信用等级公告

联合[2018] 1380 号

联合资信评估有限公司通过对北京天恒置业集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将北京天恒置业集团有限公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA^+，并将“14 京天恒债/14 京天恒”和“18 天恒置业 MTN002”的信用等级由 AA 调整为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

北京天恒置业集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 京天恒债/14 京天恒	15.00	2020/10/24	AA+	AA
18 天恒置业 MTN002[1]	10.00	2021/4/27	AA+	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 26 日

财务数据

项　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产（亿元）	78.14	109.07	124.98	157.48
资产总额(亿元)	401.86	592.32	732.35	800.72
所有者权益(亿元)	125.16	134.69	138.49	137.18
短期债务（亿元）	36.62	39.53	97.30	42.52
长期债务(亿元)	193.42	329.21	387.38	527.20
全部债务(亿元)	230.04	368.74	484.68	569.72
营业收入(亿元)	30.05	66.65	44.63	4.81
利润总额(亿元)	4.87	3.82	4.66	-1.07
EBITDA(亿元)	5.75	5.09	8.82	--
经营性净现金流(亿元)	-61.32	-57.60	-19.10	-15.75
营业利润率(%)	24.86	11.78	26.15.	32.50
净资产收益率(%)	2.87	1.83	2.87	--
资产负债率(%)	68.85	77.28	81.09	82.87
全部债务资本化比率(%)	65.71	73.26	77.78	80.59
流动比率(%)	619.46	529.55	377.68	564.48
经营现金流动负债比(%)	-103.26	-54.72	-10.65	--
全部债务/EBITDA(倍)	40.01	72.51	54.98	--

注：2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

分析师

王 妍　张 铖　韩家麒　王 宁

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”或“天恒置业”）作为北京市西城区重要的保障房建设、棚户区改造实施主体以及国有独资的房地产开发公司，西城区强大的经济实力和突出的区位优势为公司提供良好的外部环境。跟踪期内，公司棚户区改造等城区业务承接量增加，未来仍将在西城区疏解非首都功能工作中发挥重要作用；公司房地产业务营运指标及销售收入实现快速增长，储备北京市土地面积增加。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司债务负担重、土地一级开发业务收益实现存在不确定性以及公司未来投资规模较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。随着西城区政府对棚户区改造及中心城区疏解整治推进力度的加大，公司城区业务将获得进一步发展的空间。

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由AA调整为AA+，将“14京天恒债/14京天恒”和“18天恒置业MTN002”的信用等级由AA调整为AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为北京市西城区棚户区改造的重要投资建设主体之一，西城区是北京首都功能核心区，经济实力强，区位优势突出，为公司提供良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司新承接多个西城区拟建棚户区改造项目，业务承接量增加，城区业务获得进一步发展空间；随着西城区疏解非首都功能工作的推进，公司未来仍将在其中发挥重要作用。
3. 公司房地产项目主要位于北京，2017 年，房地产结转销售收入和签约销售额均实现增长，同时储备的北京市土地有所增加，房地产板块经营良好，公司市场化业务的发展为业绩增长奠定了基础。

[1] “18 天恒置业 MTN002”为永续中期票据，债券期限为 3+N（N 为续期数），所列到期兑付日为首次赎回权行权日。

关注

1. 跟踪期内，公司债务规模增长较快，随着公司在建和拟建城区项目和房地产项目的持续投入，预计债务规模将进一步上升。
2. 公司棚户区改造及土地一级开发项目开发周期和项目回报期长，项目投资对公司资金形成较大占用，城区业务盈利能力及收入实现时点存在一定不确定性。

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”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、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。

三、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。

四、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。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，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（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为西城区国资委。截至2018年3月底，公司注册资本为986836.70万元，实收资本987886.70万元，差额部分预计2018年完成工商登记手续。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至2018年3月底，公司本部内设7个职能中心，2个工作部，以及3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。截至2018年3月底，公司纳入合并范围的下属子公司有53家，合营企业和联营企业共22家。

截至2017年底，公司合并资产总额732.25亿元，所有者权益138.49亿元（其中少数股东权益15.54亿元）；2017年，公司（合并）实现营业收入44.63亿元，利润总额4.66亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额800.72亿元，所有者权益137.18亿元（其中少数股东权益15.39亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入4.81亿元，利润总额-1.07亿元。

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、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年5月底，联合资信所评“14京天恒债/14京天恒”和“18天恒置业MTN002”尚需偿还债券余额25.00亿元。跟踪期内，“14京天恒债/14京天恒”已按期足额支付债券利息。

“14京天恒债/14京天恒”募集资金已全部按募集资金规划用于募投项目“百万庄北里居民住房改善项目”建设。截至2018年3月底，募投项目计划总投资42.10亿元，已完成投资29.26亿元。根据项目计划，募投项目将于债券发行后第4年和第5年分别实现25.28亿元和7.74亿元房屋销售等收入。截至目前，项目仍处于拆迁及建设阶段，尚未进行回迁。项目建设进度及收益实现情况晚于预期。

截至2018年5月底，“18天恒置业MTN002”募集资金尚未使用。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
14京天恒债/14京天恒	15.00	15.00	2014/10/24	6年
18天恒置业MTN002[2]	10.00	10.00	2018/4/27	3+N年
合计	**25.00**	**25.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、

[2] “18天恒置业MTN002”为永续中期票据，债券期限为3+N（N为续期数）。

加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称"《43号文》"）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号）对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表2　2017年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017年4月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预〔2017〕50号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范PPP合作行为，再次明确43号文内容。
2017年5月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预〔2017〕87号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金〔2017〕55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预〔2017〕89号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017年11	《关于规范政府和社会资本合作	对已入库和新增的PPP项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于2018年

