

跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 857 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” AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年六月十五日



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

北京天恒置业集团有限公司企业债券跟踪评级报告

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: 2016 年 6 月 15 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	52.30	58.81	78.14
资产总额(亿元)	201.28	281.17	401.86
所有者权益合计(亿元)	66.27	89.34	125.16
短期债务(亿元)	1.00	33.43	36.62
全部债务(亿元)	77.94	139.52	230.04
营业收入(亿元)	15.52	25.35	30.05
利润总额(亿元)	3.75	6.45	4.87
EBITDA(亿元)	4.34	7.07	5.75
经营性净现金流(亿元)	-27.66	-51.65	-61.32
营业利润率(%)	31.05	23.66	24.86
净资产收益率(%)	4.12	5.39	2.87
资产负债率(%)	67.08	68.23	68.85
全部债务资本化比率(%)	54.05	60.96	64.76
流动比率(%)	755.25	493.71	619.46
全部债务/EBITDA(倍)	17.96	19.74	40.01
经营现金流/流动负债(%)	-110.19	-99.00	-103.26

注: 1、公司长期债务未包括长期应付款中的信托贷款;
2、2014 年度财务数据为 2015 年度审计报告期初数。

分析师

文 中 刘秀秀
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,联合资信评估有限公司(以下简称“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、资产注入等方面的有力支持。
3. 跟踪期内,公司经营板块进一步完善,资产及收入规模显著增长。

关注

1. 跟踪期内,国内房地产业发展回归理性,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. 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。

3. 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，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）”。2015年，根据西国资复[2015]56号、西国资办发[2015]10号、西财经二指[2015]494号、西财经二指[2015]980号文件批复，西城区国资委和财政局分别对公司进行多次增资，截至2015年底，公司注册资本增加至人民币967136.7万元；其中新增注册资本112900万元尚未完成工商变更登记。

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2015年底，公司拥有43家纳入合并范围子公司，其中一级子公司13家、二级子公司24家。

截至2015年底，公司合并资产总额401.86亿元，所有者权益125.16亿元（其中少数股东权益9.20亿元）；2015年公司（合并）实现营业收入30.05亿元，利润总额4.87亿元。

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

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，第三产业同比增速有所提高，表明中国在

经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是

6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13% 以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 房地产行业

2015 年，中国房地产行业增速进一步放缓。受经济增速放缓和行业宏观调控政策的影响，2015 年全国房地产开发投资 95035.61 亿元，同比增长 1.00%，增速较上年同期下滑 9.50 个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资增速最为缓慢，但住宅投资占比仍居各类房产之首，均在 60% 以上；办公楼投资表现相对较好，增速一直保持在两位数以上；商业营业用房 2015 年增速下滑最为明显。2015 年一线城市投资增速仍保持高位，三线城市出现回稳迹象。

2015 年土地市场供需走低，均价上涨，不同城市分化加剧。2015 年全国 100 个大中城市成交土地面积 4.68 亿平方米，比上年下降 18.04%。从各类用地的供求结构来看，2015 年

工业用地供求量仍居各类之首,占比均超 50%,商办类用地和其他用地基本持平,住宅类用地继续下滑约 3 个百分点。土地价格方面,由于 2014 年以来政府陆续出台“930”新政等政策刺激房地产市场需求,提高市场活力,但在整体去库存的背景下,土地供应缩减,导致 2015 年土地溢价率大幅上涨,2015 年土地溢价率达 29.97%,为市场高点。其中工业用地平均溢价率 0.74%,较上年下降 0.82%;住宅类用地平均溢价率 21.59%,较上年上升 8.35 个百分点;商办类用地平均溢价率 5.93%,较上年下降 3.74 个百分点。

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

开发资金来源方面,进入 2015 年,国内融资环境全面宽松,央行多次降准降息,A 股再融资活跃延续,房企银行间市场中期票据发行开闸,证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有公司法人,大大降低发行债券门槛,且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债,房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年房地产开发企业到位资金 125203 亿元,同比增长 2.6%,增速较上年增加 2.7 个百分点。其中,国内贷款 20214 亿元,下降 4.8%;利用外资 297 亿元,下降 53.6%;自筹资金 49.038 亿元,下降 2.7%;其他资金 55655 亿元,增长 12.0%。在其他资金中,定金及预收款 32520 亿元,增长 7.5%;个人按揭贷款 16.66 亿元,增长 21.9%。

