

信用等级公告

联合[2014] 542 号

联合资信评估有限公司通过对北京天恒置业集团及其拟发行的2014 年度 15 亿元企业债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

北京天恒置业集团
主体长期信用等级为
AA

北京天恒置业集团
2014 年度 15 亿元公司债券的信用等级为
AA

特此公告。



联合资信评估有限公司
二零一四年九月十九日

北京天恒置业集团

2014 年度 15 亿元企业债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA

本期债券发行额度: 15 亿元

本期债券期限: 6 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

发行目的: 用于棚户区改造项目建设

评级时间: 2014 年 9 月 19 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额(亿元)	99.84	155.49	201.28
所有者权益(亿元)	35.39	48.45	66.27
长期债务(亿元)	24.51	51.51	86.73
全部债务(亿元)	28.51	51.51	87.73
营业收入(亿元)	5.72	17.47	15.52
利润总额(亿元)	1.93	5.36	3.75
EBITDA(亿元)	2.45	5.90	4.34
经营性净现金流(亿元)	-22.48	-7.84	-27.66
营业利润率(%)	37.11	37.87	31.05
净资产收益率(%)	4.13	8.36	4.12
资产负债率(%)	64.55	68.84	67.08
全部债务资本化比率(%)	44.62	51.53	56.97
流动比率(%)	383.61	446.31	755.25
全部债务/EBITDA(倍)	11.64	8.74	20.22
EBITDA 利息倍数(倍)	1.17	1.75	0.72
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.16	0.39	0.29

注: 企业 2013 年底长期应付款中 9.79 亿元信托贷款已调整至当期长期债务。

分析师

霍 焰 刘新泉

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对北京天恒置业集团(以下简称“天恒置业”或“企业”)的评级反映了企业作为北京市西城区国有独资的房地产开发企业及重要的保障房建设实施主体, 得到了北京市西城区国有资产管理委员会在资金注入等方面的有力支持。同时, 联合资信也关注到企业未来投资规模较大、存货占比高及债务规模增长较快等因素对企业信用水平产生的不利影响。

未来伴随国家对保障房建设的政策推动及北京市对保障性住房财力支持的加大, 企业将进一步加大对保障房建设的投资规模, 为未来业务的发展提供有效的支撑。联合资信对企业评级展望为稳定。

基于对企业主体长期信用和本期企业债券偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 本期企业债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 国家“十二五”规划对保障性住房政策支持力度加大, 加之北京市计划将棚户区改造规模进一步扩大, 为企业营造了良好的外部发展环境。
2. 企业是北京市及西城区保障性住房的主要投资建设主体之一, 区政府在资金注入、政策等方面给予了有力支持。
3. 本期债券募投项目预期收入对本金及利息覆盖程度较高。

关注

1. 国家房地产从紧政策趋势将延续, 增加了房地产市场未来一段时间内运行的不确定性。
2. 企业投资开发力度和施工面积扩大, 对外

融资规模增长较快，债务规模快速上升，资金平衡压力加大。

3. 受房地产行业宏观调控影响，企业销售收入和现金流量波动较大。
4. 本期债券采用到期一次还本方式，集中偿付压力较大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与北京天恒置业集团构成委托关系外，联合资信、评级人员与北京天恒置业集团不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因北京天恒置业集团和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由北京天恒置业集团提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、北京天恒置业集团 2014 年度 15 亿元企业债券信用等级自本期企业债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

北京天恒置业集团（以下简称“企业”）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 1980 万元。2001 年 5 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。2001 年，根据西财企[2000]69 号、西财企[2001]43 号及西财企[2001]138 号等文件批复，西城区政府对企业进行多次增资，企业注册资本增加至 18377.4 万元。2004 年 8 月 3 日，根据西城区人民政府西政发[2004]21 号文批复，企业由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”）履行出资人职责，企业隶属单位由北京市西城区建设委员会变更为西城区国资委。2008~2013 年，根据西财企指[2007]691 号、西财企指[2008]589 号、西国资复[2009]2 号、西国资发[2009]40 号等文件批复，西城区财政局和西城区国资委分别对企业进行多次增资。截至 2013 年底，企业注册资本 498322.66 万元，西城区国资委持有企业 100% 股权，是企业的唯一股东。企业的类型为全民所有制企业，实际控制人为西城区国资委。

企业经营范围：房地产开发、房屋维修；销售民用建材、百货。

企业目前下设行政人力中心、财务管理中心、战略发展中心、资本运营中心、资产管理中心、风险控制中心、党委工作部、群众工作部 8 个业务职能部门。截至 2013 年底，企业拥有职工 753 人及 24 家纳入合并范围子公司（其中 11 家二级子公司见附件 1-3）。

截至 2013 年底，企业资产总额 201.28 亿元，所有者权益 66.27 亿元（含少数股东权益 5.11 亿元）；2013 年实现营业收入 15.52 亿元，利润总额 3.75 亿元。

企业注册地址：北京市西城区阜外大街 31

号；法定代表人：刘洪文。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

企业计划发行 15 亿元企业债券（以下简称“本期债券”），期限为 6 年。本期债券采用单利按年计息，在存续期内每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券投资项目概况

企业发行本期债券所募集资金全部用于“百万庄北里居民住房改善”项目。依据北京市住房和城乡建设委员会出具的《关于西城区百万庄北里居民住房改善项目纳入棚户区改造计划的意见》（京建函[2013]410 号），该项目已列入 2013 年北京市棚户区改造和环境整治工作计划范围，同时按照《国务院关于加强棚户区改造工作的意见》（国发[2013]25 号）的要求，该项目全部纳入全国 1000 万套棚户区改造计划指标中。根据《关于研究百万庄棚户区改造项目等工作的会议纪要》（西城区人民政府会议纪要第 62 期）的要求，由北京天恒房地产股份有限公司（以下简称“天恒股份”）作为项目实施单位。企业直接持有天恒股份 78.50% 的股份。

该项目地点位于北京市西城区，三里河路与车公庄大街交叉口的东南侧。规划用地四至为：东至百万庄居住区，南至百万庄南街，西至三里河路，北至车公庄大街。由北至南被现状道路划分为 4 个地块（A、B、C、D 四个区）。

该项目规划总用地面积约 3.40 万平方米，建设用地 3.40 万平方米，总建筑面积 23.79 万平方米，其中计算容积率面积为 16.00 万平方米。规划商业建筑面积 3.60 万平方米，住宅建筑面积 12.40 万平方米。

表1 募投项目主要建筑指标（单位：平方米、个）

总用地面积	34010.50
建设用地面积	34010.50
容积率	4.70
总建筑面积	237917.50
计容建筑面积：	159980.90
其中：1. 商业建筑面积	36029.30
（1）可售商业	25982.00
（2）回迁商业	10047.30
2. 住宅建筑面积	123951.60
（1）住宅建筑面积	121512.60
（2）配套建筑面积	2439.00
3. 地下建筑面积	77936.60
（1）商业建筑面积	33005.00
（2）车库面积	44931.60
（3）地下车位数量	859

资料来源：项目申请报告

注：上表数据来自项目申请报告，项目实施时的具体指标仍处于审批阶段

该项目整体改造实施的主要节点包括：前期手续的办理、预征收阶段、正式征收阶段、回迁安置房及公建建设、交房入住及相关后续事项。自张贴正式征收决定起，改造总时间为三年。项目前期工作已全面启动，截至目前，该项目已获得北京市西城区发展和改革委员会西发改[2013]245 号及北京市西城区环境保护局西环保项目审字[2013]0231 号文件批复，同时也获得北京市国土资源局西城分局出具的用地预审意见（京国土西预[2013]18 号）。项目目前处于前期拆迁工作，预计 2014 年底完成拆迁工作。

该项目成本费用包括征收费用、勘察费用、设计费用、监理费用、施工、设备、材料、财务费用、管理费用等。根据项目申请报告计算，该项目总投资估算 421155 万元，其测算具体说明如下表。本期债券计划募集资金占项目总投资的 35.62%。

表2 募投项目总成本费用汇总表（单位：万元、%）

费用名称	费用	占比
------	----	----

一、房屋征收费	132684	31.50
二、土地费用	19147	4.54
三、前期费用	5328	1.27
四、建筑安装工程费	128756	30.57
五、管理费用	2859	0.68
六、不可预见费	57183	13.58
七、两税一费	26027	6.18
八、财务费用	49171	11.68
总成本费用	421155	100.00

资料来源：项目申请报告

该项目房屋将主要用于改项目居民回迁安置，少量剩余房屋作为对接房源进行全市统筹分配，优先满足西城区政府使用，以平衡项目开发资金缺口。经测算，该项目预期收益为 451113 万元，预计总成本费用约 421155 万元，利润总额为 29957 万元，收益率为 8.38%，投资回收期为 4.90 年。

表3 募投项目预期收益一览表

名称	计量单位	单价	租金（元/平方米·天）	可售面积（㎡）	收益（万元）
住宅	元/㎡	60000	0	44200	265201
回购房屋	元/㎡	46700	0	6200	28954
住宅面积补差款	元/㎡	5600	0	34250	19180
回购地下商业	元/㎡	6500	0	4100	2665
地上商业租金	元/㎡	41052	12	25982	106661
地下商业租金	元/㎡	6842	2	28905	19777
地下车库租金	元/㎡	1931	0.50	44932	8677
合计					451113

资料来源：项目申请报告

该项目在发展规划、产业政策、资源拆迁改造及综合利用、环境生态、经济影响等方面均符合国家相关规定及要求，适宜整体改造建设。整体看，项目具有良好的社会效益和经济效益。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三

中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

图 1 2009 年以来中国 GDP 季度增长情况



资料来源：国家统计局

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财

政支出结构，保障和改善民生。2013 年全年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策仍得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全年社会融资规模为 17.29 万亿，比上年多 1.53 万亿；其中人民币贷款增加 12.97 万亿，同比增加 2.54 万亿；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，分别增加 2.55 亿元和 1.84 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中

长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预

期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

企业是一家具备房地产综合开发能力的大型企业。企业主要经营的行业板块有保障性住房建设、房地产开发、物业管理与服务和文化产业（旧城历史文化保护）。

（1）保障性住房建设

行业概况

“十六大”以来，中国城镇化发展迅速，2002年至2013年，中国城镇化率以平均每年增长1.30%的速度发展，城镇人口平均每年增长2082万人。2013年，城镇人口比重达到53.7%，比2002年上升了14.6%，城镇人口为73111万人，比2002年增加了22899万人。但与此同时，中国城镇化进程中规模扩张的制约和品质提升的压力日渐凸显：一方面，城市外延的可用土地资源已接近极限，城市要转向内涵式发展，提高现有城市空间的利用品质和使

用效率；另一方面，高速的城镇化进程带来大量住房需求，住房供需失衡严重，政府需要提供多种形式的保障性住房以满足人们日益增长的居住需要。因此针对城市、工矿区内人均面积小、居住条件差的危旧城区和棚户区开展改造，以及改善廉租住房和公共租赁住房配租标准不平衡导致廉租住房过剩空置的现状，是保障性安居工程的重要组成部分。

保障性住房是指政府在对中低收入家庭实行分类保障过程中所提供的限定供应对象、建设标准、销售价格或租金标准，具有社会保障性质的住房。保障性安居工程主要是指城市的廉租住房、城市的经济适用住房，也包括在一些林区、垦区、煤矿职工的棚户区（危旧房）改造、游牧民定居工程。保障性住房一般由廉租房、经济适用房、公共租赁房（政策性租赁住房）、限价房（两限商品住房）以及棚改房构成。其中，廉租房是指政府以租金补贴或实物配租的方式，向符合城镇居民最低生活保障标准且住房困难的家庭提供社会保障性质的住房；经济适用住房是指政府提供政策优惠，限定套型面积和销售价格，具有保障性质的政策性住房；公共租赁房是指按照市场租价水平调节后向中等偏下收入住房困难家庭提供可租赁的住房；两限商品住房是指限房价、限套型的普通商品住房；棚改房是指通过棚户区改造提供的保障性住房。

为推动科学发展、加快转变经济发展方式、保障和改善民生，2009年，国务院批准由住建部牵头，十六部委联合成立全国保障性安居工程协调小组，专门负责组织协调全国范围内保障房安居工程的建设；在中央提出的新一轮城镇化建设规划中，保障房的全面规划对于建设多层次住房保障体系具有不可替代的作用。

2010年国务院出台《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，要求“加快保障性安居工程建设，保障性住房、棚户区改造和中小套型普通商品住房用地不低于住房

建设用地供应总量的70%，并优先保证供应；房价过高、上涨过快的地区，要大幅度增加公共租赁住房、经济适用住房和限价住房供应”。

2011年3月14日第十一届全国人民代表大会第四次会议批准的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》中明确：“强化各级政府责任，加大保障性安居工程建设力度，基本解决保障性住房供应不足的问题。多渠道筹集廉租房房源，完善租赁补贴制度。重点发展公共租赁住房，逐步使其成为保障性住房的主体。加快各类棚户区改造，规范发展经济适用住房。建立稳定投入机制，加大财政资金、住房公积金贷款、银行贷款的支持力度，引导社会力量参与保障性住房建设运营”。

“十二五”期间，中国将加大保障性住房的建设规模，提高保障性住房在住房供应体系中的比重，重点将加快发展公共租赁房，继续推进廉租住房和经济适用住房建设，增加限价商品住房供应。同时，继续大力推进各类棚户区改造。“十二五”期间，中国将新建各类保障性住房3600万套，保障性住房的覆盖率将达到20%。按照《住房和城乡建设部关于做好2013年城镇保障性安居工程工作的通知》，2013年全国城镇保障性安居工程建设任务是基本建成470万套、新开工630万套。财政部于2014年4月14日公布的《2013年财政支持保障性安居工程建设情况》显示，2013年，全国共开工建设城镇保障性安居工程666万套，基本建成544万套。

总体看，由于近两年部分地区房地产价格呈现快速上涨趋势，中国政府连续出台了通过土地、税收和购房信贷等一系列措施调控市场的政策。随着调控政策累积效应逐渐显现，作为国家房地产调控以及改善民生重要举措的保障房地产市场将面临较大发展空间。

行业政策

20多年来，中国住房制度改革不断深化，城市住宅建设持续快速发展，城市居民住房条

件总体上有了较大改善，但城市廉租住房制度建设相对滞后，经济适用住房制度不够完善，政策措施还不配套，部分城市低收入家庭住房还比较困难。近年来，党中央、国务院高度重视解决城市居民住房问题，力争改善群众居住条件，并将其作为城市住房制度改革和房地产业发展的根本目的。

