

信用等级公告

联合[2017] 2593 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其拟发行的 2018 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

北京天恒置业集团有限公司

主体长期信用等级为

AA

北京天恒置业集团有限公司

2018 年度第二期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年十月二十七日



北京天恒置业集团有限公司

2018 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中票信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 20 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 3 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的: 用于偿还借款和项目建设

评级时间: 2017 年 10 月 27 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
现金类资产(亿元)	58.81	78.14	109.07	66.34
资产总额(亿元)	281.17	401.86	592.32	608.47
所有者权益(亿元)	89.34	125.16	134.69	133.24
短期债务(亿元)	34.70	37.62	39.61	65.77
长期债务(亿元)	115.89	193.42	329.21	329.27
全部债务(亿元)	150.59	231.04	368.82	395.05
营业收入(亿元)	25.35	30.05	66.65	7.08
利润总额(亿元)	6.45	4.87	3.82	-0.98
EBITDA(亿元)	7.07	5.75	5.09	--
经营性净现金流(亿元)	-51.65	-61.32	-57.60	-29.64
营业利润率(%)	23.66	24.86	12.14	34.36
净资产收益率(%)	5.39	2.87	1.83	--
资产负债率(%)	68.23	68.85	77.26	78.10
全部债务资本化比率(%)	62.76	64.86	73.25	74.78
流动比率(%)	493.71	619.46	530.09	399.51
全部债务/EBITDA(倍)	21.31	40.18	72.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.77	0.52	0.35	--
经营现金流动负债比(%)	-99.00	-103.26	-54.77	--

注: 2014 年度财务数据为 2015 年度审计报告期初数; 其他应付款和长期应付款中的有息债务调整至短期债务和长期债务; 资本化利息支出由公司计提, 采用现金流口径的统计数据。

分析师

韩家麒 尹金泽

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)网址: www.lhratings.com

评级观点

北京天恒置业集团有限公司(以下简称“公司”或“天恒置业”)作为北京市西城区国有独资的房地产开发公司及重要的保障房建设和棚户区改造实施主体, 近年来持续得到了北京市西城区政府在资金注入等方面的有力支持, 并且公司房地产开发经验丰富, 在所在区域内的保障房建设、棚户区改造和旧城历史文化保护建设领域具有较强优势。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司未来投资规模较大、项目开发周期长、经营现金流持续大规模净流出及债务规模增长快等因素对公司信用水平产生的不利影响。

随着国家对保障房建设和棚户区改造的政策推动及北京市对保障房建设和棚户区改造财力支持的加大, 公司传统业务将获得进一步发展的空间; 随着公司现有项目的逐步推进, 未来公司经营规模和整体盈利能力有望得到进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他债务融资工具相关特征接近。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 本期中期票据到期不能偿还的风险低, 安全性高。

优势

1. 公司是北京市西城区保障房建设和棚户区改造的主要投资建设主体之一, 近年来公司持续获得区政府在资金注入等方面的有力支持。
2. 近年来, 公司房地产板块中的住宅销售规

模持续增长，为公司重要的收入和利润来源；受益于房地产行业景气度回升，2016年公司房地产签约销售面积和金额快速增长，为未来一段时间公司业绩增长奠定基础。

3. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 近期国内房地产市场调控持续加强，房地产市场未来走势存在不确定性；公司存货规模较大，未来或存在一定销售压力。
2. 近年来公司对外融资规模增长较快，债务规模快速上升，债务负担较重。
3. 公司棚户区改造及土地一级开发项目开发周期长，资金占用规模较大，项目回报周期长。
4. 本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，如果公司于本期中期票据利息递延期间向股东分红，将触发强制付息条款，公司届时将面临一定利息集中偿付压力。

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、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

2018 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

北京天恒置业集团有限公司（以下简称“公司”或“天恒置业”）前身为经北京市西城区人民政府西政复[1994]170号文批准组建的北京市西城区城建开发集团，初始注册资金为1980万元。2001年5月，经北京市西城区人民政府西政复[2001]5号文批准，北京市西城区城建开发集团变更公司名称为北京天恒置业集团。2004年8月3日，根据西城区人民政府西政发[2004]21号文批复，公司由北京市西城区国有资产监督管理委员会（以下简称“西城区国资委”）履行出资人职责，公司隶属单位由北京市西城区建设委员会变更为西城区国资委。2014年12月，公司名称由北京天恒置业集团变更为现名，企业类型由“全民所有制”变更为“有限公司（国有独资）”。截至2017年6月底，公司注册资本为人民币986836.70万元，实收资本987886.70万元；西城区国资委持有公司100%股权，为公司的唯一股东及实际控制人。

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

公司目前下设行政管理中心、人力资源中心、财务管理中心、战略发展中心、资本运营中心、资产管理中心、风险控制中心共7个职能部门，以及地产运营事业部、城区项目事业部、城市运营事业部共三个事业部和北京华兴新业商贸有限责任公司（以下简称“华兴新业”），事业部本部负责所属业务板块专业运营体系的日常管理。华兴新业是公司的商业运营主体之一，持有新街口商场、地百商场、望京南湖中园201号、地安门外大街158号、西西友谊酒店及复兴商业城等多处商贸及经营物业。

截至2016年底，公司合并资产总额592.32

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

截至2017年6月底，公司合并资产总额608.47亿元，所有者权益133.24亿元（其中少数股东权益14.71亿元）；2017年1~6月，公司（合并）实现营业收入7.08亿元，利润总额-0.98亿元。

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。

二、本期中期票据概况

公司计划注册总额度为20亿元的中期票据，本次拟发行中期票据为北京天恒置业集团有限公司2018年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据发行额度为20亿元，募集资金将用于偿还金融机构及关联方借款和项目建设。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于第3个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。如在赎回权条款规定的时间，公司决定行使赎回权，则于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门制定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息，在前3个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，在前3个计息年度内保持不变。自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率；前3个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基

准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网站（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，代偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算为 0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。如果公司不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在第 4 个计算年度至 6 个计算年度内保持不变。当期基准利率为票面利率重置前 5 个工作日中国债券信息网站（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算互 0.01%）。此后每 3 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定；票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BPs；如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。强制付息事件是指在付息日前 12 个月，如果公司向普通股股东分红或减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。同时公司存在递延支付利息情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事向股东分红或减少注册资本行为。如果发生强制付息事件时公司

仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。如果公司于本期中期票据利息递延期间向股东分红，将触发强制付息条款，公司届时将面临一定利息集中偿付压力。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，从第 4 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（3）本期中期票据在除公司（含合并范围子公司）发生强制付息事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。根据公司年度审计报告，2014~2016 年公司向股东分红的金额为 0.33 亿元、0.42 亿元和 0.29 亿元。从历史分红角度分析，公司分红意愿较为明显，未来分红可能性较大。递延利息支付可能性较小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币

信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，中国GDP实际增速为6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，三大产业保持稳定增长，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现2.0%的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017年上半年，中国继续推进供给侧结构性改革，积极的财政政策继续通过减税降费减轻企业负担，同时进一步加大财政支出力度，助力经济稳中向好。2017年1-6月，全国一般公共预算收入和支出分别为9.43万亿元和10.35万亿元，支出同比增幅（15.8%）继续高于收入同比增幅（9.8%）；财政赤字9177亿元，为近年来同期最高水平，财政政策更加积极。稳健中性的货币政策更加注重兼顾经济“稳增长”与“防风险”，在美元加息、经济去杠杆等背景下，央行综合运用多种货币政策工具，维持市场资金面的紧平衡状态。在上述政策背景下，2017年1-6月，中国GDP同比实际增长6.9%；西藏、重庆、贵州等中西部地区经济发展状况良好，东北、山西等产业衰退地区经济形势有所好转；CPI温和上涨，PPI和PIRM涨幅有所放缓；就业水平相对稳定。

2017年1~6月，三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好。工业生产加快，结构继续优化，企业利润快速增长；服务业仍是推动经济增长的主要力量，但受房地产市场宏观调控以及经济去杠杆影响，房地产业（6.9%）和金

融业（3.8%）实际增速均明显下降。

固定资产投资增速有所放缓，但民间投资增速明显加快。2017年1~6月，中国固定资产投资28.1万亿元，同比增长8.6%（实际增长3.8%），增速略有放缓。受益于2016年以来政府吸引民间投资的若干政策措施，民间投资增速（7.2%）明显加快。随着房地产调控政策效应的逐步显现，房地产开发投资增速（8.5%）自5月以来略有放缓；基于国家财政收入持续增长以及基础设施领域PPP模式发展等因素，基础设施建设投资增速（16.9%）仍保持在较高增长水平，但增速趋缓；受制造业中技术改造投资的带动以及装备制造业投资支撑作用的进一步增强，制造业投资增速（5.5%）呈现回升态势。

居民消费稳步增长，网络消费保持较高增速。2017年1~6月，中国社会消费品零售总额17.2万亿元，同比增长10.4%，保持平稳较快增长。具体来看，家具类、建筑及装潢类消费仍维持较高增长水平，但受房地产市场调控影响，增速较上年同期明显放缓；体育娱乐用品类、文化办公用品类以及通讯器材类等升级类商品消费保持较高增速；汽车销售增速明显回落。此外，2017年1-6月，网络消费同比增长33.4%，继续保持高速增长态势。

进出口快速增长，外贸持续改善。在全球经济持续复苏带动外部需求回暖、国内经济稳中向好带动进口持续增加、大宗商品价格反弹以及相关鼓励外贸措施出台的背景下，进出口快速增长。2017年1~6月，中国进出口总值13.1万亿元，同比增加19.6%，连续6个月实现同比正增长，实现贸易顺差1.3万亿元，外贸形势明显改善。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，同时高新技术产品出口额仍保持10%以上的较快增速；进口方面，铁矿砂、原油等大宗商品进口量价齐升。