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

从商品房市场供求情况看,2015 年,商品

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

从销售价格来看,2015 年 5 月份以来百城住宅均价开始逐步提高,12 月,住宅平均价格为 10980.00 元/平方米,同比增速为 4.15%,增速较上年同期增加 6.84 个百分点。2015 年以来一线城市房价基本保持持续增长态势,且增幅相对较大;二线城市房价自 2014 年 4 月份以来连续 12 个月下跌,2015 年 5 月份开始有所好转,11~12 月份回暖趋势较为明显;三线城市房价自 2014 年至 2015 年 7 月连续下跌,8 月份开始虽有所回升,但回升趋势并不明显。

总的来看,在国家调结构、稳增长的政策背景下,房地产销售面积出现回升,销售价格回升趋势明显;各类城市房价分化加速,一线城市呈量价齐升局面。

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

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

2015 年,国家进一步导向稳增长、调结构,积极聚焦于促消费,鼓励自住和改善性需求。2015 年 2 月 5 日,中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施。2015 年 3 月 1 日起,央行年内首次降息 0.25 个百分点。2015 年 3 月 30 日,央行、住建部、银监会联合下发《中国人民银行住房城乡建设部中国银行业监督管理委员会关于个人住房贷款政策有关问题的通知》,发布了二套房首付降为 40%,首套房公积金贷款首付降为 20%,二套房公积金贷款首付降为 30%,财政部、国税总

局将个人出售住房免征营业税由 5 年调整为 2 年以上。2015 年 4 月 20 日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015 年 5 月 11 日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，这一调整使商业房贷利率调整到了 5.65%，住房公积金贷款利率调整到 3.75%。2015 年以来，多次降息降准，提振了市场信心。2015 年 10 月 29 日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对居住功能需求和住房的升级需求。

2016 年以来，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2 月 2 日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点。2 月 19 日，财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5% 的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 2% 的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征营业税。

总体看，2015 年以来房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减

弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。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健全，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。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%。2015 年 6 月，国务院印发《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》（国发[2010]87 号），意见提出，按照推进以人为核心的新型城镇化部署，实施三年计划，2015~2017 年改造包括城市危房、城中村在内的各类棚户区住房 1800 万套（其中 2015 年 580 万套），农村危房 1060 万户（其中 2015 年 432 万户），加大棚改配套基础设施建设力度，使城市基础设施更加完备，布局合理，运行安全，服务便捷。

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，北京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。

2015 年北京市保障性安居工程用地实际完成供应 495 公顷，超额完成任务。2016 年，北京市计划建设筹集各类保障房 5 万套，其中棚户区改造安置房 4.4 万套，其他类保障性住房（含公共租赁房、自住型商品住房）0.6 万套。2015~2017 年，北京力争改造包括城市危房、老旧小区在内的各类棚户区住房 12.7 万户、农村危房 2600 户；根据《北京市 2016 年棚户区改造和环境政治任务》（京政办发【2016】6 号）的通知，2016 年北京市将完成 3.5 万户棚改，其中，中心城区共 3 万户，112 个项目；郊区怀柔共 5000 户，27 个项目。中心城区的西城区 2016 年棚户区改造任务为 5000 户，25 个项目。

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，扩大政策覆盖范围。2015 年，区政府积极推进 52 项棚区改造任务，全区 10603 户居民从中受益。成片棚改项目取得突破性进展，市委党校山字楼项目完成 99%，百万庄项目完成 95%，北京昆剧院项目完成 90%。实施 12 项老旧小区改造，完成 3733 户抗震加固、2275 户节能改造和 418 户简易腾退。丰台大红门、昌平回龙观、大兴康庄及房山长阳项目共 6247 套保障性住房实现竣工，配租配套 5726 套，发放租金补贴 3002 万元，9036 户居民住房条件得到改善。

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。

五、基础素质分析

1. 产权关系

截至2015年底，公司注册资本967136.7万元，其中新增注册资本112900万元尚未完成工商变更登记；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。

2015 年 8 月 11 日，经西城区国资委《关于修改北京天恒置业集团章程的批复》（西国资复[2015]56 号）批准，公司注册资本增加至人民币 854236.70 万元，并于 2015 年 8 月 18 日完成工商变更登记。2015 年 2 月 10 日，根据《北京市西城区人民政府国有资产监督管理委员会关于批复 2015 年度国有资本经营预算项目的通知》（西国资办发[2015]10 号）文件，公司注册资本增加至人民币 855236.7 万元。

