跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 762 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，并维持“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

二零一七年六月九日

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：2017 年 6 月 9 日

财务数据

项　目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	58.81	78.14	109.07
资产总额(亿元)	281.17	401.86	592.32
所有者权益 (亿元)	89.34	125.16	134.69
短期债务(亿元)	33.43	36.62	39.53
长期债务（亿元）	106.09	193.42	329.21
全部债务(亿元)	139.52	230.04	368.74
营业收入(亿元)	25.35	30.05	66.65
利润总额 (亿元)	6.45	4.87	3.82
EBITDA(亿元)	7.07	5.75	5.09
经营性净现金流(亿元)	-51.65	-61.32	-57.60
营业利润率(%)	23.66	24.86	12.14
净资产收益率(%)	5.39	2.87	1.83
资产负债率(%)	68.23	68.85	77.26
全部债务资本化比率(%)	60.96	64.76	73.24
流动比率(%)	493.71	619.46	530.09
经营现金流动负债比(%)	-99.00	-103.26	-54.77
全部债务/EBITDA(倍)	19.74	40.01	72.51

注：2014 年度财务数据为 2015 年度审计报告期初数。

分析师

韩家麒　尹金泽

邮箱：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）
网址： 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，持续得到了北京市西城区国有资产管理委员会在资金注入方面的有力支持，并且公司房地产开发经验丰富，在所在区域内的保障性住房和旧城历史文化保护建设领域具有较强优势。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、经营现金流持续大规模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. 公司是西城区保障性住房的主要投资建设主体之一，跟踪期内，公司持续获得区政府在资金注入等方面的有力支持。
2. 跟踪期内，公司住宅销售量价齐升，收入规模显著增长。

关注

1. 跟踪期内，国内房地产市场调控持续加强，房地产市场未来走势存在不确定性；公司存货规模较大，未来或存在一定销售压力。
2. 跟踪期内，公司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. 公司棚户区改造及土地一级开发项目开发周期长，资金占用规模较大，项目回报周期长。

信用评级报告声明

一、本报告引用的资料主要由北京天恒置业集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些材料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

一、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该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，未因该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。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

北京天恒置业集团有限公司企业债券跟踪评级报告

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“14 京天恒债/14 京天恒”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，初始注册资金为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。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。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）”。截至2016年底，公司注册资本为人民币986836.70万元，实收资本987886.70万元。

公司经营范围：房地产开发、房屋维修；销售民用建材、百货；物业管理；机动车停车场管理；会议服务；承办展览展示活动。

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个职能中心，以及地产运营事业部、城区项目事业部、城市运营事业部共三个事业部和北京华兴新业商贸有限责任公司（以下简称“华兴新业”），事业部本部负责所属业务板块专业运营体系的日常管理。华兴新业是公司的商业运营主体之一，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。

截至2016年底，公司合并资产总额592.32亿元，所有者权益134.69亿元（其中少数股东权益14.79亿元）；2016年公司（合并）实现营业收入66.65亿元，利润总额3.82亿元。

公司注册地址：北京市西城区阜外大街31号；法定代表人：刘海涛。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

“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按时付息。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长

4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

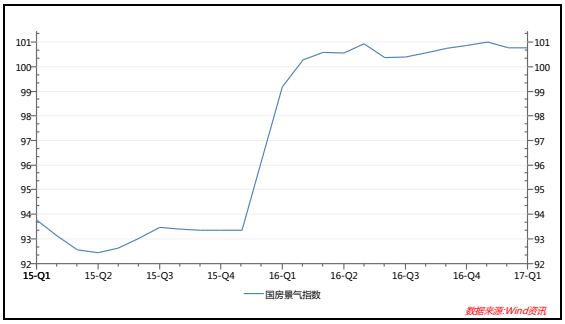
五、行业及区域经济环境

1. 房地产行业

（1）行业概况

2015 年末以来，在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下，房地产市场持续升温，2016 年 9 月底开始，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地产市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

图 1　2015 年以来国房景气指数



资料来源：Wind 资讯

2016 年，房地产开发投资增速大幅增长，全年房地产开发投资 10.26 万亿元，同比增长 6.90%；其中住宅投资 6.46 万亿元，同比增长 6.40%。全国房屋新开工面积 16.69 亿平方米，同比增长 8.38%，其中住宅新开工面积 11.59 亿平方米，同比增长 8.32%。

房地产销售方面，2016 年销售增速呈现先升后降的态势。2016 年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016 年 10 月以来，在政策从紧的影响下，销售增速有所回落。2016 年全年商品房销售面积为 15.73 亿平方米，同比增长 22.41%，共实现销售额 11.76 万亿元，同比增长 34.80%。销售面积和销售金额均创历史新高。价格方面，根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2016 年百城住宅价格累计上涨 18.71%，较 2015 年全年扩大 14.56 个百分点，创近年新高。四季度多城市调控政策密集出台，市场运行环境趋紧，百城均价环比涨幅分别收窄 1.18 个、0.13 个和 0.21 个百分点。