2017年下半年，全球经济有望维持复苏态势，但货币政策的分化使中国经济增长和金融市场稳定面临更多挑战。在此背景下，中国将

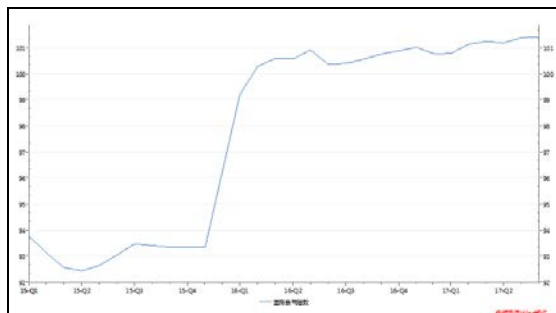
继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级。具体来看，投资或呈缓中趋稳态势，其中，房地产投资增速或将随房地产调控政策效应的进一步显现而继续放缓，基础设施建设投资增速受货币政策保持稳健中性以及财政支持能力受限等因素影响或将有所放缓，高新技术、高端制造业投资将成为制造业投资的重要支撑。消费将保持平稳增长，随着居民收入水平的不断提高以及消费结构的不断改善，居民医疗、文化、旅游等消费需求有望继续释放，但房地产相关消费以及汽车消费增速或将放缓。进出口或将持续改善，这主要是受到欧美等主要发达国家经济持续复苏、“一带一路”战略的深入推进以及一系列促进贸易和投资便利化等利好措施的带动。总体来看，由于房地产投资和基础设施建设投资存在增速放缓压力，中国今年下半年经济增速或将低于上半年，预计全年经济增速将在 6.7% 左右；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

四、行业及区域经济环境

1. 房地产行业

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

图 1 2015 年以来国房景气指数



资料来源：Wind资讯

2016 年，房地产开发投资增速大幅增长，全年房地产开发投资 10.26 万亿元，同比增长 6.90%；其中住宅投资 6.46 万亿元，同比增长 6.40%。全国房屋新开工面积 16.69 亿平方米，同比增长 8.38%，其中住宅新开工面积 11.59 亿平方米，同比增长 8.32%。2017 年 1~6 月，全国房地产开发投资 5.06 万亿元，同比增长 8.50%；其中住宅投资 3.43 万亿元，同比增长 10.20%。全国房屋施工面积 69.23 亿平方米，同比增长 2.90%；新开工面积 8.57 万平方米，同比增长 10.60%，其中住宅 6.14 万平方米，同比增长 14.90%；竣工面积 4.15 亿平方米，同比增长 5.00%。从增速上看，房地产开发投资在 2017 年一季度迎来小高峰后增速持续回落，一线城市尤为明显。而新开工和施工面积增速相较 2016 年同期也有显著回落。

房地产销售方面，2016 年销售增速呈现先升后降的态势。2016 年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016 年 10 月以来，受“因城施策、分类调控”基调政策影响，销售增速有所回落。2016 年全年商品房销售面积为 15.73 亿平方米，同比增长 22.41%，共实现销售额 11.76 万亿元，同比增长 34.80%。价格方面，根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2016 年百城住宅价格累计上涨 18.71%，较 2015 年全年扩大 14.56 个百分点，创近年新高。四季度多城市调控政策密集出台，市场运行环境趋紧，10~12 月百城均价环比涨幅分别收窄 1.18 个、0.13 个和 0.21 个百分点。2017 年 1~6 月，全国商品房销售面积为 7.47 亿平方米，同比增长 16.10%，其中住宅销售面积 6.48 亿平方米，同比增长 13.50%；商品房销售额 5.92 万亿元，同比增长 21.50%，其中住宅销售额 4.93 万亿元，同比增长 17.90%。价格方面，2017 年 1~6 月，国家统计局 70 个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比增速逐月下降，2017 年 6 月为 9.60%。整体看，2017 年上半年，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。

分类来看，与2015年全年相比，2016年一线城市商品房销售面积与2015年基本持平，但价格涨幅持续扩大，代表城市16年12月新建住宅同比涨幅27.10%；二线城市销售规模显著增长，价格方面增幅较大，二线代表城市16年12月新建住宅同比涨幅18.00%，四季度随调控政策出台，增幅有所回落；三线城市成交规模差异显著，核心城市周边区域成交大幅增长，普通三线城市成交量呈稳定增长态势，代表城市16年12月新建住宅同比涨幅6.00%，价格变化相对一二线城市较为稳定。进入2017年，一线城市新房销量较2016年同期大幅下降，价格保持稳定；二线城市新房销量较2016年同期有所下降，价格保持小幅增长，二线代表城市新建住宅价格各月环比增幅保持在0.50%-0.60%左右；三四线城市，受益于棚改货币安置和外溢效应，去库存效果显著，与一二线销售形成对冲，价格方面涨幅也大于一二线城市，三线代表城市新建住宅价格各月环比增幅保持在0.80%左右。

土地供给与信贷环境

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18.2亿平方米，同比下降11.0%，降幅较2015年收窄7.8个百分点，整体仍处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比持续下滑，共成交15.0亿平方米，同比下降5.7%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.9万亿元，同比增长30.3%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨38.7%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，土地市场热度不减，全国300个城市共推出4.60亿平方米，同比下降4%；其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）1.62亿平方米，同比增长12%；各类土地成交面积3.82亿平方米，同比下降2%，降幅继续收窄；住宅

类用地成交1.37亿平方米，同比增长16%。2017年1~6月，全国300个城市各类用地成交楼面均价2242元/平方米，同比增长39%，平均溢价率36%，同比下降4个百分点；住宅类用地成交楼面均价3795元/平方米，同比增长29%。其中一线城市响应中央精神，土地供应显著增加，其中自住房土地供应比例增加，对土地价格、商品房销售条件和价格以及自持比例等条件限制较多，所以价格有所下跌。二线城市土拍政策也渐趋多元，土地价格涨幅明显收窄。三四线城市上半年的良好销售情况和热点城市的需求外溢，带动了三四线城市的土地市场升温，三线城市成交面积在推出面积同比有所减少的情况下同比增长1%，成交楼面价均较2016年同期增长79%。

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的通知》（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。未来一段时间内，在政策引导下，一线及重点二线城市2017年住宅土地供应量有望稳步增加，为前期审慎拿地企业提供一定空间；但同时多元化的土拍政策，也对房地产企业的项目前期策划、后期运营和资金运作能力提出了更高的要求。

收并购、特色小镇等非市场化拿地手段以及联合体拿地方式逐渐成为房地产拿地竞争力的重要体现，也使得房地产企业面临更多的法律、财务和运营风险。

从房地产开发资金来源来看，2016 年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长，分别占房地产开发资金来源的 14.92%、29.09%和 16.92%，其中国内贷款占比有所下降，定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2015 年，全国主要金融机构房地产贷款余额（含外资，主要由个人住房贷款、房地产开发贷款和保障性住房开发贷款构成）为 21.0 万亿元，同比增长 21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款 3.60 万亿元，较上年增加 0.84 万亿元，占各项贷款新增额的 30.6%，较上年有所扩大。2016 年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 26.68 万亿元，同比增长 27.00%，增速进一步上涨；全年新增房地产贷款 5.67 万亿元，较上年增加 2.07 万亿元，新增规模进一步扩大。保障房信贷方面，截至 2015 年底，全国保障性住房开发贷款余额为 1.8 万亿元，同比增长 59.5%（增速提升 2.3 个百分点）。截至 2016 年底，全国保障性住房开发贷款余额为 2.52 万亿元，同比增长 38.30%，增速有所回落。进入 2017 年，房地产开发贷款增速下降，证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧，一二线城市限购、限贷也将限制个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭压制。2017 年 1~6 月，房地产开发企业开发资金来源中国内贷款、定金及预收金和各项应付款占比有所上升，分别占房地产开发资金来源的 17.62%、30.65%和 26.70%，个人按揭贷款和企业自筹资金占比有所下降，分别占 15.84%和 30.72%，个人按揭贷款规模与 2016 年同期基本持平，自筹资金较 2016 年同期下降 1.90%。

行业竞争

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

政策环境

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

售房源进行房价备案管理，在售房源需明码标价且不得高于备案价格；政策明确指出增加土地供给的城市有合肥、厦门、福州、深圳、无锡、南昌、上海；此外，对土地出让金支付期限提出限制的城市有福州、厦门、佛山、合肥。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月以来，已经有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强调要稳定房地产市场，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。

总体看，2016年一线城市及部分热点二线城市房地产销售量价齐升，房地产市场繁荣的热潮传导至三四线城市，一定程度上减轻了三四线城市的库存压力，但部分三四线城市库存压力仍较大。2016年9月末后，随着房地产调控政策的不断升级，热点城市销售情况出现增幅回落，三四线城市对地产市场销售形成支撑。随着三四线城市库存压力减轻，后续市场热度或有所下降，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。

2. 保障房行业

保障性住房是指政府在对中低收入家庭实行分类保障过程中所提供的限定供应对象、建设标准、销售价格或租金标准，具有社会保障性质的住房。保障性安居工程主要是指城市的廉租住房、城市的经济适用住房，也包括在一些林区、垦区、煤矿职工的棚户区（危旧房）

改造、游牧民定居工程。保障性住房一般由廉租房、经济适用房、公共租赁房（政策性租赁住房）、限价房（两限商品住房）以及棚改房构成。其中，廉租房是指政府以租金补贴或实物配租的方式，向符合城镇居民最低生活保障标准且住房困难的家庭提供社会保障性质的住房；经济适用房是指政府提供政策优惠，限定套型面积和销售价格，具有保障性质的政策性住房；公共租赁房是指按照市场租价水平调节后向中等偏下收入住房困难家庭提供可租赁的住房；两限商品住房是指限房价、限套型的普通商品住房；棚改房是指通过棚户区改造提供的保障性住房。

为推动科学发展、加快转变经济发展方式、保障和改善民生，2009 年，国务院批准由住建部牵头，十六部委联合成立全国保障性安居工程协调小组，专门负责组织协调全国范围内保障房安居工程的建设；在中央提出的新一轮城镇化建设规划中，保障房的全面规划对于建设多层次住房保障体系具有不可替代的作用。

