信用等级公告

联合〔2019〕1433 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，确定维持北京天恒置业集团有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“14 京天恒债/14 京天恒”“18 天恒置业 MTN002”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十四日

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	10.00	2021/4/27[1]	AA+	AA+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 14 日

财务数据

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	109.07	124.98	69.32	63.26
资产总额(亿元)	592.32	732.35	703.39	694.83
所有者权益 (亿元)	134.59	138.49	182.22	184.98
短期债务(亿元)	39.53	97.30	101.46	63.90
长期债务（亿元）	329.21	387.38	320.18	364.56
全部债务(亿元)	368.74	484.68	421.64	428.46
营业收入(亿元)	66.65	44.63	75.40	3.22
利润总额 (亿元)	3.82	4.66	4.33	-0.79
EBITDA(亿元)	5.09	8.82	8.23	--
经营性净现金流(亿元)	-57.60	-19.10	-35.58	0.61
应收类款项/资产总额(%)	34.84	33.04	37.39	37.14
营业利润率(%)	11.78	26.15	17.97	53.27
净资产收益率(%)	1.83	2.87	1.84	--
资产负债率(%)	77.28	81.09	74.09	73.38
全部债务资本化比率(%)	73.26	77.78	69.82	69.85
流动比率(%)	529.55	377.78	369.74	535.57
经营现金流动负债比(%)	-54.72	-10.65	-20.50	--
全部债务/EBITDA(倍)	72.51	54.98	51.22	--

注：2019 年 1~3 月财务数据未经审计

分析师　王 妍　张 铖　吕泽峰
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”）是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。跟踪期内，公司城区项目稳步推进且获得西城区政府在资金注入等方面的持续支持，房地产业务营运指标及销售收入实现快速增长。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、项目开发周期长以及经营活动现金流持续大规模净流出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工作的推进，公司城区业务稳定性好。

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

优势

1. 西城区是北京首都功能核心区，经济实力强，为公司发展提供良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司获得西城区政府在资金注入等方面的持续支持。
3. 跟踪期内，公司地产项目销售规模增长；公司房地产签约销售金额快速上升，为未来公司业绩增长奠定了基础。

关注

1. 公司债务规模波动增长，债务负担重，随着在建和拟建城区项目和房地产项目的持续投入，预计公司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，导致公司债务负担重，经营活动现金流持续净流出。

[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。

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、企业基本情况

根据2018年12月24日北京市西城区国资委《关于对北京金融街资本运营中心调整资金的批复》（西国资复〔2018〕31号）文件，北京金融街资本运营中心[2]（以下简称“金融街资本”）对公司货币增资10.77亿元。截至2019年3月底，公司实收资本为109.56亿元，注册资本98.68亿元，目前差额部分尚未进行工商变更。由于公司暂未进行工商登记变更且暂未修改《公司章程》，截至2019年3月底，西城区国资委仍然持有公司100%股权，公司实际控制人为西城区国资委。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至2019年3月底，公司设财务管理中心、战略发展中心、资本运营中心、资产管理中心、风险控制中心等9个职能部门，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2019年3月底，公司纳入合并范围的一级子公司18家。

截至2018年底，公司合并资产总额703.39亿元，所有者权益182.22亿元（其中少数股东权益18.22亿元）；2018年，公司（合并）实现营业收入75.40亿元，利润总额4.33亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额694.83亿元，所有者权益184.98亿元（其中少数股东权益16.89亿元）；2019年1~3月，公司实现营业收入3.22亿元，利润总额-0.79亿元。

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2019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，跟踪债券均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年底，募投项目计划总投资42.10亿元，已完成投资33.23亿元。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2019年3月底，“18天恒置业MTN002”募集资金已使用7.50亿元，均用于偿还公司借款。

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[3]	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

[2] 西城区国资委持有金融街资本运营中心100%股权。

[3] “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）。

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、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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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。2014 年，《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》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《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，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，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。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 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
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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

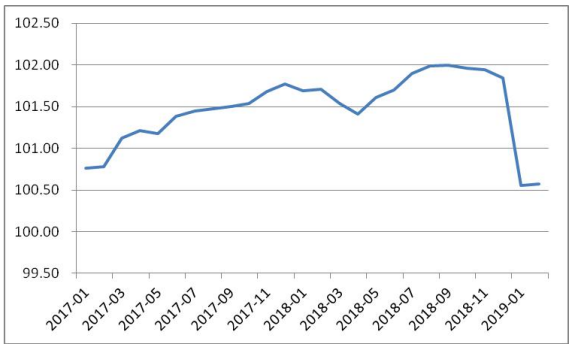
2.　房地产行业分析

（1）房地产开发行业

延续 2017 年以来房地产市场的严控形势，2018 年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因

地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图 1　2017 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind 资讯

