

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 686 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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；维持“14京天恒债/14京天恒”信用等级为AA。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 17 层（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
<http://www.lhratings.com>

北京天恒置业集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 京天恒债/14 京天恒	15 亿元	2014/10/24-2020/10/24	AA	AA

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 2 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	47.45	52.30	58.81
资产总额(亿元)	155.49	201.28	272.41
所有者权益合计(亿元)	48.45	66.27	82.82
短期债务(亿元)	0.00	1.00	33.43
全部债务(亿元)	51.51	87.73	149.32
营业收入(亿元)	17.47	15.52	25.35
利润总额(亿元)	5.36	3.75	6.01
EBITDA(亿元)	5.90	4.34	6.70
经营性净现金流(亿元)	-7.84	-27.66	-51.54
营业利润率(%)	37.87	31.05	23.42
净资产收益率(%)	8.36	4.12	5.41
资产负债率(%)	68.84	67.08	69.60
全部债务资本化比率(%)	51.53	56.97	64.32
流动比率(%)	446.31	755.25	494.03
全部债务/EBITDA(倍)	8.74	20.22	22.28
经营现金流动负债比(%)	-23.68	-110.19	-98.81

注: 公司长期应付款中信托贷款已调整至当期长期债务核算。

分析师

霍 焰 孙宏辰
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

北京天恒置业集团有限公司(以下简称“公司”)作为北京市西城区国有独资的房地产开发公司及重要的保障房建设实施主体,跟踪期内,继续得到了北京市西城区国有资产管理委员会在资金、资产注入等方面的有力支持,并且公司房地产开发经验丰富,在保障性住房和旧城历史文化保护建设领域保持区域垄断性优势。同时,联合资信也关注到公司未来投资规模较大、项目开发周期长、经营现金流持续净流出及债务规模增长较快等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来伴随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,公司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。

综合考虑,联合资信维持公司AA的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“14京天恒债/14京天恒”AA的信用等级。

优势

1. 国家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,为公司营造了良好的外部发展环境。
2. 公司是北京市及西城区保障性住房的主要投资建设主体之一,跟踪期内,公司继续获得区政府在资金、资产注入等方面给予的有力支持。
3. 跟踪期内,公司经营板块进一步扩充,资产及收入规模显著增长。

关注

1. 跟踪期内,国内房地产行业发展回归理性,仍将延续调整态势,房地产市场未来一段时间内运行存在不确定性;公司存货规模较大,存在去库存压力。
2. 受保障房销售占比提升及新增业务板块经营

特点影响，跟踪期内，公司营业利润率有所下滑。

3. 跟踪期内，公司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。
4. 受公司项目投资周期长、投资规模大的影响，跟踪期内，公司经营现金流持续为净流出状态。

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有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与北京天恒置业集团有限公司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有限公司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有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于北京天恒置业集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

北京天恒置业集团有限公司（以下简称“公司”）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公司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，西城区政府对公司进行多次增资，公司注册资本增加至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，公司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，公司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。2008~2014年，西城区财政局和西城区国资委分别对公司进行多次增资，截至2014年底，公司注册资本增长至672136.70万元，西城区国资委持有公司100%股权，为公司的唯一股东及实际控制人。2014年12月，根据西国资复[2014]44号文件，公司名称由北京天恒置业集团变更为现名，企业类型由“全民所有制”变更为“有限公司（国有独资）”。

公司经营范围：房地产开发、房屋维修；销售民用建材、百货。

公司目前下设行政管理中心、人力资源中心、财务管理中心、战略发展中心、资本运营中心、资产管理中心、风险控制中心共7个职能部门，以及地产运营事业部、城区项目事业部、商业运营事业部共三个事业部，事业部本部负

责所属业务板块专业运营体系的日常管理。截至2014年底，公司拥有31家纳入合并范围子公司，其中12家二级子公司。

截至2014年底，公司合并资产总额272.41亿元，所有者权益82.82亿元（其中少数股东权益5.58亿元）；2014年公司（合并）实现营业收入25.35亿元，利润总额6.01亿元。

公司注册地址：北京市西城区阜外大街31号；法定代表人：刘洪文。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。

全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 房地产行业

2014 年中国房地产市场步入调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。在此背景下，中央政策以“稳”为主，更关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求，稳定住房消费。各地则因时因地灵活调整，加速房地产市场化转型；限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。

进入 2014 年，房地产行业外部大环境正在酝酿变化，众多经济体制中深层次的矛盾开始凸显，土地、财税以及一些不与地产直接相关的制度，如利率汇率的决定、投融资制度等的改革，都对房地产市场的发展产生了一定的影响。2014 年中国房地产市场持续低迷。其中，房地产开发方面，2014 年，全国房地产开发投资额增速创近五年新低。全年房地产开发投资 9.5 万亿元，同比增长 10.5%，增速较 2013 年回落 9.3 个百分点。其中，住宅投资 6.4 万亿元，增长 9.2%，增幅较 2013 年回落 10.2 个百分点；办公楼投资 0.6 万亿元，增长 21.3%，增速较 2013 年回落 16.9 个百分点；商业营业用房投资 1.4 万亿元，增长 20.1%，增速较 2013 年回落 8.2 个百分点。2014 年，全国房屋新开工面积同比持续下降，全年全国房屋新开工面积为 18.0 亿平方米，同比下降 10.7%，其中，住宅新开工面积 12.5 亿平方米，同比下降 14.4%。全国房屋施工面积 72.6 亿平方米，同比增长 9.2%。全国房屋竣工面积 10.7 亿平方米，同比增长 5.9%。房地产销售方面，全国商品房销售面积和销售额同比双降。2014 年，全国商品房销售面积为 12.1 亿平方米，同比下降 7.6%，销售额为 7.6 万亿元，同比下降 6.3%。分物业来看，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长。住宅销售面积为 10.5 亿平方米，同比

