亿元，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（亚投行永久办公场所、综合管廊项目、职工住宅项目和古月佳苑小区环境改造等项目投入）。2016—2018年，公司投资活动现金流量净额分别为-12.41亿元、-24.67亿元和-44.75亿元。

从筹资活动看，公司主要通过股东注资、银行借款和项目配套资本金等方式筹集资金，2016—2018年筹资活动现金流入快速增长，分别为266.28亿元、327.29亿元和611.97亿元。其中，公司吸收投资收到的现金主要是股东注资，收到其他与筹资活动有关的现金主要为项目配套资本金。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本息支出。由于经营活动和投资活动所需资金规模大，2016—2018年，公司筹资活动现金净流入规模不断扩大，分别为184.52亿

元、239.44亿元和337.97亿元。

2019年1—3月，公司经营活动现金流量净额、投资活动现金流量净额和筹资活动现金流量净额分别为-65.11亿元、-27.79亿元和52.73亿元。

总体看，受棚改及土地一级开发项目投入规模较大影响，公司经营活动持续呈现为大幅净流出，投资活动受亚投行永久办公场所和综合管廊等项目投入规模较大影响总体呈现净流出，公司对外部资金依赖程度较高；未来随着公司在建项目后续投资，公司对外融资压力将进一步加大。

1.3.6 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，公司流动比率和速动比率均呈不断增长趋势，2018年底分别为701.58%和668.66%。2016—2018年，公司经营活动呈现净流出，经营性净现金流对流动负债无保障能力。公司现金类资产充足，短期债务规模小，短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITDA分别为5.44亿元、6.61亿元和2.57亿元；同期，公司EBITDA利息倍数分别为0.49倍、0.53倍和0.20倍；全部债务/EBITDA分别为46.21倍、66.10倍和142.76倍，EBITDA对有息债务和利息支出的保障能力均较弱。

截至2019年3月底，公司无对外担保。

截至2019年3月底，公司共获得银行授信额度1000.67亿元，已使用额度404.98亿元，尚未使用额度595.69亿元，公司间接融资渠道畅通。

考虑到公司是北京市国资委下属的国有独资公司以及北京市政府给予公司的各项支持，公司整体偿债能力极强。

总体来看，公司是北京市国资委下属的国有独资企业，主要负责土地整理、城市基础设施建设业务，目前，公司主要收入来源于土地一级开发、棚户区改造以及市政基础设施建设业务，近年来得到北京市政府在资金注入和项目资本金拨付方面的大力支持。

近年来，公司资产规模保持较快增长，以

流动资产为主，流动资产主要为应收账款，对公司资金形成占用；受北京市政府注入资金及项目资本金的影响，公司所有者权益快速增长；近年来，公司债务规模波动增长，债务负担处于合理水平；公司主要在建项目投资规模大，对外融资压力大。

未来，随着城镇化进程、京津冀一体化发展，公司土地整理、棚户区改造以及市政基础设施建设业务将逐步推进，公司收入规模有望持续增长。

联合资信给予北投集团的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，公司主体信用风险极低，能为票据提供有力的信用支持。

2. 资金保管机构/单一资金信托保管银行/监管银行

本交易的资金保管机构/单一资金信托保管银行为北京银行股份有限公司（以下简称“北京银行”）中关村分行，监管银行为北京银行股份有限公司中关村分行上地支行。北京银行成立于1996年1月，是在原北京市90家城市信用合作社基础上组建而成。2005年，北京银行引进了境外战略投资者ING银行以及境外财务投资者国际金融公司（IFC）。2007年9月，北京银行在上海证券交易所上市，成为国内首批上市的城市商业银行之一。截至2018年末，北京银行股本总额211.43亿元，其最大股东为ING银行（ING BANK N.V.），持股比例为13.03%。

截至2018年末，北京银行资产总额25728.65亿元，其中贷款及垫款净额12186.45亿元；负债总额23787.31亿元，其中客户存款余额13860.06亿元；所有者权益1941.34亿元；不良贷款率1.46%，拨备覆盖率217.51%；资本充足率为12.07%，一级资本充足率为9.85%，核心一级资本充足率为8.93%。2018年，北京银行实现营业收入554.88亿元，净利润201.37亿元。

北京银行从2006年开办资产托管业务，于

2008年取得证券投资基金托管资格，2012年取得保险资金托管资格，是全国首家取得上述两项托管资格的城市商业银行。作为托管人，北京银行严格遵守国家有关托管业务的法律法规、行业监管规章和本行有关管理规定，守法经营、规范运作、严格管理，确保基金托管业务的稳健运行，保证基金财产的安全完整，确保有关信息的真实、准确、完整、及时披露，保护基金份额持有人的合法权益。北京银行设有风险与内控管理委员会，负责全行风险管理与内部控制工作，对托管业务风险控制工作进行检查指导。资产托管部设有内控监查岗，配备了专职内控监督人员负责托管业务的内控监督工作。