2015 年 9 月 10 日，根据北京市西城区财政局《关于下达北中轴核心保护区什刹海地区旧城保护项目资本金预算的通知》（西财经二指[2015]494 号），公司注册资本增加至人民币 898236.7 万元。2015 年 12 月 10 日，根据北京市西城区财政局《关于追加光源里棚户区改造项目资本金的通知》（西财经二指[2015]952 号），公司注册资本增加至人民币 927136.7 万元。2015 年 12 月 23 日，根据北京市西城区财政局《关于追加北中轴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[2015]980 号），公司注册资本增加至人民币 967136.7 万元。截至 2015 年底，公司新增注册资本 112900 万元尚未完成工商变更登记。

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 2015 年底，公司专项应付款账面值合计 21.41 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 16 个项目的专项款。2015 年公司获得政府补助合计 638.38 万元，主要是国有资本经营预算费用性支出项目拨款。

六、管理分析

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

跟踪期内，公司在高管人员及管理体制方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

2015 年，公司实现营业收入 30.05 亿元，同比增长 18.54%。其中实现主营业务收入 25.53 亿元，同比增长 11.10%，公司主营业务收入在营业收入中的占比为 84.95%；非主营业务收入 4.52 亿元，同比大幅增长 90.95%，占比 15.05%。

2015 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 21.08 亿元，同比增长 22.42%，占主营业务收入比重为 82.57%，较上年有所增长，主要系北京房地产市场快速回暖，其他主营业务板块收入下降所

致；同期，公司销售商品收入同比下降25.33%，为3.63亿元，主要系宏观经济持续疲软、社会消费需求波动影响所致；2015年，公司物业管理、餐饮和客房收入分别为0.21亿元、0.46亿元和0.14亿元，有效拓展了公司业务领域，但同比均有所下滑，对公司整体收入贡献不大。非主营业务主要包括房屋租赁、利息收入、咨询和提供服务收入，2015年公司房屋租赁实现收入1.66亿元，同比增长7.46%，系北京房地产市场快速回暖所致；公司实现利息收入2.09亿元，主要是财务管理中心用统管闲置资金购买理财产品所取得的收益，不具有可持续性。

毛利率方面，2015年，公司主营业务毛利率小幅回升，为27.47%，同比增加4.64个百分点。

其中，房屋销售板块毛利率为26.87%，同比增加4.97个百分点，为公司主营业务毛利率同比增长的主要影响因素，主要系北京市回暖和公司成本控制能力不断提高所致，但房山区长阳项目仍大幅拉低了公司房屋销售的整体毛利率水平；销售商品板块毛利率为25.71%，同比增加5.06个百分点，主要系公司不断优化销售商品模式所致。公司非主营业务毛利率52.15%，较上年大幅下降38.57个百分点，主要系利息收入毛利率较低（10.71%）所致，但该项业务收入系跟踪期内新开展业务，与上年可比性小；其余板块收入规模相对较小，对公司主营业务毛利率影响不大。2015年，公司综合毛利率为31.18%，较上年小幅增加2.01个百分点。

表 1 公司营业收入构成（单位：万元、%）

业务板块	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房屋销售	144539.53	93.16	44.46	172161.35	67.91	21.90	210822.66	70.15	26.87
销售商品	956.60	0.62	64.80	48588.89	19.17	20.65	36282.55	12.07	25.71
物业管理	1952.23	1.26	13.74	2093.89	0.83	17.02	2057.63	0.68	11.69
其他（餐饮、客房等）	13.51	0.01	-241.45	6987.32	2.76	62.62	6139.48	2.04	63.93
主营业务小计	147461.87	95.04	44.16	229831.45	90.66	22.83	255302.31	84.95	27.47
房屋租赁	4253.07	2.74	67.43	15485.90	6.11	89.06	16640.70	5.54	84.99
利息收入	--	--	--	--	--	--	20934.96	6.97	10.71
其他（咨询、服务等）	3441.71	2.22	90.76	8192.86	3.23	93.85	7638.86	2.54	94.18
非主营业务小计	7694.78	4.96	77.87	23678.76	9.34	90.72	45214.53	15.05	52.15
合计	155156.65	100.00	45.83	253510.22	100.00	29.17	300516.84	100.00	31.18

资料来源：根据公司审计报告整理

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，2015 年，公司依旧保持快速增长的房屋开复工水平，但房屋竣工面积波动较大，主要系项目多处于开发周期的非竣工阶段所致。房屋开复工面积及签约销售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，2015 年，北京市和山东地区

的销售占比分别为 85.28%和 14.72%，与上年相比，北京地区销售额占比小幅增加 4.92 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	2015 年
房屋开复工面积	35.81	55.11	78.00
房屋竣工面积	7.99	15.62	6.69
签约销售面积	9.42	6.77	26.39
实际销售签约额	84279	66412	380731
结转收入面积	8.15	9.95	9.32
结转收入金额	8.56	7.76	9.46

