跟 踪 评 级 公 告

联合评字[2016]483 号

北京天恒置业集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

北京天恒置业集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

北京天恒置业集团有限公司发行的“15 天恒债”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年 五月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http:// www.unitedratings.com.cn

北京天恒置业集团有限公司
公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级
跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定
债券简称：15 天恒债
发行规模：15 亿元
债券期限：5 年
债项信用等级
跟踪评级结果：AA
上次评级结果：AA
上次评级时间：2015 年 5 月 15 日
跟踪评级时间：2016 年 5 月 27 日

财务数据

项　目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	281.17	401.86
所有者权益（亿元）	89.34	125.16
长期债务（亿元）	106.09	193.42
全部债务（亿元）	139.52	230.04
营业收入（亿元）	25.35	30.05
净利润（亿元）	4.81	3.60
EBITDA（亿元）	7.07	5.75
经营性净现金流（亿元）	-51.65	-61.32
营业利润率（%）	23.66	24.86
净资产收益率（%）	6.18	3.35
资产负债率（%）	68.23	68.85
全部债务资本化比率（%）	60.96	64.76
流动比率（倍）	4.94	6.19
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.02
EBITDA 利息倍数（倍）	2.57	2.36
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.47	0.38

注：本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；EBITDA/待偿本金合计= EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，北京天恒置业集团有限公司（以下简称“公司”或“天恒置业”）受益于股东增资，北京地区房地产市场景气度持续上行，开复工面积显著增长，签约销售面积及销售金额大幅提升，预收款项规模大幅增长，可对公司未来盈利形成支撑。同时联合评级也关注到，公司仍面临一定的去化压力、未来投资规模较大、经营现金持续净流出及债务规模增长较快等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来伴随着公司在建项目的开发销售及国家对保障房建设的政策推动，公司经营状况将保持良好。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15天恒债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．2015 年以来，国家陆续出台新的调控政策，受益于政策和地区供求关系的多重因素影响，北京地区房地产市场景气度高，住宅价格明显上升。

2. 公司是北京市西城区保障性住房的主要投资建设主体之一，2015 年区政府在资金注入方面给予公司较大支持。

3．跟踪期内，公司新增土地储备规模大幅提升，且拿地成本相对较低。

4．受益于良好的外部环境，2015 年，公司签约销售面积和销售金额均大幅增加，房地产、土地销售收入及毛利率明显提升。

关注

1. 房地产市场受政策调控或市场调整影响较大，未来运行仍存在不确定性。

2．公司在开发项目规模较大，仍面

临一定的投资支出压力。同时，公司债务规模不断扩大，资金平衡压力进一步加大，长期偿债能力有待提升。

3．受公司项目投资周期长、投资规模大的影响，公司经营现金净流出量进一步加大，公司面临一定的现金流压力。

分析师

冯　磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

赵　哲

电话：010-85172818

邮箱：zhaoz@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

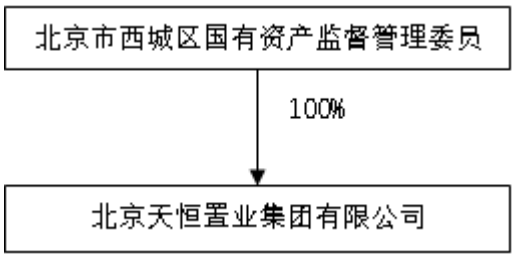
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

北京天恒置业集团有限公司（以下简称“公司”或“天恒置业”）前身为经北京市西城区人民政府西政复[1994]170号文批准组建的北京市西城区城建开发集团，注册资金为1,980.00万元。2001年8月，经北京市西城区人民政府西政复[2001]5号文批准，北京市西城区城建开发集团变更企业法人名称为北京天恒置业集团。2014年12月，公司名称由北京天恒置业集团变更为现名。自成立以来，公司历经多次增资，2015年，根据北京市西城区财政局西财经二资金[2015]124号、[2015]494号文、[2015]952号文、[2015]980号文及西国资办发[2015]10号文批复，公司共增加实收资本28.95亿元。截至2015年底，公司实收资本96.71亿元，北京市西城区国有资产监督管理委员会（以下简称“西城区国资委”）持有公司100%股权，是公司的唯一股东和实际控制人（见下图）。

图1　截至2015年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2015年底，公司组织结构未发生重大变化，拥有职工1,746人。

截至2015年底，公司合并资产总额401.86亿元，负债合计276.70亿元，所有者权益（含少数股东权益）125.16亿元，其中归属于母公司所有者权益为115.96亿元。2015年，公司实现合并营业收入30.05亿元，净利润（含少数股东损益）3.60亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为3.08亿元；经营活动产生的现金流量净额-61.32亿元，现金及现金等价物净增加额为19.38亿元。

公司注册地址：北京市西城区阜外大街31号；法定代表人：刘洪文。

二、债券发行及募集资金使用情况

北京天恒置业集团有限公司公开发行2015年公司债券（以下简称“本次债券”）于2015年7月23日发行结束，票面利率为4.12%，债券期限为5年，起息日为2015年7月22日。本次公司债已于2015年8月21日在上海证券交易所挂牌交易，债券简称为“15天恒债”，债券代码为“122403.SH”。

本次债券实际募集资金为15亿元，其中，13亿元给下属子公司北京旭天置业有限公司用于庞各庄项目开发建设，截至2015年底，已使用127,617.30万元，尚有2,382.70万元未提款，预计也将用于该项目建设；另外2亿元给下属子公司天恒致远置业有限公司用于“天恒•世界集”项目开发建设，截至2015年底，该资金已全部使用。

截至本报告出具日，本次债券尚未到第一个付息日。

三、行业分析

1．行业概况

2015年，我国房地产行业增速进一步放缓。受经济增速放缓和行业宏观调控政策的影响，2015年全国房地产开发投资95,035.61亿元，同比增长1.00%，增速较上年同期下滑9.50个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资增速最为缓慢，但住宅投资占比仍居各类房产之首，均在60%以上；办公楼投资表现相对较好，增速一直保持在两位数以上；商业营业用房2015年增速下滑最为明显。2015年一线城市投资增速仍保持高位，三线城市出现回稳迹象。

