信用评级公告

联合〔2021〕4759 号

联合资信评估股份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^+，“21 天恒置业 CP001”“21 天恒置业 CP002”的信用等级为 A-1，“20 天恒置业 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

北京天恒置业集团有限公司2021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
发行人主体	AA+	稳定	AA+	稳定
21天恒置业CP002	A-1	稳定	A-1	稳定
21天恒置业CP001	A-1	稳定	A-1	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
21天恒置业CP002	15.00亿元	15.00亿元	2022/05/10
21天恒置业CP001	20.00亿元	20.00亿元	2022/03/11
20天恒置业MTN001	9.00亿元	9.00亿元	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

评级时间：2021年6月25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

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”）是北京市西城区保障房建设、棚户区改造及土地一级开发项目、住宅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。跟踪期内，公司持续得到北京市西城区政府在资本金注入及政府补助方面的有力支持。公司房地产开发业务经验丰富，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持续具有一定专营优势。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司债务负担重、基建类项目对公司资金占用较大、房地产业务易受宏观政策调控影响等因素对公司信用水平产生的不利影响。

随着西城区政府对棚户区改造及中心城区疏解整治资金支持力度的加大，公司传统业务将获得进一步发展的空间；公司未来发展规划明确，随着公司在建项目的逐步推进和业务的拓展，公司竞争实力有望得到进一步提升。

综合分析，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，并维持“21天恒置业CP001”“21天恒置业CP002”的信用等级为A-1，维持“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，2020年，西城区全区累计完成地区生产总值5061.1亿元，累计实现一般公共财政预算收入413.8亿元，西城区经济实力强，公司发展的外部环境良好。

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	B	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	2
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		4
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				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

分析师：

张铖　张宁　李志昂　韩晓罡

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

2. **跟踪期内，公司持续获得有力的外部支持。**公司作为北京市西城区保障房建设、棚户区改造及土地一级开发项目、住宅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，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及政府补助等方面的有力支持。

关注

1. **跟踪期内，公司债务负担重，2021－2023年面临一定集中偿付压力。**截至2021年3月底，公司全部债务资本化比率72.54%，整体债务负担重；2021－2023年，公司需分别偿还有息债务96.94亿元、115.11亿元和84.29亿元（到期债务和短期债务差异系到期的永续债影响），公司2021－2023年面临一定集中偿付压力。
2. **公司基建类项目投资回报期长，对公司资金占用较大。**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，盈利实现时点存在一定不确定性。
3. **房地产业务易受宏观政策调控影响。**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，公司房地产业务受宏观政策调控影响较大。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	69.32	98.78	125.98	113.73
资产总额(亿元)	703.39	704.40	846.39	850.52
所有者权益(亿元)	182.22	190.06	193.19	180.31
短期债务(亿元)	111.46	155.72	110.58	92.41
长期债务(亿元)	320.18	279.14	381.75	383.82
全部债务(亿元)	431.64	434.86	492.33	476.23
营业收入(亿元)	75.40	46.88	69.02	5.70
利润总额(亿元)	4.33	3.57	4.43	-1.10
EBITDA(亿元)	8.23	8.53	9.85	--
经营性净现金流(亿元)	-35.58	34.03	12.98	-4.11
营业利润率(%)	17.97	32.04	21.39	27.20
净资产收益率(%)	1.84	1.51	1.92	--
资产负债率(%)	74.09	73.02	77.17	78.80
全部债务资本化比率(%)	70.32	69.59	71.82	72.54
流动比率(%)	369.74	297.09	297.07	295.27
经营现金流动负债比(%)	-20.50	15.78	5.17	--
现金短期债务比(倍)	0.62	0.63	1.14	1.23
全部债务/EBITDA(倍)	52.43	50.97	49.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.25	0.37	0.12	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	364.24	422.37	462.51	449.61
所有者权益(亿元)	152.81	160.09	157.26	145.41
全部债务(亿元)	153.43	156.15	206.00	183.95
营业收入(亿元)	6.41	9.61	11.83	3.23
利润总额(亿元)	-1.73	0.09	-0.19	-0.16
资产负债率(%)	58.05	62.10	66.00	67.66
全部债务资本化比率(%)	50.10	49.38	56.71	55.85
流动比率(%)	266.21	183.85	193.74	172.63
经营现金流动负债比(%)	-82.78	6.95	-13.38	--
现金短期债务比（倍）	0.60	0.61	0.96	1.10