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，2015 年，受益于北京房地产市场的快速回暖，公司签约销售面积和实

际销售签约额均大幅增长，分别实现 26.39 万平方米和 38.07 亿元。

表 3 截至 2015 年底公司在建及拟建项目（不含保障房）基本情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	总建筑面积	预计开工时间	预计竣工时间	总投资	截至 2015 年底已完成投资	截至 2015 年底剩余可售面积
山天家园三、四、五期	6.90	2010.03	2015.12	18.54	13.07	5.20
天恒龙泽府一、二期	20.19	2012.10	2018.10	11.98	7.53	10.44
天恒·龙泽苑一、二、三期	27.00	2010.05	2017.08	9.51	8.30	9.32
乐活城 D 地块	24.74	2015.02	2016.10	15.15	13.27	1.70
乐活城 D-05/6/7/8/9 地块	15.48	2010.08	2015.10	15.34	10.82	0.18
房山区阎村镇 04-0084 地块项目（E03 地块）	14.19	2014.06	2015.12	15.20	10.75	3.95
大兴区西红门 0302-010-2 地块项目（天恒·世界集）	18.69	2015.07	2016.12	41.70	23.66	12.06
天恒金融街公园懿府	27.46	2015.08	2017.04	81.47	49.67	16.74
大兴区庞各庄镇 PGZ01-01、PGZ01-02 地块项目	41.06	2016.03	2019.08	52.79	25.63	30.48
房山区周口店镇中心区二街区 02-0015 等地块项目	23.57	2016.06	2019.06	26.33	6.57	10.68
房山区拱辰街道 16-01-07 等地块项目	29.53	2016.05	2019.07	50.52	33.00	17.53
房山区阎村镇 04 街区 04-0005 等地块项目	27.09	2016.10	2019.11	52.82	18.60	方案未确定
丰台区南苑乡槐房村和新宫村 1404-657、659、1401-607 地块项目	38.92	2016.10	2020.3	163.40	89.69	方案未确定
合计	314.82	--	--	554.75	310.56	118.28

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司在开发/在售项目尚有可售面积 118.28 万平方米，可支撑未来一段时间销售需求。截至 2015 年底，公司在手项目（不含保障房，包括在建项目及拟建项目）预计总投资 554.75 亿元，已完成投资 310.56 亿元，尚需投资 244.19 亿元，投资资金需求较大，未

来公司将面临较大资金压力。

土地储备情况方面，2015 年，公司新增五块土地储备，规划建筑面积合计 111.70 万平方米，取得土地价格合计 174.73 亿元；其中公司权益占比的规划建筑面积合计 78.17 万平方米，有效保障公司项目开发的稳定性和可持续性。

表 4 公司新增土地储备情况（单位：亿元、万平方米、%）

地块名称	取得土地价格	规划建筑面积	权益占比	权益规划建筑面积	合作方
房山区周口店镇中心区二街区02-0015等地块	6.30	17.85	100.00	17.85	--
大兴区庞各庄镇PGZ01-01、PGZ01-02地块	24.10	26.62	51.00	13.58	北京创富诚展投资有限公司 39% 北京永同昌房地产开发有限公司 10%
房山区拱辰街道16-01-07等地块	31.78	22.61	100.00	22.61	--
丰台区南苑乡槐房村和新宫村1404-657、659及1401-607地块	85.95	25.42	42.00	10.68	中粮地产（北京）有限公司 34% 北京中瑞凯华投资管理有限公司 24%
房山区阎村镇04街区04-0005等地块	26.60	19.21	70.00	13.45	中粮地产（北京）有限公司 30%
合计	174.73	111.70	--	78.17	--

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北京房地产市场回暖大幅增加，公司保持高速开发节奏，不断增加土地储备，未来北京房地产市场或将进一步趋暖，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，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存在一定不确定性。

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、北京天恒康都房地产开发有限公司（以下简称“天恒康都”）和北京天恒正合置业有限公司（以下简称“天恒正合”）承接。其中，天恒股份主要承担“丰

盛危改小区”项目和“百万庄北里居民住房改善”项目；天恒正合主要承担“光源里棚户区改造”项目；西都地产主要承担“桃园危改小区”和“官园危改小区”项目；天恒康都主要承担“房山区长阳站 7 号地西城区旧城保护定向安置房”项目（以下简称“长阳项目”）。截至 2015 年底，长阳项目南区已全部签约销售完成，北区处于签约销售阶段，预计 2016 年可签约销售完成；其他项目尚处于拆迁、建设等前期阶段。

