信 用 等 级 公 告

联合[2018]1331 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公开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公开发行的“15 天恒债”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月二十六日

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2018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	债券余额	债券期限	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	5年（3+2）	AA	AA+	2017年5月31日

跟踪评级时间：2018年6月26日

主要财务数据：

项　目	2016年	2017年
资产总额（亿元）	592.32	732.35
所有者权益（亿元）	134.59	138.49
长期债务（亿元）	329.21	387.38
全部债务（亿元）	368.74	484.68
营业收入（亿元）	66.65	44.63
净利润（亿元）	2.46	3.97
EBITDA（亿元）	5.09	8.82
经营性净现金流（亿元）	-57.60	-19.10
营业利润率（%）	11.78	26.15
净资产收益率（%）	1.89	2.91
资产负债率（%）	77.28	81.09
全部债务资本化比率（%）	73.26	77.78
流动比率（倍）	5.30	3.78
EBITDA全部债务比（倍）	0.01	0.02
EBITDA利息倍数（倍）	0.35	0.57
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.34	0.59

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现金流流出的资本化利息，所涉及资本化利息相关指标或将高估；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

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对北京天恒置业集团有限公司（以下简称“公司”或“天恒置业”）的跟踪评级反映了2017年西城区经济实力强，区位优势突出，为公司提供良好的外部环境，作为西城区棚户区改造及土地一级开发的重要主体，公司棚户区改造业务承接量有所增加，在建设资金方面得到外部的有力支持，房地产业务发展良好。同时，联合评级也关注到公司土地整理业务受政府规划影响大、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西城区政府对棚户区改造及中心城区疏解整治推进力度的加大，公司经营状况有望保持稳定。

综上，联合评级上调公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时上调“15天恒债”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1．2017年，西城区经济实力强，区位优势突出，为公司提供良好的外部环境。

2．公司作为西城区重要的棚户区改造及土地一级开发投资建设主体，公司拟新承接多个西城区棚户区改造项目，地位突出，得到外部有力支持。

3．2017年，公司房地产项目销售前景较好，房屋销售收入大幅增长。

4．公司货币资金充足，债务结构较为合理，短期偿债能力强。

关注

1．公司房地产开发业务和棚户区在建和拟建项目尚需投资规模较大，公司面临一定

的资金压力。

2．2017 年，公司土地一级开发业务未达到确认收入条件，该板块业务受地方政府规划影响较大，收入实现时点存在一定不确定性。

3．2017 年，流动资产中存货和其他应收款占比较高，对公司资金形成较大占用；公司债务规模大幅上升，债务负担明显加重。

分析师

杨　婷

电话：010-85172818

邮箱：yangt@unitedratings.com.cn

张婧茜

电话：010-85172818

邮箱：zhangjx@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，初始注册资金为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。截至2017年底，公司注册资本987,886.70万元，实收资本986,836.70万元，差额部分1,050.00万元尚未进行工商变更。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100.00%股权，仍是公司的唯一股东和实际控制人。

截至2017年底，公司经营范围与组织结构较年初未发生变化，拥有职工1,710人。截至2017年底，公司纳入合并范围的子公司合计53家，其中新增合并单位5家，不再纳入合并单位1家。

截至2017年底，公司合并资产总额732.35亿元，负债合计593.86亿元，所有者权益138.49亿元，其中归属于母公司所有者权益为122.95亿元。2017年，公司实现营业收入44.63亿元，净利润3.97亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为3.06亿元；经营活动产生的现金流量净额-19.10亿元，现金及现金等价物净增加额为15.34亿元。

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，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，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15.00亿元，其中，13.00亿元用于下属子公司北京旭天恒置业有限公司的庞各庄项目开发建设，已全部使用；剩余2.00亿元给下属子公司北京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。公司已按期支付前两期利息，第三期利息支付时间为2018年7月22日，行权日为2018年7月22日。

公司于2018年6月21日发布的《北京天恒置业集团有限公司关于“15天恒债”回售实施结果的公告》显示，根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司对“15天恒债”回售情况的统计，“15天恒债”（债券代码：122403.SH）回售有效申报数量为1,487,000手，回售金额1,487,000,000元。公司将于2018年7月23日（因7月22日为非交易日，则回售资金发放日顺延至下一交易日）对有效申报回售的“15天恒债”债券实施回售。回售实施完毕后，“15天恒债”在上海证券交易所上市并交易的数量为13,000手。

三、行业分析

公司是北京市西城区国资委全资控股的城市建设企业，具体从事棚户区改造、保障房建设、土地整理、房地产开发和商业零售等业务。2017年公司收入主要来自于房屋销售收入，以下将对房地产行业和基础设施建设行业进行分析。

1．房地产行业

（1）行业概况

2017 年，全国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年回升 0.16 个百分点；其中，住宅投资 75,148 亿元，同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.44%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点，占房地产开发投资比重为 6.16%；商业营业用房投资 15,639 亿元，同比减少 1.26%，占房地产开发投资比重为 14.24%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 3.18%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 2.57%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.54%；东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.00%。随着限价政策的严格执行，房价的预期逐渐平稳，有助于房企的拿地、开工、建设按计划进度进行，房地产开发投资保持平稳增长。

土地供应方面，2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增加土地供给，稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较上年有所收窄，平均溢价率同比下降。除二线城市土地推出面积同比增加 8%外，一线城市和三线城市同比分别减少 20%和 6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增 3%，二线和三线城市同比分别减少 3%和 15%；一、二、三线城市的土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28%和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30%和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

资金来源方面，2017 年，全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

市场供需方面，2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%。其中，住宅销售面积同比增长 5.30%，办公楼销售面积同比增长 24.30%，商业营业用房销售面积同比增长 18.70%；住宅销售额同比增长 11.30%，办公楼销售额同比增长 17.50%，商业营业用房销售额同比增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减少 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

销售价格方面，2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

竞争格局方面，2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点。据克而瑞统计，2017 年千亿房企阵营增加到 17 家，销售额 Top10 的门槛提升到 1,500 亿元，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2017 年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提

