

信用评级公告

联合〔2022〕3570号

联合资信评估股份有限公司通过对北京首都开发股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持北京首都开发股份有限公司主体长期信用等级为AAA，维持“21首股01”“22首股01”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二日

北京首都开发股份有限公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
北京首都开发股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 首股 01	AAA	稳定	AAA	稳定
22 首股 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
21 首股 01	34.20	34.20	2026/8/18
22 首股 01	23.20	23.20	2027/4/21

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚未处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 2 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.1.202205
房地产企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202205

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

北京首都开发股份有限公司（以下简称“公司”或“首开股份”）作为北京首都开发控股（集团）有限公司（以下简称“首开集团”）的子公司，所获股东支持力度大。跟踪期内，公司深耕北京地区，在品牌知名度、区域布局和开发经验等方面仍保持较强的优势。公司项目主要位于北京市以及其他经济发达二三线城市，地理位置优良，全口径签约销售规模稳步增长，融资渠道畅通且融资成本较低。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司在建项目尚需投入的资金规模较大，一级开发及棚户区改造项目占用资金，部分热点区域项目因土地成本和限价导致综合毛利率大幅下降，整体债务负担较重以及权益稳定性较弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司储备及在建项目逐步达到可售状态，公司有望保持良好的经营状况。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“21 首股 01”“22 首股 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司品牌知名度较高，股东支持力度大。**公司从事房地产开发的历史较长、开发经验丰富、品牌知名度较高；公司依托国资背景在多个城市具备良好的项目获取能力。截至 2021 年底，首开集团提供股东借款额度为 43.00 亿元；首开集团对公司及下属子公司担保额度约 74.725 亿元。

2. **公司项目区位优势显著。**截至 2022 年 3 月底，公司土地储备及项目集中在北京及其他经济发达二三线城市，区位优势明显。

3. **公司销售金额稳步增长。**2021 年，公司签约销售金额为 1149.07 亿元，同比增长 6.93%。

4. **公司融资渠道畅通且融资成本较低。**2021 年，公司平均融资成本为 4.85%。截至 2021 年底，公司尚未使用的授信额度合计 963.13 亿元，公司融资渠道畅通且融资成本较低。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果	AAA		
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2	
			行业风险	3	
		自身竞争力	基础素质	1	
			企业管理	2	
			经营分析	2	
		现金流	资产质量	2	
			盈利能力	2	
			现金流量	2	
			资本结构	2	
			偿债能力	2	
调整因素和理由		调整子级			
股东支持力度大		+1			

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1 - F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

关注

1. **公司债务负担较重，一级开发及棚户区改造项目对公司资金产生一定的占用，公司面临一定的融资需求。**截至 2021 年底，公司全部债务资本化率 65.59%，债务负担较重。同时，公司一级开发及棚户区改造项目进度缓慢、周期长；截至 2021 年底，公司一级开发及棚户区改造实施项目拟投资额 463.13 亿元，投资规模大，对公司资金产生一定的占用。截至 2021 年底，公司在建项目计划总投资额 7795.57 亿元，未来面临一定融资需求。

2. **公司盈利能力有所下降，权益稳定性较弱。**公司项目位于北京及京外二三线城市，受公司京外获取项目成本较高，同时受区域限价影响，公司结转项目毛利率持续大幅下降，盈利能力有所下降。同时，随着合作项目增加，公司少数股东权益规模较大，截至 2021 年底，公司所有者权益中少数股东权益占比为 53.62%。

分析师：曹梦茹 宋莹莹

邮箱：lianhe@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）

网址：www.lhratings.com

主要财务数据:

合并口径				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产(亿元)	252.45	355.53	314.00	311.85
资产总额(亿元)	3033.68	3278.43	3143.18	3199.02
所有者权益(亿元)	578.94	641.76	670.27	670.80
短期债务(亿元)	286.99	352.89	216.60	237.80
长期债务(亿元)	978.89	1152.35	1105.43	1136.58
全部债务(亿元)	1265.88	1505.24	1322.02	1374.38
营业收入(亿元)	476.45	442.26	678.02	23.47
利润总额(亿元)	84.30	64.09	40.91	-3.01
EBITDA(亿元)	122.04	105.05	84.27	--
经营性净现金流(亿元)	17.24	55.90	74.03	-33.57
营业利润率(%)	29.01	22.76	15.37	21.27
净资产收益率(%)	9.74	6.52	3.13	--
资产负债率(%)	80.92	80.42	78.68	79.03
全部债务资本化比率(%)	68.62	70.11	66.36	67.20
流动比率(%)	178.01	190.56	205.96	204.80
经营现金流动负债比(%)	1.17	3.78	5.78	--
现金短期债务比(倍)	0.88	1.01	1.45	1.31
EBITDA利息倍数(倍)	1.58	1.26	1.12	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.37	14.33	15.69	--
公司本部(母公司)				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	1360.73	1517.01	1680.08	1685.54
所有者权益(亿元)	261.27	253.17	242.90	240.08
全部债务(亿元)	650.22	758.64	834.16	834.23
营业收入(亿元)	29.00	29.43	24.52	3.31
利润总额(亿元)	21.88	4.77	2.16	-1.66
资产负债率(%)	80.80	83.31	85.54	85.76
全部债务资本化比率(%)	71.34	74.98	77.45	77.65
流动比率(%)	133.13	130.65	136.78	133.74
经营现金流动负债比(%)	10.38	17.52	5.68	--

注: 1. 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, 均为合并口径; 2. 本报告 2019 年、2020 年财务数据分别采用 2020 年、2021 年审计报告的期初数; 3. 2019 年和 2020 年公司其他流动负债以及 2020 年其他应付款中的有息债务已调整至短期债务; 公司 2020 年、2021 年及 2022 年一季度长期应付款中债务部分调整至长期债务; 租赁负债计入长期债务

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22首股01	AAA	AAA	稳定	2022/01/19	曹梦茹 宋莹莹	房地产企业信用评级方法(2019)/房地产企业主体信用评级模型(打分表)	阅读全文
21首股01	AAA	AAA	稳定	2021/05/31	曹梦茹 宋莹莹	房地产企业信用评级方法(2019)/房地产企业主体信用评级模型(打分表)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。

五、本报告系联合资信接受北京首都开发股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、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。

八、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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

北京首都开发股份有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于北京首都开发股份有限公司（以下简称“首开股份”或“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

公司曾用名“北京天鸿宝业房地产股份有限公司”，成立于 1993 年 12 月 29 日，公司设立时股本总额为 6825 万股，出资方式全部为现金出资。2001 年 1 月 15 日，公司在上海证券交易所挂牌上市（证券代码：600376.SH，证券简称：“天鸿宝业”后更名为“首开股份”）。

后经多次增资扩股，截至 2021 年底，公司注册资本为 257956.52 万元，北京首都开发控股（集团）有限公司（以下简称“首开集团”）直接和间接持有公司 52.656%¹股份，为公司控股股东；公司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”）。