2007 年国务院 24 号文通过《国务院关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》（以下简称“《意见》”）。《意见》明确了住房问题是重要民生问题，要切实建立健全城市廉租住房制度，地方各地人民政府要切实落实廉租住房保障资金，土地出让净收益用于廉租住房保障资金比例不得低于 10%。同年，建设部 139 次常务会议通过《廉租住房保障办法》（以下简称“《办法》”），《办法》明确廉租住房保障方式、保障资金及房屋来源、申请与核准流程以及监督管理制度。其中，《办法》明确廉租住房建设用地，应当在土地供应计划中优先安排，采取划拨方式，保证供应；保障资金中资金主要来源为：财政预算，公积金增值收益，租金收入，土地出让净收益。

2011 年国务院办公厅发布《关于保障性安居工程建设和管理的指导意见》（以下简称“《指导意见》”），《指导意见》再次明确了保障房建设是党中央、国务院保障和改善民生采取的重大措施；要坚持政府主导，政策扶持，引导社会参与；确保用地供应，中央和地方政府加大财政资金投入力度，加大信贷支持，落实税费减免政策。同年，为保障保障房建设的信贷资金供应，央行、银监会联合发文（银发〔2011〕193 号），要求各银行等相关金融机构要认真做好保障性安居工程的金融服务工作；保监会也对关于险资参与保障房建设方面给予明确的政策指导支持，目前保险资金已经参与了天津、上海的保障房建设，各金融监管部门对保障房建设持明确的支持态度。

2012 年住建部，国家发改委，财政部，国土资源部，人民银行，国家税务总局，银监会

联合发布《关于鼓励民间资本参与保障性安居工程建设有关问题的通知》（以下简称“《通知》”），《通知》鼓励和引导民间资本通过直接投资、间接投资、参股等多种方式参与保障性安居工程建设。

2013 年 6 月 26 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，研究部署加快棚户区改造，促进经济发展和民生改善，未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户，其中 2013 年改造 304 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度；鼓励“信贷组合”方式用于棚改债券；允许棚改债券规模由项目总投资的 60%提升至 70%。

区域行业概况及未来发展

2011 年 3 月 16 日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》，其中在保障性住房建设规划方面，通过增加保障性住房的建设和供应增加房地产市场的有效供给，缓解房地产市场供需矛盾。“十二五”期间全国将新建各类保障性住房和棚户区改造 3600 万套，具体为 2011 年建设 1000 万套，2012 年 1000 万套，2013~2015 年建设 1600 万套，使保障性住房的覆盖率达到 20%。

“十二五”期间，北京市将以保障性住房为重点，全面推进住宅产业化，拟将建设、收购保障性住房 100 万套，竣工 70 万套，投资规模达 6000 多亿元，到 2015 年产业化建造方式的住宅达到当年开工建筑面积 30%以上，累计示范面积超过 1500 万平方米。同时北京市将进一步扩大棚户区改造范围，将中心城区平房院落修缮、老旧小区综合整治、城中村边角地整治和城乡结合部改造 4 类项目纳入棚户区改造范围。计划用五年时间，改造 527 个中心城区棚户区项目，计划 5 年投入 5000 多亿元，惠及居民 23 万户。2013 年北京市保障房建设完成投资 857.5 亿元，同比增加 111.3 亿元，

开工项目有 117 个，竣工项目 72 个；2013 年北京市新开工建设、收购各类保障房 17.3 万套，竣工 7.4 万套。

近年来，西城区人民政府一直加大公共财政向社会民生领域的倾斜力度，最大限度地满足居民的公共需求。2013 年西城区人民政府预计用于社会民生领域的财政资金将达到 177.63 亿元，比 2012 年增长 16.29%。在财政资金支持等各项政策的有利支持下，西城区按照北京市“以区为主、全市统筹”的要求，积极建设各类保障性住房项目以解决北京市中心城区居民的住房困难。从 2010 年至今，西城区已在昌平回龙观、房山长阳、丰台张仪村等地块开工建设各类保障性住房。2012 年，西城区的保障性住房开工建设任务达到 1.5 万套；2013 年至 2015 年，西城区的保障性住房建设任务总量预计将达到 3 万套。

综上所述，中国尤其是北京市和西城区的保障性住房建设行业未来仍存在较大的发展空间和较好的发展机遇。

（2）房地产开发行业

行业概况与行业政策

房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2008 年底，为了刺激内需，稳定经济增长，改善民生，中国政府出台了多项信贷、消费政策，旨在维护房地产市场稳定，支持房地产行业平稳调整。在相关具体政策的拉动下，2009 年中国房地产市场整体呈现快速复苏态势，市场需求有所释放，超过同期的开发投资规模增速。

随着房价的快速上涨，中国对房地产的政策由支持逐步转向收紧。2009 年 12 月 9 日以来，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，房地产行业政策显著收紧。打击囤地、增加保障性住房用地等的土地政策和调整二套房首付最低比例限制及个人住房贷款利率等的货币政策仍然是政府调控房地产市场的主要手段。

2010 年 4 月为抑制房地产价格的快速上涨，国家出台了更为严厉的房地产政策，发出《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，提出十条举措，称为房地产“新国十条”。主要内容包括：一、停发第三套房贷：对商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况暂停发放购买第三套及以上住房贷款；二、遏制外地炒房者：对不能提供一年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款；三、政府问责机制强化执行力：要求各地区、各有关部门认真落实中央确定的房地产市场调控政策，建立考核问责机制，对稳定房价、推进保障性住房建设工作不力，影响社会发展和稳定的，要追究责任。

2010 年 9 月，中国国土资源部表示将严格土地竞买人资格审查，土地闲置一年以上竞买人及其控股股东将被禁止拿地。同月，国务院批准，财政部、国家税务总局、住房和城乡建设部五大部委联合发布房产调控新政策：包括限购令、差别化住房信贷政策、调整住房交易环节的契税和个人所得税优惠政策、切实增加住房有效供给等五条措施。

2011 年 1 月 26 日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，第三轮房地产调控启动。其中房贷方面，二套房贷首付比例提至六成，限购令也推向了全国执行，开征房产税、扩大营业税征收范围，在房地产购买限制、持有成本和交易税费方面都进行了大范围调整。2011 年 1 月 27 日，中国上海和重庆宣布从 1 月 28 日起开征房产税，税率为 0.5%~1.2%。2011 年 1 月 27 日，中国财政部表示，自 2011 年 1 月 28 日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

对于房地产开发企业，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业，要在规定时间内一次性公开全部房源，严格按照申报价格，明码标价对外销售。住房城乡建

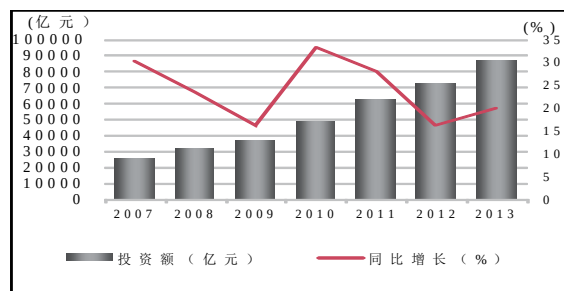
设部门要会同有关部门，加大对捂盘惜售、囤积房源，散布虚假信息、扰乱市场秩序等违法违规行为的查处力度，加强对住房特别是保障性住房的工程质量安全监管。国土资源部门要严格土地出让价款的收缴，深化合同执行监管，加强对闲置土地的调查处理，严厉查处违法违规用地和囤地、炒地行为。

2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，要求各直辖市、计划单列市和除拉萨外的省会城市要按照保持房价基本稳定的原则，制定并公布年度新建商品住房价格控制目标，建立健全稳定房价工作的考核问责制度。严格执行商品住房限购措施，已实施限购措施的直辖市、计划单列市和省会城市要在限购区域、限购住房类型、购房资格审查等方面，按统一要求完善限购措施。

行业市场情况

2011 年受房地产调控政策及货币政策仍然维持紧缩政策取向等多种因素综合影响，房地产市场价格呈下行趋势，进入 9 月份，调控效果在限购城市进一步显现，百城住宅均价出现近一年来的首次下跌，9 月~11 月一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是东部沿海的上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，主流品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过 20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。2011 年全国房地产开发投资 61740 亿元，同比增长 27.9%；房屋新开工面积 19.01 亿平方米，同比增长 16.2%，增速放缓。

图 2 中国房地产开发投资完成额情况



资料来源：wind 资讯

2012 年，房地产投资增速放缓，全年房地产开发投资 71804 亿元，比上年增长 16.2%。其中，住宅投资 49374 亿元，增长 11.4%；办公楼投资 3367 亿元，增长 31.6%；商业营业用房投资 9312 亿元，增长 25.4%。2012 年，商品房施工面积 57.3 亿平方米，比上年增长 13.2%，增幅减小 12 个百分点；新开工面积 17.7 亿平方米，比上年减少 7.3%，增幅减小 23.5 个百分点；竣工面积 9.9 亿平方米，比上年增长 7.3%，增幅减小 6 个百分点。

2013 年，中国固定资产投资（不含农户）为 43.65 万亿元，同比增长 19.6%；其中，房地产开发投资额为 8.60 万亿元，同比增长 19.8%。房地产开发投资占全社会固定资产投资总额（不含农户）的比重为 19.7%，对拉动固定资产投资和国民经济发展具有重要作用。

2013 年，全国房地产开发施工面积同比保持较快增长。2013 年，房地产开发投资 86013 亿元，比上年增长 19.8%。其中，住宅投资 58951 亿元，增长 19.4%；办公楼投资 4652 亿元，增长 38.2%；商业营业用房投资 11945 亿元，增长 28.3%。

房地产价格方面，从全国价格月度环比变化来看，2012 年，70 大中城市二手住宅与新建住宅价格分别于 4 月份和 6 月份企稳；11 月份和 12 月份，新建住宅价格上涨幅度较大。新建住宅价格环比平均涨幅 6 月份以来企稳回升，11 月份和 12 月份价格环比涨幅均为 0.3%；二手住宅价格环比平均涨幅 4 月份以来止跌，之后各月价格保持稳中有升，但涨幅均不超过 0.1%。2013 年，全国商品房销售面积和销售金额也保持了较快的增长速度。全国商品房销售面积 13.06 亿平方米，比上年增长 17.3%；其中，住宅销售面积增长 17.5%，办公楼销售面积增长 27.9%，商业营业用房销售面积增长 9.1%。商品房销售额 81,428 亿元，比上年增长 26.3%；其中，住宅销售额增长 26.6%，办公楼销售额增长 35.1%，商业营业用房销售额增长 18.3%。

区域行业概况及未来发展

从北京市房地产价格来看,根据北京市住建委网签数据,2012 年全年北京市商品住房共签约 23 万套,同比增长 36.9%,其中新建商品住房和二手住房分别为 9.4 万套和 13.6 万套,全年北京新建商品住房成交均价 2.07 万元/平方米,比 2011 年下降 7.6%。

2013 年,北京市商品房施工面积为 13886.9 万平方米,比上年同期增长 5.8%。其中,住宅施工面积为 7406.9 万平方米,下降 1.4%;写字楼为 2114.1 万平方米,增长 23.5%;商业、非公益用房及其他用房为 4365.9 万平方米,增长 11.9%。

2013 年,北京市商品房销售面积为 1903.1 万平方米,比上年下降 2.1%。其中,住宅销售面积为 1363.7 万平方米,下降 8.1%;写字楼为 317.9 万平方米,增长 25.4%;商业、非公益用房及其他为 221.5 万平方米,增长 7.1%。北京市住宅销售面积下降带来的商品房销售面积减少主要是保障性住房入市等楼市调控政策因素影响。2013 年北京市保障房建设完成投资 857.5 亿元,同比增加 111.3 亿元,开工项目有 117 个,竣工项目 72 个;2013 年北京新开工建设、收购各类保障房 17.3 万套,竣工 7.4 万套。上述实质性的楼市调控政策是北京市 2013 年住宅销售面积下降的主要因素。

根据《北京市“十二五”时期建筑业发展规划》,北京市将需要完成各类房屋年均竣工面积 3500 万平方米,住宅年均竣工面积 2600 万平方米左右,其中住宅产业化示范项目建筑面积占当年新开工面积比例不低于 10%,这将对北京市房地产企业提出更高的要求,同时北京市房地产行业也将面临较为激烈的市场竞争和选择淘汰。

随着国民经济的快速增长,城市化进程的加快,土地供应刚性加强,未来房地产业仍将在国民经济中占据重要地位,并保持平稳增长的景气度。但房地产业也受到政府调控的直接影响,因此政府调控力度的大小一定程度上也

决定着房地产行业的发展。北京市人民政府也配合出台了《北京市人民政府贯彻落实国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨文件的通知》等一系列地方性调控政策,目的旨在“坚决抑制投资投机性住房需求”、“加快保障性住房建设,加强房地产市场调控”。

未来,从全国的城镇现代化发展角度看,商业房地产和住宅房地产的发展空间并未受到压缩,预期未来其投资额仍将保持平稳增长。住宅房地产是政府专项调控政策的重点,但由于国家对保障性住房投资力度的加大,继续推进廉租住房和经济适用住房建设、各类棚户区改造工作以及扩大农村危房改造试点等,上述保障性住房建设所新增投资将会对住宅房地产开发投资保持较好的增长带来了新的契机。

未来国内房地产行业将进入快速整合期,国家政策导向成为房地产市场运行的关键,房地产行业竞争的重心将倾向融资能力及品牌影响力,品牌地产商将通过盈利模式复制及合作兼并等方式逐步扩大市场份额,行业集中度将逐步提高。随着房地产行业市场竞争的升级,资本实力将成为企业竞争的主导因素,实力雄厚、具有相当规模和品牌优势、规范成熟的房地产企业将成为市场的领导者。

(3) 文化产业

企业目前的文化产业主要以旧城历史文化保护区内房屋保护和修缮业务为主。

根据中国参与签订的《保护世界文化和自然遗产公约》,从历史、艺术或科学角度看,因其建筑的形式、同一性及其在景观中的地位,具有突出、普遍价值的单独或相互联系的建筑群应当被列为文化遗产。

