

标普信评

S&P Global

China Ratings

主体评级报告：

北京天街集团有限公司

主体信用等级*：AAA_{spc}；展望：稳定

评定日期：2025年12月2日

到期日期：2026年12月1日

项目负责人：

任映雪 010-6516 6037；yingxue.ren@spgchinaratings.cn

项目组成员：

王可欣 010-6516 6033；kexin.wang@spgchinaratings.cn

目录

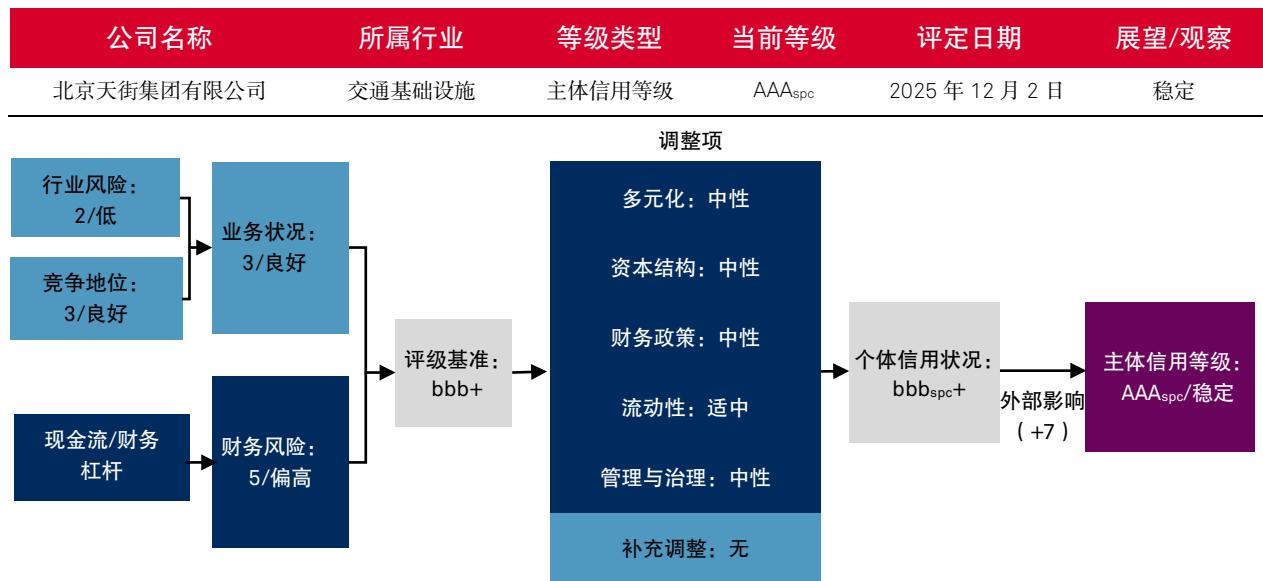
信用等级概况.....	2
声明	4
一、宏观经济与行业环境	5
二、评级基准.....	6
三、个体信用状况	14
四、主体信用等级	15
附录	17

*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对主体可能发行的具体债项，除非标普信评另行更新。

标普信用评级（中国）有限公司（标普信评）的评级（以“spc”后缀标识）是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。标普信评所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等，或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

上述“到期日期”表示本报告有效期截止的日期。本报告中的信用等级自报告载明的评定日期起生效，有效期至报告载明的到期日期。

信用等级概况



本次评级概况

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）评定北京天街集团有限公司（以下简称“天街集团”或“公司”）主体信用等级为AAA_{spc}，评级展望为稳定。标普信评肯定了北京市经济和财政实力极强，债务负担低，区域债务管控严格；东城区经济及财政实力在北京市内位居前列，区域城市更新需求大，为公司的业务开展提供良好的外部环境和有力支持。公司承担北京市东城区历史街区保护和城市更新职能，业务范围覆盖以前门大街为核心的重要历史街区，业务定位清晰且可持续性强。公司展业过程中积累的经营性物业位于北京市核心区内，地理位置优越，主要物业出租率保持很高，租金对利息覆盖能力形成一定支撑。另外，公司的带息债务主要由长期或超长期债务构成，债务结构稳健，为稳定经营提供有力支撑。公司在保护北京历史文化名城、促进老城复兴方面发挥着重要作用，未来将持续获得北京市及东城区政府在政策、资源和资金方面的支持。标普信评也关注到，公司在历史街区保护更新的过程中，因居民腾退、文物修缮、基础设施建设形成了一定规模的开发成本沉淀，资金平衡方式尚待明确，潜在回收周期很长。公司也面临部分资产确权困难等问题，投资性房地产中部分房屋尚未办理产权证。此外，随着项目可售货值去化进入尾声、在建项目持续投入，公司带息债务规模将继续增长，杠杆水平维持高位。

主要优势与风险

优势	风险
北京市经济财政实力极强，债务负担低，区域债务管控严格，东城区城市更新需求大，为公司业务发展提供良好的外部环境和有力支持。	随着在建项目持续推进，公司债务规模将进一步上升，财务杠杆水平维持高位。
公司在北京市东城区承担历史文化街区保护和城市更新职能，业务范围覆盖前门大街等重要历史街区，业务定位清晰且可持续性强。	公司在展业过程中，因居民腾退、文物修缮、基础设施建设等原因形成了一定规模的开发成本沉淀，潜在回收周期很长。
公司所持投资性物业地理位置优越，主要物业出租率表现优秀。	
公司再融资实力强，融资渠道多元化，综合融资成本较低。	

评级展望

天街集团的评级展望为稳定。稳定的展望反映公司将继续在北京市东城区承担历史街区保护和城市更新职能，以前门片区为主的街区更新项目将支持其业务保持较强可持续性。公司的自持物业地理位置优越，租金收入预计随在建项目投运稳步增长，对付息能力形成支撑。然而，公司在展业过程中也形成了一定规模的开发成本沉淀，资金平衡模式尚待明确。在建项目的资本支出将令债务规模上升，杠杆水平维持高位。我们认为，北京市政府的支持能力“极强”，对公司的外部支持为“高”。公司将持续获得北京市和东城区政府在政策、资源和资金方面的支持。

下调情形：若出现下列情形，标普信评有可能考虑下调天街集团的主体信用等级：1、公司的职能定位明显弱化，例如历史街区保护及城市更新职能被取代或分散，或者所持经营性物业资产被大规模划转；2、公司与政府的关联度明显弱化，例如股权结构发生调整，或者实际控制人对重大投融资、债务管理等事项的管控力度减弱。

上调情形：不适用。

相关评级方法、模型及研究

评级方法：

- [标普信用评级（中国）-工商企业评级方法论，2025年5月14日。](#)
- [标普信用评级（中国）补充评级方法论-交通基础设施行业，2023年12月22日。](#)
- [标普信用评级（中国）-评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素，2019年5月21日。](#)

相关研究：无。

相关模型：无。

声 明

本次评级为评级对象付费委托进行的评级。除因本次评级事项使评级机构与评级对象构成委托关系外，标普信评及其分析人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，标普信评对评级信息进行审慎分析，但标普信评对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是标普信评依据其评级方法和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅用于相关决策参考，并非是某种决策的结论和建议。

跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体的信用状况进行定期跟踪（如适用）和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

高级管理人员

李丹

北京



dan.li@spgchinaratINGS.cn

项目负责人

任映雪

北京



yingxue.ren@spgchinaratINGS.cn

项目组成员

王可欣

北京



kexin.wang@spgchinaratINGS.cn

一、宏观经济与行业环境

我们预计 2025 年中国 GDP 增速将较上年有所放缓。我们认为，政府持续出台的多项货币政策和财政政策，将对全国房地产市场、地方政府债务化解以及经济增长发挥一定的促进作用。但全球需求增长的放缓、美国新一届政府政策的不确定性，将加大中国经济面临的风险。特别是出口总额将受到美国提高关税的打击，进而影响到投资、消费等方面。

我们认为，受益于大规模债务置换及专项债用途扩容，城投企业流动性压力将有所缓解，2025 年下半年发生重大信用风险事件的概率较低。2024 年末至 2025 年初，中央层面陆续推出隐性债务置换、专项债用作资本金范围扩大、土地回储专项债使用规范等政策，有助于降低城投债务负担、盘活存量资产并推动利差收窄。然而，城投融资环境整体仍偏紧。2025 年 3 月交易所发布新版债券审核指引，进一步强化监管，倒逼城投市场化转型。受此影响，城投债净融资已多月呈现净流出，预计该趋势仍将延续。基本面方面，地方财政压力未明显缓解。2025 年 1-8 月地方政府性基金收入同比下滑 1.4%，而支出仍保持增长，收支矛盾持续制约城投可获支持。随着城镇化进程放缓及城投同质化问题凸显，地方政府通过整合注销方式精简城投数量的可能性正在上升。2024 年城建类企业注销数量已同比增长 22%，预计这一趋势将延续。长期来看，城投市场化转型已是大势所趋。

北京市作为全国政治中心、文化中心、国际交往中心和科技创新中心，是国家重大战略功能的主要承载区和发展新高地，经济实力雄厚，财政体系稳健，发展韧性强劲。北京市的产业结构呈现“高精尖”化特征，以金融、科技服务、信息服务业为代表的现代服务业贡献突出，第三产业占 GDP 比重超过 85%，人工智能、集成电路、生物医药等前沿领域创新活跃，国家高新技术企业超过 2.9 万家。2024 年，全市实现地区生产总值约 49,843 亿元，同比增长 5.2%，人均地区生产总值约 23 万元；一般公共预算收入 6,373 亿元，税收占比超过 85%，显示高质量的经济结构和坚实的财政基础。得益于强劲的经济、产业和人口基本面支撑，北京市土地市场在行业调整期展现出较强韧性，土地出让金降幅显著低于全国水平。2023 年及 2024 年，北京市国有土地使用权出让收入分别下降 7.3% 和 1.4%，同期全国地方政府同类收入降幅则为 13.2% 和 16.0%。债务方面，北京市债务率在全国处于较低水平，区域债务管理严格，全市于 2023 年初已超前实现了全域隐性债务清零。

北京市东城区是首都功能核心区，承担着国家级政治、文化与国际交往活动的重要功能，也是展示历史文化名城风貌与首都形象的核心区域。东城区内历史文化资源丰富，故宫、天坛、天安门等重要历史文化遗产均位于此地。东城区是北京文物古迹最为集中的区域。辖区内共有不可移动文物 365 项，其中：全国重点文物保护单位 37 项，占北京市的 27%；市级文物保护单位 76 项，占全市 30%；尚未核定公布为文物保护单位的不可移动文物 199 项。2024 年，东城区实现地区生产总值 3,809 亿元，同比增长 4.4%；全区产业结构以第三产业为主导，金融业作为第一大支柱，2024 年实现增加值 1044 亿元，增长 6.6%，占全区经济总量的 27.4%。同期，全区实现一般公共预算收入 195 亿元，同比下降 2.7%，税收在一般公共预算收入中占比约 90%，财政自给率 74.9%，具备优秀的财政收入质量及平衡能力。东城区属于北京市核心区，土地资源稀缺，政府性基金收入规模相对较小，且存在一定波动。2022-2024 年，地区实现政府性基金收入 1 亿元、14 亿元、32 亿元。

我们认为，中长期内北京市城市更新和旧城改造具备很强的市场空间，将为参与其中的城市更新主体提供良好的业务开展环境。2025 年 7 月召开的中央城市工作会议指出，我国城市发展正由大规模增量扩张阶段转向以存量提质增效为主的新阶段。会议强调，要扎实推进城市更新，完善历史文化保护传承体系，健全城市风貌管理制度，切实保护城市独特的历史文脉。这一政策导向为北京市推进城市更新与老城保护工作指明了方向，并创造了有利的宏观政策环境。根据《2024 北京城市更新白皮书》，截至 2024 年底，北京市城市更新累计入库项目达 2,400 余项。2024 年全市城市更新项目共完成固定资产投资约 734 亿元，较上年同比增长 66.8%。2025 年北京市继续推进核心区平房院落保护性修缮和恢复性修建，包含申请式退租（含换租）2,000 户、保护修缮 1,200 间；开工 599 个市属老旧小区综合整治等。政策方面，《北京市城市更新条例》及配套政策构建了系统化的制度框架，涵盖实施单元统筹、成本共担机制与项目库管理，为居住类、产业类、设施类和历史文化类等多类型更新行动提供了制度保障。对于核心区，政策强调“老城不可再拆”，要加强老城整体保护，延续历史文脉，推进老城保护与复兴，坚持保护与利用并重、以用促保。模式方面，北京已从单点项目改造升级为以街区为单位的区域整体更新。隆福寺文化商业重塑、模式口文保区有机更新、亮马河国际风情水岸等典型案例，均体现出文化传承、商业激活与公共空间提升的多元目标融合。

我们认为，北京市城市更新面临资金投入规模大、收益平衡周期长、土地房屋产权关系复杂等一系列挑战，对开发主体的项目模式设计、融资能力及商业运营实力提出了更高要求。北京市老城区长期以来存在基础设施欠账多、人口密度大、历史投入不足等问题，同时由于被划定为历史风貌保护区，核心城区无法采用传统的高密度房地产开发模式平衡资金，需要探索城市更新的新路径，在保护更新与有机发展之间谋求平衡。我们认为，创新城市更新模式有赖于政策配套、财

政倾斜以及金融机构的协同发力支持，资金来源和融资模式是关键环节之一。当前，政策致力于搭建多元化融资渠道助力项目落地，包括政府专项债、政策性银行贷款、城市更新基金、基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）等。长期且低成本的融资来源，将为城市更新项目的持续开发运营奠定基础。