分类来看，与 2015 年全年相比，2016 年一线城市商品房销售面积与 2015 年基本持平，但价格涨幅持续扩大，代表城市 1~11 月房价累计涨幅达 22.95%；二线城市销售规模显著增长，价格方面增幅较大，二线代表城市 1~11 月房价累计涨幅 13.34%，四季度随调控政策出台，增幅有所回落；三线城市成交规模差异显著，核心城市周边区域成交大幅增长，普通三线城市成交量呈稳定增长态势，代表城市 2016 年 1~11 月房价累计增长 10.15%，价格变化相对一二线城市较为稳定。

（2）土地供给与信贷环境

在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，2016 年全国 300 个城市共推出各类用地 18.2 亿平方米，同比下降 11.0%，降幅较 2015 年收窄 7.8 个百分点，整体仍处于较低水平。2016 年全国 300 个城市各类土地成交量同比持续下滑，共成交 15.0 亿平方米，同比下降 5.7%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金 2.9 万亿元，同比增长 30.3%。2016 年全国 300 个城市 2016 年各类用地成交楼面均价为 1904 元/平方米，同比上涨 38.7%，平均溢价率为 43.13%，较 2015 年提高 26.91 个百分点，热点一二线城市地王频出。地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战；另一方面，在政策引导下，一线及重点二线城市 2017 年住宅土地供应量将稳步增加，为前期审慎拿地企业提供一定空间。此外，三四线城市去库存压力犹存，土地供需仍会维持低位水平。

从房地产开发资金来源来看，2016 年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长，分别占房地产开发资金来源的 14.92%、29.09%和 16.92%，其中国内贷款占比有所下降，定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2015 年，全

国主要金融机构房地产贷款余额（含外资，主要由个人住房贷款、房地产开发贷款和保障性住房开发贷款构成）同比增长 21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款 3.60 万亿元，较上年增加 0.84 万亿元，占各项贷款新增额的 30.6%，较上年有所扩大。2016 年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 26.68 万亿元，同比增长 27.00%，增速进一步上涨；全年新增房地产贷款 5.67 万亿元，较上年增加 2.07 万亿元，新增规模进一步扩大。保障房信贷方面，截至 2015 年底，全国保障性住房开发贷款余额为 1.8 万亿元，同比增长 59.5%（增速提升 2.3 个百分点）。截至 2016 年底，全国保障性住房开发贷款余额为 2.52 万亿元，同比增长 38.30%，增速有所回落。进入 2017 年，房地产开发贷款增速下降，证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧，一二线城市限购、限贷也将限制定金、个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭重压。

（3）政策环境

2016 年 9 月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过 22 个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范，至 11 月末调控政策仍在持续加码中。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。以深圳为例，楼市新政主要包括①限购：深圳市户籍单身（含离异）限购 1 套房，非深圳市户籍要满五年社保，限购一套；②限贷：无房无贷款记录首套首付比例最低 30%，有房二套贷款首付比例不低于 70%；③加大住房用地供应力度：加快落实“十三五”期间 800 公顷商品住房、人才住房和保障性住房用地供应目标，尽快完成 2016 年 137 公顷各类住房供地任务；④加强监督指导：房地产开发企业应当接受主管部门对商品住房和商务公寓项目销售价格的指导；对超出备案价格、擅自提价且不接受价格指导的企业，立即停止网签并责令整改。其他城市中合肥、无锡、苏州、北京、福州、东莞、珠海、天津、南昌、上海出台房价备案管理政策，政策要求对于在售房源进行房价备案管理，在售房源需明码标价且不得高于备案价格；政策明确指出增加土地供给的城市有合肥、厦门、福州、深圳、无锡、南昌、上海；此外，对土地出让金支付期限提出限制的城市有福州、厦门、佛山、合肥。

2016 年 12 月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017 年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017 年 3 月以来，已经有 18 个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分 16 年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策，且从政策力度来看，基本上与其他城市相同，而部分近期价格上涨幅度不大的二线城市，虽然也收紧了政策口径，但力度变化不大。

（4）行业竞争

2016 年，销售额超过百亿元的房企达到 131 家，市场占有率快速提升。根据中国指数研究院的统计，2016 年百强房企的市场占有率为 40.8%，销售额增速为 52.5%，行业集中度加速提升，而其中 top30 的房地产企业规模销售增速显著高于百强房企的平均水平。2016 年房地产企业并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格高居不下、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

总体看，2016 年一线城市及部分热点二线城市房地产销售量价齐升，房地产市场繁荣的热潮传导至三四线城市，一定程度上减轻了三四线城市的库存压力，但部分三四线城市库存压力仍较大。2016 年 9 月末后，随着房地产调控政策的不断升级，热点城市销售情况或将出现回落，价格可能有小幅回调，三四线城市未来市场表现有望保持平稳，行业整体面临一定下行压力，开发商竞争加剧。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。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。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。