月	（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金〔2017〕92号	3月31日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》财预〔2018〕34号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金〔2018〕54号	及时更新PPP项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

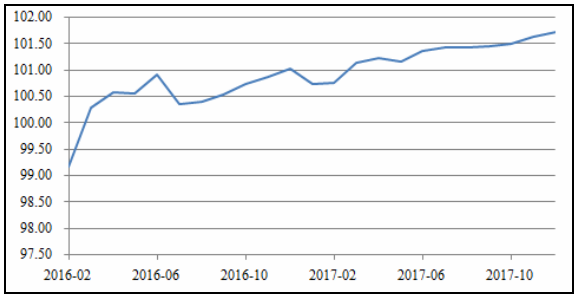
综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 房地产行业分析

（1）房地产开发行业

2016年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图1 2016年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实

际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。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，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

（2）房地产供求与信贷环境

2016年，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，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。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2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，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。2017年，全国300城市土地供应小幅回升,热点城市增供稳定市场预期,拉动成交量及出让金上涨,楼面均价涨幅较去年有所收窄,平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。

分城市来看，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。

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。住建部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017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主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。

从房地产开发资金增速上看，2017年以来，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资继续收紧。北京“317新政”

的出台，标志房地产调控加码。2017年，其他资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增速为19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。

（3）行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。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，在目前土地价格增长、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。

（4）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。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。

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，40余个城市或地区，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。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。

另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。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。未来一段时间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。

3. 区域经济情况

作为首都功能核心区之一，西城区经济实力强，区位优势突出，未来将持续优化市场主体，推进疏解非首都功能工作，公司将持续在其中发挥重要作用。

北京市西城区是首都功能核心区之一，辖区面积 50.7 平方公里。西城区功能定位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、国内外知名商业中心和旅游地区、和谐宜居健康的首都功能核心区。

2017 年，西城区全区实现地区生产总值 3916.9 亿元，比上年增长 6.5%。其中，第二产业实现增加值 338 亿元，比上年增长 6.8%；第三产业实现增加值 3578.9 亿元，比上年增长 6.5%，占地区生产总值的比重达到 91.4%。全区社会固定资产投资额完成 296.8 亿元，比上年增长 17.4%。其中，房地产开发完成投资额 132.9 亿元，比上年增长 125.5%；全年完成房屋施工面积 172.1 万平方米，比上年增长 15.5%。

2018 年一季度，西城区全区累计完成现价工业总产值 373.3 亿元，与去年同期相比增长 18.4%；完成全固定资产投资额与去年同期相比下降 21.1%。

未来，西城区政府将更加注重减量集约发展和均衡协调发展，统筹疏解与提升，在疏解上持续用力，调整传统商业区，降低人口、建筑等密度。公司作为西城区重要的棚户区主体，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”疏解项目，随着西城区政府对疏解非首都功能工作的推进，未来公司仍将在其中发挥重要作用。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，实际控制人仍为西城区国资委。

2. 外部支持

跟踪期内，西城区政府财政实力强，运营状况稳定；公司作为西城区重要的保障房建设和棚户区改造投资主体，在资金拨付、职能定位及业务经营方面获得西城区政府的支持。

公司是西城区重要的棚户区改造及土地一级开发投资建设主体。

2017 年，西城区完成一般公共预算收入 422.12 亿元，同比增长 2.01%；一般预算支出 430.77 亿元，财政自给率为 97.99%；西城区完成政府性基金收入 27.69 亿元；收到上级补助约 133.02 亿元，地方综合财力 582.83 亿元。2018 年，西城区财政主要支出方向为保障中心城区重点区域梳理整治工作。2018 年一季度，西城区完成一般公共预算收入 80.3 亿元，与去年同期相比下降 12.6%；完成一般公共预算支出 120.3 亿元，与去年同期相比增长 27.0%。

2018 年 2 月，根据《关于批复 2018 年度

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

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

公司拟新承担 7 个西城区棚户区改造业务，未来收入有保障。跟踪期内，公司在西城区 2018-2020 年度拟新增 17 个棚改项目中占 7 个，征收居民户数占全区拟新增棚改项目 49%，计划总投资占 59%。目前，项目正在进行立项等前期手续办理中，预计 2018 年实现项目落地。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

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 2018 年 6 月 6 日，公司无不良或关注类信贷记录，过往债务履约情况良好。

截至 2018 年 6 月 11 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构方面无重大变化；在制度体系管理、风险事件处理等方面制定了新的管理制度。

跟踪期内，公司进一步梳理和制订了各部门管理规范共 7 项，并根据业务需要对制度体系管理、风险事件报告处理等方面做出了详细说明。公司管理制度执行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司未实现土地一级开发收入；住宅销售收入实现快速增长，仍为公司最主要的收入及利润来源。

公司是西城区国资委全资控股的城市建设企业，具体从事棚户区改造、保障房建设、土地整理、房地产开发和商业零售等业务。

2017年，公司营业收入回落至44.63亿元，其中房屋销售收入占比回升至76.10%。2017年公司未实现土地一级开发收入，商品销售收入和物业管理收入稳定，其余板块收入规模较小且波动大，对公司整体收入规模影响较小。

2017年，公司毛利率回升至30.53%，2016年低主要系毛利率较低的土地一级开发收入占比较高所致。公司房屋销售业务毛利率波动幅度较小，基本保持稳定。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.81 亿元，相当于 2017 年全年的 10.78%，主要受收入确认时点影响而较低；同期，公司毛利率为 34.14%。

