

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

2025 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕7685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年度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年度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

二〇二五年七月三十日

声 明

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

二、本报告系联合资信接受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。

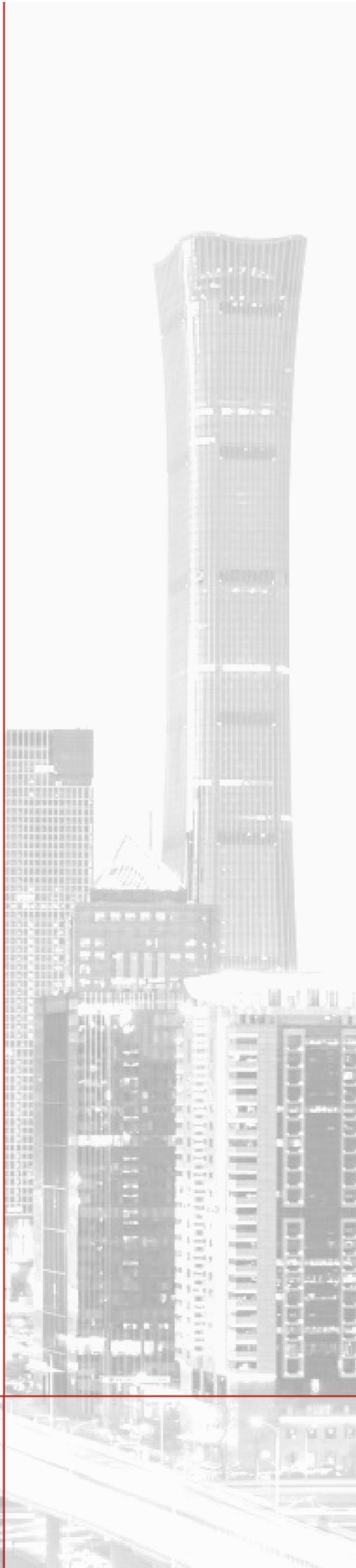
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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 年度第一期资产支持票据

2025 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 中关村电子 ABN001 优先	9.30	9.72	99.89%	99.90%	AAA _{sf}	AAA _{sf}
19 中关村电子 ABN001 次	0.01	0.01	0.11%	0.10%	NR	NR
票据合计	9.31	9.73	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 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 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 资产跟踪基准日： 2025/05/31 本次票据跟踪基准日： 2025/06/05 本次跟踪期间： 2024/06/06-2025/06/05 票据法定到期日： 2039/12/05	基础情景 标的物业预测净现金流对“19 中关村电子 ABN001 优先”本息及相关税费支出的最低覆盖倍数为 1.02 倍	压力情景 当标的物业净现金流较预测值下跌幅度超过 2.18% 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
	量化模型测试——LTV	
	处置物业资产	优先级票据的 LTV 为 50.43%，可承受跌价极值为 31.95%

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 年度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，标的物业实现净现金流高于预测值。量化测试结果显示，抵质押担保措施对“19 中关村电子 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主体长期信用等级为 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 年度第一期资产支持票据”项下“19 中关村电子 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，跟踪期内，整租方已足额缴纳整租租金。
- **朝阳国资履约能力仍极强。** 朝阳国资保持较高的区域地位，持续获得政府的有力支持；朝阳国资经营格局维持多元，基建业务具备区域经营壁垒。

¹ 本评级结果为主动评级结果（pi 代表主动评级），评级资料主要来源于公开信息，与委托评级相比，评级调查工作（可能无）和评级信息存在不充分等局限性。联合资信不对评级报告所记载内容的真实性、完整性、及时性作任何保证。本评级结果和评级报告中记载的内容不应作为对任何投资行动的建议，联合资信不对因使用此评级结果或评级报告中记载的内容所造成的任何损失承担任何责任。

关注

- **仍需关注标的物业的运营情况，续租租金单价下降，未来标的物业净现金流可能无法覆盖优先级票据本息及相关税费支出。**标的物业现金流的实现依赖整租方能按时支付整租租金，且整租协议期限无法覆盖本交易存续期，存在一定续租及空置风险。同时，续租租金单价将于 2025 年 8 月下调，调整后标的物业净现金流或将无法覆盖对优先级票据本息及相关税费支出。
- **仍需关注朝阳国资的相关财务风险和运营风险。**朝阳国资盈利指标很弱，2024 年出现超上年末净资产百分之十的重大损失；资产质量有待提升；偿债指标有待改善。

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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月	项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	201.17	219.75	156.07	244.15	经调整的营业利润率（%）	-12.04	-16.77	-14.04	-4.76
资产总额（亿元）	1902.15	1990.94	1949.89	2093.73	现金及现金等价物净增加额（亿元）	15.30	31.85	-73.97	67.02
所有者权益（亿元）	394.07	350.05	290.84	290.04	资产负债率（%）	79.28	82.42	85.08	86.15
短期债务（亿元）	174.64	158.73	159.37	82.80	全部债务资本化比率（%）	54.90	53.39	59.42	60.88
长期债务（亿元）	305.00	242.24	266.53	368.49	流动比率（%）	166.48	178.76	286.03	299.49
全部债务（亿元）	479.64	400.98	425.91	451.29	经营现金流入量/流动负债（倍）	0.44	0.41	1.18	0.40
营业总收入（亿元）	174.94	152.30	164.81	34.67	现金短期债务比（倍）	1.15	1.38	0.98	2.95
利润总额（亿元）	-54.16	-39.51	-105.77	-2.11	EBITDA 利息倍数（倍）	-1.66	-0.45	-4.34	--
EBITDA（亿元）	-26.36	-7.00	-68.53	--	全部债务/EBITDA（倍）	-18.19	-57.28	-6.21	--
经营性净现金流（亿元）	18.47	-16.96	-53.00	78.21					

注：1. 朝阳国资 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 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
2024/07/30	AAA _{sf}	阅读全文
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

2025 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：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