注：2021 年一季度财务报表未经审计；将其他流动负债中有息债务计入短期债务核算，将其他应付款中有息部分以及租赁负债纳入公司长期债务核算

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法模型	评级报告
21 天恒置业 CP002	A-1	AA+	稳定	2021/4/28	张铖 张宁 李志昂	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
21 天恒置业 CP001	A-1	AA+	稳定	2021/3/2	张铖 张宁 李志昂	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
20 天恒置业 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/6/29	竺文彬 张铖	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
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

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，联合资信评估股份有限公司（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 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（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

2020 年，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”）对北京天恒置业集团有限公司（以下简称“公司”或“天恒置业”）进行货币增资，合计增加实收资本 17.54 亿元。截至 2020 年底，公司注册资本 98.68 亿元，实收资本为 140.39 亿元，西城区国资委持股 91.90%，金融街资本持股 8.10%（目前公司暂未进行工商登记变更）。公司实际控制人为西城区国资委。

公司经营范围包括保障房建设、棚户区改造、土地一级开发、地产运营、产业运营、物业服务、客房及餐饮服务以及产业投资。跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化；组织结构未发生变化。截至2021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2021年3月底，公司纳入合并范围的一级子公司22家。

截至2020年底，公司资产总额846.39亿元，所有者权益193.19亿元（含少数股东权益24.81亿元）；2020年，公司实现营业收入69.02亿元，利润总额4.43亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额850.52亿元，所有者权益180.31亿元（含少数股东权益24.70亿元）；2021年1－3月，公司实现营业收入5.70亿元，利润总额-1.10亿元。

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

截至本跟踪评级报告出具日，联合资信所评公司债、短期融资券以及中期票据合计余额 44.00 亿元，详见表 1。跟踪期内，“20 天恒置业 MTN001”已按期支付利息，其余债券尚未到付息日。上述债券资金均按募集资金用途使用。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
21 天恒置业 CP002	15.00	15.00	2021/5/10	1 年
21 天恒置业 CP001	20.00	20.00	2021/3/11	1 年
20 天恒置业 MTN001	9.00	9.00	2020/4/24	5 年
合计	**44.00**	**44.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增

长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（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约束地方政府及其融资平台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

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

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，建立了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 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，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同时，政府持续加大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，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台

一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，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。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3　2020 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/会议名称	核心内容及主旨
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 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
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”

2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

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。受城投企业剥离地方政府融资职能，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，非标融资占比高、债券集中到期、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。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，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非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

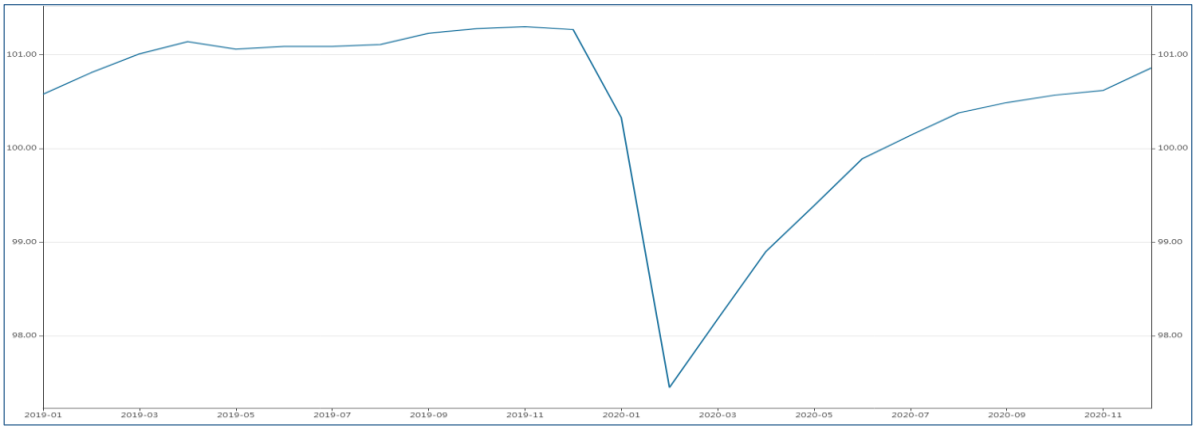
2. 房地产行业

（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，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

