北京中关村电子城建设有限公司
2019 年第一期资产支持票据
2024 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〔2024〕7612 号

联合资信评估股份有限公司通过对“北京中关村电子城建设有限公司 2019 年第一期资产支持票据”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定“北京中关村电子城建设有限公司 2019 年第一期资产支持票据”项下优先级资产支持票据“19 中关电子 ABN001 优先”的信用等级维持 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年七月三十日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022
地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022
电话（Tel）：（010）85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com

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评级协议委托方委托所出具，除因本次评级事项联合资信与委托方构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与委托方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委托方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，并且不应当被视为购买、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。

北京中关村电子城建设有限公司 2019 年第一期资产支持票据 2024 年跟踪评级报告

票据简称	金额（亿元）		占比		信用等级	
	本次	上次	本次	上次	本次	上次
19 中关电子 ABN001 优先	9.72	10.12	99.90%	99.90%	AAA_{sf}	AAA_{sf}
19 中关电子 ABN001 次	0.01	0.01	0.10%	0.10%	NR	NR
票据合计	**9.73**	**10.13**	**100.00%**	**100.00%**	--	--

注：1.本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. NR 表示未予评级

评级关键要素

跟踪评级相关信息	量化模型测试——DSCR	
基础资产：委托人依据《资金信托合同》享有的资金信托受益权及其关联权益 **标的物业：**在《不动产权证书》〔京（2016）朝阳区不动产权第 0077577 号〕项下位于中国北京市朝阳区利泽东街 5 号院 2 号楼-3-8 层 101	基础情景	标的物业预测净现金流对“19 中关电子 ABN001 优先”本息及相关税费支出的最低覆盖倍数为 1.02 倍
发起机构/借款人/抵押人/出质人/资产服务机构/回购承诺人/赎回义务人/中关村电子城：北京中关村电子城建设有限公司	压力情景	当标的物业净现金流下跌幅度超过 2.17%时，调整后的标的物业预测净现金流或将无法足额覆盖优先级票据本息及相关税费支出
差额支付承诺人/朝阳国资：北京朝阳国有资本运营管理有限公司	**量化模型测试——LTV**	
资产跟踪基准日：2024/05/31	处置物业资产	优先级票据的 LTV 为 52.71%，可承受跌价极值为 27.05%
本次票据跟踪基准日：2024/06/05		
本次跟踪期间：2023/07/19-2024/06/05		
票据法定到期日：2039/12/05		

注：量化模型测试相关情景设定详见报告正文

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“北京中关村电子城建设有限公司 2019 年第一期资产支持票据”（以下简称“本交易”）进行了持续的跟踪，对所涉及的基础资产及其项下标的物业运行情况、资产支持票据兑付情况、量化模型测试、参与机构的履职能力以及外部增信等因素进行了综合考量，以评定本交易项下优先级资产支持票据（以下简称“优先级票据”）的信用等级。

跟踪期内，标的物业运营情况稳定。量化测试结果显示，抵质押担保措施对“19 中关电子 ABN001 优先”本息支出的保障程度仍较弱。

联合资信评定本交易差额支付承诺人朝阳国资长期信用等级为 AAA_{pi}[1]，评级展望为稳定。朝阳国资履约能力仍极强，其提供的增信措施对优先级票据仍起到主要的信用支撑作用。

跟踪期内，各参与方能够较好地履行其相应的职能。

综合考虑上述因素，联合资信确定“北京中关村电子城建设有限公司 2019 年第一期资产支持票据”项下“19 中关电子 ABN001 优先”的信用等级维持 AAA_{sf}。

优势

- **跟踪期内，标的物业运营情况稳定。**标的物业基本情况未发生重大变化且面临外部环境较为稳定，跟踪期内，整租方已足额缴纳整租租金。
- **跟踪期内，朝阳国资资信水平极高，履约能力仍极强。**跟踪期内，朝阳国资仍保持较高的区域地位，持续获得政府的有力支持；经营格局维持多元，基建业务具备区域经营壁垒，履约能力仍极强。

[1] “pi”代表本评级结果为主动评级（公开评级）结果，评级资料主要来源于公开信息或相关方提供，与委托评级相比评级调查工作和评级信息存在一定局限性。主动评级（公开评级）信用等级设置及含义详见本报告附件。

关注

- **仍需关注标的物业的运营情况。**标的物业现金流的实现依赖整租方能否按时支付整租租金，此外，整租协议期限无法覆盖本交易存续期，存在一定续约及空置风险，需对标的物业续租情况保持关注。如整租方提前退租或到期后不续租，标的物业实际经营收入可能会出现波动，降低对优先级票据本息的保障程度。
- **仍需关注朝阳国资的相关财务风险和运营风险。**朝阳国资主业盈利不佳，连续三年出现亏损；资产流动性偏弱，债务负担偏重；子公司北京东方园林环境股份有限公司经营情况不佳，涉及较多负面事项，朝阳国资本部向其提供资金及担保等支持规模较大。

本次评级使用的评级方法

方法名称	版本号
资产支持证券评级方法总论	V4.0.202312
商业地产资产证券化评级方法	V4.0.202312

注：上述评级方法均已在联合资信官网公开披露

北京朝阳国有资本运营管理有限公司主要财务数据

项　目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月	项　目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	184.83	201.17	219.67	212.54	营业利润率（%）	19.64	16.86	17.19	24.04
资产总额（亿元）	1927.94	1902.15	1996.20	2010.17	净资产收益率（%）	-1.54	-15.47	-13.03	--
所有者权益（亿元）	480.08	394.07	351.81	369.23	资产负债率（%）	75.10	79.28	82.38	81.63
短期债务（亿元）	117.86	174.64	158.73	150.50	全部债务资本化比率（%）	52.02	54.90	53.27	51.63
长期债务（亿元）	402.59	305.00	242.24	243.57	流动比率（%）	175.76	166.48	179.07	181.84
全部债务（亿元）	520.45	479.64	400.98	394.07	经营现金流动负债比（%）	7.77	3.11	-3.87	--
营业总收入（亿元）	257.05	174.94	152.20	42.17	现金短期债务比（倍）	1.57	1.15	1.38	1.41
利润总额（亿元）	-6.40	-54.16	-39.69	-1.50	EBITDA 利息倍数（倍）	1.73	-1.66	-0.46	--
EBITDA（亿元）	28.40	-26.36	-7.18	--	全部债务/EBITDA（倍）	18.33	-18.19	-55.88	--
经营性净现金流（亿元）	45.00	18.47	-22.93	-5.79					

注：1.朝阳国资合并 2024 年一季度财务数据未经审计；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
资料来源：联合资信根据公开资料整理

债券过往评级情况

评级时间	“19 中关电子 ABN001 优先”信用等级	评级报告
2023/07/28	AAA_{sf}	阅读全文
2022/06/24	AAA_{sf}	阅读全文
2021/07/22	AAA_{sf}	阅读全文
2020/07/29	AAA_{sf}	阅读全文
2019/09/25	AAA_{sf}	阅读全文

注：债券“19 中关电子 ABN001 优先”起息日为 2019 年 12 月 5 日

评级时间

2024 年 7 月 30 日

评级项目组

项目负责人：段彤　duantong@lhratings.com

项目组成员：付亚琴　fuyq@lhratings.com　|　陈海义　chenhy@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、票据兑付概况

截至跟踪基准日，本交易项下优先级资产支持票据已按计划正常兑付。

“北京中关村电子城建设有限公司 2019 年第一期资产支持票据”（以下简称“本交易”）于 2019 年 12 月 5 日正式成立，总发行规模为 11.01 亿元。本次跟踪期内（2023/07/19－2024/06/05），优先级资产支持票据（以下简称“19 中关电子 ABN001 优先”或“优先级票据”）合计分配收益 3315.66 万元，兑付本金 4000.00 万元；次级资产支持票据（以下简称“19 中关电子 ABN001 次”或“次级票据”）未分配收益及兑付本金。本次跟踪期内本交易收益分配情况，截至本次票据跟踪基准日（2024 年 6 月 5 日）本交易存续规模情况如下所示。

图表 1 • 本次跟踪期内本交易收益分配情况（单位：万元）

分配时间	19 中关电子 ABN001 优先		19 中关电子 ABN001 次	
	本金	利息	本金	利息
2023/12/05	2000.00	1674.37	0.00	0.00
2024/06/05	2000.00	1641.28	0.00	0.00
合计	**4000.00**	**3315.66**	**0.00**	**0.00**

资料来源：联合资信根据《付息兑付公告》整理

图表 2 • 截至本次票据跟踪基准日本交易存续规模情况

票据简称	金额（亿元）		占比		票面利率	预期到期日	兑付情况
	本次	上次	本次	上次			
19 中关电子 ABN001 优先	9.72	10.12	99.90%	99.90%	3.30%	2037/12/05	正常
19 中关电子 ABN001 次	0.01	0.01	0.10%	0.10%	--	2037/12/05	正常
票据合计	**9.73**	**10.13**	**100.00%**	**100.00%**	--	--	--

注：1. 分配方式上，“19 中关电子 ABN001 优先”正常情况下按半年还本付息，发生加速清偿事件后，按月过手摊还本金并付息；“19 中关电子 ABN001 次”按约定享有当期剩余收益；2.优先级票据发行利率为 4.10%，于 2022 年 12 月 5 日调整为 3.30%
资料来源：联合资信根据《付息兑付公告》及交易文件整理

