信用等级公告

联合〔2020〕1925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及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^{+}，维持“14京天恒债/14京天恒”“18天恒置业MTN002”和“20天恒置业MTN001”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

二〇二〇年六月二十九日

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
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 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
北京天恒置业集团有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
14 京天恒债/14 京天恒	AA+	稳定	AA+	稳定
18 天恒置业 MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定
20 天恒置业 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
14 京天恒债/14 京天恒	15 亿元	15 亿元	2020-10-24
18 天恒置业 MTN002	10 亿元	10 亿元	2021-04-27
20 天恒置业 MTN001	9 亿元	9 亿元	2025-04-24

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；“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。

评级时间：2020 年 6 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa-	评级结果		AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		4
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
外部支持				2

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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房地产开发公司。跟踪期内，公司在所在区域内的棚户区改造和旧城历史文化保护建设领域继续保持一定专营优势，且持续获得西城区政府在资金注入等方面的有力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司城区业务项目进度缓慢形成较大资金占用、房地产业务易受行业调控政策影响、债务负担重、面临一定短期资金压力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，公司城区业务整体稳定性好。

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”“18 天恒置业 MTN002”和“20 天恒置业 MTN001”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**西城区是北京首都功能核心区，经济实力强，2019年，西城区全区实现地区生产总值5007.3亿元，同比增长6.1%。公司发展的外部环境良好。
2. **公司城区业务具有一定区域专营优势，持续获得有力的外部支持。**公司作为北京市西城区旧城改造和保护、土地一级开发、住房和商业地产等项目建设的重要主体，具有一定区域专营优势，且持续获得西城区政府在资金注入等方面的有力支持。
3. **公司房地产业务签约销售额持续增长。**2019年，公司房地产业务实现签约销售额222.42亿元，同比增长29.31%，为未来业绩增长奠定了基础。

分析师：竺文彬　张　铖
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

关注

1. **公司债务负担重，2020年面临一定集中偿付压力。**公司债务规模大，整体债务负担重；随着在建和拟建城区项目和房地产项目的持续投入，公司的债务规模可能进一步上升；截至2020年3月底公司现金类资产对短期债务覆盖倍数为0.81倍，面临一定债务集中偿付压力；
2. **公司基建类项目和其他应收款规模大，对公司资金占用较大，资产流动性偏弱。**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，应收政府及房地产项目关联方的往来款规模大，存货中项目开发成本及其他应收款合计占公司资产总额比重57.79%，对公司资金形成较大占用，资产流动性偏弱。
3. **房地产业务易受行业政策影响**。跟踪期内，房地产行业仍处于调控周期，公司房地产业务发展易受调控政策影响。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	124.98	69.32	98.78	91.60
资产总额(亿元)	732.35	703.39	704.40	718.90
所有者权益(亿元)	138.49	182.22	190.06	188.19
短期债务(亿元)	97.30	101.46	125.72	112.70
长期债务(亿元)	387.38	320.18	279.14	338.73
全部债务(亿元)	484.68	421.64	404.86	451.43
营业收入(亿元)	44.63	75.40	46.88	3.64
利润总额(亿元)	4.66	4.33	3.57	-1.31
EBITDA(亿元)	8.82	8.23	8.53	--
经营性净现金流(亿元)	-19.10	-35.58	34.03	-17.53
营业利润率(%)	26.15	17.97	32.04	24.86
净资产收益率(%)	2.87	1.84	1.51	--
资产负债率(%)	81.09	74.09	73.02	73.82
全部债务资本化比率	77.78	69.82	68.05	70.58
流动比率(%)	377.68	369.74	297.09	378.56
现金短期债务比(倍)	1.28	0.68	0.79	0.81
经营现金流动负债比(%)	-10.65	-20.50	15.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.48	0.40	0.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	54.98	51.22	47.46	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	368.63	364.24	422.37	425.60
所有者权益(亿元)	110.37	152.81	160.09	158.39
全部债务(亿元)	160.27	153.43	156.15	167.44
营业收入(亿元)	6.52	6.41	9.61	2.02
利润总额(亿元)	1.15	-1.73	0.09	-0.94
资产负债率(%)	70.06	58.05	62.10	62.78

全部债务资本化比率(%)	59.22	50.10	49.38	51.39
流动比率(%)	170.13	266.21	183.85	183.38
经营现金流动负债比(%)	-21.23	-10.63	-82.78	--

注：公司 2020 年一季度财务报表未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 天恒置业 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/12/25	张婷婷 张 铖 吕泽峰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
14 京天恒债/14 京天恒 18 天恒置业 MTN002	AA+	AA+	稳定	2019/06/14	王 妍 张 铖 吕泽峰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年）城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
14 京天恒债/14 京天恒 18 天恒置业 MTN002	AA+	AA+	稳定	2018/6/26	王 妍 张 铖 韩家麒 王 宁	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年）城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 天恒置业 MTN002	AA	AA	稳定	2017/10/27	韩家麒 尹金泽	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
14 京天恒债/14 京天恒	AA	AA	稳定	2014/09/19	霍 焰 刘新泉	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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 2020 年跟踪评级报告

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“天恒置业”或“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

2019年，北京市西城区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市西城区国资委”）和北京金融街资本运营中心[1]（以下简称“金融街资本”）分别对公司货币增资12.69亿元和0.91亿元。截至2020年3月底，公司实收资本为122.86亿元，注册资本98.68亿元，西城区国资委持股90.74%，金融街资本持股9.26%（目前公司暂未进行工商登记变更且暂未修改《公司章程》）。公司实际控制人为北京市西城区国资委。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2020 年 3 月底，公司本部内设财务管理中心、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，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 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围的一级子公司 20 家。

截至2019年底，公司资产总额704.40亿元，所有者权益190.06亿元（其中少数股东权益19.22亿元）；2019年公司实现营业收入46.88亿元，利润总额3.57亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额718.90亿元，所有者权益188.19亿元（其中少数股东权益19.12亿元）；2020年1－3月公司实现营业收入3.64亿元，利润总额-1.31亿元。

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2020年5月底，联合资信所评“14京天恒债/14京天恒”、“18天恒置业MTN002”和“20天恒置业MTN001”尚需偿还债券余额34.00亿元。跟踪期内，“14京天恒债/14京天恒”和“18天恒置业MTN002”均已按期足额按期支付债券利息。