但是在国内城市建设初期,中国大部分城市采用类似技术,追求大规模的建筑群、大量的建筑物,导致城市面貌千篇一律,而这种单一面貌的文化正在吞噬以历史城镇、历史街区、古老建筑为标志的城市特色和民族文化特色。有的城市为了追求提高宝贵的城市用地的

使用率，使土地增值，不惜在历史文化遗产密集的区域进行开发。有的地方为了满足现代城市中高速、便捷的机动车的需要，改变历史城市的格局和风貌，甚至直接拆除或迁移历史文化遗产。同时，许多历史文化名村、古镇受到了不同程度的破坏。在经济发达地区，有的因经济社会发展需要，对旧村、旧镇进行盲目改造，导致历史文化遗产的开发性破坏；在经济落后地区，将古建筑的一些部件拆卸下来，卖作装饰品，也使历史文化遗产遭破坏。因此近年来中国历史文化遗产尤其是历史文化保护区内房屋保护和修缮越来越受到政府的重视。

中国《宪法》第 22 条第 2 款规定“国家保护名胜古迹、珍贵文物和其他重要历史文化遗产。党的十六大报告明确提出要“扶持对重要文化遗产的保护工作”，为中国进行历史文化遗产保护以及其他相关工作建立了牢固的法律和政策基础。

北京是一个具有两千多年建城史、800 年建都史的历史文化名城，是一个多民族文化汇聚的大都市，尽管历经时代变迁和战争破坏，北京市仍然保留下许多宝贵的历史文化遗产。2004 年，北京市规划、文物部门组织编制《北京第二批 15 片历史文化保护区保护规划》。其中旧城区内 5 片：皇城、北锣鼓巷、张自忠路北、张自忠路南、法源寺。其他 10 片在郊区：海淀区西郊清代皇家园林；丰台区卢沟桥宛平城；石景山区模式口；门头沟区三家店村、爨底下村；延庆县岔道城村、榆林堡村；密云县古北口老城、遥桥峪和小口城堡；顺义区焦庄户村，北京历史文化保护区面积合计为 1525.57 万平方米。

近年来随着城市建设、旧城改造的步伐加快，北京市在遗产保护、文物保护、古都风貌的保持上做出了巨大的努力。2002 年 4 月，《北京历史文化名城保护规划》正式颁布实施，其内容分为文物保护单位的保护、历史文化保护区的保护和名城整体保护三个层次，提出从整

体上保护北京旧城的重要原则。这是对北京历史文化名城的整体保护具有重要指导作用的纲领性文件。从 2003 年开始，北京市通过对南池子历史文化保护区修缮改建工程的成功试点，在处理危改与城市发展、历史文化名城保护之间的关系上思路逐渐清晰，探索出了一条新的科学的“保存—更新—延续”发展观。同时，通过划定历史文化保护区的方式，加大对北京文化名城的保护力度。这些工作的展开使北京的历史名城保护取得了一些可喜的成绩并积累了宝贵的经验。

2009 年，北京市出台了《北京旧城历史文化街区房屋保护和修缮工作的若干规定（试行）》，在规定中明确了旧城历史文化街区房屋保护和修缮工作坚持整体保护、有机更新，政府主导、多方参与，保护风貌、改善民生和促进发展相结合的政策原则，并且在房屋保护和修缮方式以及房屋保护和修缮责任人方面做出了细节的规定。

同时北京市在经济投入力度上也逐步加大力度，从 2000 年至 2007 年，北京市先后实施“3.3 亿文物保护计划”和“人文奥运文物保护计划”，政府投入 9.3 亿元，带动社会资金 60 亿元，对文物建筑进行抢修保护。在此基础上，2008 年北京市制定并启动了《北京文物修缮保护利用中长期规划》，按照该项规划，北京市政府每年将投入 1.5 亿元人民币，即从 2008 年开始 8 年内由政府投资 12 亿元人民币，对全市文物建筑采取消减安全隐患、整治文物环境、实施文物修缮保护等各方面的措施。

综上所述，北京市政府在推进实施城市建设构想中对文化遗产保护十分重视，在资金和政策方面有很大投入，使北京的文物保护和历史文化名城保护取得了历史以来的新突破，促进了北京市旧城历史文化保护区内房屋保护和修缮行业健康发展的良好局面。

2. 区域经济分析

企业主要经营区域为北京市西城区，北京

市西城区位于北京市中心城区西部。东以鼓楼外大街、人定湖北巷、旧鼓楼大街、地安门外大街、地安门内大街、景山东街、南长街、北长街、天安门广场西侧为界与东城区相连；北以南长河、西直门北大街、德胜门西大街、新街口外大街、北三环中路、裕民路为界与海淀区、朝阳区毗邻；西以三里河路、莲花池东路、马连道北路为界，与海淀区、丰台区接壤；南以永定门西滨河路、右安门东城墙、右安门西城墙为界，与丰台区相连。辖区设 15 个街道、255 个社区。总面积 50.70 平方千米。

根据《北京市西城区国民经济和社会发展的第十二个五年规划》，北京市西城区将建设成为国家政治中心的主要载体、具有国际影响力的金融中心、传统与现代融合发展的文化中心、国内外知名的商业中心和旅游地区以及和谐宜居健康的首都功能核心区。未来西城区将加大投资金额、加快建设一批保障性住房，加强文物保护修缮等旧城改造力度，城市建设发展势头强劲。同时西城区将加快推动发展方式转变，全面提升城市发展品质，坚持以加快转变经济发展方式为主线，坚持以改革创新为动力，坚持以改善民生为目的，全面实施“服务立区、金融强区、文化兴区”战略，努力把西城区建设成为“四个服务”示范区、高端服务业发展示范区、“人文北京、科技北京、绿色北京”示范区和社会和谐示范区，以更高的标准创造城市美好生活，在北京建设中国特色世界城市的进程中走在前列。

2013 年西城区实现地区生产总值 2825.7 亿元，比上年增长 9.0%，高于全国 7.7% 和上海 7.7% 的增长速度，国民经济保持平稳发展，综合实力进一步增强。西城区经济以第二产业和第三产业为主，2013 年西城区实现第二产业增加值 275.5 亿元，比上年增长 4.8%；第三产业增加值 2559.1 亿元，增长 9.4%。2013 年全区财政收入稳步增加，全年完成公共财政预算收入 341.9 亿元，比上年增长 9.4%。2013 年末，西城区城镇登记失业率为 0.73%，比上半年下

降 0.21 个百分点。2013 年居民人均可支配收入 43479 元，比上年增长 9.3%。固定资产投资全年累计完成 213.0 亿元，比上年增长 7.3%。其中，房地产开发投资全年完成 114.8 亿元，比上年下降 11.6%，占全区固定资产投资额的 53.9%。

此外，2013 年在北京市政府的协调下，西城区将进一步推进和参与北京市的城市南部地区加快发展行动计划，未来三年西城区将继续大力推进该计划的建设，目前西城区已基本完成了项目征集工作，拟上报项目共 30 余项，初步测算总投资规模近 140 亿元。

从西城区优良且日趋增长的财政收入水平以及相对发达的经济发展水平上看，西城区强劲的经济实力对于自身城市建设起到了有力的支撑，也为企业的业务发展创造了广阔的发展空间，并对保障性住房、房地产开发和文化产业等项目建设提供了有力保障。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2013 年底，企业注册资本 498322.66 万元，西城区国资委持有企业 100% 股权，是企业的唯一股东。2013 年，根据西国资发[2013]2 号、西国资发[2013]7 号、西国资办发[2013]69 号、西国资办发[2013]85 号等文件批复，西城区国资委分别对企业增加资本金人民币 47000 万元、25450 万元、45000 万元和 30500 万元。企业的类型为全民所有制企业，实际控制人为西城区国资委。

2. 企业规模

作为北京市西城区的大型国有独资企业，企业是北京市及西城区保障性住房建设、住房及商业地产项目建设、旧城历史文化保护项目等相关建设项目的重要主体。

企业是北京市及西城区目前保障性住房的主要投资建设者之一，承担的多个重点拆迁项目均是西城区委、西城区政府推进旧城人口

疏解、完善城市功能、加强城市基础设施建设的重大民生工程。其中企业承接的“百万庄北里居民住房改善”项目已经纳入北京市棚户区改造和环境整治工作计划，同时该项目也是北京市 2013 年棚户区改造和环境整治重点工程、北京市中心城区棚户区改造示范项目；企业承接的“房山区长阳站 7 号地西城区旧城保护定向安置房”项目将是西城区未来几年保障性住房供给的重要来源。

企业拥有天恒股份和北京西都地产发展有限公司（以下简称“西都地产”）等十几家房地产企业。其中子公司天恒股份属于城市综合开发资质一级企业；西都地产连续多年通过了 ISO9001: 2008 质量认证，拥有房地产开发企业三级资质，同时是中国房地产业协会城市开发专业委员会吸纳的会员单位。近年来企业已建成多处新型示范规模社区项目，如“清上园小区”项目被住房和城乡建设部评选为科技住宅示范项目并获得北京楼市贡献奖、城市贡献奖等多个奖项；“天恒·龙泽府”项目获得省地节能环保型住宅国家康居示范工程奖，该奖项是住房和城乡建设部颁发的地产最高奖项；乐活城项目荣获“2013 年北京市工人先锋号”荣誉称号。

物业管理与服务业务主要是由企业下属北京天恒瑞海物业管理有限责任公司（以下简称“天恒瑞海”）和联营公司北京天恒正业投资管理有限责任公司（以下简称“天恒正业”）承接。依托房地产开发的资源 and 经验优势，企业先后开发了天意商城、海南新燕泰大酒店等多个项目，同时拓展从事商业、住宅、写字楼及高档公寓等各类物业服务。

企业目前是北京市文物保护和修缮业务的重点建设单位，已经承接了北中轴线核心保护区·什刹海地区旧城保护示范项目。该项目是什刹海文保区的风貌保护、人口疏解、基础设施改造的重点工程，同时目前是北京市文保区项目中唯一具备规划、国土意见复函以及立项、环评批复的重点项目。

综上所述，企业房地产开发经验丰富；作为北京市西城区的大型国有独资企业，企业在保障性住房和旧城历史文化保护建设领域具有区域垄断性优势。

3. 人员素质

截至 2013 年底，企业主要高级管理人员包括董事长（兼党委书记、总经理）1 人、名誉董事长 1 人、副董事长（兼党委副书记、常务副总经理）1 人、常务副总经理 1 人，此外还有副总经理 5 人，共 9 人。

企业董事长刘洪文先生，1968 年 4 月出生，工商管理硕士研究生学历，工程师。历任北京市西城住宅建设开发公司工程科干部、筹建处干部，北京市西城住宅建设开发公司经营策划部干部、副经理，北京市回龙观项目筹建处副主任，北京市西城住宅建设开发公司副经理，北京天恒房地产股份有限公司副总经理；现任北京天恒置业集团董事长、党委书记、总经理。

企业副董事长路曦女士，1967 年 11 月出生，工商管理硕士研究生学历，高级经济师。历任北京市西直门外百货商场副总经理，北京华兴新业商贸有限责任公司副总经理兼任北京复兴商业城有限公司副总经理，北京华兴新业商贸有限责任公司总经理兼任北京复兴商业城有限公司副总经理，现任北京天恒置业集团副董事长以及常务副总经理。

截至 2013 年底，企业拥有职工 753 人，从学历程度看，大专学历及以上员工占 60.03%，中专及高中学历占 19.12%，高中学历以下占 20.85%；从职称水平看，高级职称占 4.38%，中级职称占 14.21%，初级职称占 8.37%；从年龄构成看，30 岁以下员工占 23.91%，30~50 岁占 56.44%，50 岁以上占 19.65%。

总体看，企业高层领导具有深厚的专业背景和丰富的管理经验；企业员工学历水平较高，年龄结构合理，符合企业主营行业特点，

能够满足企业发展需求。

4. 政府支持

作为西城区资产规模最大、实力最强的国有企业之一，企业得到了西城区政府及西城区国资委的大力支持和持续关注，在资产注入等

方面有着政策优势。

资金注入

自企业成立以来，北京市西城区国资委通过财政拨款方式持续对企业进行资金注入，具体情况见下表。

表 4 2001 年以来西城区政府对企业注资情况（单位：万元）

时间	政府文件	增资金额	增资后企业注册资本
2001 年 8 月 20 日	西财企[2000]69 号	1300.00	3310.00
2001 年 8 月 30 日	西财建[2002]12 号、西财企[2001]43 号	8249.30	11559.30
2001 年 11 月 28 日	西财企[2001]138 号	6818.10	18377.42
2008 年 5 月 29 日	西财企指[2007]691 号	2000.00	20377.42
2009 年 1 月 9 日	西财企指[2008]589 号	3000.00	23377.42
2009 年 3 月 30 日	西国资复[2009]2 号	40000.00	63377.42
2010 年 1 月 22 日	西国资发[2009]40 号	5600.00	68977.42
2010 年 7 月 26 日	西国资发[2010]42 号	1000.00	69977.42
2010 年 10 月 22 日	西国资发[2010]52 号	100000.00	169977.42
2011 年 1 月 11 日	西国资发[2010]30 号	3000.00	172977.42
2011 年 5 月 10 日	西国资发[2011]8 号	3000.00	175977.42
2012 年 1 月 11 日	西国资发[2011]215 号	79395.24	255372.66
2012 年 2 月 6 日	西国资发[2012]11 号	60000.00	315372.66
2012 年 11 月 15 日	西国资发[2012]184 号、西国资发[2012]185 号	35000.00	350372.66
2013 年 1 月 7 日	西国资发[2013]2 号	47000.00	397372.66
2013 年 4 月 11 日	西国资发[2012]18 号、西国资发[2013]7 号	25450.00	422822.66
2013 年 9 月 9 日	西国资办发[2013]69 号、西国资办发[2013]70 号	45000.00	467822.66
2013 年 11 月 1 日	西国资办发[2013]85 号、西国资办发[2013]86 号	30500.00	498322.66

资料来源：企业审计报告

项目资金

针对企业各项保障房项目相关道路、拆迁及改建等配套基础设施改造项目，政府将建设资金以专门款项方式直接划拨至企业（计入专项应付款）。截至 2013 年底，西城区政府针对西内及新北市政道路建设、161 中学南校区改扩建项目及桃园危改市政道路建设等 11 个项目共拨入资金 23.17 亿元。

