

北京住总房地产开发有限责任公司

2019 年度第一期资产支持票据

2026 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2026〕5985号

联合资信评估股份有限公司通过对“北京住总房地产开发有限责任公司 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“北京住总房地产开发有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”项下优先级资产支持票据“19 京住总 ABN001 优先 A”及“19 京住总 ABN001 优先 B”的信用等级均维持 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二六年七月二十四日

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。

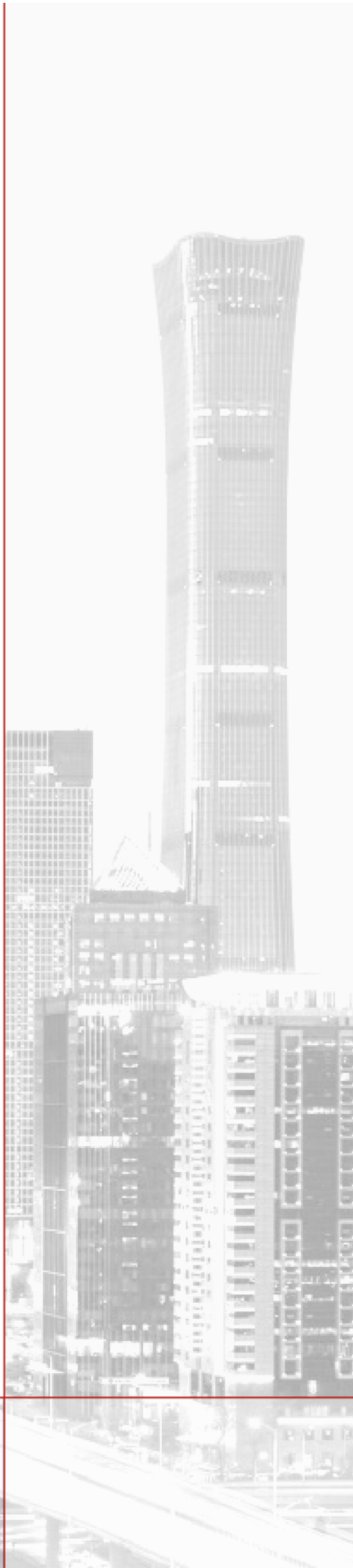
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



北京住总房地产开发有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据

2026 年跟踪评级报告

票据简称	未偿金额（万元）		占比		信用等级	
	本次	上次	本次	上次	本次	上次
19 京住总 ABN001 优先 A	43500.00	45500.00	47.54%	48.66%	AAA _{sf}	AAA _{sf}
19 京住总 ABN001 优先 B	48000.00	48000.00	52.46%	51.34%	AAA _{sf}	AAA _{sf}
合计	91500.00	93500.00	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： 华融·北京住总信托贷款单一资金信托项下的信托受益权 增信主体/差额支付人/住总集团： 北京住总集团有限责任公司 物业持有人/发起机构/借款人/抵押人/出质人/资产服务机构/北京住总： 北京住总房地产开发有限责任公司 标的物业/抵押物： 北京市朝阳区北四环东路 108 号千鹤家园 5 号楼 B3-5 层的房屋所有权及其对应的土地使用权 资产跟踪基准日： 2026/04/14 票据跟踪基准日： 2026/04/30 跟踪期间： 2025/05/01—2026/04/30 资产支持票据预期到期日： 2039/04/30 法定到期日： 2041/04/30	基础情景 根据现有整租租金调整后的标的物业未来可分配毛现金流对“19 京住总 ABN001 优先 A”期间本息支出的覆盖倍数最低为 1.49 倍，对“19 京住总 ABN001 优先 B”期间利息支出的保障程度较弱 压力情景 当标的物业的租金毛收入偏离超过 33.06% 时或净收入偏离超过 17.33% 时，部分期次可分配毛现金流将无法覆盖“19 京住总 ABN001 优先 A”期间本息支出	
	量化模型测试—LTV	
	处置标的物业 “19 京住总 ABN001 优先 A” LTV 为 28.03%，可承受跌价极值为 70.80%；优先级资产支持票据 LTV 为 58.96%，可承受跌价极值为 17.09%	

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“北京住总房地产开发有限责任公司 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的信用等级。

跟踪期内，标的物业实际租金收入不及预期，且未来或将持续偏离预期。根据现有整租租金调整后的标的物业未来可分配毛现金流对“19 京住总 ABN001 优先 A”期间本息支出的保障程度一般，对“19 京住总 ABN001 优先 B”保障程度弱；抵押担保措施对“19 京住总 ABN001 优先 A”剩余本金的保障程度仍较好，对“19 京住总 ABN001 优先 B”本息偿付的保障程度仍较弱，但亦有一定补充保障作用。联合资信评定本交易差额支付人住总集团主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。住总集团的履约能力仍极强，其为本交易承担的差额支付义务对优先级资产支持票据本息的偿付仍具有主要作用。

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“北京住总房地产开发有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”项下“19 京住总 ABN001 优先 A”及“19 京住总 ABN001 优先 B”的信用等级均维持 AAA_{sf}。

优势

- **跟踪期内，差额支付人住总集团资信水平稳定，履约能力仍极强。**跟踪期内，住总集团外部发展环境良好，在业务协同等方面持续获得股东支持；区域竞争优势很强，客户质量良好；新签合同额持续增长，项目储备充足。住总集团作为本交易的差额支付人对优先级资产支持票据的偿付仍起到主要的支持作用。

关注

- **跟踪期内，标的物业实际租金收入不及预期。**跟踪期内，标的物业实际租金收入较预测值低 24.76%，在现有整租合同的租赁期限内，标的物业的未来毛收入现金流或将持续偏离预期值。标的物业租赁合同剩余租赁期限无法覆盖本交易完整的存续期间，

需对标的物业续租情况保持关注。

- **需关注住总集团相关经营和财务风险。**住总集团资产流动性较弱，土地一级开发项目回款时间存在不确定性；房地产板块面临一定的去化压力和盈利下降风险；债务负担较重，债券融资占比较高。

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	V4.1.202511
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

北京住总集团有限责任公司主要财务数据（合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月	项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	115.73	104.17	101.69	97.85	调整后营业利润率（%）	1.64	1.75	2.02	1.36
资产总额（亿元）	1108.43	1143.41	1126.01	1142.43	总资产报酬率（%）	1.23	1.14	1.10	--
所有者权益（亿元）	256.71	248.01	241.41	241.64	资产负债率（%）	76.84	78.31	78.56	78.85
短期债务（亿元）	190.35	242.93	202.70	196.51	全部债务资本化比率（%）	65.59	68.66	66.34	68.15
长期债务（亿元）	299.01	300.37	273.09	320.58	流动比率（%）	134.11	129.98	124.76	134.32
全部债务（亿元）	489.36	543.30	475.79	517.08	经营活动现金流入/流动负 债（倍）	1.21	1.50	1.30	--
营业总收入（亿元）	421.14	373.28	357.02	91.99	现金短期债务比（倍）	0.61	0.43	0.50	0.50
利润总额（亿元）	8.55	7.10	5.80	1.19	EBITDA 利息倍数（倍）	0.76	0.80	0.87	--
EBITDA（亿元）	16.03	14.85	13.99	--	全部债务/EBITDA（倍）	30.53	36.58	34.01	--
经营性净现金流（亿元）	38.81	-12.51	53.21	-36.92					

注：1. 住总集团 2023—2025 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2026 年一季度财务报表未经审计；2. 除特别说明外，均指人民币；3. 2023—2024 年末住总集团其他应付款和长期应付款中有息债务已计入全部债务，2025 年底和 2026 年 3 月底住总集团债务未经调整

资料来源：联合资信根据住总集团财务报告和住总集团提供资料整理

债券过往评级情况

评级时间	“19 京住总 ABN001 优先 A” 信用等级	“19 京住总 ABN001 优先 B” 信用等级	评级报告
2025/07/25	AAA _{sf}	AAA _{sf}	阅读全文
2024/07/27	AAA _{sf}	AAA _{sf}	阅读全文
2023/07/27	AAA _{sf}	AAA _{sf}	阅读全文
2022/07/26	AAA _{sf}	AAA _{sf}	阅读全文
2021/07/26	AAA _{sf}	AAA _{sf}	阅读全文
2020/07/28	AAA _{sf}	AAA _{sf}	阅读全文
2019/09/03	AAA _{sf}	AAA _{sf}	阅读全文

注：“19 京住总 ABN001 优先 A”和“19 京住总 ABN001 优先 B”的起息日为 2019 年 9 月 11 日

评级时间

2026 年 7 月 24 日

评级项目组

项目负责人：唐艺丹 tangyd@lhratings.com

项目组成员：段 彤 duantong@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应付利息及本金已按计划正常兑付。

“北京住总房地产开发有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”（以下简称“本交易”）于 2019 年 9 月 11 日正式成立。本交易的基础资产为单一资金信托受托人华融国际信托有限责任公司（以下简称“华融信托”）设立的“华融•北京住总信托贷款单一资金信托”（以下简称“单一资金信托”）项下的信托受益权，单一资金信托的委托人中信信托有限责任公司（以下简称“中信信托”）委托华融信托向北京住总房地产开发有限责任公司（以下简称“北京住总”）发放 10.00 亿元信托贷款。本次跟踪期内（2025 年 5 月 1 日—2026 年 4 月 30 日），基础资产对应的信托贷款已归还本金 2000.00 万元；优先级资产支持票据（以下简称“优先级票据”）累计分配本息 5723.05 万元，其中，分配本金 2000.00 万元，分配利息 3723.05 万元。截至票据跟踪基准日（2026 年 4 月 30 日），本交易优先级票据的兑付情况、存续规模情况如下图表所示。

图表 1 • 本次跟踪期内优先级票据收益分配情况（单位：万元）

分配时间	19 京住总 ABN001 优先 A		19 京住总 ABN001 优先 B	
	本金	利息	本金	利息
2025/10/30	1000.00	889.68	0.00	986.70
2026/04/30	1000.00	865.37	0.00	981.30
合计	2000.00	1755.05	0.00	1968.00

资料来源：联合资信根据各期《付息兑付公告》整理

图表 2 • 截至票据跟踪基准日优先级票据存续规模情况（单位：万元）

票据简称	金额		占比		当前票面利率	首次发行利率	预期到期日	兑付情况
	本次	上次	本次	上次				
19 京住总 ABN001 优先 A	43500.00	45500.00	47.54%	48.66%	3.90%	4.50%	2039/04/30	正常
19 京住总 ABN001 优先 B	48000.00	48000.00	52.46%	51.34%	4.10%	4.90%	2039/04/30	正常
合计	91500.00	93500.00	100.00%	100.00%	—	—	—	—

注：分配方式上，“19 京住总 ABN001 优先 A”按半年还本付息，“19 京住总 ABN001 优先 B”按半年付息，到期一次性还本
资料来源：联合资信根据资产支持票据信托受托人华润深国投信托有限公司提供的资料整理

二、基础资产分析

本交易基础资产的还款来源为借款人北京住总以标的物业租金收入偿还信托贷款本息形成的对应可分配现金流，也包含特定情形下基础资产处置现金流（或有）。因此标的物业的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 借款人分析