下降 9.1%，销售额为 6.2 万亿元，同比下降 7.8%；办公楼销售面积为 2498 万平方米，同比下降 13.4%，销售额为 2944 亿元，同比下降 21.4%；商业营业用房销售面积为 9075 万平方米，同比增长 7.2%，销售额为 8906 亿元，同比增长 7.6%。房地产供求对比方面，2014 年市场整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。20 个代表城市成交量同比下降 8.6%，供应量同比增长 3.2%，销供比为 0.82，较 2013 年的 0.93 明显下降。其中，北京当年成交减少而供应增加，销供比仅为 0.64，与 2013 年 1.53 的水平差距较大；上海、广州、武汉也由 2013 年的供需基本平衡转为 2014 年的供大于求，销供比分别下降至 0.80、0.70、0.88。2014 年前三季度，市场销售下降、供应增加，推动整体库存持续攀升，出清周期延长。进入四季度，销售有所回升，库存仍高位盘整，截至 2014 年 12 月底，20 个代表城市可售面积为 18782 万平方米，环比增长 1.8%，较 2013 年同期增长 25.5%，为近五年以来最高水平。

宏观调控政策方面，2014 年，在全国房地产行业整体降温的大背景下，宏观调控理念正在逐步发生变化。

首先，新常态下中央调控更注重市场化，以金融手段鼓励自住性住房消费。中央调控强调长期性及稳定性，着眼深化各项改革。新型城镇化、土地制度改革、金融制度改革等与房地产市场长期发展相关的制度建设成为两会工作报告重点。据此，2014 年中央出台房地产相关政策均以注重长期未定发展的制度建设为主，未再出台新的短期行政手段。年末中央工作会议再度未直接提及房地产，房地产调控去行政化趋势明显。中央多轮表态推进金融体制改革，货币政策注重精准定向微调。自 2014 年 4 月以来，央行明确指出要持续实施稳健的货币政策，继续深化金融体制改革，并贯彻定向调控要求；5 月 30 日，国务院常务会议提出要保持货币信贷和社会融资规模合理增长，加大“定向降准”措施力度。二季度以来，央行多次定向调整释放流动性，推进金融市场发展；

年末央行对金融机构存款统计口径进行调整，拓宽存贷比指标中的存款口径从而增强整体流动性。同时监管层允许已上市房地产企业在银行间市场发行中期票据，表明监管层对于房地产融资的态度从原来的单向打压转为双向调节，中型房企的资金压力得到缓解。此外，支持自住性刚需，差别化信贷政策自 2010 年以来首度放松。9 月 30 日，央行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（以下简称“‘930’新政”），对个人住房贷款需求的支持力度大幅提升：首套房贷利率下限重回基准利率的 0.7 倍；已有一套住房并已结清相应购房贷款后再次申请贷款的，银行执行首套房贷款政策。上述对首套房“认贷不认房”界定标准较此前“认贷又认房”大幅放宽。

其次，限购退出后金融财政政策主导，地方政策因地因时多轮灵活调整。2014 年初，各地房地产市场持续分化，热点一二线城市仍在加强监管；二季度以来多个城市陆续取消限购，仅五市（北京、上海、广州、深圳、三亚）未放开；三季度各地限购放开步伐加快，或定向或全面取消限购，同时限购放松力度也逐渐加大，多个城市出现再次调整，限购政策由局部调整向全面放开。

此外，金融信贷、公积金政策跟进调整，财税补贴鼓励自住刚需。地方政策调整更加灵活，重点加大信贷支持力度，三季度以来，限购集中退出，部分城市短期成交回升，但仍未扭转整体下行趋势。在经济偏弱、旺季不旺的背景下，以信贷为主的利好政策陆续出台，意在扭转市场预期，刺激市场需求。9 月底央行“930”新政出台后，地方信贷政策放松成大势。全国多地调整公积金政策，降门槛、增额度促进需求释放。继三季度取消限购、“930”新政放松信贷后，通过公积金支持自住需求成为各地进一步调整的主要手段。10 月 9 日中央出台《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，随后多个省市陆续跟进。据不完全统计，2014 年以来对公积金调整放宽的省市已近 40 个。同

时在央行降息后，各地相应央行要求，公积金贷款利率普遍下调 0.25 个百分点。

户籍、土地改革、不动产统一登记进程加快，长效机制顶层设计有序推进。11 月《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》出台，提出稳定完善农村土地承包关系，规范引导农村土地经营权有序流转。同时，国土资源部正式发布《节约集约利用土地规定》和《关于推进土地节约集约利用的指导意见》，对大力推进节约集约用地进行整体部署，实现“控总量、挤存量、提质量”，东部地区特别是优化开发的三大城市群地区将以盘活存量为主，率先压减新增建设用地规模。

2015 年一季度，在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足背景下，宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构，房地产方面则积极聚焦于促销费，鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策，连续降准降息，降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。两会定调稳定住房消费，中央地方供需两端政策齐出，刺激需求促进库存去化，改善性需求获重大支持。去库存、促消费、稳增长是 2015 年房地产政策的主要基调，未来货币政策仍有望趋于宽松，地方或可因城施策出台进一步刺激措施。从行业相关指标看，自 2014 年下半年多重政策推动下，2015 年一季度，市场成交回暖，供需呈现双增长，成交增幅高于供应，带动销供比小幅增长，20 个代表城市成交量同比增长 6.5%，供应量同比增长 3.8%，销供比为 1.1，同比小幅增长 0.03。库存方面，据初步统计，截至 2015 年 3 月底，20 个代表城市可售面积为 17348 万平方米，环比下降 1.8%，较 2015 年 1 月的高点回落 3.7%，但从绝对量来看，库存仍位于历史较高水平。

