跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]533 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北京天恒置业集团有限公司主体长期信用状况和公开发行的“15 天恒债”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

评级总监：

二零一七年 五月三十一日

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 2017 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
债项信用等级

债券简称	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 天恒债	15 亿元	AA	AA	2016 年 5 月 27 日

跟踪评级时间：2017 年 5 月 31 日

主要财务数据：

项　目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	401.87	592.32
所有者权益（亿元）	125.18	134.69
长期债务（亿元）	193.42	329.21
全部债务（亿元）	230.04	368.82
营业收入（亿元）	30.05	66.65
净利润（亿元）	3.59	2.46
EBITDA（亿元）	5.74	5.09
经营性净现金流（亿元）	-61.32	-57.60
营业利润率（%）	24.86	12.14
净资产收益率（%）	3.35	1.89
资产负债率（%）	68.85	77.26
全部债务资本化比率（%）	64.76	73.25
流动比率（倍）	6.18	5.30
EBITDA 全部债务比（倍）	0.02	0.01
EBITDA 利息倍数（倍）	2.36	2.98
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.38	0.34

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、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；3、公司资本化利息统计口径为结转存货成本时产生的资本化利息，因此 EBITDA 利息倍数有所高估；4、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

北京天恒置业集团有限公司（以下简称“公司”或“天恒置业”）作为北京市西城区国有资产监督管理委员会子公司，2016年，受益于北京地区房地产市场景气度上行，房地产项目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，对公司未来收入水平形成支撑；同时，公司一级土地开发业务结转收入规模大。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司土地储备不足、棚户区改造与土地一级开发业务投资周期较长且利润率低、营运资金占用明显、未来资金支出压力较大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，公司经营状况有望保持良好。

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

优势

1. 公司作为北京市西城区国有资产监督管理委员会子公司，在资本金等方面得到一定的支持。

2. 2016 年，北京地区房地产市场景气度高，公司销售状况良好，签约销售面积与金额均有所提升。同时公司新开工与在建规模大幅提升，为以后销售收入与利润实现提供一定的支撑。

3. 2016 年，公司一级土地开发收入确认使得收入大幅增长，未来棚户区改造业务也将有效补充公司收入来源，增强公司竞争力。

4. 公司营业收入有较大幅度的增长，货

币资金充足，短期偿债能力较强。

关注

1．2016 年下半年以来，多个城市密集出台多项调控政策，从限购、限贷和限价三个方面分别进行调控；公司房地产业务仍然面临较大的政策风险。

2．公司房地产开发业务土地储备不足，同时在建/拟建项目投资需求较大，面临一定的资金压力。

3. 公司棚户区改造业务与土地一级开发业务投资周期较长，利润率低，预计公司盈利能力将有所下降。

4．公司营运资金占用明显，盈利指标下降明显，债务规模大幅增加，长期偿债能力有待提升。

分析师

冯　磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

李　聪

电话：010-85172818

邮箱：lic@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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

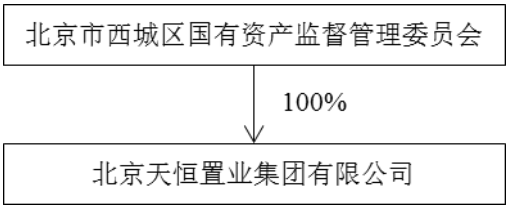
一、主体概况

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。

经历次增资后，2016年2月26日，根据《北京市西城区人民政府国有资产监督管理委员会关于批复2016年度国有资本经营预算项目及国有资本经营预算收入的通知》（西国资办发[2016]9号）文件，公司增加注册资本1,050万元；2016年5月24日，根据北京市西城区财政局《关于追加光源里棚户区改造项目资本金的通知》（西财经二指[2016]153 号），公司增加注册资本 19,700万元。2016年，公司实收资本共增加20,750万元，截至2016年底，新增注册资本1,050万元尚未完成工商变更登记。

截至2016年底，公司实收资本98.79亿元，注册资本98.68亿元，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，仍是公司的唯一股东和实际控制人（见下图）。

图1　截至2016年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2016年底，公司经营范围与组织结构未发生重大变化，拥有职工1,804人。

截至2016年底，公司合并资产总额592.32亿元，负债合计457.62亿元，所有者权益（含少数股东权益）134.69亿元，其中归属于母公司所有者权益为119.91亿元。2016年，公司实现营业收入66.65亿元，净利润（含少数股东损益）2.46亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为2.17亿元；经营活动产生的现金流量净额-57.60亿元，现金及现金等价物净增加额为30.82亿元。

公司注册地址：北京市西城区阜外大街31号；2016年10月，公司变更法定代表人为刘海涛。

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，发行票面利率为4.12%，债券期限为5年，起息日为2015年7月22日。本次债券已于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，已全部使用；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，已全部使用；募集资金用途与募集说明书承诺的用途一致。截至2017年4月26日，本次债券募集资金专项账户余额6.82万元。

2016年7月22日，公司完成本次债券2015年7月22日至2016年7月21日期间的利息支付。

三、行业分析

1．房地产行业

（1）行业概况

2015 年，全国房地产开发投资 95,978.85 亿元，同比增长 1.00%，增速较上年下滑 9.50 个百分点，为近五年来的最低点。2016 年以来，房地产市场有所回暖，全国房地产开发投资 102,581 亿元，比上年名义增长 6.9%（扣除价格因素实际增长 7.5%）。其中，住宅投资 68,704 亿元，同比增长 6.4%，增速提高 0.4 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 67.0%；办公楼投资 6,533 亿元，同比增长 5.2%；商业营业用房投资 15,838 亿元，同比增长 8.4%。作为房地产市场景气度的前导指标，2016 年房地产开发投资增速的再度上扬预示房地产开发商对未来房地产市场保持乐观态度。

2016 年，房地产开发企业房屋施工面积 758,975 万平方米，同比增长 3.2%；其中，住宅施工面积 521,310 万平方米，同比增长 1.9%；办公楼房屋施工面积 35,029 万平方米，同比增长 6.0%；商业营业用房房屋施工面积 104,572 万平方米，同比增长 4.5%。

2016 年，房屋新开工面积 166,928 万平方米，同比增长 8.1%，增速提高 0.5 个百分点；其中，住宅新开工面积 115,911 万平方米，同比增长 8.7%；办公楼新开工面积 6,415 万平方米，同比下降 2.3%；商业营业用房新开工面积 22,317 万平方米，同比下降 1.0%。