公司主营业务为房地产开发销售和酒店物业经营等。截至 2021 年底，公司总部职能部门由党群工作部、纪检部、战略管理部、投资管理部、营销管理部、商业地产部、财务管理部、审计部和人力资源部等部室组成。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 3143.18 亿元，所有者权益 670.27 亿元（含少数股东权益 359.43 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 678.02 亿元，利润总额 40.91 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 3199.02 亿元，所有者权益 670.80 亿元（含少数股东权益 364.96 亿元）；2022 年 1—3 月，公

司实现营业总收入 23.47 亿元，利润总额 -3.01 亿元。

公司注册地址：北京市东城区安定门外大街 183 号京宝花园二层；法定代表人：李岩。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 6 月 2 日，“21 首股 01”和“22 首股 01”募集资金均已按指定用途使用完毕，“21 首股 01”和“22 首股 01”均未到付息日。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
21 首股 01	34.20	34.20	2021/8/18	5 (3+2) 年
22 首股 01	23.20	23.20	2022/4/21	5 (3+2) 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

¹ 持股比例与附件 1 差异系尾差造成。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%，工农业生产总体稳定，但3月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成

一定的拖累；第三产业增加值同比增速为4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前2019年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表2 2021一季度至2022年一季度中国主要经济数据

项目	2021年一季度	2021年二季度	2021年三季度	2021年四季度	2022年一季度
GDP总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP增速（%）	18.30 (4.95)	7.90 (5.47)	4.90 (4.85)	4.00 (5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50 (6.79)	15.90 (6.95)	11.80 (6.37)	9.60 (6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60 (2.90)	12.60 (4.40)	7.30 (3.80)	4.90 (3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60 (7.60)	15.00 (8.20)	8.80 (7.20)	4.40 (5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70 (2.30)	7.80 (2.40)	1.50 (0.40)	0.40 (0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80 (-2.0)	19.20 (2.00)	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90 (4.14)	23.00 (4.39)	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70 (4.53)	12.00 (5.14)	9.70 (5.05)	8.10 (5.06)	5.10

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额10.87万亿元，同比增长3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是3月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49万亿元，同比增长9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺差

1629.40亿美元。

CPI同比涨幅总体平稳，PPI同比涨幅逐月回落。2022年一季度CPI同比增长1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度PPI同比增长8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动

力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资

成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

1. 房地产行业概况

2021 年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。

2021 年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但 2021 年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021 年上半年，全国房地产开发投资同比增长 14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021 年全年，全国房地产开发投资 14.76 万亿元，同比仅增长 4.4%，增速较 2020 年下降 2.6 个百分点，下滑明显。其中住宅投资 11.12 万亿元，同比增长 6.4%，增速较 2020 年下降 1.2 个百分点；办公楼投资 0.60 万亿元，同比下降 8.0%，出现负增长；商业营

业用房投资 1.24 万亿元，同比下降 4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021 年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021 年上半年新开工面积同比增长 3.8%，进入 7 月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021 年全年新开工面积 19.89 亿平方米，同比下降 11.4%。从施工面积看，2021 年全国房屋施工面积达 97.54 亿平方米，同比增长 5.2%，增速较 2020 年有所回升。由于 2017—2018 年新开工房屋逐步进入竣工期，2021 年全国房屋竣工面积 10.14 亿平方米，同比增长 11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021 年上半年商品房销售面积同比增长 27.70%，较 2019 年上半年增长 16.70%。但 2021 年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021 年 7—12 月，全国商品房单月销售面积同比增速连续 6 个月为负；但得益于上半年销售增长，2021 年全年全国商品房销售面积 17.94 亿平方米，同比增长 1.90%，增速较 2020 年下降 0.7 个百分点；住宅销售面积 15.65 亿平方米，同比增长 1.1%。

2. 土地市场与信贷环境

2021 年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍市场则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍市场有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。

土地市场方面，2021 年土地购置面积 2.16 亿平方米，同比下降 15.50%。受集中供地以及地产行业下行等多重因素影响，2021 年土拍市场出现了新景象；2021 年上半年的第一轮集中供地，百强民营房企获取近 50% 的土地，且部分城市地王频出；但下半年以来按揭贷款发放周期受到管控，销售情况持续恶化，叠加融资环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长；第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要来源；在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021 年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长 23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021 年 7—12 月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9 月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此 2021 年下半年房地产开发到位资金同比下降 10.51%。2021 年全年房地产开发到位资金合计 20.11 万亿元，同比增长 4.2%，增速较 2020 年下滑 3.4 个百分点。

表 3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58

利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021年初严查经营贷，2021年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的流动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，但2022年3月的国务院金融委会议表明房地产政策出现转向。

2021年初，房地产市场延续年初热度，针对个别城市出现“余热不降”的现象，政

策坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。2021年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表4。

表4 2021年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年2月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且2021年发布住宅用地公告不能超过3次；二是集中组织出让活动
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难
2021年7月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题
2021年9月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021年12月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年2-3月	--	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022年3月郑州发布房地产新政19条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置
2022年3月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房住不炒定位，探索新模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年3月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险。银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场

大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支

持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表 5 2021 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021 年 3 月	银保监会、住建部和央行	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021 年 6 月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展
2021 年 7 月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳定价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制
2021 年 9 月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益
2021 年 10 月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序
2021 年 12 月	央行、银保监会	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务
2022 年 1 月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月底，公司注册资本为257956.52万元，首开集团直接和间接持有公司52.656%股份，为公司控股股东；公司实际控制人为北京市国资委。

2. 企业规模和竞争力

公司作为首开集团旗下子公司，业务深耕北京并覆盖多个城市，开发经验丰富、品牌知名度较高。

公司持有住建部颁发的《房地产开发企业资质证书》(建开企(2001)011号)，资质等级为一级。

公司作为北京最早从事房地产行业的大型国有上市企业，开发经验丰富、品牌知名度较高。公司开发产品包括普通商品房、保障性住房、中高档公寓等。公司成立20多年以来，多次获得全国各权威协会、研究所等部门颁发的奖项及荣誉称号。多年来，公司继续保持北京市场销售领军地位。

在土地获取方面，公司得到了各全国领先和区域龙头房地产企业的认可，通过双方、多方联合体拿地或股权收购方式，优势互补、有

效规避市场恶性竞争和项目投资风险。“首开地产”品牌目前除深耕北京外，已进入全国17个省市区的约30个城市，基本实现了全国化布局。

3. 企业信用记录

公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：91110000101309074C），截至2022年4月11日，公司未结清信贷信息和已结清信贷信息中，无关注类、不良/违约类贷款。整体看，公司过往信用记录良好。

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，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2022年5月16日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理层有所变动，主要管理制度连续，管理运作正常。