房地产投资开发方面，2018 年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.50%，增速较上年增加 2.50 个百分点；其中住宅投资 8.52 万亿元，同比增长 13.40%，增速较上年增加 4.00 个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积 20.93 亿平方米，同比增长 17.20%，其中住宅新开工面积 15.34 亿平方米，同比增长 19.70%。全国房屋施工面积 82.23 亿平方米，同比增长 5.20%；其中住宅施工面积为 57.00 亿平方米，同比增长 6.30%。总体看，2018 年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018年全年商品房销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.30%，增速较上年下降6.40个百分点；共实现销售额15.00万亿元，同比增长12.20%，增速较上年下降1.50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，2018年百城住宅平均价格累计上涨5.09%，较2017年增速下降2.06个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

（2）土地市场与信贷环境

2018年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋近，房企拿地普遍持谨慎态度。2018年，全国300城市共推出用地12.84亿平方米，同比增长20%，其中住宅用地共推出5.05亿平方米，同比增长26%；土地成交量10.55亿平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交3.89亿平方米，同比增长10%。进入2018年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较2017年明显增加。价格方面，2018年，全国300个城市土地出让金总额为41773亿元，同比增长2%，较2017年增长2%；300个城市成交楼面均价为2159元/平方米，同比下跌11%；平均溢价率为13%，较2017年同期下降16个百分点。总体看，进入2018年以来，全国300城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从地产开发资金到位情况来看，2018年1~9月，房地产开发企业开发资金12.19万亿元，同比增长7.8%，较2017年同期下降0.2个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的33.31%和33.03%，且两者的占比均进一步增长，分别增长11.4和16.3个百分点；国内贷款、利用外资和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的14.80%、0.04%和14.38%。

2018年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率各地区均持续走高，

贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入2018年10月以来，金融市场上货币政策出现松动。11月15日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在7月31日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

（3）政策环境

2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。

此后，2018 年 5 月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出 3~5 年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应 50%以上。2018 年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为 40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名 5 市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为 1 年。

2018 年 6 月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018 年 7 月 31 日，中共中央政治局会议提出，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了 2018 年下半年稳中求进的总基调。但同样在 2018 年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7 月太原宣布取消二手房限售，12 月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住房销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在 2018 年 12 月 13 日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

总体看，2018 年上半年，严格调控的政

策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

3. 区域经济情况

跟踪期内，西城区经济运行总体平稳。投资领域增长较快。

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。西城区辖区内有 15 个街道办事处，261 个社区。截至 2018 年底，西城区常住人口 117.9 万人，比上年下降 3.4%。

2018 年，西城区全区实现地区生产总值 4243.9 亿元，比上年增长 6.5%。其中，第二产业实现增加值 372.9 亿元，比上年增长 10.0%；第三产业实现增加值 3871.0 亿元，比上年增长 6.1%，占地区生产总值的比重达到 91.2%。全区全社会固定资产投资额比上年下降 20.4%。按领域分，房地产开发领域完成投资额比上年下降 67.0%。从构成看，建安投资额比上年增长 30.7%。完成房屋施工面积 128.2 万平方米，比上年下降 25.5%。其中，新开工面积为 13.8 万平方米，比上年下降 64.2%。完成竣工面积 23.3 万平方米，比上年下降 35.6%。

2019 年一季度，西城区全区累计完成地区生产总值 1114.43 亿元，同比增长 6.4%。

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

截至 2019 年 3 月底，公司实收资本为 109.56 亿元，注册资本 98.68 亿元，目前差额部分尚未进行工商变更。由于公司暂未进行工商登记变更且暂未修改《公司章程》，截至 2019 年 3 月底，西城区国资委仍然持有公司 100%股权，公司实际控制人为西城区国资委。

2. 外部支持

跟踪期内，西城区政府财政收入质量好，财政平衡能力较强，地方综合财政实力强，政府债务负担轻。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，在资产注入方面获得西城区政府的支持。

2018 年，西城区完成一般公共预算收入 430.85 亿元，同比增长 2.07%，其中税收收入 414.95 亿元，税收占比 96.31%，财政收入质量好；一般预算支出 429.71 亿元，同比下降 0.25%，财政自给率为 100.27%，财政平衡能力较强；西城区政府性基金收入 16.01 亿元，政府性基金预算支出 48.97 亿元，政府性基金支出项主要包括重点区域旧城保护及环境整治、马连道东二路道路项目、广安联合储备开发项目、百万庄北里居民住房改善项目和电力架空线入地工程项目。截至 2018 年底，北京市西城区政府债务余额 1967 万元，全部为一般债务，政府债务负担轻。

2019 年 1~4 月，西城区累计实现公共财政预算收入 156.1 亿元，同比增长 9.7%。其中，区级各项税收累计完成 149.5 亿元，同比增长 10.0%。西城区累计完成公共财政预算支出 144.1 亿元，同比下降 0.02%。