国家各部门对保障性住房多次出具相关政策。2015 年 6 月，国务院印发《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》（国发[2015]37 号），意见提出，按照推进以人为核心的新型城镇化部署，实施三年计划，2015~2017 年改造包括城市危房、城中村在内的各类棚户区住房 1800 万套（其中 2015 年 580 万套），农村危房 1060 万户（其中 2015 年 432 万户），加大棚改配套基础设施建设力度，使城市基础设施更加完备，布局合理，运行安全，服务便捷。

由于近年部分地区房地产价格呈现快速上涨趋势，中国政府连续出台了通过土地、税收和购房信贷等一系列措施调控市场的政策，北京推出自住型住房等限价房，以满足居民安居需求。随着调控政策累积效应逐渐显现，作为国家房地产调控以及改善民生重要举措的保障房市场仍将面临较大发展空间。

2015~2017 年，北京力争改造包括城市危房、老旧小区在内的各类棚户区住房 12.7 万户、农村危房 2600 户；根据《北京市 2016 年棚户区改造和环境政治任务》（京政办发[2016]6 号）的通知，2016 年北京市计划完成 3.5 万户棚改，其中，中心城区共 3 万户，112 个项目；郊区怀柔共 5000 户，27 个项目。中心城区的西城区 2016 年棚户区改造任务为 5000 户，25 个项目。

近年来，西城区人民政府一直加大公共财政向社会民生领域的倾斜力度，最大限度地满足居民的公共需求，扩大政策覆盖范围。2015 年，区政府积极推进 52 项棚区改造任务，全区 10603 户居民从中受益。成片棚改项目取得突破性进展，市委党校山字楼项目完成 99%，百万庄项目完成 95%，北京昆剧院项目完成 90%。实施 12 项老旧小区改造，完成 3733 户抗震加固、2275 户节能改造和 418 户简易腾退。丰台大红门、昌平回龙观、大兴康庄及房山长阳项目共 6247 套保障性住房实现竣工，配租配套 5726 套，发放租金补贴 3002 万元，9036 户居民住房条件得到改善。2016 年 1~11 月，西城区累计完成棚户区改造协议签订、搬迁腾退或房屋修缮加固 7459 户，占计划任务的 149%。据不完全统计，累计完成投资 183 亿元。

综上所述，中国尤其是北京市和西城区的保障性住房建设行业未来仍存在较大的发展空间和较好的发展机遇。

3. 区域经济

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。西城区辖区内有 15 个街道办事处，257 个社区居委会，截至 2016 年末，西城区户籍人口 146 万人。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。

2016 年期间西城区经济实现持续平稳发展，2016 年全区实现地区生产总值 3,533.6 亿元，比上年增长 6.5%。其中，第二产业实现增加值 304.3 亿元，比上年增长 6.9%；第三产业实现增加值 3,229.3 亿元，比上年增长 6.4%，占地区生产总值的比重达到 91.4%。按常住人口计算，全区人均地区生产总值达到 41,610 美元。固定资产投资方面，全区全社会固定资产投资额完成 252.7 亿元，比上年增长 2.7%。其中，房地产开发完成投资额 58.9 亿元，比上年下降 46.3%；城镇领域完成投资（不含房地产开发）193.8 亿元，比上年增长 42.3%，在全社会固定资产投资中占比达到 76.7%。

从财政情况来看，2016 年全区实现公共财政预算收入 410 亿元，较 2015 年有所下降。政府性基金收入在 2014-2016 年分别为 29 亿元、0.2 亿元和 0.3 亿元，剧烈波动的原因系 2014 年期间西城区政府有华嘉项目土地前期成本调库收入 26.6 亿元，而 2015 年及 2016 年期间，西城区政府没有土地出让。

财政支出方面，2016 年西城区公共财政预算支出 427.9 亿元，较上年明显下降。从政府收支平衡状况看，西城区政府公共财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）为 95.82%，公共预算收入对公共预算支出的覆盖程度很高。

北京市西城区区位优势明显，经济发展迅速，一般公共预算收入快速增长。受益于首都功能核心区的定位，西城区在未来区域经济发展和上级政府支持上均具有显著优势。

五、基础素质分析

1. 产权关系

截至 2017 年 6 月底，公司注册资本 986836.70 万元，实收资本 987886.70 万元；西城区国资委持有公司 100% 股权，为公司的唯一股东及实际控制人。

2. 企业规模

作为北京市西城区的大型国有独资公司，公司是北京市及西城区保障性住房建设、住房及商业地产项目建设、旧城历史文化保护项目等相关建设项目的重要主体。其中，保障房建设方面，公司是北京市及西城区目前保障性住房的主要投资建设者之一，承担的多个重点拆迁项目均是西城区委、西城区政府推进旧城人口疏解、完善城市功能、加强城市基础设施建设的重大民生工程；文化保护业务方面，公司目前是北京市文物保护和修缮业务的重点建设单位，已经承接了北中轴线核心保护区·什刹海地区旧城保护示范项目。房地产业务方面，公司下设十几家房地产企业，近年来已建成多处新型示范规模社区项目，具有丰富的房地产开发经验；物业管理与服务业务方面，依托房地产开发的资源 and 经验优势，公司先后开发了天意商城、海南新燕泰大酒店等多个项目，同时拓展从事商业、住宅、写字楼及高档公寓等各类物业服务。

综上所述，公司房地产和保障房开发经验丰富，在保障性住房和旧城历史文化保护建设领域继续保持区域垄断性优势。

3. 政府支持

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

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

根据北京市西城区财政局《关于追加光源里棚户区改造项目资本金的通知》（西财经二指[2016]153 号），2016 年 5 月 24 日，西城区财政局对光源里棚户区改造项目增加资本金

19700 万元，该笔款项以增资的形式计入公司注册资本，资金已到位，目前已完成登记变更。

截至 2017 年 6 月底，公司注册资本增加至人民币 986836.70 万元，实收资本为 987886.70 万元，其中新增的注册资本中 1050 万元尚未完成工商变更登记。

4. 人员素质

公司董事、监事及高级管理人员共计 16 人，其中包括董事长 1 人、常务副总经理 2 人和副总经理 5 人等。

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

路曦女士，1967 年 11 月出生，工商管理硕士研究生学历，高级经济师。历任北京市西直门外百货商场副总经理，北京华兴新业商贸有限责任公司副总经理兼任北京复兴商业城有限公司副总经理，北京华兴新业商贸有限责任公司总经理兼任北京复兴商业城有限公司副总经理。现任公司副董事长以及常务副总经理。

杨威先生，1972 年 6 月出生，硕士研究生学历，工程师。历任北京中交建筑安装工程公司项目经理，北京富通房地产开发公司监理工程师，北京市嘉鸿房地产开发有限公司总经理助理，北京富景文化旅游开发有限责任公司副总经理。现任公司董事、常务副总经理、总经济师，北京天恒房地产股份有限公司副董事长、总经理。

截至 2016 年底，公司共有员工 1804 人，其中集团本部 204 人，公司本科及以上学历的 686 人，占员工总数的 38.03%，大专及以下学历的 1118 人，占员工总数的 61.97%。

总体看，公司高级管理人员行业管理经营

丰富，综合素质较高；员工构成符合公司经营行业特点，可满足公司日常经营要求。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》等有关法律、法规的规定制定了公司章程，确立了董事会、监事会和经营管理层的职责分工。

公司不设股东会，由公司唯一股东西城区国资委行使股东会职权

公司设董事会，成员为九人，其中八名董事（含一名外部董事）由出资人委派，一名职工董事由公司职工代表大会选举产生。董事会设董事长一人，副董事长一人，由出资人从董事会成员中指定。

公司设监事会，成员五人，其中三名监事由出资人委派，两名职工代表监事由公司职工代表大会选举产生。

公司设总经理一名，由董事长提名，董事会聘任或解聘。经区国资委同意，董事会成员可以兼任总经理。

总体看，公司已形成了较为完善的公司治理架构和公司治理制度，建立了健全的决策机制和监督机制。

2. 管理水平

财务管理方面，公司建立了完善的财务管理制度，公司财务管理中心负责组织、监督公司财会管理工作；编制、执行、分析公司财务预算；对资金实施集中管理，统一调度；参与经营决策，并参与公司成本、费用、利润指标的考核；监督公司财务收支，如实反映公司财务状况和经营成果，依法正确计算、缴纳各项国家税（费）；配合其他部门做好各项基础管理工作。公司对控股子公司实行财务总监（财务负责人）派出制：由公司推荐人选，子公司按照程序聘任，以加强对财务状况的监督。公司派出的财务总监（财务负责人）对子公司的财

务报告的合法、真实、正确、完整性与子公司法定代表人共同承担责任。

风险控制管理方面，公司建立健全了完善的内部控制体系。内部控制体系内容涉及会计机构设置和财务人员职责、会计核算与会计监督、财务管理权限、关联交易管理、资金管理、财务预算管理、成本费用管理、财务会计基础工作规范、财务报告制度、内部审计管理办法、合同审计管理等一系列财务管理制度及其他相关管理制度，从制度上建立了风险管理内控体系。

在重大事项决策方面，公司董事会负责提出公司发展的战略纲要，审批集团总部的战略规划并报西城区国资委审批通过后实施。公司经理办公会制定战略规划草案并对草案进行研究讨论，根据战略规划制定统一的各部门子战略及具体实施计划，报董事会批准后推行实施。项目投资管理方面，公司经理办公会统一领导集团范围内拟投资项目的实施决策、资金筹措、任务分配、项目组织及人员调配等工作，下达各项目控制性指标。公司项目投资管理办法要求所有投资活动必须满足集团对投资的回报要求。股权投资方面，对已确立投资关系的公司，由公司总部资本运营中心实施管理；对于新公司（项目）的发起设立，由公司总部战略发展中心组织评审小组评估论证，经集团总部经理办公会和董事会审议批准后，需上报西城区国资委批准方可实施投资。对新设公司的投资，原则上要求处于控股或相对控股地位。