跟踪期内，董事王洪斌先生因工作安排变动离任，监事王柄新先生因工作调动离任，公司选举赵龙节先生、李灏先生为董事，选举王

奥先生为监事，聘任赵龙节先生为总经理，王柄新先生、李捷先生为副总经理，聘任张绍辉先生、周兵先生为总经理助理，高士尧先生为总法律顾问。除上述变更外，其他董事、监事及管理层人员未发生变动。公司主要管理制度连续，管理运作正常。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，公司营业收入增长，综合毛利率因京外结转项目土地成本较高且受限价政策影响而大幅下降。

跟踪期内，公司收入仍主要来源于房地产销售收入，且主营业务收入占比在97%以上，主营业务突出。2021年，公司营业收入增长，主要系公司房地产销售业务规模增加所致；净利润同比下降49.91%，主要系2020年公司处置

股权获得投资收益规模较大，2021年无此收益，同时受限价政策影响，结转项目毛利率大幅下降所致。

从收入结构来看，2021年，房产销售收入大幅增长，主要系2020年疫情影响公司部分项目未能在年内按期完工，推迟至2021年集中结转所致；公司酒店物业经营等收入占比不大。

从毛利率情况来看，公司毛利率主要取决于其房产销售业务，2021年，公司主营业务毛利率大幅下降，主要系2021年公司结转项目主要为2018—2019年公司京外获取项目，上述项目土地成本较高，同时受区域限价影响，结转项目毛利率大幅下降，利润空间大幅收窄所致。

2022年1—3月，公司实现营业收入23.47亿元，同比下降78.50%，主要系竣工交付项目同比下降所致；营业利润率为21.27%，同比增长8.42个百分点，主要系结转项目毛利率同比增加所致。

表 6 2019—2021年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务类别	2019年			2020年			2021年		
	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率
房产销售	466.45	98.61%	37.10%	434.12	98.69%	27.60%	666.04	98.59%	19.55%
酒店物业经营等	6.59	1.39%	53.97%	5.78	1.31%	34.17%	9.53	1.41%	27.77%
合计	473.05	100.00%	37.34%	439.90	100.00%	27.68%	675.57	100.00%	19.67%

资料来源：公司提供

2. 开发业务

（1）土地储备

2021年，公司土地储备主要位于北京以及国内其他重点城市，随着楼面价持续上升，未来盈利空间或进一步收窄。

2021年，公司结合房地产市场变化和自身战略情况，增加城市能级较高区域以及北京项目获取力度，新增土地储备建筑面积下降，但投资规模较去年同期变化不大。

从获取区域来看，2021年，公司新增京外项目20个，全口径新增土地计容建筑面积占比58.28%，主要位于佛山、温州、杭州等城市。

表 7 2019—2021年公司新增土地及项目情况

（单位：个、万平方米、亿元、元/平方米）

获取时间	土地获取数量	新增土地储备计容建筑面积	新增土地投资额	新增土地平均楼面价
2019年	16	209.44	317.98	15182
2020年	21	344.92	594.50	17236
2021年	30	287.04	572.25	19936

注：新增项目不包括一级开发项目，数据口径为全口径

资料来源：公司提供

截至2021年底，公司未开工土地储备的项目计容建筑面积为177.75万平方米，京内土地计容建筑面积占比55.36%，公司土地储备90%以上为住宅性质。从区域分布来看，公司土地储备（按计容建筑面积）主要分布在北京、成都和佛山等城市。公司布局城市主要位于北京

及经济较好的二三线城市，但随着项目获取项

目成本增加，公司盈利空间或进一步收窄。

表 8 截至 2021 年底公司土地储备情况

(单位: 万平方米、元/平方米、亿元)

持有待开发土地的区域	持有待开发土地的面积	规划计容建筑面积	权益占比	拿地时楼面地价	获取价格
北京市通州区宋庄镇 TZ00-0302-6002 地块 R2 二类居住用地、TZ00-0302-6001 地块 A33 基础教育用地（限价商品住房项目）	4.26	11.18	85.00%	6908	7.72
丰台区卢沟桥乡万泉寺村 A 地块一级开发项目 0616-0660、0661、L05、WQS-02 地块 R2 二类居住用地、A33 基础教育用地、B4 综合性商业金融服务业用地（配建“保障性租赁住房”）	4.36	10.16	50.00%	41141	41.80
北京市门头沟区潭柘寺镇 MC01-0003-6009、6008、0057、0086、0120、6016、6015 地块社会停车场用地、综合性商业金融服务业用地、二类居住用地、商业用地、住宅混合公建用地（*）	18.09	23.87	10.00%	26524	63.30
昌平区北七家镇平坊村土地一级开发项目 PF-04 地块 F81 绿隔产业用地、PF-05 地块 R2 二类居住用地（配建“保障性租赁住房”）（*）	7.97	17.84	34.00%	20515	36.60
通州区潞城镇 FZX-0901-0162 地块 F3 其他类多功能用地（*）	2.80	7.00	50.00%	13970	9.78
海淀区西北旺镇 HD00-0403 街区永丰产业基地（新）F1 地块 HD00-0403-0003 地块 R2 二类居住用地（*）	5.56	8.34	50.00%	53884	44.95
密云区水源路南侧 MY00-0104-6016 等地块 R2 二类居住用地（*）	10.33	20.02	10.00%	10339	20.70
京内合计	53.37	98.41	--	--	--
南京市 NO.2021G77 雨花台区西善桥街道杨柳路以南、平湖路以西地块	2.95	3.54	100.00%	21328	7.55
温州市中央绿轴区域 G-42a 地块	4.86	15.07	100.00%	17320	26.10
成都市 CH11（252）:2021-045 成华区青龙街道新山社区 1、2 组	8.23	16.46	100.00%	12400	20.41
成都市 CH12（252）: 2021-046 成华区龙潭街道和成社区 1、5、7、8 组	8.25	12.56	100.00%	12800	16.08
东莞市 2021WR026 号地块	1.79	5.37	100.00%	12621	6.78
佛山市顺德区 TD2021(SD)WG0031	8.28	20.71	100.00%	11869	24.58
福州市 2021-34 号（*）	1.16	3.01	40.00%	10372	3.12
天津市津武（挂）2017-031 号地块（*）	1.46	2.62	50.00%	1251	0.33
京外项目合计	36.98	79.34	--	--	--
合计	90.35	177.75	--	--	--

注: 上述土地储备项目为公司报告期内未开工项目；标*号项目为公司非并表合作项目；公司权益建筑面积=合作开发项目涉及的建筑面积*合作开发项目的权益占比；部分获取价格未提供

资料来源: 公司提供

（2）项目开发建设

公司在建项目主要位于北京以及京外二三线城市，在建项目较多，投资规模较大，公司存在一定的资金支出压力。

2021 年受获取土地面积下降影响，公司新开工面积有所下降；公司竣工面积同比增长 27.49%。

表 9 2019 - 2021 年公司项目开发建设情况

(单位: 万平方米)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
新开工面积	621.77	610.42	481.00