总体看，2014 年以来，由于宏观经济增速低于预期、银行信贷紧缩等因素影响，全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下，宏观调控政策导向促房地产市场化转型，深化改革建立长效机制推进稳增长。自 2014 年下半

年，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策，使市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现爆发式增长。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步完善，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

2. 保障房行业

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。

国家各部门对保障性住房多次出具相关政策。2011 年，根据十二五规划，在“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%。

根据财政部综合司发布的《2014 年各级财政支持保障性安居工程建设情况》，2014 年全年保障性安居工程建设共支出 4319.49 亿元，同比增长 11.2%，支持全国开工建设城镇保障性安居工程 740 万套。2015 年，全国财政一般公共预算安排保障性安居工程资金 3602.28 亿元，比上年增长 7%。

由于近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，此外，以北京为例，推出自住型住房等限价房，以满足居民安居需求。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市场仍将面临较大发展空间。

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。

具体到北京地区，“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。

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。2015 年，西城区计划建设保障性住房 3430 套，基本建成保障性住房 2289 套。在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，西城区的保障性生活住房开工建设任务达到 1.5 万套；2013 年至 2015 年，西城区的保障性生活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生活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。

五、基础素质分析

1. 产权关系

截至2014年底，公司注册资本为672136.70万元，西城区国资委持有公司100%股权，为公司的唯一股东及实际控制人。

2. 企业规模

作为北京市西城区的大型国有独资公司，公司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。其中，保障房建设方面，公司是北京市及西城区目前保障性生活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；文化保护业务方面，公司

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。房地产业务方面，公司下设十几家房地产企业，近年来已建成多处新型示范规模社区项目，具有丰富的房地产开发经验；物业管理与服务业务方面，依托房地产开发的资源 and 经验优势，公司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。

综上所述，公司房地产和保障房开发经验丰富，跟踪期内，在保障性住房和旧城历史文化保护建设领域继续保持区域垄断性优势。

3. 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，跟踪期内，公司继续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。

2014 年 1 月，根据西国资[2014]1 号文件，西城区国资委以北京华兴新业商贸有限责任公司（以下简称“华兴新业”）净资产 6.50 亿元增加公司注册资本；2014 年 3 月，根据北京市西城区财政局《关于追加百万庄北里居民住房改善（棚户区改造）项目资本金的通知》（西财经二指[2013]1007 号）及《关于追加中轴线核心保护区什刹海地区旧城保护项目资本金的通知》（西财经二指[2013]1027 号），公司注册资本增加至 59.42 亿元；2014 年 5 月，根据西国资复[2014]44 号文件，公司变更名称并改制，注册资本按 2014 年 3 月 31 日经审计确认的全部净资产确认为 63.53 亿元；2014 年 12 月，根据西国资复[2014]83 号文件，公司增加注册资本 3.68 亿元。截至 2014 年底，公司注册资本为 67.21 亿元。

针对公司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公司（计入专项应付款）。截至 2014 年底，公司专项应付款账面值合计 21.40 亿元，包括西城区政府针对

西内及新北京市政道路建设、161 中学南校区改扩建拆迁及丰盛东区 A 区变电站拆迁工程等 15 个项目的专项款。

2014 年，公司获得政府补助合计 2.76 亿元（计入营业外收入），主要包括市政道路补助资金、国有资本经营预算费用性支出项目拨款等。

六、管理分析

跟踪期内，公司在高管人员、管理体制及管理制度方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

2014 年，公司实现营业收入 25.35 亿元，同比增长 63.39%。其中实现主营业务收入 22.98 亿元，同比增长 55.86%，公司主营业务收入在营业收入中的占比为 90.66%。

2014 年，公司主营业务收入依然以房地产销售收入为主，该业务当年实现收入 17.22 亿元，同比增长 19.11%，占主营业务收入比重为 74.91%，较上年有所下降，主要系其他主营业务板块收入增长所致；同期，公司销售商品收入较上年大幅增长，为 4.86 亿元，主要系公司新纳入合并范围子公司北京华兴新业商贸有限责任公司旗下复兴商业城等商业单位带来的经营收入；2014 年，公司新增餐饮、客房、展会等收入，丰富了公司业务领域，但由于经营规模较小，对公司整体收入贡献有限。

毛利率方面，2014 年，公司主营业务毛利率有所下降，为 22.83%，同比下降 21.33 个百分点。其中，房屋销售板块毛利率为 21.90%，同比下降 22.56 个百分点，为公司主营业务毛利率同比下降的主要影响因素，具体原因系由于 2014 年公司房屋销售以房山长阳保障房项目为主，保障房结转收入占比较上年有所增长，而保障房项目毛利率较低，带动房屋销售板块毛利率相应下降；销售商品板块毛利率为 20.65%，同比下降明显，主要由新纳入合并范围子公司

原有收入成本结构决定，与上年可比性小；其利率影响不大。
余板块收入规模相对较小，对公司主营业务毛

表 1 公司主营业务收入构成（单位：万元、%）

业务板块	2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房屋销售收入	144539.53	98.02	44.46	172161.35	74.91	21.90
销售商品收入	956.60	0.65	64.80	48588.89	21.14	20.65
物业管理收入	1952.23	1.32	13.74	2093.89	0.91	17.02
餐饮收入	--	--	--	5734.10	2.49	55.92
客房收入	--	--	--	1125.05	0.49	99.85
展会收入	--	--	--	89.04	0.04	33.11
其他	13.51	0.01	-241.45	39.13	0.02	41.58
合计	147461.87	100.00	44.16	229831.45	100.00	22.83