2015年土地市场供需走低，均价上涨，不同城市分化加剧。2015年全国100个大中城市成交土地面积4.68亿平方米，比上年下降18.04%。从各类用地的供求结构来看，2015年工业用地供求量仍具各类之首，占比均超50%，商办类用地和其他用地基本持平，住宅类用地继续下滑约3个百分点。土地价格方面，由于2014年以来政府陆续出台“930”新政等政策刺激房地产市场需求，提高市场活力，但在整体去库存的背景下，土地供应缩减，导致2015年土地溢价率大幅上涨，2015年土地溢价率达29.97%，为市场高点。其中工业用地平均溢价率0.74%，较上年下降0.82%；住宅类用地平均溢价率21.59%，较上年上升8.35个百分点；商办类用地平均溢价率5.93%，较上年下降3.74个百分点。

2015年，一线城市由上半年控制功底节奏至年末优质地块集中放量，市场再次呈现“U”型走势，宅地价格上涨明显，京沪表现突出；二线城市以分化为主，热点区域高价地频现，整体均价及溢价率同比上涨；三四线城市受楼市库存压力影响，土地市场仍显低迷。

开发资金来源方面，进入2015年，国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有公司法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015年房地产开发企业到位资金125,203亿元，同比增长2.6%，增速较上年增加2.7个百分点。其中，国内贷款20,214亿元，下降4.8%；利用外资297亿元，下降53.6%；自筹资金49.038亿元，下降2.7%；其他资金55,655亿元，增长12.0%。在其他资金中，定金及预收款32,520亿元，增长7.5%；个人按揭贷款16.662亿元，增长21.9%。

综上，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，土地价格有所波动，整体增速呈下降趋势。目前房地产企业资金来源总额及结构较为稳定，预收资金和自筹资金仍为房地产投资的主要资金来源。

从商品房市场供求情况看，2015年，商品房销售面积12.85亿平方米，同比增长6.50%，增速较上年提高14.10个百分点。其中，办公楼销售面积增速最快，达16.20%，增速较上年提高29.20个百分点，增幅较大。分城市来看，一线城市2015年销售增幅最大，同比增长15.30%，二三线城市增速均在10.00%以下。

从销售价格来看，2015年5月份以来百城住宅均价开始逐步提高，12月，住宅平均价格为10,980.00元/平方米，同比增速为4.15%，增速较上年同期增加6.84个百分点。2015年以来一线城市房价基本保持持续增长态势，且增幅相对较大；二线城市房价自2014年4月份以来连续12个月下跌，2015年5月份开始有所好转，11~12月份回暖趋势较为明显；三线城市房价自2014年至2015年7月连续下跌，8月份开始虽有所回升，但回升趋势并不明显。

总的来看，在国家调结构、稳增长的政策背景下，房地产销售面积出现回升，销售价格回升

趋势明显；各类城市房价分化加速，一线城市呈量价齐升局面。

2015年，房地产行业集中度进一步提升。房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为17.05%和23.06%，分别较上年上升0.13和0.27个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到11.41%和14.75%，分别较上年提升0.90和1.01个百分点。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

2．行业政策

2015年，中央明确稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策， 支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，2015年以来，央行多次降息降准，调整后，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史最低位；除此之外，政府4次下调首套房及二套房个贷首付比例，同时在放松限购限贷、调整公积金、财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016年2月份，政府即出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。

总体看，在我国房地产市场去库存的背景下，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转。但行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

3．行业关注

（1）商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

（2）行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2015年三季度，按Wind资讯整体法[1]计算的房地产板块资产负债率为77.93%，较2014年底提高了3.18个百分点，房地产板块整体债务率较高。

（3）市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

（4）房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

[1] Wind 行业内标的公司：（成分股*总负债）/（成分股*总资产）

4．行业发展

（1）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015 年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产呈现金融化趋势。

（2）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演更重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大。未来几年，预期龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

5．保障性住房

2015 年 6 月，国务院印发《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》（国发[2010]87 号），意见提出，按照推进以人为核心的新型城镇化部署，实施三年计划，2015~2017 年改造包括城市危房、城中村在内的各类棚户区住房 1,800 万套（其中 2015 年 580 万套），农村危房 1,060 万户（其中 2015 年 432 万户），加大棚改配套基础设施建设力度，使城市基础设施更加完备，布局合理，运行安全，服务便捷。

2015 年北京市保障性安居工程用地实际完成供应 495 公顷，超额完成任务。2016 年，北京市计划建设筹集各类保障房 5 万套，其中棚户区改造安置房 4.4 万套，其他类保障性住房（含公共租赁房、自住型商品住房）0.6 万套。2015~2017 年，北京力争改造包括城市危房、老旧小区在内的各类棚户区住房 12.7 万户、农村危房 2,600 户；根据《北京市 2016 年棚户区改造和环境政治任务》（京政办发[2016]6 号）的通知，2016 年北京市将完成 3.5 万户棚改，其中，中心城区共 3 万户，112 个项目；郊区怀柔共 5,000 户，27 个项目。中心城区的西城区 2016 年棚户区改造任务为 5,000 户，25 个项目。

总体看，国家对保障房建设支持力度较大，北京市保障房建设仍有较大的发展空间。

四、管理分析

跟踪期内，公司制定了债券募集资金管理办法，用于规范集团总部及各事业部、各子公司对于债券融资所募集资金的使用、偿还与监督。公司规定募集资金到位后，应存放于专项账户集中管理，所有涉及募集资金使用的经办主体、审核主体与监督主体均有责任保证募集资金的使用与公司债券募集说明书的承诺相一致。对于在募集资金使用、偿还及监督管理过程中出现的违规行为，将严格追究至相关责任人。整体来看，公司募集资金管理的相关制度较为全面且可执行性较强，根据公司已发行债券募集资金的使用情况来看，公司相关制度的执行情况较好。

跟踪期内，公司董事、监事及高管人员构成未发生变化。目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度有效执行，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事房地产开发及保障性住房建设等业务，跟踪期内，公司主营业务未发生变化。2015年，公司实现主营业务收入25.53亿元，同比增长11.08%，主要系公司房屋、土地销售收入大幅增长所致。从业务构成看，房屋、土地销售仍为公司的核心业务，2015年，公司房屋、土地销售收入占公司主营业务收入比重为82.58%，较上年提高了7.67个百分点。同期，公司销售商品收入占比出现大幅下滑，占公司主营业务收入比重为14.21%，较上年下滑6.93个百分点。公司物业管理、餐饮、客房、展会等其他收入在主营业务收入中占比较小，2015年物业管理和餐饮收入占比均出现下滑，其中餐饮收入下滑幅度较大；客房及展会收入占比较上年略有提升。