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。

2018 年，公司新增股东金融街资本，获得货币增资 10.77 亿元，目前尚未完成工商登记变更。同期，北京金融街资本无偿划拨北京

茶业交易中心有限责任公司的60%股权给公司，账面价值0.28亿元。

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。

西城区2018~2020年度拟新增17个棚改项目，公司在上述项目中占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。

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2019年5月31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2019年6月4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和管理制度方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司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。

2018年，公司营业收入增至75.40亿元，其中房屋销售收入占比增至81.46%。2018年公司仍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。

2018年，公司毛利率降至22.41%，其中房地产销售业务毛利率持续下降至20.89%，主要系开发土地获取成本较高所致。

2019年1~3月，公司实现营业收入3.22亿元，相当于2018年全年的4.27%，公司一季度地产项目交房少；同期，公司毛利率为54.66%。

表3 公司营业收入和毛利率构成情况 （单位：亿元、%）

项 目	2017年			2018年			2019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	33.96	76.10	25.96	61.66	81.79	20.82	0.77	23.91	41.56
其中：住宅	33.59	75.28	26.03	61.42	81.46	20.89	0.77	23.91	41.56
保障房	0.36	0.82	18.80	0.24	0.32	3.75	0.00	0.00	--
土地一级开发	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--
销售商品收入	3.73	8.35	26.97	3.62	4.80	27.31	1.09	33.85	85.32
物业管理收入	0.21	0.46	-44.04	0.13	0.17	-44.75	0.08	2.48	62.50
其他	1.02	2.29	74.09	2.08	2.75	82.26	0.45	13.98	-68.89
主营业务收入小计	**38.91**	**87.20**	**26.94**	**67.49**	**89.51**	**22.94**	**2.39**	**74.22**	**41.42**
房屋租赁收入	1.52	3.40	96.37	0.77	1.02	93.45	0.38	11.80	100.00
其他	4.19	9.40	39.96	7.14	9.47	9.80	0.45	13.98	86.67
其他业务收入小计	**5.71**	**12.80**	**54.95**	**7.91**	**10.49**	**17.96**	**0.83**	**25.78**	**92.77**
合 计	**44.63**	**100.00**	**30.53**	**75.40**	**100.00**	**22.41**	**3.22**	**100.00**	**54.66**

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，公司计划投资规模仍较大。

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。

2018年，长阳项目签约销售面积0.44万平方米，实际销售签约金额2427万元。截至2018年底，长阳项目计划总投资41.22亿元，累计投资额38.95亿元；已完成销售33.59万平方米，累计销售总额21.95亿元，已全部回款；累计收到政府注资27.99亿元（跟踪期内无新增）；房屋已基本完成销售，剩余0.285万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，公司无新增棚户区改造项目，原有棚户区改造项目，大部分还处于拆迁及建设阶段，少部分开始回迁。

跟踪期内，西城区政府增加对“百万庄北里居民住房改善项目”的政府配资，政府出资由2.00亿元增至12.77亿元，增加的配资于2018年计入公司实收资本，公司已实际收到上述款项。

截至2018年底，公司在建项目计划总投资367.39亿元（其中政府出资60.29亿元已全部到位，占总投资的比例为16.41%），已完成投资180.51亿元。预计未来仍需投资资金186.51亿元，2019~2020年每年计划投资60亿元左右，资金需求较大。

跟踪期内，公司计划承接的南营房项目、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）棚户区改造项目，目前仍在进行立项等前期规划及手续办理。此外，公司暂无规划好的拟建项目。

表4　截至2018年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		
							2019年	2020年	2021年
百万庄北里居民住房改善项目	26.83	2014.8	2021	42.10	30.66	12.77	10.46	5.40	8.84
光源里棚户区改造项目	57.88	--	--	127.60	75.04	22.52	13.82	21.61	15.11
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	59.60	25.00	6.69	3.93	2.4
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	14.89	0.00	13.48	3.13	0.36
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	0.32	0.00	17.27	29.19	0.00
合　计	**715.67**	--	--	**367.39**	**180.51**	**60.29**	**61.72**	**63.26**	**26.71**

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。跟踪期内，公司仍无新增土地一级开发业务。截至2018年底，公司在建土地一级开发项目计划总投资78.69亿元，已完成投资65.64亿元，尚需投资13.05亿元。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	预计总投资	已投资
桃园A7、A8项目	2001	46.00	41.08
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	--	**78.69**	**65.64**