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2. 房地产开发业务

公司的房屋销售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。公司房地产项目定位主要为普通住宅，同时也涉足部分高档别墅项目。

从经营数据看，2014 年，公司加快开发节奏，房屋开复工面积及竣工面积较上年均有较大幅度的增长。在开发区域方面，公司商品房销售区域主要在北京市、山东威海市和威海文登区，2014 年，北京市和山东地区的销售占比分别为 69.11%和 30.89%，与上年相比，北京地区销售额占比小幅增加 5.71 个百分点。公司目前及未来房地产开发销售主要区域仍将以北京和山东地区为主。

表 2 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	2013 年	2014 年
房屋开复工面积	35.81	55.11
房屋竣工面积	7.99	15.62
房屋签约销售面积	9.42	6.77
签约平均价格	0.89	0.98
实际销售签约额	84279	66412
结转收入面积	8.15	9.95
结转收入金额	8.56	7.76

资料来源：公司提供

注：结转收入中不包含地下车库销售收入及子公司少量零散房产销售收入等。

在房屋销售方面，2014 年，受国内房地产行业景气度下滑影响，公司房屋签约销售面积和实际销售签约额均有所下降，分别实现 6.77 万平方米和 6.64 亿元；由于北京地区销售额占比较上年有所提升，公司签约销售价格略有增长。

表 3 截至 2014 年底公司在手项目基本情况（单位：亿元、万平方米）

项目	项目名称	总建筑面积	（预计） 开工时间	（预计） 竣工时间	总投资	截至 2014 年底 已完成投资	剩余可 售面积	已售 面积
在 开 发/ 在 售	山天家园	13.37	2006.12	2015.12	26.71	18.89	5.28	7.29
	龙泽府 1 期	11.39	2012.10	2015.9	7.27	6.06	6.98	3.02
	龙泽苑 1 期	8.30	2010.5	2012.10	9.51	6.63	3.33	4.78
	龙泽苑 2 期	8.60	2012.9	2014.11			3.08	5.41
	龙泽苑 3 期	9.90	2014.10	2016.8			9.39	0.00
	房山区阎村镇 D 地块住宅小区项目(F 组团)	4.16	2015.2	2017.3	12.10	10.14	2.63	0.00
	房山区阎村镇 D 地块住宅小区项目(D02 地块)	20.58	2008.5	2010.10			0.12	16.28
	乐活家园 D05 一期	3.90	2012.12	2013.11	10.48	8.02	0.10	4.89
	乐活家园 D05 二期	7.36	2010.8	2012.8			0.35	3.14
	房山区阎村镇 04-0084 地块项目(E03 地块)	14.19	2014.6	2015.12	13.06	7.00	10.47	-
拟 建	龙泽府 2 期	8.80	2016.3	2018.10	4.70	1.30（土地成本）	未定	未定
	大兴区西红门 0302-010-2 地块 F3 其他类多功能用地项目	18.69	2015 年初	未定	32.58	20.64（土地成本）	未定	未定

周口店镇中心区二街区项目	未定	未定	未定	未定	未定	未定	未定
固安产业园项目	未定	未定	未定	未定	未定	未定	未定
合计	129.25	--	--	116.41	77.38	41.73	44.81

资料来源：公司提供

截至 2014 年底，公司在开发/在售项目尚有可售面积 41.73 万平方米，可支撑未来一段时间销售需求。截至 2014 年底，公司在手项目（包括在建项目及拟建项目）预计总投资 116.41 亿元，已完成投资 77.38 亿元，尚需投资 39.03 亿元，投资资金需求较大，未来公司将面临一定资金压力。

从土地储备情况上看，2013~2014 年，公司（包括联营企业）共取得三块地块，规划建筑面积合计 43.77 万平方米，取得土地价格合计 67.60 亿元。公司取得土地均来自公开市场，以“招、拍、挂”的方式取得。此外，公司还进行商品房用地一级开发，主要为南口农场 NC-01 街区居住用地土地一级开发项目，该项目规划总用地面积 24.7 万平米，规划建筑规模约为 31.79 万平米，可为公司提供二级开发项目储备。截至 2014 年底，公司尚有未开发的土地储备规划建筑面积合计 71.26 万平方米，可以满足近期项目开发需要。

表 4 公司新增土地储备情况（单位：亿元、万平方米）

时间	地块名称	取得土地价格	规划建筑面积
2013年	阎村镇04-0084地块	6.30	11.14
2014年	大兴西红门0303-010-2	19.10	12.13
	南苑乡南苑1404-621 ¹	42.20	20.50
合计		67.60	43.77

资料来源：公司提供

总体上看，跟踪期内，公司房地产签约销售规模受行业影响有所下滑，但与此同时，公司适度加大开发力度，加快开发节奏，增加土地储备，伴随 2014 年下半年以来诸多房地产刺激政策效应的逐步显现，若整体行业未来趋暖，公司房地产板块经营业绩有望获得提升。联合资信同时关注到，2014 年公司签约销售规模的下降可能会对公司下一年板块收入的增长带来

一定不利影响；房地产行业易受宏观政策调控影响，公司房地产项目预期收入的实现仍具有一定不确定性。

3. 保障性住房建设及土地一级开发业务

公司保障性住房建设及土地一级开发业务主要是由下属子公司北京西都地产发展有限公司（以下简称“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”）等承接。截至 2014 年底，天恒股份除了承担部分商品房建设外，也承担了“丰盛危改小区”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；西都地产主要承担了“桃园危改小区”和“官园危改小区”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）（以下简称“长阳项目”）。公司项目中，除长阳项目外，其他项目尚处于拆迁、建设等前期阶段。