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。2020 年初，新冠肺炎疫情导致房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。同时，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影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图 1　2019 年－2020 年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，2020 年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额 0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，累计同比下降 1.1%，相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，增速相较 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

（2）土地市场与信贷环境

2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4 月起明显回升，房企到位资金增速较 2019 年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；土地成交价款 17268.83 亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1－3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和

国内贷款（13.81%）为主。

表 4 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	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合 计	**165962.89**	**100.00**	**178608.59**	**100.00**	**193114.85**	**100.00**

资料来源：Wind，联合资信整理

（3）政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

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”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 5。

表 5　2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

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，房地产信托等非标融资渠道受限；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。2020 年以来房地产融资相关政策具体内容见表 6。

表 6　2020 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 1 月	央行	2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场工作电视电话会议要求，2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 4 月	银保监会	4 月 22 日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020 年 5 月	央行	《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 6 月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020 年 8 月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020 年 10 月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020 年 12 月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自 2021 年 1 月 1 日起实施

资料来源：联合资信整理

3. 区域经济

北京市西城区作为首都功能核心区之一，区位优势突出，经济实力强。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，公司外部发展环境良好。

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 2020 年底，西城区户籍口 148.60 万人，比上年下降 0.90%。

根据西城区政府公开数据显示，2020 年，西城区地区生产总值 5061.10 亿元，比上年增长 1.10%。全区全社会固定资产投资额比上年增长 62.00%。按领域分，房地产开发投资比上年增长 166.90%；城镇固定资产投资（不含房地产开发）比上年增长 10.60%。全区规模以上工业企业完成工业总产值 556.30 亿元，比上年下降 3.00%

根据《北京市西城区 2020 年预算执行情况和 2021 年预算（草案）》，2020 年，西城区一般公共预算收入 413.80 亿元，一般公共预算收入同比下降 4.00%，其中税收收入 389.32 亿元，税收占比 94.08%，财政收入质量好；一般预算支出 418.00 亿元，同比下降 2.29%，财政自给率为 99.00%，财政平衡能力强；2020 年，西城区政府性基金预算收入 0.67 亿元。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司作为北京市西城区保障房建设、棚户区改造及土地一级开发项目、住宅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，在资金注入及政府补助方面持续获得西城区政府的支持。

2020 年，北京市西城区财政局对公司进行货币增资专项用于光源里棚户区改造项目和百万庄及车公庄联动项目，合计增加实收资本 17.54 亿元。2021 年，由于公司将专项用于光源里棚户区改造项目资金 11.50 亿元拨付给公司子公司北京天恒正合置业有限公司，该部分资金计入“递延收益”反映。

2020 年，公司获得政府补助 2879.13 万元。

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。

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 2021 年 6 月 15 日，公司本部无不良或关注类信贷记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高级管理人员、法人治理结构和管理制度方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，受房屋销售收入增长影响，公司营业收入规模较上年大幅增长；由于收入占比较高的房屋销售业务及其他业务毛利率水平均有所下降，公司综合毛利率有所下降。

公司主要从事城区业务（保障房建设、棚户区改造和土地以及开发）、地产运营业务、产业运营业务和金融类业务。

公司主营业务收入由房屋销售收入、销售商品收入、物业管理收入等构成。其他业务收入由房屋租赁收入和其他收入（含利息收入、服务收入、咨询收入等）构成。

2020 年，公司实现营业收入 69.02 亿元，同比增长 47.23%，主要系房屋销售收入增长所致。房屋销售收入为公司营业收入主要构成，2020 年房屋销售收入占营业收入比重为 85.23%，为营业收入的主要构成部分。2020 年公司实现房屋销售收入 58.82 亿元，同比增长 73.20%，其中保障房和商业地产收入规模较上年大幅增长。2020 年，公司商品销售收入较上年减少 42.62%，主要系受疫情影响商业板块受冲击较大，收入规模有所下降所致。公司主营业务其他收入主要包括餐饮及客房受收入，跟踪期内收入规模相对稳定。2020 年，公司其他收入规模有所下降，但在营业收入中有一定占比。