六、管理分析

1. 法人治理结构

企业设董事长 1 人，副董事长 1 人，董事长为企业法定代表人。董事长、董事会成员由上级组织部门任命。企业实行董事会领导下的总经理负责制。董事会职权包括（1）决定集团的经营方针、具体政策、重要条例、规定和重大措施；（2）审定长远规划、年度计划、财务预决算、调整和改组方案以及重大基本建

设、技术改造方案；（3）决定集团的机构设置方案和新项目公司的组建方案；（4）推荐总经理人选；根据总经理提议，审议副总经理、总工程师、总会计师、总经济师和其他干部的人选。

企业设总经理 1 人，总理由企业上级行政部门任命。总经理依法行使职权，受法律保护，在企业生产经营活动中处于中心地位，对企业的物质文明建设和精神文明建设负有全面责任。

总体看，企业已建立了较为规范的法人治理结构。

2. 管理水平

企业设有行政人力中心、财务管理中心、战略发展中心、资本运营中心、资产管理中心、风险控制中心、党委工作部、群众工作部 8 个业务职能部门，各部门负责人受总经理或主管领导分管。

企业建立了以总部为决策运营中心、资金调配中心、人力资源配置中心，以各子公司为成本中心、利润中心的管控体系。同时企业通过资产纽带，强化了以企业本部为核心层、以控股子公司为紧密层、以参股企业为半紧密层的经营运作体系。

为了防范和控制经营风险，保证各项经营活动规范运行，企业在绩效管理、工会管理、考勤管理、薪酬管理、战略管理、项目投资管理、股权投资管理、财务/审计管理等方面建立起一套比较完整的内部控制规章制度体系。

战略管理方面，根据企业制定的《战略管理规定》，企业战略管理是企业总部战略发展与战略管理委员会、各子公司在对市场进行分析和预测的基础上，根据企业发展愿景，结合企业整体的基本情况，制定一定时期内企业的发展目标，进行整体资源的重点配置，并就所实现的发展目标进行相关战略活动实施与评价的管理过程。企业总部董事会是企业管理的最高权力机构，战略管理委员会是战略管理工作的参与主体，企业总部战略发展部是战略工作的组织者。

项目投资管理方面，根据企业制定的《项目投资管理办法》，企业主要投资方向和范围是具有较长经营周期、高成长性、高附加值的项目。主要投资范围以房地产开发为主，物业经营和物业管理为辅，并介入符合企业发展战略的相关产业。所有投资活动必须满足企业对投资的回报要求：房地产开发类项目年总投资回报率不低于 8%；符合企业整体发展战略的其他行业项目年投资回报率不低于银行同期贷款利率。如果连续两年达不到上述回报要求，将考虑以适当的方式进行调整。

股权投资方面，根据企业制定的《股权投资管理办法》，由于企业是代表西城区国资委进行有形资产和无形资产投资的实施主体，其投资的主要目的是在保证国有资产保值增值的前提下，顺应经济发展需要，并与企业的发展战略相一致；优化调整企业的产业结构和资

源结构；形成规模效益、增强企业核心竞争力。

在控股投资企业监管方面，企业对投资企业委派的董事中，指定一名作为主要负责管理该项目的董事称为责任董事。企业对投资企业的监管主要包括：责任董事对投资企业的日常监管和通过投资企业董事会（议案）对投资企业的监管。

财务管理制度方面，企业制定了一系列较为完备的管理制度体系，包括有《固定资产管理办法》、《财务预算管理制度》、《财务会计管理制度》、《集团内审制度》、《控股投资企业监管细则》、《全面预算管理制度》等。

融资借款及担保方面，根据企业制定的《融资借款及担保管理办法（暂行）》，企业对外融资借款及担保管理的最高权力机构是企业总部董事会，总部财务部为主要职能部门。年度经营预算、资金预算是企业对外融资借款及担保的主要依据。企业根据子公司的不同形式，对子公司的对外融资借款管理，采取审批、审核和备案制度。企业内部融资借款期限为一年以内，利息按照银行同期借款利率计算。企业本部及全资、控股子公司原则上不允许对其全资、控股企业以外的公司出具任何担保或其他形式的支持。如有特殊情况，企业由董事会审批，各子公司由股东会审批。

总体来看，企业部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

企业主要从事保障性住房建设、房地产开发、物业管理与服务和文化产业四大业务板块。

2011~2013 年，企业营业收入波动增长，分别为 5.72 亿元、17.47 亿元和 15.52 亿元，年均复合增长 64.73%。2011 年企业营业收入规模较小，主要是由于 2011 年国家连续出台的房地产调控措施对企业整体业务产生了一

定的影响，企业部分项目进程放缓导致部分房地产项目未能实现销售收入。但同时，企业通过调整房地产业务结构、在房地产业务上创造条件实现房地产项目的一二级联动、参与建设区域内重点保障性住房建设和精品商品房建设项目以建设品牌价值实现品牌溢价以及注重控制项目费用成本等一系列措施，实现了较高的毛利率水平。2012 年企业营业收入大幅增长，主要是由于企业在 2011 年底取得西都地

产的控股权，并于 2012 年将其营业收入纳入合并报表所致，此外，2012 和 2013 年企业在房地产项目销售上通过差异化营销缩短项目的运作周期、加快了销售进度和资金回笼，也推动了企业营业收入的快速增长。近年来，企业毛利率继续保持较高水平。房地产销售在企业营业收入中占比大，分别达到 76.86%、90.05%和 93.12%。

表5 2011年~2013年企业营业收入和毛利构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2011 年			2012 年			2013 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	4.39	76.86%	48.55%	15.73	90.05%	46.30%	14.45	93.12%	43.43%
房屋租赁	0.82	14.27%	70.65%	0.89	5.07%	63.91%	0.43	2.75%	67.77%
物业管理	0.31	5.36%	28.36%	0.54	3.10%	37.91%	0.20	1.26%	13.74%
供暖管理	0.07	1.20%	29.07%	0.08	0.45%	23.34%	0.00	0.00%	--
商品销售及安装	0.08	1.44%	9.09%	0.04	0.25%	17.51%	0.10	0.62%	60.30%
培训及其他	0.00	0.06%	93.27%	0.00	0.02%	82.07%	0.01	0.04%	97.47%
其他收入	0.05	0.81%	99.57%	0.19	1.06%	5.22%	0.34	2.21%	90.41%
合计	5.72	100.00%	50.27%	17.47	100.00%	46.33%	15.52	100.00%	44.89%

资料来源：审计报告

2. 房地产开发业务

企业的房屋销售业务主要是由下属子公司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。

天恒股份除了承担保障性住房建设项目之外，该公司及下属子公司还承担了普通商品房项目以及高档别墅项目等各项房地产开发项目建设。天恒股份已建成了建设部科技示范项目“清上园小区”、北京市优秀物业管理小区“西八里庄”等新型示范规模社区。天恒股份目前主要承担“天恒·乐活城”项目的建设开发。此外该公司还通过下属子公司北京山天置业有限公司开发建设了“天恒·别墅山”项目和北京塞纳维拉房地产开发有限公司开发建设了“永定华庭”项目。

嘉鸿房地产已投资建设完成了“北京龙泽苑”项目，项目总建筑面积 46 万平方米，其中住宅面积 40 万平方米，目前项目已经全部销售完毕。企业同时在威海市分别投资建设了

“天恒·龙泽苑”项目和“天恒·龙泽府”项目，上述项目已经处于开盘销售阶段。

从经营数据看，2011~2013 年，企业房产开发投资波动较大，分别为 11.66 亿元、46.46 亿元和 14.07 亿元，企业项目投入主要集中于 2012 年；近年来，企业保持了较高的房屋开复工水平，但竣工面积逐年下降，主要是由于企业在建项目工期差异所致，乐活城项目工期为 2 年左右，计划于 2014 年竣工。

表6 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	2011 年	2012 年	2013 年
房地产开发完成投资	116565	464576	140700
房屋开复工面积	34.28	38.57	35.81
房屋竣工面积	19.47	12.00	7.99
房屋签约销售面积	5.76	7.13	9.42
签约平均价格	1.89	1.59	0.89
实际销售签约额	109040	113491	84279
土地储备情况	83.93	87.00	94.43

资料来源：企业提供

注：上表数据仅为商品房业务，且销售数据为签约部分，非确认收入结转部分

在开发区域方面，企业商品房销售的区域主要在北京市、山东威海市和文登市。2011 年企业房地产实际销售签约额在北京和山东两个地区的比重分别为 95.37%和 4.63%；2012 年分别为 96.94%和 3.06%。而 2013 年，北京市地区销售比重下降至 63.40%，其余为山东两个地区的销售。企业目前及未来房地产开发销售主要区域将以北京和山东地区为主。

在房屋销售方面，企业房屋签约销售面积逐年增长，但销售签约平均价格逐年下降。近三年，受北京市房地产行业价格整体波动影响，以及企业山东销售额占比的提高，使企业房屋签约销售均价持续下降。2013 年，企业房屋销售面积为 9.42 万平方米，同比增长 32.12%；但实际销售签约额 8.43 亿元，同比下降 25.74%，主要是由于 2013 年企业的销售增长主要来自于山东威海和文登市，其房屋平均销售价格较北京低所致。由于房屋竣工交付具有一定周期，部分销售签约额将于以后年度确认收入，销售签约额的实现将对企业未来销售收入的实现形成一定保障。

表 7 截至 2013 年底企业在建的房地产开发项目
(单位: 亿元)

项目名称	总投资	截至 2013 年底已完成投资
威海龙泽府花园	11.12	4.93
山天半山世家三四期	11.05	8.27
文登龙泽苑二期	5.49	4.63
房山区阎村镇 D 地块 (D0-5/6/7/8/9) 居住商业小区项目	11.05	8.72
合计	38.71	26.55

资料来源: 企业提供

注: 已完成投资中包括已经确认收入并结转部分

截至 2013 年底，企业在建房产项目 4 个：威海龙泽府建设面积共 20 万平方米、文登龙泽苑一二期建设面积共 17.3 万平方米、山天半山世家三四期建设面积共 3.86 万平方米，房山区阎村镇 D 地块居住商业小区项目建设面积共 3.61 万平方米。企业在建房产建设面积合计 44.77 万平方米（规划总建筑面积），投资总额 38.71 亿元，截至 2013 年底已完成投资 26.55 亿元，计划均将在未来三年内竣工交房。截至

2013 年底，企业土地储备 94.43 万平方米（其中 41.43 万平方米有土地证，其余土地为企业土地一级开发项目），拟建房产项目 3 个，分别为文登龙泽苑三期（计划投资 3.26 亿元）、乐活城二期（计划投资 2.72 亿元）和半山世家五期（计划投资 9.40 亿元），计划投资总额 15.38 亿元。

3. 保障性住房建设业务

企业保障性住房建设主要是由下属子公司西都地产、天恒股份和北京天恒康都房地产开发有限公司（以下简称“天恒康都”）承接。截至 2013 年底，西都地产主要承担了“桃园危改小区”和“官园危改小区”项目两项保障性住房建设项目；天恒股份主要承担了“丰盛危改小区”项目以及“百万庄北里居民住房改善”项目两项保障性住房建设项目；天恒康都主要承担西城区对接安置及保障性住房项目（房山长阳）。2011~2013 年，企业保障性住房建设业务规模增长迅速，三年房屋开复工面积分别为 29.82 万平方米、47.76 万平方米和 46.02 万平方米。2012 年和 2013 年企业对保障房项目的建设投资分别为 3.93 亿元和 44.31 亿元；2013 年的建设投资中土地整理开发（包含拆迁补偿款等）投入 23.25 亿元。2012 年和 2013 年，实现房屋竣工面积分别为 1.8 万平方米和 28 万平方米，实现保障房签约额分别为 5.30 亿元和 1.14 亿元，签约均价分别为 4626 元/平方米和 5490 元/平方米，其中，2013 年保障房签约额大幅下降，主要是由于房山长阳保障房项目分为南区和北区，南区先于北区完工，2012 年和 2013 年签约销售区域为南区部分（南区在 2012 年开始组织签约销售，2013 年完成竣工备案），该部分的签约销售已经在 2012 年基本完成，而北区在 2013 年才完成结构封顶，正在组织选房等签约工作。

(1) 建设规模

“桃园危改小区”项目是西城区最大的危旧房改造小区项目，总占地 54.96 万平方米，

其中：保留用地 10.32 万平方米，建设用地 27.18 万平方米，市政代征地 17.45 万平方米；规划总建筑面积 102.62 万平方米（地上 74.84 万平方米），其中：回迁住宅及配套项目 38.54 万平方米（地上 30.75 万平方米），非配套公建项目 64.08 万平方米（地上 44.09 万平方米）。截至 2013 年底，企业完成了全部回迁住宅、大部分配套公建的建设以及十四个临街非配套公建的建设工作，近 98% 的危改开发工作量已完成。西都地产将对小区内剩余的 A7、A8 项目进行危改拆迁和建设工作。

“官园危改小区”危改开发项目总占地 14.6 万平方米，其中：建设用地 12.8 万平方米，代征用地 1.8 万平方米。该小区 1992 年危改立项，共需拆迁居民 5338 户，拆迁单位 24 个。整个危改小区共分为 A、B、C、D、E 五部分。截至 2013 年底，A、B、C、D、E 区的拆迁任务已基本完成。

“丰盛危改小区 C 区”项目占地约 2.1 万平方米，总建筑面积约 5 万平米，预计总投资 28.13 亿元。企业和天恒股份会同政府工作组、拆迁公司等组成金融街建设指挥部丰盛 C 区项目分指挥部及多个拆迁工作小组和服务保障小组共同推进拆迁工作，截至 2013 年 6 月底，拆迁工作已完成，项目已经进入了后续的规划调整阶段，累计完成拆迁投资约 24.41 亿元。

“丰盛危改小区 A 区”项目总占地面积为 12.98 万平方米，总建筑面积约 16 万平方米，预计总投资 18.70 亿元。项目规划设计结合了北京市政府旧城区文物保护政策项目，规划设计为具有老北京特色的四合院形式建筑，截至 2013 年底，项目已完成投资 6.43 亿元。

“百万庄北里居民住房改善”项目为募投项目，详见报告第二部分本期债券及募投项目概况。

房山区长阳站 7 号地西城区旧城保护定向安置房项目位于北京市房山区长阳镇，紧邻轨道房山线长阳镇站，总用地面积 24.07 万平方

米，建设用地面积 15.58 万平方米，总建筑面积为 45.96 万平方米，总户数 5750 户，安置人口约 16100 人，预计总投资 41.22 亿元。2013 年已实现开复工面积为 45.96 万平方米，已完成投资 28.47 亿元。