表 5 保障房开发业务经营情况

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
房屋开复工面积（万平方米）	46.02	20.98	26.62
竣工面积（万平方米）	28.02	0.26	18.24
签约销售面积（万平方米）	1.82	5.19	15.82
实际销售签约额（亿元）	1.02	2.91	11.86
结转收入金额（亿元）	--	9.10	11.50

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。

从开发数据看，2015 年公司加大长阳项目开发进度，房屋开复工面积同比增长 26.88%，为 26.62 万平方米；同期竣工面积大幅增长至 18.24 万平方米，系长阳项目北区竣工并进入签约销售阶段所致。从销售数据看，2015 年公司长阳项目南区签约销售已全部完成，北区进入签约销售阶段；受此影响，同期实际销售签约额大幅增长至 11.86 亿元。

项目进展方面，截至 2015 年底，“桃园危改小区”项目完成全部回迁住宅、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 99.4%的危改拆迁工作量已完成。西都地产将对小区内剩余的 A7、A8、E5、E6 等项目进行危改拆迁收尾工作；“官园危改小区”危改开发项目共分为 A、B、C、D、E 五部分，其拆迁任务已基本完成。

“丰盛危改小区 C 区”项目预计总投资 28.13 亿元，截至 2015 年底，项目拆迁工作已完成并进入后续的规划调整阶段，累计完成拆迁投资 28.09 亿元；目前用地性质调整规划方案已报送北京市规划委，已完成“五评”工作并重新签订拆迁补偿协议，并于 2015 年底完成房

屋交接和拆除工作，实现实质性收尾净地；“丰盛危改小区东区”项目预计总投资 19.88 亿元，截至 2015 年底已完成投资 7.80 亿元；该项目基本确定按原土地一级开发模式办理延续性手续，目前已完成编制人口疏解实施方案，保留东区 A 区拆迁许可证继续拆迁。

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 42.10 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 年底，该项目已完成投资额 24.19 亿元，其中募集资金已全部使用；已完成被征收人签约 1169 户，完成比例约 95.27%。项目前期工作方面，取得 B 地块《建设工程规划许可证》；取得市政府对 A 地块控规调整的同意意见，取得了 A 地块《建设项目规划条件》及《建设用地批准书》。

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 2015 年底，已完成投资 36.67 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 22.10 亿元房屋销售款。截至 2015 年底，该项目南区全部签约销售完成并开展居民产权办理工作，北区已于 2015 年 11 月完成限价房的集中入住；但销售及回款未完成，预计 2016 年内可实现。

光源里棚户区改造项目已纳入北京市棚户区改造及环境整治任务册。项目用地规模约 11.70 万平方米，涉及居民约 2137 户、单位 91 个，涉及征收建筑面积约 9.57 万平方米。总投资 117.65 亿元，其中政府注资 20.55 亿元，国开基金注资 3 亿元，其余由商业银行贷款和自筹。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。自 2015 年 6 月 10 日张贴暂停办理事项公告以来，

光源里棚户区改造项目严格按照“九步五公开”的工作程序开展征收工作。项目指挥部现已顺利完成了入户调查、评估测绘、征补方案及规划方案征询、回迁外迁安置房集中看房等工作。

2015 年 12 月 28 日,《光源里棚户区改造项目房屋征收补偿方案》正式张贴,项目进入预签约阶段。目前预征收前准备工作已完成,已于 2016 年 2 月全面启动预征收工作。

表 6 截至 2015 年底公司主要在建和拟建项目 (单位:亿元、万平方米)

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

资料来源:公司提供

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 410.18 亿元,截至 2015 年底已完成投资额合计 189.53 亿元。该类开发周期长,未来持续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、西直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。

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。

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。

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

总体上看,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。

截至 2015 年底，天恒正宇已取得新地百结清地百改造工程规划意见复函及消防审查意见，人防已进入报审程序；什刹海人口疏解工作已顺利完成签约 22 个院落，居民 60 户；实现腾退院落 30 处，其中整院 24 个，沿街整段 6 处，涉及 86 户居民，建筑面积 2904.47 平方米。东天意已完成全部商户的清租腾退和房产交接工作，确定产业定位，开展规划方案的深化设计。

区域资产整合方面，截至 2015 年底，天恒正宇已完成约 55787 平方米的资产整合工作：

（1）取得区国资委对区园林中心中海公司收购的批复，并与区财政局就将对方 30 处房产（现状建筑面积 9363 平方米）及国有资产经营权划拨至正宇公司以及资产评估报告的相关事宜进行沟通协调。（2）德内大街 174 号项目取得什刹海指挥部同意收购批复，初步达成股权收购协议，同时，集团正在协调区国资委关于正宇公司收购御海天朝公司股权的立项审核。（3）