二、基础资产分析

本交易基础资产为“北京中关村电子城建设有限公司贷款单一资金信托”（以下简称“单一资金信托”）受益权及相关权益，受托人中国金谷国际信托有限责任公司（以下简称“金谷信托”）根据《信托贷款协议》对借款人北京中关村电子城建设有限公司（以下简称“中关村电子城”）享有本金为 11.01 亿元的标的债权。中关村电子城以其持有的标的物业作为抵押物，以其所持标的物业的物业经营收益权（包括租赁合同债权）作为质押财产，对《信托贷款协议》项下贷款人的信托贷款本息清偿义务提供抵质押担保，因此标的物业运营情况对优先级票据预期收益支付、本金偿还具有重要作用。

1 标的物业运行情况

跟踪期内，标的物业基本情况未发生重大变化且所处区域经济环境较为稳定；2023 年北京市写字楼空置率同比上升，市场租金同比下降；标的物业仍整租予爱立信（中国）通信有限公司，标的物业收入的稳定性主要取决于整租协议的执行情况，未来需关注标的物业整租协议无法覆盖本交易存续期带来的续约风险。

（1）标的物业概况

本交易标的物业为位于北京市朝阳区利泽东街 5 号院 2 号楼电子城西区 E2 研发中心二期（#-3~#8 层 101）的房屋所有权及其对应的土地使用权。跟踪期内，标的物业总建筑面积仍为 69111.23 平方米，另有人防面积仍为 10671.85 平方米；对应土地使用权面积仍为 20237.00 平方米，土地使用权终止日期为 2061 年 6 月 28 日。截至资产跟踪基准日（2024 年 5 月 31 日），标的物业建筑结构、房屋用途等均未发生变化。

（2）运营环境分析

2023 年北京市全市地区生产总值 43760.7 亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.2%。其中，第一产业增加值 105.5 亿元，下降 4.6%；第二产业增加值 6525.6 亿元，增长 0.4%；第三产业增加值 37129.6 亿元，增长 6.1%。三次产业构成为 0.2∶14.9∶84.8。按常住人口计算，全市人均地区生产总值为 20.0 万元。全年全市居民人均可支配收入 81752 元，比上年增长 5.6%，扣除价格因素实际增长 5.2%。全年全市居民人均消费支出 47586 元，比上年增长 11.5%。全年房地产开发投资比上年增长 0.4%。其中，住宅投资增长 1.7%，办公楼投资增长 19.5%，

商业营业用房投资下降 19.9%。全市房屋施工面积 12531.3 万平方米，比上年下降 6.0%。其中，2023 年新开工面积 1257.1 万平方米，下降 29.2%。2023 年全年房屋竣工面积 2042.2 万平方米，增长 5.4%。

2023 年北京写字楼和核心商圈租金同比下降。根据戴德梁行报告，2023 年全年北京写字楼市场总供应量达 60.7 万平方米，较 2022 年全年上涨 43.2%。新项目入市拉动全市和五大核心商圈空置率分别同比上升 2.7 和 1.6 个百分点至 18.7%和 12.6%。2023 年四季度全市和五大核心商圈市场净吸纳量疲软，分别为-2.3 万和-4.2 万平方米，市场仍处于缓慢恢复期，部分企业退租和缩减面积。2023 年，全市净吸纳量为 14.8 万平方米，同比下降 14.5%；北京市写字楼租金为 297.9 元/平方米•月，同比下降 7.3%；五大核心商圈租金为 348.5 元平方米•月，同比下降 7.1%。从行业细分角度，TMT、金融业和专业服务业为租赁市场成交主力，分别占所有行业总成交面积的 40.6%、15.2%和 11.0%。截至 2023 年底，北京市购物中心总存量维持在 1480 万平方米，平均租金单价 2250 元/平方米•月，空置率为 10.30%。

（3）租赁状况及经营收入情况分析

根据资产服务机构中关村电子城提供的数据，标的物业共有地下 3 层和地上 8 层，涉及房屋用途为研发办公及地下车库。截至本次资产跟踪基准日（2024 年 5 月 31 日），标的物业出租面积仍为 79783.08 平方米（含人防面积 10671.85 平方米），其中地上面积 47284.08 平方米，地下面积为 32499.00 平方米。与上次资产跟踪基准日（2023 年 5 月 31 日）一致。标的物业仍整租予爱立信（中国）通信有限公司（以下简称“爱立信中国”），出租率 100.00%，较上次资产跟踪基准日未发生变动。

整租方面，根据中关村电子城与爱立信中国[2]的签署的《二期合同》及《二期补充协议》，租赁起始日为 2021 年 8 月 1 日，租赁期限为 2020 年 8 月 25 日—2025 年 8 月 24 日。租赁期内，地上面积租金为 5.50 元/天•平米，地下面积为 1.68 元/天/平米，承租人按月支付租金。根据本交易资产服务机构提中关村电子城供的资料，爱立信中国均按约定支付应付租金，未出现逾期、违约等情况。仍需注意整租协议的承租期无法覆盖本交易存续期，存在一定续租风险。

2023 年，标的物业经营现金流入 11485.12 万元，同比减少 17.32%；实现经营现金净流入 10109.72 万元，同比减少 16.29%；主要系 2022 年中关村电子城收到爱立信中国补缴 2020 年 8 月至 2021 年 12 月部分租金[3]，使 2022 年租金收入较高所致。2024 年 1—5 月，标的物业经营现金流 4782.84 万元，达到 2023 年经营现金流入的 41.64%；实现经营现金净流入 4086.88 万元，达到 2023 年经营现金净流入的 40.43%。整体看，标的物业整体经营状况稳定。

图表 3 • 标的物业历史经营情况（单位：万元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—5 月
现金流入合计	**13891.20**	**11485.12**	**4782.84**
租金收入	13891.20	11485.12	4782.84
现金流出合计	**1813.61**	**1375.40**	**695.96**
维修费	102.38	54.49	34.21
管理费	0.00	0.00	0.00
房产税	1627.42	1312.58	654.49
城镇土地使用税	23.48	3.91	1.96
印花税	53.80	0.00	0.00
保险	6.53	4.41	5.30
经营净现金流	**12077.59**	**10109.72**	**4086.88**

资料来源：联合资信根据中关村电子城提供资料整理

2 标的物业运营现金流表现及归集情况

跟踪期间，标的物业实现现金流高于预期。

[2] 截至 2024 年 7 月 26 日，经查询国家企业信用信息公示系统、证券期货市场失信记录查询平台、中国执行信息公开网、国家税务总局网站和信用中国，未发现爱立信中国存在重大失信信息。

[3] 2020 年 8 月至 2021 年 12 月为续租协议协商期，爱立信中国根据原协议缴纳租金，2021 年 12 月 31 日续租协议正式签署，爱立信中国依据续租协议租金水平补缴该期间租金，非逾期租金。

根据信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《北京中关村电子城建设有限公司 2019 年度第一期资产支持票据现金流预测分析咨询报告书》（以下简称“《现金流预测报告》”），2023 年 6 月－2024 年 5 月期间，标的物业实现经营净现金流高于预测值，主要系实际运营支出低于预测值[4]所致。

跟踪期内，整租人爱立信中国按月向中关村电子城监管账户划付对应收款期间的整租租金，中关村电子城于 2023 年 11 月 21 日和 2024 年 5 月 22 日向单一资金信托账户划付当期债权本息 3736.98 万元和 3707.66 万元。单一资金信托账户于 2023 年 11 月 22 日和 2024 年 5 月 27 日向票据信托账户划付 3678.79 万元和 3650.46 万元，可覆盖当期优先级票据利息支出。标的物业经营现金流实现和归集情况如下表所示。

图表 4 • 标的物业经营净现金流实现情况（单位：万元）

期间	预测净现金流	实际净现金流	偏离度	归集现金流
2023 年 6 月－2023 年 11 月	5115.03	5484.09	7.22%	3736.98
2023 年 12 月－2024 年 5 月	5115.03	5484.09	7.22%	3707.66
合计	**10230.06**	**10968.18**	**7.22%**	**7444.64**

资料来源：联合资信根据银行账户流水及中关村电子城提供资料整理

三、交易结构分析

1 现金流安排

本交易明确地约定了账户管理条款，同时也对于现金流的归集和划转设置了清晰的规定。跟踪期间，相关设置无变化，现金流归集、划转未违反相关规定。本交易设有优先级票据票面利率调整、回售和回购机制。跟踪期内，本交易未发生资产支持票据票面利率调整、回售和回购的情况。本交易最近一个开放日为 2025 年 8 月 15 日（具体以公告时间为准）。

2 信用支持

朝阳国资履约能力仍极强，朝阳国资提供的差额支付承诺对优先级票据仍具有主要信用支持作用。同时，标的物业已办理抵质押手续，整体看抵质押担保措施对优先级票据本息的保障程度仍较弱。跟踪期内，本交易未触发相应事件。

内部信用支持

（1）质押担保

中关村电子城已于 2020 年 4 月 7 日办理完毕标的物业租金收入的质押担保登记，期限至 2037 年 12 月 6 日，质押期限可以覆盖本交易存续期。基础情景下，标的物业净现金流对“19 中关电子 ABN001 优先”本息及相关税费支出的最低覆盖倍数为 1.02 倍。

（2）资产抵押担保

中关村电子城已于 2020 年 4 月 8 日办理完毕标的物业的不动产抵押登记，期限至 2037 年 12 月 4 日，抵押期限可以覆盖本交易存续期。跟踪期内，标的物业未进行跟踪评估，联合资信以最近一次评估价值 18.44 亿元（评估基准日为 2022 年 4 月 15 日）为基础，测算优先级票据未偿本金对抵押物评估价值的抵押率为 52.71%。