从毛利率上看，2015年，公司房屋、土地销售毛利率较上年提高4.96个百分点至26.87%，涨幅较大，主要系北京房地产市场回暖，公司结转收入金额上涨所致；销售商品收入较2014年有所下降，但毛利率较上年增长5.06个百分点，公司商业零售板块盈利能力有所提升。此外，公司物业管理和餐饮毛利率较上年有所下降，客房及展会毛利率均较上年增长，由于该类收入在公司主营业务收入中占比较小，对公司总体毛利率水平影响不大。受上述因素影响，2015年，公司主营业务毛利率为27.47%，较上年提高4.64个百分点。

表1　2015年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房屋、土地销售收入	17.22	74.91	21.90	21.08	82.58	26.87
销售商品收入	4.86	21.14	20.65	3.63	14.21	25.71
物业管理收入	0.21	0.91	17.02	0.21	0.81	11.69
餐饮收入	0.57	2.49	55.92	0.46	1.80	53.38
客房收入	0.11	0.49	99.85	0.14	0.56	99.85
展会收入	0.01	0.04	33.11	0.01	0.04	38.70
其他收入	0.00	0.02	41.58	0.00	0.00	--
合计	**22.98**	**100.00**	**22.83**	**25.53**	**100.00**	**27.47**

资料来源：公司审计报告

总体看，2015 年公司经营情况良好，核心业务突出，主营业务收入及毛利率水平均明显提升。

2. 房地产开发业务

公司房地产开发业务主要划归公司的地产运营事业部，地产运营事业部主要包括北京市嘉鸿房地产开发有限公司等经营主体。公司房地产开发的主要业务模式是首先通过各类市场化方式获得土地使用权，再经过招投标程序确认并委托有资质的建筑企业完成房地产的建筑施工工程。

从土地储备情况来看，2015 年，公司新增 5 块土地储备，规划建筑面积合计 111.71 万平方米，较上年增加 155.22%；取得土地价格合计 174.73 亿元，较上年增加 158.48%；按照权益占比核算，公司取得土地价格合计 105.09 亿元。从公司取得土地的均价来看，2015 年公司取得土地楼面均价为 1.99 万元/平方米。截至 2015 年底，公司尚有未开发的土地储备规划建筑面积 111.71 万平方米，其中公司权益面积为 78.17 万平方米，地块主要分布于北京市房山区、大兴区和丰台区。

公司 2015 年新增土地储备中，丰台区南苑乡槐房村和新宫村 1404-657、659、1401-607 地块规划建筑面积最大，公司权益占比为 42%，主要合作方为中粮地产（北京）有限公司（占比 34%）、

北京中瑞凯华投资管理有限公司（占比 24%），其中，中粮地产（北京）有限公司为中粮地产（集团）股份有限公司下属独资企业，北京中瑞凯华投资管理有限公司为首创置业股份有限公司的下属二级子公司，中粮地产（北京）有限公司和北京中瑞凯华投资管理有限公司的股东实力均较强，能够为其提供较好的股东支持。

表 2　2015 年公司新增土地储备情况（单位：亿元、万平方米）

地块名称	取得土地价格	规划建筑面积	权益占比	合作方
房山区周口店镇中心区二街区02-0015等地块	6.30	17.85	100%	-
大兴区庞各庄镇PGZ01-01、PGZ01-02地块（原庞各庄镇镇区改造项目1号地部分地块）	24.10	26.62	51%	北京创富诚展投资有限公司 39%、北京永同昌房地产开发有限公司 10%
房山区拱辰街道16-01-07等地块（良乡高教园西部生活区东区）	31.78	22.61	100%	--
丰台区南苑乡槐房村和新宫村1404-657、659、1401-607 地块（丰台区城乡一体化槐房村、新宫村旧村改造项目第一期 A 组团)二类居住及基础教育用地（配建“公共租赁住房”）	85.95	25.42	42%	中粮地产（北京）有限公司 34%、北京中瑞凯华投资管理有限公司 24%
房山区阎村镇04街区04-0005等地块综合性商业金融服务业、二类居住及体育用地（配建“限价商品住房”）	26.60	19.21	70%	中粮地产（北京）有限公司 30%
合计	**174.73**	**111.71**	--	--

资料来源：公司提供

从经营情况来看，2015 年，公司房屋开复工面积 78.00 万平方米，较上年增长 41.54%，主要系 2014 年新增土地开工所致；竣工面积出现大幅下降，主要系处于开发周期的非竣工阶段。截至 2015 年底，公司在建面积 71.31 万平方米，较上年底增加 80.58%，主要系新开工面积增加而竣工面积减少所致。

表 3　2014~2015 年公司房地产开发业务经营情况（单位：万元、万平方米、万元/平方米）

项　目	2014 年	2015 年
房屋开复工面积	55.11	78.00
房屋竣工面积	15.62	6.69
在建面积	39.49	71.31

资料来源：公司提供

公司正在开发的项目主要包括山天家园、天恒•龙泽府、天恒•龙泽苑等14个项目，除天恒•龙泽府、天恒•龙泽苑项目外，其余项目均分布在北京地区，多为分期开发。目前山天家园、天恒•龙泽府、天恒•龙泽苑、乐活城 D 地块、乐活城 D-05/6/7/8/9地块、天恒金融街公园懿府等项目已经部分完工并销售。

截至2015年底，公司正在开发项目中在建/拟建（取得开工证）的建筑面积合计314.82万平方米，预计总投资达554.75亿元，截至2015年底，公司已完成投资310.56亿元，尚需投资244.19亿元，项目未来投资所需资金压力较大。截至2015年底，在建/拟建项目中，剩余可售面积达118.28万平方米，另还有房山区阎村镇04街区04-0005等地块项目和丰台区南苑乡槐房村和新宫村1404-657、659、1401-607地块项目可售面积尚未确定。