“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，具体包括A、B、C、D4个地块的拆迁安置。截至2019年底，募投项目计划总投资42.10亿元，已完成投资37.12亿元。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，B地块已经实现居民回迁，A、C、D项目仍处于拆迁及建设阶段，尚未进行回迁。

截至2020年3月底，“18天恒置业MTN002”和“20天恒置业MTN001”募集资金分别已使用10.00亿元和5.68亿元，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[2]	10.00	10.00	2018/04/27	3+N 年
20 天恒置业 MTN001	9.00	9.00	2020/04/24	5 年
合计	**34.00**	**34.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1、城市基础设施建设行业

[1] 北京市西城区国资委持有金融街资本运营中心 100%股权。

[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）。

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并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以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的

化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 2　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点

2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

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，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注

2. 房地产行业分析

房地产开发与经营是公司主要收入来源，近年来收入占比常年保持在 85%以上，在此对房地产行业进行分析。

（1）行业概况

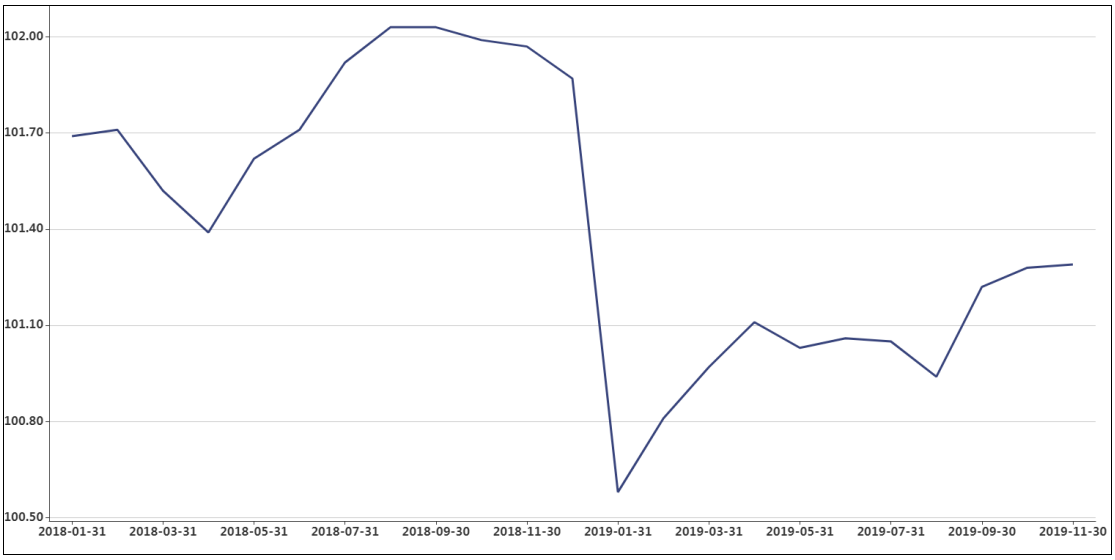
2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业

各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

图 1　2018 年－2019 年 11 月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购

买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入 2020 年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

（2）土地市场与信贷环境

土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。受信贷政策维持紧缩的影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过 50%，且占比持续提升。

土地市场方面，2019 年，房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米，同比下降 11.40%，相较 2018 年累计同比增长 14.20%的增速下滑 25.60 个百分点；土地成交价款 14709.28 亿元，累计同比下降 8.70%，相较于 2018 年累计同比增长 18.00%的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019 年 1－3 月，土地市场较为冷清；4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始小阳春行情的消退以及行业融资再度收紧，土地市场同步降温。

从资金来源上看，2019 年，房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2018 年回升 1.20 个百分点。其中，国内贷款合计 2.52 万亿元，同比增长 5.10%，国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长，于 2019 年 3 月增速开始转正，全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点；自筹资金合计 5.82 万亿元，同比增长 4.20%，增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点；其他资金合计 9.50 万亿元，同比增长 10.49%，增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。

表 3　近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18	24004.52	14.46	25228.77	14.13
利用外资	168.19	0.11	107.98	0.07	175.72	0.10
自筹资金	50872.22	32.60	55830.65	33.64	58157.84	32.56
其他资金	79770.46	51.12	86019.74	51.83	95046.26	53.21
其中：定金及预收款	48693.57	31.20	55418.17	33.39	61359.00	34.35
个人按揭	23906.31	15.32	23705.89	14.28	27281.00	15.27
合 计	**156052.62**	**100.00**	**165962.89**	**100.00**	**178608.59**	**100.00**

资料来源：Wind，联合资信整理

（3）政策环境

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管

控。

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变。从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，政策或将根据市场情况进行逆周期微调，短期政策或将出现边际调整，但“房住不炒”仍然是硬约束，中长期来看仍将围绕总基调不变。（具体政策内容见表 3）。

表 4　2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 3 月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019 年 4 月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019 年 7 月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019 年 9 月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019 年 11 月	央行	强调“因城施政”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托资金受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。（具体政策内容见表 4）。

表 5　2019 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 5 月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019 年 7 月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019 年 7 月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率
2019 年 8 月	银保监会	银保监会决定在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019 年 9 月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

资料来源：联合资信整理

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 2019 年底，西城区常住人口 113.7 万人，比上年下降 3.6%。

2019 年，西城区全区实现地区生产总值 5007.3 亿元，比上年增长 6.1%。其中，第二产业实现增加值 278.8 亿元，比上年增长 0.1%；第三产业实现增加值 4728.5 亿元，比上年增长 6.5%，占地区生产总值的比重达到 94.4%。按常住人口计算，全区人均地区生产总值达到 432412 元。全区全社会固定资产投资额比上年下降 20.1%。按领域分，房地产开发投资比上年下降 2.2%；城镇固定资产投资（不含房地产开发）比上年下降 25.8%。从构成看，建安投资额比上年增长 0.6%。完成房屋施工面积 126.5 万平方米，比上年下降 1.3%。其中，新开工面积为 8.1 万平方米，同比下降 41.1%，全年新增竣工面积 29.2 万平方米，比上年增长 25.1%。2020 年一季度，西城区全区累计完成地区生产总值 1127.1 亿元，同比下降 4.2%。

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 2020 年 3 月底，公司实收资本为 122.86 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 2020 年 3 月底，北京市西城区国资委持股 90.74%，金融街资本持股 9.26%。，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，财政平衡能力强，地方综合财政实力强。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，在资金注入方面获得西城区政府的支持。

2019 年，西城区完成一般公共预算收入 431.1 亿元，同比增长 0.1%，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 427.8 亿元，同比下降 0.4%，财政自给率为 100.77%，财政平衡能力强；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。