升。

（2）行业政策

2016 年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017 年 3 月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。2017 年 4 月 6 日，住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，通知指出，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序，对消化周期在 36 个月以上的，应停止供地；36~18 个月的，要减少供地；12~6 个月的，要增加供地；6 个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。2017 年 7 月下旬，中共中央政治局召开了会议，提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建立长效机制的一个重要方向：我国首部住房租售法规已公开征求意见，立法步伐正在加快；住建部等 9 部委近日支持在人口净流入大中城市培育和发展住房租赁市场，并选取 12 个城市先行试点。2017 年 8 月 3 日，北京市城乡和住房建设委对《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发＜北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）＞的通知》面向社会各界公开征求意见，希望通过引入政府与购房人按份共有产权，有效调节产权比例，对引导新的住房消费理念有重要影响。

2017 年 10 月 18 日，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。2017 年 12 月 18 日，中央经济工作会议提出，“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”，发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控。2018 年 3 月“两会”期间，政府工作报告提出“更好解决群众住房的问题”和“稳妥推进房地产税立法”两大方面，政府政策基调延续此前提出的“因城施策”、“长效机制”等宗旨，在棚改、区域协调发展、差别化调控和房地产税等具体领域释放政策信号。

总体看，2017 年，政府强调稳定房地产市场，实行差别化调控，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制。

（3）行业关注

行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至 2017 年 9 月底，Wind 资讯的地产行业资产负债率为 79.01%，较 2016 年底提高了 2.24 个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015 年，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015 年各房企债券类融资金额 4,473.20 亿元，是上年总额的四倍。2016 年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额 4,653 亿元，较上年增长 4.02%。2015 年和 2016 年房地产企业发债规模的激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

房地产调控政策不放松，但实行差异化调控

2016 年 10 月至 2017 年 8 月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线城市房地产明显降温。2017 年末，兰州、

武汉、南京等城市限购政策开始放松，但调控的整体基调未发生改变。

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。

中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

（4）行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，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。

总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

2．基础设施建设行业

（1）行业概况

2017 年，我国政府以供给侧结构性改革为主线，以“三去一降一补”五大重点任务为抓手，出台一系列政策措施，经济稳健发展；全年实现国内生产总值 82.71 万亿元，同比增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来经济增速首次回升。

2017 年，全社会固定资产投资总额继续增长，但投资增速放缓。2017 年，全国固定资产投资额完成 64.12 万亿元，同比增长 7.0%，增速较上年下降 0.90 个百分点。2017 年固定资产投资额（不含农户）完成 63.17 万亿元，同比增长 7.2%；其中，第一产业投资 2.09 万亿元，同比增长 11.8%，增速同比下降 9.3 个百分点；第二产业投资 23.58 万亿元，同比增长 3.2%，增速较上年下降 0.3 个百分点；第三产业投资 37.50 万亿元，同比增长 9.5%，增速同比下降 1.4 个百分点。2017 年，全国基础设施建设投资继续高位运行，同比增长 14.93%，但增速较上年继续下降 0.78 个百分点。

总体看，2017 年我国经济整体企稳向好，基础设施建设投资仍保持高位，但增速较上年进一步回落，在融资环境趋严的形势下，基础设施建设投资增速或将继续面临下行压力。

（2）行业政策

2017 年以来，国家政策对于政府及政府投融资主体的融资行为进一步规范。

2017 年 5 月，财政部、发展改革委等六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预〔2017〕50 号），要求尽快组织一次地方政府及其部门融资担保行为摸底排查，全面改正地方政府不规范的融资担保行为。

2017 年 6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87 号），要求地方政府及其部门不得利用或虚构政府购买服务合同为建设工程变相举债，严禁将铁路、公路、机场等基础设施建设、农田水利等建设工程作为政府购买服务项目；还规定严禁将金融机构、融资租赁公司等非金融机构提供的融资行为纳入政府购买服务范围。

2018 年 2 月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金〔2018〕194 号，以下简称“194 号文”），对企业债的申报进行了规范，要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度；严禁将公立学校等公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩；严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资；稳步推动融资平台公司市场化转型等。“194 号文”的规定进一步强调将城投公司信用与政府信用相隔离，并对城投企业的资产范围进行严格界定，并进一步禁止其变相违规融资，或将增加城投公司发行企业债融资的难度。

2018 年 3 月 30 日，财政部刊发《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金〔2018〕23 号），要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；此外应加强“穿透式”资本金审查，并审慎评估融资主体还款能力，确保自有经营性现金流覆盖应还债务本息；要求国有金融企业在与地方政府合作设立投资基金、开展资产管理和金融中介业务、参与 PPP 项目融资时，不得为地方政府违法违规或变相举债提供支持。

总体看，2017 年以来，政府密集出台规范基础设施建设投融资的相关政策，行业监管明显趋严；政府投融资平台公司的政府融资职能将逐渐剥离、企业债务与地方政府性债务逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。

（3）行业关注

代建项目回收结算周期长，受当地政府财政收支影响大，城投公司流动资金压力大

代理政府建设的基础设施项目受到当地政府财政状况的影响，工程款结算周期较长，工程回购不及时，大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展，进而影响工程进度。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收周期长、投资收益的间接性等特点，因此地方政府投融资平台通常高负债运营，而政府支付资金的进度往往滞后，城投公司面临较大的流动资金压力。

经济效益不显著

城市基础设施建设项目的社会效益和环境效益一般高于经济效益，行业通常受到政府的统一规划和管理，实施主体一般为政府授权的经营实体，并通过财政拨款、补贴等方式支持行业发展，地区人口、经济发展、财政实力及外部支持力度等因素对行业影响较大。

2017 年以来行业监管日益趋严，城投公司的融资环境趋于紧张

2017 年以来，关于基础设施建设投融资的监管政策密集发布，过去地方利用当地政府投融资平台公司违规融资的行为将得到规范和遏制；此外，在金融机构资金监管加强、银行资金加速回归表内、表外融资收紧的形势下，城投公司的面临的融资环境较以往更为紧张。