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，开复工面积大幅增长，房地产实际销售额快速增长，为未来一段时间公司业绩增长奠定基础。土地储备相对较少。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 2019 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，开复工面积大幅增长。2018 年，公司全年开复工面积为 260.31 万平方米，同比增长 49.35%；受施工条件影响，公司 2018 年竣工面积为 46.07 万平方米，为 2017 年全年的 74.84%；公司房地产签约销售金额持续增长，2018 年签约均价达到 5.15 万元/平方米，同比增长 76.82%，主要系当年签约户型、地段差异较大等因素所致。2019 年 1~3 月，开复工面积达 232.87 万平方米，签约销售面积 3.57 万平方米。

表 6　房地产开发业务经营情况

项　目	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
房屋开复工面积（万平方米）	174.30	260.31	232.87
房屋竣工面积（万平方米）	61.56	46.07	1.66
签约销售面积（万平方米）	37.41	33.43	3.57
实际销售签约额（亿元）	108.84	172.01	17.90
结转收入面积（万平方米）	83.62	39.04	0.46
结转收入金额（亿元）	33.91	61.66	0.77

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

跟踪期内，天恒·柒号院项目和天恒龙泽府二期项目（山东）完工，新开工 1 个商品房项目，为顺义后沙峪项目，项目地位于北京。截至 2018 年底，公司主要项目尚有可售面积 65.81 万平方米，可支撑未来一段时间销售需求；在建项目预计总投资 283.70 亿元，已完成投资 156.38 亿元。

表 7　截至 2018 年底公司主要商品房项目基本情况　（单位：万平方米、亿元、%）

项目名称	项目状态	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	完工在售	40.99	26.58	15.63	2016.3-2018.7	51.00	54.24	34.81
天恒龙泽府二期项目（山东）	完工在售	8.76	8.39	4.94	2016.4-2018.6	35.33	4.65	2.44
小计	--	**49.75**	**34.97**	**20.57**	--	--	**58.89**	**37.25**
大学城（水岸一号）项目	在建在售	36.19	17.59	7.69	2016.9-2018.9	100.00	50.60	37.36
周口店项目（乐学景苑）	在建在售	23.29	14.40	6.56	2016.6-2019.6	100.00	16.71	11.68
阎村新项目（优活嘉园）	在建在售	18.08	15.77	5.47	2017.3-2020.5	99.00	51.81	30.81
顺义后沙峪	在建在售	25.06	18.20	6.11	2018-2021	26.00	78.48	21.22
小计	--	**102.62**	**65.96**	**25.83**	--	--	**197.60**	**101.07**
通州区台湖镇	拟建	--	11.28	0.00	2018-2021	100.00	27.21	18.06
合计		**152.37**	**112.21**	**46.40**	--	--	**283.70**	**156.38**

资料来源：公司提供

2018 年，公司无新增土地储备，原有土地均开工建设，2019 年，公司新增土地储备 1 块位于北京市朝阳区东坝乡，该地块土地取得价格 20.60 亿元，规划建筑面积 8.72 万平方米，拟建共有产权房。公司预计 2019 年将增加 30 亿元左右的土地储备。

表8　截至2019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
朝阳区东坝乡单店村地块	住宅(共有产权房)	朝阳区东坝乡单店村	3.29	8.72	2019年	20.60	100.00	0.00

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。2018 年和 2019 年 1~3 月，公司实现销售商品收入分别为 3.62 亿元和 1.09 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，公司物业管理毛利率大幅下滑，主要系受新增物业尚未形成收入影响。

3. 未来发展

公司未来发展规划明确，随着公司在建项目的逐步推进、经营规模的提升和业务的拓展，公司整体收入规模和盈利能力有望增强。

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。文旅方面，2018 年，公司与海南农垦科学院签署合作协议，拓展康养文旅产业园领域；养老方面，公司养老板块业务模型初步搭建完成，首个异地养老项目—贵铝智慧幸福苑养老项目正式启动，不断进行深度探索；医疗方面，北海医院收购事宜获得国资委审核批准，正式签订股权转让协议，交接工作平稳进行；科技方面，天恒金融科技创新中心正式挂牌，标志着天恒的金融科技转化示范平台和高端服务承载平台正式成立；教育方面，与二十一世纪、洪恩教育正式签订合作协议，并成立合资公司，园所涉及普惠园、双语园、国际园多种类型。

八、财务分析

公司提供的2018年度财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2019年1~3月财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2018年，公司投资设立1家子公司、合并1家子公司。考虑到新增子公司规模较小，公司财务数据的可比性较强。2019年1~3月公司合并范围无变化。截至2019年3月底，公司合并范围一级子公司18家。

1. 资产质量

跟踪期内，受货币资金影响，公司资产总额减少；资产仍以流动资产为主，其中存货和应收类款项占比大，对资金形成较大占用，且受限规模较大，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