房屋竣工面积	507.60	533.38	680.00
--------	--------	--------	--------

注: 统计口径为全口径

资料来源: 公开资料

截至 2021 年底，公司在建项目总建筑面积 4590.30 万平方米，主要位于北京（占 33.22%）以及苏州（占 6.94%）、福州（占 6.06%）、厦门（占 5.30%）和京外其他二三线城市。从项目的开发资金情况来看，公司在建项目计划总投资额 7795.57 亿元，公司在建项目投资规模较大，未来存在一定的资本支出压力。

(3) 销售情况

2021年公司房地产签约销售金额小幅增长,可售规模较大,考虑到公司地产部分项目分布在景气度较差城市,需持续关注部分区域去化情况。

从公司销售情况来看,2021年,公司签约销售面积和签约销售金额均小幅增长,公司商品房签约销售价格有所增长,主要系公司一二线热点城市销售项目比例有所提高所致。

表 10 2019-2021年公司销售情况

(单位:万平方米、亿元、万元/平方米)

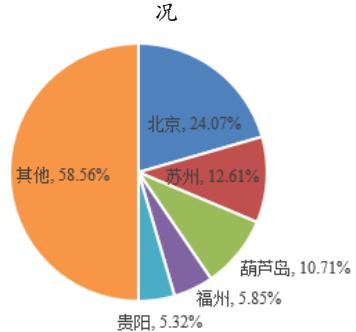
项目	2019年	2020年	2021年
签约销售面积	411.50	381.55	392.65
签约销售金额	1013.44	1074.55	1149.07
签约销售均价	2.46	2.82	2.93
结转收入	466.45	434.12	668.51
结转面积	222.76	178.03	258.04
结转均价	2.09	2.44	2.59

注:签约销售面积、签约销售金额及签约销售均价为全口径数据,结转收入、结转面积及结转均价为合并范围数据

资料来源:公开资料及公司提供

从公司在售项目情况来看,截至2021年底,公司全口径在售项目尚余可售面积为1139.79万平方米,未售面积充足,可以满足公司未来3年左右的销售需求。从销售项目区域来看,公司剩余可售项目主要位于北京、苏州、葫芦岛、福州和贵阳等区域。截至2021年底,葫芦岛、沈阳及贵阳等区域景气度较低,需持续关注。

图 1 截至 2021 年末公司在售全口径项目区域占比情况



注:其他区域包含成都、南通、绵阳、沈阳、武汉、厦门、天津和广州等
 资料来源:公司提供,联合资信整理

3. 棚户区改造及一级开发项目情况

公司通过一级土地开发及棚户区改造项目等方式积极参与北京市政策住房项目建设,但该项目投资规模大,且开发周期和开发进度不确定性强,需关注其项目建设进度及资金投入情况。

公司棚户区改造项目主要通过成本加成形式获取收益,未来有望带来收入增长。2019-2021年公司未实现棚户区改造及一级开发收入。

从一级土地开发及棚户区改造项目来看,截至2021年底,公司在实施项目7个,后续项目5个,计划总投资额规模较大,考虑到棚户区改造项目及一级开发项目周期长、投入资金规模大等特点,同时目前公司实施项目仍大多处于拆迁腾退过程中,该类项目对公司营运资金存在一定的占用。

表 11 截至 2021 年末公司一级土地开发及棚户区改造项目情况 (单位:万平方米、亿元)

项目	序号	项目名称	项目位置	总用地面积	计划总投资额	实施进度
实施项目	1	万泉寺村棚户区改造和环境整治项目	北京市丰台区	101.70	131.48	完成全部宅类腾退工作,项目控规方案已上报
	2	幸福西街棚户区改造项目	北京市顺义区	6.31	22.77	场清地平,入市手续推进中;大市政道路及管线建设中
	3	南关村、南房村、小周各庄村棚户区改造项目	北京市怀柔区	224.20	174.40	各项工作正在积极开展中
	4	马坡镇西丰乐村棚户区改造土地开发项目	北京市顺义区	59.72	48.52	完成全部宅类腾退工作,回迁房正在建设中
	5	长安新村和南菜园新村旧城改建棚户区改造项目	北京市密云区	11.83	21.90	剩余待腾退户正在处理中;商品房建设工作已经启动、回迁安置房实现结构封顶,并完成外立面施工
	6	大榆树镇下屯村棚户区改造和环境整治项目	北京市延庆区	73.02	35.54	宅基地已全部完成签约及拆除,回迁房正在建设中
	7	固安县大韩寨村旧城改造项目	河北省廊坊市	497.67	28.52	各项工作正在积极开展中

		小计		974.45	463.13	--
后续项目	1	顺义区李桥镇头二营、三四营及英各庄村棚改项目	北京市顺义区	158.84	--	--
	2	昌平区东小口镇小辛庄组团棚户区改造项目	北京市昌平区	265.40	--	--
	3	东城区建内二期棚改项目	北京市东城区	14.36	--	--
	4	西城区复内项目	北京市西城区	34.90	--	--
	5	顺义新城仁和镇庄头、太平村、南彩镇棚户区改造项目	北京市顺义区	141.17	--	--
小计				614.67	--	--

资料来源：公司提供

4. 未来发展

公司未来发展规划较为清晰，符合其自身发展特点。

未来公司立足北京，加大城市副中心、“三城一区”及5个平原地区新城布局。公司计划将拓展全国，坚持审慎原则，聚焦重点城市群，培育3~5个百亿级销售额、8~10个50亿级销售额的城市市场；优化产品供给结构，找准细分市场，设计特色产品，优化住宅与非住宅产品、政策性住房、普通住宅和中高档住宅产品结构，提升市场占有率；加强政策研究、项目前期研究，优化项目筛选模型，提高自主开发比例，提升项目开发运营效率；优选合作伙伴，加强合作项目管控，提升品牌价值和行业地位；积极参与老旧小区改造、城市更新等，拓展发展空间，形成新的盈利模式。

2022年公司全部项目计划销售签约金额1080亿元，计划销售面积380万平方米，计划销售回款1078亿元，其中：控股子公司项目计划销售签约金额574亿元，计划销售面积217万平方米，计划销售回款544亿元；合作公司项目计划销售签约金额506亿元，计划销售面积163万平方米，计划销售回款534亿元。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2020—2021年的合并财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，上述会计师事务所出具了标准无保留审计意见。公司经审计的财务报表按照现行《企业会计准则》编制。

截至2021年底，公司合并资产总额3143.18亿元，所有者权益670.27亿元（含少数股东权益359.43亿元）；2021年，公司实现营业收入678.02亿元，利润总额40.91亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额3199.02亿元，所有者权益670.80亿元（含少数股东权益364.96亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入23.47亿元，利润总额-3.01亿元。

2. 资产质量

2021年，公司资产规模小幅下降，资产结构以流动资产为主；公司部分房地产项目因土地成本和限价原因计提存货跌价准备，随着房地产市场下行，后续有进一步跌价的风险；公司资产受限比率一般。