截至票据跟踪基准日，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 年度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（2024/06/06—2025/06/05），优先级资产支持票据（以下简称“19 中关村电子 ABN001 优先”或“优先级票据”）合计分配收益 3173.04 万元，兑付本金 4200.00 万元；次级资产支持票据（以下简称“19 中关村电子 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（2025 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 中关村电子 ABN001 优先		19 中关村电子 ABN001 次	
	本金	利息	本金	利息
2024/12/05	2100.00	1608.19	0.00	0.00
2025/06/05	2100.00	1564.85	0.00	0.00
合计	4200.00	3173.04	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（单位：亿元）

票据简称	金额		占比		票面利率	预期到期日	兑付情况
	本次	上次	本次	上次			
19 中关村电子 ABN001 优先	9.30	9.72	99.89%	99.90%	3.30%	2037/12/05	正常
19 中关村电子 ABN001 次	0.01	0.01	0.11%	0.10%	--	2037/12/05	正常
票据合计	9.31	9.73	100.00%	100.00%	--	--	--

注：1.分配方式上，“19 中关村电子 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 中关村电子 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 日起调整为 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；2024 年，北京经济总体保持稳定增长态势；北京市写字楼新增供应量大幅下降，市场租金持续下行；标的物业仍整租予爱立信（中国）通信有限公司，下一租赁期续租合同已签署，续租租金单价有所下降，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（2025 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

根据《北京市 2024 年国民经济和社会发展统计公报》，2024 年北京市地区生产总值（GDP）达到 4.5 万亿元，比上年增长 5.2%。其中，第一产业增加值占比较小，第二产业增加值同比增长 3.5%，第三产业增加值同比增长 6.0%。三次产业结构持续优化，第三产业占比进一步提升。2024 年，北京市常住人口 2184.3 万人，较上年增长 0.5%；常住人口城镇化率继续保持高位，达到 87.1%。

全年全市居民人均可支配收入 85415 元，比上年增长 4.5%，扣除价格因素实际增长 4.4%。城镇居民人均可支配收入 92464 元，比上年增长 4.3%；农村居民人均可支配收入 39856 元，增长 6.7%。城乡居民人均可支配收入比值为 2.32，比上年缩小 0.05。全年固定资产投资（不含农户）比上年增长 5.1%。全年房地产开发投资比上年下降 10.6%。全市房屋施工面积 11309.5 万平方米，比上年下降 9.8%。其中，本年新开工面积 1286.9 万平方米，增长 2.4%。全年房屋竣工面积 1652.5 万平方米，下降 21.8%。全年新建商品房销售面积 1118.7 万平方米，下降 1.2%。

商业地产行业作为房地产行业的子行业，其发展主要受到社会资金成本和经济增速的推动，自 2021 年以来商业地产开发投资走弱态势较为显著。叠加需求不振和房地产行业融资恶化等因素影响，商业地产竣工面积有所下降，但整体库存压力依然较大。2024 年商业地产行业在销售端延续去库存态势，新增供应持续缩减，开发投资低迷。租赁方面，一线城市零售物业出租率有一定企稳改善迹象，但租金水平仍缓步下滑；写字楼出租率和租金水平下降态势仍较显著。展望 2025 年，随着商场类物业过去几年较为倚赖的餐饮业态出现下滑态势，国家是否能针对消费端出台强力刺激政策对于商场类物业将有较大影响；在经济增长面临较多不确定性因素的环境下，办公楼租金收入预计仍将下行；商业地产企业面临投资性房地产估值下降风险，或将影响利润水平和长期偿债能力。详见《2025 年商业地产行业分析》。

戴德梁行出具的《北京写字楼市场 2024 四季度》数据显示，2024 全年北京累计新增供应量达 27.3 万平方米，分别较 2023 年和 2022 年全年下降 55%和 35.6%。2024 年四季度，持续的“降本增效”和“以价换量”策略致使北京写字楼市场租金继续下行。全市租金环比下降 8.0%，同比下降 17.8%至 244.8 元/平方米·月。市场租金的持续走低和新入市项目的提前预租推动四季度净吸纳量达 10.6 万平方米，全年净吸纳量较前两年有所好转为 31.8 万平方米。2024 年四季度，北京市空置率同比下降 0.4 个百分点至 18.3%。

（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（2025 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（2024 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”），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。2025 年 7 月 3 日，双方签署《爱立信研发中心二期及三期续租合同》（以下简称“《续租合同》”），续租范围包括入池标的物业，续租期限 5 年，租赁期限为 2025 年 8 月 25 日—2030 年 8 月 24 日；地上面积租金为 4.00 元/天·平米，较前一租赁期下降 27.27%；地下面积为 1.00 元/天·平米，较前一租赁期下降 40.48%；承租人按月支付租金。根据《续租合同》2026 年标的物业应收整租租金为 6715.55 万元。

根据本交易资产服务机构中关村电子城提供的资料，跟踪期内爱立信中国已支付应付租金。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。

2024 年，标的物业经营现金流入 11516.58 万元，同比增长 0.27%；实现经营现金净流入 10136.66 万元，同比增长 0.27%。2025 年 1—5 月，标的物业经营现金流 4750.93 万元，达到 2024 年经营现金流入的 41.25%；实现经营现金净流入 4191.32 万元，达到 2024 年经营现金净流入的 41.35%。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	2023 年	2024 年	2025 年 1—5 月
现金流入合计	11485.12	11516.58	4750.93
租金收入	11485.12	11516.58	4750.93
现金流出合计	1375.40	1379.92	559.61
维修费	54.49	34.56	1.00
管理费	0.00	0.00	0.00
房产税	1312.58	1316.18	542.42
城镇土地使用税	3.91	23.48	9.78

² 截至 2025 年 7 月 29 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。

印花税	0.00	0.00	0.01
保险	4.41	5.70	6.40
经营净现金流	10109.72	10136.66	4191.32

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，标的物业实现净现金流高于预测值。

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》”），2024 年 6 月—2025 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³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 2024 年 11 月 21 日和 2025 年 5 月 22 日向单一资金信托账户划付当期债权本息 3768.39 万元和 3728.21 万元。单一资金信托账户于 2024 年 11 月 26 日和 2025 年 5 月 23 日向票据信托账户划付 3712.50 万元和 3673.67 万元，可覆盖当期优先级票据利息支出。标的物业经营净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
2024 年 6 月-2024 年 11 月	5115.03	5484.09	7.22%	3768.39
2024 年 12 月-2025 年 5 月	4546.69	5454.23	19.96%	3728.21
合计	9661.72	10938.32	13.21%	7496.60