（4）行业发展

我国城镇化水平仍有进一步提高的空间，将促进我国基础设施建设投资继续增长。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较上年底提高 1.17 个百分点，但距发达国家仍有较大差距，未来仍有很大上升空间，城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

近年来，在政府投融资平台与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，未来政府投融资平台的信用风险将逐步出现两极分化，能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的政府投融资平台公司，其发展及信用基本面将得到支撑；同时，区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险或将增大。

总体看，我国基础设施建设仍有发展空间；政府投融资平台逐步出现两极分化，经营性现金流良好、有条件的平台将获得更多金融机构支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条

件的平台将出现功能弱化，面临调整、转型、重组或关闭的风险。

3．区域经济

（1）北京市经济概况

北京市凭借首都的区位优势，经济、财政实力雄厚，2017 年北京市实现地区生产总值 28,000.4 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.7%。其中，第一产业增加值 120.5 亿元，下降 6.2%；第二产业增加值 5,310.6 亿元，增长 4.6%；第三产业增加值 22,569.3 亿元，增长 7.3%。三次产业构成由上年的 0.5:19.3:80.2 调整为 0.4:19.0:80.6。按常住人口计算，全市人均地区生产总值为 12.9 万元。全年完成全社会固定资产投资 8,948.1 亿元，比上年增长 5.7%。其中，完成基础设施投资 2,984.2 亿元，增长 24.4%。全年完成房地产开发投资 3,745.9 亿元，比上年下降 7.4%。其中，住宅投资 1,725.5 亿元，下降 11.6%；办公楼投资 742.9 亿元，增长 6.3%；商业、非公益用房及其他投资 1,277.5 亿元，下降 8.5%。年末全市商品房施工面积 12,608.6 万平方米，比上年末下降 3.7%。其中，本年新开工面积 2,475.7 万平方米，下降 12.0%。全年商品房竣工面积 1,466.7 万平方米，下降 38.5%。

全市完成一般公共预算收入 5,430.8 亿元，比上年增长 6.8%(剔除营改增影响，同口径增长 10.8%)。其中，与“营改增”相关的增值税等完成 1,671.9 亿元，下降 7.1%；企业所得税和个人所得税分别为 1,229.8 亿元和 643.2 亿元，分别增长 12.3%和 12.6%。

总体看，北京市凭借首都的区位优势，经济、财政实力雄厚，2017 年经济实力和财政收入稳步增长，为公司发展了提供良好的外部环境。

（2）北京市西城区概况

北京市西城区是首都功能核心区之一，区位优势突出，位于北京中心城区西部，下设 15 个街道、255 个社区，总面积 5,070 万平方米，常住总人口 125.9 万人。

2017 年，北京市西城区实现地区生产总值 3,916.9 亿元，比上年增长 6.5%。其中，第二产业实现增加值 338 亿元，比上年增长 6.8%；第三产业实现增加值 3,578.9 亿元，比上年增长 6.5%，占地区生产总值的比重达到 91.4%。

2017 年，北京市西城区经济总体运行平稳，投资规模增势良好，财政收入稳步增长。西城区全社会固定资产投资额完成 296.8 亿元，比上年增长 17.4%。其中，房地产开发完成投资额 132.9 亿元，比上年增长 125.5%；全年完成房屋施工面积 172.1 万平方米，比上年增长 15.5%。

全区完成公共财政预算收入 422.1 亿元，比上年增长 2.0%，完成公共财政预算支出 430.8 亿元，比上年增长 1.1%；其中，全区完成企业所得税 158.1 亿元，比上年增长 16.3%；增值税 132.6 亿元，比上年增长 60.7%；房产税 40.8 亿元，比上年增长 26.1%。

总体看，2017 年，西城区经济实力及财政实力保持增长，财政实力很强，区位优势突出，为公司经营提供了良好的外部发展环境。

4．外部支持

公司是西城区重要的棚户区改造及土地一级开发投资建设主体。资金支持方面，公司承担了西城区棚户区改造项目，西城区国资委陆续向公司追加投入项目资本金，2015~2016 年分别投入 28.85 亿元和 1.97 亿元。此外，西城区政府于 2016 年以现金出资方式增加公司注册资本 1050 万元，资金已到位，目前尚未成登记变更。

2018 年 2 月，根据《关于批复 2018 年度国有这本经营预算项目级国有资本经营预算收入的通知》（西国资办发〔2018〕18 号），西城区国资委向公司拨付 0.91 亿元作为疏解促提升补充流动资金注资项目支出。

企业定位方面，根据《西城区属国有企业分类监管实施意见（试行）》，2018 年，公司已上报测算结果为特殊功能类企业，目前尚未获得西城区政府正式批复。根据文件，特殊功能类企业主要承担政府在基础设施、重大项目、民生保障、维护稳定等领域的重大专项任务。

业务授予方面，随着公司在建项目的开发销售及西城区政府对棚户区改造及中心城区疏解整治推进力度的加大，公司拟新承担 7 个西城区棚户区改造业务，未来收入有保障。跟踪期内，公司在西城区 2018-2020 年度拟新增 17 个棚改项目中占 7 个，征收居民户数占全区拟新增棚改项目 49%，计划总投资占 59%。目前，项目正在进行立项等前期手续办理中，预计 2018 年实现项目落地。

总体看，公司作为西城区重要的棚户区改造投资主体之一，在资金拨付、职能定位及业务经营方面获得西城区政府较大支持。

四、管理分析

2017 年，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化；管理制度方面，较上年增加债券募集资金管理办法，该办法用于规范公司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。

总体看，2017 年公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度进一步完善，经营管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

2017 年，公司仍主要从事房地产开发及保障性住房建设等业务，主营业务未发生变化。2017 年，公司实现主营业务收入 39.91 亿元，较上年下降 38.83%，主要系公司土地一级开发业务 2017 年尚未达到结转收入条件所致。