截至2021年底，公司合并资产总额较年初下降4.13%。公司资产以流动资产为主。

表 12 2019—2021 年末公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额（亿元）	占比	金额（亿元）	占比	金额（亿元）	占比
流动资产	2622.60	86.45%	2817.69	85.95%	2637.23	83.90%
货币资金	252.45	8.32%	355.53	10.84%	314.00	9.99%
其他应收款	440.11	14.51%	475.90	14.52%	538.75	17.14%

存货	1844.00	60.78%	1907.60	58.19%	1705.21	54.25%
非流动资产	411.08	13.55%	460.74	14.05%	505.95	16.10%
长期股权投资	209.75	6.91%	260.37	7.94%	311.29	9.90%
资产总额	3033.68	100.00%	3278.43	100.00%	3143.18	100.00%

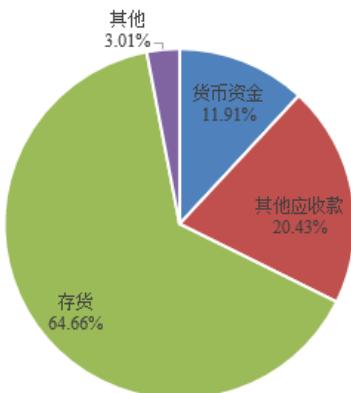
注：占比为占总资产的比例

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

流动资产方面，截至2021年底，公司流动资产较年初下降6.40%，主要系存货下降所致。

图2 截至2021年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2021年底，公司货币资金较年初下降11.68%，主要系偿还债务支付现金规模较大所致。货币资金中有8.30亿元受限资金，受限比例为2.64%，主要为按揭贷款保证金、履约保证金、项目资本金等。

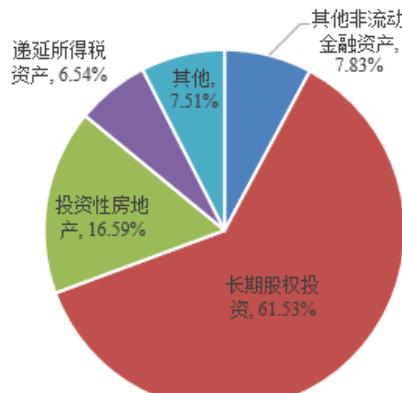
截至2021年底，公司其他应收款较年初增长13.21%，主要系往来款增加所致，累计计提坏账准备3.23亿元，公司其他应收款中账龄3年以上的占比较大；从构成来看，其他应收款以往来款（占比96.75%）和押金保证金、备用金（占比2.70%）为主，往来款为合作项目经营性往来，回收风险不大；期末余额前五大其他应收款合计为108.67亿元，占比为20.05%，集中度一般。

截至2021年底，公司存货较年初下降10.61%，主要系公司加快销售所致。存货主要由开发成本（占比81.51%）构成，累计计提跌价准备20.73亿元，主要针对成都、大连、武汉、廊坊等京外区域的存货计提，考虑到地产行业下行，公司部分项目仍面临一定减值风险。

（2）非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产较年初增长9.81%，主要系长期股权投资增加所致。公司非流动资产构成如下图所示。

图3 截至2021年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2021年底，公司长期股权投资较年初增长19.56%，主要系合作开发项目增加所致。2021年，公司权益法下确认的长期股权投资收益为0.12亿元。

截至2021年底，公司所有权或使用权受限的资产见下表，资产受限比例一般。

表13 截至2021年底公司所有权或使用权受限的资产明细（单位：亿元）

项目	金额	占比
货币资金	8.30	0.26%
存货	352.04	11.20%
固定资产	2.78	0.09%
长期股权投资	52.03	1.66%
投资性房地产	10.75	0.34%
合计	425.91	13.55%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2022年3月底，公司合并资产总额3199.02亿元，较上年底增长1.78%。其中，流动资产占83.66%，公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模有所增长；未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性较弱。

截至 2021 年底，公司所有者权益 670.27 亿元，较年初增长 4.44%，主要系少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 46.38%，少数股东权益占比为 53.62%。在所有者权益中，股本、其他权益工具、资本公积和未分配利润分别占 3.85%、7.46%、11.25% 和 20.94%。所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 670.80 亿元，较上年底增长 0.08%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 45.59%，少数股东权益占比为 54.41%。所有者权益构成变化不大。

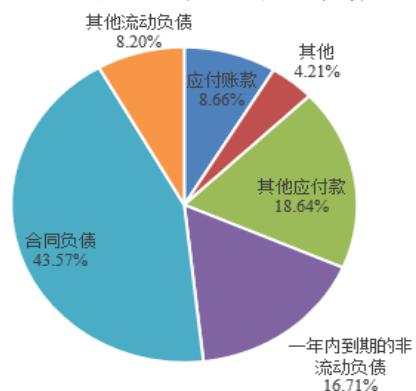
(2) 负债

跟踪期内，负债结构相对均衡；公司债务规模下降，债务结构较为合理，但债务负担仍较重。

截至 2021 年底，公司负债总额 2472.91 亿元，较年初下降 6.21%，主要系流动负债减少所致。其中，流动负债占 51.78%，非流动负债占 48.22%。公司负债结构相对均衡。

截至 2021 年底，公司流动负债 1280.47 亿元，较年初下降 13.40%，主要系预收售房款减少所致。公司流动负债构成如下图所示。

图4 截至2021年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底，公司应付账款 110.92 亿元，较年初增长 0.59%。其中应付货款及工程款占 96.71%，应付销售代理及服务费占 3.27%。

截至 2021 年底，公司其他应付款 238.72 亿元，较年初增长 1.85%。其他应付款主要为资金往来款。

截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债 213.98 亿元，较年初下降 17.52%，主要系一年内到期的应付债券到期兑付所致。

公司预收款项及合同负债主要为预收售楼款。截至 2021 年底，公司合同负债 557.96 亿元，较年初下降 17.06%，主要系本期结转项目增加所致。

截至 2021 年底，公司其他流动负债 104.94 亿元，较年初下降 35.92%，主要系短期融资券到期支付所致。构成主要是预提项目土地增值税（占 44.35%）、待转销项税（占 43.71%）和预提工程成本（占 9.08%）。

截至 2021 年底，公司长期借款 599.18 亿元，较年初下降 16.97%，主要系公司主动降低债务规模所致，主要为保证借款（占 70.23%）。

截至 2021 年底，公司长期应付款 124.63 亿元，较年初增长 70.72%，主要系应付首开集团和应付少数股东往来款增加所致。

截至 2021 年底，公司应付债券 457.51 亿元，较年初增长 27.91%，主要系新增发行公司债及中票等所致。

截至 2021 年底，公司全部债务 1322.02 亿元，较上年底下降 12.17%，主要系公司债务口径发生变化²所致。债务结构方面，短期债务占 16.38%，长期债务占 83.62%，以长期债务为主。