表 3　公司营业收入和毛利率构成情况　（单位：亿元、%）

项　目	2016年			2017年			2018年1~3月		
	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	16.94	25.41	29.85	33.96	76.10	25.96	1.16	24.01	38.84
其中：住宅	16.27	24.41	31.06	33.59	75.28	26.03	1.16	24.01	38.84
保障房	0.67	1.00	0.38	0.36	0.82	18.80	0.00	0.00	--
土地一级开发	42.29	63.45	1.46	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--
销售商品收入	3.64	5.45	26.83	3.73	8.35	26.97	1.16	24.01	27.80
物业管理收入	0.20	0.30	7.32	0.21	0.46	-44.04	0.06	1.15	17.41
其他	0.56	0.84	67.55	1.02	2.29	74.09	0.30	6.24	90.41
主营业务收入小计	**63.62**	**95.45**	**11.07**	**38.91**	**87.20**	**26.94**	**2.67**	**55.41**	**39.41**
房屋租赁收入	1.51	2.26	96.43	1.52	3.40	96.37	0.25	5.29	99.95
其他	1.52	2.28	98.06	4.19	9.40	39.96	1.89	39.30	17.85

其他业务收入小计	3.03	4.55	97.25	5.71	12.80	54.95	2.15	44.59	27.60
合　计	66.65	100.00	14.99	44.63	100.00	30.53	4.81	100.00	34.14

注：主营业务收入项下其他收入包含餐饮收入和客房收入。其他业务收入项下其他收入包含利息收入、服务收入、咨询收入等。
资料来源：公司提供

2. 经营业务分析

（1）城区业务

跟踪期内，公司城区业务稳步推进，目前除保障房项目进入回款期，其余项目均处于投入期，对公司资金形成占用；土地一级开发业务收入及收益受项目顺利推进与否影响较大。未来，公司承接多项西城区拟建棚改项目，城区业务获得进一步发展空间。

公司城区项目业务主要由城区项目事业部进行管理，具体业务包括保障房建设、棚户区改造和土地一级开发等。

保障房建设业务

跟踪期内，公司无新增保障房项目，在建项目仍为“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”），建成房屋面积33.87万平方，项目预计可实现22亿元保障房销售收入，不能覆盖投资的部分由西城区政府加成3%向公司补足。

2017年，长阳项目签约销售面积0.46万平方米，实际销售签约金额3739万元。截至2017年底，长阳项目计划总投资41.22亿元，累计投资额38.10亿元，已完成销售33.15万平方米，累计销售总额21.37亿元，回款21.37亿元，房屋已基本完成销售，剩余0.72万平方米房源等待政府配售。

棚户区改造业务

公司承担了西城区部分棚户区改造项目，其中政府承担一定项目资本金，剩余资金来源于公司外部融资和自有资金，资金平衡主要来源于建设增量安置房销售及配套商业运营。

跟踪期内，公司新增在建项目“怀柔区刘各长村棚户区改造土地开发项目”，原有棚户区改造项目，主要还处于拆迁及建设阶段，尚未进行回迁。截至 2018 年 3 月底，公司在建项目计划总投资 291.49 亿元（其中政府出资 49.52 亿元，占总投资的比例为 16.99%），已完成投资 159.74 亿元。“百万庄北里居民住房改善项目”资金政府配套比例较低，公司已与政府协商追加投资，未来，公司在建项目每年计划投资额在 30~45 亿元。

公司拟建棚改项目主要为“丰盛东区 B-G 区人口疏解及胡同整治项目”，计划总投资 75.90 亿元，2018 年 3 月底已完成投资 0.45 万元。总体看，截至 2018 年 3 月底，公司在建及拟建棚户区改造项目预计未来需投资 207.65 亿元，2018~2020 年每年计划投资 50~65 亿元。

跟踪期内，公司还承接了多个西城区棚户区改造项目，具体包括南营房项目、北七家项目、马连道街区项目、手帕口南街综合项目等（项目名称为拟定），项目正在进行立项等前期手续办理中，预计 2018 年实现项目落地。

表 4　截至 2018 年 3 月底公司棚户区改造项目概况　（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	开工时间	预计竣工时间	预计总投资	已投资	政府出资	未来投资计划		
							2018	2019	2020
在建项目									
百万庄北里居民住房改善项目	26.83	2014.8	2021	42.10	29.26	2.00	8.20	10.46	5.40
光源里棚户区改造项目	57.88	--	--	127.60	66.44	22.52	6.79	13.82	21.61
北中轴线核心保护区·什刹海地区旧城保护示范项目	589.80	2013.9	--	83.00	56.09	25.00	12.00	6.69	3.93
怀柔区刘各长村棚户区改造土地开发项目	34.56	2018.3	2020.9	38.79	7.95	0.00	13.93	13.48	3.13
小　计	**709.07**	--	--	**291.49**	**159.74**	**49.52**	**40.92**	**44.45**	**34.07**
拟建项目									
丰盛东区 B-G 区人口疏解及胡同整治项目	6.60	2018.10	2022.10	75.90	0.00	0.00	12.15	17.27	29.19

合　计	715.67	--	--	367.39	159.74	49.52	53.07	61.72	63.26

资料来源：公司提供

土地一级开发

公司土地一级开发业务在西城区，征收拆迁及平整土地阶段的资金由公司自筹，待完成“招拍挂”以后，政府按照成本加成的方法（政府核定成本的 8~15%）向公司支付回购资金。

由于受北京市土地政策影响，公司整理的土地均处于限制出让区域，近年均未实现土地的实际挂牌。因此，公司按照工程竣工并达到结转条件后确认收入并结转成本。

跟踪期内，公司仍无新增土地一级开发业务。2017 年，公司将 2016 年土地一级开发收入形成的部分应收土储中心款项进行转让，形成 30.67 亿元现金回流，计入“收到其他与经营活动有关的现金”。公司其余土地一级开发项目均处于在建阶段。截至 2018 年 3 月底，公司在建土地一级开发项目计划总投资 73.69 亿元，已完成投资 64.48 亿元，尚需投资 9.21 亿元，上述项目预计短期内无法完工，公司未来土地一级开发收入的确认时间存在一定不确定性。