总体来看，公司管理制度较健全，管理运作情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

2014~2016年，公司营业收入持续增长，

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

主营业务构成方面，2014~2015年，公司主营业务收入主要由房屋销售收入和销售商品收入构成。2016年，公司主营业务收入主要来自于房屋销售和土地一级开发，分别占比25.41%和63.45%。2016年公司房屋销售收入16.94亿元，同比下降19.66%。其中，住宅销售收入16.27亿元，同比增长70.37%，其次为保障房业务0.67亿元，同比下降94.19%，主要是由于公司承建的房山区长阳站7号地西城区旧城保护定向安置房项目已基本于2015年销售完毕。2016年，公司土地一级开发业务实现收入42.29亿元，主要是丰盛西区C区及配套市政项目和桃园F1项目的结转收入。2016年公司销售商品收入、物业管理收入和房屋租赁收入均较2015年变化不大，分别为3.64亿元、0.20亿元和1.51亿元。

毛利率方面，2014~2015年，公司综合毛利率分别为29.42%和31.18%，基本保持稳定。2016年公司综合毛利率为14.99%，同比下降16.19个百分点，主要原因是土地一级开发业务毛利率较低。分板块来看，2014~2016年，公司房地产销售毛利率呈持续上升趋势，2016年为29.85%，同比上升2.98个百分点，主要是高毛利的住宅销售收入占比提高所致。2016年公司住宅销售毛利率受土地成本上升影响毛利率同比下降5.81个百分点至31.06%。公司土地一级开发业务的盈利模式为开发成本加成，2016年土地一级开发业务毛利率为1.46%。2016年公司销售商品毛利率为26.83%，同比增加1.12个百分点；物业管理毛利率为7.32%，同比下降4.37个百分点，主要是人力成本上升所致。

表1 公司营业收入和毛利率构成情况（单位：万元、%）

项 目	2014年			2015年			2016年			2017年1~6月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率

房屋销售收入	172161.35	67.91	21.90	210822.66	70.15	26.87	169367.22	25.41	29.85	24328.28	34.36	44.91
其中：住宅	81066.21	31.98	39.96	95549.16	31.79	36.87	162704.14	24.41	31.06	23939.47	33.81	45.34
保障房	91095.14	35.93	5.83	115273.50	38.36	18.57	6663.08	1.00	0.38	389.81	0.55	18.71
土地一级开发	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--	422893.18	63.45	1.46	0.00	0.00	--
销售商品收入	48588.89	19.17	20.65	36282.55	12.07	25.71	36352.54	5.45	26.83	18452.47	26.06	26.98
物业管理收入	2093.89	0.83	17.02	2057.63	0.68	11.69	1972.39	0.30	7.32	1106.70	1.56	17.09
其他	6987.32	2.76	62.62	6139.48	2.04	63.93	5619.07	0.84	67.55	4432.60	6.26	80.73
主营业务收入小计	229831.45	90.66	22.83	255302.32	84.95	27.47	636204.40	95.45	11.07	48321.05	68.24	40.71
房屋租赁收入	15485.90	6.11	93.04	16640.70	5.54	84.99	15086.58	2.26	96.43	7294.96	10.30	98.84
其他	8192.86	3.23	93.85	28573.82	9.51	33.02	15227.83	2.28	98.06	15189.38	21.45	11.47
其他业务收入小计	23678.76	9.34	93.32	45214.52	15.05	52.15	30314.42	4.55	97.25	22484.34	31.76	39.82
合计	253510.21	100.00	29.42	300516.84	100.00	31.18	666518.81	100.00	14.99	70805.39	100.00	40.43

资料来源：公司提供

2017年上半年，公司实现收入7.08亿元，为去年同期的2.08倍（公司收入结转主要在下半年，导致上半年收入占全年收入比重偏低）。从收入构成看，房屋销售收入和销售商品收入分别占34.36%和26.06%，为公司的主要收入来源，其次为其他业务收入中的房屋租赁收入（占10.30%）和其他（占21.45%，主要是利息收入和咨询收入）；从毛利率构成看，2017年上半年公司综合毛利率为40.43%，较2016年上升25.44个百分点，主要是住宅销售毛利率提升和毛利率较低的土地一级开发业务当期没有结转所致。2017年上半年住宅销售毛利率为45.34%，较2016年上升14.28个百分点，主要是结转项目销售毛利率较高所致。

2. 房地产开发业务

公司的房地产开发业务主要是由下属子公司北京天恒房地产股份有限公司（以下简称“天恒股份”）和北京市嘉鸿房地产开发有限公司（以下简称“嘉鸿房地产”）等公司承接。公司房地产项目定位主要为普通住宅，同时也涉足部分高档别墅项目。

2014~2016年，公司保持较快房地产开发节奏，开复工面积逐年增长。2016年，房地产市场回暖，公司全年开复工面积为152.62万平

方米，同比大幅增长95.67%；全年竣工面积为25.44万平方米，为2015年全年的3.80倍；2016年公司房地产销售量价齐升，签约销售面积和实际签约销售金额均大幅增长，签约均价达到2.26万元/平方米，同比增长56.94%。2017年1~6月，公司实现签约销售金额20.40亿元，与去年同期基本持平，签约销售均价为1.81万元/平方米。

表2 房地产开发业务经营情况

项 目	2014年	2015年	2016年	2017年 1~6月
房屋开复工面积 (万平方米)	55.11	78.00	152.62	111.76
房屋竣工面积 (万平方米)	15.62	6.69	25.44	0.00
签约销售面积 (万平方米)	6.77	26.39	42.12	11.28
实际销售签约额 (亿元)	6.64	38.07	95.02	20.40
结转收入面积 (万平方米)	9.95	9.32	12.57	0.98
结转收入金额 (亿元)	8.10	9.38	16.27	2.39

资料来源：公司提供

注：结转收入中不包含地下车库销售收入及子公司少量零散房产销售收入等。

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

表3 截至2017年6月底公司主要在建项目（不含保障房）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	截至2017年6月底已售面积	建设周期	权益比例	总投资	截至2017年6月底已完成投资
天恒·柒号院	40.99	26.58	15.63	2016.3-2018.7	51.00	54.24	32.10
大学城（水岸一号）项目	36.19	17.59	5.19	2016.9-2018.9	100.00	50.60	37.36
锐创中心（世界集）项目	18.69	12.33	7.07	2015.7-2017.12	100.00	40.61	29.76
周口店项目（乐学景苑）	23.29	15.75	3.28	2016.6-2019.6	100.00	16.71	8.72
天恒龙泽府二期项目（山东威海）	8.76	8.39	3.16	2016.4-2018.6	35.33	4.65	2.09
阎村新项目（优活嘉园）	19.21	19.13	0.00	2017.2-2019.11	99.00	51.81	30.81
合计	147.13	99.77	34.33	--	--	218.62	140.84

资料来源：公司提供

截至2017年6月底，公司主要在建项目尚有可售面积65.44万平方米，可支撑未来一段时间销售需求。截至2017年6月底，公司在建项目预计总投资218.62亿元，已完成投资

140.84亿元，尚需投资77.78亿元。

截至2017年6月底，公司未开工土地储备面积合计53.45万平方米，规划建筑面积95.15万平方米，土地储备全部位于北京。

表4 截至2017年6月底公司未开工土地储备情况（单位：万平方米、年、亿元、%）

地块名称	规划经营业态	所在地	土地面积	获取时间	取得土地价格	权益比例	自持比例
海淀区“海淀北部地区整体开发”永丰产业基地（新）HD00-0401-0093、0097、0099、0108地块二类居住及零售商业用地	住宅、商业用地	海淀区西北旺镇	8.42	2016	57.60	20.00	100
北京市房山区良乡镇01-13-02、01-13-03、01-15-01地块市场、住宅混合公建及二类居住用地	住宅、商业用地	房山区良乡镇	5.36	2017	18.10	11.10	0.00
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	2017	15.80	100.00	0.00
北京市朝阳区孙河乡西甸村2902-86地块F1住宅混合公建用地	住宅、商业用地	北京市朝阳区孙河乡西甸	5.95	2017	47.75	19.49	30.00
北京市丰台区王佐镇青龙湖地区FT00-0503-0053等地块R2二类居住用地、B4综合性商业金融服务业用地、A61机构养老设施用地、A33基础教育用地、S4社会停车场用地	住宅、商业用地、教育用地	北京市丰台区王佐镇青龙湖地区	20.04	2017	58.50	7.50	31.00
北京市丰台区城乡一体化槐房村新宫村旧村改造二期NY-016等地块B4综合性商业金融服务业用地、F3其他类多功能用地、R2二类居住用地	住宅、商业用地	北京市丰台区城乡一体化槐房村新宫村	7.54	2017	41.50	20.00	36.00
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	2017	20.65	51.00	0.00

合计	--	--	53.45	--	259.90	--	--
----	----	----	-------	----	--------	----	----

资料来源：公司提供

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

3. 保障房、棚户区改造和土地一级开发保障房建设

公司保障房业务的主要经营主体是北京天恒康都房地产开发有限公司（以下简称“天恒康都”）。公司保障房建设业务模式主要为自主开发建设，建设开发地块均属于政府划拨地块。近三年，公司保障性住房项目为“房山区长阳站7号地西城区旧城保护定向安置房”（以下简称“长阳项目”），该项目由天恒康都承建，主要为北京市西城区旧城改造人口疏散对接安置房，其具体性质包括经济适用房和两限房。项目位于北京市房山区长阳镇，紧邻轨道房山线长阳站镇，规划用地面积24.07万平方米，其中规划建设用地约15.58万平方米，地上面积约46万平米，代征道路用地7.35万平方米，代征绿化用地1.14万平方米，为北京市保障性住房供给的重要来源之一。长阳项目规划总投资41.22亿元，截至2016年底，已完成投资37.97亿元，用于建设5750套经济适用房，项目目前处于竣工状态。