2020 年 1－3 月，西城区累计实现公共财政预算收入 91.3 亿元，同比增长 4.1%；完成公共财政预算支出 126.0 元，同比增长 6.3%。

跟踪期内，作为西城区重要的棚户区改造及土地一级开发投资建设主体，公司在资金注入方面持续获得有力支持。

2019 年，北京市西城区国资委和金融街资本多次对公司进行货币增资，分别合计 12.69 亿元（全部计入“实收资本”）和 0.91 亿元（0.61 亿元计入“实收资本”，0.30 亿元计入“资本公积”）。

表 6　2019 年股东对公司增资情况（单位：万元）

项　目	日期	文件	金额
北京市西城区国资委	2019 年 2 月 13 日	《关于批复 2019 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》	500.00
	2019 年 9 月 24 日	《关于下达北京天恒置业集团光源里棚户区改造项目资本金的通知》	87809.00
	2019 年	《关于下达北京天恒置	38591.00

	10月23日	业集团光源里棚户区改造项目资本金的通知》	
金融街资本	2019年7月9日	《增资协议》	9100.00

资料来源：审计报告

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。

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2020年6月3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2020年6月29日，未发现公司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，整体运行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司收入构成仍以房屋销售为主，受房屋销售业务结转节点不均衡影响，公司营业收入有所下降；综合毛利率水平大幅提升。

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。

2019年，公司营业收入大幅下降37.82%至46.88亿元，主要系房屋销售业务受结转节点不均衡影响收入大幅减少所致。2019年公司实现房屋销售收入33.96亿元，同比减少50.10%，占比降至72.45%，构成以住宅销售收入为主。2019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有不同程度增长，经营稳定，其余餐饮、客房等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。

2019年，受占比较高的房屋销售业务毛利率水平大幅提升的影响，公司综合毛利率上升至41.43%，其中房地产销售业务毛利率上升至40.72%，主要系占比较大的住宅项目毛利率上升所致。2019年，天恒置业商品销售毛利率为32.51%，较上年有所上升。天恒置业其他业务收入规模较小，毛利率变动对综合毛利率影响不大。

2020年1－3月，公司实现营业收入3.64亿元，相当于2019年全年的7.76%，系公司一季度地产项目交房少所致；同期，公司综合毛利率为26.24%。

表7 公司营业收入和毛利率构成情况 （单位：亿元、%）

项 目	2018年			2019年			2020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	61.66	81.79	20.82	33.96	72.45	40.72	1.78	48.88	43.98
其中：住宅	19.88	26.36	37.30	30.65	65.39	44.22	1.65	45.27	43.92
保障房	12.22	16.21	-40.17	1.71	3.64	-28.57	0.01	0.31	-27.68
商业	29.56	39.21	34.96	1.60	3.42	47.52	0.12	3.24	53.02
土地一级开发	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--
销售商品收入	3.62	4.80	27.31	3.66	7.82	32.51	0.42	11.65	27.15
物业管理收入	0.13	0.17	-44.75	0.33	0.70	-20.21	0.09	2.46	-2.79
其他	2.08	2.75	82.26	2.09	4.46	83.50	0.07	1.99	86.45
主营业务收入小计	**67.49**	**89.51**	**22.94**	**40.04**	**85.42**	**41.70**	**2.37**	**64.99**	**40.49**
房屋租赁收入	0.77	1.02	93.45	1.00	2.13	39.85	0.11	3.07	93.32

利息收入	6.95	9.22	7.97	5.46	11.64	28.77	--	--	--
其他	0.19	0.25	78.22	0.33	0.71	80.26	1.16	31.94	-9.19
其他业务收入小计	**7.91**	**10.49**	**17.96**	**6.83**	**14.58**	**39.85**	**1.28**	**35.01**	**-0.20**
合　计	**75.40**	**100.00**	**22.41**	**46.88**	**100.00**	**41.43**	**3.64**	**100.00**	**26.24**

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服务收入、咨询收入等
资料来源：审计报告及公司提供

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，保障房建设业务暂无在建拟建项目，未来可持续性存在一定不确定性，棚改及土地一级开发项目投资缓慢，对公司资金形成较大占用；未来，公司城区业务计划投资规模仍较大。

公司城区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，公司保障房业务主要经营主体仍是北京天恒康都房地产开发有限公司，公司无新增保障房项目，在售项目仍主要为“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”）及商品房项目配售少量的限价房。长阳项目计划总投资41.22亿元，其中，政府按照项目总投资的30%出资，企业自筹剩余70%；建成房屋面积33.87万平方米，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。

截至2019年底，长阳项目累计投资额38.95亿元，累计收到政府注资27.99亿元（其中12.00亿元计入“实收资本”，15.99亿元补足资金支持计入“专项应付款”，跟踪期内无新增）。销售方面，跟踪期内，长阳项目无新增签约销售额，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；长阳项目已基本完成销售，剩余0.24万平方米房源等待政府配售。2019年公司实现保障房收入1.71亿元系商品房项目配售的限价房结转的收入。截至2019年底，天恒置业暂无保障房在建和拟建项目。

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，2019年，公司对现有百万庄北里居民住房改善项目和光源里棚户区改造项目棚户区改造项目投资16.20亿元，投资进度较缓慢。跟踪期内，西城区政府增加对“光源里棚户区改造项目”的政府配资，政府出资由22.52亿元增至35.16亿元，增加的注资计入公司实收资本，公司已实际收到上述款项。

截至2019年底，公司在建项目计划总投资367.39亿元（其中政府出资72.93亿元已全部到位，占总投资的比例为19.85%），已完成投资180.51亿元。预计未来仍需投资资金196.71亿元，2020－2021年每年计划投资40亿元左右，资金需求较大。

此外，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、真武庙项目等（项目名称为拟定）。其中，手帕口南街综合项目已完成部分地块规划选址工作，启动征收；其余项目正在进行立项等前期手续办理中。

表8　截至2019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		
							2020年	2021年	2022年
百万庄北里居民住房改善项目	26.83	2014.8	2021	42.10	37.12	12.77	5.35	6.85	5.08
光源里棚户区改造项目	57.88	--	--	167.92	78.15	35.16	10.31	15.30	15.61
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	62.02	25.00	10.00	3.80	3.30
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	18.95	0.00	17.57	13.93	1.32
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	0.47	0.00	--	--	--
合　计	**715.67**	--	--	**367.39**	**196.71**	**72.93**	**43.23**	**39.88**	**25.31**