涉及的什刹海五处房产（现状建筑面积 9997 平方米）合作或收购事宜基本确定。

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 2015 年底，公司已对该项目累计投资 26.26 亿元，尚需投资 56.74 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。

6. 未来发展

未来，公司将持续“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”，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板块，实现公司五年千亿的发展目标。

公司将继续紧扣西城区“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，充分借助公司城区项目、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。

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

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。截至目前，上述债券资金全部按募集资金规划使

用并及时足额支付利息。

九、财务分析

公司提供的 2015 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，2015 年，公司新增合并单位 4 家，包括 1 家二级子公司、1 家三级子公司和 2 家四级子公司，均为新设成立；减少 1 家四级子公司；合并范围的变化对公司财务数据影响较小且对当期公司营业构成及收入水平影响极小，总体看，合并范围变化对公司报表可比性影响较小。此外，公司于 2015 年 1 月 1 日起将投资性房地产由成本计量模式转换为公允价值计量模式，并按规定对 2015 年财务报表年初数进行追溯调整，同时将上年度比较数据按照企业会计准则的列报要求进行调整，作为上年度比较信息列报。综上，以下财务分析的 2014 年数据均以 2015 年财务报表追溯调整后的年初数据为准，财务数据的可比性较强。

1. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 30.05 亿元，同比增长 18.54%，主要系房屋结转收入规模增加所致；同期实现营业利润 4.80 亿元，同比增长 31.60%；营业利润率增长 1.20 个百分点，为 24.86%。

期间费用方面，2015 年，公司管理费用同比大幅增长 21.64%，为 3.25 亿元，主要是公司战略调整，增加事业部管理职能机构，人员增加使得职工薪酬增加所致；受此影响，当期公司期间费用同比增长 17.72%，合计 4.25 亿元，占营业收入的比重为 14.14%，同比下降 0.10 个百分点。

2015 年，公司实现投资收益 1.11 亿元，同比增长 24.92%，主要系公司持有至到期投资和理财投资取得的投资收益增加所致。公司持有至到期投资为天恒正宇认购的《五矿信托一什

利海文化产业投资 1 号集合资金信托计划》信托产品取得的投资收益 0.52 亿元；理财投资是公司（本部及下属单位）利用闲置资金投资于各类保本型银行理财产品和信托计划而取得的投资收益 0.38 亿元。2015 年，公司营业外收入同比大幅下降 97.15%，为 0.08 亿元，系当期政府补助较少所致。2015 年公司实现利润总额 4.87 亿元，同比减少 24.56%。

从盈利指标来看，2015 年，公司总资产收益率及净资产收益率均有所下降，分别为 1.13%和 2.87%，同比分别下降 1.06 个和 2.52 个百分点，一方面系 2015 年下半年公司股东增资和债券发行导致权益和债务规模大幅增加所致；另一方面系 2015 年公司政府补助减少导致当期净利润下降所致。

总体看，跟踪期内，在主营业务板块收入快速增长的带动下，公司收入规模有较大提升；公司期间费用控制能力略有提升，但仍有待加强；受股东增资和发行债券影响，公司盈利指标下降较大。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015 年，公司经营活动现金流入量 60.37 亿元，同比增长 48.38%。公司销售商品提供劳务收到的现金为 30.55 亿元，同比增长 53.52%，系公司签约销售规模增长带动所致；收到其他与经营活动有关的现金为 29.82 亿元，同比增长 43.46%，主要系公司收回与关联公司北京金天恒置业有限公司的往来款 17.22 亿元及收到土地储备中心退回投标保证金 8.75 亿元所致。2015 年，公司经营活动现金流出为 121.69 亿元，同比增加 31.79%，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。2015 年，公司经营活动现金净流量为-61.32 亿元，净流出规模较上年显著扩大。2015 年，公司现金收入比为 101.67%，同比增长 23.16 个百分点，收入实现质量有所增强，系公司签约销售规模增长所致。

投资活动方面，2015 年，公司投资活动现

金流入为 1.11 亿元，同比大幅下降 95.56%，主要系公司收回投资收到的现金大幅减少所致。同期，公司投资活动现金流出为 10.12 亿元，同比下降 53.93%。2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额由上年的净流入转变为净流出，为 -9.01 亿元。

筹资活动方面，2015 年，公司筹资活动现金流入主要来自股东投入资本 32.05 亿元及取得借款收到的现金 189.66 亿元，合计实现筹资活动现金流入 221.71 亿元，同比大幅增长 97.90%。同期，公司偿还债务支付的现金 118.55 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金 13.44 亿元，合计实现筹资活动现金流出 132.00 亿元。2015 年，公司筹资活动现金净流量合计 89.71 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，公司主要通过股东增资和对外借款来满足资金需求。