2020 年，公司综合毛利率为 25.77%，较上年下降 15.66 个百分点，主要系受收入占比较高的房屋销售业务毛利率水平及其他业务毛利率水平下降的综合影响。2020 年，公司房地产销售业务毛利率较上年下降 15.16 个百分点，主要系当年确认保障房收入规模较大，其毛利率相对于住宅及商业地产项目毛利率较低所致。

2021年1－3月，公司实现营业收入5.70亿元，相当于2020年全年的8.26%，系公司2020年前一季度地产项目交房规模小所致；同期，公司综合毛利率为31.24%，较上年上升5.47个百分点，主要系其他业务毛利率大幅上升所致。

表 7　公司营业收入和毛利率构成情况　（单位：亿元，%）

项　目	2019年			2020年			2021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	72.45	40.72	58.82	85.23	25.56	3.18	55.81	22.24
其中：住宅	30.65	65.39	44.22	17.82	25.82	39.79	2.38	41.79	27.16
保障房	1.71	3.64	-28.57	20.96	30.37	13.86	0.01	0.23	-0.53
商业	1.60	3.42	47.52	20.04	29.04	25.14	0.79	13.79	7.71
销售商品收入	3.66	7.82	32.51	2.10	3.04	27.59	0.62	10.89	26.64
物业管理收入	0.33	0.70	-20.21	0.12	2.13	-60.72	0.33	0.48	45.90
其他	2.09	4.46	83.50	1.81	2.62	58.77	0.02	0.42	-35.32
主营业务收入小计	**40.04**	**85.42**	**41.70**	**63.06**	**91.36**	**26.13**	**3.95**	**69.24**	**23.31**
房屋租赁收入	1.00	2.13	91.74	1.08	1.57	78.45	0.57	10.03	63.51
其他	5.83	12.45	30.97	4.88	7.07	9.41	1.18	20.72	42.12

其他业务收入小计	6.83	14.58	39.85	5.96	8.64	21.95	1.75	30.76	49.09
合　计	46.88	100.00	41.43	69.02	100.00	25.77	5.70	100.00	31.24

注：尾差系四舍五入所致，公司主营业务中的其他主要包括餐饮收入和客房收入
资料来源：公司提供

2. 经营业务分析

（1）城区业务

城区业务受政策、拆迁进度和房地产市场行情影响大，目前，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，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

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”）和北京正德丰泽房地产开发有限公司（以下简称“正德丰泽”）。公司保障房项目主要为北京市西城区旧城改造对接的经济适用房和两限房，建设开发地块均属于政府划拨地块。保障房项目资金来源主要为政府出资30%、企业自筹70%，公司保障房的购买者需符合政府规定标准并通过摇号进行购买。公司保障房项目资金平衡方式主要通过政府出具资本金、拨入专项资金以及购房者购房款进行平衡。此外，保障房项目配套的商业地产项目进行市场化销售也是公司进行资金平衡的方式之一（该类收入根据房屋性质分别体现在住宅以及商业房屋销售收入）。

截至2021年3月底，公司已完工项目分别为房山区长阳站7号地西城区旧城保护定向安置房（以下简称“房山长阳项目”）以及瑞悦府项目，项目合计投资112.82亿元，累计额投资额107.22亿元，累计实现销售回款82.24亿元。其中，北京房山区长阳站7号地西城区旧城保护定向安置房项目建设已由西城区财政局分别于2010年和2012年注入资本金12亿元，并于2014年拨入保障房项目建设专项资金15.99亿元。2020年，公司实现保障房收入20.96亿元，较上年底大幅增长19.25亿元，主要来自于房瑞悦府项目确认的销售收入20.92亿元。同期，公司保障房业务毛利率由负转正，主要因为瑞悦府项目毛利率较高所致。截至2021年3月底，公司暂无保障房在建和拟建项目。

表 8 截至 2021 年 3 月底公司已完工保障房建设项目情况 （单位：万平方米，亿元，% ）

地点	项目名称	开发主体	权益比例	建筑面积	开工时间	竣工时间	总投资	已投资	销售进度	销售总额	回款情况
北京	房山区长阳站7号地西城区旧城保护定向安置房项目	北京天恒康都房地产开发有限责任公司	100.00	46.00	2011/3	2015/1	41.22	38.95	已完成销售33.59万平方米	21.95	21.95
北京	瑞悦府	北京正德丰泽房地产开发有限公司	19.49	18.14	2018/3	2020/9	71.60	68.27	基本售罄	60.51	60.29
合计				64.14	--	--	112.82	107.22	--	82.46	82.24