截至2018年底，公司资产总额703.39亿元，同比下降3.95%，资产结构以流动资产为主。其中，流动资产占比91.20%，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	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	124.98	17.07	68.86	9.79	63.26	9.10
应收账款	16.57	2.26	17.71	2.52	18.4	2.65
其他应收款	225.40	30.78	245.29	34.87	239.64	34.49
存货	302.76	41.34	299.31	42.55	309.28	44.51
流动资产	**677.30**	**92.48**	**641.51**	**91.20**	**634.24**	**91.28**
长期股权投资	27.23	3.72	30.38	4.32	30.18	4.34
投资性房地产	11.61	1.59	12.46	1.77	12.60	1.81
非流动资产	**55.05**	**7.52**	**61.88**	**8.80**	**60.59**	**8.72**
资产总额	**732.35**	**100.00**	**703.39**	**100.00**	**694.83**	**100.00**

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司流动资产641.51亿元，同比下降5.28%。其中货币资金68.86亿元，同比下降44.90%，受限资金0.04亿元；应收账款17.71亿元，同比增长6.88%，前五名金额合计占比94.63%，主要为应收北京市西城区财政局的销售房款和土地开发款、北京万联中天房地产开发有限公司的土地转让款。其他应收款245.29亿元，同比增长8.82%，新增应收北京悦恒置业有限公司和北京恒合悦兴置业有限公司的借款，公司按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款规模很小，坏账准备金额很小，其他部分未计提坏账准备；其他应收款主要由往来款（占67.43%）、借款（占25.35%）和保证金、押金、备用金（占7.18%）构成，前五名金额合计156.70亿元，占比63.88%，集中度较高，具体情况见下表。

表10 截至2018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	63.36	25.83	1年以内、1~2年、2~3年	拆迁征收款
北京悦恒置业有限公司	28.16	11.48	1年以内	借款
北京恒合悦兴置业有限公司	24.93	10.16	1年以内、1~2年	借款
西城区财政局	22.01	8.97	3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	18.24	7.44	1年以内、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	**156.70**	**63.88**	--	--

资料来源：公司审计报告

截至2018年底，公司存货299.31亿元，同比小幅下降1.14%，主要大兴区庞各庄镇项目、高教园项目等结转部分成本所致。公司存货中开发成本220.35亿元（含资本化利息53.87亿元），主要包括公司正在投资建设的房屋项目和一级土地开发项目；存货中开发产品78.85亿元，主要是公司已经竣工的房屋项目

和土地一级开发项目。2018 年底，公司存货项下土地资产账面价值 155.38 亿元（50.84 万平方米），均为出让地。其中，受限土地资产 88.98 亿元（含部分达到抵押状况的在建工程）。

截至 2018 年底，公司非流动资产 61.88 亿元，同比增长 12.41%，主要系长期股权投资和递延所得税资产增加所致。长期股权投资 30.38 亿元，同比增长 11.59%，主要系新增北京恒合悦兴置业有限公司、北京厚泰房地产开发有限公司的股权投资所致。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 694.83 亿元，较上年底下降 3.95%，其资产构成较 2018 年底变动不大，流动资产 634.24 亿元，占 91.28%；非流动资产 60.59 亿元，占 8.72%。资产受限情况同 2018 年底无变化。

2. 资本结构

跟踪期内，受新增股东和发行永续债影响，公司所有者权益增长较快，权益质量较好，结构稳定性一般。

截至 2018 年底，公司所有者权益 182.22 亿元，同比增长 31.58%，主要系收到新增股东金融街资本的货币增资 10.77 亿元以及发行北京银行永续债、中海信托永续贷、上海银行永续债而新增其他权益工具 33.74 亿元综合影响所致。

2019 年 3 月底，公司所有者权益规模较 2018 年底基本保持稳定，为 184.98 亿元，资本公积与其他权益工具变动系对公司在季度统计中暂将永续债券计入资本公积所致。

表11 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本(或股本)	98.79	71.33	109.56	60.13	109.56	59.23
资本公积	0.84	0.61	0.98	0.54	40.26	21.76
未分配利润	21.48	15.51	17.64	9.68	16.76	9.06
其他权益工具	0.00	0.00	33.74	18.52	0.00	0.00
所有者权益	**138.49**	**100.00**	**182.22**	**100.00**	**184.98**	**100.00**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司地产项目交房致使预收房款下降；债务规模有所下降，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 2018 年底，负债总额为 521.17 亿元，同比下降 12.24%，其中非流动负债占 66.71%，以非流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债为 173.50 亿元，同比下降 3.25%，其中预收款项大幅下降、一年内到期的非流动负债大幅增长。公司预收款项 26.92 亿元，同比下降 50.95%，主要系房屋交付所致。公司预收房款主要来自乐活城项目、周口店项目等。截至 2018 年底，公司非流动负债 347.67 亿元，同比下降 16.13%，其中长期借款大幅下降、应付债券大幅增长。公司长期借款 255.41 亿元，同比增长 35.29%，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 64.77 亿元，同比增长 30.15%，2018 年发行 35.00 亿元“18 天恒置业 MTN001”以及偿还部分债券所致；专项应付款 22.40 亿元，同比下降 2.48%，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 2018 年底，公司全部债务 421.64 亿元，同比下降 13.01%。其中短期债务 101.46 亿元（占 24.06%），长期债务 320.18 亿元（占 75.94%）。考虑到其他流动负债中 10 亿元的超短期融资券，公司调整后全部债务 431.64 亿元。2019~2021 年，公司需分别偿还有息债务 100.58 亿元、149.15 和 63.74 亿元，公司 2019~2020 年集中偿付压力较大。2018 年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.09%、70.32%和 63.73%，公司债务负担重。考虑到