2016 年，房屋竣工面积 106,128 万平方米，同比增长 6.1%，增速回落 0.3 个百分点；其中，住宅竣工面积 77,185 万平方米，同比增长 4.6%；办公楼竣工面积 3,629 万平方米，同比增长 6.1%；商业营业用房竣工面积 77,185 万平方米，同比增长 4.1%。

需要注意的是，受市场需求及全国去库存政策影响，2015 年开始，一线和三线城市投资同比增速出现明显背离，表明房地产开发商对市场分化存在共识，投资更倾向于一线经济发达城市，但 2016 年开始，一二三线城市投资增速开始趋同，一线城市投资增速放缓，二线城市自年初开始投资增幅增长，三线城市投资受去库存及市场预期影响增长有所滞后。受一线城市土地供应限制及限购政策从严等因素限制，未来可能再度出现一线走低、三线走高的背离局面。

总体看，2016 年房地产行业整体有所回暖，投资和开发面积等重要指标同比均有所提升，但市场有所分化，可能出现房地产开发投资一线城市走低、三线走高局面。

（2）行业供需

土地供应方面，受到 2015 年“去库存”政策的影响，2016 年房地产开发企业土地购置面积 22,025 万平方米，同比下降 3.4%；土地成交价款 9,129 亿元，同比增长 19.8%，增速回落 1.6 个百分点。土地成交宗数共为 64,502 宗，同比下降 10.71%；土地成交面积为 188,102.22 万平方米，同比下降 6.08%；土地成交价款共 34,637.32 亿元，同比增长 22.45%。2016 年，随着房地产市场不断升温，房价不断升高，同时部分城市土地供应收缩，导致“地王”频现，2016 年 9 月，100 大中城市成交土地溢价率为 80.10%，达到峰值，此后受房地产政策方向调整影响，成交土地溢价率有所下降，截至 2016 年底，成交土地溢价率为 27.38%。

开发资金来源情况，2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214 亿元，比上年增长 15.2%；其中，国内贷款 21,512 亿元，增长 6.4%；利用外资 140 亿元，下降 52.6%；自筹资金 49,133 亿元，增长 0.2%；其他资金 73,428 亿元，增长 31.9%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

销售方面，2016 年随着房地产市场不断升温，商品房销售面积 157,349 万平方米，同比增长

22.5%，达历史高点。其中，住宅销售面积同比增长 22.4%，办公楼销售面积同比增长 31.4%，商业营业用房销售面积同比增长 16.8%。商品房销售额 117,627 亿元，同比增长 34.8%，增速回落 2.7 个百分点。其中，住宅销售额同比增长 36.1%，办公楼销售额同比增长 45.8%，商业营业用房销售额同比增长 19.5%。全国房地产市场价格持续增长，2016 年 12 月，百城住宅价格指数同比增长 18.71%。我国房价刚性较强，2010 年至今一直处于波动上升的态势，2016 年 12 月，百城住宅平均价格 13,035 元/平方米，已达到历史高点。

去化方面，截至 2016 年底，全国商品房待售面积 69,539 万平方米，比上年末下降 3.2%，但较 11 月底增加 444 万平方米，连续 9 个月库存下降的态势被打破。其中，住宅待售面积减少 200 万平方米，办公楼待售面积增加 195 万平方米，商业营业用房待售面积增加 234 万平方米。而待售面积仅仅是指已经竣工的建筑面积，还有大量已经开工尚未竣工的面积。

总体看，受“去库存”政策影响，2016 年房地产开发企业购置面积和土地成交面积较上年有所下降，2016 年上半年成交土地溢价率总体快速上涨，下半年有所回落；资金来源中，定金及预收款与个人按揭贷款占比上升。商品房销售面积较 2015 年有所回升，住宅销售均价已达到历史高点；待售面积同比略有下降，去化压力有所缓解。

（3）行业竞争

房地产行业整体呈现业绩持续增长、企业分化加剧、行业集中度不断提高的发展态势。从集中度看，2016 年房地产行业前 20 名销售额与销售面积占比持续提高，二、三季度二线重点城市销售情况良好，四季度随着各个房地产调控政策出台，市场开始趋于理性，销售减缓。2016 年，房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 18.72%和 25.23%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 9.70%和 16.21%。

表1　2015~2016年前10名与前20名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2015 年	2016 年
前 10 大企业销售额占比	16.87	18.72
前 20 大企业销售额占比	22.82	25.23
前 10 大企业销售面积占比	11.31	9.70
前 20 大企业销售面积占比	14.62	16.21

资料来源：CRIC，中国房地产测评中心。

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，千亿房企阵营 12 家，2,000 亿房企增至 5 家，2016 年恒大以 3,731.5 亿元的销售额超越万科成为行业第一。

表2　2017年中国房地产开发公司测评前10强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	恒大集团	6	中国海外发展有限公司
2	万科企业股份有限公司	7	大连万达商业地产股份有限公司
3	碧桂园控股有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	绿地控股集团有限公司	9	华夏幸福基业股份有限公司
5	保利房地产（集团）股份有限公司	10	龙湖地产有限公司 广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

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。

（4）行业政策

2016 年 2 月，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；6 月，国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，明确指出要支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房。这项政策不仅可以增强土地政策的适用性和灵活性，还可实现对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。

2016 年下半年，随着房地产市场持续快速升温，新一轮限购政策出台，限制投资、投机性购房，随后年末中央经济工作会议上，政府明确提出“房子是用来住的，不是用来炒的”，进一步对未来房地产市场发展方向提出明确定位。在此背景下，2016 年 9~10 月初，各地政府密集出台多项房地产调控政策，包括北上广深等一线城市，也包括南京、合肥等热点城市以及无锡、佛山等三线城市。房地产市场呈现明显分化特征，因此本轮调控也因城施政，目前政策的出台均系抑制热点城市的房地产投资投机性增长，具体到不同城市，则显现出明显的思路分化。同时，此轮限购政策在土地供应方面也提出要求，对于出现库存短缺的一线城市及部分供应收缩的热点二线城市，加大土地供应，以缓解自 2016 年开始该类城市的土地持续收缩，解决短期供应减少带来的房价急剧增长。