表 4　截至 2015 年底公司在建/拟建项目基本情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	总建筑面积	（预计）开工时间	（预计）竣工时间	总投资	截至 2015 年底已完成投资	截至 2015 年底剩余可售面积
山天家园三四五期	6.9	2010/03	2015/12	18.54	13.07	5.20
天恒龙泽府一二期	20.19	2012/10	2018/10	11.98	7.53	10.44
天恒.龙泽苑一二三期	27	2010/05	2017/08	9.51	8.30	9.32
乐活城 D 地块	24.74	2015/02	2016/10	15.15	13.27	1.70
乐活城 D-05/6/7/8/9 地块	15.48	2010/08	2015/10	15.34	10.82	0.18
房山区阎村镇 04-0084 地块项目（E03 地块）	14.19	2014/06	2015/12	15.20	10.75	3.95
大兴区西红门 0302-010-2 地块项目（天恒.世界集）	18.69	2015/07	2016/12	41.70	23.66	12.06
天恒金融街公园懿府	27.46	2015/08	2017/04	81.47	49.67	16.74
大兴区庞各庄镇 PGZ01-01、PGZ01-02 地块项目	41.06	2016/03	2019/08	52.79	25.63	30.48
房山区周口店镇中心区二街区 02-0015 等地块项目	23.57	2016/06	2019/06	26.33	6.57	10.68
房山区拱辰街道 16-01-07 等地块项目	29.53	2016/05	2019/07	50.52	33.00	17.53
房山区阎村镇 04 街区 04-0005 等地块项目	27.09	2016/10	2019/11	52.82	18.60	方案未确定
丰台区南苑乡槐房村和新宫村 1404-657、659、1401-607 地块项目	38.92	2016/10	2020/03	163.40	89.69	方案未确定
合计	**314.82**	--	--	**554.75**	**310.56**	--

资料来源：公司提供

从销售情况来看，2015 年，受房地产市场回暖影响，公司房地产签约销售面积较上年增长了约 3 倍；实际签约销售金额增长了 473.29%，主要系签约销售价格增长所致。2015 年，公司房屋销售结转收入面积为 9.32 万平方米，较上年平稳发展；结转收入金额为 9.46 亿元，较上年增长 21.85%，主要系房产销售价格上涨所致。

表 5　2014~2015 年公司房地产开发业务经营情况（单位：万元、万平方米、万元/平方米）

项　目	2014 年	2015 年
签约销售面积	6.77	26.39
实际销售签约额	66,412	380,731
结转收入面积	9.95	9.32
结转收入金额	7.76	9.46

资料来源：公司提供

根据公司销售预测，公司未来三年的销售回款将持续增加，有利于缓解公司的实际投资压力。

表 6　公司未来三年房地产销售预测情况（单位：万平方米、亿元）

项　目	2016 年	2017 年	2018 年
预计签约销售面积	39.41	68.65	55.98
预计签约销售金额	75.66	194.96	242.22
预计销售回款金额	66.27	170.98	220.69

资料来源：公司提供

总体来看，公司房地产业务布局主要集中在北京，2015年公司新增土地储备大幅增加，为后续开发提供了有利支撑；受益于北京地区良好的房地产发展态势，2015年公司房地产经营业绩明显提升；公司在建/拟建项目投资需求较大，面临一定的融资需求压力；公司在建/拟建项目的待售面积较大，从目前年签约销售面积来看，公司将存在一定的去化压力。

3．保障性住房建设及土地一级开发业务

公司保障房建设及土地一级开发业务主要划归公司的城区项目事业部，公司的城区项目事业部主要包括北京西都地产发展有限公司、北京天恒房地产股份有限公司和北京天恒康都房地产开发有限公司等经营主体。2015年，公司保障房及土地一级开发业务的主要开发和销售项目为房山长阳项目，受该项目开发进度的影响，公司开、复工面积分别较上年增加了110.45%和16.89%；竣工面积较上年大幅增长了69.15倍。

表 7　保障房项目开发业务经营情况（单位：亿元、万平方米、万元/平方米）

项　目	2014 年	2015 年
新开工面积	2.68	5.64
复工面积	17.94	20.97
竣工面积	0.26	18.24

资料来源：公司提供

从主要在开发/拟开发项目情况来看，公司桃园危改小区、丰盛危改项目、百万庄棚改项目等危改及保障房建设项目均涉及到拆迁、补偿、安置和建设等过程。截至 2015 年底，桃园 F1 项目、丰盛危改等项目已完成拆迁工作，桃园 A7、A8 项目尚处于拆迁阶段，对于上述项目的安置、建设工作处于规划、土地收储阶段；百万庄北里居民住房改善项目仍处项目初期；光源里棚户区改造项目于 2016 年 2 月全面启动预征收工作，目前签约率已超过 97%。公司保障房建设及土地一级开发业务开发周期相对较长。

在开发模式上，政府约定对公司土地一级开发成本全额补偿，并另将土地开发总成本的 8%作为收益返还给公司用于保障性住房建设。截至 2015 年底，公司与政府相关的土地一级开发等项目均处于项目前期，还未达到竣工结算并结转主营业务成本、确认主营业务收入条件。

公司在开发/拟开发项目预计总投资 410.18 亿元，截至 2015 年底，已完成投资 189.53 亿元，尚需投资 220.65 亿元，公司未来融资需求较大。

表 8　截至 2015 年底公司主要在开发和拟开发项目　（单位：亿元）

项目名称	项目类型	项目状态	总建筑面积	总投资	已完成投资
北中轴线核心保护区•什刹海地区旧城保护示范项目	棚户区改造	在建	15.56	83.00	26.26
房山区长阳站7号地西城区旧城保护定向安置房项目	保障房	竣工	46.00	41.22	36.67
百万庄北里居民住房改善项目	棚户区改造	在建	26.83	42.10	24.19
丰盛西区C区及配套市政项目	危改项目（同一级开发）	土地整理阶段	控规调整中	28.13	28.09
丰盛危改小区东区土地一级开发项目	土地一级开发	拆迁	约1.43	19.88	7.80
桃园F1项目（土地一级开发阶段）	土地一级开发	拆迁	5.98	13.00	12.82
桃园A7、A8项目（土地一级开发阶段）	土地一级开发	拆迁	18.64	41.00	36.54
新街口北大街市政道路拆迁项目	土地一级开发	拆迁	-	13.60	10.41
西直门内大街市政道路拆迁项目	土地一级开发	拆迁	-	10.60	6.75
光源里棚户区改造项目	棚户区改造	征收阶段	46.92	117.65	-
合计	--	--	161.36	410.18	189.53