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。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[2015]37 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。

2015~2017 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 年北京市计划完成 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。2016 年 1~11 月，西城区累计完成棚户区改造协议签订、搬迁腾退或房屋修缮加固 7459 户，占计划任务的 149%。据不完全统计，累计完成投资 183 亿元。

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。

六、基础素质分析

1. 产权关系

截至2016年底，公司注册资本986836.70万元，实收资本987886.70万元；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和经验优势，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

作为西城区保障性住房的重要投资建设主体，跟踪期内，公司持续得到西城区政府及西城区国资委的大力支持。

根据《北京市西城区人民政府国有资产监督管理委员会关于批复 2016 年度国有资本经营预算项目及国有资本经营预算收入的通知》（西国资办发[2016]9 号）文件，2016 年 2 月 26 日，西城区政府以现金出资方式增加公司注册资本 1050 万元，目前尚未成登记变更

根据北京市西城区财政局《关于追加光源里棚户区改造项目资本金的通知》（西财经二指[2016]153 号），2016 年 5 月 24 日，西城区财政局对光源里棚户区改造项目增加资本金 19700 万元，该笔款项以增资的形式计入公司注册资本，目前已完成登记变更。

截至 2016 年底，公司注册资本增加至人民币 986836.70 万元，实收资本为 987886.70 万元，其中新增的注册资本中 1050 万元尚未完成工

商变更登记。

七、管理分析

2016 年 10 月，公司聘任刘海涛先生为公司董事长。

刘海涛先生，1962 年 8 月出生，本科学历。历任北京市宣武区园林市政管理局干部，北京市宣武区体育局党办主任、监察科科长，中共北京市宣武区委组织部组织组组长、主任科员，北京市西城区人民政府国有资产监督管理委员会党委副书记，北京市西城区人民政府国有资产监督管理委员会党委副书记、纪委书记。现任公司董事长。

跟踪期内，公司在管理体制等其他方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2016年，公司实现营业收入66.65亿元，同比增长121.79%。其中实现主营业务收入63.62亿元，同比增长149.20%，主要由于新增土地一级开发收入且收入规模较大。公司主营业务收入在营业收入中的占比为95.45%；其他业务收入3.03亿元，同比下降32.96%，占比4.55%。

主营业务构成方面，2016年，公司主营业务收入主要来自于房屋销售和土地一级开发，分别占比25.41%和63.45%。2016年公司房屋销售收入16.94亿元，同比下降19.66%。其中，住宅销售收入16.27亿元，同比增长70.37%，其次为保障房业务0.67亿元，同比下降94.19%，主要是由于公司承建的房山区长阳站7号地西城区旧城保护定向安置房项目已基本于2015年销售完毕。2016年，公司土地一级开发业务实现收入42.29亿元，主要是丰盛西区C区及配套市政项目和桃园F1项目的结转收入。2016年公司销售商品收入、物业管理收入和房屋租赁收入均较2015年变化不大，分别为3.64亿元、0.20亿元和1.51亿元。

毛利率方面，2016年公司综合毛利率为14.99%，同比下降16.19个百分点，主要原因是土地一级开发业务毛利率较低。分板块来看，2016年房地产销售毛利率为29.85%，同比上升2.98个百分点，主要是高毛利的住宅销售收入占比提高所致。2016年公司住宅销售毛利率受土地成本上升影响毛利率同比下降5.81个百分点至31.06%。公司土地一级开发业务的盈利模式为开发成本加成，2016年土地一级开发业务毛利率为1.46%。2016年公司销售商品毛利率为26.83%，同比增加1.12个百分点；物业管理毛利率为7.32%，同比下降4.37个百分点，主要是人力成本上升所致。

表 1　公司营业收入构成　（单位：万元、%）

项　目	2014年			2015年			2016年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
房屋销售收入	172161.35	67.91	21.90	210822.66	70.15	26.87	169367.22	25.41	29.85
其中：住宅	81066.21	31.98	39.96	95549.16	31.79	36.87	162704.14	24.41	31.06
保障房	91095.14	35.93	5.83	115273.50	38.36	18.57	6663.08	1.00	0.38
棚户区改造	0.00	0	--	0.00	0	--	0.00	0	--
土地一级开发	0.00	0	--	0.00	0	--	422893.18	63.45	1.46
销售商品收入	48588.89	19.17	20.65	36282.55	12.07	25.71	36352.54	5.45	26.83
物业管理收入	2093.89	0.83	17.02	2057.63	0.68	11.69	1972.39	0.30	7.32
其他	6987.32	2.76	62.62	6139.48	2.04	63.93	5619.07	0.84	67.55
主营业务收入小计	**229831.45**	**90.66**	**22.83**	**255302.32**	**84.95**	**27.47**	**636204.40**	**95.45**	**11.07**
房屋租赁收入	15485.90	6.11	93.04	16640.70	5.54	84.99	15086.58	2.26	96.43
其他	8192.86	3.23	93.85	28573.82	9.51	33.02	15227.83	2.28	98.06
其他业务收入小计	**23678.76**	**9.34**	**93.32**	**45214.52**	**15.05**	**52.15**	**30314.42**	**4.55**	**97.25**
合计	**253510.21**	**100.00**	**29.42**	**300516.84**	**100.00**	**31.18**	**666518.81**	**100.00**	**14.99**