2016 年 9 月，政府出台严控房地产企业发债的审批政策，收缩融资渠道，控制投资节奏和开发商借款比率；10 月 21 日，银监会召开三季度经济金融形势分析会，提出要严控房地产金融业务风险，包括严禁违规发放或挪用信贷资金进入房地产领域，严禁银行理财资金违规进入房地产领域等，上述政策都旨在防范房地产高杠杆蔓延为整体市场金融风险。

2016 年 12 月，中央经济工作会议进一步强调，要促进房地产市场平稳健康发展，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，既要抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落，对未来房地产市场发展方向提出了明确的要求。

2017 年 3 月，房地产热点城市调控升级，限购限贷城市不断增加。本轮调控以限购、限贷为主要手段，热点城市在抑制投资需求的基础上突出“补库存”；强三四线城市限购政策以预防性动机为主；其余三四线城市受益于差异化信贷政策倾斜继续坚持去库存。

表 3　2016 年以来房地产行业新出台主要政策

出台政策时间	政策类别	政策内容	影响判断
2016 年 2 月	指导性政策	国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见中提出，加快落实户籍制度改革政策；并鼓励引导农民在中小城市就近购房	持续刺激需求
2016 年 2 月	信贷政策	不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点	刺激需求，加大地方调整自主权，分化调控
2016 年 2 月	税收政策	从 2016 年 2 月 22 日起，对个人购买家庭首套房和改善性住房的，按不同税率减征契税（不适用于北、上、广、深四城市）	持续刺激需求
2016 年 6 月	指导性政策	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》	持续刺激需求
2016 年 9 月	限购政策、信贷政策	2016 年 9 月 30 日至 2016 年底中旬，已有 20 余个城市出台相关房地产限购限贷政策	抑制投资投资购房需求，调整房地产快速增长预期

2016 年 12 月	指导性政策	中央经济工作会议强调，要促进房地产市场平稳健康发展，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位	保障刚性需求，抑制投资性购房
2017 年 2 月	指导性政策	到 2018 年年底，在相关地区建立符合城乡统一建设用地市场要求，产权明晰、市场定价、信息集聚、交易安全的土地二级市场，市场规则基本完善，土地资源配置效率显著提高，形成一批可复制、可推广的改革成果，为构建城乡统一的建设用地市场、形成竞争有序的土地市场体系、修改完善相关法律法规提供支撑。	规范市场规则，完善相关体系
2017 年 3 月	限购政策、信贷政策	北京、广州、郑州、南京、杭州、福州、长沙、石家庄等一线及二三线热点城市新一轮限购、限贷措施出台。	抑制投资购房需求，调整房地产快速增长预期

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，目前我国房地产行业因城施策去库存，加强房地产市场分类调控坚持住房的居住属性，限贷限购政策重在减缓一二线城市房价上涨幅度，打压投资投机性行为，是对全面去库存政策的局部纠偏。

（5）行业关注

发债规模激增，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。由于近年来政府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；2016 年，房地产行业总体发债规模为 9,663.05 亿元，较 2015 年增长 46.38%，房企融资环境明显改善，百亿房企公司债发行量持续提升，但 2016 年下半年融资渠道大幅收紧。

房地产调控政策再度趋严

进入 2016 年，我国房地产调控政策再度趋严，全国 20 余个城市陆续出台从限购、限价和限贷三个方面对房地产行业进行调控。不排除此轮调控会有后续政策继续出台的可能性，房地产行业再度面临进入行业紧缩期的可能。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存情况并不乐观。

房企利润率普遍下滑

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，地价占比逐渐攀升。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。

（6）未来发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

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

2016 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。

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。

总体看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，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。

（7）北京市房地产市场概况

公司立足北京地区，北京市房地产市场情况对公司业务发展具有重要影响。

近年来，我国房地产市场整体进入调整周期，但不同城市出现分化。虽然部分三四线城市由于核心城市外溢效应，景气度稍有回升，但库存仍然高企；而以北京为代表的一二线城市由于集中了优质服务资源而持续吸引外来人口进入，其房地产市场需求保持稳定增长。

土地市场

土地供应方面，2016 年，北京土地市场共有 44 宗（3 宗棚户区）土地实现出让，相比上年减少 65 宗，全市公开招拍挂规划建筑面积为 747.8 万平米，是近十年以来的最低点。住宅土地供应方面，2016 年，北京土地出让合计 219 万平米，其中包括多宗持有出租地块、公租房等地块，可售的纯商品房住宅面积 38.9 万平米，自住型商品房 32.1 万平米。

土地成交方面，2016 年，北京各类型土地总成交仅 43 宗，环比 2015 年大幅下降 60.9%，为自 2008 年以来的新低。2016 年，北京土地出让金 852.51 亿，同比降幅达 57%，创下 2012 年以来的最低纪录。2016 年，北京成交宅地的平均楼面价为 23,886 元/平米，环比 2015 年上涨 43.3%，历史上首次突破 2 万元/平米，创北京土地市场新高。

供需情况

根据北京市统计局的数据，2016 年，北京市完成房地产开发投资 4,045.4 亿元，同比下降 4.3%。其中，住宅投资完成 1,950.9 亿元，同比下降 0.6%；写字楼投资完成 699.1 亿元，同比下降 22.9%；商业、非公益用房及其他投资完成 1,395.5 亿元，同比增长 2.8%。

2016 年，北京市商品房新开工面积为 2,813.7 万平方米，同比增长 0.8%。其中，住宅新开工面积为 1,209.3 万平方米，同比增长 0.8%；写字楼为 464.4 万平方米，同比下降 23.0%；商业、非公益用房及其他为 1,140 万平方米，同比增长 15.4%。

2016 年，北京市商品房竣工面积为 2,383.1 万平方米，同比下降 9.4%。其中，住宅竣工面积为 1,275.2 万平方米，同比下降 7.5%；写字楼为 343.7 万平方米，同比下降 10.8%；商业、非公益用房及其他为 764.2 万平方米，同比下降 11.9%。

2016 年，北京市商品房销售面积为 1,675.1 万平方米，同比增长 7.7%。其中，住宅销售面积为 993.5 万平方米，同比下降 11.9%；写字楼为 415.4 万平方米，同比增长 70.9%；商业、非公益用房及其他为 266.2 万平方米，同比增长 44.4%。2016 年，北京新建住宅不断上涨；截至 2016 年底，新建住宅价格同比增长 25.99%。