注：光源里棚户区改造项目根据项目实际投资情况调整项目总投资。
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，存量业务推进缓慢。截至 2019 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 69.04 亿元，尚需投资 9.65 亿元。上述项目预计短期内无法完工，目前通过于政府相关部门沟通，拟以清算入库的方式对整理好的土地进行收储，预计 2021 年之前收到土地一级开发的回款。公司暂无拟建土地整理项目。

表 9　2019 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	建筑面积	预计总投	已投资
桃园A7、A8项目	2001	18.64	46.00	44.33
桃园E5、E6项目	2001/9	1.30	2.00	1.33
新街口北大街市政道路	2002/1	5.11	13.60	11.42
西直门内大街市政道路	2002/1	6.09	10.60	8.28
昌平南口农场项目	2013/6	31.83	3.49	3.12
桃园F2、F3项目	2001/9	0.70	3.00	0.56
合　计	--	**63.67**	**78.69**	**69.04**

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，房地产签约销售额持续增长，受收入结转节点不均衡影响，2019 年房地产销售收入大幅下降；毛利率水平大幅提升，整体盈利水平较高。此外，公司租赁住房项目正常推进，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 2020 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、四川和山东地区拓展。

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，在开发项目公司权益比例相对较低。2019 年，公司全年开复工面积为 296.92 万平方米，同比增长 14.06%；受施工条件影响，公司 2019 年竣工面积为 24.90 万平方米，为 2018 年全年的 54.05%；公司房地产签约销售金额持续增长，2019 年，天恒置业签约销售面积为 59.79 万平方米，较上年增长 78.85%；签约销售均价为 37198.16 元/平方米，较上年下降 27.71%，主要系 2019 年新签约共有产权房占比较高，其限价房单价较低所致；签约销售金额（含不并表的房地产开发项目）为222.42亿元，较上年增长29.31%，主要系 2019 年签约共有产权房金额较大所致。2020 年 1－3 月，开复工面积达 235.90 万平方米，签约销售面积 0.77 万平方米。

2019 年，公司实现房地产销售收入 33.96

亿元，同比大幅下降 50.10%，系受交房节点影响，毛利率水平大幅上升至 40.72%，系结转收入项目毛利率水平较高所致。2020 年 1－3 月，公司实现房地产销售收入 1.78 亿元，规模较小系受公司房屋销售结转不平衡及新冠疫情影响较大，毛利率水平为 43.98%。

表 10　房地产开发业务经营情况

项　目	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
房屋开复工面积（万平方米）	260.31	296.92	193.54
房屋竣工面积（万平方米）	46.07	24.90	4.71
期末在建面积（万平方米）	214.24	486.26	707.45
签约销售面积（万平方米）	33.43	59.79	0.77
实际销售签约额（亿元）	172.01	222.42	3.39
签约销售均价（万元/平方米）	5.15	3.72	4.42
结转收入面积（万平方米）	39.04	12.69	0.44
结转收入金额（亿元）	61.66	33.96	1.78

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，周口店项目（乐学景苑）建设完工，新开工通州区台湖镇项目，截至 2019 年底，公司主要项目尚有可售面积 40.89 万平方米，可支撑未来一段时间销售需求；公司主要房地产项目预计未来尚需投资 35.20 亿元，在建项目未来面临一定投资压力。

表 11　截至 2019 年底公司主要商品房项目开发情况　（单位：万平方米、亿元、%）

项目名称	项目状态	区位	项目业态	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	部分完工在售	北京大兴	住宅	40.99	26.58	17.93	2016.3-2018.7	51.00	54.24	41.08
天恒龙泽府二期	部分完工在售	山东威海	住宅	8.76	8.39	7.60	2016.4-2018.6	35.33	4.65	4.47
周口店项目（乐学景苑）	部分完工在售	北京房山	住宅	23.29	14.40	6.90	2016.6-2019.6	100.00	16.71	16.00
世界集	部分完工在售	北京大兴	住宅	18.69	12.33	8.43	2015.7－2018.1	100.00	32.38	31.77
小计	--	--	--	**91.73**	**61.70**	**40.86**	--	--	**107.98**	**93.32**
大学城（水岸一号）项目	在建在售	北京房山	住宅	36.19	17.59	9.42	2016.9-2018.9	100.00	50.60	49.56
阎村新项目（优活嘉园）	在建在售	北京房山	住宅别墅、商用体育	18.08	15.77	5.94	2017.3-2020.5	99.00	51.81	39.18
通州区台湖镇	在建在售	北京通州	共有产权房	**16.28**	11.28	9.23	2018-2021	100.00	27.21	20.34
小计	--	--	--	**70.55**	**44.64**	**24.59**	--	--	**129.62**	**109.08**
合计	--	--	--	**162.28**	**106.34**	**65.45**	--	--	**237.60**	**202.40**

注：大学城（水岸一号）项目工程已经建设完成，但还未取得竣工文件
资料来源：公司提供

2019 年，公司新增储备地块 4 宗，均未开工。截至 2019 年底，天恒置业土地储备规划建筑面积为 31.31 万平方米（非权益面积）。从区域分布看，土地储备分布于北京市、山东省烟台市和四川省阆中市，土地质量较好。天恒置业土地储备规模较小，对未来持续发展形成一定限制。

表12　截至2020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
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	32.00
四川省阆中市朱家山片区蟠龙南（2019）002 号地块居住兼容商业用地	住宅、商业	四川省阆中市	5.59	12.74	2019 年	0.77	100.00
北京市朝阳区孙河乡西甸村、	住宅混合公建	北京	3.19	4.79	2019 年	24.25	50.00

孙河村 2902-88 地块 f1 住宅混合公建用地							
烟台市福山区刘家埠烟 J【2019】4010 地块商服、住宅用地	住宅、商业	山东烟台	2.30	5.06	2019年	1.51	100.00
合计	--	--	**14.37**	**31.31**	--	**47.13**	--

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司持续推进北京市海淀区永丰产业基地租赁住房项目，根据该项目的《可行性研究报告》，项目计划总投资 66.51 亿元，公司持有项目权益比例 51%（目前暂未并表），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%。2019 年项目投入 8.03 亿元，并完成自持住宅变现方案及运营筹备各项工作。截至 2020 年 3 月底已投资 80.90 亿元，预计 2020 年开始实现收益。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北京华兴新业商贸有限责任公司（以下简称“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。主要商业项目仍以复兴百货城、新街口百货城和地百商业城为主，2018 年、2019 年和 2020 年 1－3 月，公司分别实现销售商品收入分别为 3.62 亿元、3.66 亿元和 0.42 亿元，2020 年 1－3 月主要商业项目经营情况受新冠疫情影响收入同比下滑明显。