表 5　2018 年 3 月底主要在建土地一级开发项目情况

（单位：亿元）

项目名称	开工时间	预计总投	已投资
桃园A7、A8项目	2001	41.00	39.92
桃园E5E6项目	2001/9	2.00	1.18
新街口北大街市政道路拆迁项目	2002/1	13.60	11.42
西直门内大街市政道路拆迁项目	2002/1	10.60	8.28
昌平南口农场项目	2013/6	3.49	3.12
桃园F2F3项目	2001/9	3.00	0.56
合　计	--	**73.69**	**64.48**

资料来源：公司提供

（2）地产运营业务

跟踪期内，公司地产运营业务仍维持较快开发节奏，开复工面积和竣工面积均同比大幅增长，房地产签约销售金额快速增长，土地储备较为充分，为未来一段时间公司业绩增长奠定基础。此外，公司正在推进租赁住房项目，兼具经济效应和社会效应。

房地产项目定位仍主要为普通住宅，同时也涉足部分高档别墅项目。截至 2018 年 3 月底，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。

跟踪期内，公司保持较快房地产开发节凑，开复工面积有所增长。2017 年全年开复工面积为 174.30 万平方米，同比增长 14.21%；全年竣工面积为 61.56 万平方米，为 2016 年全年的 2.42 倍；2017 年公司房地产签约销售金额增长，签约均价达到 2.91 万元/平方米。2018 年 1~3 月，开复工面积达 132.37 万平方米，签约销售面积 1.09 万平方米。

表 6　房地产开发业务经营情况

项　目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
房屋开复工面积（万平方米）	152.62	174.30	132.37
房屋竣工面积（万平方米）	25.44	61.56	15.70
签约销售面积（万平方米）	42.12	37.41	1.09
实际销售签约额（亿元）	95.02	108.84	4.35
结转收入面积（万平方米）	12.57	83.62	0.28
结转收入金额（亿元）	16.27	33.91	1.10

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。

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建项目尚有可售面积 42.20 万平方米，可支撑未来一段时间销售需求。截至 2018 年 3 月底，公司在建项目预计总投资 178.01 亿元，已完成投资 122.10 亿元，尚需投资 55.91 亿元。

表 7　截至 2018 年 3 月底公司主要在建商品房项目基本情况　（单位：万平方米、亿元、%）

项目名称	建筑面积	可售总面积	已售面积	建设周期	权益比例	总投资	已完成投资
天恒·柒号院	40.99	26.58	15.68	2016.3-2018.7	51	54.24	35.69
大学城（水岸一号）项目	36.19	17.59	7.73	2016.9-2018.9	100	50.6	39.27
周口店项目（乐学景苑）	23.29	14.40	6.6	2016.6-2019.6	100	16.71	12.53
天恒龙泽府二期项目（山东）	8.76	8.39	5.14	2016.4-2018.6	35.33	4.65	2.80
阎村新项目（优活嘉园）	18.08	15.77	5.38	2017.3-2020.5	99	51.81	31.81
合　计	**127.31**	**82.73**	**40.53**	--	--	**178.01**	**122.10**

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司账面未开工土地储备面积合计 13.74 万平方米，规划建筑面积 31.47 万平方米，土地储备全部位于北京。

表8　截至2018年3月底公司账面未开工土地储备情况（单位：万平方米、亿元、%）

地块名称	规划经营业态	所在地	土地面积	规划建筑面积	获取时间	土地成本	权益比例	自持比例
北京市通州区台湖镇北神树村B-30地块R2二类居住用地	住宅	北京市通州区台湖镇北神树村	3.29	9.21	2017年	15.80	100.00	0.00
北京市石景山区东下庄1605-630地块R2二类居住用地	住宅、自住房用地	北京市石景山区东下庄	2.85	7.13	2017年	20.65	51.00	0.00
北京市顺义区后沙峪镇马头庄村SY00-0019-6005地块B1商业用地、SY00-0019-6006地块R2二类居住用地	住宅、商业用地	北京市顺义区后沙峪镇马头庄村	6.56	12.01	2017年	49.5	100.00	0.00
海淀区四道口地区I地块F1住宅混合公建用地	住宅、商业用地	北京市海淀区四道口	1.04	3.12	2017年	16.50	100.00	0.00
合　计	--	--	**13.74**	**31.47**		**102.45**	--	--

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司正在推进北京市海淀区永丰产业基地租赁住房项目。根据北京市住建委会同市发展改革委、市教委、市公安局等多部门联合起草的《关于加快发展和规范管理本市住房租赁市场的通知》，鼓励发展规模化、专业化的住房租赁企业，支持住房租赁企业通过租赁、购买等方式多渠道筹集房源，支持个人和单位将住房委托给住房租赁企业长期经营，满足多层次住房租赁需求。根据该项目的《可行性研究报告》，项目计划总投资 66.51 亿元，可形成自持商品房租赁收入、自持商业租赁收入、销售商业收入等项目收益，在 30 年计算期内财务净现值为 6894.42 万元，财务内部收益率为 6.64%。鉴于北京构建购租并举住房体系的政策背景下，项目具备较强经济效应和社会效应。

（3）城市运营业务

跟踪期内，公司商业项目仍为复兴商业城等项目，经营状况稳定，实现收益对公司营业收入形成一定补充。

公司城市运营业务管理商业涉及各类房地产经营项目投资与投资管理，具体包括百货零售、物业管理等。

公司百货零售业务运营主体主要为子公司华兴新业，管理商业涉及各类房地产经营项目投资与投资管理。2017 年和 2018 年 1~3 月，公司实现销售商品收入分别为 3.73 亿元和 1.16 亿元，主要商业项目经营情况稳定。