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

表 5 公司保障房建设项目开发经营情况

指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
开复工面积（万平方米）	18.00	18.00	0.00	0.00
竣工面积（万平方米）	28.00	18.00	0.00	0.00
合同销售面积（万平方米）	5.19	15.27	1.21	0.05
实际销售签约金额（万元）	23156	115583	6933	403
结算面积（万平方米）	16.26	15.21	1.23	0.05
结算金额（万元）	91095	115273	6750	389.81

资料来源：公司提供

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

2017 年 1~6 月，长阳项目实现签约销售金额 403 万元，销售面积 0.05 万平方米，截至目前长阳项目已基本完成销售，剩余房源等待政府配售。截至 2017 年 6 月底，公司暂无新增保障房储备项目。

棚户区改造

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

公司“百万庄北里居民住房改善”和“光源里棚户区改造项目”项目均采取征收-拆迁-建设-回迁（或外迁）的模式。地块均为政府划拨地块，政府按照项目总投资的一定比例出资，并按照条例设立项目指挥部办公室，该办公室承担项目的征收拆迁与补偿的具体工作，以指

挥部办公室的名义进行合同签订及款项支付等相关工作。公司下属子公司为该项目建设单位，负责办理房屋前期征收拆迁手续及筹集拆迁资金等工作。项目后期资金平衡方面，“百万庄北里居民住房改善”项目的资金平衡方式是待项目开发完工后，所征收的拆迁成本经相关部

门审计确认后公司据此确认项目开发成本。随后，该项目后期建设的安置房销售和商业出租产生的现金流将用来补偿成本；“光源里棚户区改造项目”资金平衡的途径比较多样化，包括政府回购住宅、居民回迁安置超标面积补差款以及自持的商业和车位。

表 6 截至 2017 年 6 月底公司棚户区改造项目概况

项目名称	项目公司名称	类型	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	未来投资 (亿元)
百万庄北里居民住房改善项目	北京天恒房地产股份有限公司	传统型棚户区改造	42.10	26.97	15.13
光源里棚户区改造项目	北京天恒正合置业有限公司	传统型棚户区改造	127.60	63.82	63.78
北中轴线核心保护区·什刹海地区旧城保护示范项目	北京天恒正宇投资发展有限公司	特殊型棚户区改造（人口疏解）	83.00	49.74	33.26
合计	--	--	252.70	140.53	112.17

资料来源：公司提供

“百万庄北里居民住房改善”项目建筑面积 26.83 万平方米，总投资 42.10 亿元，其中政府注资 2 亿元，被征收人共计 1242 户，已于 2014 年 8 月开工，截至 2017 年 6 月底，已完成投资 26.97 亿元，已完成征收 1277 户，目前处于拆迁和建设阶段。

“光源里棚户区改造项目”建筑面积 57.88 万平方米，总投资 127.60 亿元，其中政府注资 22.52 亿元，被征收人 2137 户，征收单位 91 个，截至 2017 年 6 月底，已完成投资 63.82 亿元，已完成征收 2137 户，目前尚处于拆迁及建设阶段。

“北中轴线核心保护区·什刹海地区旧城保护示范项目”属公司新型棚户区改造模式，项目总面积（钟鼓楼至景山公园）589.8 万平方米，项目规划总投资 83 亿元，其中政府出资 25 亿元，截至 2017 年 6 月底，已完成投资 49.74 亿元。该保护和修缮项目将主要关注于该项目的风貌保护、人口疏解、基础设施改造及产业提升等工作，什刹海文保区一期试点启动项目约为 15.56 万平方米。天恒正宇将在项目实施风貌保护和院落修缮后，设计改造区域内以明

清风格单体建筑为主沿街商铺，通过引入和配置特色商业、艺术加工坊以及文化互动旅游产业，实现区域产业调整。具体来看，公司将通过不同途径获取的资产分为单体商业、临街商铺、独立院落、连片院落、文保单位、停车位等资产类别，该项目的收入来源将主要为后期所建的商业运营收入，盈利模式大概分为自营、合作运营、出租及出售等。

截至 2017 年 6 月底，什刹海人口疏解工作已顺利完成人口疏解居民签约 413 户；实现腾退院落 182 处，其中整院 112 个，涉及居民 903 户；建筑面积 1.5 万平方米。联合资信关注到，由于人流疏解工作进程较慢且难以估计，该项目运作周期存在较大不确定性。

表 7 近年来公司棚户区改造项目开发情况

指标	2014 年	2015 年	2016 年
开工面积（万平方米）	0.08	7.64	3.22
竣工面积（万平方米）	0.11	0.08	0.09
结算面积（万平方米）	0.00	0.00	0.08

资料来源：公司提供

2014~2016 年，公司棚户区改造项目开复工

面积分别为0.08万平方米、7.64万平方米和3.22万平方米。2015年，公司开复工面积同比增幅较大，主要为百万庄项目和什刹海项目的大幅开工所致。2016年，公司实现开复工面积3.22万平方米，竣工面积0.09万平方米。预计2017年“百万庄北里居民住房改善”项目竣工及开发完成后，将确认部分收入。截至目前，该项目尚未确认收入。

截至2017年6月底，公司拟建棚户区改造项目主要是丰盛危改小区东区A区项目、丰盛东区B-G项目和怀柔区刘各长村项目，建设用地面积分别为1.43万平方米、6.60万平方米和34.56万平方米。上述三个项目总投资合计126.24亿元，截至目前已投资6.40亿元，大部分为政府出资款。

土地一级开发

公司土地一级开发业务主要由公司子公司

北京西都地产发展有限公司和天恒股份承担，土地一级开发业务的内容主要是参与危旧房改造及道路拆迁等项目的土地征收、拆迁及平整工作。土地一级开发的运营模式为：征收拆迁及平整土地阶段的资金由公司自筹，待完成开发政府收储，土地完成“招拍挂”以后，政府按照成本加成的方法（政府核定成本的8%~15%）向公司支付回购资金。公司土地一级开发业务均为自主开发。

2014~2015年，公司在建的土地一级开发项目处于项目前期，未达到竣工决算结转收入的条件，公司无土地一级开发收入；2016年公司已完工的一级开发项目“丰盛西区C区及配套市政项目”和“桃园F1项目”达到收入确认条件，公司2016年的土地一级开发收入主要来自上述两个项目。

表8 截至2017年6月底主要土地一级开发在建项目

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	项目进度
桃园A7、A8项目	18.64	2001	2018	41.00	36.67	滞留居民，待完成拆迁
桃园E5E6项目	1.30	2001/9	2018	2.00	1.17	滞留居民，待完成拆迁
新街口北大街市政道路拆迁项目	5.11	2002/1动迁， 2016/4开工	工程建设主体市公联公司，于 2016年12月完成道路扩建工程	13.60	11.34	2016年4月完成 道路用地拆迁
西直门内大街市政道路拆迁项目	6.09	2002/1	2017/12	10.60	7.75	滞留居民，待完成拆迁
昌平南口农场项目	31.83	2013/6	2018/6	3.49	3.02	办理农转用手续
桃园F2F3项目	0.70	2001/9	2018	3.00	0.56	滞留居民，待完成拆迁
合计	63.67	--	--	73.69	60.51	--

资料来源：公司提供

截至2017年6月底，公司土地一级开发在建项目主要有“桃园A7、A8项目”、“桃园E5、E6项目”、“新街口北大街市政道路拆迁项目”、“西直门内大街市政道路拆迁项目”、“昌平南口农场项目”和“桃园F2F3项目”，上述项目预计总投资73.69亿元，已完成投资60.51亿元，尚需投资13.18亿元。

总体来看，公司棚户区改造和土地一级开发项目规模大，主要在建及拟建项目投资规模

为452.63亿元，截至2017年6月底已完成投资207.44亿元，未来尚需投资245.19亿元。该类项目开发周期长，回报周期较长，公司未来面临一定资金压力。

4. 百货零售、物业管理与金融类业务

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

积约 30 余万平方米，涉及各类房地产经营项目投资与投资管理。

华兴新业主要持有新街口商场、地百商场、望京南湖中园 201 号、地安门外大街 158 号、西西友谊酒店及复兴商业城等多处商贸及经营物业。其中北京市新街口百货有限公司位于西单商脉北端，始建于 1959 年，至今已有五十多年的发展历史，2011 年重装开业后总面积近五千平方米，产品种类丰富，品牌优势明显。

西都地产投资并管理海南新燕泰大酒店，该酒店定位为高档商务会议型酒店。酒店位于海南省南渡江与大海的交汇处，距海口市中心 10 公里、距离火车站 30 公里，交通便利。该酒店总建筑面积 4.9 万平方米，主楼高 19 层，包括总统套房在内具有不同风格的客房 358 间套，13 间多种功能的现代化会议室，设施齐全。

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（以下简称“天恒瑞海”）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。

2015 年，公司销售商品收入为 3.63 亿元，同比下降 25.33%，主要是商场黄金业务销售收入下滑所致，2016 年，公司实现销售商品收入 3.64 亿元，同比基本持平；2014~2016 年，公司物业管理收入基本保持稳定，2016 年公司物业管理收入 0.20 亿元，较上年变化不大。

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。天厚资本提出了“3+3 基金计划”，主要包括：（1）创新打

造 3 支债务性产业投资基金，分别是规模 100 亿元的天恒城市发展（基础设施）与产业提升基金、规模 100 亿元的天恒大健康产业投资基金、规模 100 亿元的天恒京津冀协同发展基金，以配合集团快速布局社区医疗及养老养生、停车、文化、物流等相关产业；（2）创新打造 3 支权益性私募投资基金，分别是规模 200 亿元的天恒新安贞医疗投资基金、规模 30 亿元的天恒优质不动产私募投资基金、规模 20 亿元的天恒零售型私募投资基金，以配合集团快速掌握核心医院和医疗资源、培育不动产资产证券化的基础资产以及探索持有类物业对接金融产品的盈利模式。