资料来源：公司提供

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。

2016年，公司保持较快的房地产开发节奏，房地产开复工面积和竣工面积均同比大幅增长；全年公司房地产销售量价齐升，签约销售面积和实际签约销售金额均大幅增长，签约均价达到2.26万元/平方米，同比增长56.94%。

表2 房地产开发业务经营情况

项 目	2014年	2015年	2016年
房屋开复工面积（万平方米）	55.11	78.00	152.62
房屋竣工面积（万平方米）	15.62	6.69	25.44
签约销售面积（万平方米）	6.77	26.39	42.12
实际销售签约额（亿元）	6.64	38.07	95.02
结转收入面积（万平方米）	9.95	9.32	12.57
结转收入金额（亿元）	8.10	9.38	16.27

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销售收入等。

区域布局方面，公司商品房销售区域主要在北京市，少量项目位于山东省威海市。截至2016年底，公司超过90%的房地产项目位于北京，未来仍将立足于北京市，同时向天津、河北、武汉、海南和山东地区拓展。

表3 截至2016年底公司主要在建项目（不含保障房）基本情况（单位：亿元、万平方米、%）

项目名称	建筑面积	可售总面积	截至2016年底已售面积	建设周期	权益比例	总投资	截至2016年底已完成投资	2017年计划投资
天恒·柒号院	40.99	26.58	14.40	2016.3-2018.7	51.00	54.24	29.69	5.81
大学城（水岸一号）项目	36.19	17.59	5.19	2016.9-2018.9	100.00	50.60	37.36	9.68
锐创中心（世界集）项目	18.69	12.33	5.94	2015.7-2017.12	100.00	40.61	29.46	5.41
周口店项目	23.29	15.75	0.66	2016.6-2019.6	100.00	16.71	8.04	7.30
天恒龙泽府二期项目（山东威海）	8.76	8.39	0.57	2016.4-2018.6	35.33	4.65	1.29	1.70
阎村新项目（优活嘉园）	19.21	19.13	--	2017.2-2019.11	99.00	51.81	29.03	5.89
合计	**147.13**	**99.77**	**26.76**	--	--	**218.62**	**134.87**	**35.79**

资料来源：公司提供

截至2016年底，公司主要在建项目尚有可售面积73.01万平方米，可支撑未来一段时间销售需求。截至2016年底，公司在建项目预计总投资218.62亿元，已完成投资134.87亿元，尚需投资83.75亿元，2017年计划投资35.79亿元。截至2016年底，公司无尚未开发且待开发的土地储备。

总体上看，跟踪期内，受益于房地产行业景气度回升，公司房地产签约销售面积和金额快速增长，同时公司继续保持较快房地产开发节奏，房地产开复工面积和竣工面积均快速增长。房地产行业易受宏观政策调控影响，联合资信关注到，2016年三季度以来，各地房地产调控政策陆续出台，房地产市场存在较大下行压力，未来公司在建房地产项目预期收入存在一定不确定性。

3. 保障房、棚户区改造和土地一级开发

保障房建设

目前，公司保障性住房项目为“房山区长阳

站 7 号地西城区旧城保护定向安置房”（以下简称“长阳项目”），该项目由北京天恒康都房地产开发有限公司（以下简称“天恒康都”）承建。长阳项目规划总投资 41.22 亿元，截至 2016 年底，已完成投资 37.97 亿元，用于建设 5750 套经济适用房。

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

2014~2016 年，长阳项目的销售签约面积分别为 5.19 万平方米、15.27 万平方米和 1.21 万平方米；实际销售签约金额分别为 23156 万元、115583 万元和 6933 万元。2015 年签约销售额因房山长阳项目北区进入签约销售阶段而大幅增长。

截至 2016 年底，长阳项目南区和北区基本已完成销售，整体剩余约 200 套可售房源。截至 2016 年底，公司暂无新增保障房储备项目。

棚户区改造

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

公司“百万庄北里居民住房改善”和“光源里棚户区改造项目”项目均采取征收-拆迁-建设-回迁（或外迁）的模式。地块均为政府划拨地块，政府按照项目总投资的 20%出资，并按照条例设立项目指挥部办公室，该办公室承担项目的征收拆迁与补偿的具体工作，以指挥部办公室的名义进行合同签订及款项支付等相关工作。公司下属子公司为该项目建设单位，负责办理房屋前期征收拆迁手续及筹集拆迁资金等工作。项目后期资金平衡方面，“百万庄北里居民住房改善”项目的资金平衡方式是待项目开发完工后，所征收的拆迁成本经相关部门审计确认后公司据此确认项目开发成本。随后，该项目后期建设的安置房销售和商业出租产生的现金流将用来补偿成本；“光源里棚户区改造项目”资金平衡的途径比较多样化，包括政府回购住宅、居民回迁安置超标面积补差款以及自持的商业和车位。