注：归集现金流为监管户支付至单一资金信托账户的资金

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期在 2025 年 10 月（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 50.43%。

³ 《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 2022 年至 2024 年历史经营数据，运营支出占租金收入的比例平均约 12%。

(3) 触发机制

跟踪期间，本交易未触发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}^4 ，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）。跟踪期间，本交易未触发差额支付启动事件。

朝阳国资作为朝阳区重要的基础设施建设与国有资产经营主体，跟踪期内，朝阳国资保持了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；截至 2025 年 3 月底，朝阳国资注册资本和实收资本均为 100.00 亿元，唯一股东及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（以下简称“朝阳区国资委”）。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”）于 2024 年 12 月 30 日完成破产重整计划执行。经营方面，朝阳国资维持多元化的业务布局，商业贸易业务仍为朝阳国资收入最主要的来源，板块盈利能力有所改善；环保园林板块受制于子公司东方园林经营业绩不佳，收入呈现大幅收缩，受破产重组影响净利润延续大额亏损，对朝阳国资业绩稳定性造成不利影响；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，资金支出压力较小；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，受子公司东方园林执行重整计划影响，朝阳国资资产收益性和流动性仍偏弱；朝阳国资经东方园林重整执行后产生重整损失和因履行担保责任产生损失规模较大，2024 年利润总额亏损同比扩大，所有者权益因此继续下降，盈利指标很弱；筹资前活动现金缺口同比扩大，依赖对外融资；长短期偿债指标表现较弱，综合考虑朝阳国资在补助和政府专项债等方面能够获得政府大力支持，实际偿债能力很强。

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破产重整后债务风险的缓释，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，朝阳国资持续获得朝阳区政府在政府补助、政府专项债等方面的有力支持。

(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，业务可持续性较好。

关注

(1) 盈利指标很弱，2024 年出现超上年末净资产百分之十的重大损失。由于园林环保板块受东方园林业绩影响收入和利润骤降，加之东方园林破产重整形成的大额损失，对朝阳国资利润明显侵蚀，2024 年朝阳国资净利润为-108.72 亿元，归属于母公司所有者权益的净利润为-72.98 亿元，超过上年末净资产的 10%。

(2) 资产质量有待提升。朝阳国资资产主要为基础设施建设项目形成的开发成本或公益性资产，资产流动性较弱；同时，朝阳国资参与东方园林债务重整，部分债务转为信托份额收益权，相关资产处置收益具有较大的不确定性，资产收益性表现较弱。

(3) 偿债指标有待改善。跟踪期内，朝阳国资经营活动现金流呈净流出态势，加之 EBITDA 因东方园林持续呈现亏损态势，经营活动净现金流及 EBITDA 均无法对利息支出形成有效覆盖。

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概率的综合评价，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。

⁴ 本评级结果为主动评级结果（pi 代表主动评级），评级资料主要来源于公开信息，与委托评级相比，评级调查工作（可能无）和评级信息存在不充分等局限性。联合资信不对评级报告所记载内容的真实性、完整性、及时性作任何保证。本评级结果和评级报告中记载的内容不应作为对任何投资行动的建议，联合资信不对因使用此评级结果或评级报告中记载的内容所造成的任何损失承担任何责任。

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 • 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

注：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

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，当标的物业预测净现金流下跌幅度超过 2.18% 时，部分期次的标的物业净现金流将无法足额覆盖优先级票据本息及相关税费支出。根据续租合同，自 2025 年 8 月 25 日起整租租金单价分别下调 27.27%（地上部分）和 40.48%（地下部分），调整后的标的物业净现金流或将无法覆盖对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 50.43%，较上次票据跟踪基准日（52.71%）下降 2.28 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 31.95%，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 6 • 抵押物处置净现金流对“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	抵押物处置净现金流对剩余优先级票据的覆盖倍数
0.00%	11.89	1.2783
10.00%	11.18	1.2026
20.00%	10.33	1.1103
31.95%	9.30	1.0000

资料来源：联合资信整理

综上所述，抵质押担保措施对优先级票据的本息保障程度较弱。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 2025 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，股东变更为北京朝阳国际科技发展集团有限公司（持股 100.00%），实际控制人仍为朝阳区国资委。

截至 2024 年底，中关村电子城资产总额 55.79 亿元，较上年底下降 1.21%；负债总额 42.39 亿元，较上年底下降 1.62%；所有者权益合计 13.40 亿元，较上年底增长 0.12%。2024 年，中关村电子城实现营业总收入 3.88 亿元，同比下降 17.62%；实现利润总额 0.04 亿元，同比下降 93.28%。截至 2024 年底，中关村电子城流动比率 221.49%、速动比率 39.92%；EBITDA 利息倍数为 2.66 倍，全部债务/EBITDA 为 10.70 倍。

截至 2025 年 3 月底，中关村电子城资产总额 55.05 亿元，负债总额 41.72 亿元，所有者权益合计为 13.33 亿元。2025 年 1—3 月，中关村电子城实现营业收入 0.95 亿元，实现利润总额-0.07 亿元。

根据中关村电子城提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：911100007382200184），截至 2025 年 7 月 17 日，中关村电子城未结清信贷业务中无不良或关注类信息记录，已结清的信贷业务中有 22 个关注类账户，均已正常还款。

总体看，中关村电子城偿债能力一般，考虑其股东背景，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 年度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的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2025年3月底，公司注册资本和实收资本均为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多元产业投资控股企业。

截至2024年底，公司合并资产总额1949.89亿元，所有者权益290.84亿元（含少数股东权益22.90亿元）；2024年，公司实现营业收入总收入164.81亿元，利润总额-105.77亿元。

截至2025年3月底，公司合并资产总额2093.73亿元，所有者权益290.04亿元（含少数股东权益22.42亿元）；2025年1-3月，公司实现营业收入总收入34.67亿元，利润总额-2.11亿元。