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。2019 年，实现物业收入 0.33 亿元，同比增长 55.40%，毛利率仍为负，为-20.21%，主要系前期投入较大，目前收入规模较小。

公司主营业务中其他业务主要包括租金收入、客房收入和餐饮收入等，2019 年上述业务实现收入 2.09 亿元，毛利率为 83.5%，同比变化不大。公司其他业务收入主要为利息收入，主要系公司对房地产开发项目关联方进行资金拆借形成。2019 年实现利息收入 5.46 亿元，同比减少 21.44%，该业务受房地产项目开发进度影响，收入规模及毛利率水平波动较大。

（4）金融类业务

跟踪期内，公司金融类业务逐步拓展，目前仍处于发展初期，尚未形成收入。

公司金融类业务由一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”），天厚资本作为公司房地产金融类板块的主要平台，落实“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。跟踪期内，公司尚未设立新基金，截至 2020 年 3 月底，公司已成立基金 2 支，基金规模为 100.01 亿元，已投资 57.36 亿元，公司为劣后级，目前暂未实现收益。未来公司计划设立债务性产业投资基金和权益性私募投资基金，服务于公司在健康、文旅、养老、医疗等方面的发展，目前处于前期阶段。

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得到提高。

未来，公司围绕“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”定位，重点在完成政府类项目任务、深耕地产行业、产业项目优化资源突破、商业物业发展新业态等方面继续“抢抓机遇，提升发展”。

公司将继续紧扣西城区区域专项发展期，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。地产方面，公司在传统项目开发基础上，地产深耕北京、拓展外埠，并全面推进自持项目的运营，建立天恒品牌的核心竞争力。产业方面，落实产业事业部整体管控体系，继续推进“文教医养”产业布局，大力推进重点在施项目建设，进一步扩大合作成果，坚持项目引领培育产业发展新动能。

八、财务分析

根据公司提供的 2019 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 2020 年 1－3 月财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2019 年，公司投资设立 12 家子公司（含两家一级子公司）、合并 2 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。2020 年 1－3 月公司合并范围无变化。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围一级子公司 20 家。

1. 资产质量

跟踪期内，公司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，公司资产流动性偏弱。

截至 2019 年底，公司资产总额 704.40 亿元，较上年底增长 0.14%，保持相对稳定，资产结构仍以流动资产为主，流动资产占比 90.94%。

表13　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	68.86	9.79	98.78	14.02	91.60	12.74
应收账款	17.71	2.52	18.49	2.62	19.46	2.71
其他应收款	245.29	34.87	197.62	28.06	223.83	31.14
存货	299.31	42.55	308.89	43.85	315.33	43.86
流动资产	**641.51**	**91.20**	**640.59**	**90.94**	**655.00**	**91.11**
长期股权投资	30.38	4.32	28.37	4.03	28.38	3.95
投资性房地产	12.46	1.77	12.47	1.77	12.47	1.73
非流动资产	**61.88**	**8.80**	**63.82**	**9.06**	**63.91**	**8.89**
资产总额	**703.39**	**100.00**	**704.40**	**100.00**	**718.90**	**100.00**

资料来源：审计报告及公司提供

截至 2019 年底，公司流动资产 640.59 亿元，较上年底减少 0.14%。其中货币资金 98.78 亿元，较上年底增长 43.45%，主要系银行存款增长，构成大部分为银行存款，受限资金 380.22 万元，为存入保证金；应收账款 18.49 亿元，较上年底增长 4.40%，前五名金额合计占比 97.02%，主要为应收北京市西城区财政局的销售房款和土地整理款、北京万联中天房地产开发有限公司的土地转让款以及关联公司往来款。其他应收款 197.62 亿元，较上年底减少 19.43%，主要系应收联营企业北京悦恒置业有限公司和合营企业北京恒合悦兴置业有限公司应收款项减少，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 97.47%）和保证金、

押金、备用金（占 2.45%）构成，前五名金额合计 133.92 亿元，占比 67.77%，集中度较高，具体情况见下表。其他应收款金额较大，对天恒置业营运资金形成较大的占用。

表 14　截至 2019 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	64.15	32.46	4 年以内	往来款
西城区财政局	22.64	11.46	3 年以内	往来款
西城区百万庄北里居民住房改善项目指挥部办公室	19.10	9.66	5 年内	往来款
北京恒合悦兴置业有限公司（合营企业）	15.09	7.64	1~2 年	往来款
北京悦恒置业有限公司（联营企业）	13.42	6.79	1~2 年	往来款
合计	**133.92**	**67.77**	--	--

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司存货 308.89 亿元，较上年底小幅增长 3.20%，公司存货中开发成本 209.44 亿元（含资本化利息 57.50 亿元），主要包括公司正在投资建设的房地产项目、棚改项目和一级土地开发项目；存货中开发产品 99.35 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。2019 年底，公司存货中部分土地受限，合计 43.76 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动资产 63.82 亿元，较上年底增长 3.13%，主要系在建工程和递延所得税资产增加所致。在建工程 6.89 亿元，较上年底增长 64.84%，主要系地百商场装修改造项目增加投入所致。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 718.90 亿元，较上年底增长 2.06%，流动资产 655.00 亿元，占 91.11%；其他应收款较上年底增长 13.27%，主要系往来款增长。截至 2020 年 3 月底，天恒置业受限资产合计 46.85 亿元，占总资产规模的 6.52%，主要包括受限货币资金 3.10 亿元及存货中的土地及房产 43.76 亿元。

2. 资本结构

跟踪期内，受股东增资及偿还部分永续债综合影响，公司所有者权益小幅增长，权益结构稳定性较好。

截至 2019 年底，公司所有者权益 190.06 亿元，较上年底增长 4.30%；实收资本为 122.86 亿元，较上年底增长 12.14%，主要系股东西城区国资委及金融街资本分别向公司增资 12.69 亿元和 0.61 亿元。2019 年，公司偿还部分永续债券，其他权益工具较上年底减少 4.07 亿元至 29.66 亿元，全部为永续类债券。公司所有者权益中实收资本及资本公积分别占比 64.64%和 0.67%，结构稳定性较好。