“百万庄北里居民住房改善”项目建筑面积 26.83 万平方米，总投资 42.10 亿元，其中政府注资 2 亿元，被征收人共计 1242 户，已于 2014 年 8 月开工，截至 2016 年底，已完成投资 27.33 亿元，已完成征收 1237 户，目前处于拆迁和建设阶段。

“光源里棚户区改造项目”建筑面积 57.88 万平方米，总投资 127.60 亿元，其中政府注资 22.52 亿元，被征收人 2137 户，征收单位 91 个，截至 2016 年底，已完成投资 60.78 亿元，已完成征收 2137 户，目前尚处于拆迁及建设阶段。

“北中轴线核心保护区·什刹海地区旧城保护示范项目”属公司新型棚户区改造模式，项目总面积（钟鼓楼至景山公园）589.8 万平方米，项目规划总投资 83 亿元，其中政府出资 25 亿元，截至 2016 年底，已完成投资 47.62 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，该项目的收入来源将主要为后期所建的商业运营收入，盈利模式大概分为自营、合作运营、出租及出售等。

截至 2016 年底，什刹海人口疏解工作已顺利完成人口疏解居民签约 358 户；实现腾退院

落 157 处，其中整院 99 个，涉及居民 82 户；建筑面积 1.36 万平方米。联合资信关注到，由于人流疏解工作进程较慢且难以估计，该项目运作周期存在较大不确定性。

截至 2016 年底，公司拟建项目主要是丰盛东区项目和怀柔区刘各长村项目，建设用地面积分别为 6.60 万平方米和 24.73 万平方米，分别由北京天恒正丰投资发展有限公司和北京山天置业有限公司承建。上述两个项目总投资合计 50.34 亿元，截至目前已投资 6.35 亿元，为政府出资款。

土地一级开发

公司土地一级开发业务主要由公司子公司北京西都地产发展有限公司和天恒股份承担，土地一级开发业务的内容主要是参与危旧房改造及道路拆迁等项目的土地征收、拆迁及平整工作。土地一级开发的运营模式为：征收拆迁及平整土地阶段的资金由公司自筹，待完成开发政府收储，土地完成“招拍挂”以后，政府按照成本加成的方法向公司支付回购资金，预计利润率区间 8%~15%。公司按照工程进度确认收入。

截至 2016 年底，公司已完工的一级开发项目有“丰盛西区 C 区及配套市政项目”和“桃园 F1 项目”，公司 2016 年的土地一级开发收入主要来自上述两个项目。

截至 2016 年底，公司土地一级开发在建项目主要有“桃园 A7、A8 项目”、“桃园 E5、E6 项目”、“新街口北大街市政道路拆迁项目”、“西直门内大街市政道路拆迁项目”和“昌平南口农场项目”，上述项目预计总投资 70.69 亿元，已完成投资 59.48 亿元，尚需投资 11.21 亿元。

截至 2016 年底，公司无拟建一级开发项目。

总体来看，公司棚户区改造和土地一级开发项目规模大，主要在建及拟建项目投资规模为 373.73 亿元，截至 2016 年底已完成投资额合计 195.21 亿元，未来尚需投资 178.52 亿元。该类项目开发周期长，回报周期较长，公司未来面临一定资金压力。

4. 百货零售、物业管理与服务业务

公司商业运营主体主要为公司城市运营部下属子公司、华兴新业和北京西都地产发展有限公司（以下简称“西都地产”）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。

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。

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。

2016年，公司实现销售商品收入3.64亿元和物业管理收入0.20亿元，均较上年变化不大；房屋租赁收入1.51亿元，同比下降9.04%。

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、房屋租赁收入已成为公司营业收入和利润的重要补充。

5. 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”，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。

九、财务分析

公司提供了 2015~2016 年合并财务报告，中喜会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围变化方面，2016 年，公司新增合并单位 4 家，包括 2 家二级子公司和 2 家四级子公司，均为新设成立；减少 1 家二级子公司；截至 2016 年底，公司纳入合并范围共计 46 家子公司，其中二级子公司 15 家，三级子公司 25 家，四级子公司 6 家。总体看，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，财务数据的可比性较强。

截至2016年底，公司合并资产总额592.32亿元，所有者权益134.69亿元（其中少数股东权益14.79亿元）；2016年公司（合并）实现营业收入66.65亿元，利润总额3.82亿元。

1. 资本及债务结构

资产

截至 2016 年底，公司资产总额 592.32 亿元，同比增加 47.39%，主要系公司流动资产增加所致。其中，流动资产占比 94.12%，非流动资产占比 5.88%，流动资产占比高。