区域房地产政策

2016 年 9 月，北京市住房城乡建设委、市规划和国土资源管理委员会、市工商局、市金融局、人民银行营业管理部、北京银监局制定《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的若干措施》，文件对住房信贷政策、交易方式、房地产开发企业及其销售行为等内容进行了规范。

2017 年 3 月，北京市住建、规土等部门联合出台《关于进一步加强商业、办公类项目管理的公告》，明令禁止将商业办公类项目擅自改变为居住等用途，禁止违规代理商办类房屋销售或者虚假宣传商办类房屋居住用途。

总体看，2016 年，北京市土地市场供应与成交大幅下降，导致新房市场开发建设规模萎缩。同时北京市出台较为严厉的限购限贷政策，促进房地产市场过快发展。但由于北京集中全国的优质服务资源，北京房地产交易市场景气度仍高，但预计增速有所减缓。

2．土地一级开发行业

（1）行业概况

一级土地开发市场具有明显的区域性，与当地房地产市场的发展情况、区域政策、区域经济和财政实力等因素高度相关，从事全国性一级土地开发的企业较少，主要还是以地方性业务为主，且有较为明确的区域划分。另外资金瓶颈也是制约一级土地开发的关键，近年来由于拆迁成本的不断提高、以及资金长期占用（受行政审批和拆迁等不确定因素影响，导致项目实际执行时间超出预期），均会给一级土地开发企业带来资金压力，因此资本实力雄厚、融资渠道相对较宽的上市企业具有一定的竞争优势。随着宏观调控的延续，二级房地产开发市场的激烈竞争，使得不少大型房地产企业转而进军一级土地开发市场，如万科、龙湖、恒大等房地产开发企业。土地一级开发市场的竞争也在加剧，但区域性差异较大。

总体看，土地一级开发对资金需求量较大，受区域政策影响较为显著，资金渠道通畅且深耕区域的企业有一定优势。

（2）行业风险

开发投入超出专业机构评估确定的基准地价

拆迁成本可能超过专业机构评估确定的基准地价，而超出部分的“熟地”不能入市交易。如果政府不同意分享一级开发的增值收益，则开发上面临亏损风险。而《物权法》第四十二条进一步保障被征收人的合法权益，对土地补偿费、安置补助费等费用的详细规定，进一步加大了拆迁成本。

土地一级开发占用大量资金，房地产市场持续低迷将影响土地一级开发资金的回笼

土地一级开发在征地、拆迁过程中会占用大量资金，其资金回笼与土地出让进度密切相关。三四线城市房地产市场不景气，导致地产企业拿地意愿下降，进而影响土地一级开发业务的资金回笼。

政府政策的风险

在土地一级开发过程中，地方政府的强势地位是绝对的。虽然开发企业可以通过多种法律文件进行约束，从而与政府方面的利益紧密捆绑，但仍不能消除地方政府违约发生的风险。

与土地二级市场的“招拍挂”及房地产开发相比，土地一级开发的政策不全面，操作性不强。在地方政府层面，其政策风险因素主要为省、市根据地方情况而改变有关土地利用政策。

3．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。

根据《北京市2017年棚户区改造和环境整治任务》（京政办发[2017]19号）的通知，2017年北京市将完成3.6万户棚改，其中，中心城区共3万户，128个项目；郊区共6,000户，43个项目。中心城区的西城区2016年棚户区改造任务为5,000户，28个项目。

2016年，北京市保障性安居工程用地落实计划指标为350公顷。截至2016年11月份，全年累计完成保障性安居工程用地落实366公顷，完成计划指标的105%，其中各类房型用地落实任务均已完成，提前实现2016年度保障性安居工程用地落实任务落地。2017年，北京市土地供应计划中仍将坚持惠民生原则，合理安排保障性安居工程用地，确保保障性安居工程用地应保尽保，保障市民基本住房需求。此外，还将加大自住型商品房供应力度，让住房回归居住属性。

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

2016年10月，经西城区国资委决定并根据公司章程的相关规定，刘洪文不再担任公司董事长、法定代表人职务，刘海涛担任公司董事长、法定代表人。公司其他董事、监事及高管人员构成未发生变化。目前公司高管及核心管理人员稳定，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

2016年，公司仍主要从事房地产开发及保障性住房建设等业务，公司主营业务未发生变化。2016年，公司实现主营业务收入63.62亿元，同比增长149.20%，主要系公司土地一级开发业务收入确认所致。2016年，公司在北京地区收入占总收入88.75%，仍旧以北京地区为主。

表4　2015~2016年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015年			2016年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地一级开发收入	--	--	--	42.29	66.47	1.46
房屋销售收入	21.08	82.58	26.87	16.94	26.62	29.85
销售商品收入	3.63	14.21	25.71	3.64	5.71	26.83
物业管理收入	0.21	0.81	11.69	0.20	0.31	7.32
餐饮收入	0.46	1.80	53.38	0.39	0.61	54.83
客房收入	0.14	0.56	99.85	0.16	0.25	99.88
会展收入	0.01	0.04	38.70	0.01	0.02	38.63
合计	**25.53**	**100.00**	**27.47**	**63.62**	**100.00**	**11.07**

资料来源：公司审计报告

从业务构成看，2016年，随着土地一级开发项目的完工确认，公司土地一级开发业务收入为42.29亿元，占公司主营业务收入比重为66.47%。同期，公司房屋销售收入16.94亿元，较上年降低18.98%，主要受公司房地产结转节奏的影响；公司房屋销售收入占公司主营业务收入比重为26.62%，较上年下降55.26个百分点，主要系一级开发收入确认所致。2016年，公司销售商品收入3.64亿元，较上年变动不大，占比由14.21%下降为5.71%。公司物业管理、餐饮、客房、展会等其他收入规模较小，对公司收入与利润影响不大。

从毛利率上看，2016年，公司土地一级开发业务毛利率为1.46%，处于较低水平。2016年，公

司房屋销售业务毛利率为29.85%，较上年稍有上升。2016年，公司销售商品业务毛利率为26.83%，较上年变动不大。公司其他业务收入规模较小，毛利率变动对综合毛利率影响不大。受毛利率较低的土地一级开发业务收入确认影响，公司综合毛利率同比下降16.40个百分点至11.07%。