北京市城市规划、城市更新、旧城保护相关政策概览

表1

发布年份	政策名称	政策主要内容
2017年	《北京城市总体规划（2016年—2035年）》	顶层设计文件，明确北京“四个中心”战略定位，提出“一核一主一副、两轴多点一区”的城市空间结构，严控城市规模、疏解非首都功能。
2020年	《首都功能核心区控制性详细规划（街区层面）（2018年—2035年）》	对首都功能核心区（东城、西城）的深化规划，强调“政务环境优良、文化魅力彰显、人居环境一流”，推动街区精细化更新与保护。
2021年	《北京历史文化名城保护条例》	为历史名城保护提供法律保障，建立保护名录和责任人制度，强调“老城不可再拆”，推动整体保护与活化利用。
2022年	《北京市控制性详细规划实施管理办法》	规范控制性详细规划编制、审批与调整的管理程序，加强“控规”的实施管理，保障总体规划目标能逐层落实。
2023年	《北京市城市更新条例》	为城市更新行动提供法律框架，明确更新类型、实施路径、政策支持与资金机制，重点推动老旧小区改造、产业升级和区域综合更新。
2024年	《北京中轴线世界文化遗产保护条例》	专项法规，为北京中轴线申遗提供法律保障，明确保护对象、管理要求及缓冲区建设，确保其真实性和完整性。
2024年	《北京中轴线保护传承三年行动计划（2025—2027年）》	落实《北京中轴线世界文化遗产保护条例》的具体行动方案，聚焦未来三年，部署中轴线文物修缮、环境提升、文化展示及申遗宣传等重点工作。

资料来源：政府官方网站，标普信评总结。

二、评级基准

公司概况

北京天街集团有限公司（以下简称“天街集团”或“公司”）的设立历史追溯至2004年。为推进前门地区修缮整治工程，原北京市崇文区人民政府决定组建国有控股公司“北京天街置业发展有限公司”（为公司前身）。经历多次增资及股权转让，截至2025年6月末，公司注册资本及实收资本均为人民币28.45亿元，由北京市东城区国有资本运营有限公司（以下简称“东城国资公司”）100%控股，实际控制人为北京市东城区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“东城区国资委”）。

公司治理方面，公司不设股东会，公司设董事会，成员为7人，其中6人（含外部董事2人）按区委、区政府、区国资委规定程序委派；职工代表董事1人由公司职工代表大会或职工大会选举产生。董事会设董事长1人，经区委区政府同意，按规定程序任命。董事会下设审计委员会等专门委员会，审计委员会由董事组成。目前，公司董事会人数少于《公司章程》规定，尚有2名董事缺位，上述职位有待区委、区政府、区国资委按规定程序委派。公司目前生产经营稳定，我们认为上述董事缺位事项对其信用质量不构成重大影响。

公司是北京市东城区重要的历史街区保护及城市更新实施主体。围绕旧城历史文化风貌保护与发展任务，公司重点开展以前门片区为代表的历史街区保护性开发与可持续运营，业务贯穿“疏解腾退-修缮改造-商业运营”全链条。

主营业务收入构成 (单位:亿元, %)

表2

业务板块	2022年		2023年		2024年		2025年1-6月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
旧城保护及棚户区改造业务	18.03	35.98	18.22	37.37	19.48	12.99	0.80	-53.63
租赁业务	2.54	17.17	3.47	87.08	3.38	82.91	1.67	85.78
提供劳务	1.24	41.32	1.10	-8.70	3.55	5.31	0.87	87.80
物业收入	0.43	-12.16	0.86	37.58	0.92	-25.41	0.30	-126.78
其他业务	0.05	-27.51	0.05	-159.91	0.29	-27.46	0.17	14.39
主营业务收入合计	22.29	33.06	23.70	42.14	27.62	18.86	3.81	36.82

注: 1、旧城保护及棚户区改造业务收入主要来自项目房屋销售; 租赁业务收入为自持物业租金; 提供劳务收入包括供暖、停车服务、物业服务、旅游观光服务等收入; 其他业务收入包括委托管理费等。2、2024年, 旧城保护及棚户区改造业务、提供劳务板块中分别包含因前门东区土地入市确认的收入7.84亿元、3.24亿元。3、物业收入板块部分年份出现亏损主要由于物业服务大部分面向公司内部自持物业, 合并抵消导致收入小于成本。4、2025年1-6月实现收入、利润规模较小主要受房屋销售进度及结转节奏等因素影响。

资料来源: 公司提供, 标普信评整理。

旧城保护及棚户区改造业务主要项目销售情况 (单位:亿元, %)

表3

项目名称	2022年		2023年		2024年		2025年1-6月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
前门东区三里河周边 B1 地块棚户区改造项目	-	-	0.05	8.81	0.04	18.38	-	-
玉河北区 NB1 院落	0.22	72.92	-	-	-	-	-	-
玉河北区 NB2 院落	0.26	54.23	-	-	-	-	-	-
玉河南区 SA-1	0.25	32.80	-	-	-	-	-	-
玉河南区 SB-4	1.18	30.20	-	-	-	-	-	-
玉河北区 ND2 院落	-	-	0.29	70.85	-	-	-	-
旧鼓楼大街 P 保护区用地项目北区	5.16	29.88	4.15	28.85	9.36	26.37	0.10	-59.43
旧鼓楼大街 P 保护区用地项目南区	10.85	28.74	13.56	33.09	1.85	-58.70	0.70	-52.79
合计	17.92	30.12	18.05	32.65	11.25	12.35	0.80	-53.63

注: 2024年及2025年1-6月, 旧鼓楼大街P保护区用地项目出现销售亏损主要由于物业销售类型所致。该项目包括住宅及商业物业, 2024年以来集中去化商业物业, 商业物业的销售单价低于其分摊项目成本, 故出现结构性亏损。若考虑住宅物业, 项目整体不存在亏损。截至2025年6月末, 该项目整体已投资63亿元, 累计销售50亿元, 待售存货价值20亿元。2025年1-6月, 旧城保护及棚户区改造业务板块毛利率出现亏损的原因同上。

资料来源: 公司提供, 标普信评整理。

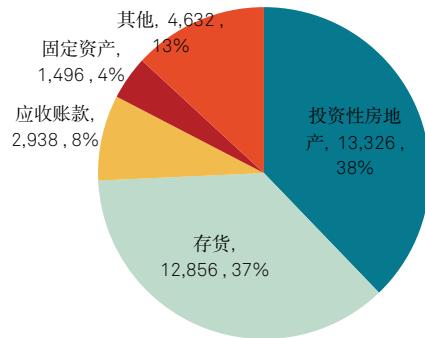
业务模式介绍

天街集团的历史街区保护及城市更新业务集中在北京市东城区内, 在地理范围上主要覆盖前门(含东区、西区)、玉河及钟鼓楼三大片区。成立以来, 公司先后实施了玉河历史文化保护区保护修缮、前门东区三里河周边B1地块棚户区改造和旧鼓楼大街P保护区用地等项目。

公司的具体工作包括原居民疏解、房屋拆迁、土地整理、历史建筑修缮、基础设施改造以及后续商业运营等环节。项目采用自筹资金、自主开发模式, 依靠建成后的房产销售、租赁及运营实现资金平衡。除可租售资产外, 旧改过程中涉及的居民疏解、基础设施改造、文物腾退与修缮等环节形成了一定规模的开发成本沉淀, 并不对应特定项目, 暂难以通过物业销售或出租回收资金。针对这些资产, 公司后续拟通过政府收储空地、资产租售等方式推动整体平衡, 具体方案将根据核心区城市规划和政府审批执行。