（3）触发机制

跟踪期间，本交易未触发差额支付启动事件、加速清偿事件等事件。

外部信用支持

跟踪期内，朝阳国资长期主体信用评级维持 AAA_{pi}[5]，评级展望稳定，朝阳国资对本交易承担差额支付义务（朝阳国资信用分析详见附件 1-1）。

跟踪期内，朝阳国资产权结构未发生变化，保持在朝阳区基础设施建设中突出的战略地位，持续获得政府的大力支持；经营方面，朝阳国资维持多元化的业务布局，商业贸易业务规模由于市场竞争加剧而出现小幅下降，作为收入最主要的来源，板块盈利能力仍偏弱；环保园林板块受制于子公司北京东方园林环境股份有限公司（以下简称“东方园林”）经营业绩不佳呈现大幅收缩，对朝阳国资业绩稳定性

[4] 《现金流预测报告》中测算运营支出占租金收入的 20%，根据标的物业 2021 年至 2023 年历史经营数据运营支出占租金收入的比例平均约 12%。

[5] “pi”代表本评级结果为主动评级（公开评级）结果，评级资料主要来源于公开信息或相关方提供，与委托评级相比评级调查工作和评级信息存在一定局限性。主动评级（公开评级）信用等级设置及含义详见本报告附件。

造成不利影响；基础设施建设和棚改项目投资的资金来源以财政拨款、政府专项债为主，且多数基建项目无需垫资，朝阳国资的资金支出压力较小；商品房和保障房销售回款进度良好，后续开发压力不大；物业管理、酒店餐饮和旅游服务等业务经营基本稳定，对收入和利润有一定的贡献作用；财务方面，朝阳国资资产结构维持稳定，资产流动性和收益性偏弱；受东方园林持续亏损影响，所有者权益继续下降，利润总额持续亏损，盈利指标很弱；收入实现质量保持较好水平，筹资活动前现金净流出规模同比扩大，对外融资需求持续存在；债务期限结构较为均衡，整体债务负担仍偏重，长短期偿债指标表现较弱；朝阳国资本部向东方园林提供较大规模的资金及担保等支持，需关注东方园林的预重整及后续债务的偿还情况。

未来，随着朝阳国资聚焦基础设施建设等相关业务，以及子公司东方园林后续可能进行的重整，朝阳国资经营规模和盈利水平有望得以改善。

优势

（1）朝阳国资保持较高的区域地位，持续获得政府的有力支持。朝阳国资为北京市朝阳区重要的基础设施投融资主体和国有资产运营主体，在朝阳区经济建设中战略地位突出。跟踪期内，朝阳区国资委在朝阳国资体系内进行重组整合，推动国有资本向符合功能定位的领域发展，同时朝阳国资持续获得朝阳区政府在资产注入、政府补助等方面的有力支持。

（2）经营格局维持多元，基建业务具备区域经营壁垒。朝阳国资承担北京市朝阳区政府性基础设施建设任务，主要业务板块涉及商业贸易、基础设施建设、物业管理、园林环保、房地产开发、酒店餐饮及旅游服务等多个领域，多元化业务布局有利于分散经营风险，其中，基础设施及棚改项目具备区域专营性，剩余投资规模较大，业务可持续性较好。

关注

（1）主业盈利不佳，连续三年出现亏损。朝阳国资收入贡献最大的商业贸易板块毛利率维持偏低水平，园林环保板块受东方园林业绩影响收入和利润骤降，加之东方园林计提的大额减值损失对朝阳国资利润进一步侵蚀，2021－2023 年，朝阳国资利润总额分别为-6.40 亿元、-54.16 亿元和-39.69 亿元。

（2）朝阳国资资产流动性偏弱，债务负担偏重。朝阳国资资产主要由基建和棚改业务产生的存货和往来款、承接的基建项目等构成，园林环保板块在建和已完工未结算工程项目规模较大，整体资产收益性和流动性偏弱；此外，截至 2023 年底，朝阳国资资产负债率和全部债务资本化比率分别为 82.38%和 53.27%，经营活动净现金流及 EBITDA 无法对债务偿付形成保障。

（3）子公司东方园林经营情况不佳，涉及较多负面事项，朝阳国资本部向其提供资金及担保等支持规模较大。2023 年以来，东方园林多次因工程合同纠纷、应收账款清收纠纷等问题被列入被执行人名单；截至 2024 年 6 月底，东方园林及其控股子公司连续十二个月内累计的诉讼涉案金额合计约为人民币 24.25 亿元；截至 2024 年 3 月底，朝阳国资本部对东方园林以流动性支持为名提供借款本金 105.18 亿元，其中 5.95 亿元本金已逾期；截至 2023 年底，朝阳国资对东方园林提供的担保余额为 57.35 亿元；2024 年 5 月 8 日，朝阳国资对东方园林申请预重整，需关注以上事项进展对东方园林经营管理及对朝阳国资再融资环境的影响。

四、量化模型测试

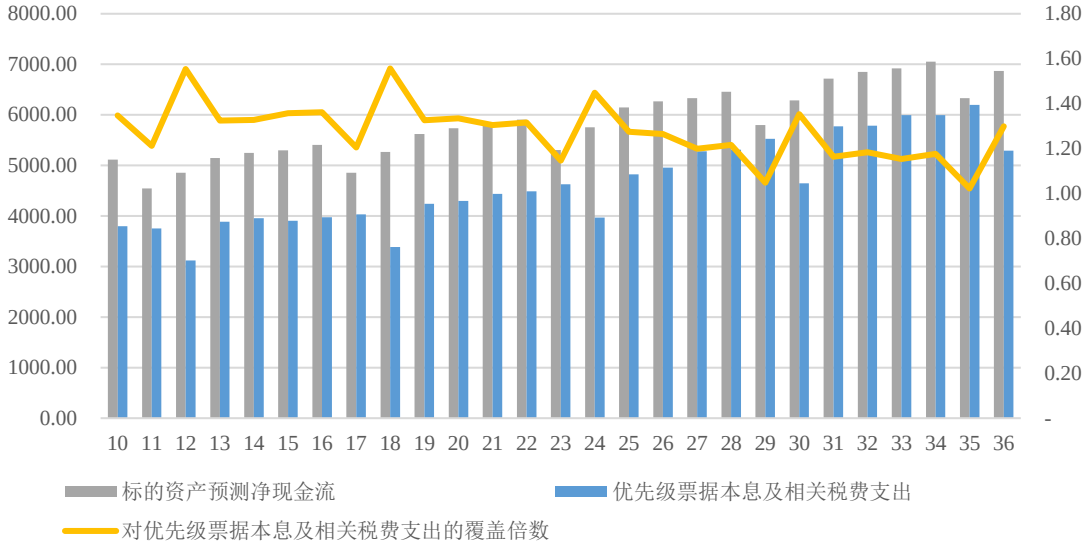
联合资信对资产支持票据信用等级的评定是对票据违约风险的综合评价，是以基础资产的信用表现为基础，结合交易结构分析、压力测试，综合判定受评优先级票据本金和利息获得及时、足额支付的可能性。联合资信通过使用偿债覆盖倍数（DSCR）和优先级票据相对标的物业评估价值的比率（LTV）两个指标来量化评估标的物业形成的资产对优先级票据的保障程度。

1 偿债覆盖倍数

基础情景下的测试结果

根据交易安排，信托贷款的本息偿还始终能够覆盖本交易应承担的当期税费及其他相关费用、清算费（如有），以及优先级票据的当期预期收益和应付本金。因此，下文直接展示标的物业预测净现金流对优先级票据本息及相关税费支出的偿债覆盖倍数。联合资信继续采用《现金流预测报告》的预测值测算标的物业预测净现金流对“19 中关电子 ABN001 优先”本金及预期收益偿付能力情况，详见下图表。

图表 5 • 标的物业预测净现金流对优先级票据本息及相关税费支出的覆盖倍数（单位：万元、倍）



注：1. 第 10 期为 2024 年 6 月－2024 年 12 月，后续以此类推；2 覆盖倍数=标的物业预测净现金流/（优先级票据当期本息支出+资金信托及票据信托的费用及税费支出）；
资料来源：联合资信整理

图表 6 • 优先级票据本息及相关税费支出覆盖倍数（单位：倍）

类别	DSCR 区间
优先级票据本息及相关税费支出 DSCR	1.02~1.56

资料来源：联合资信整理

经测算，标的物业预测净现金流对“19 中关电子 ABN001 优先”本息及相关税费支出的最低覆盖倍数为 1.02 倍，标的物业预测净现金流可以覆盖优先级票据本息及相关税费支出，但保障程度较弱。

压力情景下的测试结果

出于谨慎考虑，联合资信进一步模拟测算标的物业运营净现金流可承受的极限压力范围。测算结果表明，考虑优先级票据实际票面利率以及本交易相关税费的情况下，当标的物业净现金流下跌幅度超过 2.17%时，调整后的标的物业预测净现金流或将无法足额覆盖优先级票据本息及相关税费支出。

2 抵押物压力测试

（1）抵押物评估价值

跟踪期内，标的物业未进行跟踪评估，仍以深圳市戴德梁行土地房地产评估有限公司（以下简称“戴德梁行”）于评估基准日（2022 年 4 月 15 日）得到抵押物评估值 18.44 亿元为计算依据。在抵押物评估价值成立的情形下，“19 中关电子 ABN001 优先”剩余本金的抵押率为 52.71%，较上次票据跟踪基准日（54.88%）下降 2.17 个百分点。