入带息负债统计。

² 2021 年公司采用新口径，其他应付款中少数股东对合作公司的股东借款及长期应付款中少数股东对合作公司的股东借款不再纳

图 5 公司债务结构 (单位: 亿元)

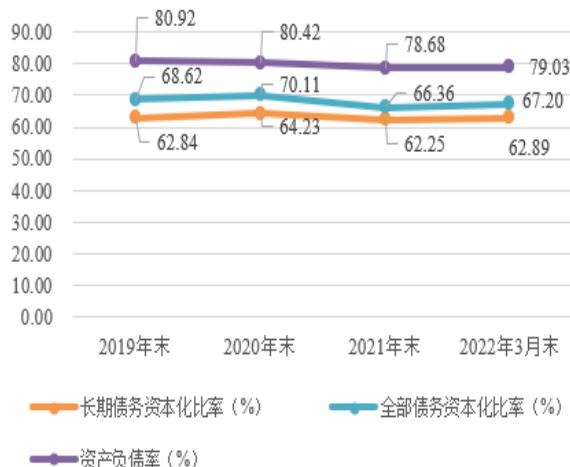


资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

从债务指标³来看, 2021 年, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降, 但整体债务负担仍较重。

如将永续债调入长期债务, 截至 2021 年底, 公司全部债务增至 1372.02 亿元, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.27%、68.87% 和 65.07%, 债务负担进一步增加。2021 年, 公司平均融资成本为 4.85%, 融资成本较低。

图 6 公司债务杠杆水平



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

从公司债务到期情况来看, 公司债务到期较为分散。

表 14 截至 2021 年底公司债务期限分布 (单位: 亿元)

科目	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年以上	合计
短期借款	0.20	--	--	--	0.20
应付票据	2.42	--	--	--	2.42
长期借款	155.32	158.27	80.61	360.30	754.50
应付债券	58.65	6.04	101.74	349.73	516.16
长期应付款	--	43.00	--	--	43.00
合计	216.59	207.31	182.35	710.03	1316.28

注: 表中到期债务金额仅为有息债务金额, 与联合资信全部债务统计口径存在一定差异

资料来源: 公司提供

截至 2022 年 3 月底, 公司负债总额 2528.22 亿元, 较上年底增长 2.24%。其中, 流动负债占 51.69%, 非流动负债占 48.31%。公司流动负债与非流动负债相对均衡, 负债结构较上年底变化不大。

截至 2022 年 3 月底, 公司全部债务 1374.38 亿元, 较上年底增长 3.96%。债务结构方面, 长期债务占 82.70%, 以长期债务为主。截至 2022 年 3 月底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高 0.36 个百分点、提高 0.84 个百分点和提高 0.63 个百分点。

4. 盈利能力

2021 年公司营业收入增长, 但净利润同比大幅下降, 公司资产减值损失对利润产生一定影响, 盈利能力有所下降。

公司营业收入分析详见经营概况。

从期间费用看, 2021 年, 公司费用总额为 56.88 亿元, 同比增长 14.69%, 主要系销售费用增加所致。从构成看, 公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 30.61%、20.26% 和 49.02%。其中, 销售费用为 17.41 亿元, 同比增长 25.49%, 主要系销售代理及策划费增加所致; 管理费用为 11.53 亿元, 同比增长 12.23%, 主要系本期项目服务费增加所致; 财务费用为 27.88 亿元, 同比增长 9.54%, 总体来

³ 截至 2021 年底, 公司剔除预收账款后的资产负债率为 73.60%, 净负债率为 147.45%, 现金短债比为 1.22。(公司债务指标计算口径与联合资信有差异, 详细计算口径详见公司 2021

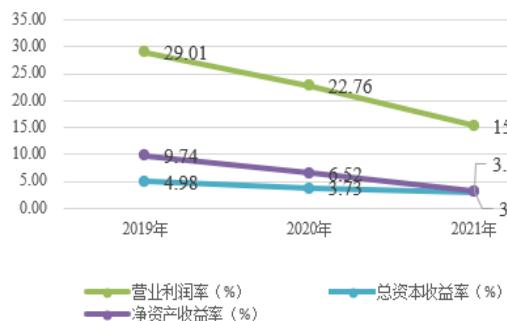
年年报)

看本期利息支出总额同比有所降低，但公司费用化利息费用同比有所提高，同时联合营企业利息收入有所降低。

非经常性损益方面，2021年，公司资产减值损失10.84亿元，全部为存货跌价损失及合同履约成本减值损失，存货跌价损失对公司利润产生一定的影响。

盈利指标方面，盈利指标方面，2021年，公司总资本收益率和净资产收益率均下降。

图 7 2019-2021年公司盈利指标情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从同行业对比来看，2021年公司盈利指标在行业中等水平。

表 15 2021年同行业公司盈利能力对比情况

企业简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
万科企业股份有限公司	21.82%	2.96%	9.78%
保利发展控股集团股份有限公司	26.78%	4.01%	14.28%
公司	27.96%	3.24%	6.52%

注：为了便于对比，上表公司相关数据均来自Wind

数据来源：Wind

5. 现金流

2021年，公司经营活动现金流净流入，且基本能覆盖投资需求，考虑到在建项目及一级开发项目规模较大，公司仍有一定筹资需求。

表16 公司现金流量情况 (单位：亿元)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
经营活动现金流入小计	872.80	916.48	1062.40	172.49
经营活动现金流出小计	855.56	860.59	988.36	206.06
经营活动现金流量净额	17.24	55.90	74.03	-33.57
投资活动现金流入小计	11.67	17.33	7.91	1.41
投资活动现金流出小计	31.77	51.05	48.67	5.82
投资活动现金流量净额	-20.10	-33.71	-40.76	-4.41
筹资活动前现金流量净额	-2.86	22.18	33.27	-37.98
筹资活动现金流入小计	546.95	722.45	487.15	150.98
筹资活动现金流出小计	619.00	643.68	564.46	114.55
筹资活动现金流量净额	-72.05	78.77	-77.31	36.43

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入同比增长15.92%，主要系销售回款增加所致。2021年经营活动现金流出同比增长14.85%，主要系在建项目投入增加所致。2021年，公司经营活动现金净流入且净流入规模同比增加。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入7.91亿元，同比下降54.36%，主要系2020年收购子公司形成的现金流入的现金规模较大所致；投资活动现金流出48.67亿元，同

比下降4.65%。2021年，公司投资活动现金净流出规模有所扩大。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为33.27亿元，同比增长49.99%。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入487.15亿元，同比下降32.57%，主要系吸收少数股东投资、取得永续债以及取得借款同比下降所致；筹资活动现金流出564.46亿元，同比下降12.31%，主要系偿还债务规模下降所致。2021年，公司筹资活动现金净流出