图1

截止2025年6月末公司资产结构
(单位: 百万元)

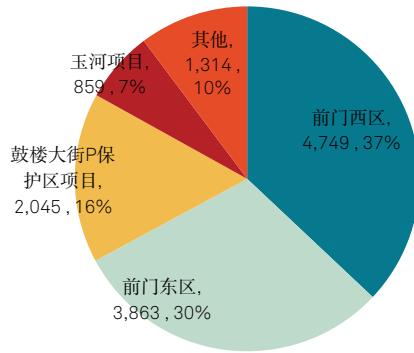


资料来源：公司提供，标普信评。

版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图2

截止2025年6月末公司存货结构
(单位: 百万元)



注：上图按资产区位分布展示存货构成。

资料来源：公司提供，标普信评。

版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

主要项目介绍

前门东区三里河周边 B1 地块棚户区改造项目（“前门东区三里河棚改项目”）：前门东区三里河棚改项目由天街集团下属子公司北京大前门投资经营有限公司负责。该项目地处东城区前门地区，用地分为大江胡同以南和得丰西巷以北两个部分，项目总用地面积约 2.70 万平方米，新建总建筑规模约 4.46 万平方米。改造内容主要为疏解腾退居民、修缮建筑等，建设住宅、公建和商业等。该项目收入主要源自利用腾退空地兴建的房产的出售和出租。截至 2025 年 6 月末，该项目已完工，已投资 20.57 亿元，累计实现销售收入 23.79 亿元，仅剩余 2 套商业物业自持，后续有少量车位、库房待售，可售货值很小。

玉河历史文化保护区保护修缮项目（“玉河项目”）：玉河项目由天街集团下属子公司北京东方康泰房地产开发经营有限责任公司负责。玉河项目位于东城区地安门大街以东，北河沿大街以西，项目总占地 14.08 公顷，以平安大街为界，分北、南两个区。截至 2025 年 6 月末，该项目已投资 36.05 亿元（其中玉河北区 17.03 亿元，玉河南区 19.02 亿元），收入主要来自项目房产销售和自持物业租金。目前，玉河北区已基本建设完毕，已实现房产销售收入 23.35 亿元，自持 0.55 万平方米的物业。玉河南区仍处于建设阶段，采用与终端客户直接合作的方式开展经营运作，项目开发建设资金源自合作方投入，公司无需前置投资。同期末，玉河南区已实现房产销售收入 11.29 亿元，获得自有物业 1,956 平方米。

旧鼓楼大街 P 保护区用地项目：旧鼓楼大街 P 保护区用地项目由公司子公司北京钟鼓楼龙苑文化发展有限公司负责建设。该项目位于东城区北二环和旧鼓楼大街交界处东南角，项目规划总建设用地规模 3.23 万平方米，规划建设规模 5.99 万平方米，其中，地上建筑面积 1.80 万平方米，地下建筑面积 4.19 万平方米。项目建设内容主要为商业、住宅、文化设施、附属用房、车库、人防、设备用房等。项目收益来源主要为旧城改造修缮后相关院落的出售。截至 2025 年 6 月末，该项目整体已投资 63.02 亿元，项目包含 52 套住宅院落、13 套商业院落，累计销售 30 套住宅院落和 13 套商业院落，实现销售收入 49.84 亿元，尚余 12 套住宅院落待售，可售存货价值约 20 亿元。

前门西区商业开发项目：前门西区商业开发项目由天街集团及其下属子公司北京前门天市置业发展有限公司负责，项目主要包括沿前门大街中轴线两边商铺，拟通过自持出租及出售的方式实现资金平衡。截至 2025 年 6 月末，公司在前门西区已建成并运营的项目可出租面积约 11.60 万平方米，在建及拟建项目主要为 C2、C4、B4、B14、B15、B16、G10、G11 地块项目。根据可行性研究报告，C2、C4、B4、B15、B16、G10、G11 地块项目的资金平衡方式为物业出售，B14 地块项目为自持出租及物业出售，项目建成后的实际租售方案也将结合市场需求情况确定。

业务状况

标普信评认为，天街集团的业务状况“良好”。公司所在的北京市经济财政实力极强，债务率低，东城区经济财政实力在全市位居前列，城市更新空间大，为公司的业务发展提供了良好的运营环境。公司作为东城区历史街区保护与城市更新主体，职能定位清晰，业务可持续性强。公司在展业过程中于北京市核心地段积累了多处地理位置优越的资产，这些资产租出率表现优秀，为公司的长期商业运营奠定了良好的基础。然而，公司在居民疏解、基础设施改造、文物腾退与修缮等环节形成了一定规模的开发成本沉淀，资金平衡方式取决于核心区城市规划和政府批复，潜在资金回收周期长，对资金周转效率构成一定拖累。

我们认为，北京市的经济财政实力极强，东城区的综合实力在全市位居前列，为公司业务持续开展提供了良好的外部环境。北京市地区生产总值在全国城市中处于绝对领先，人均地区生产总值与居民人均可支配收入显著高于全国平均水平。得益于多元稳固的税源基础和稳健的财政管理，北京市一般公共预算收入规模在全国保持领先，收支平衡能力突出。2024年，北京市实现地区生产总值49,843亿元，人均地区生产总值22.8万元，一般公共预算收入6,373亿元，财政自给率76%。东城区是北京市核心功能区，经济及财政实力强劲，2024年其地区生产总值和一般公共预算收入分别为3,809亿元、195亿元，在全市16个区中均位居第四。同时，作为北京市历史文化遗产和老城区集中分布的区域，东城区面临着老城区基础设施薄弱、历史欠账多、居住环境恶化等问题，城市更新需求大。随着中央城市工作会议强调城市更新与历史风貌保护，叠加相关政策体系持续完善，政策环境将为相关业务的开展创造有利条件。

我们认为，天街集团的职能定位清晰，尤其在前门片区的街区保护与有机更新领域具备很强的业务专营优势。前门大街是北京市重要的历史文化街区，地理位置距离天安门仅约1公里，作为展现首都历史底蕴和现代活力的重要窗口，具有重要的保护与更新价值。我们认为，相较于东城区内其他功能性国企，公司在街区保护及更新领域具备“疏解腾退、修缮改造、商业运营”全链条的开发运营经验，市场化竞争力较强。目前，东城区构建了“1+N”国有企业管理体系，“1”为东城国资公司，“N”为承担不同职能的区属国企，通过明确的区域划分和职能界定，系统性地确立了各企业的业务定位与服务范围。在该体系下，各区属国企业务分工明确，职能边界较为清晰，有效避免了业务重叠和竞争。