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

北京东方园林环境股份有限公司（以下简称“东方园林”）完成重整计划执行，相关资产进行剥离后，持续经营及盈利能力或将得以改善，需关注东方园林经营管理改善情况及对公司再融资环境的影响。

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；同年11月22日，北京一中院裁定受理重整申请，根据重整计划，东方园林以原总股本26.85亿股为基数，按照每10股转增12.34股的比例，实施资本公积转增股本，转增股本33.14亿股，其中，9亿股引进产业投资者——朝阳环境集团有限责任公司和由国联基金设立的重整专项基金北京国朝东方绿能股权投资基金合伙企业（有限合伙），2亿股引进财务投资者——国寿财富和申优资产，15.14亿股用于清偿债务，7亿股预留未来引进投资者，所得资金用于解决职工等历史遗留问题、信托项下平台公司为实现债权人利益而必需的初始启动资金等。2024年12月30日，北京一中院裁定确认重整计划执行完毕，并终结东方园林的重整程序。

东方园林的主要资产为应收账款、合同资产、子公司股权、PPP项目公司股权等债权及股权类资产，由于难以在短期内处置或收回，且快速变现价值贬损大，因此，东方园林以债务清偿为目的设立破产服务信托，将除下属子公司北京华飞兴达环保技术有限公司、参股公司安徽省生态产品交易所有限责任公司之外全部控股和参股公司股权剥离至信托计划，重组资产的评估价值合计207.52亿元，信托机构根据信托合同约定在信托存续期内管理、处分信托财产，信托受益份额作为偿债资源抵偿给债权人，用于清偿债务。

截至2024年底，公司的子公司北京朝汇鑫企业管理有限公司（以下简称“朝汇鑫”）和北京市盈润汇民基金管理中心（有限合伙）（以下简称“盈润汇民”）均持有东方园林2.24%股权；根据重整计划，公司和盈润汇民作为债权人受领股票，受领股票数量分别占总股本的9.72%和0.23%，上述股票划转完成后，截至2025年3月底，东方园林控股股东由朝汇鑫变更为朝阳国资，公司直接持股比例为9.72%，盈润汇民持股2.47%，朝汇鑫持股2.24%，因此公司持有表决权比例为14.43%，在东方园林的董事会中绝对控制，东方园林实际控制人仍为朝阳区国资委。重整计划执行完成后，截至2024年底，东方园林总资产合计21.63亿元，所有者权益15.38亿元，其中实收资本59.99亿元，资本公积51.95亿元，未弥补亏损88.80亿元。

（二）经营方面

1 业务经营分析

2024年，公司营业总收入同比增长，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，综合毛利率稳中提升。

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。2024年，公司实现营业总收入164.81亿元，同比增长8.21%。其中，商业贸易业务仍为公司最核心的收入来源，2024年收入规模稳中有增；园林环保业务收入同比增长83.86%，主要系子公司东方园林推动过往项目结算实现的收入；酒店餐饮板块收入基本稳定，规模体量较小，房地产销售和旅游服务板块收入同比增长40.69%，主要系子公司北京朝阳城市发展集团有限公司（以下简称“城发集团”）房屋销售收入增加所致；其他板块收入基本稳定。

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95%。2024年，公司综合毛利率同比有所提升，主要得益于收入占比较大的商业贸易板块毛利率同比提升所致。其中，园林环保板块毛利率同比有所提升，但毛利润仍持续亏损，主要系东方园林因推进生态建设业务板块存量项目结算，最终结算扣减对当期营业收入冲减金额较大所致；由于子公司北京朝阳文旅发展集团有限公司（以下简称“文旅集团”）相关业务板块运营成本降低，旅游服务板块毛利率同比提升；其他业务板块毛利率大幅下降，主要系停车服务、项目管理等业务板块成本有所上升所致。

图表1·2022—2024年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022年			2023年			2024年		
	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	91.75	52.45%	15.52%	93.00	61.10%	14.55%	97.90	59.40%	19.15%
物业管理	19.18	10.96%	42.70%	17.89	11.75%	50.20%	19.02	11.54%	56.78%
房地产销售	13.16	7.52%	43.84%	13.27	8.72%	57.12%	18.67	11.33%	34.55%
旅游服务	3.09	1.77%	86.08%	3.13	2.06%	72.20%	3.47	2.11%	85.88%
酒店餐饮	1.66	0.95%	54.52%	4.17	2.74%	71.46%	4.15	2.52%	73.49%
园林环保	32.27	18.45%	-24.70%	4.77	3.13%	-376.94%	8.77	5.32%	-128.73%
其他	13.84	7.91%	72.87%	15.98	10.50%	82.48%	12.84	7.79%	42.21%
合计	174.94	100.00%	19.37%	152.20	100.00%	20.06%	164.81	100.00%	21.94%

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.其他主要为停车服务、柜台租金、厂家通道费、代收电费等相关收入
资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司合并口径资产主要集中于从事城市基础设施建设、房地产开发、棚改及保障房业务的三家下属子公司，即文旅集团、北京朝阳国际科技发展集团有限公司（以下简称“科技集团”）和城发集团，三家子公司系2023年朝阳区国企改革时成立，主要将公司原下属的企业进重组整合，收入和利润有一定贡献，其中，文旅集团和城发集团负债率水平较高。下属上市子公司东方园林和北京京客隆商业集团股份有限公司（以下简称“京客隆”）分别从事园林环保和商业贸易业务，京客隆是公司收入的最主要来源，但近两年净利润维持亏损；东方园林受破产重整影响，东方园林主要资产剥离至信托计划，资产规模有所下降，净利润维持大额亏损，同时由于经东方园林重整执行后产生重整损失规模较大，以及公司本部因履行担保责任产生损失较大，公司本部2024年亏损规模较大。