3. 资本及债务结构

资产

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

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

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

截至 2015 年底，公司其他应收款账面余额为 43.76 亿元，较年初下降 2.77%，主要为西城

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

截至 2015 年底，公司存货账面价值 242.83 亿元，较年初增长 62.39%，系公司房地产开发项目规模增加，开发成本、开发产品及土地储备规模增加所致。公司对存货已计提 39.89 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 2015 年底，公司存货中金额较大的项目主要有丰盛 C 项目 27.61 亿元，西都 F1 项目 12.04 亿元、A7A8 项目 21.9 亿元，什刹海项目 15.43 亿元，乐活城高教园项目 32.98 亿元，旭天恒庞各庄项目 25.85 亿元，致远西红门项目 23.65 亿元，乐活城 E03（乐墅）项目 11.89 亿元等。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 2015 年底，公司非流动资产合计 34.02 亿元，较年初增加 44.00%，主要系长期股权投资和其他非流动资产大幅增加所致。公司非流动资产主要以长期股权投资（占比 20.74%）、投资性房地产（占比 34.72%）和固定资产（占比 21.95%）和其他非流动资产（占比 11.76%）为主。截至 2015 年底，公司投资性房地产合计 11.81 亿元，较年初增长 5.12%；固定资产账面价值合计 7.47 亿元，较年初减少 4.40%；长期股权投资合计 7.05 亿元，较年初增加 564.18%，主要系合营企业投资增加所致，主要被投资企业包括合营企业北京金天恒置业有限公司（5.94 亿元，持股比例 50%）和联营企业北京天恒正业投资管理有限责任公司（0.24 亿元，持股比例 45%）；其他非流动资产增加 4.00 亿

元，系下属子公司天恒股份委托银行贷款给北京金天恒置业有限公司的款项。

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 2015 年底，公司所有者权益合计 125.16 亿元，较年初增长 40.10%，增长主要来自实收资本。截至 2015 年底，公司实收资本 96.71 亿元，较年初增长 43.89%，增长主要来自股东对公司以实物及货币的增资。

截至 2015 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 77.27%和 13.82%。总体看，公司所有者权益稳定性好。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 276.70 亿元，较年初增加 44.24%，主要系公司长期借款和应付债券增加所致；其中流动负债占 21.46%，非流动负债占 78.54%，负债结构仍以非流动负债为主，符合公司行业特点。

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

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

截至 2015 年底，公司预收款项 4.49 亿元，较年初增加 73.85%，主要系公司乐活城项目、

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

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 217.32 亿元，较年初增加 55.60%，其中主要由长期借款 133.76 亿元（较年初增长 46.84%）和应付债券 59.66 亿元（“14 京天恒债/14 京天恒”、“15 天恒债”和“15 天恒 01”）构成。

有息债务方面，截至 2015 年底，公司有息债务总额 230.04 亿元，较年初增加 64.88%，其中短期债务占 15.92%，长期债务占 84.08%。2015 年底，由于应付债券显著增长，公司长期债务规模扩大，为 193.42 亿元；同期，短期债务总额 36.62 亿元。2015 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 68.85%、64.76%和 60.71%。

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快速增长，债务负担加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2015 年底，受存货规模大幅增加影响，公司流动比率和速动比率均有所增长，分别为 619.46%和 210.53%；2015 年公司经营活动现金流净额表现为净流出，相应经营现金流动负债比指标为-103.26%。截至 2015 年底，公司现金类资产为 78.14 亿元，其中非受限现金类资产 78.07 亿元，为同期短期债务 36.62 亿元的 2.13 倍。整体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力看，2015 年，公司 EBITDA 为 5.75 亿元，较年初下降 18.64%，系公司营业外收入大幅减少所致。随公司有息债务规模扩大，全部债务/EBITDA 由 19.74 倍增长至 40.01

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

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

公司与多家商业银行等金融机构建立了良好的合作关系，截至 2015 年底，公司与主要贷款银行、信托公司签订的贷款合同金额为 235.99 亿元，其中未使用额度为 72.88 亿元，公司间接融资渠道畅通。

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 2016 年 3 月 28 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。