表 1　2016~2017 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 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	16.94	26.62	29.85	33.96	87.28	25.96
商品销售	3.64	5.71	26.83	3.73	9.59	26.97
物业管理收入	0.20	0.31	7.32	0.21	0.54	-44.04
餐饮收入	0.39	0.61	54.83	0.41	1.05	60.45
客房收入	0.16	0.25	99.88	0.50	1.29	99.95
会展服务	0.01	0.02	38.63	0.02	0.05	24.65
代建工程	--	--	--	0.09	0.23	-2.09
合计	**63.62**	**100.00**	**11.07**	**38.91**	**100.00**	**26.94**

资料来源：公司提供

从收入构成看，2017 年，公司无土地一级开发收入，主要系公司土地一级开发业务 2017 年尚未达到结转收入条件所致。2017 年，公司房屋销售收入 33.96 亿元，较上年增长 100.51%，主要系当年交房量大幅增长所致；公司房屋销售收入占公司主营业务收入比重为 87.28%，较上年大

幅增长。2017 年，公司销售商品收入 3.73 亿元，较上年变动不大，占比由 5.71%上升至 9.59%。公司物业管理、餐饮、客房、会展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，2017 年，公司综合毛利率较上年上升 15.87 个百分点至 26.94%，主要系毛利较高的商品房销售业务收入占比大幅提升所致。2017 年，公司房屋销售业务毛利率为 25.96%，较上年变动不大。2017 年，公司商品销售毛利率为 26.97%，较上年变化不大。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。

总体看，2017 年，公司主营业务收入受公司土地一级开发业务尚未达到结转收入条件影响大幅下降，但主营业务毛利率有所上升。

2．房地产开发业务

公司的房地产开发业务主要是由下属子公司北京天恒房地产股份有限公司（以下简称“天恒股份”）和北京市嘉鸿房地产开发有限公司（以下简称“嘉鸿房地产”）等公司承接。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。

2017 年，公司独立或与其他合作单位累计通过直接参与土地竞拍（净地招、拍、挂）获得土地的占地面积为 13.74 万平方米，公司实际购地支出为 92.33 亿元，购地支出规模较大，资金来源均为自有资金；截至 2017 年底，土地储备规划建筑面积为 31.47 万平方米（非权益面积），均为待开发地块。从价格来看，公司购地成本相对较高；从区域分布看，土地储备均分布于北京市，土地质量较好。

表 2　截至 2017 年底公司未开工土地储备情况（单位：万平方米、%、亿元）

序号	项目名称	项目所在地	土地取得时间	拟建类别	占地面积	规划建筑面积	权益比例	实际购地支出
1	通州区北神树村地块	北京	2017 年	住宅	3.29	9.21	100.00	15.80
2	顺义区后沙峪地块	北京	2017 年	住宅、商业用途	6.56	12.01	100.00	49.50
3	海淀区四道口地块	北京	2017 年	住宅、商业用途	1.04	3.12	100.00	16.50
4	石景山区东下庄地块	北京	2017 年	住宅、自住房用地	2.85	7.13	51.00	10.53
合计		--	--	--	**13.74**	**31.47**	--	**92.33**

资料来源：公司提供
注 1：表中所列示占地面积及规划建筑面积为地块面积，并非公司权益面积，
注 2：石景山区东下庄地块实际购地支出为公司实际支付部分，非该地块全部购地支出。

房地产开发方面，2017 年，公司开复工面积与竣工面积大幅增长，分别为 174.30 万平方米与 61.56 万平方米，较上年分别增长 14.21%与 141.98%；截至 2017 年底，公司在建面积为 112.74 万平方米。

表 3　2016~2017 年公司房地产开发业务经营情况

项目	2016 年	2017 年
房屋开复工面积（万平方米）	152.62	174.30
房屋竣工面积（万平方米）	25.44	61.56
期末在建面积（万平方米）	127.18	112.74

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 7 个项目，除天恒•龙泽府项目外，其余项目均分布在北京地区。公司在建/拟建项目预计总投资达 283.70 亿元，截至 2017 年底，公司已完成投资 153.35 亿元，尚需投资 130.35 亿元，公司尚需投资规模较大，公司

未来资金压力较大。

表 4　截至 2017 年末公司在建/拟建房地产开发项目情况（单位：%、亿元、万平方米）

序号	地点	项目名称	类型	权益比例	总投资	已投资	开工时间	可售面积	已售面积
1	北京	天恒•柒号院	商业	51.00	54.24	34.81	2016/3	26.58	15.63
2		大学城项目/水岸一号	住宅	100.00	50.60	37.36	2016/9	17.59	7.69
3		周口店项目	住宅	100.00	16.71	11.68	2016/6	14.40	6.56
4		阎村新项目	住宅、商业体育	99.00	51.81	30.81	2017/2	15.77	5.28
5		通州区台湖镇	住宅、商业	100.00	27.21	16.96	2018/7	11.28	0.00
6		顺义后沙峪	住宅	26.00	78.48	19.29	2018/8	18.20	0.00
7	山东	天恒•龙泽府	住宅	35.33	4.65	2.44	2016/4	8.39	4.94
合计					**283.70**	**153.35**	**--**	**112.21**	**40.10**

资料来源：公司提供

房地产销售方面，2017 年，公司房地产签约销售面积 37.41 万平方米，较上年下降 11.18%；实际签约销售金额 108.84 亿元，较上年增长 14.54%，主要系销售均价较上年增长所致。2017 年，公司房地产签约销售均价为 29,093.83 元/平方米，较上年大幅增长 28.97%，主要系北京房地产交易市场景气度仍较高所致。从可售面积来看，公司在建/拟建可售面积 112.21 万平方米，已售面积 40.10 万平方米，待售面积 72.11 万平方米，可满足未来公司一段时间的销售需求。

表 5　2016~2017 年公司房地产开发业务经营情况

项目	2016 年	2017 年
签约销售面积（万平方米）	42.12	37.41
实际销售签约额（亿元）	95.02	108.84
签约销售均价（元/平方米）	22,559.35	29,093.83