图表2·公司下属主要经营主体财务概况（单位：亿元）

公司名称	所属业务板块	持股比例	财务数据时间节点	资产总额	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	2023年净利润
北京京客隆商业集团股份有限公司	商业贸易	40.61%	2024年（底）	69.78	16.22	76.76%	96.34	-1.51	-0.53
北京东方园林环境股份有限公司	园林环保	14.43%		21.63	15.38	28.88%	8.77	-38.50	-51.84
北京朝阳文旅发展集团有限公司	城市基础设施建设、房地产相关等其他板块	100.00%	2023年（底）	608.45	111.24	81.72%	21.32	0.85	--
北京朝阳国际科技发展集团有限公司		100.00%		127.07	50.63	60.16%	10.01	0.91	--
北京朝阳城市发展集团有限公司		100.00%		352.16	51.24	85.45%	7.21	2.19	--
公司本部	--	--	2024年（底）	423.67	165.50	60.94%	6.73	-64.69	1.17
合并	--	--		1949.89	290.84	85.08%	164.81	-108.72	-45.85

注：持股比例为截至2025年3月底数据，考虑直接和间接合计持股比例；公司在东方园林的董事会中绝对控制，从而将其纳入合并范围
资料来源：联合资信根据公开资料整理

(1) 商业贸易业务

受市场竞争加剧的影响，2024年，商业贸易板块的核心经营主体京客隆主营业务毛利润有所减少，其中，零售业务收入有所下行，批发业务方面需关注上下游账期不匹配带来的营运资金占用。

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”）控股的京客隆（股票代码为0814.HK）以及文旅集团下属子公司北京蓝岛大厦有限责任公司（以下简称“蓝岛大厦”）和北京潘家园国际民间文化发展有限公司（以下简称“潘家园公司”）。

跟踪期内，京客隆业务主要分为零售和批发。零售业务方面，开展模式以直营店为主，加盟店为辅（其经营收入仅为收取的加盟费），业态包括大卖场、综合超市以及便利店；截至2024年底，京客隆拥有零售店铺100家，较上年底减少33家，地域分布以北京地区为重点，区域较为集中；2024年，京客隆零售业务销售收入同比下降15.18%，主要由于租约到期及经营策略调整关闭部分门店；零售业务毛利率提升0.3个百分点，主要由于产品结构的优化调整。批发业务方面，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，下设两个分销中心，分别位于北京市朝阳区和天津市；京客隆批发业务拥有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；2024年，京客隆的批发业务收入同比增长10.33%，受跨境电商业务拓展影响，毛利率下降3.4个百分点，主要由于部分商品采购成本的上涨。综合影响下，2024年，京客隆实现主营业务收入85.94亿元，同比增加1.21%，占公司商业贸易板块收入的比重超90%，主营业务毛利润7.70亿元，同比减少17.48%，主要系收入占比高的批发业务毛利率下降所致。

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带来的营运资金占用。

蓝岛大厦和潘家园公司商业贸易收入规模较小。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，资金垫付压力相对较小。

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，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”）、文旅集团下属的北京昆泰控股集团有限公司（以下简称“昆泰集团”）、科技集团下属的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”）、城发集团下属的北京市朝阳区城市建设综合开发有限责任公司（以下简称“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”）。

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。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。文旅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。朝阳综开主要对其负责的棚改区域周边提供配套基建。CBD公司主要负责北京商务中心区的基础设施建设。

(3) 房地产相关板块

跟踪期内，公司棚改项目资金以政府专项债和财政拨款为主，公司资金支出压力不大。

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，主要仍通过文旅集团和城发集团及其下属子公司运营。

棚改业务方面，公司棚户区改造业务主要在朝阳区开展，跟踪期内保持强区域专营性，其中CBD公司主要负责朝阳区农村

集体产业用地的开发、建设和运营，文旅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 6 月底，公司主要在建棚改项目共 7 个，计划总投资合计 1177.75 亿元，累计已投资 657.58 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 6 月底，已完工在售的保障房项目共 5 个，各项目销售进度均超 90%，累计已回款 94.01 亿元，回款进度良好；同期末暂无拟建保障房项目。

房地产开发方面，文旅集团子公司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 6 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 13.67 万平方米，待售面积 3.82 万平方米，销售回款 54.20 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

随着东方园林生态环保存量项目的持续结算，以及部分环保业务的阶段性收缩，2024 年营业收入虽同比提升但整体经营情况仍很弱，加之东方园林继续计提大额减值损失，净利润维持大额亏损。

东方园林业务以生态建设、环保业务（工业废弃物循环销售以及固废处置）为主。其中，生态建设业务为东方园林原核心业务，主要通过 EPC、PPP 以及 EOD 等模式开展水环境综合治理、市政园林和全域旅游等业务，2024 年由于推动部分生态建设板块存量项目的最终结算，最终结算扣减对当期营业收入冲减金额较大，冲减后的生态建设板块营业收入为 -5.21 亿元，同比减亏 63.45%。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，由于工业废弃物销售业务的阶段性收缩，2024 年收入同比下降 35.25%，固废处置业务营业收入和盈利相对稳定。

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 2022—2024 年收入和利润情况（单位：亿元）

业务类型	2022 年	2023 年	2024 年
营业总收入	34.09	5.69	8.77
其中：生态建设业务	4.76	-14.27	-5.21
环保业务	27.85	19.04	13.55
其他	1.47	0.92	0.43
毛利润	-8.40	-18.52	-11.29
资产减值损失	-16.47	-5.55	-22.01
信用减值损失	-16.14	-9.15	-2.02
利润总额	-56.67	-49.35	-38.51
归属于母公司所有者权益的净利润	-58.17	-50.83	-36.03

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据重整计划，未来，东方园林对传统生态业务将进行精细化管理，对环保和循环板块优质资产进行盘活，低效资产进行剥离，并增量布局集中式电站开发和运营、分布式能源项目开发和运营等新能源业务。

（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。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。公司旅游服务业务运营主体为北京世奥森林公园开发经营有限公司和北京朝阳公园开发经营有限责任公司，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。该板块收入和毛利率水平基本稳定。

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。

截至 2025 年 6 月 18 日，联合资信未发现公司本部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、证券期货市场失信记录、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、严重失信信息。