本交易的发起机构/借款人/抵押人/出质人/资产服务机构为北京住总。

跟踪期内，北京住总注册资本、股权结构、营业范围均未发生变化。截至 2026 年 3 月底，北京住总实收资本为 13.94 亿元，控股股东仍为住总集团，住总集团直接持有北京住总 100.00%股权，实际控制人为北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）。

截至 2025 年底，北京住总合并资产总额为 350.46 亿元，所有者权益为 55.85 亿元（含少数股东权益 23.74 亿元）；2025 年，北京住总实现营业总收入 43.30 亿元，利润总额 1.05 亿元。北京住总流动比率和速动比率分别为 116.30%和 23.54%，全部债务/EBITDA 为 42.92 倍，长期偿债指标表现较弱。

截至 2026 年 3 月底，北京住总合并资产总额为 346.32 亿元，所有者权益为 55.96 亿元（含少数股东权益 23.86 亿元）；2026 年 1—3 月，北京住总实现营业总收入 10.19 亿元，利润总额 0.13 亿元。

根据北京住总提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（统一社会信用代码：911100007334658418），截至 2026 年 5 月 18 日，北京住总未结清信贷无不良和关注类记录，已结清账户中有 17 个关注类账户，无不良类账户。

总体来看，跟踪期内，北京住总履约和尽职情况稳定，未触发资产服务机构解任事件。

2 标的物业¹运行情况

2025 年北京市地区生产总值保持增长，为标的物业运营提供了较好的区域经济环境。但受经济下行压力的影响，租金水平处于下行区间，标的物业租金水平和出租率水平或将承压。跟踪期间，标的物业仍为整租，承租人、租金水平和租赁期限均未发生变化；历史租金收缴情况良好，但整租合同剩余租赁期限无法覆盖本交易完整存续期，联合资信将对北京住总商业资产管理有限公司运营能力及承租人续约、履约情况保持关注。

（1）标的物业概况

跟踪期内，标的物业基本情况未发生重大变化。标的物业产权人仍为北京住总，分为地下 3 至地上 5 层，涉及房屋用途为商业及地下车库，总建筑面积仍为 50266.59 平方米。

（2）运营环境分析

根据《北京市 2025 年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2025 年，北京市全年实现地区生产总值 52833.7 亿元，按不变价格计算，比上年增长 6.0%。其中，第一产业增加值 120.3 亿元，增长 2.0%；第二产业增加值 7800.5 亿元，增长 6.5%；第三产业增加值 44912.9 亿元，增长 5.8%。三次产业构成为 0.2：14.8：85.0。按常住人口计算，全市人均地区生产总值为 24.2 万元。全年固定资产投资（不含农户）比上年增长 6.0%。2025 年，北京市全年房地产开发投资比上年下降 8.0%。全市房屋施工面积 11500.0 万平方米，比上年下降 8.0%。其中，本年新开工面积 1350.0 万平方米，增长 5.0%。全年房屋竣工面积 1750.0 万平方米，下降 18.0%。全年新建商品房销售面积 1180.0 万平方米，增长 5.0%。全年居民消费价格比上年上涨 0.3%。全年市场总消费额比上年增长 3.0%。其中，服务性消费额增长 7.0%；实现社会消费品零售总额 14500.0 亿元，下降 1.5%。社会消费品零售总额中，限额以上批发和零售业、住宿和餐饮业实现网上零售额 6000.0 亿元，增长 3.0%。限额以上批发和零售业中，金银珠宝类、体育娱乐用品类商品零售额分别增长 16.5%和 4.0%，消费品“以旧换新”政策带动家用电器及音像器材类商品零售额增长 11.0%，新能源汽车零售额增长 25.0%。

根据 CBRE 世邦魏理仕报告，2025 年四季度，北京零售物业市场迎来中关村大融城和隆福寺两个位于次级商圈的城市更新项目入市，合计新增供应 29.4 万平方米，同时核心商圈一家百货公司因租约到期停业。现有存量持续转型升级，积极调整自身商业模式迎合消费市场变化，商业项目的运营主体变动频繁，老牌项目通过寻求经营模式转型、业态重塑与内容创新来重获竞争力。此外，核心商圈项目也相继启动硬件升级和业态调整。根据第一太平戴维斯报告，2025 年四季度，北京全市优质购物中心租金水平微有调整，首层平均租金调整至每平方米每月 746.3 元，环比下降 0.3%，同比下降 3.8%。其中，核心商圈购物中心首层平均租金为每平方米每月 1272 元，环比下降 0.3%；次核心商圈购物中心首层平均租金为每平方米每月 577.6 元，环比、同比分别下降 0.4%和 4.3%。

（3）租赁状况及经营收入情况分析

根据北京住总提供的信息，截至资产跟踪基准日（2026 年 4 月 14 日），标的物业仍为整租模式，承租人仍为北京住总商业资产管理有限公司（以下简称“住总商管”），标的物业仍由华糖洋华堂商业有限公司（以下简称“洋华堂公司”）使用²并实际运营。跟踪期内，北京住总与住总商管在原整租合同基础上，签署《房屋租赁合同补充协议》（以下简称“《补充协议》”），签约面积仍为 37547.28 平方米；年租金由 5600.00 万元调增为 6000.00 万元，租金每半年支付一次，每半年支付 3000.00 万元，约定的租金调整自 2025 年 1 月 1 日生效；按《补充协议》计算的 2025 年 1 月 1 日至租金支付日所在区间对应应付租金缺口部分一次性支付给北京住总；租赁期限仍为 2022 年 4 月 1 日至 2027 年 4 月 1 日，仍无法覆盖本交易完整的存续期限，联合资信将关注承租人的续约情况。

公开资料显示，承租人住总商管是北京住总全资子公司，成立于 2015 年，跟踪期内住总商管注册资本、股权结构、法定代表人、经营范围等均未发生变化。联合资信查询了国家企业信用信息公示系统、中国执行信息公开网、国家税务总局的重大税收违法失信案件信息公布栏、中国证券监督管理委员会的证券期货市场失信记录查询平台以及信用中国，截至 2026 年 7 月 20 日，未发现住总商管存在重大失信信息。

根据北京住总提供的信息：跟踪期内，两次归集期间（2025 年 4 月 16 日—2026 年 4 月 14 日）内标的物业各期租金均由标的物业的实际使用者洋华堂公司支付，收缴率均为 100.00%，历史租金收缴情况良好。公开资料显示，洋华堂公司成立于 1997 年，法定代表人为李瑞，主要经营百货零售，控股股东为伊藤洋华堂（中国）投资有限公司（持股比例 100.00%）。联合资信查询了国

¹ 标的物业为北京市朝阳区北四环东路 108 号千鹤家园 5 号楼 B3-5 层的房屋所有权及其对应的土地使用权。

² 无法取得北京住总和住总商管以及住总商管和洋华堂公司签署的相关协议。

家企业信用信息公示系统、中国执行信息公开网、国家税务总局的重大税收违法失信案件信息公布栏、中国证券监督管理委员会的证券期货市场失信记录查询平台以及信用中国，截至 2026 年 7 月 20 日，未发现洋华堂公司存在重大失信信息。

3 标的物业运营现金流表现及归集情况

跟踪期内，标的物业实现租金收入不及预期，且未来或将持续偏离预期；各期租金收入均已按时足额归集。

从租金收入情况来看，第十三个归集期间（2025 年 4 月 16 日—2025 年 10 月 14 日）和第十四个归集期间（2025 年 10 月 14 日—2026 年 4 月 14 日），标的物业实际租金收入均低于同期预测值³。两个归集期间标的物业租金收入不及预期，主要系现金流预测机构北京首佳对标的物业续租租金的预测较乐观所致。

现金流归集划转方面，第十三个归集期间，住总集团向监管账户归集 3062.64 万元，低于同期标的物业实际租金收入；第十四个归集期间，北京住总向监管账户归集现金流合计 3029.42 万元，超过同期标的物业实际租金收入，超出部分系北京住总用其他款项进行补足。跟踪期内，在信托贷款项下每个还款日，资产服务机构北京住总已按时且足额将等值于当期应支付信托贷款本息的金額作为现金流回款转付至单一资金信托账户；在单一资金信托分配日，单一资金信托受托人已按时、足额将当期应付的单一资金信托利益支付至资产支持票据信托账户。截至最近一次兑付完成，监管账户余额为 0.03 万元，资产支持票据信托账户余额为 0.07 万元。标的物业租金收入的实现情况和归集情况如下表所示。

图表 3 • 标的物业租金收入的实现情况和归集情况（单位：万元）

期间	预测现金流	实际现金流	偏离度	归集现金流	超额部分
第十三个归集期间	4095.40	3200.00	-21.86%	3062.64	-137.36
第十四个归集期间	4144.87	3000.00	-27.62%	3029.42	29.42
合计	8240.27	6200.00	-24.76%	6092.06	-107.94

注：归集现金流为住总集团或北京住总归集至监管账户的资金
 资料来源：联合资信根据本交易第十三期和第十四期《资产运营报告》整理

从覆盖情况来看，第十三个和第十四个归集期间，标的物业实际租金收入对“19 京住总 ABN001 优先 A”本息的覆盖倍数分别为 1.69 倍和 1.61 倍；归集现金流对“19 京住总 ABN001 优先 A”本息的覆盖倍数均为 1.62 倍；标的物业的实际租金收入对“19 京住总 ABN001 优先 A”本息以及“19 京住总 ABN001 优先 B”利息合计的覆盖倍数分别为 1.11 倍和 1.04 倍，归集现金流对“19 京住总 ABN001 优先 A”本息以及“19 京住总 ABN001 优先 B”利息合计的覆盖倍数分别为 1.06 倍和 1.05 倍。

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、划转能满足当期兑付。本交易设有资产支持票据票面利率调整机制，下一个开放参与日为 2027 年 1 月 31 日⁴。

2 内部增信

标的物业抵质押担保情况未发生重大的变化。跟踪期内，本交易未触发相应事件。

（1）质押担保

单一资金信托受托人已于 2019 年 9 月 2 日就标的物业的物业经营收益权办理质押登记，质押登记到期日为 2039 年 9 月 1 日，质押期限能覆盖优先级票据的剩余存续期限。基础情景下，根据现有整租租金调整后的标的物业可分配毛现金流对“19 京住总 ABN001 优先 A”期间本息支出的保障程度一般；无法覆盖“19 京住总 ABN001 优先 B”部分期次的利息支出，保障程度弱。

³ 预测租金值取自北京首佳房地产评估有限公司（以下简称“北京首佳”）以 2019 年 2 月 28 日为基准日出具的《北京住总房地产开发有限责任公司华堂商场项目租金收入现金流预测分析报告》（编号：北京首佳（2019）顺字第 GW20190102023 号，以下简称“《现金流预测报告》”），第十三个和第十四个归集期间对应的预测区间分别近似取为 2025 年 4 月 1 日—2025 年 9 月 30 日和 2025 年 10 月 1 日—2026 年 3 月 31 日，下同。

⁴ 该日期可能因节假日，非工作日等影响而变化，具体以受托人披露为准。

（2）抵押担保

单一资金信托受托人已于 2019 年 10 月 24 日就标的物业办理抵押登记，抵押登记到期日为 2039 年 4 月 30 日，抵押期限能覆盖优先级票据的剩余存续期限。截至票据跟踪基准日，“19 京住总 ABN001 优先 A” 剩余本金（4.35 亿元）对抵押物评估价值抵押率为 28.03%，优先级票据合计剩余本金（9.15 亿元）对抵押物评估价值抵押率为 58.96%。