资料来源：公司提供

总体看，公司房地产业务布局仍集中在北京，销售前景较好，但目前公司土地公司在建及拟建项目规模较大，尚需投资需求大，面临一定的资金压力。

3．土地一级开发业务

土地一级开发业务主要由子公司北京西都地产发展有限公司和天恒股份承担，土地一级开发业务的内容主要是参与危旧房改造及道路拆迁等项目的土地征收、拆迁及平整工作。2017 年，公司无土地一级开发收入，主要系受北京市土地政策影响，公司整理的土地均处于限制出让区域，尚未达到确认收入的条件。

土地一级开发的运营模式为：征收拆迁及平整土地阶段的资金由公司自筹，待完成开发由政府收储，土地完成“招拍挂”以后，政府按照成本加成的方法向公司支付回购资金，预计利润率区间 8%~15%。

2016 年，完工项目为“丰盛西区 C 区及配套市政项目”和“桃园 F1 项目”，公司据以确认当年土地一级开发收入 42.29 亿元，毛利率 1.46%，公司毛利率低于预期收益率主要系项目实际成本大于审定成本所致。

2017 年，公司将部分应收土储中心款项转让，形成 30.67 亿元现金回流，计入“收到其他与经营活动有关的现金”科目。除此外，公司其余土地一级开发项目均处于在建阶段。截至 2017

年底，公司在建土地一级开发项目计划总投资 73.69 亿元，已完成投资 64.48 亿元，尚需投资 9.21 亿元，上述项目预计短期内无法完工，公司未来土地一级开发收入的确认时间存在一定不确定性。

表 6　截至 2017 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	尚需投资
1	桃园 A7、A8 项目	100	41.00	39.92	1.08
2	桃园 E5、E6 项目	100	2.00	1.18	0.82
3	桃园 F2、F3 项目	100	3.00	0.56	2.44
4	新街口北大街市政道路拆迁项目	100	13.60	11.42	2.18
5	西直门内大街市政道路拆迁项目	100	10.60	8.28	2.32
6	昌平南口农场项目	100	3.49	3.12	0.37
合计		--	**73.69**	**64.48**	**9.21**

资料来源：公司提供

总体看，2017 年公司土地一级开发业务未达到确认收入条件，该板块业务受地方政府规划影响较大，收入实现时点存在一定不确定性，但未来尚需投资规模较小。

4．保障性住房建设

目前，公司保障性住房项目为“房山区长阳站 7 号地西城区旧城保护定向安置房”（以下简称“长阳项目”），该项目由北京天恒康都房地产开发有限公司（以下简称“天恒康都”）承建。长阳项目规划总投资 41.22 亿元，计划建设 5,750 套经济适用房。

长阳项目运营模式为：政府划拨地块给公司，政府按照项目总投资的 30%出资，企业自筹剩余 70%；符合政府规定标准的购房者将通过参与摇号的方式进行购买。当项目收入不能覆盖成本时，政府按照公司投资支出金额及其加成 3%利润率向公司支付投资金额。

2017 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。2017 年，公司房山长阳项目的销售签约面积 0.46 万平方米，实际销售签约金额 3,739.00 万元，较上年大幅下降，主要系 2016 年项目销售额规模较大所致；截至 2017 年底，该项目保障房待配置存量约为 134 套，剩余规模较小，未来收入将有所下降。

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

公司承担了西城区部分棚户区改造项目，在区域内具有一定垄断优势。资金来源方面，政府承担一定项目资本金，剩余资金来源于公司外部融资和自有资金，资金平衡主要来源于建设及销售增量安置房。

目前，公司在建棚户区改造项目主要包括“百万庄北里居民住房改善”项目、“光源里棚户区改造项目”和北中轴线核心保护区·什刹海地区旧城保护示范项目，项目实施主体分别为天恒股份、北京天恒正合置业有限公司（以下简称“天恒正合”）和北京天恒正宇投资发展有限公司（以下简称“天恒正宇”）。

公司“百万庄北里居民住房改善”和“光源里棚户区改造项目”项目主要通过房屋销售和商业资产出租、出售实现资金平衡。

“北中轴线核心保护区·什刹海地区旧城保护示范项目”位于钟鼓楼至景山公园，属公司新型棚户区改造业务，主要区别在于非强制性拆迁。天恒正宇将在项目实施风貌保护和院落修缮后，

通过引入和配置特色商业等、艺术加工坊以及文化互动旅游产业，实现区域产业调整。项目的收入来源将主要为后期所建的商业运营收入，盈利模式大体分为自营、合作运营、出租及出售等。

截至 2017 年底，公司在建项目计划总投资 291.49 亿元，已完成投资 156.83 亿元，其中政府出资 49.52 亿元，占总投资的比例为 16.99%，“百万庄北里居民住房改善”项目资金政府配套比例较低，公司已与政府协商追加投资。目前，公司棚改项目主要还处于拆迁及建设阶段，尚未进行回迁，未来公司在建项目每年计划投资额在 30~45 亿元。

表 7　截至 2017 年底公司棚户区改造项目概况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	开工时间	预计总投资	已投资	政府出资
百万庄北里居民住房改善项目	26.83	2014.8	42.10	28.89	2.00
光源里棚户区改造项目	57.88	--	127.60	65.49	22.52
北中轴线核心保护区·什刹海地区旧城保护示范项目	589.80	2013.9	83.00	54.50	25.00
怀柔区刘各长村棚户区改造土地开发项目	34.56	2018.3	38.79	7.95	0.00
合计	**709.07**	**--**	**291.49**	**156.83**	**49.52**

资料来源：公司提供

公司拟建棚改项目主要为“丰盛东区 B-G 区人口疏解及胡同整治项目”，计划总投资 75.90 亿元。

总体看，公司承担了重点西城区部分棚户区改造项目，得到政府在项目资本金方面的有力支持，但公司在建及拟建棚户区改造项目预计未来仍需投资资金规模大，未来存在较大资本支出压力。