2020 年 3 月底，公司所有者权益规模较上年底小幅减少 0.98%，为 188.19 亿元，资本公积与其他权益工具变动系公司在季度统计中暂将永续债券计入资本公积所致。

表15　公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	109.56	60.13	122.86	64.64	122.86	65.29
资本公积	0.98	0.54	1.28	0.67	31.65	16.82
未分配利润	17.64	9.68	15.05	7.92	13.28	7.06
其他权益工具	33.74	18.52	29.66	15.61	0.00	0.00
少数股东权益	18.22	10.00	19.22	10.11	19.12	10.16
所有者权益	**182.22**	**100.00**	**190.06**	**100.00**	**188.19**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及公司提供

跟踪期内，公司债务规模仍大，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 2019 年底，负债总额为 514.35 亿元，较上年底下降 1.31%，其中流动负债占 41.92%，以非流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债为 215.62 亿元，较上年底增长 24.27%%，主要系一年内到期的非流动负债和其他流动负债大幅增长。截至 2019 年底，公司预收款项 18.26 亿元，

较上年底下降 32.17%，主要系房屋交付结转收入所致，公司存量预收房款主要来自乐活城项目、周口店项目等；一年内到期的非流动负债为 124.72 亿元，较上年底增长 22.92%，主要为 1 年内到期的长期借款，其他流动负债为 30.52 亿元，主要为超短期融资债券 30.00 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动负债 298.73 亿元，较上年底减少 14.08%，其中长期借款、应付债券和专项应付款均有不同程度下降。截至 2019 年底，公司长期借款 221.30 亿元，较上年底减少 13.35%，构成以保证借款（169.20 亿元）和信用借款（98.98 亿元）为主；应付债券 57.84 亿元，较上年底减少 10.70%，系部分债券转入一年内到期非流动负债；专项应付款 14.79 亿元，主要为项目专项资金，较上年底下降 33.96%，主要系部分代建项目完工审计后，存货中项目成本和专项应付款中项目拨款冲抵。

截至 2019 年底，公司全部债务 404.86 亿元，较上年底下降 3.98%，构成以长期债务为主，占 68.95%。考虑到其他流动负债中 30 亿元的超短期融资券，公司调整后全部债务 434.86 亿元。2020－2022 年，公司需分别偿还有息债务 178.18 亿元、73.50 亿元和 76.68 亿元（2020 年到期债务和 2019 年底调整后短期债务差异系到期的永续债影响），公司 2020 年面临一定集中偿付压力。2019 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 73.02%、69.59%和 59.49%，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 2020 年 3 月底，公司负债总额 530.71 亿元，较上年底增加 3.18%，其中，流动负债 173.02 亿元，较上年底减少 19.76%，主要系偿还超短期融资券其他流动负债减少；其他应付款快速增长至 22.12 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司非流动负债 357.69 亿元，较上年底增长 19.74%，主要系长期借款和应付债券均有所增长，其中应付债券增长系 2020 年发行私募债 20 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 451.43 亿元，其中短期债务 112.70 亿元，占比 24.97%，较上年底占比下降 6.09 个百分点。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 73.82%、70.58%和 64.29%

表16　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
预收款项	26.92	5.17	18.26	3.55	17.96	3.38
其他应付款	10.02	1.92	10.76	2.09	22.12	4.17
一年内到期的非流动负债	101.46	19.47	124.72	24.25	112.70	21.24
其他流动负债	10.33	1.98	30.52	5.93	0.00	0.00
流动负债	**173.50**	**33.29**	**215.62**	**41.92**	**173.02**	**32.60**
长期借款	255.41	49.01	221.30	43.03	261.08	49.19
应付债券	64.77	12.43	57.84	11.25	77.65	14.63
专项应付款	22.40	4.30	14.79	2.88	0.00	0.00
非流动负债	**347.67**	**66.71**	**298.73**	**58.08**	**357.69**	**67.40**
负债总额	**521.17**	**100.00**	**514.35**	**100.00**	**530.71**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及公司提供

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入大幅减少；期间费用控制能力仍有待提高；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。

2019 年，公司实现营业收入 46.88 亿元，较 2018 年大幅减少 37.83%，主要系房屋销售收入受结转节点影响减少所致。同期，公司营业成本同比大幅减少 53.07%，公司营业利润

率上升至 32.04%。

2019 年，公司期间费用为 10.85 亿元，同比增长 21.45%，主要系管理费用和财务费用增长较快，分别 4.76 亿元和 3.86 亿元，公司期间费用率为 23.14%，期间费用对利润造成一定侵蚀，控制能力有待提高。

非经营性损益方面，2019 年，公司投资收益为 0.37 亿元，获得政府补助 0.21 亿元，主要为政府企业扶持奖励金；同期，公司营业外支出为 1.56 亿元，仍主要系子公司天恒股份将应收相关政府部门价值 31.11 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。2019 年，公司利润总额 3.57 亿元，受非经营性损益影响较大。归属于母公司的净利润为 1.26 亿元，同比大幅增长 1.06 亿元，主要系当期利润大部分来源母公司持股的房地产项目所致。

从盈利指标方面看，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.20%和 1.51%，公司整体盈利能力仍较弱。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.64 亿元，为 2019 年全年的 7.77%，期间费用为 1.89 亿元，较上年同期的 2.21 亿元有所下降，利润总额-1.31 亿元。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生净现金流由负转正；投资活动现净现金流持续净流出；考虑到到期债务规模较大，以及在建项目未来投资规模大，公司仍有较大的融资需求。

经营活动方面，2019 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 41.86 亿元，同比下降 10.03%，系开发项目周期影响，进入销售阶段项目减少所致；收到其他与经营活动的现金 119.73 亿元，同比大幅增长 106.65 亿元，主要为收回安置房押金及关联方往来款回款构成。2019 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金 34.39 亿元，同比变化不大，支付其他与经营活动有关的现金 81.82 亿元，同比大幅增长 72.33%，主要系支付的保证金、押金和往来款。2018－2019 年，天恒置业经营活动产生的现金流量净额分别为-35.58 亿元和 34.04 亿元，经营活动产生的现金由净流出状态转为流入状态。2019 年，公司现金收入比 89.31%，同比增长 27.59 个百分点。