资料来源：公司提供

从销售情况来看，公司在开发项目中仅房山长阳项目为在售项目，2015年以来房山长阳项目北区开始进入签约销售阶段，公司签约销售面积大幅增长204.82%。受北京房价上涨影响，公司2015年签约平均价格较上年增长了0.19万元/平方米。综上，2015年公司实际签约销售额较上年增长307.56%至11.86亿元。截至2015年底，房山长阳项目剩余可售面积为2.39万平方米。

表 9　保障房项目开发业务经营情况（单位：亿元、万平方米、万元/平方米）

项　目	2014 年	2015 年
签约销售面积	5.19	15.82
签约平均价格	0.56	0.75
实际销售签约额	2.91	11.86

资料来源：公司提供

总体看，2015年公司未新增保障房及土地一级开发业务，现有项目规模较大且开发周期较长，未来资金压力较大。

4．其他业务

公司其他业务包括百货零售、物业管理与服务业务。2015年，公司销售商品收入3.63亿元，较上年下降25.33%，主要是受黄金市场因素影响，销售大幅下降；物业管理收入与上年基本持平，为0.21亿元；餐饮收入较上年下降19.74%至0.46亿元，主要系富丽华大酒楼停业导致；客房及展会收入分别较上年增长26.93%和22.74%，主要系公司酒店加强对高端客户群体等客源市场的营销工作等因素所致。

总体看，除物业管理收入外，公司销售、餐饮等其他收入波动较大，2015年整体水平较上年出现下滑。

5．重要事项

2015 年 8 月 10 日，公司非公开发行公司债券 30 亿元，债券简称为“15 天恒 01”，证券代码为“125876.SH”，发行票面利率为 5.57%。该债券期限为 3 年。此次非公开发行公司债券募集资金 30 亿元全部给下属公司北京乐活城置业有限公司用于高教园项目开发建设，已全部使用。

6．经营关注

（1）行业政策显著影响房地产市场的走势，2015年北京市住宅价格涨幅明显，未来可能面临一定的政策调整压力。

（2）公司房地产开发业务2015年拿地规模大幅增加，项目后续开发尚需一定的投资，融资压力较大。此外，公司持有的大规模一级开发和棚改项目后期投资需求依然较大，且项目投资回收周期较长，也加大了公司的融资压力。

（3）公司房地产开发项目剩余可售面积达118.28万平方米，另还有两个项目可售面积尚未确定，根据公司2015年26.39万平方米的签约销售面积来看，公司房地产销售存在一定的去化压力。

7．未来发展

公司将继续围绕“打造国内最具影响力的城镇运营商及历史文化名城保护发展运营商”这一目标，并明确“五指合拳”未来战略发展方向，重点发展土地一级开发、房地产二级开发、商业运营、物业运营、房地产金融五大业务模块的新发展战略。

公司紧扣西城区“区域发展转型”的窗口机遇期，抓住西城区推动供给侧结构性改革，完善

以服务经济为主导的“高精尖”经济结构，实现发展动力转化的战略机遇，充分借助集团城区项目、市场化房地产项目、商业运营、物业管理等业务板块协同发展的基础，在西城区推动生产性服务业向价值链高端延伸和生活性服务业向精细和高品质转变过程中找准新的业务增长点。其中，紧扣西城区棚户区改造、人口及功能疏解任务，以及完善“高精尖”经济结构的机遇，在服务科技创新型总部、金融改革开放衍生机构、引进具有国际影响力的金融智库和高端中介服务机构等方面实现存量空间的高质量利用，实现公司城区业务向中心城区高端物业资产平台转型。紧扣人口老龄化所凸显的“大健康（涵盖养老、医疗、康复等）”机遇，构建特色“地产+健康”的核心市场化业务模式，培育和衍生相关资产及服务运营平台。紧扣国家推进股票和债券发行体制改革，提高直接融资比重，降低杆杆率的政策形势，尽快建立公司投融资管理平台，统筹实现公司各业务板块和资本市场的对接以及跨越发展。

综上所述，公司正由单一的“房地产开发”，向“开发与运营并举”以及“产融互动”转型，实现集团五年发展战略中“城市运营商”的定位。在公司内部构建高端办公物业、区域商业物业、医疗及养老物业三类重资产持有平台，以及投融资管理、开发管理、专业运营（商业运营、医疗运营、养老运营、中心城区停车设施运营）、客户服务等四类轻资产运营平台。全面增强各平台的业务发展能力和投资实力，推进公司“五指合拳”发展战略，实现公司五年千亿的发展目标。

公司也在强化公司战略执行力和管控力，分事业部来看，城区项目事业部明确了“中心城区高端办公物业持有者”的定位，根据棚改项目推进的实际需要，为公司大力拓展城市核心区的棚改业务积累更多经验；不断总结和梳理形成一套可复制、可推广的棚改运作模式和经验，推动公司棚改项目进入批量操作、规模运营的新阶段。

地产运营事业部由“房地产开发商”的资本市场定位向“健康社区和健康生活服务提供商”转变，产品由提供房屋硬件向提供“房屋+健康社区生活”转变，土地储备由“机会导向型”向“策略导向型”转变，启动地产业务转型。落地“健康生活社区”，形成特色房地产产品，提供“高度人文关怀的健康生活模式”。以 2015 年所取得土地储备为开端，形成公司高端集中养老机构为外在支撑、社区中心为节点、社区医疗和社区健康服务为支持、适老化设计和社区商业设计为特色的“健康生活社区”房地产产品，抓住市场刚需，实现地产业务的稳步发展，提升产品溢价能力和业务核心竞争力。利用房山大学城项目建设大型养老院，形成面向高端刚需养老市场的健康和养老资产运营能力，为“地产+健康”的业务模式创造条件，在市场上形成具有公司产品特色的先发优势。要积极强化对经济运行和市场变化的跟踪分析，高度重视风险控制，在追求合理利润的同时充分兼顾降库存、降风险的需要；对于事业部下属的开盘项目，2015 年力求加速去化已完工产品，回笼现金流。

商业运营事业部正以提升商业运营能力为导向，以文创联合办公、养老、医疗、酒店为核心产品线，需积极学习行业领先企业的运营管理、成本管控与营销模式等经验，结合自身的资源水平与优势，尽快实现自身业态的清晰定位并制定配套发展规划。