表4

北京市东城区主要国有企业情况概览

企业名称	控股股东/持股比例	2024年末总资产 (亿元)	业务定位
东城国资公司	东城区国资委/100%	1,105	东城区国有资本投资运营主体
天街集团(本公司)	东城国资公司/100%	355	东城区城市更新与街区综合开发功能企业
北京建远投资经营有限公司	东城国资公司/100%	206	东城区城市开发建设与居住保障功能企业
北京京诚集团有限责任公司	东城国资公司/100%	206	东城区城市更新与直管公房管理功能企业
北京佳源投资经营有限责任公司	东城国资公司/100%	126	东城区城市更新与保障房运营管理功能企业
北京崇远集团有限公司	东城国资公司/100%	53	东城区民生服务功能企业，业务包括餐饮、商超、老字号品牌经营等

资料来源：公司提供、ifind、标普信评。

我们认为，公司的核心业务区域——前门片区存在持续性的街区更新需求，在建及拟建项目保障了公司业务的可持续性。公司的业务区域主要集中在前门大街，存在一定集中度，这样的分布与东城区历史文化街区的格局、旧城改造的历史背景及国企职能分工等因素相关。前门大街虽然地理范围不大，但其街区有机更新潜力大，物业盘活和商业运营的需求长期存在，能够有力支撑公司未来的业务开展。

表5

主要已完工项目(截至2025年6月末，亿元)

项目名称	立项总投资	已投资	资金平衡方式	资金来源	累计销售收入	待售存货价值

前门东区三里河周边 B1 地块棚户区改造项目	15.01	20.57	自持出租及出售	自有资金	23.79	-
旧鼓楼大街 P 保护区用地项目	54.72	63.02	自持出租及出售	银行贷款	49.84	20.45
前门西兴隆街恢复性修建试点和市政环境整治提升项目	9.45	6.75	自持出租	银行贷款	/	/
合计	79.18	90.34			73.63	20.45

注：1、前门东区三里河周边 B1 地块棚户区改造项目、旧鼓楼大街 P 保护区用地项目立项时间较早，后期建设成本增加，导致已投资大于立项总投资。

2、前门西兴隆街恢复性修建试点和市政环境整治提升项目已完工并投入使用，目前正在竣工结算审计阶段，后续尚有少量结算资金支出。

资料来源：公司提供，标普信评整理。

表6

主要在建项目（截至 2025 年 6 月末，亿元）

项目名称	计划总投资	资金平衡方式	资金来源	已投资	尚需投资	投资计划		
						2025.7-12	2026	2027
玉河历史文化保护区保护修缮项目	/	自持出租及可出售	自有资金	36.05	2.95	-	1.48	1.48
前门西区 B14 地块项目	9.78	自持出租及可出售	银行贷款	7.35	4.32	0.01	1.73	1.73
前门西区 B4 地块项目	2.07	可出售	银行贷款	1.63	0.06	-	0.06	-
前门西区 C2 地块项目	合计 13.00	可出售	银行贷款	1.38	2.31	-	0.92	0.92
前门西区 C4 地块项目		可出售	银行贷款	2.71	2.22	-	0.89	0.89
前门西区 G10 地块项目	3.67	可出售	银行贷款	2.13	0.67	-	0.30	0.30
前门西区 G11 地块项目	9.67	可出售	银行贷款	5.89	2.86	-	1.29	1.29
合计（不含玉河项目）	38.19			21.09	12.44	0.01	5.19	5.13

注：1、计划总投资为项目可行性研究报告口径，实际投资金额或根据项目建设需求调整。2、玉河修缮项目的立项最早可追溯至 2004 年，项目历经多年规划及建设调整，早期立项总投资与实际情况已差异较大，故未列出，实际投资支出参考已投资、尚需投资金额。3、玉河历史文化保护区保护修缮项目的北区已建设完毕，南区仍处于建设阶段，南区采用与终端客户直接合作的方式开展经营运作，项目开发建设资金源自合作方投入，公司无需前置投资。该项目所列尚需投资金额为已收到合作方资金，待公司投资的建安支出，未计入合计值。4、前门西区各地块项目所列资金平衡方式为可行性研究报告口径，未来实际租售方案或根据市场实际情况调整。

资料来源：公司提供，标普信评整理。

表7

主要拟建项目（截至 2025 年 6 月末，亿元）

项目名称	计划总投资	建设周期	计划开工时间	资金平衡方式	资金来源	投资计划		
						2025.7-12	2026	2027
前门西区 B15 地块项目	8.75	36 个月	12/1/2025	可出售	银行贷款	-	1.80	1.80
前门西区 B16 地块项目	5.92	36 个月	12/1/2025	可出售	银行贷款	-	1.50	1.00
合计	14.67					-	3.30	2.80

资料来源：公司提供，标普信评整理。

我们认为，公司在展业过程中积累了众多北京核心区内的物业资产，地理位置优越，运营表现优秀，能够产生稳定的租金收益，为在建项目推进和存量资产盘活奠定了运营基础。公司的可租物业主要位于北京市东城区前门大街和王府井区域，以商业物业为主。得益于所处地区丰富的旅游资源和良好的商业吸引力，公司所持主要物业保持优秀的经营状况，出租率在 90% 附近，总体租金收入稳定在每年 3-4 亿元。我们预计，随着在建项目投入运营，公司的可租面积和租金收入有望稳步增长。根据项目可行性研究报告，前门西区 B4、B14、C4、C2 地块项目及西兴隆街恢复性修建项目投入稳定运营后，预计新增可租面积约 5 万平米，产生租金收入 1.0 亿元-1.6 亿元。

表8

天街集团主要物业出租情况（截至 2025 年 6 月末）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1-6 月
可出租面积（平方米）	265,821	280,585	272,724	272,728
已出租面积（平方米）	233,923	249,845	251,555	252,540
租金收入（万元）	25,369	28,032	22,731	15,710
出租率	88.00%	89.04%	92.23%	92.60%

注：上表出租面积及租金口径对公司已取得不动产权证的可租物业资产，租金收入在全部可租物业中占比约 70%。

资料来源：公司提供，标普信评整理。

表9

天街集团主要物业出租情况-按区域（截至 2025 年 6 月末）

地区	经营业态	可出租面积 (平方米)	出租面积 (平方米)	总体出租率
前门东区	商业		48,749	
	办公	57,622	7,415	98%
	其他		45	
前门西区	商业		79,978	
	办公	99,643	6,092	86%
王府井地区	商业		26,033	
	办公	34,132	7,923	99%
玉河地区	商业		5,643	
	办公	8,022	/	70%
东四地区	商业		6,827	
	办公	6,827	/	100%
其他地区	商业		62,940	
	办公	66,482	/	96%
	其他		896	
合计		272,728	252,540	93%