考虑到北京银行稳健的经营状况与严格的内部控制制度，联合资信认为本交易中因监管银行/资金保管机构引起的操作和履约风险很低。

3. 受托人/单一资金信托受托人/贷款人/发行载体管理机构

本交易的受托人/单一资金信托受托人/贷款人/发行载体管理机构为五矿信托。五矿信托前身是庆泰信托投资有限责任公司，经中国银行业监督管理委员会批准，于2010年10月8日在西宁成立，初始注册资本12亿元人民币。截至2018年末，五矿信托注册资本60亿元，第一大股东为五矿资本控股有限公司，持股比例78.00%；第二大股东为青海省国有资产投资管理有限公司，持股比例21.20%。

截至2018年末，五矿信托信托资产总计5993.97亿元，信托权益5952.45亿元；资产总额165.09亿元，所有者权益123.62亿元。2018年五矿信托全年实现信托项目营业收入306.00亿元，可供分配信托利润205.28亿元；营业收入29.33亿元，净利润17.20亿元。

五矿信托通过优化决策机制、调整组织架构、加强制度建设和流程管理等多种方式，着力提升内控的有效性和合理性，使内部控制的相关要求在各业务环节中更易辨识和落实。公

司加强内部控制机制建设，建立系统化的公司制度体系，强化层级授权体系，明确各部门、各岗位的职责和权限，在加强部门之间协调的同时，增强各部门在其管理范围内的强度和弹性。不断健全基本业务和管理制度，细化业务管理办法和操作流程，并根据业务发展需要及时升级信息系统。在管理结构上，实行前中后台职责分离，对固有业务和信托业务进行严格

的分离和岗位设置；在管理流程上，实行尽职调查、制定方案、专业审核、严格审批、过程管理、风险监控，使业务运行的每一个过程和环节均有章可循。

总体来看，五矿信托股东实力强、财务实力稳健、内部风控体系较为完整，本期交易因受托机构尽职能力或意愿而引发风险的可能性相对较小。

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；本期资产支持票据已经获得发行前的所有授权或批准，且已在交易商协会注册，可依法发行。发起机构应于发行完成后通过交易商协会认可的途径披露发行结果。

七、评级结论

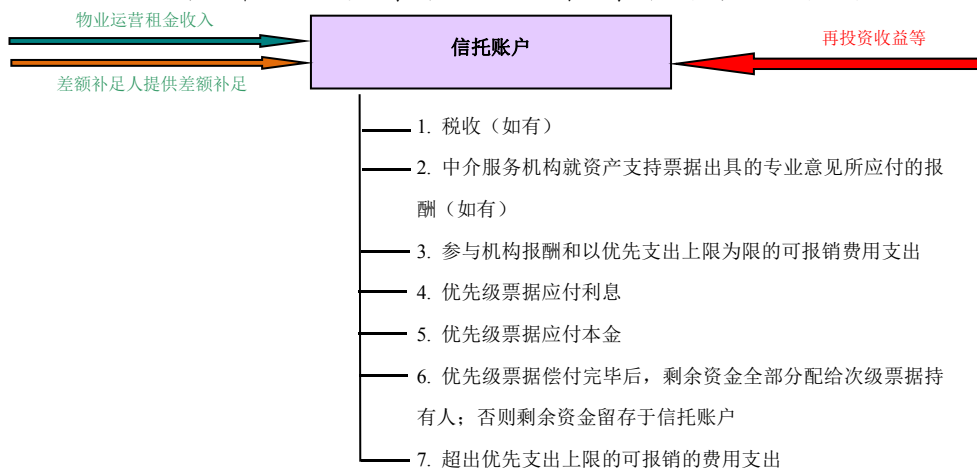
联合资信通过对本计划所涉及的基础资产、交易结构、法律要素、有关参与方履约及操作风险等因素的综合考量，对质押财产进行了现金流分析，并对抵押物价值进行了分析和压力测试，在“北京城市副中心投资建设集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”的受托人五矿国际信托有限公司在约定时间内成为本交易抵押物的第一受偿主体的前提下，考虑到差额补足人北投集团的偿付能力和偿付意愿，确定

“北京城市副中心投资建设集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”的评级结果为：优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}，次级资产支持票据未予评级。