上述桃园危改小区、官园危改小区、丰盛危改小区、房山区长阳、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 2013 年底，桃园 F1 项目、丰盛危改小区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、建设工作处于规划阶段；百万庄北里居民住房改善项目仍处项目初期；截至 2013 年底，企业在房山区长阳安置房项目方面完成了保障房建设 4136 套，完成建设面积 28 万平方米，共实现了 1748 户的安置；企业在乐活城项目配套建设两限房项目方面完成了保障房建设 198 套，建设面积 1.79 万平方米，共实现了 169 户的安置。

截至 2013 年底，企业共实现保障房签约销售款 6.45 亿元，其中房山区长阳安置房项目实现了 6.35 亿元的签约销售额，其余为房山区阎村镇 D05 地块两限房项目签约销售。企业保障性住房业务均未确认收入，开发成本（包括拆迁补偿、土地整理和建房成本等）均在财务报表的存货中体现。

（2）运作模式

企业保障房建设主要分为以下 3 种类型。

① 土地一级开发平衡

桃园 F1 项目、丰盛危改小区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、建设工作仍处于规划阶段。政府约定对企业土地一级开发成本全额补偿，并另将土地开发总成本的 8% 作为收益返还给企业用于保障性住房建设。未来，企业将要进行土地一级开发的土地还有桃园危改小区其他地块和怀柔区刘各长村等。

② 政府组织销售

在房山区长阳安置房项目设立初期，西城

区国资委已向其实主体天恒康都注资 10 亿元作为项目启动资本金。房山区长阳安置房项目完工后将建成 5750 套保障房, 建筑面积 46.1 万平方米 (总规划面积), 政府负责组织符合资格人员参与摇号销售, 固定价格为南区 5600 元/平方米, 北区 8200 元/平方米, 预计将获得 26~37 亿元房屋销售款。截至 2013 年底, 该项目已实现签约销售额 6.35 亿元 (尚未结转收入, 收到预收款 6.13 亿元), 房屋所在区域均为南区。

③ 剩余房屋市场销售

本期债券募投项目“百万庄北里居民住房改善”项目采用此类运作模式, 具体详见报告第九部分本期债券偿债能力分析第 3 条 3 本期债券偿债资金来源。

此外, 企业还承建了部分危改和保障房建设过程中的配套项目建设, 如丰盛东区 A 区变电站和朱苇箔东巷拆迁、桃园危改市政道路建设、西内及新北市政道路建设和 161 中学南校区改扩建项目拆迁等, 并得到了政府的专项建设资金, 在财务报表专项应付款中体现, 待工程完工结算后进行核销。截至 2013 年底, 企业共收到项目建设专项资金 23.17 亿元。

表 8 截至 2013 年底企业在建和拟建保障性住房项目
(单位: 亿元)

项目名称	总投资	截至2013年底 已完成投资
丰盛西区C区	28.13	24.41
丰盛东区A区	18.7	6.43
桃园F1项目 (土地一级开发阶段)	16.11	12.8
桃园A7、A8项目 (土地一级开发阶段)	44.60	32
房山区长阳站7号地西城区旧城保护定向安置房项目	41.22	28.47
百万庄北里居民住房改善项目	42.1	1.31
房山区阎村镇D03地块项目	8.42	8.42
房山区阎村镇E03地块项目	14.65	6.47
合计	213.93	120.31

资料来源: 企业提供

注: 房山区阎村镇项目已取得土地使用权证。

截至 2013 年底企业在建和拟建的保障性住房项目总投资 213.93 亿元, 已投资 120.31 亿元, 计划均将在未来 3 年内完成投资。企业未来投资压力大。

4. 物业管理与服务业务

企业以子公司西都地产及联营公司天恒正业等企业作为负责商业地产运营的核心, 管理商业面积约 16 万平方米, 涉及各类房地产经营项目投资与投资管理。天恒正业负责了企业拥有的北京天意商城的地产运营工作, 北京天意商城是北京市规模最大的小商品批发兼零售市场, 市场营业面积有 11000 平方米, 20 个营业厅。市场配套设施齐全, 市场可以向商户提供北京—石家庄、北京—广州、北京—浙江等专线公铁联运服务, 并为商户提供八处仓储库房。此外市场配置有餐厅和休闲娱乐场所可为商户和顾客提供服务。天意商城先后荣获北京市经济百强、全国文明市场、全国公平交易示范单位、全国十大小商品交易市场等荣誉称号。2011~2013 年, 企业累计实现房地产出租收入 2.13 亿元以及商品销售收入 0.22 亿元。

西都地产投资及管理海南新燕泰大酒店, 该酒店定位为高档商务会议型酒店。酒店位于海南省南渡江与大海的交汇处, 距海口市中心 10 公里、距离火车站 30 公里, 交通便利。该酒店总建筑面积 4.9 万平方米, 主楼高 19 层, 包括总统套房在内具有不同风格的客房 358 间套, 13 间多种功能的现代化会议室, 设施齐全。2010 年以来, 由于该酒店处于装修改造阶段, 因此尚未产生收入; 直至 2013 年底, 该酒店已完成装修改造, 并已开业运营。

企业子公司天恒瑞海主要承担物业服务业务, 涉及从事商业、住宅、写字楼及高档公寓等各类物业服务的专业化物业管理。2011~2013 年, 天恒瑞海累计实现物业管理收入 1.04 亿元。

5. 文化产业

结合北京市“中轴线”及“大运河”申遗工作的要求, 企业下属子公司北京天恒正宇投资发展有限公司 (以下简称“天恒正宇”) 被北京市政府确认为“什刹海历史文化保护和展示示范区”保护和修缮项目的实施主体。

什刹海文保区总面积 589.8 万平方米，项目规划总投资 83 亿元，该保护和修缮项目将主要关注于该项目的风貌保护、人口疏解、基础设施改造及产业提升等工作，什刹海文保区一期试点启动项目约为 15.56 万平方米。天恒正宇将在项目实施风貌保护和院落修缮后，设计改造区域内以明清风格单体建筑为主沿街商铺，通过引入和配置特色商业、艺术加工坊以及文化互动旅游产业，实现区域产业调整。未来“什刹海历史文化保护和发展示范区”将被打造成为突出首都特色旅游服务、文化创意产业和休憩体验商业相结合的北京历史文化名城保护和发展示范区。

6. 经营效率

2011~2013 年，企业销售债权周转次数波动增长，分别为 3.59 次、10.34 次和 8.16 次，三年加权平均数为 7.90 次，整体维持在较好水平，主要是由于房地产行业销售现状所致。

由于行业特性，企业存货规模大，企业存货周转次数很低，三年加权平均数为 0.09 次。

2011~2013 年，企业总资产周转次数偏低，分别为 0.06 次、0.14 次和 0.09 次，主要是由于企业总资产规模快速增长所致。

总体看，企业经营效率保持适宜水平。

7. 未来发展

房地产业务方面，在国家房地产政策从紧趋势延续的背景下，企业将坚持“以市场为导向，以需求为龙头”的经营理念，通过成本控制和提升品牌价值实现品牌溢价来提高利润率，通过高速去库存化来加快资金周转率而提升综合效益、降低风险。对于受限购政策影响较大的项目，如半山世家别墅项目，企业将强化在现有政策条件下的营销策略研究，积极探索营销手段的创新和合法合理的变通手段，针对目标客户群灵活制定切实可行、风险可控的销售方案，努力促进销售成交，同时加强资金规划，确保现金流安全；对于三四线城市房地

产项目，如威海、文登项目，企业将在产品差异化、营销策略等方面积极创新，统筹考虑资金成本及利润率等因素，及时把握市场机会，加大促销组合优惠力度，同时优化成本控制确保合理的利润空间。

土地储备方面，在房地产调控政策长期持续下，未来宏观政策与金融环境难以继续支撑房地产行业跨越式发展，为此，企业将高度重视由规模增长向效益提升的转变，在土地储备方面要注重获取具有高增值潜力和高变现能力的土地或项目。企业将根据市场实际情况，系统研究并适当调整土地储备结构和方向，积极跟踪与企业自身开发能力相匹配的优质项目。在自主拿地的基础上积极探索合作模式，从资源、资金和风险控制的角度出发寻找合作方，实现风险分担、利益共享并形成良性循环。各地产主业子公司作为企业土地储备的参与主体，在服从和服务于企业发展战略的前提下，各自将在市场调研、分析决策、资金准备等方面进一步密切配合，形成合力。对于丰盛 C 区、桃园 F1 等项目，企业将做好土地一级开发向二级开发转化的准备工作，力争实现项目土地顺利摘牌。

保障房业务方面，根据北京市“十二五”规划的目标和要求，北京市将进一步扩大棚户区改造范围，计划用五年时间，改造 527 个中心城区棚户区项目，计划 5 年投入 5000 多亿元。未来充足的保障性住房建设项目将为企业业务的发展提供有效的支撑。作为北京市西城区主要的保障房建设和棚户区改造的实施主体，企业将进一步加大保障性住房投资建设计划。目前企业在建和拟建的保障性住房项目包括丰盛西区 C 区、丰盛东区 A 区、百万庄北里居民住房改善等项目，总投资 213.93 亿元，已投资 120.31 亿元，计划均将在未来 3 年内完成投资。

虽然《北京市“十二五”时期建筑业发展规划》关于住宅产业化示范项目建筑面积占当年新开工面积比例不低于 10%的要求对企业

房地产业务提出更高要求，但同时，经过市场充分的竞争和选择淘汰，企业在房地产行业的市场地位有望得到进一步巩固。总体看，企业整体经营战略符合国家政策导向，土地储备较充足，在建和拟建项目具有一定规模，房地产和保障房业务将对企业的收入规模和利润水平形成有力的支撑。联合资信同时也关注到，企业未来投资重心将向保障房建设和文化产业建设方向发展，在建和拟建项目规模较大，相对于商业地产其资金回流对政府资金支持和土地出让的依赖性较强，未来企业将面对较大的投资压力。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

企业提供的 2011~2013 年财务报表经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）三年连审，并出具了标准无保留的审计意见。

2011 年，企业财务报表合并范围增加 1 家子公司，具体为二级子公司西都地产，变更原因为企业受让股权，持股比例增加至 97.83%，实现控股；2012 年，合并范围无变化；2013 年，企业财务报表合并范围增加 3 家二级子公司及 1 家三级子公司，其中 3 家二级子公司包括新设成立的北京天恒正道投资发展有限公司、北京翔德房地产开发有限公司、海南天恒燕泰房地产开发有限公司，企业持有其股权均为 100%，1 家三级子公司为企业子公司天恒正宇 2013 年 12 月投资控股北京地百商贸有限公司，持有其 94.36% 股权。2013 年，因股权转让，北京天恒春晓围棋俱乐部有限公司不再纳入合并报表范围，因实际控制权变化，天恒正业不再纳入合并报表范围。2012~2013 年，合并报表范围的变化对财务数据可比性无重大影响。

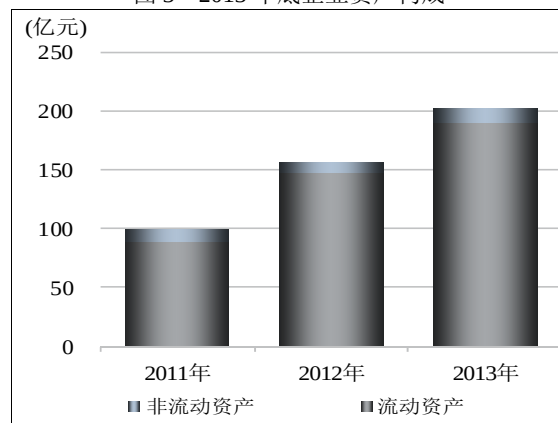
截至 2013 年底，企业资产总额 201.28 亿元，所有者权益 66.27 亿元（含少数股东权益 5.11 亿元）；2013 年实现营业收入 15.52 亿元，

利润总额 3.75 亿元。

2. 资产质量

2011~2013 年，在企业房地产开发规模扩大的带动下，企业资产总额快速增长，年均复合增长率为 41.99%。截至 2013 年底，企业资产总额 201.28 亿元，同比增长 29.45%，其中流动资产合计占比 94.19%，非流动资产合计占比 5.81%，企业资产以流动资产为主。

图 3 2013 年底企业资产构成

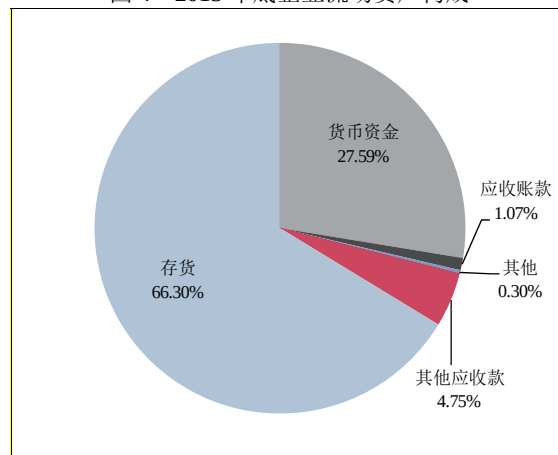


资料来源：企业年报

流动资产

2011~2013 年，企业流动资产年均增长 45.65%，截至 2013 年底，企业流动资产合计 189.58 亿元，同比增长 28.27%。流动资产主要有货币资金（占 27.59%）、应收账款（占 1.07%）、存货（占 66.30%）、其他应收款（占 4.75%）组成。

图 4 2013 年底企业流动资产构成



资料来源：企业年报

2011~2013 年，企业货币资金持续增长，年均复合增长 46.57%。截至 2013 年底，企业货币资金为 52.30 亿元，同比增长 10.23%，增长主要由于企业对外融资规模加大。企业受限资金共计 0.11 亿元，占比为 0.22%。

2011~2013 年，企业应收账款账面价值年均复合增长 12.59%。截至 2013 年底，企业应收账款为 2.02 亿元，同比增长 13.11%。采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额为 2.05 亿元，其中 1 年以内的应收账款占比为 34.55%、1~2 年（含 2 年）占比为 0.45%、2~3 年（含 3 年）占比为 0.15%、3 年以上占比为 64.85%，共计提坏账准备 0.03 亿元。企业应收账款前五名公司合计占应收账款的 69.60%，集中较高，其中应收北京万联中天房地产开发有限公司 1.00 亿元，账龄在 3 年以上，为土地转让款。