（2）跌价测试

联合资信根据戴德梁行评估的标的物业价值进行了压力测试。考虑到标的物业处置时，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。为剔除税费因素，联合资信假设扣除项目金额自首次评估基准日起不变。经测算，当抵押物价值下跌不超过 27.05%，处置净现金流可以覆盖“19 中关电子 ABN001 优先”未偿本金。综合来看，抵押物处置现金流对剩余优先级票据本金的保障程度仍较弱。

图表 7 • 抵押物处置现金流对“19 中关电子 ABN001 优先”本金覆盖水平（单位：亿元、倍）

下跌比例	处置净现金流	剩余资金对剩余优先级票据的覆盖倍数
0.00%	11.89	1.2231
10.00%	11.18	1.1506
20.00%	10.33	1.0623
27.05%	9.72	1.0001

资料来源：联合资信整理

综上所述，标的物业预测净现金流可以覆盖优先级票据本息及相关税费支出，但保障程度较弱；抵押物价值对优先级票据未偿本金的保障程度略有提高，但抵押物处置价值对剩余优先级票据本金的保障程度仍较弱。

差额支付承诺人朝阳国资履约能力极强，考虑到其提供的差额支付承诺，“19 中关电子 ABN001 优先”到期不能偿付的概率极低。

五、参与机构履职能力分析

1 借款人/抵押人/出质人/资产服务机构/回购承诺人/赎回义务人

截至2024年3月底，中关村电子城注册资本和实收资本均未发生变化，中关村电子城由北京望京新兴产业区综合开发有限公司100.00%持股，实际控制人为北京市朝阳区人民政府国有资产监督管理委员会。

截至 2023 年底，中关村电子城资产总额 56.47 亿元，较上年底增加 3.70%；负债总额 43.09 亿元，较上年底增加 3.64%；所有者权益合计 13.39 亿元，较上年底增加 3.91%。2023 年，中关村电子城实现营业总收入 4.71 亿元，同比增长 1.85%；实现利润总额 0.66 亿元，同比增长 277.43%，主要系 2022 年中关村电子城计提大额应收账款坏账准备使 2022 年利润总额较低所致。2023 年，中关村电子城经营活动净现金流 1.99 亿元，投资活动净现金流-0.01 亿元，筹资活动净现金流 0.54 亿元。

截至 2024 年 3 月底，中关村电子城资产总额 56.18 亿元，负债总额 42.66 亿元，所有者权益合计为 13.39 亿元。2024 年 1－3 月，中关村电子城实现营业收入 1.19 亿元，实现利润总额 0.19 亿元。

根据中关村电子城提供的《企业信用报告》，截至 2024 年 5 月 10 日，中关村电子城已结清、未结清信贷业务中无不良或关注类信息记录。截至 2024 年 7 月 26 日，经查询国家企业信用信息公示系统、证券期货市场失信记录查询平台、中国执行信息公开网、国家税务总局网站和信用中国，未发现中关村电子城存在重大失信信息。

总体看，中关村电子城盈利状况有所改善，其作为借款人/抵押人/出质人/资产服务机构/回购承诺人/赎回义务人，履职情况稳定。

2 其他重要参与方

跟踪期内，本交易受托人、资金保管机构未发生替换，履职情况稳定。

结合对本交易的参与机构履职能力分析，联合资信认为无需调整量化测试结果。

六、评级结论

联合资信通过对本交易所涉及的基础资产及其项下标的物业运行情况、票据兑付情况、量化模型测试、参与机构的履职能力以及外部增信等因素进行了综合考量，确定“北京中关村电子城建设有限公司 2019 年第一期资产支持票据”项下“19 中关电子 ABN001 优先”的信用等级维持 AAA_{sf}，“19 中关电子 ABN001 次”未予评级。

上述“19 中关电子 ABN001 优先”的评级结果反映了该类资产支持票据利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约概率极低。

附件 1-1 北京朝阳国有资本运营管理有限公司主体信用分析

一、企业基本情况

北京朝阳国有资本运营管理有限公司（以下简称“公司”或“朝阳国资”）原名北京市朝阳区国有资本经营管理中心，系经北京市朝阳区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“朝阳区国资委”）《关于组建北京市朝阳区国有资本经营管理中心的决定》（朝国资文〔2009〕90 号）批准，朝阳区国资委将下属九家二级子公司净资产进行投资成立的公司，注册资本 100.00 亿元。2021 年 9 月 28 日经朝阳区国资委《关于北京市朝阳区国有资本经营管理中心改制事项的批复》（朝国资文〔2021〕262 号）批准，同意公司由原全民所有制企业改制为有限责任公司（国有独资）。截至 2024 年 3 月底，公司注册和实收资本均为 100.00 亿元，唯一股东及实际控制人均为朝阳区国资委。

跟踪期内，公司经营业务无重大变动，涵盖商业贸易、房地产、基础设施建设、酒店餐饮、旅游服务、物业管理等，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为城市基础设施投资企业（行业分析详见《2024 年城市基础设施建设行业分析》）。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 1996.20 亿元，所有者权益 351.81 亿元（含少数股东权益 23.89 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 152.20 亿元，利润总额-39.69 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 2010.17 亿元，所有者权益 369.23 亿元（含少数股东权益 20.82 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 42.17 亿元，利润总额-1.50 亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区朝阳公园南路 1 号沙排院 4 幢一层 118 房间；法定代表人：张浩楠。

二、跟踪期主要变化

（一）重大事项

2023 年年初，朝阳区国资委在公司体系内成立三大集团。

2023 年 2 月，为贯彻落实党的二十大精神、做强做优做大国有企业，朝阳区国资委在公司旗下整合成立北京朝阳文旅发展集团有限公司（以下简称“文旅集团”）、北京朝阳国际科技发展集团有限公司（以下简称“科技集团”）、北京朝阳城市发展集团有限公司（以下简称“城发集团”）三大集团，加快推动国有资本向符合区域功能定位和战略需要的领域集中。其中，文旅集团由北京昆泰控股集团有限公司（以下简称“昆泰集团”）、北京世奥森林公园开发经营有限公司（以下简称“世奥公园公司”）、北京朝阳公园开发经营有限责任公司（以下简称“朝阳公园公司”）、北京蓝岛大厦有限责任公司（以下简称“蓝岛大厦”）和北京瑞之德置业有限公司整合组建，定位为文商旅产业融合发展的平台公司，以承担朝阳区文商旅产业统筹开发和商业运营为主要业务；科技集团以北京望京新兴产业区综合开发有限公司（以下简称“望京综开”）为主体整合相关科技企业，定位为科技创新发展的平台公司，将统筹全区科技创新产业资源和人才，以市场化方式推进朝阳区科技创新发展和科技园区开发建设运营、招商引资、科技投资及产业服务等业务；城发集团以北京市朝阳城市建设综合开发有限责任公司（以下简称“朝阳综开”）为主体整合相关企业，定位为农村城市化和城市建设服务及运营的总平台公司，以市场化方式统筹推进棚户区改造、城市有机更新等业务，加快推进城市化进程。经过本轮重组整合后，公司下属一级子公司缩减至 9 家。

北京东方园林环境股份有限公司（以下简称“东方园林”）涉及多起债务逾期、法律标记事项，并被监管机构立案调查，上述事项对东方园林后续生产经营的影响有待关注；同时，公司为其提供较大规模的资金支持，需关注东方园林的预重整及后续债务的偿还情况。

因子公司东方园林不能清偿到期债务且明显缺乏清偿能力，但具有重整价值，公司作为其间接控股股东、最大债权人，于 2024 年 5 月 8 日向北京市第一中级人民法院（以下简称“北京一中院”）提交对东方园林进行重整及预重整的申请；5 月 9 日，北京一中院决定对东方园林启动预重整，不代表北京一中院会最终受理公司对东方园林的重整申请，东方园林后续是否进入重整程序尚存在不确定性。根据《深圳证券交易所股票上市规则》相关规定，法院裁定受理重整申请后，深圳证券交易所将对公司股票叠加实施退市风险警示。

截至 2023 年底，东方园林总资产合计 361.89 亿元，资产负债率为 97.07%，债务负担很重。自东方园林并表后，公司先后通过提供借款、担保、差额补足等直接和间接方式为东方园林提供资金支持，缓解其流动性压力；2023 年，公司向东方园林拆入资金合计 69.97 亿元，同时公司提供给东方园林一笔定向借款，年末余额为 18.52 亿元；根据公开信息披露，截至 2024 年 3 月底，公司本部对东方园林以流动性支持为名提供借款本金 105.18 亿元，其中 5.95 亿元本金已逾期。截至 2023 年底，公司对东方园林提供的担保余额为 57.35 亿元，其中公司提供差额补足的金额为 27.59 亿元。

截至 2023 年底，东方园林涉及 3 笔债务逾期，累计逾期金额 2.62 亿元。同时，2023 年以来，东方园林多次因工程合同纠纷、应收账款清收纠纷等问题被列入被执行人名单。2023 年 7 月 12 日，东方园林因涉嫌信息披露违法违规被中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）立案调查。截至 2024 年 6 月底，东方园林及其控股子公司连续十二个月内累计的诉讼涉案金额合计约为人民币 24.25 亿元（含东方园林作为原告的应收账款清收案件），约占其最近一期经审计净资产绝对值的 1231.72%。