（3）触发机制

跟踪期间，本交易未触发自动生效的加速清偿事件、违约事件等风险事件。

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证券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）和优先级票据剩余本金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

（1）基础情景下 DSCR 测算

根据《现金流预测报告》，北京首佳假设原整租合同到期后，标的物业将按市场租金水平对外出租。但标的物业实际使用者仍为洋华堂公司，且整租租金和现金流预测有较大偏差。因此，联合资信对标的物业现有整租合同期内的未来现金流按现有租赁合同约定的租金进行调整；标的物业于现有整租合同到期后仍按《现金流预测报告》的假设进行市场化出租，故自 2027 年 4 月起未来现金流不作调整。运营成本方面，考虑到北京住总对运营标的物业的成本和其他费用（人员工资、应缴纳税费等）提供资金支持，并保证标的物业能够正常、稳定运营，因此，标的物业成本构成和比例等仍按《现金流预测报告》的假设进行计算。结合标的物业现有租赁合同约定的租金，联合资信以当前票据的实际利率以及上述逻辑调整后的现金流，测算了在基础情景下各档票据的偿债覆盖倍数水平，详见下表（每期覆盖倍数详见附件 2-1 和附件 2-2）。

图表 4 · 调整后的标的物业可分配毛现金流对优先级票据预计本息支出覆盖情况（单位：倍）

现金流入	类别	DSCR 区间
调整后的可分配毛现金流	“19 京住总 ABN001 优先 A” 本息支出 DSCR	1.49~2.63
	“19 京住总 ABN001 优先 B” 利息支出 DSCR	1.00~1.70
	“19 京住总 ABN001 优先 B” 本息支出 DSCR	0.09~1.70

注：DSCR=可分配现金流/利息或本息支出，可分配现金流=预测底层资产现金流-相关税费；扣减的各类税费包括托管费（未偿本金的 0.05%）、增值税及附加（信托端利息*3.26%）和固定费用（3 万/年），下同
资料来源：联合资信整理

图表 5 · 调整后的标的物业可分配净现金流对优先级票据预计本息支出覆盖情况（单位：倍）

现金流入	类别	DSCR 区间
调整后的可分配净现金流	“19 京住总 ABN001 优先 A” 本息支出 DSCR	1.21~2.13
	“19 京住总 ABN001 优先 B” 利息支出 DSCR	0.81~1.38
	“19 京住总 ABN001 优先 B” 本息支出 DSCR	0.07~1.38

资料来源：联合资信整理

测试结果表明，在基础情景下，根据现有整租租金调整后的标的物业未来可分配毛现金流对“19 京住总 ABN001 优先 A” 期间本息支出的保障程度一般；对“19 京住总 ABN001 优先 B” 期间利息支出的保障程度较弱。调整后的标的物业可分配净现金流对“19 京住总 ABN001 优先 A” 期间本息支出的保障程度较弱，无法覆盖“19 京住总 ABN001 优先 B” 部分期次利息支出。

（2）压力情景下 DSCR 测算

当未来标的物业的租金收入较调整后预测毛收入偏离超过 33.06%时，部分期次标的物业可分配毛现金流将无法覆盖“19 京住总 ABN001 优先 A” 期间本息支出。当未来标的物业的净收入较调整后的预测净收入偏离超过 17.33%时，部分期次标的物业可分配净现金流将无法覆盖“19 京住总 ABN001 优先 A” 期间本息支出。

2 抵押物压力测试

跟踪期内，标的物业未进行重新评估。考虑标的物业基本情况未发生变化，联合资信仍采用北京首佳提供的首次评估结果作为标的物业评估值，即 15.52 亿元，评估基准日为 2019 年 2 月 28 日。截至票据跟踪基准日，“19 京住总 ABN001 优先 A” 剩余本金（4.35 亿元）对抵押物评估价值抵押率为 28.03%，较上次票据跟踪基准日（2025 年 4 月 30 日）下降 1.29 个百分点，优先级票据合计剩余本金（9.15 亿元）对抵押物评估价值抵押率为 58.96%，较上次票据跟踪基准日下降 1.29 个百分点。

此外，考虑抵押物进行处置时需缴纳的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，联合资信测算了在不同下跌比例情形下，抵押物处置净现金流对各档票据剩余本金的覆盖水平。

图表 6 · 不同下跌比例下抵押物处置净现金流对各档票据剩余本金覆盖倍数（单位：万元、倍）

下跌比例	0.00%	17.09%	20.00%	30.00%	50.00%	70.08%
抵押物处置净现金流	155189.00	128668.96	124151.20	108632.30	77594.50	45320.90
抵押物处置现金流对“19 京住总 ABN001 优先 A” 剩余本金覆盖倍数	2.3294	2.1037	2.0177	1.8516	1.4765	1.0001
抵押物处置现金流对优先级票据剩余本金覆盖倍数	1.1074	1.0001	0.9592	0.8803	0.7020	0.4755

资料来源：联合资信整理

经测算，当抵押物处置价格下跌超过 70.80% 时，处置净现金流将无法覆盖“19 京住总 ABN001 优先 A” 剩余本金；当抵押物处置价格下跌超过 17.09% 时，处置净现金流将无法覆盖优先级票据剩余本金之和。抵押担保措施对“19 京住总 ABN001 优先 A” 剩余本金的保障程度较好，对“19 京住总 ABN001 优先 B” 剩余本金的保障程度较弱，但亦有一定补充保障作用。

综上所述，基于交易结构安排，根据现有整租租金调整后的标的物业未来可分配毛现金流对“19 京住总 ABN001 优先 A” 期间本息支出的保障程度一般，对“19 京住总 ABN001 优先 B” 保障程度弱；抵押担保措施对“19 京住总 ABN001 优先 A” 剩余本金的保障程度仍较好，对“19 京住总 ABN001 优先 B” 本息偿付的保障程度仍较弱，但亦有一定补充保障作用。

五、参与机构履职能力分析

跟踪期内，本交易的单一资金信托的委托人及受托人、受托人、保管银行/监管银行未发生替换，履职情况稳定。

六、外部增信

跟踪期内，住总集团主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其为本交易提供不可撤销且无条件的差额支付承诺（住总集团信用分析详见附件 1-1）。

住总集团是北京市重要的国有大型建筑施工企业，业务涉及建筑施工、土地一级开发、房地产开发及围绕建筑施工开展的生产性服务。跟踪期内，住总集团施工资质水平高，施工项目和地产开发项目主要位于北京市，在北京市保持明显的区域竞争优势。2025 年住总集团建筑施工业务新签合同额保持增长，在手订单充足，施工项目以棚改、产业园、商品房和市政工程为主，业主单位以地方政府和国有企业为主，项目承揽能力和回款能力保持良好。住总集团土地一级开发业务规模较大，坏账风险很低但回款时间存在不确定性。住总集团房地产项目主要位于北京市，整体土地成本合理，但位于非核心区的项目面临去化压力。整体来看，住总集团经营风险非常低。财务方面，受行业经营特点影响，住总集团资产结构中应收类款项、合同资产和存货占比高，对资金占用大；住总集团债务负担较重，且债务结构中债券融资占比较高；2025 年住总集团收入和利润规模有所下降，但整体盈利能力仍属较好；住总集团短期和长期偿债指标表现很好，整体财务风险较低。考虑到住总集团融资渠道畅通及股东背景，整体偿债能力极强。

现阶段建筑行业需求增速整体放缓，房地产行业仍处于深度调整过程中，住总集团未来业务增长承压，但凭借区域竞争优势，住总集团经营状况有望保持相对稳定。随着二三级开发项目的推进，预计住总集团短期内仍保持较大的融资需求，考虑到住总集团融资环境良好，外部支持可持续性强，住总集团偿债能力将维持稳定。

优势

（1）外部发展环境良好，在业务协同等方面持续获得股东支持。北京市是住总集团的重点业务区域，北京市财政收入实现质量好且财政自给率高，为住总集团建筑业务的回款提供保障。住总集团控股股东北京城建集团有限责任公司（以下简称“城建集团”）是北京市国资委直接控股的大型企业，股东支持能力极强，业务涵盖建筑施工、勘察设计、房地产、园林绿化等方面，能够与住总集团主营业务形成良好协同。作为城建集团的重要全资子公司，住总集团获得股东支持的可能性极高。

(2) 住总集团区域竞争优势很强，客户质量良好。住总集团施工资质齐全且等级高，施工经验丰富，在区域建筑施工行业保持很强的竞争实力。此外，住总集团在保障性住房、市政基础设施及土地开发项目的承接方面具有明显的区域资源优势。住总集团建筑业务以建安工程和市政工程为主，客户主要为地方政府和央国企，北京市内项目占比很高，客户质量良好。

(3) 新签合同额持续增长，项目储备充足。2025 年，住总集团新签合同总额 342.61 亿元，同比增长 2.33%，为上年施工收入的 2.17 倍。截至 2026 年 3 月底，住总集团在施工项目合同金额合计 509.17 亿元，项目储备充裕。

关注

(1) 住总集团资产流动性较弱，土地一级开发项目回款时间存在不确定性。截至 2025 年底，住总集团应收类款项（应收账款、其他应收款及长期应收款）、存货和合同资产合计占资产总额的 71.24%，对资金占用较大，其中长期应收款 222.72 亿元，受地方政府财政安排影响回款时间存在一定不确定性。此外，截至 2025 年底住总集团资产受限比例较高，整体资产流动性较弱。

(2) 房地产板块面临一定的去化压力和盈利下降风险。近年来房地产行业深度调整，行业整体去化压力加大，利润率水平下行。住总集团多数项目位于北京市非中心城区，部分项目受业态、区位配套等因素影响，存在一定的去化压力，房地产板块面临盈利能力下降的风险。

(3) 债务负担较重，债券融资占比较高。截至 2025 年底，住总集团全部债务 475.79 亿元，其中短期债务占比 42.60%。若将永续债调整计入长期债务，调整后全部债务 572.79 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 87.18%和 79.86%，债务负担较重。住总集团应付债券（含一年内到期）和永续债合计占调整后全部债务的 46.80%，债券融资占比较高，存在一定的刚性偿付压力。

七、评级结论

联合资信通过对本交易所涉及的基础资产及标的物业运行情况、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，确定“北京住总房地产开发有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”项下“19 京住总 ABN001 优先 A”及“19 京住总 ABN001 优先 B”的信用等级均维持 AAA_{sf}。

上述“19 京住总 ABN001 优先 A”和“19 京住总 ABN001 优先 B”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 北京住总集团有限责任公司主体信用分析

一、主体概况

北京住总集团有限责任公司（以下简称“公司”）前身为组建于 1983 年的北京市住宅建设总公司。1992 年，经北京市人民政府批复，住总集团正式成立，核心企业定名为北京住宅开发建设集团总公司，并于次年取得法人营业执照。1996 年，公司完成公司制改制，并更名为现名，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”）为公司唯一股东。2019 年 11 月，北京市国资委下达了《关于北京城建集团有限责任公司与北京住总集团有限责任公司合并重组的通知》（京国资〔2019〕139 号），北京城建集团有限责任公司（以下简称“城建集团”）与公司实施合并重组，北京市国资委将持有的公司股权无偿划转给城建集团，城建集团成为公司唯一股东。2025 年，城建集团对公司增资 0.13 亿元，公司注册资本和实收资本均增加至 17.56 亿元。截至 2026 年 3 月底，城建集团为公司唯一股东，北京市国资委为公司实际控制人。