表 9 2013 年企业应收账款金额前五名情况
(单位: 万元)

单位名称	金额	账龄
北京万联中天房地产开发有限公司	10000.00	3 年以上
葛宝庆购房款	1367.07	1 年以内
回琳购会所款	1060.00	3 年以上
北京振远护卫中心	1000.00	3 年以上
陈睿哲购房款	816.00	1 年以内
合计	14243.07	

资料来源: 企业年报

2011~2013 年，企业预付款项波动增长，年复合增长率为 207.49%。截至 2013 年底，企业预付款项为 0.57 亿元，同比下降 59.36%，其中主要为预付工程款。企业的预付款中，1 年以内的部分占 97.87%。企业预付账款中金额较大的前五名合计占预付账款的 79.36%。

表 10 2013 年企业预付款项金额前五名情况
(单位: 万元、%)

单位名称	金额	占比
西城区平安里大街道路拓宽工程指挥部办公室	2638.97	46.60
王涛亚	1091.57	19.27
威海水务集团	504.74	8.91

威海第二热电集团有限公司	229.28	4.05
江苏江都建设集团有限公司	30.00	0.53
合计	4494.56	79.36

资料来源: 企业年报

2011~2013 年，企业其他应收款快速增长，年均复合增长 127.69%。截至 2013 年底，企业其他应收款账面价值为 9.01 亿元，同比增长 137.03%，共计提坏账准备 69.69 万元，计提比例为 0.08%。企业其他应收款账龄在 1 年以内的占比为 64.46%、1~2 年（含 2 年）的占比为 5.83%、2~3 年（含 3 年）的占比为 22.41%、3 年以上的占比为 7.30%。企业其他应收款前五名公司合计占其他应收款 78.24%，集中度较高，其中企业对前两大债务人北京谊建信置业有限公司及华融金辉置业有限公司的应收款 3.79 亿元和 2.09 亿元分别为收购项目的款项意向金和保障房使用的押金。

表 11 2013 年企业其他应收款金额前五名情况
(单位: 万元)

单位名称	金额	账龄	性质
北京谊建信置业有限公司	37941.13	1 年以内	收购项目的款项意向金
华融金辉置业有限公司	20875.07	1 年以内	保障房使用的押金
招商局嘉铭(北京)房地产开发有限公司	4660.90	3 年以上	限价房销售款预留部分
北京广安置业投资公司	4241.19	1-2 年	主要为城区项目拆迁定向安置房垫付房款
西城区百万庄北里居民住房改善项目指挥部办公室	2826.84	1 年以内	暂借给项目指挥部的款项
合计	70545.13		

资料来源: 企业年报

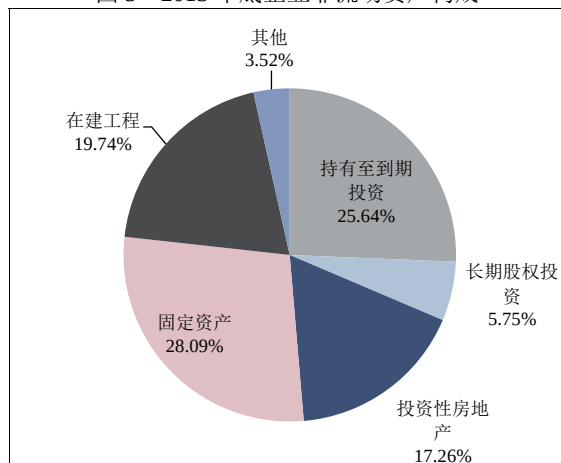
2011~2013 年，企业存货快速增长，年均复合增长率为 42.81%，增长主要由于企业加大保障性住房等房地产项目开发力度，新建、在建项目投入增加。截至 2013 年底，企业存货账面价值为 125.68 亿元，其中保障性住房等房地产项目开发成本 115.52 亿元、开发产品及安置房 10.10 亿元。企业未计提存货跌价准备。

非流动资产

2011~2013 年，企业的非流动资产年均波

动增长 5.72%。截至 2013 年底，企业非流动资产合计 11.70 亿元，同比增长 52.10%，其中持有至到期投资占 25.64%、长期股权投资占 5.75%、投资性房地产占 17.26%、固定资产占 28.09%、在建工程占 19.74%、其他占 3.52%。

图 5 2013 年底企业非流动资产构成



资料来源：企业年报

2011~2013 年，企业持有至到期投资波动下降，年均复合下降 8.07%，截至 2013 年底为 3.00 亿元，为企业子公司天恒正宇 2013 年 11 月 13 日从北京银行股份有限公司德外支行购入保本保证收益型理财产品，期限 60 天。

2011~2013 年，企业的长期股权投资年均复合下降 4.83%。截至 2013 年底为 0.67 亿元，主要包括企业对天恒正业、北京天恒热力有限公司、北京天恒鸿业热力有限公司三家联营企业的投资合计 0.66 亿元。

2011~2013 年，企业投资性房地产持续下降，年均复合下降 29.52%。截至 2013 年底，企业投资性房地产 2.02 亿元，同比下降 48.10%。企业投资性房地产主要是企业及下属子公司开发房产中目前用于出租的房地产，最近三年下降的主要原因是该部分房地产采用成本模式核算，每年均需要计提一定的累计折旧。2013 年较 2012 年下降较多的原因是 2013 年企业不再合并天恒正业，因此天恒正业的投资性房地产不再计入集团的合并报表中。

2011~2013 年，企业的固定资产账面价值波动增长，年均复合增长 35.09%。截至 2013

年底，企业固定资产账面价值为 3.29 亿元，同比增长 84.21%，其中房屋及建筑物占 82.51%。截至 2013 年底，企业固定资产累计折旧为 1.49 亿元。

2011~2013 年，企业正在建工程快速增长，年均复合增长 223.36%。截至 2013 年底，企业正在建工程 2.31 亿元，同比增长 143.32%，全部为正在施工的海南大酒店装修建设工程。

总体看，企业资产以流动资产为主，资产结构较稳定。流动资产中存货占比较大，对资产流动性产生一定影响，但考虑到企业货币资金较充足，有助于资产流动性，因此企业资产质量尚可。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2011~2013 年，企业所有者权益快速增长，复合增长率为 36.83%。截至 2013 年底，企业所有者权益合计为 66.27 亿元（含少数股东权益 5.11 亿元），同比增长 36.76%，主要是由于企业实收资本及未分配利润增长所致。

2011~2013 年，企业实收资本快速增长，年均复合增长 39.69%。截至 2012 年底，企业实收资本为 35.04 亿元，同比增长 37.20%，增长原因为根据西国资发[2011]15 号、西国资发[2012]11 号和西国资发[2012]184、185 号文，西城区国资委合计对企业增资 9.50 亿元；截至 2013 年底，企业实收资本为 49.83 亿元，同比增长 42.23%，增长原因为根据西国资发[2013]2 号、西国资发[2013]7 号、西国资办发[2013]69 号、西国资办发[2013]85 号等文，西城区国资委合计对企业增资 14.80 亿元。

截至 2013 年底，企业资本公积为 1.48 亿元，同比增长 4.85%，增长主要来自：①企业将北京翔德房地产开发有限公司按改制评估价值增加长期股权投资，同时增加资本公积 837.07 万元；②企业按持股比例计算应享有的被投资单位净损益以外的所有者权益的其他变动，相应增加资本公积 230.66 万元；③企业

因购买子公司少数股权新增的长期股权投资与按照新增持股比例计算应享有子公司净资产份额之间的差额，导致资本公积减少 384.06 万元。

截至 2013 年底，企业未分配利润为 8.99 亿元，同比增长 24.57%。

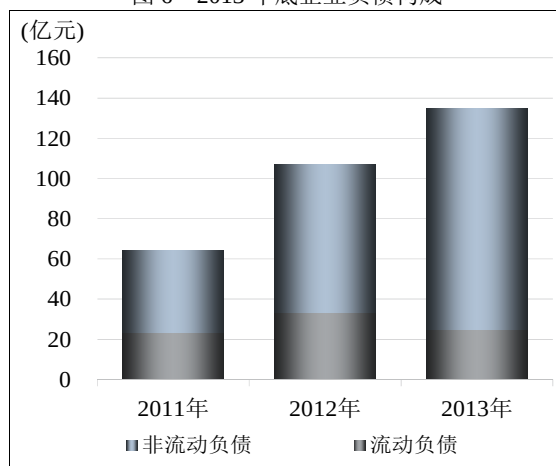
截至 2013 年底，企业归属于母公司所有者权益中实收资本占 81.49%、资本公积占 2.41%、盈余公积占 1.39%、未分配利润占 14.71%。

整体看，受益于政府支持，企业实收资本大幅增加带动所有者权益快速增长，企业所有者权益稳定性较好。

负债

2011~2013 年，企业负债合计年均增长 44.74%。截至 2013 年底，企业负债合计 135.02 亿元，同比增长 26.14%，其中流动负债占比 18.59%，非流动负债占比 81.41%。

图 6 2013 年底企业负债构成



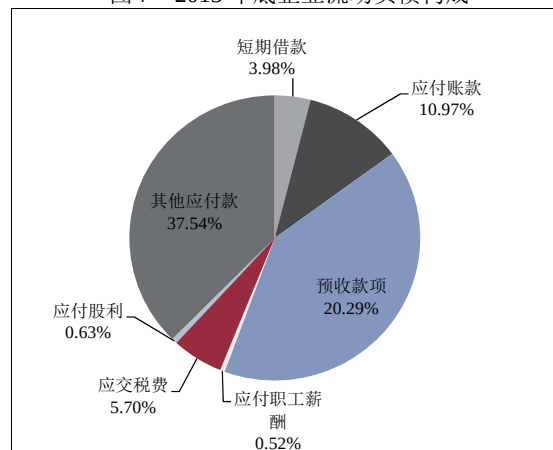
资料来源：企业年报

2011~2013 年企业流动负债波动增长，年均复合增长 3.80%。截至 2013 年底，企业流动负债合计 25.10 亿元，同比下降 24.20%，其中以短期借款（占 3.98%）、应付账款（占 10.97%）、预收款项（占 40.66%）、应交税费（占 5.70%）、其他应付款（占 37.54%）为主。

截至 2013 年底，企业短期借款为 1.00 亿元，均为企业子公司天恒正宇当年从浙商银行北京分行取得的保证借款，期限一年。

2011~2013 年，企业应付账款有所波动，年均复合下降 0.68%。截至 2013 年底，企业应付账款 2.75 亿元，同比下降 22.49%，其中主要为应付工程款等。企业应付账款中账龄 1 年以内的部分占比 25.15%、1~2 年的占 14.72%、2~3 年的占 0.88%、3 年以上的占 59.25%。

图 7 2013 年底企业流动负债构成



资料来源：企业年报

2011~2013 年，企业预收款项快速增长，年均复合增长率为 193.87%。截至 2012 年底，企业预收款项 9.52 亿元，同比大幅增长 8.34 亿元，主要是由于 2012 年企业加大市场开发和销售力度使房屋销售面积有所增长，以及西都地产纳入企业合并范围。截至 2013 年底，企业预收款项 10.21 亿元，同比增长 7.18%，其中 1 年以内的预收款占 54.05%、1~2 年的占 45.82%、2 年以上的占 0.13%。企业预收款中房山区长阳站 7 号地西城区旧城保护定向安置房项目南区售房款为 4.56 亿元。

2011~2013 年，企业其他应付款波动下降，年均复合下降 18.56%。截至 2013 年底，企业其他应付款为 9.42 亿元，同比下降 48.32%，主要为应付西城区财政局 2.00 亿元增资款及关联企业往来款等，其中应付西城区财政局 2.00 亿元为西城区财政局按照西城区国资委的安排下拨的增资款，但是正式的文件尚未出具，目前暂入其他应付款。企业其他应付款中账龄在 1 年以内的部分占比为 42.54%、1~2 年的占 30.67%、2~3 年的占 8.17%、3 年

以上的占 18.62%。

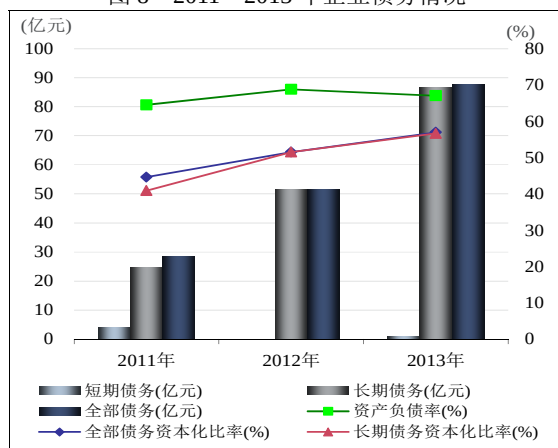
2011~2013 年企业非流动负债快速增长，年复合增长率为 63.44%。截至 2013 年底，企业非流动负债合计 109.91 亿元，同比增长 48.69%，主要是由于长期借款和长期应付款增长所致。企业非流动负债中长期借款占 70.00%，专项应付款占 21.08%，长期应付款占 8.91%。

2011~2013 年，企业长期借款快速增长，年复合增长 77.17%。截至 2013 年底，企业长期借款为 76.94 亿元，同比增长 49.35%，增长主要来自企业新增保证借款 7.00 亿元、新增信用借款 9.35 亿元、抵押借款较 2012 年底增长 9.07 亿元（抵押借款详见附件 1-4）。

2011~2013 年底，企业长期应付款快速增长，2013 年底为 9.79 亿元，较 2012 年底增长 9.74 亿元，主要为企业当年新增从新华信托股份有限公司取得的信托贷款 9.79 亿元。

2011~2013 年，企业专项应付款年复合增长 18.08%。截至 2013 年底，企业专项应付款为 23.17 亿元，同比增长 3.86%，其中主要包括西内及新北京市政道路建设拨款 7.90 亿元、丰盛东区 A 区变电站拆迁工程专项款 6.70 亿元、161 中学南校区改扩建项目拆迁资金 4.20 亿元、桃园危改市政道路建设工程款 1.06 亿元等 11 项代建市政工程项目。