表 5 保障房项目开发业务经营情况

项 目	2013 年	2014 年
新开工面积（万平方米）	0.06	2.68
复工面积（万平方米）	45.96	17.94
竣工面积（万平方米）	28.02	0.26
签约销售面积（万平方米）	1.82	5.19
签约平均价格（万元/平方米）	0.56	0.56
实际销售签约额（亿元）	1.02	2.91

资料来源：公司提供

注：实际销售签约金额及签约销售面积为当年已签约销售但尚未达到交房条件、尚未结转收入的部分。

从开发数据来看，2014 年，公司部分新增保障房建设项目逐步开工，新开工面积为 2.68 万平方米，较上年有所增长；由于在 2013 年长阳项目南区竣工，2014 年，大部分项目均处于项目前期阶段，因此，2014 年公司复工面积和竣工面积均有所下降；从销售数据来看，西城区政府于 2012 年开始组织签约销售长阳项目南区，该部分的签约销售陆续完成；而对于北

¹ 该地块为公司联营企业北京金天恒置业有限公司取得。

区，政府也已组织摇号选房，但尚未组织签约，故尚未体现销售，2014年，公司实现签约销售收入2.91亿元，主要系长阳项目南区销售收入。当年公司保障住房结转收入9.11亿元（结转收入包含根据政府摇号进度安排于之前年度签约销售及2014年签约销售的部分保障房），在房屋销售板块收入中占比为52.92%。

从项目进展来看，截至2014年底，“桃园危改小区”项目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；“官园危改小区”危改开发项目共分为A、B、C、D、E五部分，其拆迁任务均已基本完成。“丰盛危改小区C区”项目预计总投资28.13亿元，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26.50亿元，根据政府要求，用地性质拟调整为金融办公，公司已完成控规调整方案并报送至规划委，该项目开发建设周期预计为48个月（2015年1月~2018年12月），项目总投资预计全部由政府财政资金提供；“丰盛危改小区A区”项目预计总投资18.70亿元，已完成投资6.70亿元。

百万庄北里居民住房改善项目（“14京天恒债/14京天恒”募投项目）总投资42.12亿元，其中政府注资2亿元（根据西财经二指

[2013]1007号已完成注资，计入实收资本），其余建设资金来源包括国家开发银行贷款及公司自筹，其中公司发行“14京天恒债/14京天恒”企业债券，募集资金15亿元。截至2015年1月底，百万庄北里项目已完成被征收人签约1125户，完成比例约90%。

房山区长阳站7号地西城区旧城保护定向安置房项目预计总投资41.22亿元，截至2014年底，已完成投资35.43亿元。该项目完工后将建成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2014年底，该项目已实现签约销售额8.62亿元，实现销售面积为16.51万平方米，房屋所在区域均为南区。

光源里棚户区改造项目为公司跟踪期内新增保障房项目，该项目已纳入2014年北京市新增棚户区改造及环境整治任务册中。项目用地规模约11.70万平方米，涉及居民约2201户、单位11个，涉及征收建筑面积约95700平方米。总投资117亿元，其中政府注资17.66亿元，其余由国开行进行贷款和自筹。该项目按照一二级联动开发，预计于2017年完成一级开发，2020年完成二级开发。项目按照一次性招标文件中相关规定实现资金平衡。

表6 截至2014年底公司主要在开发和拟开发项目（单位：亿元）

类型	项目名称	预计总投资	截至2014年底已完成投资
在开发项目	丰盛西区C区（土地一级开发阶段）	28.13	26.50
	丰盛东区A区（土地一级开发阶段）	18.70	6.70
	桃园F1项目（土地一级开发阶段）	13.00	12.80
	桃园A7、A8项目（土地一级开发阶段）	44.22	34.40
	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	35.43
	百万庄北里居民住房改善项目	42.12	18.99
	桃园A12幼儿园	1.25	0.22
	新街口北大街市政道路拆迁项目	13.60	10.13
	西直门内大街市政道路拆迁项目	10.60	6.75
	大玉胡同项目	0.90	0.71
拟开发项目	光源里棚改项目	117.00	--
合计		330.74	152.63

资料来源：公司提供

总体来看，公司保障房和土地一级开发项目规模大，预计总投资规模为330.74亿元，截

至 2014 年底已完成投资额合计 152.63 亿元。该类开发周期长，未来尚需投入使公司面临较大资金支出压力。

4. 百货零售、物业管理与服务业务

公司以子公司华兴新业、西都地产及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”）等公司作为负责商业地产运营的核心，管理商业面积约 30 余万平方米，涉及各类房地产经营项目投资与投资管理。

华兴新业为 2014 年新纳入合并范围公司。2014 年初，西城区国资委以华兴新业净资产对公司出资。华兴新业主要持有新街口商场、地百商场、望京南湖中园 201 号、地安门外大街 158 号、西西友谊酒店及复兴商业城等多处商贸及经营物业。其中，北京市新街口百货有限公司位于西单商脉北端，始建于 1959 年，至今已有五十多年的发展历史，2011 年重装开业后总面积近五千平方米，产品种类丰富，品牌优势明显。2014 年，公司合计实现商品销售收入 4.86 亿元，系公司主营业务收入中重要组成部分。

西都地产投资并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。2014 年，公司实现客房收入 0.11 亿元。

天恒正业负责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。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。

此外，子公司北京天恒瑞海物业管理有限责任公司（以下简称“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。