投资活动方面，2019 年，公司投资活动现金流入 50.88 亿元，主要为收回投资收到的现金 45.87 亿元，系收回关联方委托贷款减少所致，公司投资活动现金流出量大幅增长，为 53.31 亿元。其中，投资支付的现金 49.94 亿元，主要系股权投资和理财产品支出；公司收到与支付其他与投资活动有关的现金主要系赎回理财产品收支。2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-2.43 亿元。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流入为 176.21 亿元，以取得借款收到的现金 101.66 亿元为主，其中吸收投资收到的现金 13.70 亿元，主要系收到股东增资，收到其他与筹资活动有关的现金 60.86 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有所减少，2019 年为 177.89 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-1.68 亿元，现金及现金等价物净增加额为 29.92 亿元。

2020 年 1－3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金 2.74 亿元，公司往来收支规模大，同期经营活动现金流量净额为-17.53 亿元。同期，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，公司投资活动产生的现金流量净额为 2.21 亿元。2019 年 1－3 月，公司筹资活动现金流量净额为 8.14 亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期债务偿付能力偏弱；长期偿债能力弱，考虑公司间接融资渠道通畅、并在股东注资等方面获得大力支持等因素，公司整体偿债风险很小。

从短期偿债能力看， 2019 年底，公司流

动比率和速动比率均有所下降，分别为297.09%和 153.84%；经营现金流动负债比为15.78%；公司现金类资产为98.78亿元，为同期调整后短期债务的 0.63 倍，对短期债务保障能力弱。2020 年 3 月底，公司流动比率、速动比率分别为378.56%和196.32%，现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 0.81 倍。整体看，公司短期偿债能力偏弱。

从长期偿债能力看，2019 年，公司EBITDA 为8.53亿元，主要包括利润总额3.57亿元、费用化利息支出 4.26 亿元；调整后全部债务/EBITDA 为50.97倍。整体看，公司长期偿债能力弱。

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 2020 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 543.37 亿元，未使用额度160.35亿元，公司间接融资渠道畅通。

考虑到公司间接融资渠道通畅，以及在资本金注入等方面得到外部支持力度较大，公司整体偿债能力很强。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保金额19.08亿元，担保比率13.78%，为对关联方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。公司或有负债风险相对可控。

6. 母公司财务概况

跟踪期内，母公司资产及负债增长较快，占合并口径比重较高，母公司收入及利润贡献小。

截至 2019 年底，母公司资产总额422.37亿元，较上年底增长 15.96%，主要系其他应收款和长期股权投资增长，构成仍以流动资产为主，流动资产占 64.48%。其他应收款和长期股权投资分别占母公司资产总额的 55.13%和 31.45%。母公司资产总额占合并口径资产总额59.96%，占比较高。

截至2019年底，母公司所有者权益160.09亿元，较上年底增长4.77%，主要系收到新增股东货币增资所致。母公司所有者权益占合并口径84.23%，占比高。

截至 2019 年底，母公司负债总额 262.28亿元，占合并口径负债的 50.99%，较上年底增长 24.04%，主要系其他应付款和其他流动负债增长所致。其中，流动负债占比由去年底的44.14%上升至56.48%。截至2019年底，母公司调整后全部债务 186.15 亿元，占合并口径调整后全部债务的 42.81%，母公司资产负债率62.10%，调整后短期债务占比41.63%，调整后全部债务资本化比率为 53.76%，母公司债务负担偏重。

母公司营业收入主要来源于房地产业务关联方的资金拆借形成的利息收入。2019 年，母公司实现营业收入 9.61 亿元，主要包括利息收入7.65亿元、担保费收入0.93亿元和租金收入0.52亿元，同比增长49.96%，占合并口径收入的 20.50%，占比较小；营业成本同比增长 24.51%；营业利润率由负转正为7.36%；利润总额0.09亿元，由亏转盈，占合并口径利润总额2.54%，占比很小。

截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额425.60 亿元，所有者权益 158.39 亿元，全部债务167.44亿元，其中短期债务55.90亿元；2020年1－3月，营业收入实现2.02亿元，利润总额-0.94亿元。截至2020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62.78%、51.39%和41.32%，较上年底均有所增长，母公司债务负担偏重。

九、存续债券偿债能力分析

截至2020年5月底，公司存续债券本金合计160.10亿元，一年内到期存续债券本金合计102.50亿元，现金类资产对一年内到期存续债券本金保障能力偏弱，面临一定集中兑付压力。

截至2020年5月底，公司存续债券共15期，本金合计160.10亿元，若“18天恒置业MTN001”品种一（17.50亿元）投资者于2021年选择回售、“18天恒置业MTN002”2021年公司选择赎回，存续债券中一年内到期本金合计

102.50亿元；亦达到未来待偿债券本金峰值。

截至2019年底，公司现金类资产为98.78亿元，2019年经营活动现金流入量、经营活动净现金流和EBITDA分别为161.73亿元、34.03亿元和8.53亿元，对存续债券的保障情况见下表。

表17 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2019 年
一年内到期债券余额	102.50
未来待偿债券本金峰值	102.50
现金类资产/一年内到期债券余额	0.96
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.58
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.33
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.08

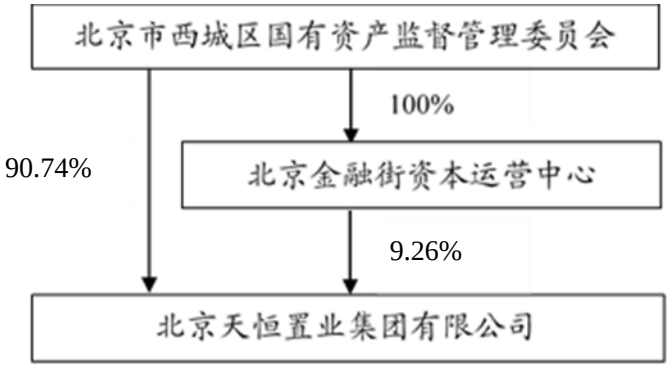
资料来源：审计报告及联合资信整理

整体看，公司现金类资产对一年内到期债券保障能力偏弱；2019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。