图 8 2011~2013 年企业债务情况



资料来源：企业年报

2011~2013 年，企业有息债务规模快速增

长，年均复合增长 75.41%。截至 2013 年底，企业全部债务为 87.73 亿元，同比增长 70.30%，主要是由于长期借款及信托贷款增长所致。企业全部债务中短期债务 1.00 亿元（占 1.14%），长期债务 86.73 亿元（占 98.86%）。

债务指标方面，2011~2013 年，企业资产负债率波动中小幅增长，全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均持续增长，三年加权平均值分别为 67.10%、52.87%和 51.99%，截至 2013 年底，三项指标分别为 67.08%、56.97%和 56.69%。由于企业负债中预收账款及专项应付款占比较大，企业实际资产负债水平低于上述计算值。

整体看，近年来伴随企业项目开发规模的扩大，企业对外融资规模增长较快，负债水平整体上升，债务负担加重；债务结构以长期债务为主，符合企业项目建设周期长的特点；预计未来企业新建项目和新开工项目仍对资金形成较高需求，将继续推高企业相关债务指标。

4. 盈利能力

2011~2013 年，企业的营业收入波动增长，年均复合增长 64.73%，分别为 5.72 亿元、17.47 亿元和 15.52 亿元。2011 年企业营业收入规模较小，主要是由于 2011 年国家连续出台的房地产调控措施对企业整体业务产生了一定的影响，企业部分项目进程放缓导致部分房地产项目未能实现销售收入。但同时，企业通过调整房地产业务结构、在房地产业务上创造条件实现房地产项目的一二级联动、参与建设区域内重点保障性住房建设和精品商品房建设项目以建设品牌价值实现品牌溢价以及注重控制项目费用成本等一系列措施，实现了较高的毛利率水平。2012 年企业营业收入大幅增长，主要是由于企业在 2011 年底取得西都地产的控股权，并于 2012 年将其营业收入纳入合并报表所致，此外，2012 和 2013 年企业在房地产项目销售上通过差异化营销缩短项

目的运作周期、加快了销售进度和资金回笼，也推动了企业营业收入的快速增长。截至 2013 年底，企业房地产销售收入 14.45 亿元，占营业收入的 93.12%，较上年增长 3.08 个百分点。

企业的营业成本随收入同步波动增长，年均复合增长 73.41%，分别为 2.84 亿元、9.38 亿元和 8.55 亿元。

期间费用方面，2011~2013 年，随企业业务规模的扩大，三项期间费用持续增长，年均复合增长 24.49%。2013 年，企业期间费用为 1.52 亿元，同比增长 19.62%，其中销售费用 0.46 亿元，同比增长 18.05%；管理费用 1.48 亿元，同比增长 72.81%；由于企业大部分借款利息资本化，加之货币资金规模增长，使利息收入相应增长，当年企业财务费用为-0.42 亿元。2011~2013 年，企业期间费用占营业收入比重分别为 17.15%、7.27%和 9.80%。总体看，在企业扩大销售规模的同时，期间费用控制有所改善，期间费用整体水平尚可。

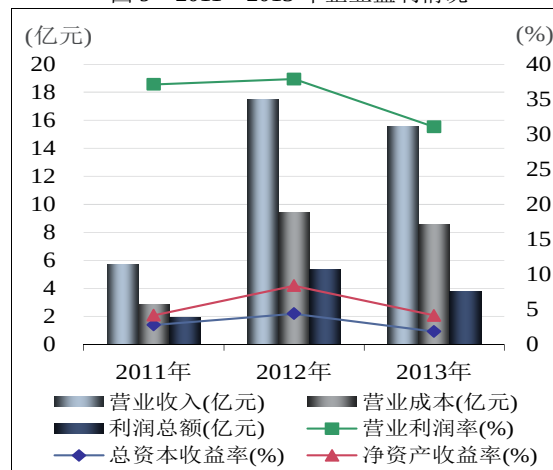
非经常性损益方面，2011~2013 年，企业投资收益波动幅度较大，分别为 0.56 亿元、0.05 亿元和 0.27 亿元；2011~2013 年，企业营业外收入分别为 0.21 亿元、0.15 亿元和 0.62 亿元，2013 年营业外收入主要来自政府补助 0.40 亿元，具体为企业子公司西都地产当年结转的市政道路补贴，其中：新街口四条项目补助资金 0.29 亿元，新街口小七条项目补助资金 0.11 亿元。2011~2013 年，企业营业外支出分别为 119.32 万元、2246.23 万元和 1203.09 万元，其中 2012 年企业营业外支出主要系企业子公司北京纺织服装开发公司对下属海南燕泰房地产开发经营公司完成注销清算，对该公司的投资成本确认为损失 2000.00 万元。

2011~2013 年，企业利润总额和净利润均有所波动，三年利润总额分别为 1.93 亿元、5.36 亿元和 3.75 亿元，净利润分别为 1.46 亿元、4.05 亿元和 2.73 亿元，年均复合增长率分别为 39.38%和 36.68%。

盈利指标方面，2011~2013 年，企业营业

利润率、总资本收益率及净资产收益率均呈波动下降态势，上述指标三年平均值分别为 34.31%、2.77%和 5.40%，截至 2013 年底，上述指标分别为 31.05%、1.82%和 4.12%

图 9 2011~2013 年企业盈利情况



资料来源：企业年报

总体看，房地产开发销售是企业收入和利润的主要来源，2012 年，在收入规模大幅增长的带动下，企业盈利能力有所增强，2013 年，受北京市房地产行业价格整体波动影响，以及企业山东销售量占比的提高（平均售价较低），加之企业债务及所有者权益快速增长，企业盈利呈现下降态势，整体盈利能力水平尚可。目前国家房地产从紧政策趋势将延续，增加了房地产市场未来一段时间内运行的不确定性，联合资信将持续关注国家房地产调控政策及其对企业后续项目的影响。

5. 现金流

从经营活动看，2011~2013 年，企业经营活动现金流入量波动增长，分别为 8.92 亿元、35.64 亿元和 20.35 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为 7.56 亿元、25.87 亿元和 16.77 亿元，自 2012 年，企业加大房产开发和销售力度，现金回笼增多，但由于企业收入确认原则是竣工交房，房产销售回款和收入确认存在较长时滞。2011~2013 年，企业收到其他与经营活动相关的现金分别为 1.36 亿元、9.68 亿元和 3.59 亿元，其中 2012 年收到其他

与经营活动相关的现金主要为收到的拆迁工程专款 8.39 亿元。2011~2013 年，企业现金收入比分别为 132.26%、148.09%和 108.06%，现金收入情况有所弱化。经营现金流出方面，随着企业开发规模的波动，购买商品、接受劳务支付的现金波动增长，三年分别为 28.86 亿元、38.51 亿元和 35.96 亿元；企业支付其他与经营活动有关的现金三年分别为 0.87 亿元、1.25 亿元和 6.96 亿元，其中 2013 年增长迅速，主要为收购项目支付的款项意向金及用于拆迁安置的保障房押金；企业经营活动现金流出量三年分别为 31.40 亿元、43.48 亿元和 48.01 亿元，整体支出规模较大。2011~2013 年，企业经营活动产生的现金流量净额分别为-22.48 亿元、-7.84 亿元和-27.66 亿元，企业经营活动现金流平衡能力有待提高。

从投资活动看，2011~2013 年，企业投资活动现金流入量快速下降，分别为 19.98 万元、3.70 亿元和 0.67 亿元，其中 2011 年投资活动现金流入主要来自收回投资收到的现金 12.18 亿元，具体为 2011 年企业对北京富邦兴业投资有限责任公司等公司进行清算产生的回收投资，当年企业收到其他与投资活动有关的现金 7.60 亿元，主要为企业受让西都地产股权后当年将其纳入合并范围，合并时西都地产账面的货币资金计入企业合并现金流量表该科目中；2012 年，企业收回投资收到的现金 3.58 亿元，具体为企业对北京天成顺意经贸有限公司和海南燕泰房地产开发经营公司等公司的清算产生的回收投资。2011~2013 年，企业投资活动产生的现金流出量波动下降，分别为 16.06 亿元、1.11 亿元和 5.61 亿元，其中 2011 年企业投资支付的现金规模较大，为 16.00 亿元，主要为企业受让西都地产股权所支付的现金。2011~2013 年，企业投资活动产生的现金流量净额分别为 3.92 亿元、2.59 亿元和-4.94 亿元。

2011~2013 年，企业筹资活动前产生的现金流量净额分别为-18.55 亿元、-5.25 亿元和

-32.60 亿元。企业存在一定的外部融资需求。

从筹资活动看，2011~2013 年，随企业房地产开发业务增长，企业加大了对外筹资力度，筹资活动产生的现金流入量持续增长，三年分别为 26.34 亿元、49.39 亿元和 52.12 亿元，主要为企业取得借款和增资收到的现金，其中 2013 年企业收到其他与筹资活动有关的现金主要为企业当年从新华信托股份有限公司取得的信托贷款 9.79 亿元。企业筹资活动现金流出主要产生于偿还债务、分配股利、利润和偿付利息，近三年分别为 8.81 亿元、21.05 亿元和 14.68 亿元。2011~2013 年，企业筹资活动产生的现金流量净额分别为 17.53 亿元、28.35 亿元和 37.45 亿元。

2011~2013 年，企业现金净增加额分别为 -1.03 亿元、23.09 亿元和 4.85 亿元。

总体看，企业经营活动现金流状况受项目开发力度影响较大，近几年现金净流量为净流出，经营活动现金流量平衡压力大，对外融资需求多，融资活动现金流入量上升；对外投资正常；未来随项目投入增加，外部融资需求仍较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力来看，2011~2013 年，由于存货及货币资金规模快速扩大，企业流动比率和速动比率持续增长，流动比率分别为 383.61%、446.31%和 755.25%，速动比率分别为 119.08%、164.35%和 254.56%。企业近三年经营现金流量净额均为负值，对短期偿债无保障能力，但考虑到企业货币资金较充足，加之流动负债中预收款占比较大，预收款主要是房屋销售预收款，实际无需偿付。综合看，企业短期债务规模小，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力来看，2011~2013 年，企业 EBITDA 波动增长，三年分别为 2.45 亿元、5.90 亿元和 4.34 亿元；企业全部债务/EBITDA 三年分别为 11.64 倍、8.74 倍和 20.22 倍；企业 EBITDA 利息保障倍数分别为 1.17 倍、1.75

倍和 0.72 倍，其中 2013 年该指标下降较快，主要是由于企业在国家及北京市促进保障性住房政策的影响下，保障房建设投入加大带来的外部融资需求使企业融资规模增长。总体看，企业偿债能力有所弱化，整体偿债能力一般。

或有负债方面，截至 2013 年底，企业无未决诉讼及对外担保。

截至 2013 年底，企业获得多家开发银行及商业银行授信额度合计为 193.20 亿元，尚未使用的授信额度为 115.26 亿元，企业间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据企业提供的中国人民银行《企业信用报告》（编号：G1011010202340860P），截至 2014 年 4 月 14 日，企业无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

企业是北京市西城区大型国有独资集团企业、北京市及西城区保障性住房建设、住房及商业地产项目建设、旧城历史文化保护项目等相关建设项目的重要主体。企业整体管理制度健全，高管层管理经验丰富。基于对房地产行业发展趋势的基本判断，以及企业在地理区位、业务结构、土地储备和财务状况等方面因素的综合判断，企业整体抗风险能力较强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对企业现有债务的影响

本期债券拟发行额度为 15 亿元，占 2013 年底企业长期债务和全部债务的比重分别为 17.30%、17.10%，对企业现有债务规模具有一定影响。

截至 2013 年底，企业资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.08%、和 56.97%和 56.69%。以 2013 年底企业财务数据为基础，不考虑其他因素，本

期债券发行后，上述指标将分别上升至 69.36%、和 60.79%和 60.55%，企业债务负担将有一定程度的加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2011~2013 年企业 EBITDA 值分别为 2.45 亿元、5.90 亿元和 4.34 亿元，分别为本期债券拟发行额度的 0.16 倍、0.39 倍和 0.29 倍；2011~2013 年企业经营活动的现金流入量分别为 8.92 亿元、35.64 亿元和 20.35 亿元，为本期债券拟发行额度的 0.59 倍、2.38 倍和 1.36 倍；2013 年企业经营活动现金流量净额为 -27.66 亿元，对本期债券本息不具备保障能力。总体看，企业 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期债券的保障能力较弱。

3. 本期债券偿债资金来源

本期债券偿债资金来源主要为企业日常经营收入和募投项目产生的收益。

2011~2013 年，企业实现营业收入分别为 5.72 亿元、17.47 亿元和 15.52 亿元，年复合增长率为 64.73%；利润总额分别为 1.93 元、5.36 亿元和 3.75 亿元，年复合增长率为 39.38%；净利润分别为 1.46 亿元、4.05 亿元和 2.73 亿元，年复合增长率为 36.68%。近三年企业营业收入、利润总额和净利润整体呈波动增长态势，对本期债券的偿还提供一定的保障能力。根据测算，本期债券募投项目“百万庄北里居民住房改善项目”总成本费用为 42.12 亿元。该项目房屋将主要用于改项目居民回迁安置，少量剩余房屋作为对接房源进行全市统筹分配，优先满足西城区政府使用，以平衡项目开发资金缺口。根据项目前期调研情况，该项目住宅拆迁总面积为 46238.22 平方米，项目预计拆迁后外迁比例和内迁比例分别为 15%和 85%。

表 12 本期债券募投项目收入（折现后）与本息偿付匹配情况（单位：亿元）

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
应付本息合计	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	16.35									
募投项目收入															
住宅				21.22	5.30										
回购房屋				2.32	0.58										
居民住宅面积补差款				1.53	0.38										
回购地下商业				0.21	0.05										
商业设施租金收入					1.43	1.34	1.31	1.28	1.25	1.22	1.19	1.16	1.13	1.11	1.08
募投项目收入合计				25.28	7.74	1.34	1.31	1.28	1.25	1.22	1.19	1.16	1.13	1.11	1.08

资料来源：企业提供，联合资信整理

注：利息按 9% 计算

在该项目中，如被征收人所选回迁安置房建筑面积超出原房屋建筑面积部分，但不超过应安置面积标准，被征收人可以按照 5600 元/平方米向企业购买住宅，该项目中超出原住宅面积但不超出安置补偿标准的住宅销售面积为 34249.65 平方米。因此项目预计可以实现相应销售收入 1.91 亿元。根据项目计划，预计该部分销售收入将于本期债券发行后第 4 年和第 5 年实现，分别为 1.53 亿元和 0.38 亿元。