（三）财务方面

公司 2024 年财务报表由中兴华会计师事务所（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 2025 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2024 年，公司一级子公司未发生变动，截至 2024 年底，公司纳入合并范围一级子公司 9 家，公司财务数据可比性强。重大差错更正方面，2024 年对前期会计差错进行更正对财务报表期初数有一定影响，因此后续 2023 年采取调整后的财务数据。

1 主要财务数据变化

截至 2024 年底，公司资产规模小幅下降，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，受子公司东方园林执行重整计划的影响，公司资产结构有所变动，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、在建项目、市政道路资产等。截至 2024 年底，公司资产规模较上年下降 2.06%，主要系货币资金的减少，以及子公司东方园林执行重整计划带动相关资产的大幅下降；资产结构维持均衡，流动资产比重提升至 58.84%。

具体而言，2024 年底非受限货币资金占资产总额的比重为 7.12%；营运类资产仍为公司资产的主要构成（占总资产的 56.23%），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。合同资产和应收账款分别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、以及项目结算产生的应收款，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），2024 年底上述资产科目均呈现大幅下滑，主要系子公司东方园林执行重整计划，其新中标项目以及历史未结算项目均已通过司法重整剥离至信托平台，由此形成的信托受益权份额增加公司其他流动资产 84.23 亿元。公司预付款项主要为尚未结算的房地产项目款、预付货款；其他应收款较上年增长，主要系子公司承接朝阳区旧城改造等项目导致代收代付资金增加所致。此外，公司资产还包括自持物业、市政道路资产、土地等生产性资产。

资产受限方面，2024 年底，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值合计 31.56 亿元，占同期末资产总额的 1.62%，受限比例低。

截至 2025 年 3 月底，公司资产总额较上年增长 7.38%，主要源于债券发行增加了公司货币现金，同时由于项目的持续推进，公司其他应收款规模进一步增长。

图表4· 公司资产构成情况



图表5· 2024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	16.73	0.86%	冻结、保证金存款
应收账款	0.05	0.003%	借款质押
固定资产	0.01	0.001%	借款抵押、查封
投资性房地产	11.76	0.60%	借款抵押
其他权益工具投资	3.01	0.15%	借款质押、法院诉讼冻结
合计	31.56	1.62%	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

跟踪期内，受公司本部及东方园林亏损影响，公司所有者权益持续下降。

截至 2024 年底，公司所有者权益 290.84 亿元，较上年底下降 16.91%，主要由于公司本部及东方园林经营亏损当期净利润转入-72.98 亿元，导致期末未弥补亏损为 51.41 亿元。其中，归属于母公司所有者权益占比为 92.13%，少数股东权益占比为 7.87%；归属母公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，较上年底基本稳定。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益总额及结构未发生重大变化。

跟踪期内，公司有息债务规模有所提升，期限结构较为均衡，整体债务负担有所加重。

跟踪期内，公司负债规模小幅增长，仍以非流动负债为主。截至 2024 年底，公司负债主要包括因承接基建项目形成的合同负债、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，其中应付账款的大幅下降主要系子公司东方园林执行重整计划，其他应付款较上年底减少主要系结清部分企业往来款所致。截至 2024 年底，公司全部债务有所增长，主要为长短期银行借款的增加，债务仍以长期为主；截至 2024 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 85.08%和 59.42%，较上年末分别上升 2.67 个百分点和 6.03 个百分点，整体债务负担偏重。截至 2025 年 3 月底，随着债券的发行以及企业往来款的增加，公司负债规模增长，资产负债率水平进一步提升。

图表 6 • 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	594.05	39.39%	593.65	36.18%	401.10	24.18%	414.72	22.99%
短期借款	83.15	5.51%	81.22	4.95%	86.63	5.22%	77.12	4.28%
应付账款	132.07	8.76%	118.26	7.21%	11.48	0.69%	9.77	0.54%
其他应付款（合计）	149.91	9.94%	164.24	10.01%	114.68	6.91%	205.81	11.41%
一年内到期的非流动负债	81.60	5.41%	73.31	4.47%	70.95	4.28%	3.26	0.18%
合同负债	110.45	7.32%	125.03	7.62%	104.93	6.32%	95.97	5.32%
非流动负债	914.03	60.61%	1047.24	63.82%	1257.94	75.82%	1388.98	77.01%
长期借款	163.14	10.82%	136.12	8.30%	211.97	12.78%	232.11	12.87%
应付债券	116.58	7.73%	86.27	5.26%	37.70	2.27%	118.00	6.54%
长期应付款	319.99	21.22%	327.12	19.94%	261.03	15.73%	994.41	55.13%
专项应付款	262.87	17.43%	454.13	27.68%	701.18	42.26%		
负债总额	1508.07	100.00%	1640.89	100.00%	1659.04	100.00%	1803.69	100.00%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2024 年公司经营性利润持续为负，减值损失计提增加以及东方园林破产重整产生一定的损失，带动利润总额亏损缺口同比扩大，公司整体盈利指标很弱。

2024 年，公司营业总收入小幅增长，经营性利润持续为负；东方园林合同资产剥离前形成的资产减值损失，以及公司本部其他应收款的减值损失持续计提，2024 年减值损失（合计）计提 57.33 亿元；同时，公司本部以及子公司盈润汇民作为东方园林的债权人参与其破产重整，经重整执行后产生重整损失规模较大，以及公司本部因履行担保责任产生损失较大，当期大幅增加的营业外支出侵蚀利润，其他收益和投资收益虽对利润亏损有一定的弥补作用，但综合影响下，利润总额亏损持续扩大，2024 年实现净亏损 108.72 亿元，亏损规模占期末净资产的 37.38%，归属于母公司所有者的净利润转为大幅亏损。考虑到营业外支出中的损失不具有可持续性，公司盈利情况或将有所改善。

图表 7 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	174.94	152.30	164.81	34.67
经营性利润	-28.08	-30.48	-27.29	-2.59
投资收益	2.41	1.27	13.20	-0.57
其他收益	7.01	4.94	4.15	0.94
减值损失（合计）	-34.84	-16.77	-57.53	--
营业外支出	1.75	0.98	40.75	0.04
利润总额	-54.16	-39.51	-105.77	-2.11