总体看，2016 年公司收入仍旧以北京地区为主，土地一级开发收入的确认，使得公司营业收入增长迅速；而毛利率受其影响，较上年下降明显。

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。

土地储备方面，2016 年，公司未增加土地储备；截至 2016 年底，公司无尚未开发的土地储备。

房地产开发方面，受益于北京房地产市场的快速回暖，公司开复工面积与竣工面积大幅增长，分别为 152.62 万平方米与 25.44 万平方米，同比分别增长 95.67%与 280.27%；截至 2016 年底，公司在建面积为 198.49 万平方米。

表 5　2015~2016 年公司房地产开发业务经营情况

项目	2015 年	2016 年
房屋开复工面积（万平方米）	78.00	152.62
房屋竣工面积（万平方米）	6.69	25.44
期末在建面积（万平方米）	71.31	198.49

资料来源：公司提供

公司正在开发的项目主要包括天恒•柒号院、大学城项目/水岸一号等5个项目，除天恒•龙泽府项目外，其余项目均分布在北京地区。公司正在开发项目中在建/拟建（取得开工证）项目预计总投资达218.62亿元，截至2016年底，公司已完成投资134.87亿元，尚需投资83.75亿元，考虑棚户区改造业务以及土地一级开发的投资规模较大，公司未来资金压力较大。

表6　截至2016年末公司在建/拟建房地产开发项目情况（单位：%、亿元）

序号	地点	项目名称	类型	权益比例	总投资	已投资	未来投资	开工时间	可售面积	已售面积
1	北京	天恒 柒号院	商业	51	54.24	29.69	24.55	2016/3	26.58	14.40
2		大学城项目/水岸一号	住宅	100	50.60	37.36	13.24	2016/9	17.59	5.19
3		锐创中心（世界集）	商业	100	40.61	29.46	11.15	2015/7	12.33	5.94
4		周口店项目	住宅	100	16.71	8.04	8.67	2016/6	15.75	0.66
5		阎村新项目	住宅、商业体育	99	51.81	29.03[1]	22.78	2017/2	19.13	0.00
6	山东	天恒龙泽府	住宅	35.33	4.65	1.29	3.36	2016/4	8.39	0.57
合计					**218.62**	**134.87**	**83.75**	--	**99.77**	**26.76**

资料来源：公司提供

房地产销售方面，2016年，受房地产市场回暖影响，公司房地产签约销售面积42.12万平方米，

[1] 拟建项目前期投入主要为支付的土地款和人工管理费用等成本。

较上年增长59.61%；实际签约销售金额95.01亿元，较上年增长149.56%。2016年，公司房地产签约销售均价为22,558.10元/平方米，较上年大幅增长56.36%，主要系行业回暖以及北京房价持续上升所致。从可售面积来看，公司可售面积99.77万平方米，已售面积26.76万平方米，待售面积73.01万平方米，可满足未来公司近2年的销售需求。

表 7　2015~2016 年公司房地产开发业务经营情况

项　目	2015 年	2016 年
签约销售面积（万平方米）	26.39	42.12
实际销售签约额（万元）	380,731	950,147
签约销售均价（元/平方米）	14,427.09	22,558.10

资料来源：公司提供

根据公司销售预测（含预计新增土地储备），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 8　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	2017 年	2018 年	2019 年
预计签约销售面积	40.34	50.82	38.78
预计签约销售金额	125.17	203.89	175.97
预计销售回款金额	116.02	240.98	162.69

资料来源：公司提供

总体来看，公司房地产业务布局仍集中在北京，截至2016年底，公司无土地储备；受益于北京地区良好的房地产发展态势，公司新开工与在建规模大幅提升；公司在建/拟建项目规模较大，投资需求大，面临一定的资金压力；公司预测未来三年的销售回款将持续增加，可缓解公司的实际投资压力。

3．土地一级开发业务

公司土地一级开发业务主要划归公司的城区项目事业部，经营主体仍主要为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秋海旭荣房地产开发有限公司等。截至2016年底，公司无土地一级开发储备项目。

2015年，公司在建土地一级开发项目处于项目前期，尚未达到竣工结算、确认主营业务收入的条件。2016年，公司土地一级开发业务完工项目主要为盛西区C区及配套市政项目和桃园F1项目，土地整理面积达到91.90万平方米，平均开发成本为11,233.53万元/亩，土地开发总成本40.64亿元，土地开发实现总收入43.20亿元。

表 9　公司土地一级开发业务经营情况

指标	2015 年	2016 年
土地整理面积（万平方米）	0.00	91.90
平均开发成本（万元/亩）	0.00	11,233.53
土地开发总成本（万元）	0.00	406,408.76
土地出让面积（亩）	0.00	91.90
平均开发收入（万元/亩）	0.00	11,915.80
土地开发总收入（万元）	0.00	431,952.97

资料来源：公司提供

从主要在开发项目情况来看，公司在开发和拟开发项目包括桃园 A7、A8、E5、E6 项目、新街口北大街市政道路拆迁项目、西直门内大街市政道路拆迁项目和昌平南口农场项目，预计总投资 70.69 亿元。截至 2016 年底，公司上述项目已完成投资 59.48 亿元，尚需投资 11.20 亿元，资金支出压力一般。

表 10　截至 2016 年底公司主要在开发项目（单位：亿元）

序号	项目名称	权益比例	总投资	已投资	未来投资
1	桃园 A7、A8 项目	100%	41.00	36.32	4.68
2	桃园 E5、E6 项目	100%	2.00	1.17	0.83
3	新街口北大街市政道路拆迁项目	100%	13.60	11.34	2.26
4	西直门内大街市政道路拆迁项目	100%	10.60	7.75	2.85
5	昌平南口农场项目	100%	3.49	2.90	0.58
合计		**--**	**70.69**	**59.48**	**11.21**

资料来源：公司提供

总体看，2016年公司土地一级开发业务结转收入规模较大，但此业务收益率较低；公司未来此板块资金压力一般。

4．保障性住房建设

公司保障房建设业务仍划归公司的城区项目事业部，经营主体为北京天恒康都房地产开发有限公司。

截至2016年底，公司暂无保障房建设储备项目。

2016年，公司保障房建设业务的主要开发和销售项目为房山长阳项目。2015年，房山长阳项目已竣工并基本销售完毕；2016年，公司房山长阳项目的销售签约面积1.21万平方米，实际销售签约金额6,933万元，较上年大幅下降，主要系2015年项目进入签约销售阶段，销售额较大所致；截至2016年底，该项目保障房待配置存量约为200套。