公司是北京市重要的国有大型建筑施工企业，主营业务包括建筑施工、房地产开发和生产性服务，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建筑与工程行业。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 1126.01 亿元，所有者权益 241.41 亿元（含少数股东权益 70.20 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 357.02 亿元，利润总额 5.80 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 1142.43 亿元，所有者权益 241.64 亿元（含少数股东权益 70.46 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 91.99 亿元，利润总额 1.19 亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区慧忠里 320 号；法定代表人：常江。

二、行业及区域环境分析

1 行业分析

2025 年，受基建投资放缓、地产市场深度调整等多重因素影响，中国建筑业总产值近十年来首次出现年度负增长，行业由扩张期进入深度调整阶段，与此同时，对外工程承包表现亮眼，成为对冲国内下滑的重要增长极。行业政策围绕“扩大有效投资+化债清欠”推进，深刻影响行业发展，建筑施工企业将在重大工程和项目落地中承担关键载体作用。中国固定资产投资增速放缓并进入负增长区间，基建与地产投资下行制约建筑行业传统需求，制造业增速放缓，但在政策支持下，部分新基建、高端制造等制造业领域存在韧性。行业集中度或将进一步集中，尾部企业将继续出清，头部企业在发展新质生产力相关重点领域和建筑出海方面仍存在结构性机会。地产开发商信用风险仍在持续暴露，地方政府清欠行动落地情况仍不明朗，应收账款回收和减值风险仍需关注。完整版行业分析详见《[建筑施工行业 2026 年行业分析](#)》。

2 区域环境分析

2025 年，北京市经济稳步发展，产业结构持续优化，北京市财政收入质量及财政自给率水平高，固定资产投资保持增长，建筑业总产值保持较大规模，为公司发展提供了良好的外部环境。

北京市是我国首都，是国务院批复确定的全国政治中心、文化中心、国际交往中心和科技创新中心。截至 2025 年底，北京市常住人口 2180.0 万人，较上年底减少 3.2 万人，其中城镇人口占常住人口的比重为 88.3%。2025 年，北京市地区生产总值保持增长，其中第三产业增加值 44776.9 亿元，同比增长 5.8%，第三产业占比达到 86%，人均生产总值处于全国省级地区领先水平。

2025 年，北京市固定资产投资（不含农户）同比增长 5.5%，其中基础设施投资下降 1.6%。分产业看，第一产业投资同比增长 6.3%，第二产业投资同比增长 4.3%，第三产业投资同比增长 5.6%。2025 年，北京市房地产开发投资同比下降 15.5%；全市房屋施工面积 10307.8 万平方米，同比下降 8.9%。其中，当年新开工面积 1156.6 万平方米，同比下降 10.1%；房屋竣工面积 1464.8 万平方米，同比下降 11.4%；新建商品房销售面积 1041.0 万平方米，同比下降 6.9%。2025 年，北京市具有资质等级的总承包和专业承包建筑企业完成建筑业总产值 12059.5 亿元，同比下降 14.0%；当年新签合同金额 15503.2 亿元，同比下降 10.9%。财政实力方面，2025 年，北京市一般公共预算收入 6680.6 亿元，同比增长 4.8%；其中税收收入 5775.6 亿元，同比增长 5.5%。2025 年，全市一般公共预算支出 8401.9 亿元，同比增长 0.1%；剔除上年同期中央增发国债一次性因素外，同口径增长 4.8%。整体来看，北京市收入实现质量好，财政自给率高。

图表 1 • 北京市主要经济指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
GDP（亿元）	43760.7	49843.1	52073.4
GDP 增速（%）	5.2	5.2	5.4
固定资产投资增速（%）	4.9	5.1	5.5
三产结构	0.2：14.9：84.8	0.2：14.5：85.3	0.2：13.8：86.0
人均 GDP（万元）	20.0	20.0	23.9

资料来源：联合资信根据北京市统计局数据整理

三、基础素质分析

1 竞争实力

（1）建筑施工

①项目承揽能力

作为北京市市属建筑施工企业，公司施工资质水平高，在手订单充足，在北京市具有明显的区域竞争优势。

在建筑施工领域，公司拥有住房和城乡建设部颁发的施工总承包新特级资质和建筑行业（建筑工程）甲级设计资质证书，此外，公司还拥有房屋建筑工程总承包特级资质，市政公用工程施工总承包一级资质，建筑装修装饰工程专业承包一级、机电设备安装工程专业承包一级、钢结构工程专业承包一级和地基与基础工程专业承包一级资质；公司通过了国际质量体系、环境体系和职业健康安全体系的 QHSE “三标一体”管理体系的国际、国家双重认证，成为国内为数不多的完成“三标一体”认证的大型企业之一。此外，作为北京市市属建筑施工企业，公司曾参与人民大会堂、毛主席纪念堂、亚运村场馆、地铁 10 号线、4 号线、2022 年冬奥会国家速滑馆等多项重点项目的建设，施工经验丰富，在北京市具有明显的区域竞争优势。2025 年，公司营业总收入 357.02 亿元（其中建筑板块收入 147.08 亿元），在发债同业中处于中位水平；同期，公司新签合同总额 342.61 亿元，为上年施工收入的 2.17 倍。截至 2026 年 3 月底，公司在施工项目合同金额合计 509.17 亿元，项目储备充裕。

图表 2 • 2025 年同行业新签合同、新签合同/上年施工收入和营业总收入指标对比情况

分类	新签合同额（亿元）	新签合同/上年施工收入（倍）	营业总收入（亿元）
公司	342.61	2.17	357.02
行业 3/4 分位	212.09	1.30	118.59
行业 1/2 分位	610.72	1.84	272.70
行业 1/4 分位	1809.59	2.49	643.04

注：公司数据为 2025 年数据；同行业对比数据中新签合同额和新签合同/上年施工收入为 2024 年数据、营业总收入为 2025 年数据
资料来源：联合资信根据公司提供资料和发债企业公开资料整理

②项目回款能力

公司建筑业务以北京市内的建安工程为主、市政工程为辅，业主方以地方政府和国有企业为主，考虑到北京市地方政府财政实力很强，公司项目回款能力保持良好。

公司拥有包括项目设计、开发、施工和物业管理在内的一套完整产业链条，其中施工业务主要涉及建筑与安装工程（以下简称“建安工程”）和市政设施建设工程（以下简称“市政工程”）领域。公司建安工程主要为棚户区改造、产业园、商品房和公共建筑等房建项目。市政工程主要为轨道交通、地铁建设的土建工程。从 2025 年公司建筑业务新签合同额构成来看，建安工程占 83.81%，市政工程占 16.19%；北京市内项目占 78.16%，外省市项目占 21.75%，海外项目仅占 0.09%。公司建安工程主要位于北京市，业主方以国有企业、政府部门及事业单位为主；市政项目主要业主方为北京市轨道交通建设管理有限公司等地方国企及政府部门。考虑到北京市地方政府财政实力很强，公司项目回款能力保持良好。

③投资类项目

公司投资类项目规模不大且业主方资质情况良好。

截至 2026 年 3 月底，公司参与的 PPP 项目共 4 个，主要为公司与城建集团等北京市大型国企及央企集团组建联合体共同出资，公司出资比例较小，均未纳入公司合并范围。同期末，公司 PPP 项目投资中需要公司出资金额合计 9.01 亿元，已出资 8.78 亿元，整体投资规模不大。公司参与的 PPP 项目业主方均为北京市、区政府及相关事业单位，业主方资质情况良好，PPP 项目回款风险较小。

(2) 其他业务

公司在北京市和天津市有较大规模的土地一级开发业务；商品房业务在北京市有一定区域竞争力，但项目主要位于北京市非核心区域，部分项目面临去化压力。

公司土地一级开发项目主要位于北京市和天津市，存量土地一级开发项目承接时间较早，整体投资规模很大，北京区域项目模式已变更为项目所在区域政府通过发行政府专项债方式筹措资金，天津市部分项目回款受土地市场影响略有滞后。截至 2026 年 3 月底，公司一级土地开发项目共 11 个，用地面积合计 3796.02 万平方米，已出让面积 629.83 万平方米，开发规模较大。

公司商品房开发业务主要由全资子公司北京住总房地产开发有限责任公司（以下简称“住总地产”）运营。在公司根据国资整合要求并入城建集团后，为解决同业竞争问题，公司将房地产板块子公司经营权委托给城建集团旗下的上市公司北京城建投资发展股份有限公司（以下简称“城建发展”）管理⁵。城建集团及公司在北京市房地产开发经验丰富，具有一定品牌影响力。但作为区域性中小型房地产开发企业，公司存量项目规模不大，2025 年公司签约销售金额 57.10 亿元，规模优势不显著。公司项目主要分布在北京市，大部分项目位于北京市非核心区域，整体土地成本合理，但部分项目受业态、区位配套等因素影响，去化节奏相对较慢。除部分商业办公项目受政策影响外，公司总体土地储备质量尚可。除商品房以外，公司有部分保障房开发业务。截至 2026 年 3 月底，公司在建保障房项目共 2 个，建筑面积合计 153.45 万平方米。

2 信用记录

公司本部及重要子公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至 2026 年 6 月 4 日，公司本部无未结清的关注类或不良类信贷信息记录；已结清信贷记录中存在 40 笔关注类贷款记录，均于 2004—2010 年产生，均已还款，未对公司当前融资产生不利影响。

根据住总地产提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至 2026 年 5 月 18 日，住总地产本部无未结清的关注类或不良类信贷信息记录；已结清信贷记录中存在 17 笔关注类贷款记录，系部分银行及金融机构根据其内部规定、对资产负债率较高的房地产企业贷款标注为关注类所致，均已正常还款。

根据公司及住总地产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或住总地产存在逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2026 年 6 月 25 日，联合资信未发现公司本部或住总地产本部被列入全国失信被执行人名单，公司本部及住总地产本部在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

四、经营分析

1 经营概况

2025 年，公司收入规模同比变化不大，主营业务毛利率同比小幅上升；2026 年一季度，公司收入规模同比有所下降，综合毛利率同比变动不大。整体来看，跟踪期内公司经营业绩表现较为稳定。

公司业务涉及建筑施工、土地一级开发、房地产开发和生产性服务等板块。2025 年，公司实现营业总收入 357.02 亿元，其中主营业务收入占比 98%以上；营业总收入同比下降 4.36%，规模较稳定。从主营业务收入构成来看，公司核心业务为建筑施工，收入占比保持在 40%以上，毛利率较为稳定；土地一级开发业务以存量项目开发为主，前期开发高峰已过，收入规模小幅下降，收入

⁵ 住总集团已与城建集团、城建发展签署《委托经营管理协议》，委托经营管理期限为三年，自 2023 年 10 月 1 日到 2026 年 9 月 30 日，委托经营管理期间内，城建发展接受住总集团委托对标的公司（含住总地产在内的 8 家房地产子公司）除股东会、董事会权限以外的日常生产经营管理权限进行管理。住总地产经营权被委托管理的事项不会对其股权结构、控股股东及实际控制人产生影响，住总集团仍为住总地产的控股股东。