（二）经营方面

1 业务经营分析

2023 年，受制于东方园林的园林环保业务规模收缩，公司营业总收入同比下滑，其他业务板块收入规模呈小幅波动，商业贸易、物业管理、房产销售等业务板块为毛利润的主要来源，综合毛利率较为稳定。

跟踪期内，公司业务维持商业贸易、房地产、基础设施建设、酒店餐饮、旅游服务、物业管理等板块的经营格局，仍主要由下属各子公司经营。2023 年，公司实现营业总收入 152.20 亿元，同比下降 13.00%。其中，商业贸易业务仍为公司最核心的收入来源，2023 年收入规模稳中有增；园林环保业务收入延续大幅下滑趋势，2023 年同比大幅下降 85.22%，主要系受外部环境制约环保在建工程进展缓慢，且新项目当期转化率较低所致；酒店餐饮板块收入同比增长 151.20%，主要得益于市场整体需求随经济环境恢复增长所致，但收入规模体量较小，房地产销售和旅游服务板块收入同比均小幅增长。

公司毛利润主要来源于商业贸易、物业管理和房地产销售板块，三个业务板块产生的毛利润占比超 90%。2023 年，公司综合毛利率为 20.06%，同比增加 0.69 个百分点。其中，园林环保板块因东方园林收入规模大幅收缩，致使毛利率下降至-376.94%；商业贸易业务较其他业务板块毛利率相对偏低，2023 年同比下降 0.97 个百分点；旅游服务板块由于业务开展前期投入较多，营业成本增幅较大（2023 年同比增加 102.33%），导致毛利率水平下降 13.88 个百分点；其余各板块业务毛利率同比均有不同程度增加。

图表 1 • 2021－2023 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商业贸易	110.00	42.79%	13.96%	91.75	52.45%	15.52%	93.00	61.10%	14.55%
物业管理	14.67	5.71%	46.97%	19.18	10.96%	42.70%	17.89	11.75%	50.20%
房地产销售	7.34	2.86%	63.08%	13.16	7.52%	43.84%	13.27	8.72%	57.12%
旅游服务	3.52	1.37%	90.91%	3.09	1.77%	86.08%	3.13	2.06%	72.20%
酒店餐饮	2.42	0.94%	59.92%	1.66	0.95%	54.52%	4.17	2.74%	71.46%
园林环保	101.86	39.63%	9.38%	32.27	18.45%	-24.70%	4.77	3.13%	-376.94%
其他	17.24	6.71%	79.76%	13.84	7.91%	72.87%	15.98	10.50%	82.48%
合计	**257.05**	**100.00%**	**21.33%**	**174.94**	**100.00%**	**19.37%**	**152.20**	**100.00%**	**20.06%**

注：1.各板块收入加总与合计数不一致，主要系四舍五入所致；2.其他主要为柜台租金、厂家通道费、代收电费等收入
资料来源：联合资信根据公开资料整理

（1）商业贸易业务

跟踪期内，商业贸易板块收入比重进一步提升，但盈利能力仍偏弱；受市场竞争加剧的影响，核心经营主体京客隆主营收入和毛利率有所下行，批发业务存在上下游账期不匹配的矛盾。

跟踪期内，公司开展商业贸易业务的主体仍为子公司北京朝富国有资产管理有限公司（以下简称“朝富国资”）控股的北京京客隆商业集团股份有限公司（以下简称“京客隆”）、蓝岛大厦和北京潘家园国际民间文化发展有限公司（以下简称“潘家园公司”）。2023 年，该板块收入占营业总收入的比重增加至 61.10%，仍是公司最大的收入来源，但受制于行业特性，该板块盈利及利润贡献水平相对有限。

截至 2023 年末，朝富国资持有京客隆 1.67 亿股，持股比例为 40.61%，无质押。2023 年京客隆实现营业总收入 94.68 亿元，其中主营业务收入 84.91 亿元，同比下降 1.96%，是公司商业贸易板块主要的收入贡献主体（占公司商业贸易板块收入的比重超 90%）。跟踪期内，京客隆的运营模式未发生重大变化。京客隆主要覆盖区域仍以北京市、河北、陕西部分地区为主，通过直营连锁店为主、综合超市和便利店特许经营为辅开展零售业务，对各门店的商品采购进行统一管理，所选供应商为各领域的知名品牌和大厂家，保持较强的渠道优势，2023 年京客隆零售业务销售收入同比下降 12.39%，毛利率小幅下降 1.51 个百分点，主要由于 2022 年京客隆作为生活物资保障类型企业，承担稳定民生的重任，在疫情特殊时期以满足大众物资需求为主要目的，而 2023 年经济活动开始恢复常态导致门店的客流有所下降；此外，京客隆通过子公司北京朝批商贸股份有限公司（以下简称“朝批商贸”）运营批发供应业务，拥有 600 多个品牌代理权，涉及近 2 万个品

种，与多数著名生产企业建立合作关系，主要代理商品大类包括酒类、食品和副食品、日化用品等，主要经销品牌有五粮液、茅台、蒙牛、德芙等知名品牌；下游合作客户主要有家乐福、物美、沃尔玛、永辉、欧尚、华联、世纪联华等，销售渠道通畅；2023 年批发业务实现收入同比增加 4.77%，受益于跨境电商业务的拓展，毛利率下降 2.16 个百分点，主要系受到整体经济下滑的影响，低价促销增加所致。

图表 2 • 2021－2023 年京客隆主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务类型	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
零售业务	32.44	32.12%	17.64%	33.98	39.23%	17.05%	29.77	35.06%	15.54%
批发业务	68.44	67.76%	9.24%	52.46	60.57%	11.73%	54.96	64.73%	9.52%
其他产品	0.12	0.12%	36.99%	0.17	0.20%	32.27%	0.18	0.21%	42.45%
合计	**101.00**	**100.00%**	**11.97%**	**86.61**	**100.00%**	**13.86%**	**84.91**	**100.00%**	**11.70%**

注：各板块收入加总与合计数不一致，主要系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公开资料整理

跟踪期内，京客隆对上下游对手方的结算方式未发生重大变化。零售业务方面，京客隆维持与供应商良好的长期业务关系，结算账期一般控制在 30~60 天，对于盐、烟等特殊商品，采用现款结算，经营灵活；下游销售方面，京客隆通过从产品和价格方面制定整体营销计划和日常促销方案，有效拉动收入、控制库存，良好控制贸易风险。批发业务方面，上游 80%的供应商需要在全额预付货款后才能发货，从付款到收到货物有 45~60 天的时间，且京客隆大部分情况下通过现金支付，以承兑汇票方式结算的情况占 20%~30%；而京客隆对下游客户一般给予 90 天的账期，主要合作伙伴可适当延长，对于水奶制品、食品、副食品等日配商品，账期较短，在 45 天左右，需持续关注批发业务面临上下游账期不匹配的矛盾。

蓝岛大厦和潘家园公司商业贸易收入规模较小。跟踪期内，两家公司的经营模式未发生重大变化，其中，蓝岛大厦仍定位为现代都市百货店，经营产品以服装服饰为主，家用家居、食品、数码等为辅，通过在自有物业中对外零售商品以赚取差价、以及与品牌合作获得收益分成等模式获利，受到电商销售的冲击，门店经营增长缓慢；潘家园公司主要负责潘家园旧货市场的经营管理，通过租金获取收入。

（2）城市基础设施建设业务

跟踪期内，公司仍为北京市朝阳区重要的基础设施建设主体，各项目建设投资以财政拨款代建为主，多数基建项目无需公司进行垫资，资金压力相对较小，需关注地方财政情况变化对项目资金支持的影响。

公司作为北京市朝阳区重要的基础设施建设主体，承担着朝阳区内重大基础设施建设任务，跟踪期内具体业务经营主体仍为子公司北京宝嘉恒基础设施投资有限公司（以下简称“宝嘉恒”）、文旅集团下属的昆泰集团、科技集团下属的望京综开、城发集团下属的朝阳综开和北京国际商务中心区开发建设集团有限公司（以下简称“CBD 公司”）。

跟踪期内，各子公司的职责范围未发生重大变化。公司承接的基建项目资金来源多为财政拨款或政府专项债，收到款项主要通过“专项应付款”或“其他应付款”等科目进行核算，投资支出主要通过“存货”或“在建工程”等核算；多数项目无需垫资，资金压力相对较小，资金支出按区域财政情况及工程进度稳步推进。

其中，宝嘉恒继续负责朝阳区市政道路的征地拆迁、道路工程建设，建设资金均源于朝阳区财政拨款或政府专项债；宝嘉恒的投资支出，以及按投资支出 2%~3%计提的代建管理费通过“在建工程”核算，公司不确认基建相关收入，项目完工后，由朝阳区政府验收，资产仍不出表。截至 2023 年底，宝嘉恒重要在建项目有 13 个，预计总投资合计 40.33 亿元，累计投资 27.02 亿元。

望京综开主要承担望京地区中关村电子城西区及北扩区域的市政建设任务和区内重大项目投资。截至 2023 年底，望京综开基建板块主要在建项目为望京国际人才公寓项目，该项目预计总投资 37.00 亿元，其中包括 22.00 亿元土地出让金，由财政拨款，剩余部分为建安费用和工程建设费用，由望京综开自筹，该项目累计投资 31.73 亿元，未来该项目计划通过租赁收入实现资金平衡。