公司物业服务主要由子公司北京天恒瑞海物业管理有限责任公司承担，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。跟踪期内，公司物业管理收入保持稳定。

（4）金融类业务

跟踪期内，公司逐步拓展金融类业务，设立产业投资基金，目前尚处于萌芽期，未来该板块将成为公司重点投资板块之一。联合资信将持续关注公司资本运作情况。

公司金融类业务由二级全资子公司北京

天恒正原资本管理有限公司（以下简称“天恒正原”）负责运营，天恒正原成立于 2016 年 6 月，初始注册资本 5000 万元。天恒正原与北京厚朴融灏资本管理合伙企业（有限合伙)（以下简称“厚朴资本”）共同设立北京天厚泰和资本投资管理有限公司（以下简称“天厚资本”），天恒正原公司持股 40%，厚朴资本持股 60%。天厚资本作为公司房地产金融类板块的主要平台，将按照集团的整体部署，以及“产业与金融互动，私募基金+REITS”的发展战略，以对接资本市场为导向，助力公司全面升级。截至 2018 年 3 月底，公司已成立基金 2 支，已投资 57.36 亿元，基金规模为 100.01 亿元，目前暂未实现收益。

八、财务分析

2017 年，公司更换会计师事务所为中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙），公司提供的 2017 年财务报告经其审计，报告审计结论为标准无保留意见。公司提供的 2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2017 年，投资设立子公司 5 家，减少 1 家。考虑到新增和减少子公司规模较小，公司财务数据的可比性较强。2018 年 1~3 月公司合并范围无变化。截至 2018 年 3 月底，公司纳入合并范围共计 53 家子公司。

1. 资产质量

跟踪期内，公司将应收土储中心土地整理款项进行转让，使得应收账款有所回落；随着棚改和房地产项目的建设推进，公司其他应收款和存货快速增长且仍系公司最主要的资产构成，变现能力受棚改等工程进度及房地产市场行情影响大，公司整体资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额为 732.35 亿元，同比增长 23.64%，主要系货币资金、其他应收款、存货和长期股权投资增加所致。其中，流动资产占比 92.48%、非流动资产占比 7.52%，公司资产以流动资产为主。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	109.07	18.41	124.98	17.07	157.48	19.67
应收账款	45.83	7.74	16.57	2.26	16.49	2.06
其他应收款	160.53	27.10	225.40	30.78	239.85	29.95
存货	239.97	40.51	302.76	41.34	315.33	39.38
流动资产	**557.48**	**94.12**	**677.30**	**92.48**	**746.14**	**93.18**
长期股权投资	10.96	1.85	27.23	3.72	26.76	3.34
投资性房地产	12.42	2.10	11.61	1.59	11.61	1.45
非流动资产	**34.84**	**5.88**	**55.05**	**7.52**	**54.58**	**6.82**
资产总额	**592.32**	**100.00**	**732.35**	**100.00**	**800.72**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 677.30 亿元，同比增长 21.49%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

2017 年底，公司货币资金 124.98 亿元，其中受限资金 0.74 亿元。

2017 年底，公司应收账款 16.57 亿元，同比下降 63.85%，主要系转让部分应收北京市土储中心账款所致（受让方为公司参股的有限合伙基金），期末余额尚有 14.04 亿元，账龄在 1~2 年，其余应收款主要为土地转让款和房屋销售款，前五名金额占比 93.96%，集中度很高。

2017 年底，公司其他应收款 225.40 亿元，同比增长 40.41%，主要系新增应收北京恒合悦兴置业有限公司借款、土地竞拍保证金和为西城区财政局的垫付拆迁款所致，前五名金额合计占比 68.85%，集中度高，具体情况见下表。

表 10　2017 年底公司其他应收款前五名情况
（单位：亿元、%）

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

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司存货 302.76 亿元，同比增长 26.17%，主要系随着房地产业务和棚户区改造业务的增长，公司开发成本和开发产品增加所致；公司存货中开发成本 259.56 亿元，开发产品 43.09 亿元。期末公司存货项下土地资产账面价值 155.38 亿元（50.84 万平方米）。抵押资产账面价值 143.55 亿元，其中土地资产 123.48 亿元（含部分达到抵押状态的在建工程）。

2017 年底，公司非流动资产 55.05 亿元，同比增长 58.00%，主要系长期股权投资增长所致。2017 年底，长期股权投资 27.23 亿元，同比增长 148.51%，主要系新增对北京建恒汇景房地产开发有限公司、北京天厚振翼企业管理合伙企业（有限合伙）、北京天厚海悦企业管理合伙企业（有限合伙）等合营企业的股权投资所致，合伙企业主要投向于城市基础设施、与城市新兴产业（文化、科技、金融等）相关产业升级项目、物业项目、城市人口疏解项目及其他相关产业；公司投资性房地产 11.61 亿元，同比下降 6.55%，物产均位于北京市西城区内。2017 年底，公司递延所得税资产 3.79 亿元，同比增长 235.19%，主要系预收账款形成的可抵扣暂时性差异增加所致。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 800.72 亿元，较上年底增长 9.34%，其资产构成较 2017 年底变动不大。2018 年 3 月底，公司其他流动资产 11.20 亿元，主要系购买的理财产品。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模和结构基本稳定，西城区国资委注资仍系其主要构成；随着房地产业务发展，公司预收房款增加；债务规模同期快速增长，其中部分债务为城区业务对资金长期占用所形成的，公司整体债务负担重。