净利润	-60.94	-46.57	-108.72	-2.56
归属于母公司所有者权益的净利润	-4.11	2.24	-72.98	-2.19
经调整的营业利润率	-12.04%	-16.77%	-14.04%	-4.76%
总资产收益率	-5.16%	-4.12%	-12.96%	-5.16%
净资产收益率	-15.47%	-13.30%	-37.38%	-15.47%

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；经营性利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

2024 年公司经营活动现金流维持较大缺口，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。

2024 年，公司经营活动现金流缺口同比扩大，投资活动现金维持净流出，缺口逐年扩大，主要系支付其他与投资活动有关的现金增加所致；筹资活动前现金流量净额持续为负，且资金缺口有所扩大，公司加大对外筹资的力度，2024 年现金及现金等价物净减少 73.97 亿元。

2025 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入 78.21 亿元，投资活动现金净流出 2.38 亿元，筹资活动现金净流出 8.82 亿元。

图表 8 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	262.77	244.88	471.55	164.29
经营活动现金流出小计	244.30	261.84	524.56	86.08
经营现金流量净额	18.47	-16.96	-53.00	78.21
投资活动现金流入小计	42.88	16.08	31.64	5.84
投资活动现金流出小计	79.27	64.93	107.42	8.21
投资活动现金流量净额	-36.39	-48.85	-75.77	-2.38
筹资活动前现金流量净额	-17.93	-65.82	-128.78	75.83
筹资活动现金流入小计	363.17	323.67	337.04	10.97
筹资活动现金流出小计	329.92	226.00	282.24	19.78
筹资活动现金流量净额	33.25	97.66	54.80	-8.82
现金收入比	109.60%	131.41%	105.79%	101.39%
现金及现金等价物净增加额	15.30	31.85	-73.97	67.02

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，考虑到公司在区域内突出的战略定位，实际偿债能力很强。

图表 9 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率	166.48%	178.76%	286.03%
	速动比率	103.82%	97.37%	120.60%
	经营现金流入量/流动负债	0.44	0.41	1.18
	经营现金/短期债务（倍）	0.11	-0.11	-0.33
	现金类资产/短期债务（倍）	1.15	1.38	0.98
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	-26.36	-7.00	-68.53
	全部债务/EBITDA（倍）	-18.19	-57.28	-6.21
	经营现金/全部债务（倍）	0.04	-0.04	-0.12
	EBITDA/利息支出（倍）	-1.66	-0.45	-4.34
	经营现金/利息支出（倍）	1.16	-1.09	-3.35

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

从偿债指标看，公司流动比率和速动比率波动明显，现金类资产对短期债务的保障能力有所减弱，经营活动现金流入量对流动负债的保障能力有所改善；EBITDA持续为负，无法对债务和利息支出形成有效覆盖。整体看，公司偿债指标表现较弱。考虑到公司维持朝阳区重要的基础设施建设与国有资产经营主体的战略定位，使其能够持续获得有力的外部支持，以及拥有很好的再融资能力，均为公司有息债务的偿还提供了一定的保障。

对外担保方面，截至2024年底，公司对外担保余额为23.64亿元，占期末净资产的比例为1.42%，其中对关联方的担保余额为8.64亿元，需关注被担保方的经营情况恶化而可能产生的代偿风险。重大未决诉讼方面，截至2024年底，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，资产主要由其他应收款、信托份额和长期股权投资等构成，2024年公司本部受到东方园林执行重整计划的影响而出现大额亏损，本部债务负担加重且本息偿还依赖再融资。

截至2024年底，公司本部资产总额小幅增长至423.67亿元，资产结构仍以其他应收款、信托份额形成的其他流动资产和长期股权投资为主，占总资产的比重分别为11.79%、19.48%和64.17%，其中，其他应收款以对下属子公司及其他企业的拆借款，较上年底大幅下降，主要因东方园林执行重整计划，对其往来款转为其他流动资产中的信托份额所致；长期股权投资主要为对子公司的投资，2024年公司本部对子公司的投资增加36.89亿元，系东方园林重整后，公司本部对其债权转为股权；此外，公司本部货币资金为12.10亿元。

图表 10 • 2024 年底公司本部其他应收款前五大情况（单位：亿元）

单位名称	款项性质	账龄	金额	占其他应收款 总额比例	坏账准备 期末余额
北京东园京西生态投资有限公司	其他往来款	1年以内、1-2年	12.98	16.88%	12.98
昆泰集团	关联方款项	1年以内、1-2年	31.21	40.58%	--
诚通证券股份有限公司	股权投资款	1-2年	10.00	13.00%	--
北京东方园林环境投资有限公司	关联方款项	1年以内、2-3年	7.18	9.33%	3.27
京赢科技集团有限公司	关联方款项	1年以内、1-4年	4.97	6.46%	4.71
合计	--	--	66.34	86.25%	20.96

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，2024年底全部债务较上年底增加24.12%，其中，银行借款和应付债券规模较大，债务刚性很强，2024年底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11.09个百分点和11.33个百分点，本部债务负担加重。受制于当期未弥补亏损63.81亿元，公司本部所有者权益有所下降。

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，公司本部财务费用随着债务规模的增加同比提升；非经营性损益方面，2024年，公司本部对多家子公司的其他应收款计提减值损失，同时，由于公司本部作为东方园林的债权人参与其破产重整，经重整执行后产生重整损失规模较大，以及公司本部因履行担保责任产生损失较大，2024年公司本部产生30.85亿元营业外支出。综合影响下，2024年本部利润总额呈现大额亏损。

图表 11 • 2022—2024 年公司本部盈利情况（单位：亿元）

	2022 年	2023 年	2024 年
营业总收入	2.48	5.85	6.73
毛利润	2.26	5.65	6.51
财务费用	3.00	4.64	5.11
其中：利息费用	3.98	6.09	6.53
减：利息收入	0.99	1.45	1.42
投资收益	2.55	0.58	-1.40
资产减值损失	--	--	-6.22
信用减值损失	--	--	-26.99
营业外支出	--	0.01	30.85
利润总额	1.63	1.37	-64.44