总体上看，公司主业以房地产、棚户区改造和土地一级开发为主，其中房地产业务中的住宅地产是公司主要且可持续的利润来源，保障房建设毛利率有限且可持续性不强；棚户区改造和土地一级开发业务所需投资规模大且开发回款周期长，使公司面临一定资金压力，受集中结转收入影响，2016 年公司土地一级开发业务成为公司重要的收入来源；此外公司还涉足商场、物业及房屋租赁等多个行业，其中商品销售和房屋租赁收入已成为公司营业收入和利润的有效补充。

5. 经营效率

2014~2016 年，公司存货周转次数分别为 0.13 次、0.11 次和 0.23 次；总资产周转次数分别为 0.11 次、0.09 次和 0.13 次，数值均偏低。2014~2016 年，公司销售债权周转次数分别为 14.28 次、14.52 次和 2.76 次，2016 年下降幅度较大是因为当年结转土地一级开发收入的同时确认大量应收账款所致。总体看，公司经营效率偏低。

6. 未来发展

未来，公司将持续“打造国内最具影响力的城镇运营商及历史文化名城保护发展运营商”，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。

此外，公司未来业务将向养老、医疗等“大健康”产业方向继续拓展，包括产业投资、房地产开发、商业物业等方面，进一步实现业务多元化。

总体看，公司未来发展规划明确，随着公司在建项目的逐步推进及经营规模提升，公司整体收入规模和盈利能力有望增强。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2014~2016 年合并财务报告，中喜会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2017 年上半年财务报表未经审计。

合并范围变化方面，2015 年，公司新增合并单位 4 家，包括 1 家二级子公司、1 家三级子公司和 2 家四级子公司，均为新设成立；减少 1 家四级子公司；2016 年，公司新增合并单位 4 家，包括 2 家二级子公司和 2 家四级子公司，均为新设成立；减少 1 家二级子公司；截至 2016 年底，公司纳入合并范围共计 46 家子公司，其中二级子公司 15 家，三级子公司 25 家，四级子公司 6 家。总体看，合并范围的变化对公司财务数据影响较小且对当期公司营业构成及收入水平影响极小，公司财务数据的可比性较强。

会计政策变更方面，公司自 2015 年 1 月 1 日起，将投资性房地产由成本计量模式转换为公允价值计量模式，并按会计准则的规定对 2015 年度财务报表年初数进行追溯调整，调增年初投资性房地产 8.19 亿元，递延所得税负债增加 2.21 亿元。本评级报告 2014 年度财务数据采用 2015 年度审计报告期初数。

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

截至 2017 年 6 月底，公司合并资产总额 608.47 亿元，所有者权益 133.24 亿元（其中少数股东权益 14.71 亿元）；2017 年 1~6 月，公司（合并）实现营业收入 7.08 亿元，利润总额 -0.98 亿元。

2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 45.14%。截至 2016 年底，公司资产总额 592.32 亿元，同比增加 47.39%，主要系公司流动资产增加所致。其中，流动资产占比 94.12%，非流动资产占比 5.88%，流动资产占比高。

流动资产方面，2014~2016 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 47.12%。截至 2016 年底，公司流动资产合计 557.48 亿元，同比增加 51.55%，主要系货币资金、应收账款及其他应收款增长较快所致。公司流动资产主要包括货币资金（占比 19.57%）、应收账款（8.22%）、其他应收款（占比 28.80%）和存货（占比 43.04%）。

2014~2016 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 36.19%。截至 2016 年底，公司货币资金余额为 109.07 亿元，同比增加 39.58%，主要为商业房地产项目销售资金回流和项目到位的资本金增加所致。其中，银行存款占比 99.92%，其他货币资金及现金占比较少。截至 2016 年底，公司及下属子公司使用受

限制的现金和现金等价物为 0.18 亿元。

2014~2016 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 429.13%。截至 2016 年底，公司应收账款为 45.83 亿元，是 2015 年的 17.32 倍，其中应收北京市土地整理储备中心 43.56 亿元以及应收北京万联中天房地产开发有限公司土地转让款 1.13 亿元。应收账款中有 43.56 亿元质押于中信银行总行营业部及北京媒体村支行用于取得银行贷款。总体看，公司应收账款欠款单位主要是政府部门，坏账可能性较低。截至 2016 年底，公司按账龄计提坏账准备的应收款占比较小（占比 2.32%），计提比例 2.71%，其他未计提坏账准备。

2014~2016 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 88.87%。截至 2016 年底，公司其他应收款账面余额为 160.53 亿元，同比上升 266.86%，主要为西城区光源里棚户区改造项目指挥部办公室政府拆迁借款（76.27 亿元）、北京恒合悦兴置业有限公司往来款（21.42 亿元）、西城区百万庄北里居民住房改善项目指挥部办公司政府拆迁征收款（16.01 亿元）、北京市土地整理储备中心土地保证金（15.97 亿元）和北京市保障性住房建设投资中心安置房垫付款（15.81 亿元）。公司按账龄计提坏账准备的其他应收款占比较小（占比 0.09%），坏账计提比例为 4.84%；其他未计提坏账准备。

2014~2016 年，公司存货波动增长，年均复合增长 26.68%。截至 2016 年底，公司存货账面价值 239.97 亿元，同比下降 1.18%。公司对存货已计提 28.67 万元跌价准备，系子公司北京市复兴商业城有限公司因黄金价格下跌而计提的存货跌价准备。截至 2016 年底，公司存货构成主要由开发成本（占比 88.48%）和开发产品及安置房（占比 11.47%）构成。开发成本主要由在建的天恒·柴号院、水岸一号、周口店项目、天恒·龙泽府等商品房项目，长阳定向安置房项目等保障房项目，以及丰盛危改小区 C 区、丰盛危改小区东区（B-G 区）棚户区改造、西城区桃园二期危改小区 I 期、II 期工

程等土地一级开发项目组成。开发产品及安置房主要是已经竣工的保障房及商品房项目以及公司在实施各类危改小区项目时购买和自建的安置房。

非流动资产方面，2014~2016 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 21.44%。截至 2016 年底，公司非流动资产合计 34.84 亿元，同比增加 2.42%，主要系长期股权投资和在建工程大幅增加所致。公司非流动资产主要包括长期股权投资（占比 31.53%）、投资性房地产（占比 35.66%）、固定资产（占比 20.46%）和在建工程（占比 6.04%）。

2014~2016 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 221.61%。截至 2015 年底，公司长期股权投资为 7.05 亿元，较年初增加 564.18%，主要是增加对合营企业北京金天恒置业有限公司的投资所致；截至 2016 年底，公司长期股权投资为 10.96 亿元，同比增长 55.30%，主要系本期新增对联营企业北京悦恒置业有限公司的股权投资所致。

2014~2016 年，公司投资性房地产波动中有所增长，年均复合增长 5.16%。公司投资性房地产采用公允价值模式计量。截至 2016 年底，公司投资性房地产合计 12.42 亿元，同比增长 5.20%，其中自用房地产或存货转入 0.29 亿元、公允价值变动损益 0.32 亿元。

2014~2016 年，公司固定资产有所下降，年均复合下降 4.47%。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值合计 7.13 亿元，同比减少 4.54%，主要由房屋及建筑物、办公和机械设备构成。

2014~2016 年，公司在建工程波动增长，年均复合增长 103.51%。截至 2016 年底，公司在建工程 2.10 亿元，同比增长 314.18%，主要系地百商场装修改造项目本期新增投资所致。

截至 2017 年 6 月底，公司资产总额为 608.47 亿元，较 2016 年底增长 2.73%，其中货币资金 66.34 亿元，较 2016 年底下降 42.73%，存货 270.23 亿元，较 2016 年底增长 30.26%；

其他应收款 182.43 亿元，较 2016 年底增长 21.90%。截至 2017 年 6 月底，公司资产总额中流动资产占 94.10%，非流动资产占 5.90%，资产构成较 2016 年底变化不大。

总体上看，公司资产以流动资产为主，流动资产中，棚户区改造、土地一级开发和房地产开发成本等存货占比大，流动性较弱；其他应收款和应收账款规模大，回收时间具有不确定性，对公司资金形成较大占用。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 22.79%。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 125.16 亿元，较年初增长 40.10%，增长主要来自股东对公司以实物及货币的增资。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 134.69 亿元，同比增长 7.62%，其中归属于母公司所有者权益 119.91 亿元，占比 89.02%。

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

截至 2017 年 6 月底，公司所有者权益为 133.24 亿元，较 2016 年底下降 1.08%，主要是未分配利润下降所致；所有者权益结构较 2016 年底变化不大。

总体看，公司所有者权益稳定性好。

负债

2014~2016 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 54.45%。截至 2016 年底，公司负债合计 457.62 亿元，同比增加 65.39%，主要系公司长期借款和预收款项增加所致。负债结构方面，流动负债占 22.98%，非流动负债占 77.02%，负债结构以非流动负债为主。

流动负债方面，2014~2016 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 41.99%。截至 2016 年底，公司流动负债合计 105.17 亿元，同

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

2014~2016 年，公司应付账款波动中有所增长，年均复合增长 12.55%。截至 2016 年底，公司应付账款账面余额 6.43 亿元，同比下降 6.95%，主要由未付工程款和预提费用构成。

2014~2016 年，公司预收款项快速增长，年均复合增长 270.44%。截至 2016 年底，公司预收款项 35.47 亿元，同比增长 689.34%，主要系公司天恒世界集、天恒乐墅柒号院等商品房项目的房屋销售预收款增加所致。

2014~2016 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 40.31%。截至 2016 年底，公司其他应付款账面余额 16.60 亿元，同比增加 114.86%，主要包括与关联公司和其他公司的往来款项、股东借款和拆迁补偿款等。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债有所增长，年均复合增长 8.47%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债账面余额为 39.33 亿元，同比增加 7.39%，主要包括公司本身及下属子公司一年内到期的银行贷款和长期应付款。

非流动负债方面，2014~2016 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 58.86%。截至 2016 年底，公司非流动负债合计 352.46 亿元，同比增加 62.18%，主要由长期借款（占比 70.80%）、应付债券（占比 22.60%）和专项应付款（占比 5.84%）组成。