6．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。2017 年，公司销售商品收入 3.73 亿元，较上年变动较小；物业管理收入为 0.21 亿元，与上年基本持平；餐饮收入为 0.41 亿元，与上年基本持平；客房收入较上年增长 212.50%至 0.50 亿元，主要系西西友谊酒店减员增效、节能增效所致。此外，2017 年，海南燕泰酒店拓展了首航机组等中高端客户，打造婚宴品牌，严控成本费用，故收入增长较快。会展收入 0.02 亿元，规模仍较小。

总体看，2017 年，销售商品收入较上年变化不大，其他业务收入规模较小。

7．经营关注

（1）行业政策显著影响房地产市场的走势，2017 年北京市房地产投资较上年有所下降；2016 年下半年以来，北京市出台多项调控政策，房地产销售受政策影响较大，公司项目去化可能面临一定的政策风险。

（2）2017 年公司土地一级开发业务未达到确认收入条件，该板块业务受地方政府规划影响较大，收入具有较大波动性。

（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

公司提供的 2017 年度财务报表已经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的合并报表按照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》和最新的经修订和新发布的企业会计准则编制。

截至 2017 年底，公司纳入合并范围的子公司合计 53 家，其中新增合并单位 5 家，不再纳入合并单位 1 家。由于新纳入 5 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。

会计政策变更方面，公司自 2017 年 5 月 28 日起执行《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，该准则规范了持有待售的非流动资产或处置组的分类、计量和列报，以及终止经营的列报。公司自 2017 年 6 月 12 日起执行经修订的《企业会计准则第 16 号-政府补助》，采用未来适用法处理；将原列报于“营业外收入”和“营业外支出”的非流动资产处置利得和损失和非货币性资产交换利得和损失变更为列报于“资产处置收益”。2017 年，公司无会计估计变更及重大前期会计差错更正。

总体看，2017 年公司合并范围的变化对公司财务数据影响不大，会计政策变更对财务报表整体的影响较小，财务数据可比性较强。

1．资产质量

截至 2017 年底，公司合并资产总额 732.35 亿元，较年初大幅增长 23.64%，主要系公司流动资产增加所致。其中，流动资产占 92.48%，非流动资产占 7.52%，以流动资产为主，资产结构较年初变动较小。

截至 2017 年底，公司流动资产合计 677.30 亿元，较年初增长 21.49%，主要系其他应收款和存货增长所致。公司流动资产主要以货币资金（占 18.45%）、其他应收款（占 33.28%）和存货（占 44.70%）为主。

截至 2017 年底，公司货币资金账面价值为 124.98 亿元，较年初增长 14.58%，主要系公司扩大融资规模所致，其中银行存款占 99.97%。截至 2017 年底，公司及下属子公司使用受限制的银行存款为 0.74 亿元，受限比例为 0.60%，受限比例很低。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值为 16.57 亿元（占流动资产的比重为 2.45%），较年初下降 63.85%，主要系 2017 年公司对外转让部分应收账款所致。公司对应收账款共计提坏账准备 399.72 万元，计提比例 0.24%；欠款单位主要系北京市土地整理储备中心（占应收账款总额 84.56%）及北京万联中天房地产开发有限公司（占应收账款总额 6.80%），如下表所示。

表 8　公司期末金额前五名应收账款情况（单位：亿元、%）

债务人名称	期末余额	款项性质	账龄	占其他应收款总额比例
北京市土地整理储备中心	14.04	土地开发款	1~2 年	84.56
北京万联中天房地产开发有限公司	1.13	土地转让款	5 年以上	6.80
北京市保障性住房建设投资中心	0.20	房屋销售款	1 年以内	1.20
北京嘉士德投资管理有限公司	0.10	房屋销售款	1~2 年	0.61
潘永斌	0.13	房屋销售款	1 年以内	0.79
合计	**15.60**	--	--	**93.96**

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值为 225.40 亿元，较年初大幅增长 40.41%，主要系新增关联方借款、竞拍保证金和垫付天意商城拆迁款所致；期末金额前五名的应收账款合计占比为 68.85%，集中度较高。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 73.51 万元，计提比例为 0.005%。其他应收款金额较大，对公司营运资金形成较大的占用。

表 9　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	账龄	占其他应收款总额比例
西城区光源里棚户区改造项目部	62.99	政府拆迁征收款	1~2 年，2~3 年，3 年以上	27.94
北京恒合悦兴置业有限公司	30.42	关联方借款	1 年以内	13.49
土地竞拍保证金	23.35	竞拍保证金	1 年以内	10.36
西城区财政局	21.38	垫付天意商城拆迁款	1 年以内	9.48
西城区百万庄北里居民住房改善项目指挥部办公室	17.09	百万庄征收款、定向安置房使用费	1 年以内，1~2 年，2~3 年，3 年以上	7.58
合计	**155.22**	--	--	**68.85**

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司存货账面价值为 302.76 亿元，较年初增长 26.17%，主要系房地产二级开发、土地一级开发、保障房等开发项目投入增长所致。公司存货主要包括开发产品（占 14.23%）和开发成本（占 85.73%）等。截至 2017 年底，公司计提存货跌价准备 22.90 万元，主要系库存商品因市场价值变动所计提的存货跌价准备。

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 55.05 亿元，较年初大幅增长 58.00%，主要系长期股权投资较年初大幅增长所致。公司非流动资产主要以长期股权投资（占 49.46%）、投资性房地产（占 21.09%）、固定资产（占 13.64%）、在建工程（5.90%）和递延所得税负债（占 6.89%）为主。

截至 2017 年底，公司长期股权投资合计 27.23 亿元，较年初增长 148.51%，主要系当年公司对北京天厚振翼企业管理合伙企业（有限合伙）以及北京天厚海悦企业管理合伙企业（有限合伙）等公司追加投资所致，上述两家公司设立目的主要为响应北京市整治、疏解促提升战略，提高城市基础设施，提升城市建设而设立。公司长期股权投资按权益法进行计量。

公司投资性房地产采用公允价值计量模式。截至 2017 年底，公司投资性房地产账面价值合计

11.61 亿元，较年初下降 6.55%。公司的投资性房地产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 2017 年底，公司固定资产账面价值合计 7.51 亿元，较年初增长 5.32%，变动不大；主要是由房屋与建筑物构成，占 83.85%。固定资产成新率为 68.47%，成新率一般。