截至 2017 年底和 2018 年 3 月底，公司所有者权益规模与结构较 2016 年底基本保持稳定，实收资本 98.79 亿元，来自西城区国资委注资。

表11　公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本(或股本)	98.79	73.40	98.79	71.34	98.79	72.02
资本公积	0.84	0.62	0.84	0.60	1.40	1.02
未分配利润	18.84	13.99	21.48	15.51	20.33	14.82
所有者权益	**134.59**	**100.00**	**138.49**	**100.00**	**137.18**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2017 年底，负债总额为 593.86 亿元，同比增长 29.74%。其中，流动负债占 30.20%、非流动负债占 69.80%，公司负债以非流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债为 179.33 亿元，同比增长 70.35%，主要系预收款项、一年内到期的非流动负债增加所致。2017 年底，公司预收款项 54.89 亿元，同比增长 54.73%，主要系随着公司房地产业务发展，预售房款快速增长；其他应付款 11.12 亿元，同比下降 33.02%，主要系往来款项、股东借款和拆迁补偿款减少所致；一年内到期的非流动

负债 97.22 亿元，其中长期借款 52.22 亿元、应付债券 45.00 亿元。

截至 2017 年底，公司非流动负债 414.53 亿元，同比增长 17.61%。长期借款 337.62 亿元，同比增长 35.29%，主要以担保借款（192.81 亿元）为主，其中部分借款主要为城区业务对资金长期占用所形成的；应付债券 49.77 亿元，同比下降 37.53%，主要系转入一年内到期非流动负债所致；专项应付款 22.97 亿元，主要系收到的政府拨付的用于各类专项建设工程的代建资金。

截至 2017 年底，公司全部债务 484.68 亿元，同比增长 31.11%，其中短期债务 97.30 亿元，长期债务 387.38 亿元。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 81.09%、77.78%和 73.67%，较 2016 年底的 77.28%、73.26%和 70.98%均有不同幅度增长，公司债务负担重。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 663.55 亿元，较上年底增长 11.73%。其中，流动负债 132.18 亿元，占比下降至 19.92%，系一年内到期的非流动负债到期偿还所致。非流动负债 531.36 亿元，占比上升至 80.08%，公司应付债券 139.59 亿元，公开债券较 2017 年底新增两期中期票据及一期超短融，合计发行金额 55.00 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务增至 569.72 亿元，其中长期债务 527.20 亿元，占比 92.54%。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进一步增长至 82.87%、80.59%和 79.35%。

表12　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
预收款项	35.47	7.75	54.89	9.24	61.09	9.21
其他应付款	16.60	3.63	11.12	1.87	16.62	2.50
一年内到期的非流动负债	39.33	8.59	97.22	16.37	42.52	6.41
流动负债	**105.27**	**23.00**	**179.33**	**30.20**	**132.18**	**19.92**
长期借款	249.55	54.52	337.62	56.85	364.64	54.95
应付债券	79.67	17.40	49.77	8.38	139.59	21.04
专项应付款	20.60	4.50	22.97	3.87	22.97	3.46
非流动负债	**352.46**	**77.00**	**414.53**	**69.80**	**531.36**	**80.08**
负债总额	**457.73**	**100.00**	**593.86**	**100.00**	**663.55**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

3. 盈利能力

跟踪期内，公司未实现土地一级开发收入，致公司营业收入下降；随债务增长公司期间费用控制能力有所下降；投资收益对公司利润形成一定补充。

2017 年，公司实现营业收入 44.63 亿元，同比下降 33.05%，主要系未产生土地一级开发收入所致；同期，公司营业成本为 31.00 亿元，同比下降 45.28%。随着债务规模扩大，公司期间费用率上升至 19.76%，公司期间费用控制能力有待加强。2017 年，公司投资收益为 2.50 亿元，主要系长期股权投资的投资收益，对公司利润总额有一定贡献。同期，公司营业外收入 753.53 万元，主要系政府补助；营业外支出 5144.75 万元，主要系出售应收债权损失。2017 年，公司利润总额 4.66 亿元。

从盈利指标来看，2017 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别由 2016 年的 11.78%、0.65%和 1.83%增至 26.15%、1.23%和 2.87%，但公司整体盈利能力仍弱。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.81 亿元，为 2017 年全年的 10.78%，期间费用为 2.31 亿元，利润总额-1.07 亿元。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司对项目公司的资本投入增加，导致投资活动现金流大幅流出；公司经营

活动产生的现金流仍为净流出；筹资活动产生的现金流规模较大，且在建项目未来投资规模大，公司对外融资压力仍较大。

经营活动方面，2017 年，公司经营活动现金流入 163.54 亿元。其中销售商品、提供劳务收到的现金 59.90 亿元，现金收入比由 2016 年的 85.56%增至 134.23%，主要系预收房款较大所致。公司购买商品、接受劳务支付的现金 78.15 亿元，主要系光源里棚户区改造项目、刘各长棚改项目、高教园、大兴区庞各庄镇项目等投入。同期，公司收到和支付其他与经营活动有关的现金以往来款和保证金为主。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额持续净流出为-19.10 亿元。

投资活动方面，2017 年，投资活动现金流出 69.72 亿元。其中 2017 年投资支付的现金 17.00 亿元主要系长期股权类的投资支出，支付其他与投资活动有关的现金 51.09 亿元，主要系土地保证金以及支付给项目公司的款项；2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-66.01 亿元

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流入 190.23 亿元，筹资活动现金流出 89.78 亿元。同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为 100.45 亿元。

2018 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金 9.68 亿元，公司往来支出规模大，同期经营活动现金流量净额为-15.75 亿元。2018 年 1~3 月，投资活动项下收回投资和投资支付的现金均主要为对短期理财产品买卖。2018 年 1~3 月，公司筹资活动现金流量净额为 58.87 亿元，维持在较高水平。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期债务偿付能力较好；由于全部债务规模增长较快，长期偿债能力弱，考虑股东对公司的支持以及未来业务发展等因素，公司整体偿债风险较小。