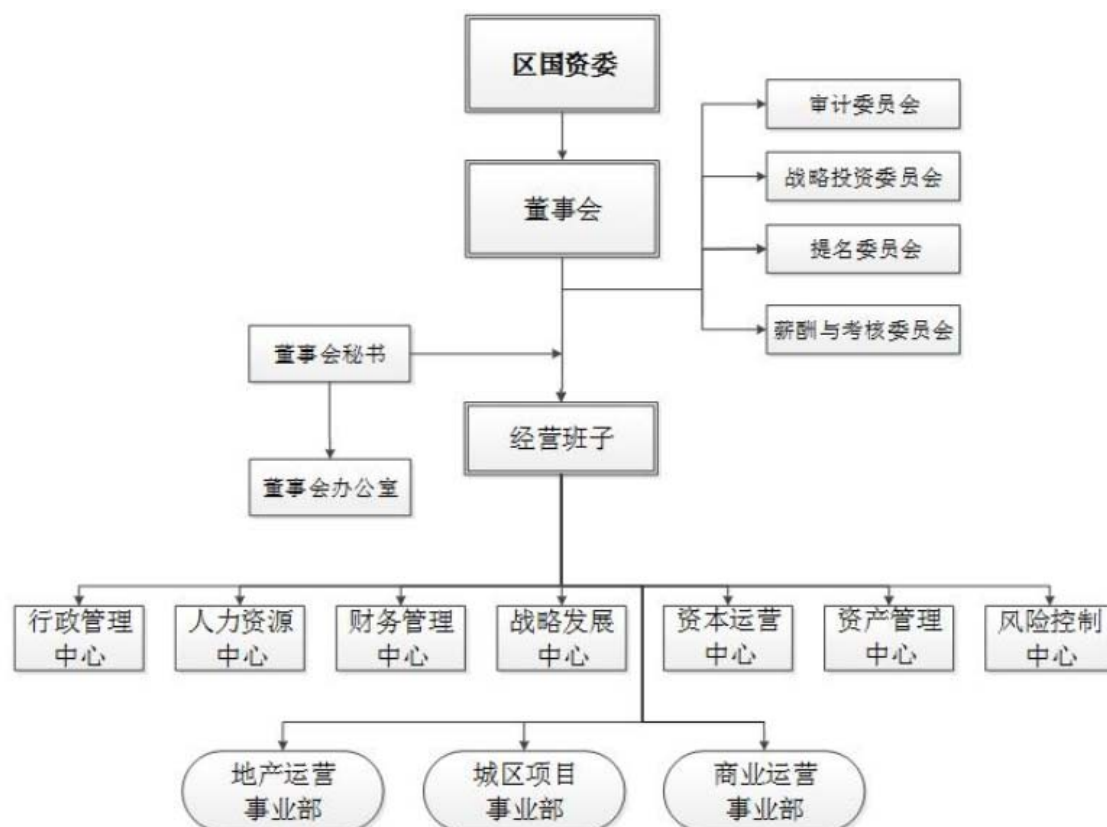
2015 年，公司 EBITDA、经营活动产生的现金流入量和净流量分别为 5.75 亿元、60.37 亿元和-61.32 亿元，分别是“14 京天恒债/14 京天恒”本金的 0.38 倍、4.02 倍和-4.09 倍，公司经营活动现金流入量对“14 京天恒债/14 京天恒”本金具备一定的保障能力。

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	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	52.30	58.81	78.14
资产总额(亿元)	201.28	281.17	401.86
所有者权益(亿元)	66.27	89.34	125.16
短期债务(亿元)	1.00	33.43	36.62
长期债务(亿元)	76.94	106.09	193.42
全部债务(亿元)	77.94	139.52	230.04
营业收入(亿元)	15.52	25.35	30.05
利润总额(亿元)	3.75	6.45	4.87
EBITDA(亿元)	4.34	7.07	5.75
经营性净现金流(亿元)	-27.66	-51.65	-61.32
财务指标			
销售债权周转次数(次)	8.16	13.87	14.52
存货周转次数(次)	0.08	0.13	0.11
总资产周转次数(次)	0.09	0.11	0.09
现金收入比(%)	108.06	78.51	101.67
营业利润率(%)	31.05	23.66	24.86
总资本收益率(%)	1.94	2.19	1.13
净资产收益率(%)	4.12	5.39	2.87
长期债务资本化比率(%)	53.73	54.29	60.71
全部债务资本化比率(%)	54.05	60.96	64.76
资产负债率(%)	67.08	68.23	68.85
流动比率(%)	755.25	493.71	619.46
速动比率(%)	254.56	207.06	210.53
经营现金流动负债比(%)	-110.19	-99.00	-103.26
全部债务/EBITDA(倍)	17.96	19.74	40.01

注：公司长期债务不包括长期应付款中的信托贷款；2014 年度财务数据为 2015 年度审计报告期初数。

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。