其他权益工具中的永续债，公司实际债务负担将进一步加重。

截至2019年3月底，公司负债总额509.85亿元，较上年底下降12.24%。其中，流动负债118.42亿元，较上年底下降3.25%；非流动负债391.42亿元，较上年底下降16.13%。全部债务428.46亿元，其中短期债务63.90亿元，长期债务364.56亿元。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73.38%、69.85%和66.34%

表12　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
预收款项	54.89	9.24	26.92	5.17	31.00	6.08
其他应付款	11.12	1.87	10.02	1.92	8.54	1.68
一年内到期的非流动负债	97.22	16.37	101.46	19.47	63.90	12.53
流动负债	**179.33**	**30.20**	**173.50**	**33.29**	**118.42**	**23.23**
长期借款	337.62	56.85	255.41	49.01	310.77	60.95
应付债券	49.77	8.38	64.77	12.43	53.80	10.55
专项应付款	22.97	3.87	22.40	4.30	0.00	0.00
非流动负债	**414.53**	**69.80**	**347.67**	**66.71**	**391.42**	**76.77**
负债总额	**593.86**	**100.00**	**521.17**	**100.00**	**509.85**	**100.00**

资料来源：公司提供

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入大幅增长；期间费用控制能力还有待提高；利润总额受非经营性损益影响较大。公司整体盈利能力较弱。

2018年，公司实现营业收入75.40亿元，较2017年大幅增长，主要系房屋销售收入增长所致。同期，公司营业成本年均复合增长1.61%，2018年为58.50亿元。公司营业利润率为17.97%。

2018年，公司期间费用为8.93亿元，其中销售费用2.05亿元，主要系销售人员工资、中介机构服务费、广告宣传费等；管理费用3.93亿元，主要系管理人员工资福利、折旧费、租赁费等；财务费用2.95亿元，主要系债务利息费用。公司期间费用率波动增长，2018年为11.84%，期间费用控制能力有待提高。

非经营性损益方面，2018年，公司投资收益为1.70亿元，获得政府补助489.76万元；2018年，公司营业外支出大幅增长，为1.95亿元，同比增长279.97%，主要系子公司天恒股份将应收相关政府部门价值31.15亿元的应收账款转让给北京天厚振翼企业管理合伙企业（有限合伙）的债权损失。2018年，公司利润总额4.33亿元，受非经营性损益影响较大。归属于母公司的净利润为0.19亿元，同比大幅减少93.66%，同时少数股东损益为3.15亿元，同比大幅增长246.08%，主要系当期利润大部分来源母公司持股比例较少的房地产项目所致。

从盈利指标方面看，2018年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.12%和1.84%，公司整体盈利能力较弱。

2019年1~3月，公司实现营业收入3.00亿元，为2018年全年的4.27%，期间费用为2.21亿元，与上年同期的2.31亿元持平，利润总额-0.79亿元。

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，2018年，公司销售商品、提供劳务收到的现金46.53亿元，同比下降22.32%；收到其他与经营活动的现金13.08亿元，同比下降87.38%，主要系2017年转让土储中心的应收账款较大以及2018年公司往来款和保证金、押金减少所致。2018年，公司购买商品、接受劳务支付的现金34.90亿元，

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，同比下降 55.35%，主要系未进行土地储备所致；支付其他与经营活动有关的现金 47.48 亿元，同比下降 47.39%，主要系支付的保证金、押金和往来款。2018 年，受大部分项目处于投入期影响，公司经营活动现金流量净额维持净流出，为-35.58 亿元，资金缺口较大。2018 年，公司现金收入比 61.72%，主要系公司预收房款结利所致。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入 74.23 亿元。其中收回投资收到的现金 66.66 亿元，同比增加 63.44 亿元，收到其他与投资活动有关的现金 5.29 亿元，同比增加 4.82 亿元，均主要系赎回理财产品增加所致。公司投资活动现金流出量大幅增长，为 75.24 亿元。其中，投资支付的现金 65.88 亿元，同比增长 48.88 亿元，主要系股权投资和理财产品支出；支付其他与投资活动有关的现金 5.29 亿元，同比减少 45.80 亿元，主要系支付的土地保证金、支付给项目公司款项减少所致。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-1.01 亿元。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入为 214.73 亿元，其中吸收投资收到的现金 10.88 亿元，主要系收到股东金融街资本的货币增资，取得借款收到的现金 111.17 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金 92.69 亿元，主要系发行永续债、中期票据和超短期融资券收到的现金；公司筹资活动现金流出波动中大幅上升，2018 年为 233.55 亿元，主要是偿还债务支付的本息。受偿还债务影响，公司筹资活动产生的现金流量净额为-18.82 亿元，现金及现金等价物净增加额为-55.41 亿元。