总体看，公司保障性住房建设处于结尾阶段，且无储备项目，未来保障性住房建设收入将有所下降。

5．棚户区改造业务

棚户区改造业务运营主体仍为北京天恒正宇投资发展有限公司、北京天恒房地产股份有限公司等公司，截至2016年底，公司在建棚户区改造项目仍为北中轴线核心保护区·什刹海地区旧城保护示范项目、百万庄北里居民住房改善项目和光源里棚户区改造项目，预计总投资为252.70亿元，尚需投资116.97亿元，未来资金压力较大。

此外，公司拟进行棚户区改造项目包含“丰盛危改小区东区土地一级开发项目（B-G区）”和“怀柔区刘各长村棚户区改造土地开发项目”。两个项目均位于北京，属于传统型棚户区改造项目，预计总投资为50.34亿元，尚需投资43.99亿元[2]，未来投资压力较大。

总体看，公司棚户区改造业务未来投资规模较大，资金压力较大，盈利空间较小，但可对公司收入形成一定的补充。

6．其他业务

[2] 政府已出资 6.35 亿元。

公司其他业务包括百货零售、物业管理与服务业务。2016年，公司销售商品收入3.64亿元，与上年基本持平；物业管理收入为0.20亿元，与上年基本持平；餐饮收入较上年下降15.28%至0.39亿元，主要系餐饮行业竞争激烈所致；客房及展会业务分别实现收入1.16亿元与0.01亿元，较上年变动不大。

总体看，2016年，除餐饮业务外，公司其他业务整体水平较上年变化不大。

7．经营关注

（1）行业政策显著影响房地产市场的走势，2016年北京市住宅价格涨幅明显；2016年下半年以来，北京市出台多项调控政策，公司可能面临一定的政策调整压力。

（2）公司房地产二级开发业务土地储备不足，可能给公司未来房地产开发业务带来不利影响。

（3）公司房地产项目后续开发尚需一定的投资，同时公司持有的大规模棚改项目，后期投资需求依然较大，且项目投资回收周期较长，加大了公司的资金压力。

8．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。

公司同时强化战略执行力和管控力，分事业部来看，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。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。

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的提升，公司整体盈利能力有望增强。

六、财务分析

公司2016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。2016年公司纳入合并范围的子公司共46家，其中新增合并单位4家，不再纳入合并单位1家。由于新纳入4家子公司均为新设立，不再纳入合并范围的1家企业规模较小，因此，合并范围的变化对公司财务数据影响不大，且公司主营业务未发生变化，公司财务数据的可比性较强。

截至2016年底，公司合并资产总额592.32亿元，负债合计457.62亿元，所有者权益（含少数股东权益）134.69亿元，其中归属于母公司所有者权益为119.91亿元。2016年，公司实现营业收入66.65亿元，净利润（含少数股东损益）2.46亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为2.17亿元；经营活动产生的现金流量净额-57.60亿元，现金及现金等价物净增加额为30.82亿元。

1．资产质量

截至2016年底，公司资产总额592.32亿元，较年初大幅增长47.39%，主要系公司流动资产增加所致。其中，流动资产占比94.12%，非流动资产占比5.88%，流动资产占比高。

截至2016年底，公司流动资产合计557.48亿元，较年初增长51.92%，主要系货币资金、应收账款和其他应收款增长所致。公司流动资产主要以货币资金（占比19.57%）、应收账款（占比8.22%）、其他应收款（占比28.80%）和存货（占比43.04%）为主。

受长期借款增加以及发行债券影响，截至2016年底，公司货币资金账面价值为109.07亿元，较年初增长39.58%。其中，银行存款占比99.91%，其他货币资金及现金占比较少。截至2016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0.18亿元，占比很低。

截至2016年底，公司应收账款账面价值为45.83亿元，较年初增长1,758.28%，主要系应收北京市土地整理储备中心土地开发款43.56亿元所致。公司按信用风险特征组合（占比99.99%）与单项金额虽不重大但单项计提（占比0.01%）来计提坏账准备，公司共计提坏账准备3,327.21万元，计提比例0.07%，考虑到欠款单位性质，公司计提比例较为合理，应收账款回款风险小。

截至2016年底，公司其他应收款账面价值为160.53亿元，较年初大幅增长266.86%，主要系应收政府拆迁征收款大幅增长所致。期末金额前五名的应收账款合计占比90.62%，集中度高。公司其他应收款按照信用风险特征组合计提坏账准备，共计提坏账准备73.61万元，计提比例为0.005%，考虑到债务人性质以及款项性质，其他应收款回款风险小，计提比例尚可。但其他应收款金额较大，对公司营运资金形成一定的占用。

表11　公司期末金额前五名其他应收款情况（单位：亿元、%）

债务人名称	期末余额	款项性质	占其他应收款总额比例
西城区光源里棚户区改造项目指挥部办公室	76.27	政府拆迁征收款	47.51
北京恒合悦兴置业有限公司	21.42	往来款	13.34
西城区百万庄北里居民住房改善项目指挥部办公室	16.01	政府拆迁征收款	9.97
北京市土地整理储备中心	15.97	土地保证金	9.95
北京市保障性住房建设投资中心	15.81	安置房垫付款	9.85
合计	**145.47**	**--**	**90.62**

资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司存货账面价值为239.97亿元，较年初变动不大。公司存货主要包括开发产品（占比11.47%）、开发成本（占比88.48%）和库存商品（占比0.05%）等。截至2016年底，公司计提存货跌价准备28.67万元，占比很小，主要系下属子公司北京市复兴商业城有限公司因黄金价格下跌而计提的存货跌价准备。

截至2016年底，公司非流动资产合计34.84亿元，较年初变动不大。公司非流动资产主要以长期股权投资（占比31.53%）、投资性房地产（占比35.66%）、固定资产（占比20.46%）和在建工程（占比6.04%）为主。

截至2016年底，公司长期股权投资合计10.99亿元，较年初增加55.73%，主要系对联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（5.79亿元，持股比例46.15%）、联营企业北京悦恒置业有限公司（4.18亿元，持股比例49%）和北京天恒正业投资管理有限责任公司（0.59亿元，持股比例45%）等。公司未对长期股权投资计提减值准备。