扣除回迁安置补偿后，少量剩余房屋作为对接房源进行全市统筹分配，优先满足西城区政府使用（主要作为其他周边项目的对接安置房），以平衡项目开发资金缺口。该类房屋住宅预计可售面积为 44200 平方米。从近十年西城区房地产价格交易情况看，西城区房地产价格呈快速上涨的趋势，房价已从 2000 年的 4300 元/平方米涨至 2014 年 4 月的 67509 元/平方米左右。该项目地处百万庄地区，与建设部大院、百万庄中里、主语家园等项目位于同一供给圈。通过企业市场调查，目前该区域商品住宅二手房的平均价格在 66805 元/平方米左右。按照开发进度，预计项目销售时间在 2015 年，依照北京市房地产市场的发展趋势，预计该区域 2015 年的普通商品房的价格将维持在 70000 元/平方米左右。考虑到项目的特殊性以及上述项目区位条件及上市时间等因素，项目预期售价按照市场住宅售价 6 万元/平方米计算。综上所述，预计项目实现住宅对外销售收入 26.52 亿元。根据项目计划，该部分收

入将于本期债券发行后第 4 年和第 5 年实现，分别为 21.22 亿元和 5.30 亿元。

除上述住宅销售收入外，该项目还将建成配套商业设施以及完成部分代建工程，预计该项目的商业设施可以取得租赁收入及原有非住宅房屋及地下商业可以取得回购相关收入。根据项目计划，商业设施租金收入将分别于本期债券发行后的第 5 年至第 15 年实现；原有非住宅房屋及地下商业将于第 4 年和第 5 年实现，分别为 2.53 亿元和 0.63 亿元。

综上所述，企业近三年营业收入、利润总额和净利润整体呈波动增长态势，对本期债券的偿还提供一定的保障能力，募投项目预期收益为 45.11 亿元，足以覆盖本期债券应支付的本金和利息。但联合资信同时也关注到，本期债券采用到期一次还本方式，企业集中偿付压力较大，且募投项目收入实现主要集中在本期债券发行后的第 4 年和第 5 年，其余年度企业需通过日常经营收入对本期债券本息进行偿付，募投项目收入实现与本期债券集中偿付在时间上存在一定不匹配性；此外，国家房地产从紧政策趋势将延续，增加了企业房地产销售未来收益实现的不确定性。

十、债权保护条款分析

为维护本期债券投资者的权益，企业与广发银行股份有限公司北京分行（以下简称“广发银行北京分行”）签署了《偿债资金专户及

资金监管协议》。根据此协议，企业将在广发银行北京分行开立偿债专户。偿债资金是企业为保证按照《募集说明书》约定及时足额支付本期债券到期应偿还的本金及利息而设置的专项资金。除本期债券的本金兑付和支付债券利息以及银行结算费用外，偿债专户资金不得用于其他用途。同时，企业将从经营盈余中逐步提取资金作为专项偿债资金，并将专项资金划拨至在广发银行北京分行开立的专项资金账户进行管理，专门用于本期债券本息的兑付工作，以确保本期债券本息按期兑付，保障投资者利益。

企业从本期债券发行当年起将按计划计提专项资金，并将所归集的专项资金集中存放在偿债资金专户，具体划拨方式和金额如下：本期债券存续期间的第1年至第5年，在付息日前10个工作日，由企业划拨当期利息款至偿债资金专户，并在付息日支付；本期债券存续期间的第6年，在付息（兑付）日前10个工作日，企业划拨当期利息款和本金至偿债资金专户，并在付息（兑付）日支付。如广发银行北京分行发现企业未按时足额将专项资金划拨至专项资金专户，广发银行北京分行应在当日内书面通知要求企业补足。如企业在接到广发银行北京分行通知后5个工作日内未补足专项资金，广发银行北京分行应立即将此情形书面通知本期债券主承销商，由主承销商负责督促企业按本协议规定履行应尽义务，如企业仍未在2个工作日内补足专项资金，主承销商将根据具体情况采取相应措施，包括向投资人公开披露相关信息等。

根据《偿债资金专户及资金监管协议》第六条，本期债券存续期内，广发银行北京分行在国家法律、法规和信贷政策允许的前提下，对企业给予流动资金信贷支持。当企业发生资金困难时，广发银行北京分行可以根据企业的申请，按照相关程序进行评审，经评审合格并报经有权审批人批准后，广发银行北京分行可对其提供信贷支持以解决企业临时资金困难。

总体看，专项偿债账户监管以及银行流动性贷款支持，能够在一定程度上加强本期债券本息偿还的安全性，对本期债券有一定的保障作用。

十一、 结论

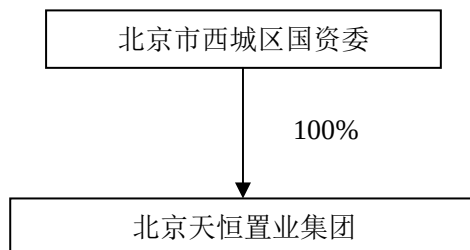
国家“十二五”规划对保障性住房政策支持力度加大，加之北京市计划将棚户区改造规模进一步扩大以及西城区政府对企业多方面的支持，为企业营造了良好的外部发展环境。

企业作为北京市西城区的大型国有独资企业以及北京市及西城区保障性住房建设、住房及商业地产项目建设、旧城历史文化保护项目等相关建设项目的重要主体，具备区域性品牌优势和一定的综合实力。

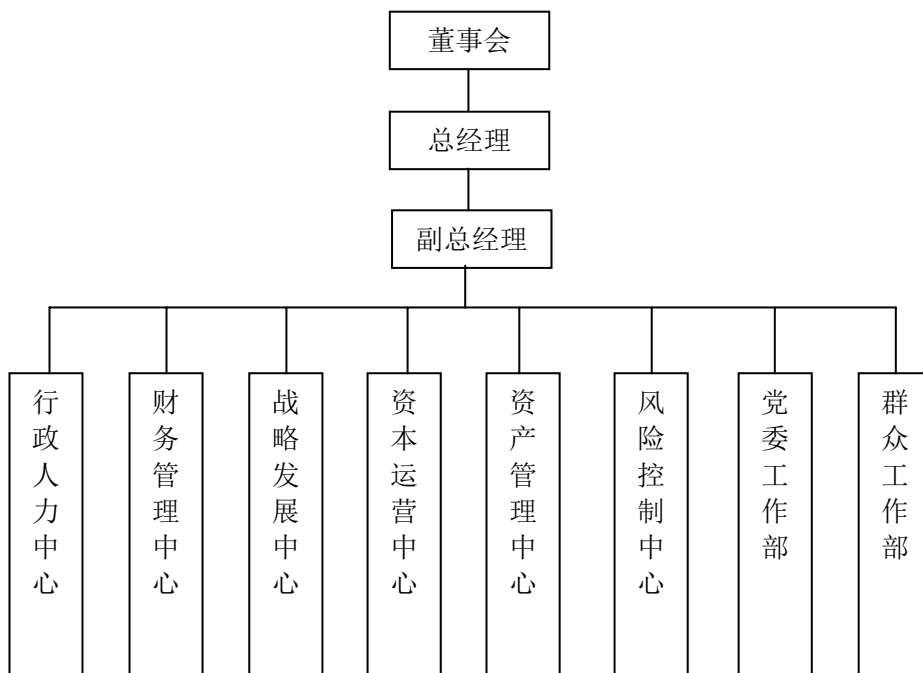
目前，企业资产以流动资产为主，资产结构较稳定，其中存货占比较大，对资产流动性产生一定影响，但考虑到企业货币资金较充足，有助于资产流动性，因此企业资产质量尚可；伴随企业项目开发规模的扩大，企业对外融资规模增长较快，负债水平整体上升，债务负担加重；受益于政府支持，企业实收资本大幅增加带动所有者权益快速增长，企业所有者权益稳定性较好；企业营业收入受国家房地产调控政策影响大，整体呈波动增长态势；经营活动现金流量平衡压力大，对外部融资依赖程度高。考虑到西城区政府对公司支持力度大，且该区保障性住房计划建设规模将进一步扩大，以及本期募投项目收入的按计划实现，公司未来收入有望进一步提高。

联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险低。

附件 1-1 企业股权结构图



附件 1-2 企业组织结构图



附件 1-3 2013 年底企业纳入合并范围二级子公司

公司名称	注册资本 (万元)	经营范围	所占权益(%)
北京天恒华意科技发展有限公司	1000.00	技术咨询、技术服务；专业承包；货物进出口；技术进出口	55
北京天恒房地产股份有限公司	17888.65	房地产开发，商品房销售，租赁，物业管理，装饰装修，房地产咨询	78.50
北京纺织服装开发公司	100.00	服装、服装面料、服装辅料的技术开发、技术转让及技术咨询；销售本公司开发的产品、装饰材料；组织展览展示；商贸信息咨询；劳务服务；对自营房屋进行物业管理；出租写字间	100
北京天恒瑞海物业有限责任公司	300.00	物业管理；机动车公共停车场服务	55
北京嘉鸿房地产开发有限公司	10000.00	房地产项目开发，经营、销售商品房	100
海南天恒燕泰房地产开发有限公司	1000.00	房地产开发经营，房屋租赁服务，房地产信息咨询服务，物业管理服务	100
北京天恒康都房地产开发有限公司	120000.00	房地产开发，销售自行开发的商品房，物业管理，专业承包	100
北京西都地产发展有限公司	58000.00	房地产开发，销售商品房，房屋维修，自有房屋的物业管理（含写字间出租），家居装饰，旅游项目的投资管理，旅游及房地产信息咨询（中介除外）	100
北京天恒正宇投资发展有限公司	227000.00	项目投资，投资管理，房地产开发，销售自行开发的商品房，物业管理，家居装饰，房地产信息咨询（不含中介），专业承包	100
北京天恒正道投资发展有限公司	10000.00	房地产开发；专业承包；物业管理。项目投资；投资管理；销售自行开发的商品房；经济信息咨询。	100
北京翔德房地产开发有限公司	837.07	房地产开发；销售出租商品房、房屋的委托管理；销售建筑材料、建筑机械；室内装修；房地产信息咨询	100

附件 1-4 2013 年底企业抵押借款明细表

贷款银行	借款单位	借款余额 (万元)	类别	抵(质)押物及保证人情况
国家开发银行股份有限公司	北京天恒康都房地产开发有限责任公司	107220.00	保证抵押	北京天恒置业集团提供连带责任保证担保，以北京天恒康都房地产开发有限责任公司房山区长阳镇长阳站 7 号地 18 号、22 号土地使用权及在建工程房地产作为抵押。
中国建设银行股份有限公司北京西四支行		40000.00	保证抵押	
北京银行股份有限公司德外支行		34350.00	保证抵押	
北京银行股份有限公司燕京支行	北京西都地产发展有限公司	14800.00	保证抵押	北京天恒置业集团提供保证担保，以北京西都地产发展有限公司西城区裕中西里 34、35 号楼作为抵押。
国家开发银行股份有限公司	北京西都地产发展有限公司	142000.00	保证抵押	北京天恒置业集团提供保证担保，以北京西都地产发展有限公司子公司海南燕泰大酒店有限公司所拥有的海口市海甸岛东部开发区第十一小区及海口市海甸岛沿江二东路的房地产作为抵押。
华夏银行股份有限公司北京魏公村支行	北京天恒房地产股份有限公司	165500.00	抵押	以北京天恒正业投资管理有限责任公司南露园 5 号及西城区阜城门外北街 259 号房产作为抵押。
北京银行股份有限公司华安支行	北京天恒房地产股份有限公司	18000.00	保证抵押	北京天恒置业集团提供全程连带责任保证；建设期以百万庄项目建设用地土地使用权及在建工程提供抵押担保；项目建成后以本项目建设用地使用权及地上建筑物提供抵押担保。
广发银行股份有限公司北京分行	北京山天置业有限公司	35000.00	保证抵押	北京天恒置业集团提供连带责任保证担保，以北京山天置业有限公司土地 221985.67 平方米和在建工程 37247.89 平方米作为抵押。
华夏银行股份有限公司北京魏公村支行	北京天恒乐活城置业有限公司	49000.00	抵押	以北京天恒乐活城置业有限公司房山区阎村镇南梨园村“乐活家园二期”A 地块部分土地、B 地块土地及乐活城项目部商业地块土地作为抵押。
合计		605870.00		

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	24.35	47.45	52.30
资产总额(亿元)	99.84	155.49	201.28
所有者权益(亿元)	35.39	48.45	66.27
短期债务(亿元)	4.00	0.00	1.00
长期债务(亿元)	24.51	51.51	86.73
全部债务(亿元)	28.51	51.51	87.73
营业收入(亿元)	5.72	17.47	15.52
利润总额(亿元)	1.93	5.36	3.75
EBITDA(亿元)	2.45	5.90	4.34
经营性净现金流(亿元)	-22.48	-7.84	-27.66
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.59	10.34	8.16
存货周转次数(次)	0.02	0.09	0.11
总资产周转次数(次)	0.06	0.14	0.09
现金收入比(%)	132.26	148.09	108.06
营业利润率(%)	37.11	37.87	31.05
总资本收益率(%)	2.76	4.36	1.82
净资产收益率(%)	4.13	8.36	4.12
长期债务资本化比率(%)	40.92	51.53	56.69
全部债务资本化比率(%)	44.62	51.53	56.97
资产负债率(%)	64.55	68.84	67.08
流动比率(%)	383.61	446.31	755.25
速动比率(%)	119.08	164.35	254.56
经营现金流动负债比(%)	-96.48	-23.68	-110.19
EBITDA 利息倍数(倍)	1.17	1.75	0.72
全部债务/EBITDA(倍)	11.64	8.74	20.22
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.59	2.38	1.36
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.50	-0.52	-1.84
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.16	0.39	0.29

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期债券偿债能力	
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/本期债券到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	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	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 北京天恒置业集团 2014 年度 15 亿元企业债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期企业债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

北京天恒置业集团应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。北京天恒置业集团如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，北京天恒置业集团应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注北京天恒置业集团的经营管理状况及相关信息，如发现北京天恒置业集团出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如北京天恒置业集团不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送北京天恒置业集团、主管部门、交易机构等。