2014 年，公司合并口径实现物业管理收入 0.21 亿元。

总体上看，公司业务范围广，涉足商场、物业及酒店等多个行业；其中，商品销售成为公司营业收入和利润的重要补充。

5. 文化产业

结合北京市“中轴线”及“大运河”申遗工作的要求，公司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发展示范区”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。具体来看，公司将通过不同途径获取的资产分为单体商业、临街商铺、独立院落、连片院落、文保单位、停车位等资产类别，具体决定操作及盈利模式，盈利模式大概分为自营、合作运营、出租及出售等。

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。

截至 2014 年底，公司已对该项目累计投资 20.18 亿元，尚需投资 60 余亿元。目前，公司已经获得国家开发银行一期试点项目 55 亿元贷款额度审批。

总体看，公司文化产业板块业务什刹海文

保区项目具有突出的文化价值，该项目资金支出规模大，但公司已获得较大的资金支持。

八、募集资金使用情况

“14京天恒债/14京天恒”募集资金15亿元，全部用于“百万庄北里居民住房改善”项目。

该项目预计总投资42.12亿元，截至2014年底已完成投资18.99亿元。根据公司最新项目进展统计，截至2015年1月底，百万庄北里项目已完成被征收人签约1125户，完成比例约90%。

截至2015年1月底，公司募集资金15亿元已全部投入募投项目的项目公司，并于募投项目获得的国家开发银行11.90亿元贷款合并使用。截至2015年1月底，上述两笔资金合计26.90亿元已使用额度为18.28亿元，募投项目按计划进展顺利。

九、财务分析

公司提供的2014年财务报表已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。

合并范围变化方面，2014年，西城区国资委以华兴新业对公司增资，公司新增合并范围子公司11家，减少1家。公司合并范围变化对报表可比性影响较小。

1. 盈利能力

2014年，在房屋销售及商品销售等原有经营板块收入增长及同时公司新增多个板块收入的带动下，公司实现营业收入25.35亿元，同比增长63.39%。同期，由于房屋销售收入中保障房占比增加，以及新纳入合并范围商品销售收入和成本结构较之前年度变化较大，公司整体营业利润率有所下降，为23.42%，同比下降7.63个百分点。

从期间费用看，2014年，受新纳入合并范围子公司华兴新业经营模式影响，公司销售费

用和管理费用均有所增长，分别为1.35亿元和2.68亿元。2014年公司期间费用合计3.62亿元，占营业收入的比重为14.27%，同比增加4.47个百分点，公司期间费用控制能力有待改善。

2014年，公司实现投资收益0.89亿元，同比增长233.57%，增长主要来自持有至到期投资期间取得的投资收益0.47亿元，具体为天恒正宇认购《五矿信托—什刹海文化产业投资1号集合资金信托计划》1亿元于2014年度产生的投资收益；同期，公司实现营业外收入2.85亿元，其中政府补助合计2.76亿元，同比增加2.36亿元。2014年，政府补助对公司利润实现贡献较大，联合资信将密切关注该类收入的未来持续性。

2014年，公司实现利润总额6.01亿元，同比增长60.12%。

从盈利指标来看，2014年，公司总资产收益率及净资产收益率均有所增长，分别为2.02%和5.41%，同比分别增加0.20个百分点和1.29个百分点。

总体看，跟踪期内，在各主营业务板块收入及政府补助增长的带动下，公司收入及利润水平有所提升，但主营业务收入成本结构的变化使公司营业利润率有所下降，联合资信将密切关注各版块未来盈利能力的变化及政府补助的持续性。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2014年，公司经营活动现金流入量40.70亿元，同比增长99.97%。公司销售商品提供劳务收到的现金为19.90亿元，同比增长18.71%，主要系保障房销售收入及商品销售业务收入增长带动所致；收到其他与经营活动有关的现金为20.79亿元，同比大幅增长479.82%，主要系子公司天恒康都收到西城区财政局支付的保障房项目土地补偿款16亿元所致。2014年，公司经营活动现金流出为92.24亿元，同比增加92.11%，主要系公司购地支出、项目建设支出及拆迁征收款等支出大

幅增加所致。2014年，公司经营活动现金净流量为-51.54亿元，净流出规模较上年显著扩大。2014年，公司现金收入比为78.51%，同比减少29.55个百分点，收入实现质量有所下降，主要系受房地产行业影响商品房签约销售规模减小所致。

投资活动方面，2014年，公司投资活动现金流入为25.02亿元，同比大幅增加24.35亿元，主要系公司收回信托、理财产品投资合计20.93亿元所致。同期，公司投资活动现金流出为21.96亿元，同比大幅增长16.35亿元，主要为投资支付的现金21.01亿元，具体为公司年内多次购买短期理财产品的支出。2014年，公司投资活动产生的现金流量净额由上年的净流出转变为净流入，为3.07亿元。

筹资活动方面，2014年，公司筹资活动现金流入主要来自股东投入资本5.61亿元及取得借款收到的现金106.40亿元，合计实现筹资活动现金流入112.02亿元。同期，公司偿还债务支付的现金为44.89亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为11.54亿元，合计实现筹资活动现金流出57.03亿元。2014年，公司筹资活动现金净流量合计54.98亿元。

总体看，跟踪期内，公司加快开发节奏、增加土地储备使经营性现金流表现为较大规模的净流出；同时，公司主要通过对外借款来满足资金需求。

3. 资本及债务结构

资产

截至2014年底，公司资产总额272.41亿元，同比增长35.34%；资产构成中流动资产占94.60%，非流动资产占5.40%，公司资产以流动资产为主，资产结构与上年基本一致。