截至 2016 年底，公司流动资产合计 557.48 亿元，同比增加 51.55%，主要系货币资金、应收账款及其他应收款增长较快所致。公司流动资产主要包括货币资金（占比 19.57%）、应收账款（8.22%）、其他应收款（占比 28.80%）和存货（占比 43.04%）。

截至 2016 年底，公司货币资金余额为 109.07 亿元，同比增加 39.58%，主要为商业房地产项目销售资金回流和项目到位的资本金增加所致。其中，银行存款占比 99.92%，其他货币资金及现金占比较少。截至 2016 年底，公司及下属子公司使用受限制的现金和现金等价物为 0.18 亿元。

截至 2016 年底，公司应收账款为 45.83 亿元，是 2015 年的 17.32 倍，其中应收北京市土地整理储备中心 43.56 亿元以及应收北京万联中天房地产开发有限公司土地转让款 1.13 亿元。应收账款中有 43.56 亿元质押于中信银行总行营业部及北京媒体村支行用于取得银行贷款。总体看，公司应收账款欠款单位主要是政府部门，坏账可能性较低。截至 2016 年底，公司按账龄计提坏账准备的应收款占比较小（占比 2.32%），计提比例 2.71%，其他未计提坏账准备。

截至 2016 年底，公司其他应收款账面余额为 160.53 亿元，同比上升 266.86%，主要为西城区光源里棚户区改造项目指挥部办公室政府拆迁借款（76.27 亿元）、北京恒合悦兴置业有限公司往来款（21.42 亿元）、西城区百万庄北里居民住房改善项目指挥部办公室政府拆迁征收款（16.01 亿元）、北京市土地整理储备中心土地保证金（15.97 亿元）和北京市保障性住房建设投资中心安置房垫付款（15.81 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 0.09%），坏账计提比例为 4.84%；其他未计提坏账准备。

截至 2016 年底，公司存货账面价值 239.97 亿元，同比下降 1.18%。公司对存货已计提 28.67

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 2016 年底，公司存货构成主要由开发成本（占比 88.48%）和开发产品及安置房（占比 11.47%）构成。开发成本主要由在建的天恒•柒号院、水岸一号、周口店项目、天恒•龙泽府等商品房项目，长阳定向安置房项目等保障房项目，以及丰盛危改小区 C 区、丰盛危改小区东区（B-G 区）棚户区改造、西城区桃园二期危改小区 I 期、II 期工程等土地一级开发项目组成。开发产品及安置房主要是已经竣工的保障性住房及商品房项目以及公司在实施各类危改小区项目时购买和自建的安置房。

截至2016年底，公司非流动资产合计34.84亿元，同比增加 2.42%，主要系长期股权投资和在建工程大幅增加所致。公司非流动资产主要包括长期股权投资（占比 31.53%）、投资性房地产（占比 35.66%）、固定资产（占比 20.46%）和在建工程（占比 6.04%）。

截至2016年底，公司长期股权投资为10.99亿元，同比增长 55.73%，主要系本期新增对联营企业北京悦恒置业有限公司的股权投资所致。

截至 2016 年底，公司投资性房地产合计 12.42 亿元，同比增长 5.20%；固定资产账面价值合计 7.13 亿元，同比减少 4.54%；在建工程 2.10 亿元，同比增长 314.18%，主要系地百商场装修改造项目本期新增投资所致。

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；其他应收款和应收账款规模大，回收时间具有不确定性，对公司资金形成较大占用。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 134.69 亿元，同比增长 7.62%，其中归属于母公司所有者权益 119.91 亿元，占比 89.02%。

截至 2016 年底，公司所有者权益主要由实收资本和未分配利润为主，占比分别为 73.34%和 14.07%。其中，实收资本 98.79 亿元，同比增长 2.15%，主要来自股东对公司的增资；未分配利润 18.95 亿元，同比增长 9.52%。

总体看，公司所有者权益稳定性好。

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 457.62 亿元，同比增加 65.39%，主要系公司长期借款和预收款项增加所致。负债结构方面，流动负债占 22.98%，非流动负债占 77.02%，负债结构以非流动负债为主，符合公司行业特点。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 105.17 亿元，同比增加 77.10%，主要系预收款项、应交税费和其他应付款增加所致。公司流动负债主要包括应付账款（占比 6.12%）、应交税费（4.74%）、预收款项（占比 33.73%）、其他应付款（占比 15.79%）和一年内到期的非流动负债（37.39%）。

截至 2016 年底，公司应付账款账面余额 6.43 亿元，同比下降 6.95%，主要由未付工程款和预提费用构成。

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

截至 2016 年底，公司其他应付款账面余额 16.60 亿元，同比增加 114.86%，主要包括与关联公司和其他公司的往来款项、股东借款和拆迁补偿款等。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债账面余额为 39.33 亿元，同比增加 7.39%，主要包括公司本身及下属子公司一年内到期的银行贷款和长期应付款。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 352.46 亿元，同比增加 62.18%，主要由长期借款（占比 70.80%）、应付债券（占比 22.60%）和专项应付款（占比 5.84%）组成。