资料来源：联合资信根据公开资料整理

偿债能力方面，短期来看，截至 2025 年 3 月底，公司本部现金类资产和直接持股东方园林的期末参考市值合计 30.18 亿元，为当期本部短期债务的 0.27 倍；2024 年，公司本部经营活动现金净流出 10.05 亿元，无法覆盖净利息支出（利息费用－利息收入）5.11 亿元，实际利息支付对于外部筹资依赖大；长期来看，截至 2024 年底，公司本部现金类资产及股权类资产估值合计对本部全部债务的保障能力一般。

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。2024 年朝阳区实现国内生产总值 9230.10 亿元，在北京市下辖各区中位列第 2 位；2024 年朝阳区实现一般公共预算收入 566.33 亿元，增速为 0.50%，其中税收收入 500.40 亿元，财政自给率 96.03%；2024 年朝阳区政府性基金收入 245.26 亿元，同比增长；截至 2024 年底朝阳区地方政府债务余额 1226.18 亿元，负债率为 13.28%，负债率水平低。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。

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，是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，公司持续推进基础设施建设、棚户区改造等项目建设，由此形成的存货和长期应收款等资产规模持续增长。

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，2024 年，公司获得以地方性政府扶持奖金为主的其他收益 4.15 亿元，主要构成为财政拨款的专项应付款保持增长。

四、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险以及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体个体信用等级为 a^+ ，考虑到公司作为朝阳区重要的基础设施建设与国有资产经营主体，能够持续获得朝阳区政府的有力支持，外部支持提升 4 个子级，公司主体长期信用等级为 AAA_{pi} ，评级展望为稳定。

附件 1-2 北京朝阳国有资本运营管理有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	201.17	219.75	156.07	244.15
应收账款（亿元）	113.43	97.10	35.77	33.60
其他应收款（合计）（亿元）	32.75	38.56	85.64	183.85
存货（亿元）	372.20	483.16	663.56	670.13
长期股权投资（亿元）	20.77	24.77	26.90	33.12
固定资产（亿元）	85.89	84.34	51.10	50.29
在建工程（亿元）	149.49	151.14	171.61	174.77
资产总额（亿元）	1902.15	1990.94	1949.89	2093.73
实收资本（亿元）	100.00	100.00	100.00	100.00
少数股东权益（亿元）	74.22	23.89	22.90	22.42
所有者权益（亿元）	394.07	350.05	290.84	290.04
短期债务（亿元）	174.64	158.73	159.37	82.80
长期债务（亿元）	305.00	242.24	266.53	368.49
全部债务（亿元）	479.64	400.98	425.91	451.29
营业总收入（亿元）	174.94	152.30	164.81	34.67
营业成本（亿元）	141.06	121.79	128.65	24.79
其他收益（亿元）	7.01	4.94	4.15	0.94
利润总额（亿元）	-54.16	-39.51	-105.77	-2.11
EBITDA（亿元）	-26.36	-7.00	-68.53	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	191.74	200.14	174.35	35.15
经营活动现金流入小计（亿元）	262.77	244.88	471.55	164.29
经营活动现金流量净额（亿元）	18.47	-16.96	-53.00	78.21
投资活动现金流量净额（亿元）	-36.39	-48.85	-75.77	-2.38
筹资活动现金流量净额（亿元）	33.25	97.66	54.80	-8.82
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.57	1.44	2.47	--
存货周转次数（次）	0.38	0.28	0.22	--
总资产周转次数（次）	0.09	0.08	0.08	--
现金收入比（%）	109.60	131.41	105.79	101.39
营业利润率（%）	16.86	17.10	19.01	26.32
总资本收益率（%）	-5.16	-4.12	-12.96	--
净资产收益率（%）	-15.47	-13.30	-37.38	--
长期债务资本化比率（%）	43.63	40.90	47.82	55.96
全部债务资本化比率（%）	54.90	53.39	59.42	60.88
资产负债率（%）	79.28	82.42	85.08	86.15
流动比率（%）	166.48	178.76	286.03	299.49
速动比率（%）	103.82	97.37	120.60	137.90
经营现金流动负债比（%）	3.11	-2.86	-13.21	--
现金短期债务比（倍）	1.15	1.38	0.98	2.95
EBITDA 利息倍数（倍）	-1.66	-0.45	-4.34	--
全部债务/EBITDA（倍）	-18.19	-57.28	-6.21	--

注：公司合并 2025 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%
经调整的营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加+其他收益) / 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%
经营活动现金流入量/流动负债	经营活动现金流入量/流动负债合计
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 基础情景下优先级票据 DSCR（单位：万元、倍）

优先级票据利率 3.30%				
期数	标的物预测净现金流	优先级票据本金	优先级票据利息支出	优先级票据本息及相关税费支出覆盖倍数
12	4852.03	1500.00	1538.70	1.55
13	5146.79	2300.00	1505.61	1.32
14	5249.72	2400.00	1475.83	1.33
15	5301.19	2400.00	1428.28	1.36
16	5407.21	2500.00	1396.42	1.36
17	4853.53	2600.00	1355.05	1.20
18	5266.08	2000.00	1312.03	1.56
19	5624.03	2900.00	1271.96	1.33
20	5736.51	3000.00	1230.96	1.33
21	5792.75	3200.00	1174.87	1.31
22	5908.61	3300.00	1128.38	1.32
23	5303.59	3500.00	1067.92	1.15
24	5754.39	2900.00	1015.88	1.45
25	6145.53	3800.00	967.89	1.27
26	6268.44	4000.00	905.02	1.27
27	6329.90	4400.00	834.26	1.20
28	6456.50	4500.00	766.04	1.22
29	5795.37	4800.00	687.81	1.05
30	6287.98	4000.00	612.17	1.35
31	6715.39	5200.00	543.01	1.16
32	6849.70	5300.00	459.96	1.18
33	6916.85	5600.00	372.27	1.15
34	7055.19	5700.00	279.61	1.18
35	6332.76	6000.00	184.29	1.02
36	6871.05	5200.00	86.04	1.30

资料来源：联合资信整理

附件 3-1 主体公开信用评级信用等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，也称主动评级。联合资信主体公开信用评级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。详见下表：

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 3-2 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 3-3 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