2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 377.68%和 208.85%；2017 年，公司经营现金流量净额持续为负，对流动负债无保障能力；公司现金类资产为短期债务的 1.28 倍，对短期债务保障能力较强。2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 564.48%和 325.92%，现金类资产为短期债务的 3.70 倍。公司短期偿债能力较强。

2017 年，公司 EBITDA 为 8.82 亿元，全部债务/EBITDA 为 54.98 倍，较上年的 72.51 倍有所下降。公司长期偿债能力弱。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保金额 8.00 亿元，担保比率为 5.83%，为对公司联营企业北京悦恒置业有限公司提供的信用担保，公司对其持股比例为 49.00%。公司或有负债风险可控。

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 2018 年 3 月底，公司共获得银行授信金额为 450.90 亿元，未使用额度为 185.88 亿元，公司间接融资渠道畅通。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年5月底，公司现金类资产对2018年到期的存续债券偿还能力尚可，公司短期偿债压力一般，未来有一定集中偿债压力。

截至2018年5月底，公司存续债券共10期，其中2018年到期的有两期，到期债券余额合计40亿元，此外“15天恒债”附设投资者回售选择权，行权日为2018年，若投资者全部行权，则公司2018年应偿还债券合计55亿元。未来，公司待偿债券本金峰值为55亿元。

2017年底，公司现金类资产对一年内到期债券保障能力尚可；2017年经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障能力一般，EBITDA对其的保障能力弱。

表13 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	55.00
未来待偿债券本金峰值	55.00
现金类资产/一年内到期债券余额	2.27
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.97

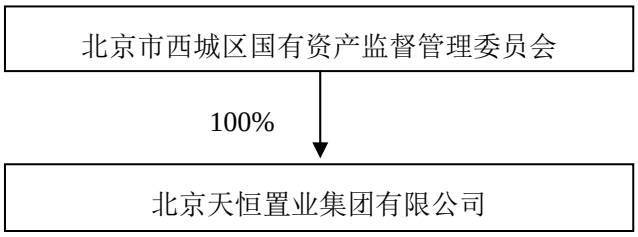
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.35
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.16

资料来源：审计报告，联合资信整理

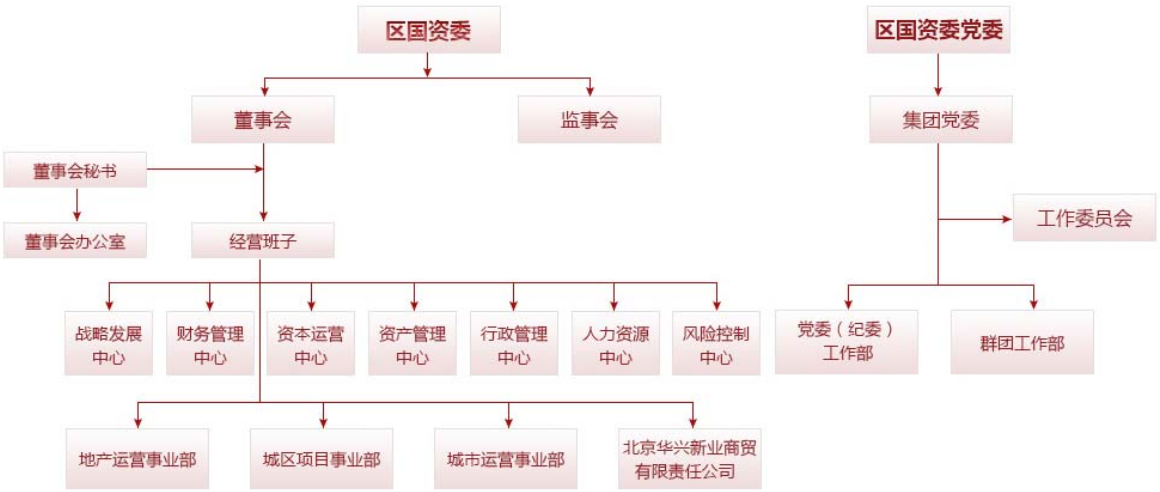
十、结论

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由AA调整为AA^+，将“14京天恒债/14京天恒”和“18天恒置业MTN002”的信用等级由AA调整为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2　公司合并范围子公司情况