截至 2016 年底，公司长期借款 249.55 亿元，同比增长 86.56%，包含抵押借款 22.92 亿

元、质押保证借款 30.00 亿元、保证借款 138.06 亿元和信用借款 24.35 亿元。

截至 2016 年底，公司应付债券 79.67 亿元，同比增长 33.53%，主要系公司 2016 年非公开发行公司债券所致。

截至 2016 年底，公司专项应付款 20.60 亿元（同比下降 3.80%），主要由棚户区改造相关项目应付政府拨款构成。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司有息债务总额 368.74 亿元，同比增加 60.29%，其中短期债务 39.53 亿元，长期债务 329.21 亿元。截至 2016 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所增长，分别为 77.26%、73.24%和 70.97%。

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。

2. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 66.65 亿元，同比增长 121.79%，主要系 2016 年丰盛 C 区和桃园 F1 土地一级开发项目新增结转收入 42.29 亿元所致；同期，公司营业成本为 56.66 亿元，同比增长 173.98%。2016 年，公司实现营业利润 2.25 亿元，同比下降 53.03%；实现利润总额 3.82 亿元，同比下降 21.55%；实现净利润 2.46 亿元，同比下降 31.53%。2016 年公司盈利下降主要是期间费用增长所致。

期间费用方面，2016 年公司期间费用合计 6.02 亿元，同比增长 41.65%，占营业收入的比重为 9.03%，同比下降 5.11 个百分点。其中，公司销售费用 2.06 亿元，同比上升 63.17%；管理费用 3.57 亿元，同比增长 10.07%；财务费用 0.39 亿元，同比增加 0.65 亿元，主要是债务规模扩大所致。

2016 年，公司实现投资收益 0.10 亿元，同比下降 90.72%，主要是公司当期取得的理财投资收益和持有至到期投资的投资收益下降所致。

2016 年，公司营业外收入为 1.59 亿元，而 2015 年仅为 0.08 亿元，大幅增长主要系当期政府补助大幅增加所致。

从盈利指标来看，2016 年，公司营业利润率、总资本收益率及净资产收益率分别为 12.14%、0.49%和 1.83%，同比分别下降 12.73、0.64 和 1.05 个百分点，主要是受项目结算周期影响，毛利率较高的商品房销售结算收入占比较少，而毛利率较低的土地一级开发结转收入占比较高所致。

总体看，跟踪期内，公司收入规模有较大提升；而由于土地一级开发业务盈利能力弱导致公司盈利指标降幅较大，预计随着后续商品房项目陆续进入结算周期，公司的盈利状况将会有所改善。

3. 现金流及保障

经营活动方面，2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-57.60 亿元，净流出规模较去年下降 6.06%。具体看，2016 年经营活动现金流入 124.95 亿元，同比增长 106.98%，主要是受商业地产项目预收款增加和公司往来款随项目规模扩张而增加所致。其中，公司销售商品、提供劳务收到现金 57.03 亿元，同比增长 86.64%；公司收到其他与经营活动有关现金 67.93 亿元，同比增长 127.83%，主要由往来款和保证金组成。2016 年经营活动现金流出 182.56 亿元，同比增长 50.02%，主要是受光源里棚户区改造项目征收拆迁款拨付增加所致。其中，公司支付其他与经营活动有关现金 131.43 亿元，是 2015 年的 6.57 倍，主要是征收款和保证金；公司购买商品、接受劳务支付的现金为 42.99 亿元，同比下降 55.77%。2016 年，公司现金收入比为 85.56%，同比下降 16.11 个百分点，收入实现质量有所下降。

投资活动方面，2016 年，公司投资活动产生的现金净流量为-3.59 亿元，净流出规模较 2015 年下降 60.12%。具体看，投资活动现金流

入 3.39 亿元，同比上升 204.86%，其中收回投资收到的现金 1.13 亿元，同比上升 117.70%；收到其他与投资活动有关的现金 1.50 亿元，为理财产品到期赎回产生的。投资活动现金流出 6.98 亿元，同比下降 31.02%，其中投资支付的现金为 4.24 亿元，同比下降 57.76%，主要是股权类投资支出；支付其他与投资活动有关的现金 1.97 亿元，全部用于购买银行理财产品。

筹资活动方面，2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 92.01 亿元，同比上升 2.57%。具体看，筹资活动现金流入 271.93 亿元，同比上升 22.65%，其中取得借款收到现金 264.45 亿元，同比上升 39.44%；筹资活动现金流出 179.91 亿元，同比增长 36.30%，其中偿还债务支付现金 164.99 亿元，同比上升 39.17%。