截至 2017 年底，公司在建工程账面价值 3.25 亿元，较年初增长 54.32%，主要系地百商场装修改造项目投入增加所致。

截至 2017 年底，公司递延所得税资产 3.79 亿元，较年初增长 235.19%，主要系可抵扣暂时性差异所致。

截至 2017 年底，公司使用或所有权受限的资产包括货币资金（0.74 亿元）、应收账款（12.82 亿元）及存货（143.55 亿元）等，账面价值合计 157.12 亿元，占总资产比例为 21.45%，受限比例一般。

总体看，公司资产规模增长较快，仍以流动资产为主，流动资产中存货和其他应收款占比较高，对公司资金形成较大占用，资产质量尚可。

2．负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 593.86 亿元，较年初增长 29.74%，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 30.20%和 69.80%，仍以非流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 179.33 亿元，较年初大幅增长 70.35%，主要系预收款项和一年内到期的非流动负债大幅增长所致。公司流动负债以预收款项（占 30.61%）、其他应付款（占 6.20%）和一年内到期的非流动负债（占 54.21%）为主。

截至 2017 年底，公司预收款项 54.89 亿元，较年初增长 54.73%，主要系公司房地产项目预收款增加所致。

截至 2017 年底，公司其他应付款账面价值 11.12 亿元，较年初大幅下降 33.02%，主要系公司和其他公司的往来款项下降所致。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债账面价值为 97.22 亿元，较年初增长 147.22%，主要系一年内到期的应付债券重新分类所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债为 414.53 亿元，较年初增长 17.61%，主要系长期借款大幅增加所致。公司非流动负债主要包括长期借款（占 81.45%）、应付债券（占 12.01%）和专项应付款（占 5.54%）。

截至 2017 年底，公司长期借款为 337.62 亿元，较年初增长 35.29%，主要系 2017 年公司房地产项目大幅增长带动融资规模的大幅增长所致。从到期期限分布情况看，2019 年到期的占 31.48%，2020 年到期的占 29.71%，2021 年到期的占 1.21%，2022 年到期的占 12.93%，2023 年及以后到期的占 24.67%，主要集中于 2019~2020 年到期，存在一定集中偿付风险。

截至 2017 年底，公司应付债券为 49.77 亿元，较年初下降 37.53%，主要系应付债券中 45.00 亿元将于一年内到期重分类至一年内到期的非流动负债科目所致。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 2017 年底，公司存续期内公司债券如下表所示。

表 10　截至 2017 年底公司应付债券情况（单位：亿元、年、%）

债券名称	规模	发行日期	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	5.40
北京天恒置业集团有限公司 2015 年公司债券	14.97	2015 年 7 月 22 日	5（3+2）	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	29.95	2015 年 8 月 10 日	3	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）	14.95	2016 年 5 月 12 日	5	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）	4.98	2016 年 5 月 12 日	5	5.30
北京天恒置业集团有限公司 2017 年中票（第一期）	10.94	2017 年 8 月 2 日	3	5.17
北京天恒置业集团有限公司 2017 年中票（第二期）	3.97	2017 年 8 月 2 日	5	5.50
小计	94.77	--	--	--
减：一年内到期部分期末余额	45.00	--	--	--
合计	**49.77**	--	--	--

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至 2017 年底，公司专项应付款为 22.97 亿元，较年初增长 11.51%，主要系当年收到 161 中学南校区改扩建项目拆迁资金增加 1.97 亿元及百万庄西一路南段拨款 0.40 亿元所致。

截至 2017 年底，公司全部债务合计 484.68 亿元，较年初增长 31.44%，主要系长期借款增加所致。其中，短期债务为 97.30 亿元，占 20.07%；长期债务为 387.38 亿元，占 79.93%，以长期债务为主，债务结构较为合理。截至 2017 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 81.09%、77.78%和 73.67%，分别较年初上升 3.81 个、4.52 个和 2.68 个百分点，债务负担较年初有所提升，整体债务负担重。

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，公司债务规模大幅上升，债务负担重，且有一定的集中偿付压力。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 138.49 亿元，较年初增长 2.90%，略有增长。归属于母公司所有者权益为 122.95 亿元，其中实收资本占 80.35%，资本公积占 0.68%、盈余公积占 1.04%、未分配利润占比 17.47%，股本占比较大，权益结构的稳定性较好。

总体看，公司 2017 年所有者权益略有增长，其中股本占比高，权益结构的稳定性较好。

3．盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 44.63 亿元，较上年下降 33.05%，主要系公司土地一级开发业务 2017 年尚未达到结转收入条件所致；实现营业利润 5.10 亿元，较上年增长 126.43%，主要系毛利较高的房屋销售业务收入占比提升所致；受营业外收入下降影响，公司实现净利润 3.97 亿元，较上年增长 61.24%；其中，归属于母公司的净利润为 3.06 亿元，较上年增长 41.15%。

2017 年，公司期间费用 8.82 亿元，较上年增长 52.64%，主要系财务费用大幅增加所致。其中，销售费用为 1.98 亿元，较上年下降 3.87%，变动不大；管理费用 3.62 亿元，较上年增长 8.59%，主要系职工薪酬增加所致；财务费用为 3.22 亿元，较上年增长 729.86%，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。

2017 年，公司投资收益为 2.50 亿元，较上年增长 23.23 倍，主要系北京金天恒置业有限公司的公园懿府项目结利致使公司长期股权投资的投资收益增加 2.18 亿元所致。2017 年，公司投资收益占营业利润的 48.94%，投资收益对营业利润影响较大。

2017 年，公司营业外收入 0.08 亿元，较上年下降 95.27%，主要系 2016 年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金额较大所致。公司营业外收入占利润总额比重为 1.62%，营业外收入对公司利润总额影响较小。