占比不高，毛利率受结转项目差异影响而下降；房地产开发收入同比有所增长，主要系朝阳十八里店项目结转规模较大所致，毛利率同比变化不大；生产性服务收入占比保持在 30%以上，收入规模同比下降但毛利率实现提升。综上，2025 年公司主营业务毛利率同比小幅上升。

2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 91.99 亿元，同比下降 9.49%；综合毛利率为 6.99%，同比变化不大。

图表 3 • 2023—2025 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建安与市政施工	175.94	42.23%	8.36%	157.59	42.76%	9.80%	147.08	41.79%	9.95%
土地一级开发	34.05	8.17%	11.10%	21.19	5.75%	13.49%	19.90	5.65%	8.18%
房地产开发	72.25	17.34%	9.90%	55.79	15.14%	10.14%	63.53	18.05%	10.39%
生产性服务	134.36	32.25%	5.57%	133.98	36.35%	5.69%	121.47	34.51%	7.33%
合计	416.59	100.00%	7.95%	368.55	100.00%	8.57%	351.98	100.00%	9.03%

注：各板块收入加总与合计数存在差异系四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2 建安与市政施工业务

受行业需求减少和业主方资金趋紧情况影响，公司建筑施工收入持续下降，但新签合同规模保持增长。区域布局方面，公司仍以承接北京市内项目为主。公司在手订单较为充裕，整体回款情况良好。

公司建筑施工业务按业务类型分为建安工程和市政工程，2025 年公司建筑施工收入仍主要来自建安工程，收入占比在 80%以上。2025 年公司建安工程和市政工程收入均同比有所下降，主要系建筑市场需求缩减所致。

图表 4 • 公司建筑施工收入构成情况（单位：亿元）

工程类型	2023 年		2024 年		2025 年		2026 年 1—3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
建安工程	140.62	79.92%	136.16	86.40%	128.81	87.58%	27.25	81.82%
市政工程	35.32	20.08%	21.43	13.60%	18.27	12.42%	6.05	18.18%
合计	175.94	100.00%	157.59	100.00%	147.08	100.00%	33.30	100.00%

资料来源：公司提供

业务承接方面，2025 年，公司新签合同额同比增长 2.33%，工程类型仍以建安工程为主。从业务区域来看，北京市是公司的传统优势区域，但北京市城镇化率高，区域内市场延展空间有限。基于此，公司在稳固北京市场的基础上，加强外埠市场的拓展，外埠业务业主方仍以政府和国有企业为主。

图表 5 • 公司建筑施工新签合同额项目类型分布情况（单位：亿元）

工程类型	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
建安工程	277.19	271.13	287.15	68.79
市政工程	41.83	63.68	55.46	4.12
合计	319.02	334.81	342.61	72.91

资料来源：公司提供

图表 6 • 公司建筑施工新签合同区域分布情况（单位：亿元）

业务区域	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
北京市	156.79	262.35	267.79	45.44
外省市	162.23	72.46	74.51	27.47
海外	0.00	0.00	0.31	0.00
合计	319.02	334.81	342.61	72.91

资料来源：公司提供

截至 2026 年 3 月底，公司在施工项目 306 个，合同金额合计 509.17 亿元。其中，前十大在建建安工程项目合同金额合计 90.97 亿元，项目主要位于北京市内，也在上海、胶州等外埠区域有所拓展，业主单位以央企国企为主。

图表 7 • 截至 2026 年 3 月底公司前十大在建建安工程情况（单位：亿元）

项目名称	业主单位	合同金额	所在区域
学院路科技园东升园（G、H、I 地块）项目（G 地块-G#研发楼等 15 项）	北京新东源中实投资管理有限公司	14.67	北京市海淀区
中国北方环保产业基地工程	青岛临空开发投资有限公司	18.86	山东省胶州市
北京市大兴区黄村镇 DX00-0208-6021 地块 R2 二类居住用地项目（1#住宅楼等 27 项）	北京诺德兴泰置业有限公司	5.10	北京市大兴区
朝阳区小红门乡国有单位宿舍（西区）安置房项目（施工）二标段	北京市朝阳区城市建设综合开发有限责任公司	8.79	北京市朝阳区
北京市朝阳区十八里店朝阳港一期土地一级开发 1303-686 地块 R2 二类居住用地项目 1#住宅楼等 27 项	北京隅新房地产开发有限公司	13.27	北京市朝阳区
普陀区桃浦科技智慧城(W06-1401 单元) 061-02、065-01 地块项目	上海金隅京扬房地产开发有限公司	4.45	上海市普陀区
岳各庄棚改项目一期安置房	北京金丰润鸿置业有限公司	6.87	北京市丰台区
海淀功德寺 001 地块项目土建安装总承包工程	北京功意房地产开发有限公司	8.33	北京市海淀区
中关村翠湖科技园 A1 地块人工智能创新应用先导区 HD00-0302-6014 地块项目	北京翠湖智达信诚科技有限责任公司	3.65	北京市海淀区
昌平区首钢一线材厂地块安置房项目（北区）	北京首钢京北置业有限公司	6.98	北京市昌平区
合计		90.97	--

资料来源：公司提供

市政工程领域方面，公司承接了多条北京地铁建设项目，在地铁建设领域累积了丰富的项目经验，地铁项目主要业主方为北京市轨道交通建设管理有限公司。截至 2026 年 3 月底，公司前十大在建市政工程合同金额合计 69.07 亿元，项目主要位于北京市内，业主单位以地方政府和地方国企为主，工程类型以地铁、道路和管网等为主。

图表 8 • 截至 2026 年 3 月底公司前十大在建市政工程情况（单位：亿元）

项目名称	业主单位	合同金额	所在区域
安立路（科荟路—北六环）快速化改造工程 5#标段	北京市首都公路发展集团有限公司	4.76	北京市昌平区
天津子牙循环经济产业园区基础设施提升改造项目 EPC 工程总承包三标段	天津子牙循环经济产业投资发展有限公司	4.01	天津市静海区
新馨苑项目市政工程	中央国家机关公务员住宅建设服务中心	2.54	北京市海淀区
北京地铁 12 号线工程土建施工 12 合同段	北京市轨道交通建设管理有限公司	6.67	北京市朝阳区
北京地铁 12 号线工程土建施工 14 合同段	北京市轨道交通建设管理有限公司	5.51	北京市朝阳区
北京地铁 3 号线一期工程土建施工 08 合同段	北京市轨道交通建设管理有限公司	21.35	北京市朝阳区
赞皇县龙门片区市政基础设施一期建设项目	赞皇县住房和城乡建设局	4.66	河北省石家庄市
市热力集团首都功能核心区老旧供热一次管网改造工程一标段	北京市热力集团有限责任公司	15.97	北京市东城区
北京轨道交通 3 号线一期地下综合管廊工程土建施工 02 合同段	北京市轨道交通建设管理有限公司	2.39	北京市朝阳区
亦庄新城南区南街（环景路—马朱路）新建道路工程一标段	北京经济技术开发区土地储备与建设服务中心	1.21	北京经济技术开发区
合计		69.07	--

资料来源：公司提供

截至 2026 年 3 月底，公司参与的 4 个 PPP 项目均位于北京市，公司整体投资规模不大，尚需投资金额 0.23 亿元。

图表 9 • 截至 2026 年 3 月底公司 PPP 项目情况（单位：亿元）

项目名称	工程类型	总投资金额	公司需要投资金额	公司已投资金额	甲方单位	权益占比	项目进展
通州水环境 PPP 项目	环保工程	24.01	0.39	0.16	通州水务局	27.00%	建设期
延庆高山滑雪 PPP 项目	建筑工程	36.83	1.83	1.83	延庆区人民政府	18.00%	运营期
国家速滑馆 PPP 项目	建筑工程	16.19	1.27	1.27	北京市重大项目建设指挥部办公室	16.32%	运营期
国道 109 新线高速公路 PPP 项目	公路工程	220.92	5.52	5.52	北京市政府	5.00%	建设期
合计	--	297.95	9.01	8.78	--	--	--

资料来源：公司提供

3 土地一级开发业务

公司土地一级开发项目以推进存量项目为主；部分项目开发周期较长，资金回笼受所在区域土地出让情况影响大，项目回款时间存在一定不确定性。

公司土地一级开发业务（包含棚改）主要由子公司北京住总置地有限公司、天津京宝置地有限公司、天津京城投资开发有限公司和天津市津辰银河投资发展有限公司等负责。

2018 年以前，大部分土地一级开发项目的模式为公司受相关政府部门委托，对项目地块进行平整至达到出让条件后，由土地储备中心进行挂牌出让，公司根据协议获得相应的土地出让金返还，弥补公司土地整理成本后剩余部分作为收益。2018 年后，受政策调整影响，北京区域项目模式变更为项目所在区域政府通过发行政府专项债方式筹措资金，公司获得专项债资金拨付后开展土地整理工作，并获得一定的比例管理费收益。

截至 2026 年 3 月底，公司土地一级开发项目主要位于北京市，部分项目位于天津市；项目计划总投资规模较大，北京地区项目后续投资由政府拨付资金；天津地区项目待投资规模 232.52 亿元，后续将根据项目进展逐步投入。

图表 10 • 截至 2026 年 3 月底公司土地一级开发项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	用地面积	已出让面积	总投资额	已完成投资	未来投资规模	
					2026 年 4—12 月	2027 年
轻轨 L2 线通州段次渠站、堡渠南站、亦庄火车站土地一级开发项目（两站一街）	1683.00	329.51	543.34	412.51	17.79	5.00
天津武清杨村旧城改造	686.70	254.54	301.59	253.68	13.62	8.31
天津市北辰区小淀镇示范小城镇项目	474.00	34.93	219.29	77.24	4.62	1.40
天津市宝坻新城城中村和平房宿舍区改造项目	61.41	--	172.55	145.46	1.55	2.56
靛厂村及岳各庄棚户区改造及环境整治项目	77.12	0.00	123.70	27.94	33.00	10.00
房山琉璃河	150.24	0.00	72.20	27.72	0.90	1.08
北京市顺义区后沙峪镇铁匠营村棚户区改造及环境治理项目	115.21	0.00	63.44	63.02	0.50	0.00
密云区穆家峪镇新农村刘林池棚户区改造项目	337.32	0.00	82.53	78.09	1.21	1.20
密云区十里堡镇王各庄棚户区改造项目	125.22	5.56	33.73	31.36	0.00	0.00
密云区溪翁庄镇溪翁庄村棚户区改造项目	40.87	0.00	34.43	11.61	7.74	10.00
门头沟区永定镇冯村、何各庄地区 3751-C 地块棚户区改造及环境整治项目	44.93	5.29	30.78	31.55	0.48	0.00
合计	3796.02	629.83	1677.58	1160.18	81.41	39.55