资料来源：公司提供，标普信评整理。

我们认为，公司在旧城改造过程中形成了一定规模的开发成本沉淀，资金平衡方式有待明确，潜在回收周期很长。公司的业务特点导致其在居民疏解、文物腾退与修缮、基础设施更新等环节形成了一定的开发成本，并不对应特定项目。例如，在展业早期，前门片区的居民拆迁腾退工作由公司自主完成；前门片区的历史文化会馆修缮由公司承担并持续投入；在玉河修缮项目开展过程中发掘出了京杭大运河遗址，相关保护和修缮工作由公司承担并持续完善。截至 2025 年 6 月末，我们估算存货账面价值中约 40%-50% 对应此类成本。未来可能的资金平衡方式包括政府收储整理后的空地、房产租售等，但具体方案将取决于政府的规划和批复，存在不确定性。由于旧改片区普遍存在产权关系复杂的客观现实，公司也面临房屋资产确权的难题。一般而言，原私人持有的腾退和修复房产，产权直接变更为公司所有，原东城区房管局等单位持有的房产拟无偿归公司，但该部分资产目前产权关系尚未完全理顺。公司的投资性房地产主要来源于项目建设及资产划入，其中部分资产因历史原因尚未办理产权证。根据公司提供的投资性房地产评估报告，截至 2024 年末，公

司投资性房地产账面价值 133 亿元，投资性房地产 210 项，其中 85 项暂未办理《房屋所有权证》，占投资性房地产总账面价值的 29%。公司对这部分资产享有所有权和租金收益，但难以抵质押进行融资。

然而，我们认为得益于早期拆迁成本较低、区位优势强、政策持续支持，公司总体上具备在中长期内盘活存量资产的能力，上述存量问题并不会显著拖累公司未来的经营发展。近年来，公司也在资产盘活方面积极探索，并取得了一定的成效。例如，公司与第三方酒店运营商合作，将前门东区草厂地区已疏解腾空的院落改造为前门东方文华酒店，突破解决历史遗留产权问题，通过酒店运营实现收益。该项目融合老北京居住文化与生活方式，引入国际高端酒店管理模式，将散落院落打造为独院式套房，项目一期建筑面积 13,692 平方米，设 42 间院落套房。根据《可行性研究报告》，该酒店进入稳定运营后预计年均收入约 1.79 亿元。该酒店已于 2024 年 9 月正式营业，截至 2025 年 6 月末，累计实现运营收入 0.95 亿元，首年运营表现良好，符合经营预期。此外，2024 年，公司完成前门东区内约 5.20 万平方米土地入市工作。对于资产确权的难题，公司也着力研究和推动解决方案并获得区内相关政府部门的支持。例如，确权过程中可能涉及原有土地、房屋的注销与新登记，公司正在与相关政府部门协同推进，研究替代性文件及机制。我们将对公司存量资产盘活的进展保持关注。

财务风险

核心假设：

- 2025-2026 年，由于旧鼓楼大街 P 保护区用地项目可售货值去化接近尾声，公司收入规模总体呈下降趋势。2025-2026 年，总收入约在 10-15 亿元的区间。
- 2024 年，由于公司集中去化低利润率的商业物业项目，导致当年毛利率较低。2025-2026 年，利润率较高的住宅项目销售将带动毛利率回升，EBITDA 利润率改善至 17%-22%。
- 未来 1-2 年公司资本开支主要集中在前门西区商业开发项目，每年投入 7-9 亿元，融资主要由银行项目贷款满足。

标普信评认为，天街集团的财务风险“偏高”。公司的利润及杠杆指标随项目的销售和结转进度呈较强波动性。由于在手可售货值去化进入尾声，加之对在建项目持续投入，杠杆水平将阶段性攀高。但自持物业出租情况优秀，稳步增长的租金收入能够对利息支出形成一定覆盖，EBITDA 利息覆盖倍数维持在 1 倍左右。此外，公司项目融资期限较长，债务到期分散，债务结构稳健。受益于北京市良好的融资环境，公司融资渠道畅通，再融资能力强。

收入方面，2024 年以来，随着在手货值去化进入尾声，公司房屋销售收入已呈下降趋势，预计未来两年这一趋势将持续，总收入回落至 10-15 亿元的区间。公司可售及在建房产主要为北京市核心区内的四合院落，院落数量少但单体销售价值高，收入及利润的结转因项目开发进度、推售计划、需求情况等因素存在一定波动性。截至 2025 年 6 月末，公司的主要可售房产为鼓楼大街 P 保护区项目的院落，存货价值约 20 亿元，预计于 2025-2027 年逐步去化，每年或可产生 5-7 亿元的销售收入。2027 年以后，随着前门西区项目逐步完工且进入可售阶段，房屋销售收入可能阶段性回升，但具体租售方案将视未来市场情况而定。另一方面，公司的租金收入将随在建物业投运稳步增长，对付息能力形成一定支撑。目前公司成熟运营的经营性物业每年可产生租金收入约 3.5 亿元。基于可行性研究报告进行保守估计，待前门西区、西兴隆街恢复性修建项目等主要项目中可租物业进入稳定运营后，每年预计可新增租金收入至少 1 亿元。

利润率方面，2024 年，由于公司集中去化旧鼓楼大街 P 保护区项目中低利润率的商业物业项目、叠加前门东区土地入市确认收入的利润率很低，导致当年总体利润率水平较低。目前，旧鼓楼大街 P 保护区项目剩余可售货值均为较高利润率的住宅项目，预计其销售将带动毛利率水平回升，但是由于当前市场需求转弱，毛利率或难以重回 2023 年以前的水平。2025-2026 年，旧城保护及棚户区改造业务板块的毛利率或保持在 20-25%，EBITDA 利润率改善至 17%-22%。

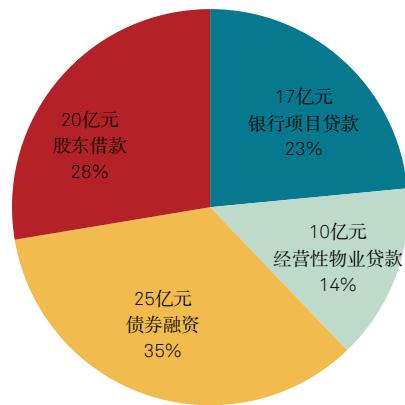
债务方面，公司的存量债务主要源于展业以来对历史街区保护和开发业务的持续投入，在建项目的资本开支将驱动债务规模继续增长。截至 2025 年 6 月末，公司在建、拟建项目主要为前门西区商业开发项目（B14、B4、C2、C4、G10、G11、B15、B16 地块项目），待投金额合计约 27 亿元，预计 2026-2027 年每年投入 7-9 亿元。

我们认为，公司的融资渠道多元化，债务期限较长，到期期限分散，与长周期的城市更新项目形成良好匹配。针对项目回报期长的特点，公司对在建项目匹配了以中长期银行项目贷款为主的融资，信用债发行及股东借款也为项目融资提供补充支持。截至 2025 年 9 月末，公司的带息债务余额约 72 亿元，综合融资成本约 2.75%，其中债券融资、银行项目贷款、经营性物业贷款、股东借款分别占比 35%、23%、14%、28%，没有非标融资。公司的项目贷款期限分布在 5-

40 年之间，融资利率普遍为 5 年期 LRP 下浮 70 至 100bps，项目贷款前期需还款金额很低。截至 2025 年 6 月末，公司项目贷款授信剩余可提款额度约 16.4 亿元，能够满足在建项目投资需求。