2019 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金 6.63 亿元，公司往来收支规模大，同期经营活动现金流量净额为 0.61 亿元。2019 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。2019 年 1~3 月，公司筹资活动现金流量净额为-3.23 亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期债务偿付能力尚可；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，公司整体偿债风险小。

从短期偿债能力看，截至 2018 年底，公司流动比率 369.74%、速动比率 197.23%；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 69.32 亿元，为同期调整后短期债务的 0.62 倍，对短期债务保障能力弱。2019 年 3 月底，公司流动比率、速动比率分别为 535.57%和 274.40%，现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 0.99 倍。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2018 年，公司 EBITDA8.23 亿元，包括利润总额 4.33 亿元、费用化利息支出 3.41 亿元和折旧摊销 0.45 亿元；全部债务/EBITDA 为 51.22 倍。整体看，公司长期偿债能力弱。考虑到公司在资本金注入和政府性项目建设等方面持续得到股东及区国资委的大力支持，公司整体偿债能力尚可。

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 2019 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 736.17 亿元，未使用额度 263.52 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保金额 25.48 亿元，担保比率 13.77%，为对北京悦恒置业有限公司和北京厚泰房地产开发有限公司提供的信用担保，被担保企业目前正常经营。公司或有负债风险可控。

6. 母公司财务概况

截至 2018 年底，母公司资产总额 364.24 亿元，与 2017 年相比变动不大，其中，流动资产占 68.21%，非流动资产占 31.79%，流动资产中货币资金大幅下降、其他应收款项增长较快。

截至 2018 年底，母公司所有者权益 152.81 亿元，同比增长 38.44%，主要系收到新增股

东货币增资以及发行永续中票所致。

截至2018年底，母公司负债总额211.43亿元，同比下降18.13%，主要系其他应付款大幅下降所致。其中，流动负债占44.14%，非流动负债占55.86%，债务结构近年来波动较大。

2018年，母公司实现营业收入6.41亿元，收入规模同比下降1.67%；营业成本同比增长43.11%，主要系母公司融资统借统还给下属子公司的利息支出增加所致；财务费用同比大幅下降至-0.28亿元，主要系利息收入增长所致；公司公允价值变动损益-0.40亿元，同比大幅下降，主要系固定资产转入投资性房地产所致；利润总额-1.73亿元，由盈转亏。

截至2019年3月底，母公司资产总额355.93亿元，所有者权益155.95亿元，全部债务174.45亿元，其中短期债务49.75亿元；2019年1~3月，营业收入实现1.90亿元，利润总额-0.57亿元。截至2019年3月底，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56.18%、52.80%和44.43%。

九、存续债券偿债能力分析

截至2019年5月底，公司现金类资产对2019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2019年5月底，公司存续债券共9期，其中2019年到期的有两期，到期债券余额合计14亿元。未来，公司待偿债券本金峰值为60亿元。

2018年底，公司现金类资产对一年内到期债券保障能力尚可；2018年经营活动现金流入量、EBITDA对未来待偿债券本金峰值保障能力弱。

表13　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

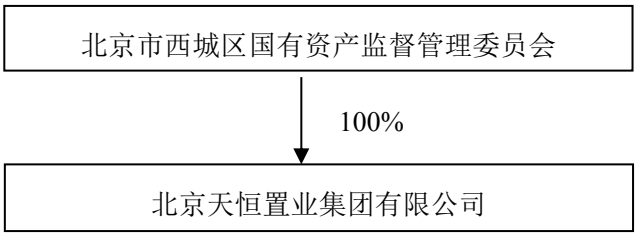
项 目	2018 年
一年内到期债券余额	14.00
未来待偿债券本金峰值	60.00
现金类资产/一年内到期债券余额	4.95
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.93
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.59
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.06