77.31亿元，同比净流入转为净流出。

2022年1—3月，公司经营活动现金由净流入转为净流出33.57亿元，资活动现金净流出4.41亿元，筹资活动现金净流入36.43亿元。

6. 偿债指标

公司短期偿债能力指标尚可，长期偿债能力指标一般，但考虑到公司融资渠道较为畅通、销售情况良好、尚余可售面积充足、在建项目规模较大等因素，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至2021年底，公司流动比率和速动比率均增长，公司流动资产对流动负债的保障程度尚可；公司现金短期

债务比有所上升，现金类资产对短期债务的保障程度有所增强。整体看，公司短期偿债能力指标尚可。截至2022年3月底，公司短期偿债能力指标变化不大。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA为84.27亿元，同比下降19.78%，主要系利润总额下降所致。从构成看，公司EBITDA主要由计入财务费用的利息支出（占46.52%）、利润总额（占48.54%）构成。2021年，公司EBITDA利息倍数由上年的1.26倍下降至1.12倍，EBITDA对利息的覆盖程度一般；全部债务/EBITDA有所提高，EBITDA对全部债务的覆盖程度偏弱。

表17 公司偿债能力指标

项目	项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
短期偿债能力指标	流动比率（%）	178.01	190.56	205.96	204.80
	速动比率（%）	52.85	61.55	72.79	71.15
	经营现金流动负债比（%）	1.17	3.78	5.78	-2.57
	现金类资产/短期债务（倍）	0.88	1.01	1.45	1.31
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	122.04	105.05	84.27	--
	全部债务/EBITDA（倍）	10.37	14.33	15.69	--
	EBITDA利息倍数（倍）	1.58	1.26	1.12	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司获得的银行综合授信额度合计1746.20亿元，尚未使用的授信额度合计963.13亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2021年底，除为购房人提供的按揭担保以外，公司对外担保金额58.00亿元，占2021年底所有者权益的8.65%，主要系合作开发产生的对关联方的担保，或有负债风险可控。

截至2021年底，公司无重大未决诉讼。

7. 母公司财务分析

2021年，母公司资产增长，其他应收款和长期股权投资规模较大；负债有所增长，债务负担较重，母公司收入规模较小。母公司对子公司控制能力强，偿债来源为子公司项目销售回款及外部融资。

截至2021年底，母公司资产总额1680.08亿元，较上年底增长10.75%，流动资产和非流动资产均有所增加。其中，流动资产占比

55.17%，资产结构相对均衡。从构成看，流动资产主要由货币资金（占10.00%）和其他应收款（占84.22%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占91.30%）构成。截至2021年底，母公司货币资金为92.72亿元。

负债方面，截至2021年底，母公司负债总额1437.17亿元，较上年底增长13.71%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占比47.15%。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占73.57%）和一年内到期的非流动负债（占19.43%）构成，非流动负债主要由长期借款（占32.22%）、应付债券（占60.23%）和长期应付款（占7.51%）构成。母公司2021年底资产负债率为85.54%，较2020年底提高2.23个百分点。截至2021年底，母公司全部债务833.94亿元。其中，短期债务占15.79%、长期债务占84.21%。截至2021年底，母公司全部债务资本化比率77.44%，母公司债务负担较重。

所有者权益方面，截至 2021 年底，母公司所有者权益为 242.90 亿元，较上年底下降 4.05%。在所有者权益中，股本占 10.62%、资本公积占 40.34%、未分配利润占 22.75%。

损益方面，2021 年，母公司营业收入为 24.52 亿元，利润总额为 2.16 亿元。同期，母公司投资收益为 19.85 亿元，母公司利润较依赖投资收益。

现金流方面，截至 2021 年底，公司母公司经营活动现金流净额为 38.47 亿元，投资活动现金流净额-63.18 亿元，筹资活动现金流净额-17.90 亿元。

截至 2022 年 3 月底，母公司资产总额 1685.54 亿元，所有者权益为 240.08 亿元，负债总额 1445.47 亿元；母公司资产负债率 85.76%；全部债务 834.23 亿元，全部债务资本化比率 77.65%。2022 年 1—3 月，母公司营业收入 3.31 亿元，利润总额-1.66 亿元，投资收益 2.89 亿元。

十、外部支持

公司控股股东对其提供资金方面的支持，同时，依托国资背景公司具备良好的获取项目能力。

公司依托国资背景和多年来的良好信誉，在多个关键城市具备良好的项目获取能力。公司积极推进北京地区棚改工作，逐步形成规模，多个项目逐步落地。公司持续通过各种形式新增北京区域土地储备，深耕北京市场。

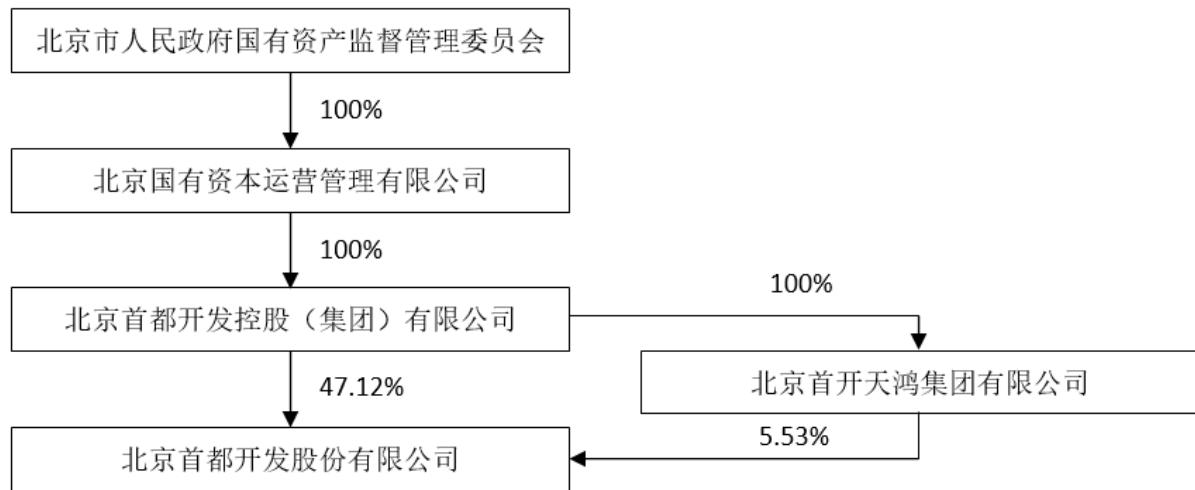
公司控股股东首开集团的融资能力强，对公司提供了包括直接资金支持、担保、银行授信总额度在内的一系列支持，使公司资金安全性得到了进一步的加强。截至 2021 年底，首开集团提供股东借款额度为 43.00 亿元；首开集团对公司及下属子公司担保额度约 74.725 亿元。

十一、结论

基于对公司经营风险、财务风险、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，“21 首股 01”