盈利指标方面，公司 2017 年的总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.36%、1.26%和 2.91%，分别较上年上升 0.60 个百分点、0.33 个百分点和 1.01 个百分点，主要系 2017 年公司利润规模上升所致。

总体看，2017 年公司收入规模大幅下降，但由于投资收益增加，公司利润有所增长；投资收益对公司利润总额影响较大；公司盈利指标较上年有所提升，整体盈利能力偏弱。

4．现金流

从经营活动来看，2017 年公司经营性现金流入为 163.54 亿元，较上年增长 30.88%，主要系与其他公司往来款增加所致；公司经营性现金流出额为 182.64 亿元，较上年增长 0.05%，变动较小。2017 年，公司经营性现金净流量为-19.10 亿元，净流出规模较上年减少 66.84%，主要系上年子公司北京天恒正合置业有限公司承接政府性民生工程（光源里棚户区改造项目），向该项目政府指挥部拨付征收款项，使得经营活动产生的现金流出规模较大。同时，公司现金收入比由上年的 85.56%提升至 134.23%，主要系房地产销售金额较上年大幅增长以及收入较上年大幅下降所致。

投资活动方面，2017 年公司投资活动现金流入量为 3.71 亿元，较上年增长 9.50%；投资活动现金流出量为 69.72 亿元，较上年增长 8.99 倍，主要系 2017 年主要系长期股权类的投资支出增长所致。其中，支付其他与投资活动有关的现金 51.09 亿元，较上年增长 49.12 亿元，主要系支付的土地保证金、出资成立北京建恒汇景房地产开发有限公司、北京正德丰泽房地产开发有限公司和北京南悦房地产开发有限公司所致。公司投资活动产生的现金流量净额为-66.01 亿元，较上年净流出规模大幅增长 17.38 倍。

筹资活动方面，2017 年公司筹资活动现金流入为 190.23 亿元，较上年下降 30.04%，主要系通过借款取得资金规模下降所致；筹资活动现金流出为 89.78 亿元，较上年大幅下降 50.11%，主要系偿还债务本息下降所致。2017 年，公司筹资活动现金流量净额为 100.45 亿元，较上年增长 9.19%。

总体看，2017 年公司经营活动现金仍呈现净流出状态，但净流出规模有所下降；公司加大对联营企业投资，投资活动净流出规模大幅上升；受取得借款规模下降影响，公司筹资活动流入现金规模下降，公司经营和投资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

从短期偿债能力指标来看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别由年初的 5.30 倍和 3.02 倍下降至 3.78 倍和 2.09 倍。截至 2017 年底，公司现金短期债务比由年初的 2.76 倍下降至 1.28 倍。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看，2017 年公司 EBITDA 为 8.82 亿元，较上年大幅增长 73.35%，主要由利润总额（占 52.91%）和计入财务费用的利息支出（占 41.82%）构成；2017 年公司 EBITDA

较上年大幅增长 73.35%，主要系公司利润总额及计入财务费用的利息支出大幅增长所致。2017 年，公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.01 倍提升至 0.02 倍，但 EBITDA 对全部债务的保障程度仍较弱。EBITDA 利息倍数由上年的 0.35 倍上升至 0.57 倍，EBITDA 对利息支出的保障程度偏弱。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2017 年底，公司共获得银行授信金额为 463.10 亿元，未使用额度为 167.23 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2017 年底，公司对外担保金额为 8.00 亿元，为对北京悦恒置业有限公司提供的担保，保证期间为主债务履行期（2017.7.31~2020.6.9）。公司上述担保余额占公司总资产的比例为 1.09%，占公司净资产的比例为 5.78%，占比较小，公司对外担保风险可控。

截至 2017 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 2018 年 4 月 9 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，公司短期偿债能力强，间接融资渠道通畅，或有负债风险较小。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年底，公司货币资金达 124.98 亿元，约为“15 天恒债”余额（15 亿元）的 8.33 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达 138.49 亿元，约为债券余额（15 亿元）的 9.23 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，2017 年，公司 EBITDA 为 8.82 亿元，约为债券余额（15 亿元）的 0.59 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 2017 年经营活动产生的现金流入 163.54 亿元，约为“15 天恒债”余额（15 亿元）的 10.90 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，并考虑到公司作为西城区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

2017 年西城区经济实力强，区位优势突出，为公司提供良好的外部环境，作为西城区棚户区改造及土地一级开发的重要主体，公司棚户区改造业务承接量有所增加，在建设资金方面得到外部的有力支持，房地产业务发展良好。同时，联合评级也关注到公司土地整理业务受政府规划影响大、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西城区政府对棚户区改造及中心城区疏解整治推进力度的加大，公司经营状况有望保持稳定。

综上，联合评级上调公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时上调“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	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	592.32	732.35
所有者权益（亿元）	134.59	138.49
短期债务（亿元）	39.92	97.30
长期债务（亿元）	329.21	387.38
全部债务（亿元）	368.74	484.68
营业收入（亿元）	66.65	44.63
净利润（亿元）	2.46	3.97
EBITDA（亿元）	5.09	8.82
经营性净现金流（亿元）	-57.60	-19.10
应收账款周转次数(次)	2.76	1.43
存货周转次数（次）	0.24	0.11
总资产周转次数（次）	0.13	0.07
现金收入比率（%）	85.56	134.23
总资本收益率（%）	0.76	1.36
总资产报酬率（%）	0.93	1.26
净资产收益率（%）	1.89	2.91
营业利润率（%）	11.78	26.15
费用收入比（%）	8.67	19.76
资产负债率（%）	77.28	81.09
全部债务资本化比率（%）	73.26	77.78
长期债务资本化比率（%）	70.98	73.67
EBITDA 利息倍数（倍）	0.35	0.57
EBITDA 全部债务比（倍）	0.01	0.02
流动比率（倍）	5.30	3.78
速动比率（倍）	3.02	2.09
现金短期债务比（倍）	2.76	1.28
经营现金流动负债比率（%）	-54.72	-10.65
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.34	0.59

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现金流流出的资本化利息，所涉及资本化利息相关指标或将高估；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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

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。