注：天津市宝坻新城城中村和平房宿舍区改造项目土地由政府统一出让
 资料来源：公司提供

公司土地一级开发项目中，投资规模最大的项目为两站一街项目。2016 年，北京住总置地有限公司（以下简称“置地公司”）和北京市土地整理储备中心、北京市土地整理储备中心通州区分中心签订了《轻轨 L2 线通州段次渠站、堡渠南站、亦庄火车站土地一级开发项目主体变更及清算补偿协议》，由置地公司作为两站一街项目的开发建设主体。该项目利润标准按照《关于印发进一步规范企业投资土地一级开发项目利润管理的通知》（京国土储〔2015〕37 号）执行，项目国有土地使用权出让竞得人支付完毕一级开发补偿费后，北京市土地整理储备中心通州区分中心按成本返还程序配合区财政部门向置地公司支付项目利润。此外，该项目前期部分融资款已通过政府再融资债券进行全额置换，公司与相应贷款行的债权关系已通过签订协议方式完成解除。截至 2026 年 3 月底，公司已累计投入 412.51 亿元，该项目累计回款超过 300 亿元，累计债权解除规模为超过 100 亿元。

公司在天津市的土地一级开发项目分别位于武清区、北辰区和宝坻区，业务模式为公司与项目所在区域政府共同出资组建项目实施主体，对所涉区域内的整体搬迁改造、土地整治和还迁房进行建设。地块平整达到出让条件后，由土地储备中心进行挂牌出让，公司根据协议获得相应的土地出让金返还，弥补公司土地整理成本后剩余部分作为收益。截至 2026 年 3 月底，相较已投资规模，上述项目的回款情况较为滞后，尚未回收的拆迁安置款计入“长期应收款”科目，对资金占用较大；后续资金回笼仍取决于土地上市时间及交易情况，考虑到当前地产市场信心修复仍有待观望，公司土地一级开发项目实际回款到位时间存在一定不确定性。

4 房地产开发业务

公司已完工保障房回款率较好，在建保障房将逐步分期投入。跟踪期内，公司商品房板块拿地和新开工规模不大，销售规模

同比下降，在建项目尚需投资规模较大。公司商品房项目主要位于北京市非核心城区，部分远郊项目面临去化压力。

公司房地产板块主要包括保障房和商品房建设业务，存量保障房项目大部分已进入收尾阶段。公司房地产业务主要由住总地产运营，部分存量项目未纳入住总地产合并范围。

保障房方面，2025 年，公司保障房完成投资 3.18 亿元，保障房竣工面积 19.1 万平方米。截至 2026 年 3 月底，公司已完工保障房项目（统计口径为近三年内完工）共 3 个，项目预计总收入合计 61.71 亿元、已实现收入 52.87 亿元、已回款 53.60 亿元，整体回款率较高。截至 2026 年 3 月底，公司在建保障房项目共 2 个，尚需投资金额 142.03 亿元，项目建设周期长，公司将分阶段、分期进行投入，预计未来三年投资支出 4.29 亿元。公司无拟建保障房项目。

图表 11 • 截至 2026 年 3 月底公司在建保障房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目性质	建设期	建筑面积	总投资额	已完成投资
小淀示范小城镇农民安置用房温家房子安置区项目	定向安置房	2014—2032 年	30.75	58.31	45.97
小淀示范小城镇农民安置用房刘安庄等三村安置区项目	定向安置房	2019—2032 年	122.70	160.97	31.28
合计			153.45	219.28	77.25

资料来源：公司提供

商品房开发方面，公司商品房项目多为自主开发，开发项目主要位于北京市。从拿地来看，2025 年，公司未拿地；2026 年 1—3 月，公司新增位于北京市顺义区的住宅项目，总地价 5.71 亿元，土地面积 3.14 万平方米，楼面均价约 1.4 万元/平方米，项目临近地铁 15 号线俸伯站，交通配套良好。截至 2026 年 3 月底，公司未开工项目 2 个，为上述顺义区项目和位于北京市怀柔区的文娱类项目。怀柔项目地块于 2011 年获取，土地成本 6.53 亿元，由于项目规划等问题预计短期内不进行开发。

图表 12 • 公司商品房开发板块经营情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
新开工面积（万平方米）	15.55	57.21	0.45	0.00
房屋竣工面积（万平方米）	20.58	25.55	37.24	8.73
签约销售面积（万平方米）	23.62	23.23	19.44	2.73
签约销售金额（亿元）	71.54	63.18	57.10	6.97
销售均价（万元/平方米）	3.03	2.72	2.94	2.55

资料来源：公司提供

从开发来看，跟踪期内，公司商品房新开工面积很小，竣工面积仍保持一定体量。截至 2026 年 3 月底，公司在建商品房项目共 10 个，其中 9 个项目分布在北京市亦庄新城、门头沟、延庆和密云等非核心城区，1 个项目位于广西桂林市；在建项目总投资额 373.31 亿元，累计已投资 298.91 亿元，尚需投资 74.40 亿元，公司面临一定的资金支出压力。

从销售来看，2025 年，公司商品房签约销售面积同比下降 16.31%，签约销售金额同比下降 9.62%，销售均价同比有所增长。截至 2026 年 3 月底，公司在售项目共 23 个，总可售面积 188.80 万平方米，总去化率约 51.82%，剩余可售面积约 90.97 万平方米，部分项目面临一定的去化压力。其中，延庆山澜樾府和山澜赋项目在该区域前期集中去化后客户需求有所透支，去化节奏偏慢；昌平清樾府、顺义芳华里为 2024 年下半年入市刚需住宅项目，项目开盘初期蓄客周期较长，2025 年度公司加大营销及推盘力度后项目去化率实现一定提升，但整体去化率仍较低；十八里店项目已进入尾盘销售阶段，剩余车位和仓储面积较大但货值不高；公司位于密云区的住宅项目体量较大，受市场下行影响，去化速度较慢；公司位于平谷区的养老度假项目去化缓慢，公司已暂缓开发，后续拟择机退出。

图表 13 • 截至 2026 年 3 月底公司在售项目情况

项目名称	区域	项目性质	首期开盘时间	签约销售均价（万元/平方米）	总可售面积（万平方米）	去化率
采育	大兴区	限竞房	2020 年 3 月	2.01	4.57	72%
采育 6004	大兴区	商品房	2020 年 11 月	2.67	1.18	80%
通州 F8	通州区	共有产权房	2020 年 9 月	2.42	4.20	81%
通和家园项目	通州区	共有产权房	2019 年 3 月	2.15	1.99	84%
亦庄新城	亦庄经济开发区	限价房、自住房、商品房	2015 年 12 月	3.10	1.60	89%

熙悦云上	亦庄经济开发区	公租房、商品房	2021 年 11 月	2.91	0.77	92%
门头沟新城	门头沟区	限价房、自住房、办公、商业	2014 年 12 月	2.71	7.59	75%
山澜阙府	延庆区	商品房	2021 年 12 月	2.51	0.58	85%
山澜樾府	延庆区	商品房	2023 年 12 月	2.58	2.56	48%
山澜赋	延庆区	商品住宅	2025 年 4 月	2.92	1.13	50%
十八里店项目	朝阳区	商品房	2022 年 12 月	6.93	2.26	79%
清樾府	昌平区	商品住宅	2024 年 8 月	4.29	14.60	14%
芳华里	顺义区	商品住宅	2024 年 8 月	3.92	3.31	47%
西大望路	朝阳区	公租房配建商品房	2015 年 12 月	3.61	6.38	91%
密云国祥府	密云区	商品房	2020 年 9 月	2.42	15.10	82%
密云国祥雲著	密云区	商品房	2021 年 11 月	2.61	15.47	30%
密云国祥源境	密云区	商品房	2022 年 6 月	2.54	24.49	42%
密云国祥誉	密云区	商品房	2024 年 7 月	2.59	6.20	55%
顺义青年 ONE	顺义区	商品房	2024 年 9 月	3.10	4.23	98%
桂林润鸿水尚	桂林市	商业及住宅	2010 年	0.48	34.65	78%
平谷禧瑞金海	平谷区	商业及住宅	2020 年 11 月	1.77	22.00	23%
平谷国风金海	平谷区	住宅	2021 年 6 月	1.63	11.00	2%
金第梦想山 23 地块	怀柔区	商业	--	--	2.96	--
合计	--	--	--	--	188.80	

注：1. 平谷国风金海为远郊养老度假项目，已暂停开发和销售，公司拟择机进行股权退出；2. 合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

5 生产性服务业务

公司生产性服务业务以贸易物流为主，2025 年盈利能力有所增强。

公司的生产性服务业务主要是围绕建筑施工、房地产开发开展的上下游辅助业务，主要包括商贸流通、混凝土生产、钢材物质贸易、设计、工程监理以及装饰等业务。该板块主要经营主体为北京住总劳务开发有限公司、北京住总实业投资控股有限公司和北京住总科贸控股集团有限公司等。

公司生产性服务收入以贸易物流收入为主，主要依靠采购大宗商品与销售物资价格差获取利润。上下游方面，公司依托自身集采优势，以战略合作方式整合资源，通过集中采购实现资源供给。公司对下游客户具有定价权，结合区域市场网络定价、社会库存量及库存结构、采购到款情况以及对市场的判断等因素综合制定当天销售价格，下游客户向公司下达订单或合同，在确认到货后进行货权转移完成销售。钢材及建材业务均采用先款后货、预付货款、贷款提货等销售方式；上下游客户包括钢厂、建材企业或钢贸企业。2025 年，公司实现生产性服务收入 121.47 亿元，同比下降 9.34%；毛利率为 7.33%，同比上升 1.64 个百分点。得益于毛利率提升，生产性服务业务整体盈利能力增强。

6 未来发展

未来，公司将继续聚焦主业，提质增效；围绕三大主业优化业务质量，扩大京津冀区域优质项目市场占有率，提升管理能力，发展规划较为可行。

公司将继续围绕工程、地产和服务三个业务板块进行发展。工程方面，要强化精益建造、提升履约能力与标准，稳固京津冀市场，加大公投项目参与度，着力拓展优质客户和重点项目，继续落实“法人管理项目”，做好下属子公司的管控和支撑作用，加强项目过程确权 and 工程结算工作，同时做好在施工程的科学组织，在安全、质量、工期、环保等方面确保优质高效履约。开发方面，一级开发要加快存量项目的收尾，推进款项的回笼，持续压降债务规模以防范风险；二级开发将保持土地投拓、债务压降和企业发展均衡匹配，合理增加土地储备，同时加大在手项目去化，回收资金。服务方面，借助集团产业链协同，以供应链服务、绿色制造为抓手，融入城建集团和公司主业发展，继续推进自行开发项目集采落地，提高在城建集团施工项目的集采占有率。

五、财务分析

公司提供的 2025 年财务报告由天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。跟踪期内，公司合并范围变化较小，财务数据可比性强。

1 资产质量

跟踪期内，公司资产规模较稳定；资产构成中应收账款、合同资产和一级开发业务形成的长期应收款规模占比高，对资金占用大；存货面临一定去化压力和跌价风险；公司资产受限比例较高，资产流动性较弱。