图3

公司有息债务结构分布（截至2025年9月末）



资料来源：公司提供，标普信评。

版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表10

公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
营业收入	2,244	2,388	2,825		
EBITDA	649	945	259		
利息支出	310	230	249		
经调整总债务	5,151	6,638	8,090		
经调整总债务/EBITDA (倍)	7.9	7.0	31.2		
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	2.1	4.1	1.0		
EBITDA 利润率 (%)	28.9	39.6	9.2		

注：以上数据为标普信评调整数据。A 表示实际值，E 表示估计值，F 表示预测值。

资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表11

天街集团财务数据调整-截至 2024 年 12 月 31 日 (单位：百万元)

	总债务	所有者权益	EBITDA	利息支出
报告值	7,622	16,174	179	67
经营性租赁	-	-	-	-
盈余现金	-285	-	-	-
对外担保和诉讼	753	-	-	-
利息及股利收入	-	-	-	-
收到联合营企业股利	-	-	1	-
资本化利息	-	-	-	182

营业成本中的资本化利息	-	-	67	
其他调整	-	-	12	-
调整总额	468	0	80	182
标普信评调整值				
	经调整总债务	所有者权益	EBITDA	利息支出
调整后	8,090	16,174	259	249

注：总债务=短期债务+长期债务。

资料来源：公司审计报告，公司提供资料，标普信评整理和调整。

同业比较

我们选取了上海静安置业（集团）有限公司（以下简称“静安置业”）和深圳福田投资控股有限公司（以下简称“福田投资”）作为天街集团的对比企业。这些企业分别是上海市静安区和深圳市福田区的重要国有企业，与天街集团在所处区域经济实力、职能定位和财务风险等方面具备可比性。

表12

同业情况（2024年，单位：亿元）

	天街集团	静安置业	福田投资
运营区域	北京市东城区	上海市静安区	深圳市福田区
地区生产总值	3,809	3,370	5,949
一般公共预算收入	195	302	194
实际控制人	东城区国资委	静安区国资委	福田区国资委
主营业务结构	历史街区保护、旧城改造、资产运营	直管公房、公租房、旧区改造、城市更新	棚户区改造及城市更新、物业租赁、战略投资、公共服务
资产总计	355	225	515
营业收入	28	13	26
净利润	0.6	0.1	3.0

资料来源：公开资料，ifind，标普信评。

三、个体信用状况

标普信评认为，天街集团的个体信用状况主要反映其“良好”的业务状况和“偏高”的财务风险。北京市和东城区经济财政实力强劲，城市更新需求大，为公司业务发展提供了良好的外部环境。作为北京市东城区历史街区保护与城市更新的主要实施主体，公司在前门片区的街区更新及商业运营领域具有专营性，在建和拟建项目将支撑业务保持较强可持续性。公司持有的物业资产地理位置优越，租金收入能够对付息能力形成支撑。此外，公司带息债务期限较长，债务结构稳健，再融资渠道畅通。然而，公司在展业过程中沉淀了一定规模的开发成本，潜在资金平衡周期很长，部分资产的确权面临一定阻力。随着在手项目可售货值去化进入尾声、在建项目持续投入，公司带息债务规模将继续增长，杠杆水平维持高位。

流动性状况

标普信评认为，公司的流动性水平适中，未来12个月流动性来源对流动性需求的覆盖超过1.2倍。未来12个月，公司主要的资金用途是在建项目资本开支和偿还债务；主要的资金来源是自有资金、营运资金净流入、项目贷款授信等。未来12个月内，公司短期偿债压力很低。

表13

流动性来源	流动性用途
现金及现金等价物 5-8亿元	偿还债务 1-2亿元
营运资金净流入约1亿元	以前门西区项目建设为主的资本开支 7-9亿元
按建设进度可提的项目贷款授信约14-16亿元	

注：数据截至2025年6月末。

数据来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表14

债务到期分布（单位：亿元）	
年份	金额
2025	1
2026	26
2027	23
2028	3
2029及以后	18
合计	72

注：截至2025年9月末，为债务本金，含权债务到期日以行权日期计。

资料来源：公司提供，标普信评整理。

或有事项

截至2025年9月末，公司有一笔对外担保，金额为7.5亿元，约占上年末经审计净资产4.7%。该笔担保对象为北京新隆福文化投资有限公司，系公司联营企业，公司按照出资股比为其项目贷款提供担保。公司对外担保未发生过代偿，被担保人不存在逾期或失信情况。

公司及合并报表内子公司不存在对其持续经营及偿债能力产生重大负面影响的未决诉讼。截至2025年9月末，公司及子公司作为被告的未决诉讼金额约0.7亿元，上述诉讼主要系业务开展过程中工程及拆迁纠纷所致。

过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至2025年11月4日，公司本部所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

四、主体信用等级

标普信评认为，北京市经济实力极强，财政平衡能力极佳，债务率低，区域债务管控严格，再融资环境好，支持能力极强。标普信评认为，北京市政府对天街集团的外部支持为“高”，主要体现在以下方面：

- 公司在股权结构和管理机制方面与北京市东城区政府的紧密度强。东城区国资委通过东城国资公司间接持有公司 100%的股权，东城区国资委在管理层任命、战略规划制定、日常运营管理等方面能够对公司施加重大影响。公司的重大经营事项、重大投融资决策均需直接向东城区国资委汇报并获得相关政府部门审批后方可执行。东城区国资委对公司的带息债务及偿债流动性保持密切的监督管控。我们认为，在可预见的未来，东城区国资委将对公司保持很强的控制力度。东城区作为北京市的核心行政区，战略地位突出，经济财政实力在全市位居前列，其区域债务与金融风险管控对全市“牢牢守住不发生系统性风险底线”具有重要影响。若公司出现负面舆情将对地区融资环境造成重大不利影响。
- 公司在东城区承担历史文化街区保护及城市更新职能，其职能对于北京市、东城区政府具有重要性。北京市东城区是首都核心区，承载中央政务职能，历史文化底蕴深厚。作为历史古迹与老城区集中的行政区，旧城保护及城市更新对于东城区具有格外重要的意义。公司承担保护更新职能的前门片区地理位置核心，距离天安门仅约 1 公里，是展示首都历史底蕴和文化风貌的核心区域，该片区老城风貌的妥善保护与有机发展对北京市及东城区具有很强重要性。
- 公司在历史街区保护和开发过程中承担了较强的政策性职能和国企担当。老城区改造存在基础设施欠账多、人口密度大、历史投入不足等复杂挑战。平房区由于规划限制严格、容积率低等因素，难以通过传统的高密度房地产开发模式改造并快速平衡资金投入。公司在展业过程中所形成的大量沉淀成本主要源于居民拆迁、文物保护、基础设施升级等必要投入，这些支出反映了公司的社会职责担当。
- 公司将持续获得东城区政府在政策倾斜、项目资源和资金注入等方面的支持。2022 年及 2024 年，公司分别获得国有经营预算现金增资 2,000 万元和 700 万元。2022 至 2024 年，公司分别获得政府补贴 1,766 万元、1,178 万元、1,166 万元。公司在推动资产确权方面也持续得到区政府各部门的协调及支持。