序号	企业名称	级次	业务性质	注册资本（万元）	实收资本（万元）	持股比例（%）
1	北京市嘉鸿房地产开发有限公司	二级	房地产开发	20000.00	20000.00	100.00
2	北京天恒正合置业有限公司	二级	房地产开发	305200.00	305200.00	73.79
3	北京天恒正道投资发展有限公司	二级	房地产开发	10000.00	10000.00	100.00
4	北京天恒康都房地产开发有限责任公司	二级	房地产开发	120000.00	120000.00	100.00
5	北京天恒瑞海物业管理有限责任公司	二级	物业管理	300.00	300.00	55.00
6	北京华兴新业商贸有限责任公司	二级	百货零售	10800.00	10800.00	100.00
7	海南天恒燕泰房地产开发有限公司	二级	房地产开发	1000.00	1000.00	100.00
8	北京天恒正原资本管理有限公司	二级	房地产开发	5000.00	300.00	100.00
9	天恒荣信投资发展有限公司	二级	房地产开发	7000.00	7000.00	85.71
10	北京西都地产发展有限公司	二级	房地产开发	72150.00	72150.00	100.00
11	北京天恒正丰投资发展有限公司	二级	房地产开发	1000.00		100.00
12	北京天恒正宇投资发展有限公司	二级	房地产开发	267000.00	250000.00	100.00
13	北京纺织服装开发公司	二级	房地产开发	720.80	100.00	100.00
14	北京翔德房地产开发有限公司	二级	房地产开发	837.07	837.07	100.00
15	北京天恒房地产股份有限公司	二级	房地产开发	21388.76	21388.76	79.99
16	北京天恒正同资产管理有限公司	二级	资产管理	5000.00	5000.00	100.00
17	文登嘉鸿房地产开发有限公司	三级	房地产开发	8000.00	8000.00	100.00
18	威海嘉鸿房地产开发有限公司	三级	房地产开发	15000.00	15000.00	66.67
19	北京新银座发展总公司	三级	百货零售	947.60	947.66	100.00
20	北京市地安门商场	三级	百货零售	4923.30	4923.31	100.00
21	北京市复兴商业城有限公司	三级	百货零售	3000.00	3000.00	40.00
22	北京市新街口百货有限公司	三级	服装零售	500.00	500.00	71.92
23	北京成文厚帐薄卡片有限公司	三级	文具用品零售	500.00	500.00	100.00
24	北京西西友谊商城有限公司	三级	其他综合零售	3288.00	3288.00	74.25
25	北京市京工友谊时装厂	三级	机织服装制造	463.18	463.18	100.00
26	北京华兴清华商贸有限责任公司	三级	其他综合零售	150.00	150.00	100.00
27	北京市兴新业劳务服务中心	三级	职业中介服务	10.00	10.00	100.00
28	天恒物业管理（北京）有限公司	三级	物业管理	1000.00	1000.00	100.00
29	新安贞科技（北京）有限公司	三级	医疗器械	1500.00	1500.00	60.00
30	天恒城市之光酒店管理（北京）有限公司	三级	酒店管理	3000.00	1500.00	60.00
31	天恒什刹海酒店管理（北京）有限公司	三级	酒店管理			60.00
32	固安天恒朗信置业有限公司	三级	房地产开发	1000.00		70.00
33	北京天恒华辰物业管理有限责任公司	三级	物业管理	300.00	300.00	50.00
34	海南新燕泰大酒店有限公司	三级	旅游饭店	28000.00	28000.00	96.53
35	北京地百商贸有限公司	三级	百货零售	89125.00	89125.00	100.00
36	北京天恒自在场头酒店管理有限责任公司	三级	酒店管理	2000.00	600.00	60.00
37	北京塞纳维拉房地产开发有限公司	三级	房地产开发	1000.00	1000.00	53.00
38	北京正达国际会展有限公司	三级	会展业	150.00	150.00	100.00
39	北京天恒乐活城置业有限公司	三级	房地产开发	45000.00	15000.00	100.00
40	北京天恒立信置业有限公司	三级	房地产开发	18900.00	18900.00	100.00
41	北京天恒联信置业有限公司	三级	房地产开发	1000.00	1000.00	100.00
42	北京秋海旭荣房地产开发有限公司	三级	房地产开发	3000.00	3000.00	80.00
43	北京天恒致远置业有限公司	三级	房地产开发	10000.00	10000.00	100.00

44	北京山天置业有限公司	三级	房地产开发	45000.00	45000.00	100.00
45	北京恒泰致远房地产开发有限公司	三级	房地产开发	16000.00	16000.00	100.00
46	北京恒海天诚房地产有限公司	三级	房地产开发	1000.00		100.00
47	北京市鑫星兴商贸有限责任公司	四级	百货零售	200.00	200.00	100.00
48	北京奥尼斯特房地产开发有限公司	四级	房地产开发	2998.00	2998.00	100.00
49	北京谊建信置业有限公司	四级	房地产开发	2000.00	2000.00	100.00
50	北京恒乐置业有限公司	四级	房地产开发	29754.80	29754.80	99.82
51	北京天恒幽岚文化旅游发展有限公司	四级	房地产开发	200.00	200.00	51.00
52	北京昀滢旭荣投资管理有限公司	四级	投资与资产管理	2000.00	2000.00	100.00
53	北京旭天恒置业有限公司	四级	房地产开发	10000.00	10000.00	51.00

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	78.14	109.07	124.98	157.48
资产总额(亿元)	401.86	592.32	732.35	800.72
所有者权益(亿元)	125.16	134.69	138.49	137.18
短期债务(亿元)	36.62	39.53	97.30	42.52
长期债务（亿元）	193.42	329.21	387.38	527.20
全部债务(亿元)	230.04	368.74	484.68	569.72
营业收入(亿元)	30.05	66.65	44.63	4.81
利润总额(亿元)	4.87	3.82	4.66	-1.07
EBITDA(亿元)	5.75	5.09	8.82	--
经营性净现金流(亿元)	-61.32	-57.60	-19.10	-15.75
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.61	2.76	1.43	--
存货周转次数(次)	0.11	0.23	0.11	--
总资产周转次数(次)	0.10	0.13	0.07	--
现金收入比(%)	101.67	85.56	134.23	201.17
营业利润率(%)	24.86	11.78	26.15	32.50
总资本收益率(%)	1.13	0.65	1.23	--
净资产收益率(%)	2.87	1.83	2.87	--
长期债务资本化比率(%)	60.71	70.98	73.67	79.35
全部债务资本化比率(%)	64.76	73.26	77.78	80.59
资产负债率(%)	68.85	77.28	81.09	82.87
流动比率(%)	619.46	529.55	377.68	564.48
速动比率(%)	210.53	301.60	208.85	325.92
经营现金流动负债比(%)	-103.26	-54.72	-10.65	--
全部债务/EBITDA(倍)	40.01	72.51	54.98	--

注：2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

附件 4　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	
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

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 5-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 5-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。