昆泰集团负责温榆河公园朝阳段孙河乡区域的基建相关项目，项目建设资金均源于市级、区级资金。截至 2023 年底，昆泰集团基建板块有 5 个主要在建项目，计划总投资为 30.75 亿元，累计投资 15.16 亿元。

朝阳综开主要对其负责的棚改区域周边提供配套基建。截至 2023 年底，朝阳综开基建板块有 3 个主要在建项目，计划总投资为 12.19 亿元，累计投资 2.46 亿元，项目建设资金来源均为财政拨款。

CBD 公司主要负责北京商务中心区的基础设施建设。截至 2023 年底，CBD 公司主要在建项目为“CBD 核心区地下公共空间市政交通基础设施及配套工程项目”，该项目计划总投资为 44.75 亿元，累计投资 31.79 亿元，该项目建设资金通过财政拨款解决。

（3）房地产相关板块

跟踪期内，公司保障房和商品房的销售回款进度良好，在建棚改和保障房项目的剩余投资规模较大，虽棚改项目资金以政府专项债和财政拨款为主，公司仍存在一定资金筹措压力。

跟踪期内，公司房地产相关板块包括房地产开发、棚改及保障房业务，主要仍通过下属 CBD 公司、文旅集团下属的昆泰集团和城发集团运营。根据政府规划，2023 年以朝阳综开为主体新组建的城发集团未来将承接更多土地整理项目，同时将谋划参与区内城市更新项目。

棚改业务方面，公司棚户区改造业务主要在朝阳区内开展，跟踪期内保持强区域专营性，其中 CBD 集团主要负责中心商务区的棚户区改造项目，昆泰集团主要负责孙河及三间房棚改项目，城发集团主要负责朝阳区 18 个街乡的土地一级开发、集体土地管理及城市更新业务。截至 2024 年 3 月底，公司主要在建棚改项目共 6 个，计划总投资合计 1028.68 亿元，累计投资合计 630.95 亿元，资金来源主要为财政拨款、政府专项债和自筹资金，以前两大来源为主，在建项目剩余投资仍较大，业务可持续性尚可；暂无拟建棚改项目。

保障房业务方面，城发集团作为保障房建设主体，按照政府要求建设保障房，通过政府划拨土地建设，建设资金均为自筹；截至 2024 年 3 月底，已完工在售的保障房项目共 3 个，各项目销售进度均超 90%，累计已回款 40.50 亿元，回款进度良好；在建保障房项目 2 个，计划总投资 61.00 亿元，尚需投资规模为 32.89 亿元，仍有一定的资金筹措压力，2023 年在建项目实现销售收入 11.05 亿元，占公司房地产销售收入的比重超 80%；同期末，公司暂无拟建保障房项目。

房地产开发方面，昆泰集团具备房地产二级开发资质，主要负责朝阳区朝外核心地区商业开发，收入仍主要来源于房产销售及房屋租赁收入。截至 2024 年 3 月底，该板块主要在售项目为湖光壹号，该项目总投资 24.67 亿元，可售面积 13.35 万平方米，待售面积 3.57 万平方米，销售回款 53.41 亿元，销售回款情况良好。同期末，公司房地产板块暂无在建项目，亦无土地储备；参股项目方面，昆泰集团与北京金隅地产开发集团有限公司（以下简称“金隅集团”）合作开发十八里店朝阳港项目，该项目为北京四环的住宅项目，已经于 2022 年开工，操盘方为金隅集团，昆泰集团作为投资人持有 40%项目公司股权，预计总投资额约 16 亿元。

（4）园林环保业务

跟踪期内，东方园林继续推进园林环保板块业务，但受外部环境制约，在建项目施工进度缓慢，新项目拓展面临诸多困难，相关收入进一步下滑；同期，生态建设板块回款缓慢问题仍未有明显改善，东方园林继续计提大额减值损失，使得该板块净利润亏损进一步加剧。

公司园林环保板块仍由全资子公司北京朝汇鑫企业管理有限公司（以下简称“朝汇鑫”）下属上市子公司东方园林运营。截至 2024 年 3 月底，公司通过朝汇鑫和北京市盈润汇民基金管理公司（有限合伙）合计持有东方园林 10%的股份（无质押），为东方园林的控股股东。

跟踪期内，东方园林继续开展生态建设业务、环保业务和循环经济业务，业务模式未发生重大变化。

生态建设业务方面，东方园林仍通过 EPC 或 PPP 模式参与地方政府海绵城市建设、河道修复、水景观提升、乡村污水处理等业务，2023 年该板块营业收入为-14.27 亿元，主要由于受到宏观经济环境影响，地方政府财政压力加大，东方园林为控制投资节奏，继续推进原有项目的收尾和结算，部分项目因融资未正常落地等因素导致停工停产、中途甩项验收核算，对应冲减了部分前期已确认的营业收入。2023 年新签订单开始恢复，合同签订金额超 40 亿元（2022 年新签合同额仅 4.57 亿元），但新签订单产值的当期转化率较低。截至 2023 年底，东方园林未完工 PPP 项目共 125 个，EPC 及其他模式项目 188 个，合计未完工合同额为 159.56 亿元。

环保业务方面，东方园林维持工业废弃物销售和固废处置两大方向，2023 年两大业务方向分别实现收入 15.54 亿元和 3.49 亿元，分别同比下降 34.54%和 14.82%，主要系废钢价格倒挂导致下游需求减少，东方园林收缩工业废弃物销售的业务规模；固废处置业务规模下降主要受到市场竞争加剧导致处置价格下跌，加之上游产废企业缩量减产等因素的影响。

此外，跟踪期内东方园林对难以回收、账龄长的应收账款及尚未确权的合同资产，继续计提大规模的信用减值损失和资产减值损失，对整体利润总额形成很大侵蚀，使得东方园林归属于母公司的净利润维持大额亏损。

图表 3 • 东方园林 2021—2023 年收入和利润情况（单位：亿元）

业务类型	2021 年	2022 年	2023 年
营业总收入	104.87	34.09	5.69
其中：生态建设业务	34.14	4.76	-14.27
环保业务	67.72	27.85	19.04
其他	3.01	1.47	0.92
毛利润	9.76	-8.40	-18.52

资产减值损失	-2.59	-16.47	-5.55
信用减值损失	-7.13	-16.14	-9.15
利润总额	-13.05	-56.67	-49.35
归属于母公司所有者权益的净利润	-11.58	-58.17	-50.83

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（5）其他业务

跟踪期内，公司其他业务板块规模不大，基本稳定经营。

公司物业管理板块主要由子公司文旅集团负责运营，包括物业管理、写字楼和商业租赁等业务；文旅集团所持写字楼资产主要位于朝阳区朝阳门外大街，周边办公楼集聚，区位优势明显。跟踪期内，文旅集团的物业管理运营模式未发生重大变化，2023 年以来，公司大部分商业物业的平均租金单价较上年有所提升，且出租率基本与上年持平，整体商业物业收入有所提升。

酒店经营方面，收入主要由昆泰集团旗下 3 家自主运营的酒店实现，分别是昆泰嘉禾酒店、望京昆泰酒店和昆泰嘉年华酒店。2023 年昆泰集团主要持有酒店入住率有所提升，实现酒店经营收入 3.93 亿元，同比增加 152.93%。

旅游服务业务运营主体为世奥公园公司和朝阳公园公司，该板块主要通过提供娱乐设施、举办活动以及收取门票获得相关收入，同时政府每年还将按照公园的运营情况给予一定的养护补贴。该板块毛利率水平较高，但收入规模仍相对较小。

2 信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司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；联合资信发现公司下属子公司东方园林存在有息债务逾期的情况，截至 2023 年底，涉及金额本息合计 2.62 亿元，债务逾期未对公司其他业务经营产生重大不利影响。

截至 2024 年 7 月 15 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。

（三）财务方面

公司 2023 年财务报告由致同会计师事务所（特殊普通合伙）进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2024 年一季度财务报表未经审计。

2023 年，根据朝阳区国资委相关文件要求，将公司持有的昆泰集团、蓝岛大厦等 5 家公司全部股权无偿划转至新组建的文旅集团，将公司持有的望京综开、北京朝阳国际科技创新服务有限公司股权无偿划转至新组建的科技集团，将公司持有的朝阳综开股权无偿划转至新组建的城发集团，经过本轮重组整合后，公司下属一级企业缩减至 9 家，除上述股权变动，2023 年合并范围未发生重大变化；截至 2024 年 3 月底，公司纳入合并范围一级子公司 9 家。整体看，公司财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

截至 2023 年底，公司资产规模小幅提升，资产构成以货币资金、基建和棚改业务产生的存货、往来款及承接的基建项目等为主，跟踪期内资产结构相对均衡，资产的收益性和流动性偏弱。