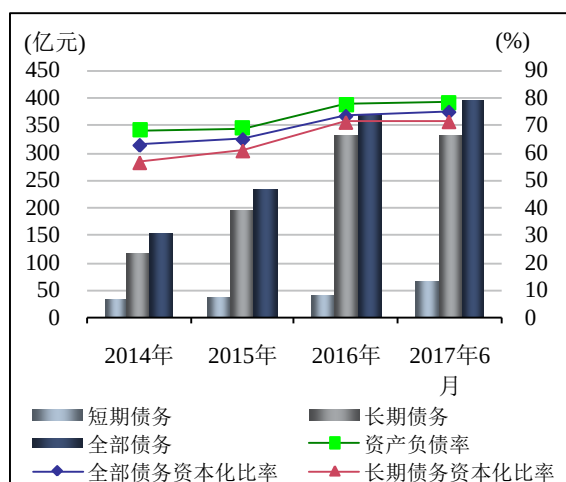
2014~2016 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 65.51%。截至 2016 年底，公司长期借款 249.55 亿元，同比增长 86.56%，包含抵押借款 22.92 亿元、质押保证借款 30.00 亿元、保证借款 138.06 亿元和信用借款 24.35 亿元。

2014~2016 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 130.46%。截至 2016 年底，公司应付债券 79.67 亿元，同比增长 33.53%，主要

系公司 2016 年非公开发行公司债券所致。

2014~2016 年，公司专项应付款基本保持稳定。截至 2016 年底，公司专项应付款 20.60 亿元（同比下降 3.80%），主要由棚户区改造相关项目应付政府拨款构成。

图 2 近年来公司有息债务情况



资料来源：公司审计报告

有息债务方面，2014~2016 年，公司全部债务快速增长，年均复合增长 56.50%。截至 2016 年底，公司有息债务总额 368.82 亿元，同比增加 59.63%，其中短期债务 39.61 亿元，长期债务 329.21 亿元。

债务指标方面，2014~2016 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率的均值分别为 72.93%、68.64% 和 64.99%。截至 2016 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上一年有所增长，分别为 77.26%、73.25% 和 70.97%，债务负担重。

截至 2017 年 6 月底，公司负债合计 475.24 亿元，同比增长 3.85%，其中预收款项 63.55 亿元，较 2016 年底增长 79.17%；一年内到期的非流动负债 64.14 亿元，较 2016 年底增长 63.11%；长期借款 228.03 亿元，较 2016 年底下降 8.62%。截至 2017 年 6 月底，公司负债中流动负债占 30.16%，非流动负债占 69.84%，流动负债占比较 2016 年底有所上升。有息债务方面，截至 2017 年 6 月底，公司全部债务为 395.05

亿元，较 2016 年底增长 7.11%，其中短期债务 65.77 亿元，较 2016 年底增长 66.07%，长期债务 329.27 亿元，较 2016 年底增长 0.02%。债务指标方面，截至 2017 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较 2016 年底有所上升，分别为 78.10%、74.78% 和 71.19%。

总体看，随着公司加大开发力度，外部融资需求的增长使有息债务规模快速增长，公司债务负担持续加重。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入和营业成本均快速增长，年均复合增速分别为 62.15% 和 77.94%，营业成本增速快于营业收入；2016 年，公司实现营业收入 66.65 亿元，同比增长 121.79%，主要系 2016 年丰盛 C 区和桃园 F1 土地一级开发项目新增结转收入 42.29 亿元所致；同期，公司营业成本为 56.66 亿元，同比增长 173.98%。

期间费用方面，2014~2016 年，公司期间快速增长，年均复合增长 29.13%；期间费用率有所下降，分别为 14.24%、14.14% 和 9.03%。2016 年公司期间费用合计 6.02 亿元，同比增长 41.65%，占营业收入的比重为 9.03%，同比下降 5.11 个百分点。其中，公司销售费用 2.06 亿元，同比上升 63.17%；管理费用 3.57 亿元，同比增长 10.07%；财务费用 0.39 亿元，同比增加 0.65 亿元，主要是债务规模扩大所致。

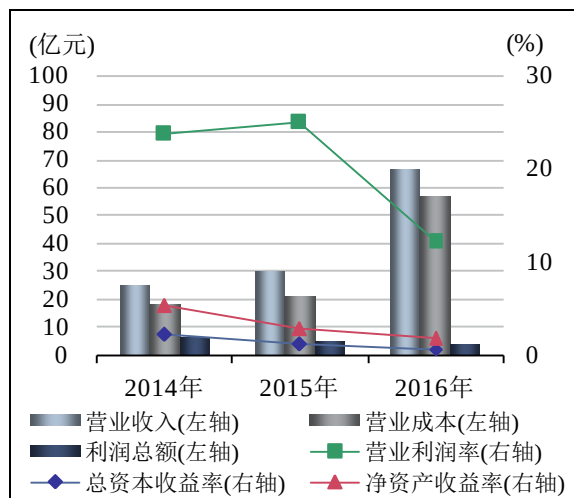
2014~2016 年，公司投资收益波动下降，年均复合下降 65.96%。2016 年，公司实现投资收益 0.10 亿元，同比下降 90.72%，主要是公司当期取得的理财投资收益和持有至到期投资的投资收益下降所致。

2014~2016 年，公司营业外收入波动下降，年均复合下降 25.25%。公司营业外收入主要是政府补助。2014 年公司营业外收入中来自政府补助的金额为 2.76 亿元，主要是市政道路补助资金（新北大街市政道路补助资金 1.54 亿元、

阜丰路南段市政道路补助资金 0.58 亿元、永泰市政道路补助资金 0.15 亿元、新如意胡同补助资金 0.14 亿元和东校场道路补助资金 0.10 亿元等)。2015 年公司营业外收入中来自政府补助的金额为 0.06 亿元, 同比大幅减少, 主要是西城区财政局拨款(国有资本经营预算费用性支出拨款) 0.06 亿元; 2016 年公司营业外收入中来自政府补助的金额为 1.45 亿元, 主要是西直门内大街市政道路建设补贴 0.80 亿元和留题迹胡同东段微循环道路工程补助资金 0.64 亿元; 公司营业外收入的波动对公司利润总额有较大影响。

2014~2016 年, 公司营业利润波动下降, 年均复合下降 21.38%; 利润总额快速下降, 年均复合下降 23.07%。2016 年, 公司实现营业利润 2.25 亿元, 同比下降 53.03%; 实现利润总额 3.82 亿元, 同比下降 21.55%; 实现净利润 2.46 亿元, 同比下降 31.53%。

图 3 近年来公司经营情况



资料来源：公司审计报告

从盈利指标来看, 2014~2016 年, 公司盈利能力持续下滑, 总资本收益率和净资产收益率持续下降, 营业利润率波动下降, 上述三项指标三年均值分别为 1.32%、3.36%和 20.22%。2016 年, 公司营业利润率、总资本收益率及净资产收益率分别为 12.14%、0.49%和 1.83%, 同比分别下降 12.73 个、0.64 个和 1.05 个百分点, 主要是受项目结算周期影响, 毛利率较高

的商品房销售结算收入占比较少, 而毛利率较低的土地一级开发结转收入占比较高所致。

2017 年 1~6 月, 公司实现营业收入 7.08 亿元, 为去年同期的 2.08 倍; 利润总额-0.98 亿元, 较去年同期减亏 0.44 亿元。盈利指标方面, 2017 年 1~6 月, 公司营业利润率为 34.36%, 较 2016 年上升 22.22 个百分点, 主要是结转住宅项目毛利率较高所致。2017 年 1~6 月, 公司管理费用为 2.16 亿元, 较上年同期增长 19.44%, 主要是随着公司拿地增加, 项目公司管理费用增加所致。

总体看, 近年来公司收入规模增长迅速; 但由于受营业外收入波动下降和土地一级开发业务盈利能力弱影响, 公司盈利指标下滑明显, 盈利能力弱; 预计随着后续商品房项目陆续进入结算周期, 公司的盈利状况将会有所改善。

5. 现金流

经营活动方面, 2014~2016 年, 公司经营产生的净现金流持续表现为净流出, 净流出规模三年分别为 51.65 亿元、61.32 亿元和 57.60 亿元。2016 年, 公司经营产生的现金流量净额为-57.60 亿元, 净流出规模较去年下降 6.06%。具体看, 2016 年经营活动现金流入 124.95 亿元, 同比增长 106.98%, 主要是受商业地产项目预收款增加和公司往来款随项目规模扩张而增加所致。其中, 公司销售商品、提供劳务收到现金 57.03 亿元, 同比增长 86.64%; 公司收到其他与经营活动有关现金 67.93 亿元, 同比增长 127.83%, 主要由往来款和保证金组成。2016 年经营活动现金流出 182.56 亿元, 同比增长 50.02%, 主要是受光源里棚户区改造项目征收拆迁款拨付增加所致。其中, 公司支付其他与经营活动有关现金 131.43 亿元, 是 2015 年的 6.57 倍, 主要是征收收款和保证金; 公司购买商品、接受劳务支付的现金为 42.99 亿元, 同比下降 55.77%。2016 年, 公司现金收入比为 85.56%, 同比下降 16.11 个百分点, 收入实现质量有所下降。

投资活动方面, 2014~2016 年, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为 3.06 亿元、-9.01 亿元和-3.59 亿元。2016 年, 公司投资活动产生的现金净流量为-3.59 亿元, 净流出规模较 2015 年下降 60.12%。具体看, 投资活动现金流入 3.39 亿元, 同比上升 204.86%, 其中收回投资收到的现金 1.13 亿元, 同比上升 117.70%; 收到其他与投资活动有关的现金 1.50 亿元, 为理财产品到期赎回产生的。投资活动现金流出 6.98 亿元, 同比下降 31.02%, 其中投资支付的现金为 4.24 亿元, 同比下降 57.76%, 主要是股权类投资支出; 支付其他与投资活动有关的现金 1.97 亿元, 全部用于购买银行理财产品。