综上，我们认为，天街集团的主体信用质量极强，并评定天街集团的主体信用等级为 AAA_{spco}。

附录

附录1：主要财务数据及指标

评级对象主要财务数据及指标 (单位: 百万元)				
	2022	2023	2024	2025.1-6
货币现金和交易性金融资产	1,108	1,782	705	769
固定资产	408	616	1,525	1,496
资产总计	36,958	37,254	35,461	35,247
短期借款	-	-	-	-
一年内到期的非流动负债	2,422	996	104	0
长期借款	3,118	3,876	2,545	2,794
应付债券	-	2,491	2,494	2,494
所有者权益合计	16,729	17,055	16,174	16,036
营业收入	2,244	2,388	2,825	398
营业成本	1,360	1,380	2,254	249
销售费用	61	56	71	55
管理费用	179	172	268	127
财务费用	24	47	61	34
利润总额	795	505	101	-106
净利润	572	382	59	-121
经营活动现金流入小计	4,228	1,310	1,370	1,134
经营活动现金流出小计	3,647	1,706	1,588	975
经营活动产生的现金流量净额	580	-396	-219	159
投资活动现金流入小计	64	7	25	2
投资活动现金流出小计	405	430	354	95
投资活动产生的现金流量净额	-341	-423	-329	-93
筹资活动现金流入小计	562	3,982	3,183	226
筹资活动现金流出小计	1,794	2,515	3,715	227
筹资活动产生的现金流量净额	-1,232	1,467	-532	-1

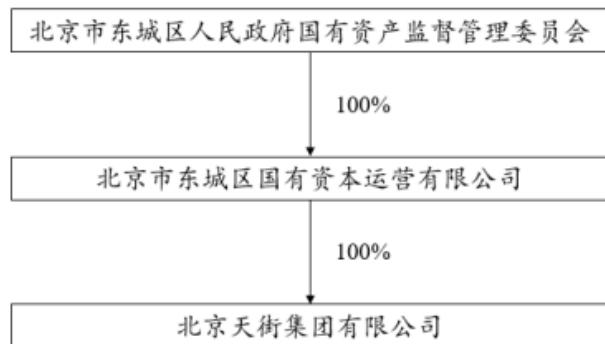
调整后财务数据及指标

	2022	2023	2024	2025.1-6
营业收入	2,244	2,388	2,825	398
EBITDA	649	945	259	--
利息支出	310	230	249	--
经调整总债务	5,151	6,638	8,090	--
经调整总债务/EBITDA (倍)	7.9	7.0	31.2	--
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	2.1	4.1	1.0	--
EBITDA 利润率 (%)	28.9	39.6	9.2	--

注：1、上表中财务数据基于公司披露的中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022-2024 年审计报告及 2025 年 1-6 月未经审计的财务报表；
2、调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据；3、“--”代表数据不可得。

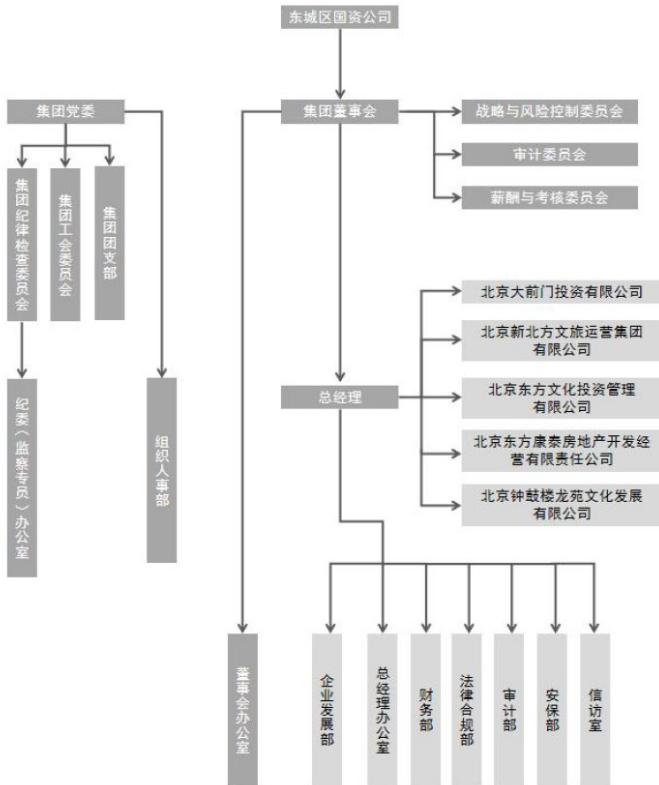
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

附录2：评级对象股权结构图（截至 2025 年 6 月末）



资料来源：公司提供。

附录3：评级对象组织结构图（截至 2025 年 6 月末）



资料来源：公司提供。

附录4：主要财务指标计算公式

主要财务指标计算公式

EBITDA（调整前）= 营业收入-营业成本-管理费用-销售费用-研发费用+折旧及摊销（报告值）-税金及附加-其他经营支出（收入）

EBITDA=EBITDA (调整前) + 经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息+收到的联营合营企业股利+其他调整
折旧及摊销=折旧及摊销 (报告值) + 经营租赁折旧摊销调整+其他调整
EBIT=EBITDA (调整前) + 经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息-折旧及摊销+非经营收入 (成本) +其他调整
利息支出=利息支出 (报告值) + 资本化利息+经营租赁利息调整+其他权益工具股利或利息+其他调整
已付现金利息=现金利息支出+已付其他权益工具股利或利息+其他调整
营运现金流 = EBITDA - 利息支出 + 利息及股利收入 - 当期所得税 + 其他调整
经营性现金流=经营活动产生的现金流净额+经营租赁折旧摊销调整-资本化的研发费用-其他权益工具股利或利息-现金利息支出+现金股利收入+其他调整
资本开支 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-资本化的研发费用+其他调整
自由经营性现金流=经营性现金流-资本开支
股利=现金股利+子公司支付给少数股东的股利、利润-支付的其他权益工具股利或利息
可支配现金流=自由经营性现金流-股利
短期债务=短期借款+交易性金融负债+ (应付票据-票据保证金) +一年内到期的非流动负债 (有息部分) +应付利息+其他短期有息债务
长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款+租赁负债+预计负债中的对外担保及诉讼+其他长期有息债务
经调整总债务=短期债务+长期债务+经营租赁债务调整-盈余现金+资产弃置费用调整+其他权益工具+对外担保和诉讼+其他调整
资本=所有者权益合计-其他权益工具+经调整总债务+递延所得税负债+其他调整
EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA/利息支出
营运现金流利息覆盖倍数 = (营运现金流+利息支出) /已付现金利息
资本回报率 = EBIT/两年平均资本
EBITDA 利润率 = EBITDA/营业收入

附录5： 信用等级符号及定义

等级	含义
AAA _{spc}	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA _{spc}	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A _{spc}	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB _{spc}	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB _{spc}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B _{spc}	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC _{spc}	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC _{spc}	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 _{spc}	不能偿还债务。

注：除 AAA_{spc} 级, CCC_{spc} 级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或低于本等级。

©版权所有 2025 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商、以及其董事、管理人员股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。部分内容可能借助人工智能（AI）工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spghinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。