资料来源：审计报告，联合资信整理

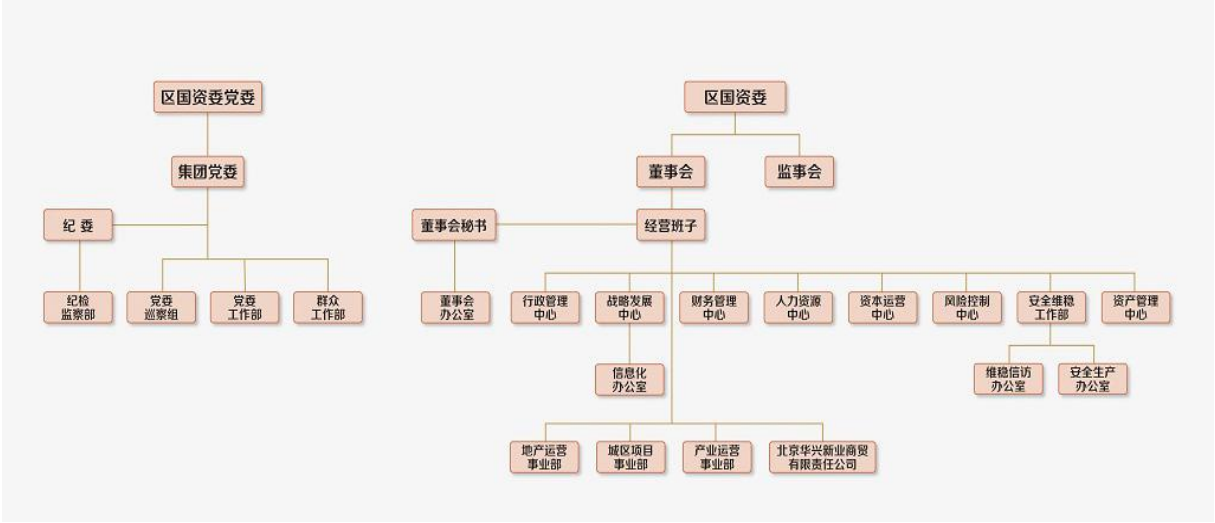
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA$^+$，维持“14京天恒债/14京天恒”和“18天恒置业MTN002”的信用等级为AA$^+$，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　截至 2019 年 3 月底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	一级	房地产开发	20000.00	20000.00	100.00
2	北京天恒正合置业有限公司	一级	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	一级	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	一级	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	一级	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	一级	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	一级	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	一级	房地产开发	5000.00	300.00	100.00
9	天恒荣信投资发展有限公司	一级	房地产开发	7000.00	7000.00	85.71
10	北京西都地产发展有限公司	一级	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	一级	房地产开发	1000.00	1000.00	100.00
12	北京天恒正宇投资发展有限公司	一级	房地产开发	267000.00	250000.00	100.00
13	北京纺织服装开发公司	一级	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	一级	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	一级	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	一级	资产管理	5000.00	5000.00	100.00
17	北京茶业交易中心有限责任公司	一级	租赁和商务服务业	5000.00	5000.00	60.00
18	北京天恒新科技管理有限公司	一级	租赁和商务服务业	1000.00	1000.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	109.07	124.98	69.32	63.26
资产总额(亿元)	592.32	732.35	703.39	694.83
所有者权益(亿元)	134.59	138.49	182.22	184.98
短期债务(亿元)	39.53	97.30	101.46	63.90
调整后短期债务(亿元)	39.53	97.30	111.46	63.90
长期债务(亿元)	329.21	387.38	320.18	364.56
全部债务(亿元)	368.74	484.68	421.64	428.46
调整后全部债务(亿元)	368.74	484.68	431.64	428.46
营业收入(亿元)	66.65	44.63	75.40	3.22
利润总额(亿元)	3.82	4.66	4.33	-0.79
EBITDA(亿元)	5.09	8.82	8.23	0.00
经营性净现金流(亿元)	-57.60	-19.10	-35.58	0.61
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.45	1.43	4.40	--
存货周转次数(次)	0.24	0.11	0.19	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.07	0.11	--
现金收入比(%)	85.56	134.23	61.72	205.91
应收类款项/资产总额（%）	34.84	33.04	37.39	37.14
营业利润率(%)	11.78	26.15	17.97	--
总资本收益率(%)	0.65	1.23	1.12	--
净资产收益率(%)	1.83	2.87	1.84	--
长期债务资本化比率(%)	70.98	73.67	63.73	66.34
全部债务资本化比率(%)	73.26	77.78	69.82	69.85
调整后全部债务资本化比率(%)	73.26	77.78	70.32	69.85
资产负债率(%)	77.28	81.09	74.09	73.38
流动比率(%)	529.55	377.68	369.74	535.57
速动比率(%)	301.60	208.85	197.23	274.40
经营现金流动负债比(%)	-54.72	-10.65	-20.50	--
全部债务/EBITDA(倍)	72.51	54.98	51.22	--

注：2018 年 1~3 月财务数据未经审计；调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中有息部分；调整后全部债务=调整后短期债务+长期债务

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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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　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。

附件 5-3　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