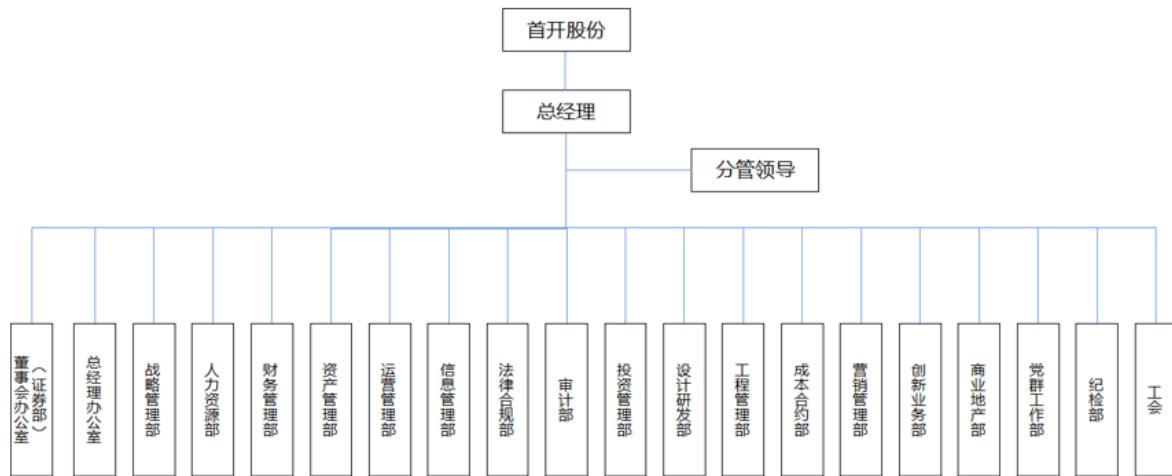
“22 首股 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底北京首都开发股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底北京首都开发股份有限公司组织结构图



资料来源：公司年报

附件 1-3 截至 2021 年底北京首都开发股份有限公司主要子公司情况

序号	公司名称	经营范围	主要产品或服务	持股比例%	注册资本 (万元)	资产总计 (万元)
1	北京城市开发集团有限责任公司	房地产开发	璞瑅公馆、璞瑅墅、国风华府、德胜上郡、望宸府等项目	100.00	300000.00	4083073.12
2	太原首开龙泰置业有限责任公司	房地产开发	国风琅樾、国风上观	85.00	30000.00	206843.04
3	福州融城房地产开发有限公司	房地产开发	首融府	51.00	20000.00	170068.51
4	北京博睿宏业房地产开发有限公司	房地产开发	和悦华锦	34.00	150000.00	240048.25
5	北京金开辉泰房地产开发有限公司	房地产开发	公园十七区	34.00	204000.00	405401.19
6	北京毓秀置业有限公司	房地产开发	幸福里	35.00	200000.00	892048.27
7	北京龙和信泰置业有限公司	房地产开发	熙悦宸著	50.00	200000.00	826871.04

资料来源：公司年报

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	252.45	355.53	314.00	311.85
资产总额 (亿元)	3033.68	3278.43	3143.18	3199.02
所有者权益 (亿元)	578.94	641.76	670.27	670.80
短期债务 (亿元)	286.99	352.89	216.60	237.80
长期债务 (亿元)	978.89	1152.35	1105.43	1136.58
全部债务 (亿元)	1265.88	1505.24	1322.02	1374.38
营业收入 (亿元)	476.45	442.26	678.02	23.47
利润总额 (亿元)	84.30	64.09	40.91	-3.01
EBITDA (亿元)	122.04	105.05	84.27	--
经营性净现金流 (亿元)	17.24	55.90	74.03	-33.57
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	235.68	109.41	134.27	--
存货周转次数 (次)	0.17	0.17	0.30	--
总资产周转次数 (次)	0.16	0.14	0.21	--
现金收入比 (%)	115.60	122.35	94.15	372.83
营业利润率 (%)	29.01	22.76	15.37	21.27
总资本收益率 (%)	4.98	3.73	3.02	--
净资产收益率 (%)	9.74	6.52	3.13	--
长期债务资本化比率 (%)	62.84	64.23	62.25	62.89
全部债务资本化比率 (%)	68.62	70.11	66.36	67.20
资产负债率 (%)	80.92	80.42	78.68	79.03
流动比率 (%)	178.01	190.56	205.96	204.80
速动比率 (%)	52.85	61.55	72.79	71.15
经营现金流动负债比 (%)	1.17	3.78	5.78	--
现金短期债务比 (倍)	0.88	1.01	1.45	1.31
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.58	1.26	1.12	--
全部债务/EBITDA (倍)	10.37	14.33	15.69	--

注: 1. 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, 均为合并口径; 2. 本报告 2019 年、2020 年财务数据分别采用 2020 年、2021 年审计报告的期初数; 3. 2019 年和 2020 年公司其他流动负债以及 2020 年其他应付款中的有息债务已调整至短期债务; 公司 2020 年及 2021 年长期应付款中债务部分调整至长期债务; 2022 年一季度债务未进行调整

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
财务数据				
现金类资产(亿元)	38.04	136.56	92.72	113.05
资产总额(亿元)	1360.73	1517.01	1680.08	1685.54
所有者权益(亿元)	261.27	253.17	242.90	240.08
短期债务(亿元)	181.50	152.32	131.68	135.63
长期债务(亿元)	468.72	606.33	702.49	698.59
全部债务(亿元)	650.22	758.64	834.16	834.23
营业收入(亿元)	29.00	29.43	24.52	3.31
利润总额(亿元)	21.88	4.77	2.16	-1.66
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	65.48	113.94	38.47	30.87
财务指标				
销售债权周转次数(次)	160.86	38.63	20.52	--
存货周转次数(次)	0.16	0.20	0.25	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比(%)	97.00	98.07	133.11	109.65
营业利润率(%)	42.42	45.11	36.99	31.37
总资本收益率(%)	/	/	/	--
净资产收益率(%)	8.37	1.88	0.89	--
长期债务资本化比率(%)	64.21	70.54	74.31	74.42
全部债务资本化比率(%)	71.34	74.98	77.45	77.65
资产负债率(%)	80.80	83.31	85.54	85.76
流动比率(%)	133.13	130.65	136.78	133.74
速动比率(%)	120.51	119.52	131.30	128.49
经营现金流流动负债比(%)	10.38	17.52	5.68	--
现金短期债务比(倍)	0.21	0.90	0.70	0.83
EBITDA利息倍数(倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注: 1. 公司本部有息债务未经调整; 2. 公司本部未提供资本化利息、费用化利息、折旧、摊销等数据, 相关指标未进行计算;

3. 表格中“/”表示未能获取的数据, “--”表示计算后无意义的数据, “*”表示计算后无穷大或无穷小的数据

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) /上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{(1/(n-1))} -1]×100%
营业收入年复合增长率	
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

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持