另外，公司进一步加强公司资金平台的统筹力度，创新融资模式和途径，降低融资成本。公司也在建立资本运营平台，启动各业务板块与资本市场的对接，推动公司业务的快速发展。

总体上看，公司未来发展规划明确，随着公司在手项目进度的逐步推进及经营规模提升，公司整体盈利能力有望增强。

六、财务分析

公司2015年财务报表经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见

的审计结论。2015年公司纳入合并范围的子公司共43家，其中新增合并单位4家，包括1家二级子公司、1家三级子公司和2家四级子公司。由于该4家子公司均为新设立，对公司财务数据影响不大，且公司主营业务未发生变化，合并范围的变化对公司财务数据的可比性影响不大。此外，公司于2015年1月1日起将投资性房地产由成本计量模式转换为公允价值计量模式，并按规定对2015年财务报表年初数进行追溯调整，同时将上年度比较数据按照企业会计准则的列报要求进行调整，作为上年度比较信息列报。综上，以下财务分析的2014年数据均以2015年财务报表追溯调整后的年初数据为准，财务数据的可比性较强。

截至2015年底，公司合并资产总额401.86亿元，负债合计276.70亿元，所有者权益（含少数股东权益）125.16亿元，其中归属于母公司所有者权益为115.96亿元。2015年，公司实现合并营业收入30.05亿元，净利润（含少数股东损益）3.60亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为3.08亿元；经营活动产生的现金流量净额-61.32亿元，现金及现金等价物净增加额为19.38亿元。

1．资产质量

截至2015年底，公司资产总额401.86亿元，较年初增加42.92%，主要系公司流动资产增加所致。其中，流动资产占比91.54%，非流动资产占比8.46%，流动资产占比高。

截至2015年底，公司流动资产合计367.84亿元，较年初增加42.82%，主要系货币资金及存货增长较快所致。公司流动资产主要以货币资金（占比21.24%）、其他应收款（占比11.90%）和存货（占比66.01%）为主。

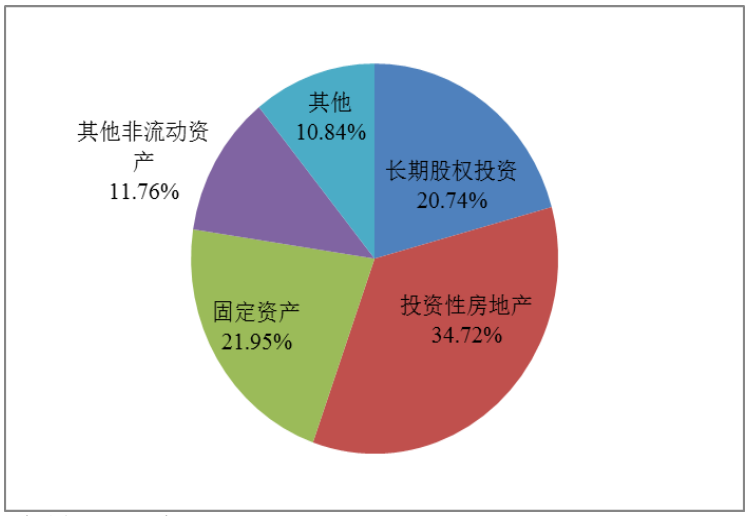
受股东增资及发行债券影响，截至2015年底，公司货币资金余额为78.14亿元，较年初增加32.88%。其中，银行存款占比99.95%，其他货币资金及现金占比较少。截至2015年底，公司及下属子公司使用受限制的现金和现金等价物为0.07亿元。

截至2015年底，公司其他应收款账面余额为43.76亿元，较年初减少2.77%，主要为西城区百万庄北里居民住房改善项目指挥办公室政府拆迁借款（14.90亿元）、北京悦恒置业有限公司预投资资本金（12.83亿元）、北京市土地整理储备中心土地保证金（5.80亿元）、北京谊建信置业有限公司股权收购款项（4.32亿元）和北京广安融达置业有限公司安置房垫付款（1.77亿元）。公司按账龄计提坏账准备的其他应收款占比较小（占比0.24%），坏账计提比例为6.08%。

截至2015年底，公司存货余额为242.83亿元，较年初增加62.39%，主要系公司房地产开发项目规模增加，开发成本、开发产品及土地储备规模增加所致。公司存货中金额较大的项目主要有丰盛 C 项目27.61亿元，西都 F1项目12.04亿元、A7A8项目21.9亿元，什刹海项目15.43亿元，乐活城高教园项目32.98亿元，旭天恒庞各庄项目25.85亿元，致远西红门项目23.65亿元，乐活城 E03（乐墅）项目11.89亿元等。截至2015年底，公司计提存货跌价准备39.89万元，主要系库存商品计提的跌价准备。

截至2015年底，公司非流动资产合计34.02亿元，较年初增加44.00%，主要系长期股权投资和其他非流动资产大幅增加所致。公司非流动资产主要以长期股权投资（占比20.74%）、投资性房地产（占比34.72%）和固定资产（占比21.95%）和其他非流动资产（占比11.76%）为主。

图2　截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司长期股权投资合计7.05亿元，较年初增加564.18%，主要系合营企业投资增加所致，主要被投资企业包括合营企业北京金天恒置业有限公司（5.94亿元，持股比例50%）和联营企业北京天恒正业投资管理有限责任公司（0.24亿元，持股比例45%）等。

截至2015年底，公司投资性房地产账面价值合计11.81亿元，较年初增加5.12%，主要为固定资产中的自用房地产或存货转入以及公允价值变动收益增加所致。公司的投资性物业涉及本部及下属7家单位，共计73项房产，总建筑面积约8.07万平方米，主要分布在西城区新街口大街、复兴门外大街、阜成门大街、西直门内/外大街，朝阳区望京等区域。公司投资性房地产自2015年1月1日起改为公允价值模式计量，采用租金收益法进行评估。

截至2015年底，公司固定资产余账面价值合计7.47亿元，较年初减少4.40%。固定资产成新率为71.91%，成新率尚可。

截至2015年底，公司其他非流动资产增加4.00亿元，为下属子公司北京天恒房地产股份有限公司委托银行贷款给北京金天恒置业有限公司的款项。

总体看，2015年公司资产规模增长较快，流动资产占比较大；公司货币资金充足，存货占比较大，主要以房地产二级开发、土地一级开发、保障房等开发项目为主，非流动资产以投资性房地产为主，长期股权投资和其他非流动资产增长较快；公司资产整体质量较高。