总体看，跟踪期内，虽然公司经营性现金流净流出规模有所下降，但总体规模仍较高，且在建项目未来投资规模大，公司对外融资压力仍较大。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 530.09%和 301.91%，分别同比下降 89.37 和上升 91.38 个百分点；截至 2016 年底，公司现金类资产为 109.07 亿元，为同期短期债务 2.76 倍。整体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力看，截至 2016 年底，全部债务/EBITDA 为 72.51 倍，而去年同期分别为 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，公司长期偿债能力有所下降。

截至 2016 年底，公司对外担保金额 4.00 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 2016 年底，公司持股比例为 46.15%。总体看，公司对外担保金额较小，对外担保风险可控。

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 2016 年底，公司共获得银行授信金额为 323.29 亿元，其中未使用额度为 73.62 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）》（机构信用代码：G1011010202340860P），截至 2016 年 3 月 2 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。

2016 年，公司 EBITDA、经营活动产生的现金流入量和净流量分别为 5.09 亿元、124.95 亿元和-57.60 亿元，分别是“14 京天恒债/14 京天恒”本金的 0.34 倍、8.33 倍和-3.84 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。

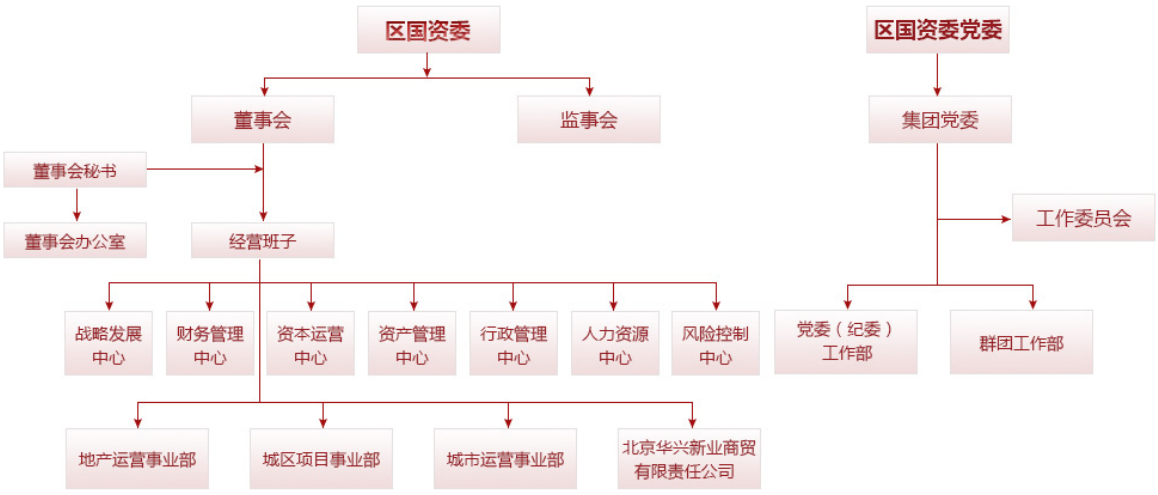
根据公司对“14 京天恒债/14 京天恒”募投项目“百万庄北里居民住房改善项目”预期收益的测算，该项目建成后，收入主要来自住宅销售、回购房屋、居民住宅面积补差款、回购地下商业、商业设施租金等方面，预期收益将集中于“14 京天恒债/14 京天恒”发行后的第 4 年和第 5 年实现，金额分别为 25.28 亿元和 7.74 亿元，合计为 33.02 亿元（未考虑发行后第 6 年起各年的商业租金收入）。“14 京天恒债/14

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	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	58.81	78.14	109.07
资产总额(亿元)	281.17	401.86	592.32
所有者权益(亿元)	89.34	125.16	134.69
短期债务(亿元)	33.43	36.62	39.53
长期债务(亿元)	106.09	193.42	329.21
全部债务(亿元)	139.52	230.04	368.74
营业收入(亿元)	25.35	30.05	66.65
利润总额(亿元)	6.45	4.87	3.82
EBITDA(亿元)	7.07	5.75	5.09
经营性净现金流(亿元)	-51.65	-61.32	-57.60
财务指标			
销售债权周转次数(次)	13.87	14.52	2.76
存货周转次数(次)	0.13	0.11	0.23
总资产周转次数(次)	0.11	0.09	0.13
现金收入比(%)	78.51	101.67	85.56
营业利润率(%)	23.66	24.86	12.14
总资本收益率(%)	2.19	1.13	0.49
净资产收益率(%)	5.39	2.87	1.83
长期债务资本化比率(%)	54.29	60.71	70.97
全部债务资本化比率(%)	60.96	64.76	73.24
资产负债率(%)	68.23	68.85	77.26
流动比率(%)	493.71	619.46	530.09
速动比率(%)	207.06	210.53	301.91
经营现金流动负债比(%)	-99.00	-103.26	-54.77
全部债务/EBITDA(倍)	19.74	40.01	72.51

注：　2014 年度财务数据为 2015 年度审计报告期初数。

附件 3　主要财务指标的计算公式

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。