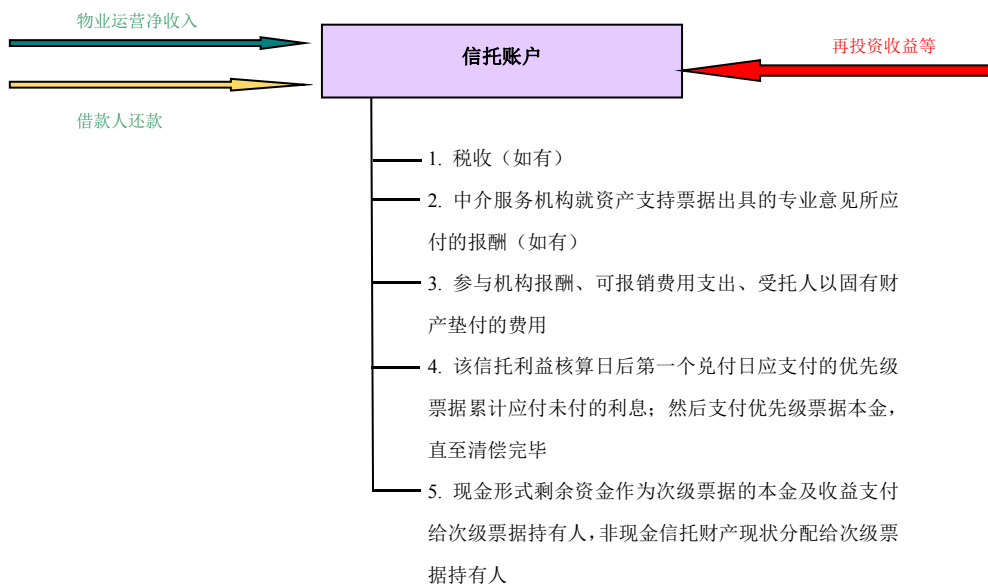
上述优先级资产支持票据的评级结果反映了该票据利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得及时足额偿付的能力极强，违约风险极低。

附图 信托利益分配机制

附图 1 未发生“违约事件”或“加速清偿事件”时的信托利益分配



附图 2 “违约事件”发生后信托利益分配



附件 1 北投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)	174.91	166.63	302.43	262.26
资产总额(亿元)	617.10	886.36	1333.73	1468.35
所有者权益(亿元)	274.68	344.01	776.55	815.59
短期债务(亿元)	46.04	57.60	35.39	13.93
长期债务(亿元)	205.29	379.09	330.95	386.81
全部债务(亿元)	251.33	436.69	366.34	400.74
营业收入(亿元)	159.81	241.49	212.25	65.43
利润总额(亿元)	4.32	5.27	1.47	0.61
EBITDA(亿元)	5.44	6.61	2.57	--
经营性净现金流(亿元)	-153.77	-223.69	-157.42	-65.11
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.54	0.51	0.31	--
存货周转次数(次)	32.39	13.42	4.87	--
总资产周转次数(次)	0.31	0.32	0.19	--
现金收入比(%)	6.38	4.44	6.49	51.83
营业利润率(%)	4.09	3.48	2.56	2.89
总资本收益率(%)	0.74	0.65	0.16	--
净资产收益率(%)	1.18	1.16	0.15	--
长期债务资本化比率(%)	42.77	52.43	29.88	32.17
全部债务资本化比率(%)	47.78	55.94	32.05	32.95
资产负债率(%)	55.49	61.23	41.78	44.46
流动比率(%)	471.13	605.01	701.58	605.21
速动比率(%)	464.90	585.77	668.66	576.66
经营现金流动负债比(%)	-121.88	-160.58	-89.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.49	0.53	0.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	46.21	66.10	142.76	--

注：2019 年一季度财务报表未经审计

附件 2 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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 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}	还本付息能力极强，违约风险极低。
	AA _{sf}	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 北京城市副中心投资建设集团有限公司 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“北京城市副中心投资建设集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”优先级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。

北京城市副中心投资建设集团有限公司/五矿国际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“北京城市副中心投资建设集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”优先级资产支持票据信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“北京城市副中心投资建设集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”优先级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“北京城市副中心投资建设集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”优先级资产支持票据信用状况产生较大影响的突发事件,北京城市副中心投资建设集团有限公司/五矿国际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“北京城市副中心投资建设集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”相关信息,如发现“北京城市副中心投资建设集团有限公司 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“北京城市副中心投资建设集团有限公司 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,及时对该项进行分析,据实确认或调整信用评级结果。

如北京城市副中心投资建设集团有限公司/五矿国际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“北京城市副中心投资建设集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”优先级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城市副中心投资建设集团有限公司/五矿国际信托有限公司联系,并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。