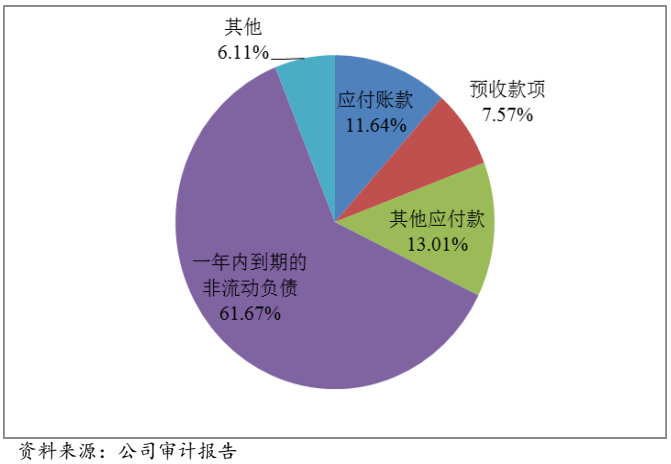
2．负债及所有者权益

负债

截至2015年底，公司负债合计276.70亿元，较年初增加44.24%，主要系公司长期借款和应付债券增加所致。公司负债中，流动负债与非流动负债分别占21.46%和78.54%，仍以非流动负债为主。

截至2015年底，公司流动负债合计59.38亿元，较年初增加13.83%，主要系预收款项及一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债以应付账款（占比11.64%）、预收款项（占比7.57%）、其他应付款（占比13.01%）和一年内到期的非流动负债（61.67%）为主。

图3　截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司应付账款账面余额6.91亿元，较年初增加36.14%，主要系应付工程款及预提尚未结算的工程款增加所致。从账龄来看，账龄在1年以内的应付账款为4.13亿元，占比59.68%；账龄1~2年（含）的应付账款为0.88亿元，占比12.72%；账龄在2~3年（含）的应收账款为0.05亿元，占比0.70%；账龄在3年以上的应收账款为1.86亿元，占比26.90%。

截至2015年底，公司预收款项4.49亿元，较年初增加73.85%，主要系公司乐活城项目、龙泽苑项目及龙泽府项目的房屋销售预收款增加所致。公司其他应付款账面余额7.73亿元，较年初减少8.38%，主要系公司和其他公司的往来款项减少所致。公司一年内到期的非流动负债账面余额为36.62亿元，较年初增加9.55%，主要系一年内到期的长期借款及一年内到期的长期应付款增加所致。

截至2015年底，公司非流动负债为217.32亿元，较年初增加55.60%，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要包括长期借款（占比61.55%）、应付债券（占27.45%）和专项应付款（占比9.85%）。其中，长期借款为133.76亿元，较年初增加46.84%，从长期借款的期限结构来看，2017年和2018年到期的金额分别为67.08亿元和38.80亿元，公司届时将存在一定的集中偿付压力。

截至2015年底，公司应付债券为59.66亿元，较年初增加297.75%，主要系公司2015年公开发行5年期公司债券15亿元和非公开发行3年期公司债券30亿元所致；专项应付款为21.41亿元，较年初基本持平。

截至2015年底，公司全部债务合计230.04亿元，较年初增加64.88%，其中，短期债务为36.62亿元，较年初增长9.55%；长期债务为193.42亿元，较年初增长82.31%。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68.85%、64.76%和60.71%，债务负担较年初有所提升，但仍属可控。

总体看，受发行债券和长期借款增长影响，公司负债规模大幅增加，长期债务占比进一步提高，整体债务负担仍属可控。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益合计125.16亿元，较年初增长40.10%，主要系股东大幅增资所致。其中归属于母公司所有者权益为115.96亿元；归属于母公司所有者权益中，股本占比83.40%，资本公积占比0.70%、盈余公积占比0.89%、未分配利润占比14.92%，股本占比较大，权益结构的稳定性较高。

总体看，公司所有者权益增长幅度较大，其中股本占比高，权益结构的稳定性较高。

3．盈利能力

2015年，公司实现营业收入30.05亿元，同比增长18.54%，主要系房屋结转收入规模增加所致。实现营业利润4.80亿元，同比增长31.60%；受营业外收入大幅减少影响，公司实现净利润3.60亿元，同比减少25.26%，其中，归属于母公司的净利润为3.08亿元，同比减少27.02%。

2015年，公司三项期间费用同比增长17.72%，费用收入比较上年降低0.10个百分点至14.14%。其中，销售费用为1.26亿元，同比减少6.79%，主要系公司商业板块下西西友谊公司的人员工资、物料节省及北平居地安门店停业改造所致；管理费用3.25亿元，同比增加21.64%，一方面是因为公司战略调整，增加事业部管理职能机构，人员增加使得职工薪酬增加所致；另一方面是因为公司借助第三方梳理集团战略架构及品牌、发债产生的费用等；财务费用为-0.26亿元。

2015年，公司公允价值变动收益和投资收益分别占营业利润的9.91%和23.16%。其中公允价值变动收益为0.48亿元，较上年增加28.07%，主要系投资性房地产公允价值变动所致；投资收益为1.11亿元，较上年增加24.92%，主要系公司持有至到期投资和理财投资取得的投资收益增加所致。公司持有至到期投资为子公司北京天恒正宇投资发展有限公司认购的《五矿信托－什刹海文化产业投资1号集合资金信托计划》信托产品取得的投资收益0.52亿元；理财投资是公司（本部及下属单位）利用闲置资金投资于各类保本型银行理财产品和信托计划而取得的投资收益0.38亿元。

盈利指标方面，公司2015年的总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为1.37%、1.55%和3.35%，分别较上年降低了1.32个百分点、1.21个百分点和2.83个百分点，主要系2015年下半年公司股东增资和债券发行导致资产规模大幅增加所致。