截至2014年底，公司流动资产合计257.69亿元，同比增长35.92%，增长主要来自其他应收款和存货。公司流动资产主要由存货（占58.08%）、货币资金（占22.82%）和其他应收款（占17.46%）等项目构成。

截至2014年底，公司其他应收款合计45.00亿元，同比增长399.50%，其中主要为西城区百万庄北里居民住房改善项目指挥部办公室征收款（14.54亿元）、北京金天恒置业有限公司拆借款（21.22亿元）、北京谊建信置业有限公司拆借款（3.96亿元）、华融金辉置业有限公司和北京广安置业投资公司的安置房垫付款（分别为3.28亿元和0.53亿元）。公司其他应收款中1年以内（含1年）的占比为54.98%，1~2年的占比为31.22%，2~3年的占比为12.68%，3年以上的占比为1.13%。

截至2014年底，公司存货账面价值149.67亿元，同比增长19.09%。公司存货构成主要为开发成本和开发产品，账面价值分别为111.77亿元和18.07亿元。公司对存货已计提40.80万元跌价准备，系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2014年底，公司存货中，金额较大的项目主要有丰盛C（23.40亿元）、桃园土地拆迁（22.15亿元）、乐活家园二期（9.57亿元）、山天半山世家项目（9.53亿元）、西城区旧城保护定向安置房项目（5.92亿元）、威海-龙泽府（5.24亿元）、161中学南校区改扩建项目（4.74亿元）以及什刹海一期项目（3.56亿元）等。由于公司存货中主要为保障房、土地一级开发等项目，开发周期长，对公司资金形成一定的占用。

截至2014年底，公司其他流动资产2.09亿元，其中主要包括国债逆回购1.90亿元、银行理财产品0.15亿元等。

截至2014年底，公司非流动资产14.72亿元，同比增长25.83%，增长主要来自固定资产和投资性房地产。公司非流动资产构成以持有至到期投资（占比10.18%）、长期股权投资（占7.21%）、投资性房地产（占20.68%）和固定资产（占48.24%）为主。截至2014年底，公司投资性房地产合计3.04亿元，同比增长50.74%；固定资产账面价值合计7.10亿元，同比增长116.15%，增长主要系公司将华兴新业纳入合并范围所致。

总体上看,跟踪期内,公司资产以流动资产为主,资产构成较稳定;流动资产中,存货占比大,房地产项目开发周期较长,后续项目销售将受行业景气度影响而具有一定的不确定性。

所有者权益

截至2014年底,公司所有者权益合计82.82亿元,同比增长24.99%,增长主要来自实收资本。截至2014年底,公司实收资本67.21亿元,同比增长34.88%,增长主要来自股东对公司以实物及货币的增资。

截至2014年底,公司所有者权益以实收资本和未分配利润为主,占比分别为81.15%和11.07%。总体看,公司所有者权益稳定性好。

负债

截至2014年底,公司负债合计189.59亿元,同比增长40.42%。其中流动负债占27.51%,非流动负债占72.49%。公司流动负债52.16亿元,同比增长107.79%,增长主要来自一年内到期的非流动负债。公司流动负债以应付账款(占9.74%)、预收款项(占4.96%)、其他应付款(占16.17%)和一年内到期的非流动负债(占比64.08%)为主。

截至2014年底,公司新增一年内到期的非流动负债33.43亿元,其中包括一年内到期的长期借款23.64亿元和一年内到期的长期应付款9.79亿元(为天恒正宇应偿还新华信托股份有限公司的债权收益权的转让价款)。

截至2014年底,公司非流动负债合计137.43亿元,同比增长25.03%,其中主要由长期借款91.09亿元(同比增长18.40%)和应付债券15.00亿元(“14京天恒债/14京天恒”)构成。

有息债务方面,截至2014年底,公司有息债务总额149.32亿元,同比增长70.21%,其中短期债务占22.39%,长期债务占77.61%。2014年底,由于一年内到期的非流动负债显著增长,公司短期债务规模扩大,为33.43亿元;同期,长期债务总额115.89亿元。2014年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化

比率均有所增长,分别为69.60%、64.32%和58.32%。

总体看,跟踪期内,公司所有者权益稳定性好;伴随公司加大开发力度,外部融资需求的增长使有息债务规模有所增长,债务负担加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看,2014年底,主要受一年内到期的非流动负债显著增长影响,公司流动比率和速动比率均有所下降,分别为494.03%和207.08%;2014年公司经营活动现金流净额表现为净流出,相应经营现金流流动负债比指标为-98.81%。截至2014年底,公司现金类资产为58.81亿元,为同期短期债务33.43亿元的1.76倍。整体看,公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力看,2014年,公司EBITDA为6.70亿元,同比增长54.46%;随公司有息债务规模扩大,全部债务/EBITDA由20.22倍增长至22.28倍。总体看,跟踪期内,为满足开发需要,公司整体债务水平进一步上升,公司整体偿债能力有待提高。

截至2014年底,公司无对外担保和重大未决诉讼情况。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系,截至2014年底,公司获得的银行授信总额为人民币60.00亿元,其中尚未使用的授信额度为人民币52.56亿元。公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告(银行版)》(编号:G1011010202340860P,截至2015年4月21日,公司无不良信贷记录,过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司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。基于对房地产行业

发展趋势的基本判断，以及公司在地理区位、业务结构、土地储备和财务状况等方面因素的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、存续债券偿还能力