公司投资性房地产采用公允价值计量模式。截至2016年底，公司投资性房地产账面价值合计

12.42亿元，较年初增加5.20%，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，区域位置良好。

截至2016年底，公司固定资产账面价值合计7.13亿元，较年初降低4.54%，变动不大；主要是由房屋与建筑物构成，占比83.85%。固定资产成新率为68.56%，成新率一般。

截至2016年底，公司在建工程账面价值2.10亿元，较年初增长49.81%，主要系地百商场装修改造项目投入增加所致。

截至2016年底，公司使用受限的资产包括现金和现金等价物、应收账款、存货和投资性房地产等，账面价值合计174.08亿元，占总资产比例为29.39%，公司受限资产规模一般；其中，应收账款与存货资产受限较大。截至2016年底，公司受限资产如下表所示。

表12　截至2016年底公司使用受限的资产（单位：万元、%）

受限资产项目	期末账面价值	占对应科目比重	占总资产比重	受限原因
货币资金	1,807.14	0.17	0.03	存入银行的保证金
应收账款	435,579.98	95.04	7.35	贷款抵押
存货	1,289,861.04	53.75	21.78	贷款抵押
投资性房地产	13,600.04	12.38	0.23	贷款抵押
合计	**1,740,848.20**	--	**29.39**	--

资料来源：公司审计报告

总体看，2016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；公司其他应收款规模较大，对公司营运资金形成一定占用。非流动资产以投资性房地产、长期股权投资和固定资产为主；公司资产受限规模较大。总体看，公司资产整体质量较好。

2．负债及所有者权益

负债

截至2016年底，公司负债合计457.62亿元，较年初增加65.39%，流动负债和非流动负债均有较大幅度的增长。公司负债中，流动负债与非流动负债分别占22.98%和77.02%，仍以非流动负债为主，且非流动负债占比有所上升。

截至2016年底，公司流动负债合计105.17亿元，较年初增加77.14%，主要系预收款项和其他应付款增加所致。公司流动负债以应付账款（占比6.12%）、预收款项（占比33.73%）、其他应付款（占比15.79%）和一年内到期的非流动负债（占比37.39%）为主。

截至2016年底，公司应付账款账面价值6.43亿元，较年初降低6.56%，主要系应付工程款及预提尚未结算的工程款减少所致。

截至2016年底，公司预收款项35.47亿元，较年初增加689.34%，主要系公司天恒世界集、天恒乐墅柒号院等商品房项目的房屋销售预收款增加所致。

截至2016年底，公司其他应付款账面价值16.60亿元，较年初增长114.83%，主要系公司和其他公司的往来款项增加所致。

截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债账面价值为39.33亿元，较年初增加7.39%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

截至2016年底，公司非流动负债为352.46亿元，较年初增加62.18%，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70.80%）、应付债券（占比22.60%）和专项应付款（占比5.84%）。

截至2016年底，公司长期借款为249.55亿元，较年初增加86.56%，主要系公司开发规模增大，保证借款、质押与保证借款增加所致。从长期借款的期限结构来看，偿还期限分布较为均匀。

截至2016年底，公司应付债券为79.67亿元，较年初增加33.53%，主要系公司2016年非公开发行了两期合计金额20亿元的公司债券所致。公司债券到期日集中在2020年与2021年，有一定集中偿付压力。截至2016年底，公司存续期内公司债券如下表所示。

表13　截至2016年底公司应付债券情况（单位：亿元、%）

债券名称	规模	发行日期	债券期限	票面利率
北京天恒置业集团 2014 年企业债券	15.00	2014 年 10 月 24 日	6 年	5.40
北京天恒置业集团有限公司 2015 年公司债券	15.00	2015 年 7 月 22 日	5 年	4.12
北京天恒置业集团有限公司 2015 年非公开发行公司债券	30.00	2015 年 8 月 10 日	3 年	5.57
北京天恒置业集团有限公司 2016 年非公开发行公司债券(第一期)	15.00	2016 年 5 月 12 日	5 年	4.07
北京天恒置业集团有限公司 2016 年非公开发行公司债券(第二期)	5.00	2016 年 5 月 12 日	5 年	5.30
合计	**80.00**	--	--	--

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至2016年底，公司专项应付款为20.60亿元，较年初基本持平，主要为项目建设拨款或专款。

截至2016年底，公司全部债务合计368.74亿元，较年初增加60.33%，主要系长期借款增加所致。其中，短期债务为39.61亿元，占比10.74%；长期债务为329.21亿元，占比89.26%，以长期债务为主，债务结构较为合理。截至2016年底，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分别为77.26%、73.25%和70.97%，分别较年初上升8.41个、8.49个和10.26个百分点，债务负担较年初有所提升。

总体看，公司负债以非流动负债为主，非流动负债中长期借款、应付债券和专项应付款占比较高，公司债务结构较为合理。受发行债券和长期借款增长影响，公司债务规模大幅增加，且长期债务占比进一步提高，债务负担有所增加，且有一定的集中偿付压力。

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益合计134.69亿元，较年初增长7.60%，主要系与其他房地产企业共同开发项目导致少数股东权益增加所致。其中归属于母公司所有者权益为119.91亿元；归属于母公司所有者权益中，实收资本占比82.39%，资本公积占比0.67%、盈余公积占比0.96%、未分配利润占比15.80%，股本占比较大，权益结构的稳定性较强。

总体看，公司2016年所有者权益有所增长，其中股本占比高，权益结构的稳定性较强。

3．盈利能力

2016年，公司实现营业收入66.65亿元，同比增长121.79%，主要系土地一级开发业务收入规模增加所致；实现营业利润2.25亿元，同比降低52.97%，主要系土地一级开发业务毛利率较低且投资收益下降所致；受营业外收入增加影响，公司实现净利润2.46亿元，同比降低31.39%；其中，归属于母公司的净利润为2.17亿元，同比降低29.46%。

2016年，公司期间费用6.02亿元，同比增长41.44%，主要系财务费用与销售费用增加所致。其中，销售费用为2.06亿元，同比增长63.17%，主要系新增的开盘预售项目较多，广告宣传费与