图表 14 • 公司资产主要情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	739.57	66.72%	772.79	67.59%	744.85	66.15%	759.90	66.52%
货币资金	113.13	10.21%	101.21	8.85%	99.25	8.81%	95.08	8.32%
应收账款	60.58	5.47%	61.61	5.39%	65.66	5.83%	61.93	5.42%
存货	387.30	34.94%	432.69	37.84%	385.86	34.27%	374.27	32.76%
合同资产	69.85	6.30%	73.86	6.46%	88.35	7.85%	86.51	7.57%
非流动资产	368.85	33.28%	370.62	32.41%	381.16	33.85%	382.53	33.48%
长期应收款	214.58	19.36%	218.96	19.15%	222.72	19.78%	223.68	19.58%
投资性房地产	85.05	7.67%	83.35	7.29%	86.97	7.72%	87.02	7.62%
资产总额	1108.43	100.00%	1143.41	100.00%	1126.01	100.00%	1142.43	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

跟踪期内，公司资产总额和资产结构变化不大。截至 2025 年底，公司货币资金规模较稳定。应收账款较上年底增长 6.57%，其中账龄 1 年以内（含 1 年）的账面余额占 54.28%，1~2 年占 18.90%，2~3 年占 6.90%，3 年以上占 19.92%；应收账款累计计提坏账准备 5.71 亿元，计提比例 8.00%，考虑到公司建筑业务客户主要为北京市地方政府和国企，坏账计提较充分，但部分款项账龄较长，对公司资金形成占用。前五大应收账款余额占比为 16.34%，其中应收城建集团 4.16 亿元。

图表 15 • 截至 2025 年底公司应收账款情况（单位：亿元）

类别	账面余额	占比	信用损失准备	计提比例
单项计提信用损失准备	0.99	1.38%	0.99	100.00%
按信用风险特征组合计提信用损失准备	70.38	98.62%	4.72	6.71%
其中：集团关联方	4.88	6.84%	--	--
应收中央企业、国有企业、政府部门及事业单位	50.62	70.92%	1.77	3.50%
其他	14.89	20.86%	2.95	19.82%
合计	71.37	100.00%	5.71	8.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2025 年底，公司存货较上年底下降 10.82%，主要系当年无新增地产项目而存量项目持续结转所致。其中，房地产开发成本 310.80 亿元、开发产品 62.25 亿元，开发产品占比一般。存货累计计提跌价准备 0.89 亿元，计提比例为 0.23%，考虑公司项目开发时间和区位等因素，地产存货面临一定的去化压力和跌价风险。截至 2025 年底，公司合同资产较上年底增长 19.63%，在工程投入有所增加。合同资产累计计提减值准备 0.15 亿元，考虑到建筑项目回款能力很强，减值风险可控。

截至 2025 年底，公司长期应收款较上年底变化不大，主要为土地一级开发项目中垫付的拆迁安置款，后续回款时间受政府财政安排影响，存在不确定性。投资性房地产较上年底增长 4.35%，采用公允价值模式计量，估值是当年租金收入（3.33 亿元）的约 26 倍，资产主要位于北京市，减值风险可控。

截至 2025 年底，公司受限资产占资产总额的 31.50%，受限比例较高。

图表 16 • 截至 2025 年底公司资产受限情况

受限资产科目	账面价值（亿元）	受限原因
货币资金	12.77	保证金等
存货	204.86	抵押贷款
其他	137.10	抵押贷款、长期借款质押
合计	354.73	--

资料来源：公司审计报告

2 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模和结构变化不大，权益稳定性较弱。

截至 2025 年底，公司所有者权益 241.41 亿元，较上年底下降 2.66%。其中，其他权益工具合计 97.00 亿元，占所有者权益的 40.18%；少数股东权益占 29.08%，其他综合收益占 10.28%，未分配利润占 5.39%，权益结构稳定性较弱。

截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益 241.64 亿元，规模和结构较上年底变化不大。

（2）负债

跟踪期内，公司负债总额变化不大，有息债务规模受时点影响有所波动，整体债务负担仍属较重且债券融资占比较高，存在一定的刚性偿付压力。

图表 17 • 公司负债主要情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	551.48	64.75%	594.55	66.40%	597.05	67.49%	565.75	62.81%
短期借款	94.94	11.15%	118.13	13.19%	76.58	8.66%	66.25	7.35%
应付账款	128.85	15.13%	129.89	14.51%	129.91	14.69%	118.19	13.12%
其他应付款（合计）	93.50	10.98%	96.61	10.79%	115.68	13.08%	119.13	13.22%
一年内到期的非流动负债	65.41	7.68%	79.35	8.86%	97.92	11.07%	100.98	11.21%
合同负债	98.37	11.55%	105.16	11.74%	113.50	12.83%	97.34	10.81%
非流动负债	300.24	35.25%	300.84	33.60%	287.55	32.51%	335.04	37.19%
长期借款	127.78	15.00%	151.65	16.94%	166.38	18.81%	195.89	21.75%
应付债券	156.86	18.42%	134.62	15.03%	106.71	12.06%	124.69	13.84%
负债总额	851.71	100.00%	895.40	100.00%	884.60	100.00%	900.80	100.00%

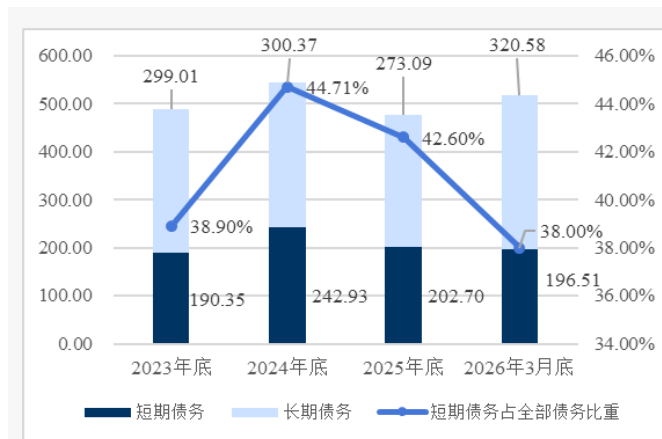
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年底，公司负债总额较上年底变化不大，负债结构仍以流动负债为主。其中，应付账款较上年底变化不大，主要为应付工程款和材料款。其他应付款（合计）较上年底增长 19.74%，主要系往来款增长所致，其他应付款主要由往来款构成。合同负债较上年底增长 7.93%，主要系预收售房款和已结算尚未完工款均有所增长所致。

有息负债方面，截至 2025 年底，公司全部债务 475.79 亿元，较上年底有所下降。其中，短期债务占比 42.60%，占比仍较高。若将永续债调整计入长期债务，公司调整后全部债务 572.79 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 87.18%和 79.86%，债务负担较重。公司应付债券（含一年内到期）和永续债合计占调整后全部债务的 46.80%，债券融资占比较高，存在一定的刚性偿付压力。

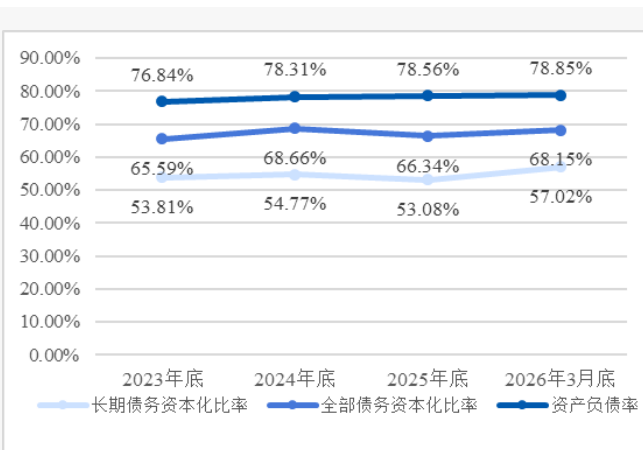
截至 2026 年 3 月底，公司负债总额较上年底变化不大；全部债务 517.08 亿元，较上年底增长 8.68%，短期债务占比有所下降；永续债规模保持稳定，整体债务负担仍属较重。

图表 18 • 公司债务结构（单位：亿元）



注：不含永续债
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 19 • 公司财务杠杆水平



注：不含永续债
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 20 • 2025 年底样本企业债务负担指标分布情况

业务板块	资产负债率	全部债务资本化比率
公司	78.56%	66.34%
1/4 分位	74.45%	42.78%
1/2 分位	79.22%	53.69%
3/4 分位	84.02%	65.65%

注：行业指标数据为联合资信整理发债样本企业数据
资料来源：联合资信根据公司财务报告和公开资料整理

3 盈利能力

跟踪期内，公司盈利规模有所下降，受房地产市场景气度较弱影响，房地产板块承压拉低了整体盈利指标表现。

图表 21 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	421.14	373.28	357.02	91.99
营业成本	385.25	339.01	321.87	85.57
期间费用	27.06	26.28	26.02	5.04
投资收益	2.05	2.35	0.53	-0.01
信用减值损失和资产减值损失	-0.50	-1.91	-1.79	-0.04
利润总额	8.55	7.10	5.80	1.19
调整后营业利润率	1.64	1.75	2.02	1.36
总资产报酬率	1.23	1.14	1.10	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2025 年，公司营业总收入同比下降但毛利率小幅上升，毛利润规模同比小幅增长；期间费用较稳定，以管理费用和研发费用为主；投资收益同比下降，主要系上年处置长期股权投资产生的投资收益较大、基数较高所致；信用减值损失和资产减值损失继续对利润造成一定侵蚀。综上，2025 年公司利润总额同比下降 18.23%。

与同行业相比，2025 年公司利润规模处于行业中位水平，总资产报酬率等盈利指标处于行业中下水平，主要系房地产板块拉低指标表现所致。

图表 22 • 2025 年同行业公司盈利情况对比（单位：亿元）

对比指标	营业总收入	利润总额	营业利润/营业总收入	总资产报酬率
公司	357.02	5.80	1.66%	1.10%
行业 3/4 分位	118.59	2.52	1.22%	1.06%

行业 1/2 分位	272.70	6.02	2.42%	1.56%
行业 1/4 分位	643.04	17.60	3.68%	2.31%

注：行业指标数据为联合资信整理发债样本企业数据
 资料来源：联合资信根据公司财务报告和公开资料整理

2026 年 1—3 月，公司营业总收入同比有所下降，毛利率同比变化不大，利润总额同比下降 27.24%。考虑到北京市房地产市场尚未完全止跌企稳，短期内公司盈利能力仍将受房地产板块承压的影响。

4 现金流

2025 年，公司收入实现质量良好且缩减开发投资，经营活动现金净流入和筹资活动现金净流出规模均较大。2026 年一季度，公司经营活动现金流再次转为净流出。

图表 23 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入	665.68	893.47	773.32	198.03
经营活动现金流出	626.87	905.98	720.11	234.95
经营活动产生的现金流量净额	38.81	-12.51	53.21	-36.92
投资活动现金流入	1.50	1.55	0.92	0.00
投资活动现金流出	2.15	6.98	4.54	0.76
投资活动产生的现金流量净额	-0.66	-5.44	-3.62	-0.76
筹资活动前现金流量净额	38.15	-17.95	49.60	-37.68
筹资活动现金流入	266.74	333.09	236.30	104.76
筹资活动现金流出	292.12	327.44	291.04	69.10
筹资活动产生的现金流量净额	-25.39	5.65	-54.74	35.65
现金收入比	111.62%	112.02%	111.28%	105.37%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2025 年，公司经营活动现金流转为净流入，主要系当期未新增房地产项目，开发投资规模缩减所致；公司现金收入比保持较高水平，收入实现质量良好。公司投资活动现金流仍为小幅净流出。随着债务规模缩减，公司筹资活动现金流转为较大规模的净流出。