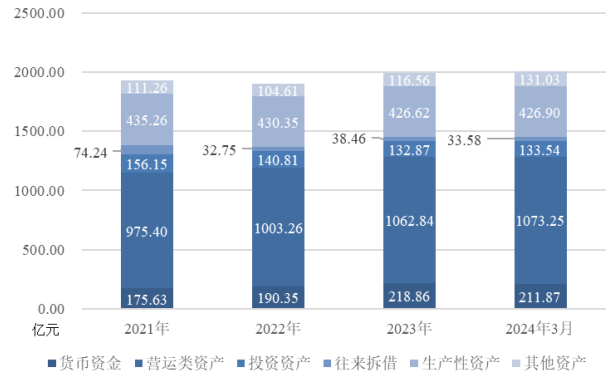
跟踪期内，公司维持以基础设施建设、商业贸易、园林环保、房地产开发、物业租赁等板块为主的业务格局，资产主要为上述业务形成的货币资金、项目开发成本、在建或已完工未结算的项目、市政道路资产等。截至 2023 年底，公司资产规模较上年底增长 4.94%，主要系基础设施建设业务形成的存货规模增加所致；资产结构维持均衡，流动资产比重提升 1.16 个百分点至 53.15%。具体而言，公司货币资金较为充裕，2023 年底非受限货币资金占资产总额的比重为 10.66%；营运类资产仍为公司资产的主要构成（占总资产的 53.24%），其中，公司承担的基建业务形成的存货和长期应收款伴随项目持续建设，始终为公司最核心的资产，且呈现增长趋势，但受制于代建业务模式，资产的收益性偏弱；合同资产主要为子公司东方园林在建或已完工未结算的环保园林项目，较上年底减少 22.62%，主要系项目结转收入及计提减值准备规模增加所致；应收账款主要是东方园林的项目结算产生的应收款（2023 年底东方园林应收账款账面价值为 62.74 亿元），还包括应收北京市朝阳区财政局 19.32 亿元（较上年底无变动，未计提坏账准备），该款项为朝阳区政府暂未支付给朝阳公园公司关于阿里巴巴北京总部园区项目的土地开发补偿费，应收账款整体坏账准备计提比例为 39.31%；预付款项较上年底下降 16.17%，主要为尚未结算

的房地产项目款、预付货款；此外，公司还包括东方园林因 PPP 项目成立项目公司的投资（计入其他非流动金融资产）和 PPP 在建工程项目（计入其他非流动资产）、自持物业、市政道路资产、土地等生产性资产。

截至 2024 年 3 月底，公司资产总额及资产结构较上年底变化不大。

资产受限方面，2023 年底，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值合计 142.32 亿元，占同期末资产总额的 7.13%，受限比例较低。

图表4 • 2021－2023年底及2024年3月底主要资产构成情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图表5 • 2023年底公司受限资产明细（单位：亿元）

资产名称	受限金额	占总资产的比例	受限原因
货币资金	6.14	0.31%	保证金存款等
应收账款	42.32	2.12%	借款质押
固定资产	14.04	0.70%	借款抵押
投资性房地产	13.11	0.66%	借款抵押
其他非流动金融资产	4.01	0.20%	借款质押、冻结
其他非流动资产	46.07	2.31%	借款质押
股权	13.42	0.67%	借款质押、冻结
其他	3.21	0.16%	借款抵押
合计	**142.32**	**7.13%**	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

跟踪期内，受东方园林亏损影响，公司所有者权益有所下降，权益结构稳定性仍较好。

截至 2023 年底，公司所有者权益 351.81 亿元，较上年底下降 10.73%，主要由于东方园林亏损导致少数股东权益较上年底大幅下降 67.81%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 93.21%，少数股东权益占比为 6.79%；归属母公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，未分配利润较上年末基本稳定；截至 2024 年 3 月底，资本公积增加带动所有者权益规模增加 17.42 亿元，权益结构未发生重大变化。跟踪期内，公司所有者权益结构稳定性仍较好。

跟踪期内，负债规模有所提升，债务期限结构较为均衡，整体债务负担仍偏重。

伴随资产规模提升，跟踪期内公司负债规模延续增长态势（2022 年底较上年底增长 4.16%），较 2023 年底增长 9.04%，仍以非流动负债为主（占比为 63.97%）。截至 2023 年底，公司负债主要包括园林环保板块形成的应付账款和合同负债、因承接基建项目形成的长期应付款和专项应付款、以往来款为主的其他应付款，以及有息债务等。公司全部债务较上年底下降 16.40%，主要系长期借款和应付债券规模下降所致，长期债务占比小幅下降至 60.41%，债务仍以长期为主；截至 2023 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 82.38%、53.27%，较上年末分别上升 3.09 个百分点、下降 1.63 个百分点，整体债务负担偏重。截至 2024 年 3 月底，负债总额和结构较上年底变动不大。

图表 6 • 2021－2023 年底及 2024 年 3 月底公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	**578.95**	**39.99%**	**594.05**	**39.39%**	**592.52**	**36.03%**	**583.03**	**35.53%**
短期借款	80.93	13.98%	83.15	14.00%	81.22	13.71%	59.01	10.12%
应付账款	141.54	24.45%	132.07	22.23%	118.22	19.95%	115.15	19.75%
其他应付款（合计）	172.83	29.85%	149.91	25.24%	164.19	27.71%	165.00	28.30%
一年内到期的非流动负债	30.05	5.19%	81.60	13.74%	73.31	12.37%	85.63	14.69%
合同负债	120.66	20.84%	110.45	18.59%	124.93	21.09%	126.21	21.65%
非流动负债	**868.90**	**60.01%**	**914.03**	**60.61%**	**1051.87**	**63.97%**	**1057.91**	**64.47%**
长期借款	307.19	35.35%	163.14	17.85%	136.12	12.94%	168.28	15.91%
应付债券	66.27	7.63%	116.58	12.75%	86.27	8.20%	56.29	5.32%
长期应付款	184.13	21.19%	319.99	35.01%	330.89	31.46%	790.24	74.70%

专项应付款	256.42	29.51%	262.87	28.76%	454.13	43.17%		
负债总额	**1447.85**	**100.00%**	**1508.07**	**100.00%**	**1644.39**	**100.00%**	**1640.94**	**100.00%**

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2023 年公司营业总收入同比下降，期费后利润持续为负，减值损失计提同比下降带动利润总额亏损缺口同比缩小；跟踪期内，受制于东方园林的大额亏损，公司整体盈利指标仍然很弱。

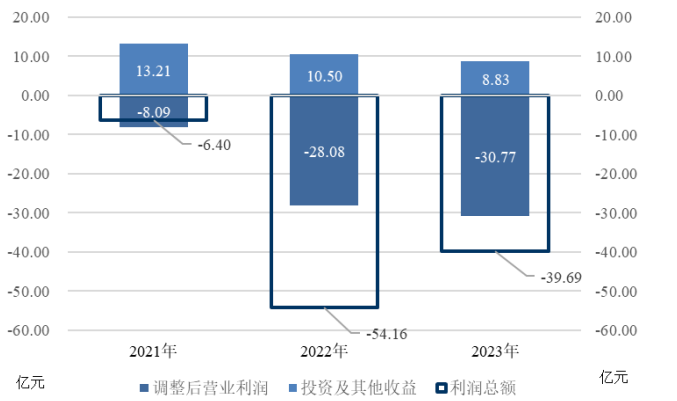
2023 年园林环保板块业务规模收缩，带动公司营业总收入同比下降 13.00%，相应毛利润有所下滑，经营性利润持续为负；同期，东方园林业务经营未获改善，导致应收账款和合同资产的减值损失持续计提，2023 年减值损失计提 16.77 亿元（同比下降 18.06 亿元），带动利润总额亏损缺口同比缩小 14.48 亿元，其他收益和投资收益对利润亏损有一定的弥补作用，两者合计为 6.32 亿元。

图表7 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	257.05	174.94	152.20	42.17
毛利润	54.84	33.88	30.53	10.98
期间费用	58.57	57.57	56.93	13.42
投资收益	2.59	2.41	1.27	0.05
其他收益	8.64	7.01	5.05	0.77
减值损失（合计）	-10.89	-34.84	-16.77	0.94
利润总额	-6.40	-54.16	-39.69	-1.50
营业利润率	19.64%	16.86%	17.19%	24.04%
总资本收益率	0.90%	-5.16%	-4.01%	--
净资产收益率	-1.54%	-15.47%	-13.03%	--

注：减值损失为资产减值损失与信用减值损失合计数，“-”表示损失
资料来源：联合资信根据公开资料整理

图表8 • 2021－2023年公司利润构成及变化趋势



注：调整后营业利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用；非经常性损益=其他收益+投资净收益+公允价值变动净收益+资产处置收益+营业外收入
资料来源：联合资信根据公开资料整理

跟踪期内，公司收入实现质量保持较好水平，筹资活动前现金净流出规模同比扩大，对外融资需求持续存在。

2023 年，公司经营活动现金流由上年同期的净流入转为净流出，主要由于东方园林项目回款进度较缓，使得经营现金流入量同比减少，整体上主业收入实现质量维持较好水平；投资活动现金维持净流出，主要系收回投资收到的现金及收到其他与投资活动有关的现金减少所致；筹资活动前现金流净额持续为负，且资金缺口有所扩大，公司加大对外筹资的力度，2023 年筹资活动现金流量净额为 97.66 亿元，可覆盖经营及投资活动产生的资金缺口。

图表 9 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	403.65	262.77	243.13	60.09
经营活动现金流出小计	358.65	244.30	266.06	65.88
经营现金流量净额	**45.00**	**18.47**	**-22.93**	**-5.79**
投资活动现金流入小计	31.57	42.88	16.08	0.83
投资活动现金流出小计	112.64	79.27	64.93	6.99
投资活动现金流量净额	**-81.07**	**-36.39**	**-48.85**	**-6.17**
筹资活动前现金流量净额	**-36.07**	**-17.93**	**-71.79**	**-11.95**
筹资活动现金流入小计	369.19	363.17	323.67	48.19
筹资活动现金流出小计	495.31	329.92	226.00	41.32
筹资活动现金流量净额	**-126.11**	**33.25**	**97.66**	**6.86**
现金收入比（%）	**109.35**	**109.60**	**131.50**	**107.86**
现金及现金等价物净增加额	**-162.19**	**15.30**	**25.88**	**-5.09**