筹资活动方面, 2014~2016 年, 公司筹资活动产生的现金流量净额快速增长, 年均复合增长 29.23%, 三年分别为 55.10 亿元、89.71 亿元和 92.01 亿元。2016 年, 公司筹资活动产生的现金流量净额为 92.01 亿元, 同比上升 2.57%。具体看, 筹资活动现金流入 271.93 亿元, 同比上升 22.65%, 其中取得借款收到现金 264.45 亿元, 同比上升 39.44%; 筹资活动现金流出 179.91 亿元, 同比增长 36.30%, 其中偿还债务支付现金 164.99 亿元, 同比上升 39.17%。

2017 年 1~6 月, 公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额均为负值, 分别为-29.64 亿元、-5.40 亿元和-7.69 亿元; 2017 年 1~6 月, 公司现金收入比为 483.76%, 收入实现质量较 2016 年大幅提升, 主要是房地产项目预售款增长所致。2017 年, 公司投资支付的现金为 11.12 亿元, 主要是对子公司增资支付的现金。

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

6. 偿债能力

从短期偿债能力看, 2014~2016 年底, 公司流动比率和速动比率的均值分别为 547.76%

和 239.84%, 截至 2017 年 6 月底, 公司流动比率和速动比率分别为 399.51%和 210.95%, 分别较 2016 年底下降 130.58 个百分点和 90.96 个百分点; 2014~2016 年, 公司经营现金流动负债比均为负值, 经营净现金流对公司短期债务不具备保障能力; 2014~2016 年底, 公司现金类资产的均值为 82.01 亿元, 截至 2017 年 6 月底, 公司现金类资产为 66.34 亿元, 为同期短期债务的 1.01 倍。整体看, 公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力看, 2014~2016 年, 公司全部债务/EBITDA 分别为 21.31 倍、40.18 倍和 72.53 倍; EBITDA 利息倍数分别为 0.77 倍、0.52 倍和 0.35 倍。整体看, 公司长期偿债能力弱。

截至 2017 年 6 月底, 公司对外担保金额 5.00 亿元, 担保比率为 3.75%, 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。截至 2016 年底, 公司对其持股比例为 49.00%。总体看, 公司对外担保金额较小, 对外担保风险可控。

公司与多家商业银行等金融机构建立了良好的合作关系, 截至 2017 年 6 月底, 公司共获得银行授信金额为 482.29 亿元, 其中未使用额度为 144.02 亿元, 公司间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告(银行版)》(机构信用代码: G1011010202340860P), 截至 2017 年 9 月 27 日, 公司无不良信贷记录, 过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司是北京市西城区大型国有独资集团企业、北京市及西城区保障性住房建设、住房及商业地产项目建设、旧城历史文化保护项目等相关建设项目的重要主体。基于对房地产行业发展趋势的基本判断, 以及公司在地理区位、业务结构、土地储备和财务状况等方面因素的综合判断, 公司整体抗风险能力较强。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对现有债务的影响

本期中期票据为永续中票，在财务处理上列入所有者权益，但其有债务特性，联合资信将其视为债务处理。

本期中期票据发行额度为20亿元，占2017年6月底全部债务和长期债务的比例分别为5.06%和6.07%，对公司现有债务结构影响不大。

截至2017年6月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为78.10%、74.78%和71.19%，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，上述指标将升至78.80%、75.70%和72.39%，公司债务负担进一步加重。考虑到部分募集资金将用于偿还到期债务，实际债务指标或低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016年，公司经营活动现金流入量分别为40.68亿元、60.37亿元和124.95亿元，分别为本期中期票据的2.03倍、3.02倍和6.25倍；同期，公司经营活动现金净流量均为负值，对本期中期票据不具备保障能力。公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

2014~2016年，公司EBITDA分别为7.07亿元、5.75亿元和5.09亿元，分别是本期公司债券的0.35倍、0.29倍和0.25倍。公司EBITDA对本期中期票据保障能力弱。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

十、结论

公司作为北京市西城区的大型国有独资企业以及北京市及西城区保障房建设、棚户区改造和旧城历史文化保护项目等相关建设项目的重要主体，具备区域性品牌优势和一定的综合实力。

随着国家对保障房建设和棚户区改造的政

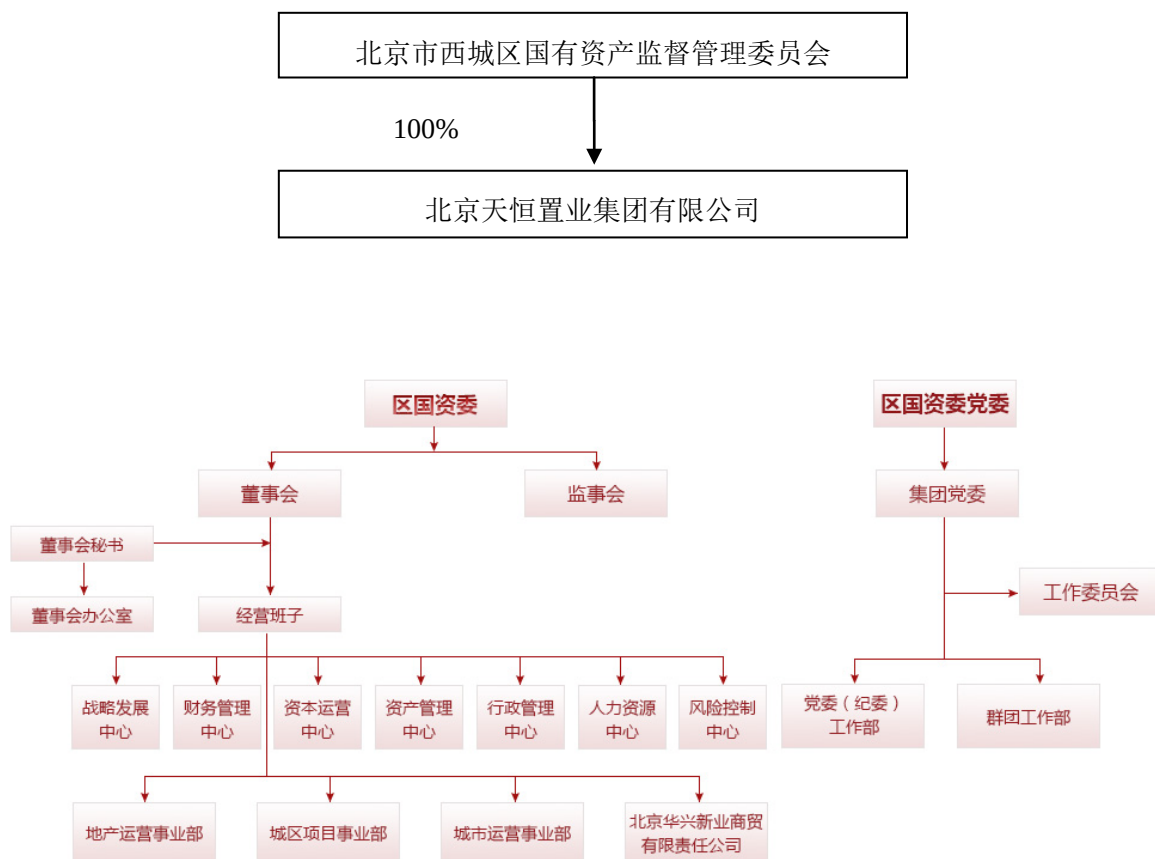
策推动及北京市对保障房建设和棚户区改造财力支持的加大，公司传统业务将获得进一步发展的空间；随着公司现有项目的逐步推进，未来公司经营规模和整体盈利能力有望得到进一步提升。

近年来随着公司资产规模和收入规模持续增长，公司债务规模扩张迅速，债务负担不断加重，且在建项目投资规模大，公司存在一定资金平衡压力。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他债务融资工具相关特征接近。

综合考虑，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险低，安全性高。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	58.81	78.14	109.07	66.34
资产总额(亿元)	281.17	401.86	592.32	608.47
所有者权益(亿元)	89.34	125.16	134.69	133.24
短期债务(亿元)	34.70	37.62	39.61	65.77
长期债务(亿元)	115.89	193.42	329.21	329.27
全部债务(亿元)	150.59	231.04	368.82	395.05
营业收入(亿元)	25.35	30.05	66.65	7.08
利润总额(亿元)	6.45	4.87	3.82	-0.98
EBITDA(亿元)	7.07	5.75	5.09	--
经营性净现金流(亿元)	-51.65	-61.32	-57.60	-29.64
财务指标				
销售债权周转次数(次)	14.28	14.52	2.76	--
存货周转次数(次)	0.13	0.11	0.23	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.09	0.13	--
现金收入比(%)	78.51	101.67	85.56	483.76
营业利润率(%)	23.66	24.86	12.14	34.36
总资本收益率(%)	2.19	1.13	0.49	--
净资产收益率(%)	5.39	2.87	1.83	--
长期债务资本化比率(%)	56.47	60.71	70.97	71.19
全部债务资本化比率(%)	62.76	64.86	73.25	74.78
资产负债率(%)	68.23	68.85	77.26	78.10
流动比率(%)	493.71	619.46	530.09	399.51
速动比率(%)	207.06	210.53	301.91	210.95
全部债务/EBITDA(倍)	21.31	40.18	72.53	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.77	0.52	0.35	--
经营现金流动负债比(%)	-99.00	-103.26	-54.77	--

注：2014 年度财务数据为 2015 年度审计报告期初数；；其他应付款和长期应付款中的有息债务调整至短期债务和长期债务；资本化利息支出由公司计提，采用现金流口径的统计数据。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 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 4-2 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 4-3 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。

联合资信评估有限公司关于 北京天恒置业集团有限公司 2018 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

北京天恒置业集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

北京天恒置业集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对北京天恒置业集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，北京天恒置业集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注北京天恒置业集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现北京天恒置业集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对北京天恒置业集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如北京天恒置业集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对北京天恒置业集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与北京天恒置业集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。