“14 京天恒债/14 京天恒”发行额度合计 15 亿元，期限为 6 年，到期一次偿还本金。

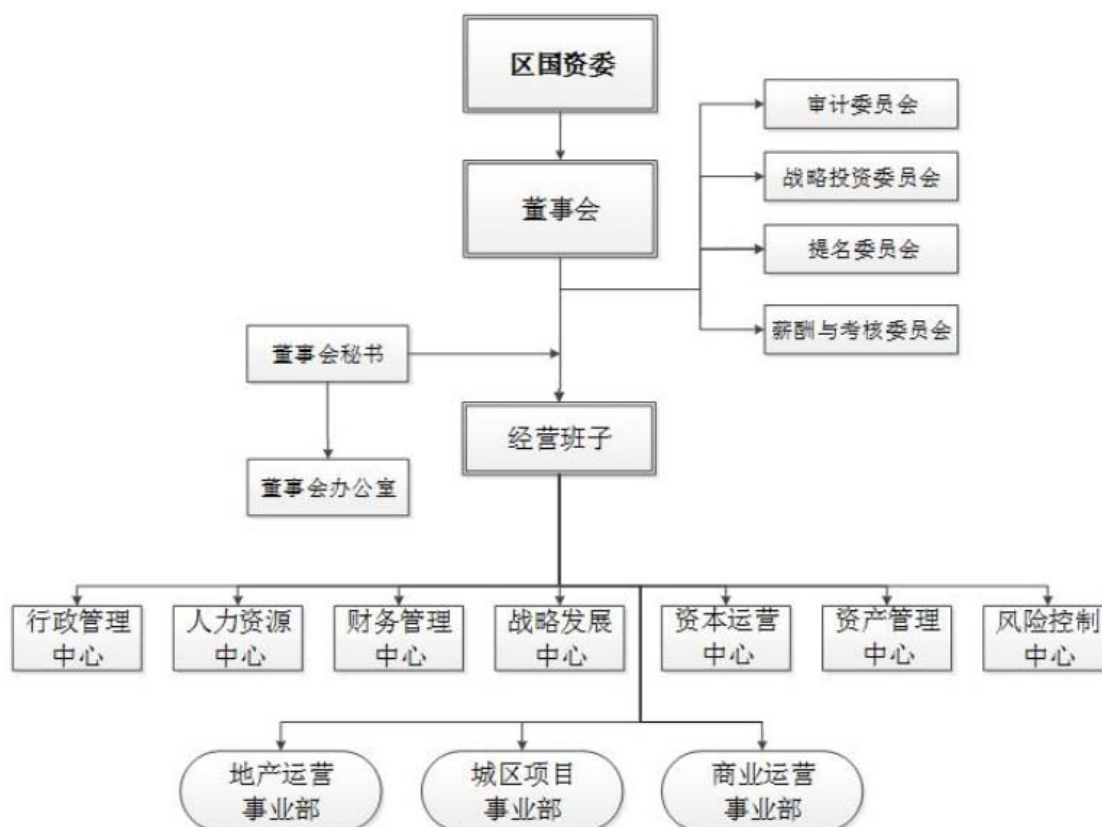
2014 年，公司 EBITDA、经营活动产生的现金流入量和净流量分别为 6.70 亿元、40.70 亿元和-51.54 亿元，分别是“14 京天恒债/14 京天恒”本金的 0.45 倍、2.71 倍和-3.44 倍，公司经营活动现金流入量对“14 京天恒债/14 京天恒”本金具备一定的保障能力。

根据公司对“14 京天恒债/14 京天恒”募投项目“百万庄北里居民住房改善项目”预期收益的测算，该项目建成后，收入主要来自住宅销售、回购房屋、居民住宅面积补差款、回购地下商业、商业设施租金等方面，预期收益将集中于“14 京天恒债/14 京天恒”发行后的第 4 年和第 5 年实现，金额分别为 25.28 亿元和 7.74 亿元，合计为 33.02 亿元（未考虑发行后第 6 年起各年的商业租金收入）。“14 京天恒债/14 京天恒”发行规模为 15 亿元，发行利率为 5.40%，2020 年公司将兑付本息合计 15.81 亿元。上述预期收益 33.02 亿元为本息合计的 2.09 倍，预期收益对应偿付本息合计保障程度好。同时联合资信关注到，上述预期收益的实现与本金到期兑付时间存在一定不匹配性，并且房地产行业易受宏观调控影响，预期收益水平的实现也具有不确定性。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持北京天恒置业集团有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14京天恒债/14京天恒”AA的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	47.45	52.30	58.81
资产总额(亿元)	155.49	201.28	272.41
所有者权益(亿元)	48.45	66.27	82.82
短期债务(亿元)	0.00	1.00	33.43
长期债务(亿元)	51.51	86.73	115.89
全部债务(亿元)	51.51	87.73	149.32
营业收入(亿元)	17.47	15.52	25.35
利润总额(亿元)	5.36	3.75	6.01
EBITDA(亿元)	5.90	4.34	6.70
经营性净现金流(亿元)	-7.84	-27.66	-51.54
财务指标			
销售债权周转次数(次)	9.78	8.16	13.87
存货周转次数(次)	0.10	0.08	0.13
总资产周转次数(次)	0.11	0.09	0.11
现金收入比(%)	148.09	108.06	78.51
营业利润率(%)	37.87	31.05	23.42
总资本收益率(%)	4.36	1.82	2.02
净资产收益率(%)	8.36	4.12	5.41
长期债务资本化比率(%)	51.53	56.69	58.32
全部债务资本化比率(%)	51.53	56.97	64.32
资产负债率(%)	68.84	67.08	69.60
流动比率(%)	446.31	755.25	494.03
速动比率(%)	164.35	254.56	207.08
经营现金流动负债比(%)	-23.68	-110.19	-98.81
全部债务/EBITDA(倍)	8.74	20.22	22.28

注：公司长期应付款中信托贷款已调整至当期长期债务核算。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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 / 营业收入 × 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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

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。