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司长短期偿债指标表现较弱，授信渠道较为通畅。

2023 年底，公司流动比率和速动比率较上年底分别提高至 179.07%和下降至 97.53%，流动资产对流动负债的保障程度尚可，现金类资产对短期债务覆盖能力有所改善，经营活动现金流及利润相关指标维持较弱。

图表 10 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率	175.76%	166.48%	179.07%	181.84%
	速动比率	113.06%	103.82%	97.53%	97.11%
	经营现金/流动负债	7.77%	3.11%	-3.87%	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.38	0.11	-0.14	--
	现金类资产/短期债务（倍）	1.57	1.15	1.38	1.41
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	28.40	-26.36	-7.18	--
	全部债务/EBITDA（倍）	18.33	-18.19	-55.88	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.09	0.04	-0.06	--
	EBITDA/利息支出（倍）	1.73	-1.66	-0.46	--
	经营现金/利息支出（倍）	2.74	1.16	-1.47	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公开资料整理

对外担保方面，截至 2023 年底，公司对外担保余额为 28.07 亿元，占同期末净资产的比例为 7.98%，被担保单位均为国有企业，代偿风险相对较小。

未决诉讼方面，截至 2023 年底，子公司东方园林被诉案件涉案金额为 14.87 亿元，公司本部不存在重大未决诉讼。

3 公司本部主要变化情况

公司本部不从事具体业务运营，承担主要的对外融资职能，资产主要由货币资金、其他应收款和长期股权投资等构成，公司本部债务偿还依赖再融资。

2023 年底，公司本部资产总额较上年末增长 14.31%至 420.53 亿元，资产结构仍以其他应收款和长期股权投资为主，占总资产的比重分别为 38.20%和 54.76%，其中，其他应收款以对下属子公司及其他企业的拆借款，较上年底增加 84.89%，主要系增加对东方园林、诚通证券股份有限公司的往来款所致（2022 年底对东方园林往来款余额为 31.23 亿元）；长期股权投资主要为对子公司的投资，较上年底小幅下降；此外，公司本部货币资金为 16.49 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司本部资产总额及结构较上年底变动不大。

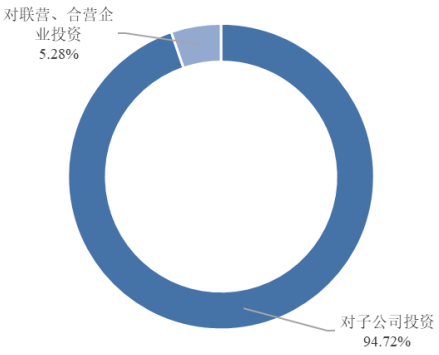
图表11 • 2023年底公司本部其他应收款前五大情况

（单位：亿元）

单位名称	账龄	金额	占其他应收款总额比例
东方园林	1-3 年	100.68	62.67%
昆泰集团	1-2 年	31.22	19.43%
北京东方园林环境投资有限公司	1-2 年	10.01	6.23%
诚通证券股份有限公司	1 年以内	10.00	6.22%
京赢科技集团有限公司	1 至 4 年	4.89	3.05%
合计	--	**156.80**	**97.60%**

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图表12 • 2023年底公司本部长期股权投资情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司本部主要承担对外融资任务，2023 年底负债总额较上年底增加 31.49%，其中，银行借款（含长期和短期）和应付债券规模较大，债务刚性很强，2023 年底公司本部长期借款、一年内到期的非流动负债、短期债务分别增加 43.34 亿元、26.70 亿元和 7.00 亿元，带动全部债务较上年底增长 40.65%达到 197.65 亿元，2023 年公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别较上年底提高 6.51 个百分点和 8.11

个百分点，本部债务负担加重。公司本部所有者权益基本稳定，仍以实收资本和资本公积为主。截至 2024 年 3 月底，公司本部债务及权益规模和结构较上年底变动不大。

公司本部作为主要的融资主体，收入主要通过拆借资金、提供担保实现资金占用费及利息收入、担保费收入等实现，2023 年本部营业总收入同比增长 135.57%；同时，公司本部财务费用始终维持在较高水平，2023 年计入财务费用的利息费用同比增加 52.93%，调整后的营业利润转正（2023 年为 0.78 亿元），实现投资收益 0.58 亿元，对利润有一定补充，2023 年公司本部利润总额为 1.37 亿元。

2023 年底，本部现金短期债务比下降至 0.21 倍，本部存在一定短期偿债压力。2023 年公司本部分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 7.13 亿元，无法有效覆盖本部利息，债务偿还依赖再融资。

三、外部支持

1 支持能力

朝阳区政府支持能力强。

朝阳区作为北京城六区之一，始终保持较强的经济财政实力。2023 年朝阳区实现国内生产总值 8387.20 亿元，在北京市下辖各区中位列第 2 位；一般公共预算收入全市领先，2023 年实现 563.49 亿元，增速为 12.00%，财政自给率为 102.87%。近年来朝阳区依托其文化资源、涉外资源、商贸资源、金融资源等，形成了以金融业、租赁业和商务服务业占主导，高新技术产业支撑、文化创意产业集群发展的多元化产业格局，“十四五”期间，朝阳区将进一步优化产业结构，加快优势产业发展，为全区经济、财政实力增长提供了有力支撑。

2 支持可能性

公司区域重要性高，与政府关联度高，政府过往支持力度大。

公司由朝阳区国资委直接控股，朝阳区重要的基础设施建设与国有资产经营主体，根据区政府统筹承担区域内重大项目投融资任务，是朝阳区“十四五”城乡一体化建设的重要参与主体，在基础设施建设、土地整理、棚户区改造等方面处于垄断地位，股权结构和业务开展均与区政府具有高度的关联性，区域重要性很高。

跟踪期内，公司在政府补助、项目建设专项资金拨付等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息形成重要支撑。其中，2023 年，公司收到计入其他收益核算的政府补助金额为 5.05 亿元，主要构成为财政拨款的专项应付款净增加 191.26 亿元。

四、跟踪评级结论

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，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定。

附件 1-2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	184.83	201.17	219.67	212.54
应收账款（亿元）	108.02	113.43	97.09	96.94
其他应收款（亿元）	74.24	32.75	38.46	33.58
存货（亿元）	363.04	372.20	483.16	494.02
长期股权投资（亿元）	11.60	20.77	24.77	31.01
固定资产（亿元）	87.94	86.07	85.02	84.08
在建工程（亿元）	144.86	149.49	151.13	154.39
资产总额（亿元）	1927.94	1902.15	1996.20	2010.17
实收资本（亿元）	100.00	100.00	100.00	100.00
少数股东权益（亿元）	134.66	74.22	23.89	20.82
所有者权益（亿元）	480.08	394.07	351.81	369.23
短期债务（亿元）	117.86	174.64	158.73	150.50
长期债务（亿元）	402.59	305.00	242.24	243.57
全部债务（亿元）	520.45	479.64	400.98	394.07
营业总收入（亿元）	257.05	174.94	152.20	42.17
营业成本（亿元）	202.21	141.06	121.67	31.18
其他收益（亿元）	8.64	7.01	5.05	0.77
利润总额（亿元）	-6.40	-54.16	-39.69	-1.50
EBITDA（亿元）	28.40	-26.36	-7.18	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	281.08	191.74	200.14	45.48
经营活动现金流入小计（亿元）	403.65	262.77	243.13	60.09
经营活动现金流量净额（亿元）	45.00	18.47	-22.93	-5.79
投资活动现金流量净额（亿元）	-81.07	-36.39	-48.85	-6.17
筹资活动现金流量净额（亿元）	-126.11	33.25	97.66	6.86
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.29	1.57	1.44	--
存货周转次数（次）	0.60	0.38	0.28	--
总资产周转次数（次）	0.13	0.09	0.08	--
现金收入比（%）	109.35	109.60	131.50	107.86
营业利润率（%）	19.64	16.86	17.19	24.04
总资本收益率（%）	0.90	-5.16	-4.01	--
净资产收益率（%）	-1.54	-15.47	-13.03	--
长期债务资本化比率（%）	45.61	43.63	40.78	39.75
全部债务资本化比率（%）	52.02	54.90	53.27	51.63
资产负债率（%）	75.10	79.28	82.38	81.63
流动比率（%）	175.76	166.48	179.07	181.84
速动比率（%）	113.06	103.82	97.53	97.11
经营现金流动负债比（%）	7.77	3.11	-3.87	--
现金短期债务比（倍）	1.57	1.15	1.38	1.41
EBITDA 利息倍数（倍）	1.73	-1.66	-0.46	--
全部债务/EBITDA（倍）	18.33	-18.19	-55.88	--

注：朝阳国资合并 2024 年一季度财务数据未经审计
资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 1-3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+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%
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

调整后营业利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用

附件 2-1 主体主动评级（公开评级）长期信用等级设置及含义

联合资信主体主动评级或公开评级长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}。除 AAA_{pi} 级、CCC_{pi} 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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	不能偿还债务

附件 2-2 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 2-3 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}和 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。

各等级含义如下表所示。

级别设置	含义
AAA_{sf}	还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA_{sf}	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A_{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBB_{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB_{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B_{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCC_{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
CC_{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C_{sf}	不能偿还债务