总体看，2015年公司收入规模有较大提升；费用控制能力有所提升；受股东增资和发行债券影响，公司盈利指标下降较大，整体盈利能力一般。

4．现金流

从经营活动来看，受公司签约销售规模增加的影响，2015年公司经营性现金流入为60.37亿元，同比增加48.38%，主要系收到其他与经营活动有关的现金大幅增加43.46%至29.82亿元所致，公司收到其他与经营活动有关的现金主要系公司收回的与关联公司北京金天恒置业有限公司的往来款17.22亿元、收到土地储备中心退回投标保证金8.75亿元、收到北京华融金晖置业有限公司等垫付房款2.40亿元以及收到的西城区教委专项款、西城区财政局拨款、百万庄指挥部往来款等1.10亿元；受支付的其他经营活动有关的现金流增加影响，公司经营性现金流出额为121.69亿元，同比增加31.79%。受此影响，公司经营性现金净流量为-61.32亿元，净流出规模继续扩大。同时，公司现金收入比由上年的78.51%提高到101.67%，主要系公司房地产开发结转收入及土地一级开发回款节点不一所致。

投资活动方面，2015年公司投资活动流入量较小，为1.11亿元，同比减少95.56%，主要系收回投资的现金大幅减少所致；流出量为10.12亿元，同比减少53.93%，使得公司投资活动产生的现金流量由净流入转为净流出，净流出金额为9.01亿元。

筹资活动方面，2015年公司筹资活动现金流入为221.71亿元，同比大幅增加97.90%，主要系吸收投资收到的资金和通过借款取得资金增加共同作用所致；筹资活动现金流出为132.00亿元，同比大幅增加131.84%，主要为偿还债务大幅增长所致，2015年公司筹资活动现金净额为89.71亿元。

总体看，2015年公司经营活动现金净流出规模继续扩大；投资活动由净流入转为净流出，收

入及支出规模有所减少；受吸收投资及取得借款影响，公司筹资活动流入现金大幅增加，筹资结构有所变化。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 6.19 倍和 2.11 倍，其中流动比率较上年增加 1.26 个百分点，速动比率较上年增加 0.03 个百分点，主要由于存货规模大幅增加所致。截至 2015 年底，公司现金短期债务比为 2.13 倍，较年初提升 0.37 倍，主要是 2015 年公司发行公司债导致货币资金大幅增加所致，公司现金对短期债务的覆盖程度高。整体上公司短期偿债指标均有所提高，短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，2015年，EBITDA 为5.75亿元，主要由利润总额构成，占比达到84.63%；2015年公司 EBITDA 较上年减少18.64%，主要系公司营业外收入大幅减少所致。2015年，公司EBITDA 对全部债务的保障程度为0.02倍，较上年有所下降。EBITDA 利息倍数由上年的2.57倍降至2.36倍，主要系公司债务负担加重所致，EBITDA 对利息支出的保障程度一般。同时，公司经营活动净现金流为负，对全部债务的保障能力不足。公司长期偿债能力有待提升。

截至2015年底，公司与主要贷款银行、信托签订的贷款合同金额为235.99亿元，其中未使用额度为72.88亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2015年底，公司合并范围内对外担保金额为14.00亿元，为对北京金天恒置业有限公司提供的信用担保。北京金天恒置业有限公司于2014年10月13日由金融街长安（北京）置业有限公司和北京天恒房地产股份有限公司共同出资设立，注册资本13亿元。截至2015年底，北京金天恒置业有限公司资产总额58.68亿元，负债总额45.81亿元，所有者权益12.87亿元，2015年未实现营业收入，净利润为-0.11亿元。北京金天恒置业有限公司净利润为负，主要是因为刚成立，尚未形成营业收入，后期随着其项目的开发销售，盈利能力将逐渐好转。因此，公司对外担保风险可控。

截至2015年底，公司共涉及2笔诉讼案件，其中1笔涉案金额212.01万元，主要系企业借贷纠纷，目前该案件已经立案且法院查封债务人332万元的应收工程款以保障公司利益；另1笔诉讼案件为确认合同无效纠纷，无涉案标的金额，预计法院可能驳回原告诉讼请求。

根据公司提供的中国人民银行出具的企业信用报告，截至2016年3月28日，公司在1家金融机构的贷款仍未结清，余额为3.80亿元，公司无不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司流动资产规模进一步提升，现金类资产比较充足，短期偿债能力强；公司总体债务规模较大，长期偿债能力有嗲提升，但随着公司房产销售规模的增长，其盈利水平有望提升，从而带动长期偿债能力的增强。

七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达78.14亿元，约为“15天恒债”本金合计（15亿元）的5.21倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达125.16亿元，约为债券本金合计（15亿元）的8.34倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15天恒债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为5.75亿元，约为债券本金合计（15亿元）的0.38倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入60.37亿元，约为债券本金合计（15

亿元）的4.02倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国有独资房地产企业，在股东支持、区域保障房建设、房地产开发等方面具有优势，联合评级认为，公司对“15 天恒债”的偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司受益于股东增资，北京地区房地产市场景气度持续上行，开复工面积显著增长，签约销售面积及销售金额大幅提升，预收款项规模大幅增长，可对公司未来盈利形成支撑。同时联合评级也关注到，公司仍面临一定的去化压力、未来投资规模较大、经营现金持续净流出及债务规模增长较快等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来伴随着公司在建项目的开发销售及国家对保障房建设的政策推动，公司经营状况将保持良好。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15天恒债”的债项信用等级为“AA”。

附件1　北京天恒置业集团有限公司
主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	281.17	401.86
所有者权益（亿元）	89.34	125.16
短期债务（亿元）	33.43	36.62
长期债务（亿元）	106.09	193.42
全部债务（亿元）	139.52	230.04
营业收入（亿元）	25.35	30.05
净利润（亿元）	4.81	3.60
EBITDA（亿元）	7.07	5.75
经营性净现金流（亿元）	-51.65	-61.32
应收账款周转次数(次)	14.08	14.33
存货周转次数（次）	0.13	0.11
总资产周转次数（次）	0.11	0.09
现金收入比率（%）	78.51	101.67
总资本收益率（%）	2.69	1.37
总资产报酬率（%）	2.76	1.55
净资产收益率（%）	6.18	3.35
营业利润率（%）	23.66	24.86
费用收入比（%）	14.24	14.14
资产负债率（%）	68.23	68.85
全部债务资本化比率（%）	60.96	64.76
长期债务资本化比率（%）	54.29	60.71
EBITDA 利息倍数（倍）	2.57	2.36
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.02
流动比率（倍）	4.94	6.19
速动比率（倍）	2.07	2.11
现金短期债务比（倍）	1.76	2.13
经营现金流动负债比率（%）	-99.00	-103.26
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.47	0.38

注：EBITDA/待偿本金合计= EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（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%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。