中介机构服务费增加所致；管理费用3.57亿元，同比增加9.86%，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，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0.39亿元，由负转正，主要系公司债务规模增加，利息支出增加所致。费用收入比较上年降低5.21个百分点至9.03%，主要系一级开发收入增加所致。

2016年，公司公允价值变动收益为0.08亿元，较上年下降83.04%，主要系投资性房地产公允价值变动减少所致；投资收益为0.10亿元，较上年下降90.72%，主要系公司持有至到期投资和理财投资取得的投资收益下降所致。2016年，公司公允价值变动收益和投资收益分别占营业利润的3.58%和4.57%，对营业利润影响较小。

2016年，公司营业外收入1.59亿元，较上年增长1,860.65%，主要系公司结转的土地一级开发项目中对相关市政道路进行改造收到的政府补助资金结转到营业外收入所致。公司营业外收入占利润总额比重为41.69%，营业外收入对公司利润总额影响较大。

盈利指标方面，公司2016年的总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为0.76%、0.93%和1.89%，分别较上年降低0.61个百分点、0.61个百分点和1.45个百分点，主要系2016年公司利润下降以及债务规模增长所致。

总体看，2016年公司收入规模有较大提升，但由于毛利率下降，公司利润有所下降；营业外收入对公司利润总额影响较大；公司盈利指标下降幅度较大，整体盈利能力一般。

4．现金流

从经营活动来看，2016年公司经营性现金流入为124.95亿元，同比增加106.98%，主要系地产项目开发销售回款增加以及与其他公司往来款增加所致；受拨付光源里棚户区改造项目征收拆迁款影响，公司经营性现金流出额为182.56亿元，同比增加50.02%。综上，公司经营性现金净流量为-57.60亿元，仍呈现净流出状态。同时，公司现金收入比由上年的101.67%下降到85.56%，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，2016年公司投资活动现金流入量为3.39亿元，同比增长204.86%，主要系赎回银行理财产品所致；现金流出量为6.98亿元，同比下降31.02%，主要系投资支付减少所致；综上，公司投资活动产生的现金流量净额为-3.59亿元。

筹资活动方面，2016年公司筹资活动现金流入为271.93亿元，同比增加22.65%，主要系通过借款取得资金增加所致；筹资活动现金流出为179.91亿元，同比大幅增加36.30%，主要系偿还债务大幅增长所致；2016年公司筹资活动现金流量净额为92.01亿元。

总体看，2016年公司经营活动现金仍呈现净流出状态；投资活动规模有所减少；受取得借款增加影响，公司筹资活动流入现金增加，公司经营活动现金流缺口需通过融资补足，未来仍有较大融资压力。

5．偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 5.30 倍和 3.02 倍，其中流动比率较年初下降 0.88 个百分点，速动比率较年初上升 0.91 个百分点，整体仍处于较高水平。截至 2016 年底，公司现金短期债务比为 2.75 倍，较年初提升 0.62 倍，主要是 2016 年公司取得借款增加及发行债券使得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，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，2016年，公司 EBITDA 为5.09亿元，主要由利润总额构成，占比达到

75.07%；2016年公司 EBITDA 较上年减少11.47%，主要系公司利润总额大幅下降所致。2016年，公司 EBITDA 对全部债务的保障程度由上年的0.02倍变为0.01倍，EBITDA 对全部债务的保障程度较弱。EBITDA 利息倍数由上年的2.36倍上升至2.98倍，主要系2016年公司资本化借款费用大幅下降所致，EBITDA 对利息支出的保障程度尚可。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。公司长期偿债能力一般。

截至2016年底，公司与主要贷款银行、信托签订的贷款合同金额为337.22亿元，其中未使用额度为108.55亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2016年底，公司合并范围内对外担保金额为4.00亿元，为对北京金天恒置业有限公司提供的保证担保，保证期间为主债务履行期（2015.09.28~2018.09.28）届满之日起两年。公司上述担保余额占公司总资产的比例为0.68%，占公司净资产的比例为2.97%，占比较小，公司对外担保风险可控。

截至2016年底，公司无重大未决诉讼或仲裁事项。

根据代码为 G1011010202340860P 的人民银行征信报告，截至2017年3月2日，公司无未结清和已结清的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，长期偿债能力有待提升。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016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109.07亿元，约为“15天恒债”本金合计（15亿元）的7.27倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达134.69亿元，约为债券本金合计（15亿元）的8.98倍，公司净资产能够对“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，2016年，公司EBITDA为5.09亿元，约为债券本金合计（15亿元）的0.34倍，公司EBITDA对“15天恒债”的覆盖程度一般。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入124.95亿元，约为“15天恒债”本金合计（15亿元）的8.33倍，公司经营活动现金流入量对“15天恒债”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

公司作为北京市西城区国有资产监督管理委员会子公司，2016年，受益于北京地区房地产市场景气度上行，房地产项目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，对公司未来收入水平形成支撑；同时，公司一级土地开发业务结转收入规模大。联合评级也关注到公司土地储备不足、棚户区改造与土地一级开发业务投资周期较长且利润率低、营运资金占用明显、未来资金支出压力较大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”，评级展望为“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	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	401.87	592.32
所有者权益（亿元）	125.18	134.69
短期债务（亿元）	36.62	39.61
长期债务（亿元）	193.42	329.21
全部债务（亿元）	230.04	368.82
营业收入（亿元）	30.05	66.65
净利润（亿元）	3.59	2.46
EBITDA（亿元）	5.74	5.09
经营性净现金流（亿元）	-61.32	-57.60
应收账款周转次数(次)	13.54	2.80
存货周转次数（次）	0.11	0.29
总资产周转次数（次）	0.10	0.15
现金收入比率（%）	101.67	85.56
总资本收益率（%）	1.37	0.76
总资产报酬率（%）	1.54	0.93
净资产收益率（%）	3.35	1.89
营业利润率（%）	24.86	12.14
费用收入比（%）	14.16	9.03
资产负债率（%）	68.85	77.26
全部债务资本化比率（%）	64.76	73.25
长期债务资本化比率（%）	60.71	70.97
EBITDA 利息倍数（倍）	2.36	2.98
EBITDA 全部债务比（倍）	0.02	0.01
流动比率（倍）	6.18	5.30
速动比率（倍）	2.11	3.02
现金短期债务比（倍）	2.13	2.75
经营现金流动负债比率（%）	-103.28	-54.77
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.38	0.34

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。