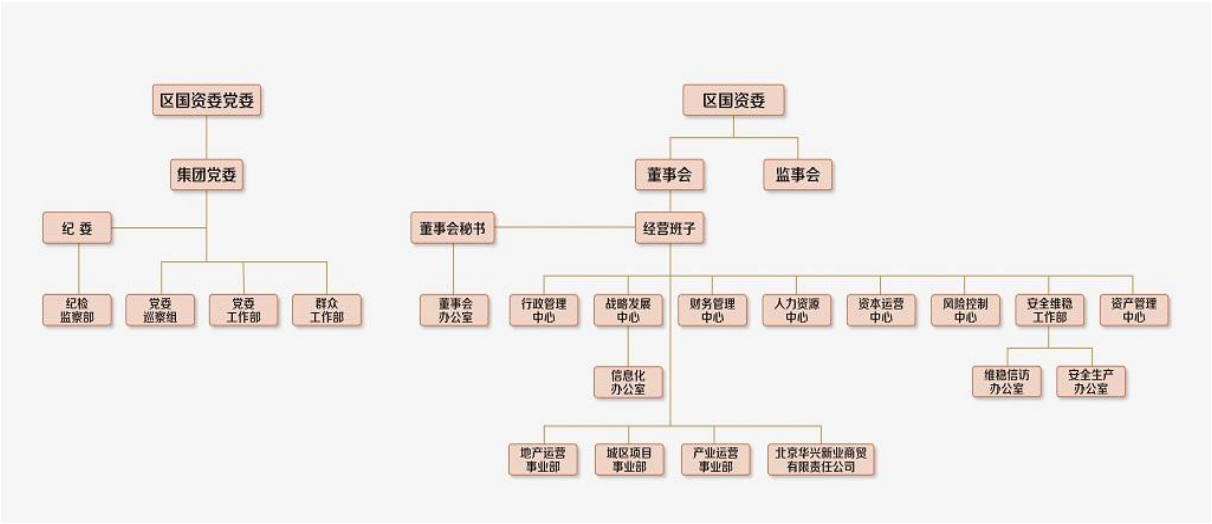
十、结论

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”“18天恒置业MTN002”和“20天恒置业MTN001”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　截至 2020 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	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	82.42
2	北京天恒正合置业有限公司	一级	房地产开发	100.00
3	北京天恒正道投资发展有限公司	一级	房地产开发	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	95.00
5	北京天恒瑞海物业管理有限责任公司	一级	物业管理	100.00
6	北京华兴新业商贸有限责任公司	一级	百货零售	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	100.00
8	北京天恒正原资本管理有限公司	一级	房地产开发	85.71
9	天恒荣信投资发展有限公司	一级	房地产开发	100.00
10	北京西都地产发展有限公司	一级	房地产开发	100.00
11	北京天恒正丰投资发展有限公司	一级	房地产开发	100.00
12	北京天恒正宇投资发展有限公司	一级	房地产开发	100.00
13	北京纺织服装开发公司	一级	房地产开发	100.00
14	北京翔德房地产开发有限公司	一级	房地产开发	79.99
15	北京天恒房地产股份有限公司	一级	房地产开发	100.00
16	北京天恒正同资产管理有限公司	一级	资产管理	68.00
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	100.00
18	北京天恒康健养老投资管理有限公司	一级	租赁和商务服务业	100.00
19	北京天恒农科科技有限公司	一级	农业	100.00
20	天恒正恒（北京）产业发展有限公司	一级	投资管理	82.42

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	124.98	69.32	98.78	91.60
资产总额(亿元)	732.35	703.39	704.40	718.90
所有者权益(亿元)	138.49	182.22	190.06	188.19
短期债务(亿元)	97.30	101.46	125.72	112.70
调整后短期债务(亿元)	97.30	111.46	155.72	112.70
长期债务(亿元)	387.38	320.18	279.14	338.73
全部债务(亿元)	484.68	421.64	404.86	451.43
调整后全部债务(亿元)	484.68	431.64	434.86	451.43
营业收入(亿元)	44.63	75.40	46.88	3.64
利润总额(亿元)	4.66	4.33	3.57	-1.31
EBITDA(亿元)	8.82	8.23	8.53	--
经营性净现金流(亿元)	-19.10	-35.58	34.03	-17.53
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.43	4.40	2.59	--
存货周转次数(次)	0.11	0.19	0.09	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.11	0.07	--
现金收入比(%)	134.23	61.72	89.31	75.12
营业利润率(%)	26.15	17.97	32.04	--
总资本收益率(%)	1.23	1.12	1.20	--
净资产收益率(%)	2.87	1.84	1.51	--
长期债务资本化比率(%)	70.98	73.67	63.73	66.34
长期债务资本化比率(%)	73.67	63.73	59.49	64.29
调整后长期债务资本化比率(%)	73.67	63.73	59.49	64.29
全部债务资本化比率(%)	77.78	69.82	68.05	70.58
调整后全部债务资本化比率(%)	77.78	70.32	69.59	70.58
资产负债率(%)	81.09	74.09	73.02	73.82
流动比率(%)	377.68	369.74	297.09	378.56
速动比率(%)	208.85	197.23	153.84	196.32
经营现金流动负债比(%)	-10.65	-20.50	15.78	--
现金短期债务比(倍)	1.28	0.68	0.79	0.81
EBITDA 利息倍数(倍)	0.48	0.40	0.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	54.98	51.22	47.46	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	54.98	52.43	50.97	--

注：2020 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　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	58.20	24.43	29.13	29.94
资产总额(亿元)	368.63	364.24	422.37	425.60
所有者权益(亿元)	110.37	152.81	160.09	158.39
短期债务(亿元)	57.00	40.40	47.50	55.90
长期债务(亿元)	103.27	113.03	108.65	111.54
全部债务(亿元)	160.27	153.43	156.15	167.44
营业收入(亿元)	6.52	6.41	9.61	2.02
利润总额(亿元)	1.15	-1.73	0.09	-0.94
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-15.96	-77.26	10.30	-9.09
财务指标				
销售债权周转次数(次)	65175.45	64089.32	72.87	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比(%)	26.65	95.67	71.52	5.43
营业利润率(%)	22.79	-11.73	7.36	-15.67
总资本收益率(%)	0.47	-0.39	0.11	--
净资产收益率(%)	1.15	-0.79	0.22	--
长期债务资本化比率(%)	48.34	42.52	40.43	43.58
全部债务资本化比率(%)	59.22	50.10	49.38	49.89
资产负债率(%)	70.06	58.05	62.10	57.88
流动比率(%)	170.13	266.21	183.85	271.07
速动比率(%)	170.13	266.21	183.85	271.07
经营现金流动负债比(%)	-10.63	-82.78	6.95	--
现金短期债务比（倍）	1.02	0.60	0.61	0.54
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年 1－3 月财务数据未经审计；由于未获取相关数据，EBITDA 及全部债务/EBITDA 指标未计算

附件 5　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	
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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=费用化利息支出+资本化利息支出

附件 6-1　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 6-2　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 6-3　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