2026 年 1—3 月，受一季度为建筑行业付款高峰期以及公司房地产板块新拿地影响，公司经营活动现金流转为净流出；投资活动现金流规模仍较小；公司债务规模增长，筹资活动现金流转为净流入。

5 偿债指标

公司长、短期偿债指标表现很强，综合考虑公司股东背景且融资渠道畅通，公司实际偿债能力极强。

图表 24 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
短期偿债指标	经营活动现金流入/流动负债（倍）	1.21	1.50	1.30	--
	现金短期债务比（倍）	0.61	0.43	0.50	0.50
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	16.03	14.85	13.99	--
	全部债务/EBITDA（倍）	30.53	36.58	34.01	--
	EBITDA/利息支出（倍）	0.76	0.80	0.87	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

短期偿债能力方面，跟踪期内，公司现金短期债务比变化不大；经营活动现金流入对流动负债的覆盖程度有所下降，但仍属非常高。截至 2026 年 3 月底，公司本部获得银行综合授信额度 558.78 亿元，尚未使用的银行授信额度 363.30 亿元。2025 年及 2026

年1—5月，公司本部发行公司债券和中票合计65.00亿元，票面利率范围1.90%~2.30%。整体来看，公司短期偿债指标表现很强，融资渠道畅通，且公司有望获得股东流动性支持，实际短期偿债能力强于指标表现。

长期偿债能力方面，2025年，公司EBITDA同比小幅下降，随着债务规模缩减，EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度小幅提升。公司具备良好的项目风险管理体系且净资产能够较好覆盖资产减值，长期偿债能力很强。

截至2026年3月底，公司无对外担保。

截至2026年3月底，公司作为被告方的涉案金额5000万元以上案件共2起，均为分包合同纠纷，涉案金额分别为0.53亿元和0.77亿元，案件分别处于二审和一审阶段。

6 公司本部财务分析

公司本部开展一定规模的建筑业务，资金归集规模较大，债务负担尚可。

公司本部是开展建筑业务的主体之一，截至2025年底，公司本部资产总额481.63亿元，较上年底小幅增长，资产结构以货币资金（56.30亿元）、应收账款、其他应收款、合同资产和长期股权投资为主。公司本部资金归集规模较大，对下属子公司的管控能力强。截至2025年底，公司本部负债总额352.16亿元，较上年底小幅增长；全部债务173.35亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为73.12%和57.25%，债务负担尚可。截至2025年底，公司本部所有者权益129.46亿元。

2025年，公司本部实现营业总收入101.30亿元，同比小幅下降；投资收益0.93亿元，规模较小，主要系当期房地产子公司盈利承压所致；利润总额2.90亿元，同比下降32.68%。

2025年，公司本部经营活动现金净流出15.25亿元，投资活动现金净流入0.47亿元，筹资活动现金净流入9.03亿元，较依赖筹资活动现金流。

六、外部支持

1 支持能力

公司控股股东城建集团支持能力非常强。

公司控股股东城建集团是北京市国资委直接控股的大型建筑施工企业，业务涵盖建筑施工、房地产、设计勘察、园林绿化等多个领域，产业链完整且协同作用较强，建筑施工新签合同规模很大，在承接北京市重大工程项目方面有很强的竞争力。城建集团控股的上市公司城建发展2025年在北京房企中权益销售面积排名第二、权益销售金额排名第八，保持领先的区域竞争力。截至2025年底，城建集团资产总额3600.08亿元，所有者权益821.05亿元；2025年，城建集团实现营业总收入1452.91亿元，利润总额27.57亿元。

2 支持可能性

作为城建集团的重要全资子公司，公司获得股东支持的可能性极高，在业务协同等方面持续获得大力支持。

公司是城建集团的重要全资子公司，2025年（底）资产总额和净利润在城建集团合并口径中的占比均超过30%，城建集团对公司的支持可能性极高。城建集团主营业务同样涵盖建筑施工和房地产板块，公司并入城建集团后，在业务协同方面获得股东大力支持，公司房地产板块子公司由城建发展代管。

七、评级结论

基于对公司经营风险和财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定公司个体信用等级为aa⁻，考虑到公司控股股东城建集团支持能力极强，公司作为城建集团的重要全资子公司，获得股东支持的可能性极高，在业务协同等方面持续获得大力支持，外部支持调升3个等级，主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-2 北京住总集团有限责任公司评级方法、模型和打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	资产质量和盈利能力		3
		资本结构		2
		偿债能力		2
指示评级				aa ⁻
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁻
外部支持调整因素：政府支持				+3
模型级别				AAA

评级方法与模型 [建筑与工程企业信用评级方法与模型 V4.1.202606](#)

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

附件 1-3 北京住总集团有限责任公司主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	115.73	104.17	101.69	97.85
应收账款（亿元）	60.58	61.61	65.66	61.93
其他应收款（合计）（亿元）	32.30	36.59	39.69	69.83
存货（亿元）	387.30	432.69	385.86	374.27
长期股权投资（亿元）	34.99	37.11	41.03	41.02
固定资产（亿元）	16.58	15.99	15.45	15.17
在建工程（亿元）	1.11	1.16	1.29	1.36
资产总额（亿元）	1108.43	1143.41	1126.01	1142.43
实收资本（亿元）	17.43	17.43	17.56	17.56
少数股东权益（亿元）	113.80	76.07	70.20	70.46
所有者权益（亿元）	256.71	248.01	241.41	241.64
短期债务（亿元）	190.35	242.93	202.70	196.51
长期债务（亿元）	299.01	300.37	273.09	320.58
全部债务（亿元）	489.36	543.30	475.79	517.08
营业总收入（亿元）	421.14	373.28	357.02	91.99
营业成本（亿元）	385.25	339.01	321.87	85.57
其他收益（亿元）	0.23	0.28	0.12	0.05
利润总额（亿元）	8.55	7.10	5.80	1.19
EBITDA（亿元）	16.03	14.85	13.99	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	470.08	418.17	397.28	96.93
经营活动现金流入小计（亿元）	665.68	893.47	773.32	198.03
经营活动现金流量净额（亿元）	38.81	-12.51	53.21	-36.92
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.66	-5.44	-3.62	-0.76
筹资活动现金流量净额（亿元）	-25.39	5.65	-54.74	35.65
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.02	6.03	5.55	--
存货周转次数（次）	0.82	0.70	0.66	--
总资产周转次数（次）	0.38	0.33	0.31	--
现金收入比（%）	111.62	112.02	111.28	105.37
营业利润率（%）	8.06	8.79	9.31	6.84
总资本收益率（%）	1.65	1.49	1.45	--
调整后营业利润率（%）	1.64	1.75	2.02	1.36
总资产报酬率（%）	1.23	1.14	1.10	--
净资产收益率（%）	2.84	2.38	1.61	--
长期债务资本化比率（%）	53.81	54.77	53.08	57.02
全部债务资本化比率（%）	65.59	68.66	66.34	68.15
资产负债率（%）	76.84	78.31	78.56	78.85
流动比率（%）	134.11	129.98	124.76	134.32
速动比率（%）	51.21	44.78	45.33	52.87
经营活动现金流入/流动负债（倍）	1.21	1.50	1.30	--
现金短期债务比（倍）	0.61	0.43	0.50	0.50
EBITDA 利息倍数（倍）	0.76	0.80	0.87	--
全部债务/EBITDA（倍）	30.53	36.58	34.01	--

注：1. 2023—2025 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据，2026 年一季度财务报表未经审计；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；3. 2023—2024 年末住总集团其他应付款和长期应付款中有息债务已计入全部债务，2025 年底和 2026 年 3 月底住总集团债务未经调整；4. “--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据住总集团财务报告和住总集团提供资料整理

附件 1-4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/ (平均存货净额+平均合同资产净额)
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	
总资产收益率	(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-合同资产) / 流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 2-1 调整后的标的物业可分配毛现金流对优先级票据预计本息支出覆盖情况

单位：万元、倍

兑付日	调整后的 租金收入	“19 京住总 ABN001 优先 A” 本息 DSCR	“19 京住总 ABN001 优先 B” 本息 DSCR	兑付日	调整后的 租金收入	“19 京住总 ABN001 优先 A” 本息 DSCR	“19 京住总 ABN001 优先 B” 本息 DSCR
第 15 个	3000.00	1.49	1.00	第 28 个	4893.52	1.82	1.33
第 16 个	3000.00	1.51	1.01	第 29 个	4952.88	1.87	1.36
第 17 个	4293.28	2.18	1.45	第 30 个	5012.25	1.93	1.40
第 18 个	4346.05	2.24	1.48	第 31 个	5071.62	1.98	1.43
第 19 个	4398.82	2.29	1.51	第 32 个	5134.28	2.04	1.47
第 20 个	4451.59	2.35	1.55	第 33 个	5196.94	2.10	1.50
第 21 个	4504.36	2.40	1.57	第 34 个	5259.60	2.16	1.54
第 22 个	4557.13	2.46	1.61	第 35 个	5322.26	2.23	1.58
第 23 个	4609.90	2.51	1.63	第 36 个	5384.92	1.89	1.41
第 24 个	4665.96	2.57	1.67	第 37 个	5447.58	1.95	1.44
第 25 个	4722.02	2.63	1.70	第 38 个	5513.54	2.01	1.48
第 26 个	4778.09	1.72	1.27	第 39 个	5579.50	2.07	1.52
第 27 个	4834.16	1.77	1.30	第 40 个	4693.56	1.78	0.09

资料来源：联合资信整理

附件 2-2 调整后的标的物业可分配净现金流对优先级票据预计本息支出覆盖情况

单位：万元、倍

兑付日	调整后的净收入	“19 京住总 ABN001 优先 A” 本息 DSCR	“19 京住总 ABN001 优先 B” 本息 DSCR	兑付日	调整后的净收入	“19 京住总 ABN001 优先 A” 本息 DSCR	“19 京住总 ABN001 优先 B” 本息 DSCR
第 15 个	2429.15	1.21	0.81	第 28 个	3972.36	1.48	1.08
第 16 个	2879.95	1.23	0.82	第 29 个	4013.75	1.52	1.10
第 17 个	3478.55	1.77	1.18	第 30 个	4068.71	1.56	1.14
第 18 个	3527.39	1.81	1.20	第 31 个	4110.10	1.60	1.16
第 19 个	3564.17	1.85	1.22	第 32 个	4168.10	1.66	1.19
第 20 个	3613.03	1.90	1.26	第 33 个	4211.77	1.70	1.22
第 21 个	3649.83	1.94	1.27	第 34 个	4269.78	1.75	1.25
第 22 个	3698.67	1.99	1.30	第 35 个	4313.47	1.80	1.28
第 23 个	3735.44	2.03	1.32	第 36 个	4371.47	1.54	1.14
第 24 个	3787.34	2.09	1.36	第 37 个	4415.15	1.58	1.17
第 25 个	3826.43	2.13	1.38	第 38 个	4476.21	1.63	1.20
第 26 个	3878.33	1.40	1.03	第 39 个	4522.19	1.68	1.23
第 27 个	3917.41	1.43	1.05	第 40 个	3702.07	1.40	0.07

资料来源：联合资信整理

附件 3-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 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}（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