资料来源：公司提供
注：北京正德丰泽房地产开发有限公司发行人持股比例为19.49%，为通过协议拥有半数以上表决权成为公司子公司，北京房山区长阳站7号地西城区旧城保护定向安置房项目建设已由西城区财政局分别于2010年和2012年注入资本金12亿元，并于2014年拨入保障房项目建设专项资金15.99亿元。

棚户区改造业务

公司受运营委托方委托，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或政府回购（回购方式尚未确定）。委托方主要负责项目征收的部分，公司为委托方垫付的征收补偿款、征收服务费、评估服务费等计入“其他应收款”，公司主要负责项目建设部分，发生的相关投入计入“存货”。

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”“北中轴线核心保护区•什刹海地区旧城保护示范项目”、“怀柔区刘各长村棚户区改造土地开发项目”项目实施主体分别为天恒股份公司、北京天恒正合置业有限公司（以下简称“天恒正合”）、北京天恒正宇投资发展有限公司（以下简称“天恒正宇”）和北京山天置业有限公司（以下简称“山天置业”）。

截至 2021 年 3 月底，公司主要棚户区改造项目计划总投资 354.57 亿元（其中政府出资 72.93 亿元已全部到位），已完成投资 184.64 亿元。预计未来仍需投资 169.93 亿元，2021－2022 年分别计划投资 39.88 亿元以及 25.31 亿元，资金需求较大。

拟建项目方面，公司拟建棚改项目为丰盛东区B-G区人口疏解及胡同整治项目以及丰盛危改小区东区A区项目，项目总投资额合计91.52亿元，截至2021年3月底已投资额为5.23亿元，尚需投资86.29亿元，目前上述项目均处于前期阶段。

表 9　截至 2021 年 3 月底公司主要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	
							2021 年	2022 年
百万庄北里居民住房改善项目	26.83	2013.09	2024.05	63.85	37.12	12.77	6.85	5.08
光源里棚户区改造项目	57.88	--	--	167.92	78.15	35.16	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	50.42	25.00	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	39.80	18.95	0.00	13.93	1.32
合　计	**704.44**	--	--	**354.57**	**184.64**	**72.93**	**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主要由子公司北京西都地产发展有限公司和天恒股份公司承担。土地一级开发业务的内容主要是参与西城区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“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。

截至 2021 年 3 月底，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，目前通过与政府相关部门沟通，拟以清算入库的方式对整理好的土地进行收储。公司暂无拟建土地整理项目。

表 10　2021 年 3 月底主要在建土地一级开发项目情况（单位：亿元）

项目名称	开工时间	建筑面积	预计总投资	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拆迁项目	2002/1	5.11	13.60	11.42
西直门内大街市政道路拆迁项目	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

公司地产运营项目主要集中在北京，2020年，公司房地产开发节奏变动较大，开复工面积有所下降，房屋竣工面积有所增长；销售方面，实际签约销售额、合同销售面积以及毛利率水平均有所下降，整体盈利水平仍较高。

地产运营业务主要由地产运营事业部进行管理，核心业务为房地产项目的开发与运营，主要由下属子公司天恒股份公司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。公司地产运营业务目定位主要为普通住宅和商业地产，同时也涉足部分高档住宅和高档别墅项目。区域分布方面，公司房地产开发项目大部分集中在北京。

受疫情影响，2020年公司全年开复工面积为276.34万平方米，同比减少6.93%。2020年，公司竣工面积较上年增长161.73%，主要系施工条件不同所致。2020年，公司地产运营项目实际销售签约金额及合同销售面积分别同比减少59.06%和66.60%。同期，公司房地产签约销售均价为30343.14元/平方米，较上年下降18.43%，主要系2020年新签约限价房以及共有产权房等占比较高，其销售单价相对较低所致；2021年1－3月，开复工面积达237.21平方米，合同销售面积2.71万平方米。

2020 年，公司实现住宅开发收入 17.82 亿元，同比减少 41.86%，实现商业地产销售收入 20.04 亿元，较上年增加 19.25 亿元。2020 年，公司住宅以及商业地产结转收入的项目主要为乐活城置业、京西悦府以及永定翠庭等。2020 年，公司住宅及商业地产销售毛利率分别较上年下降 4.43 以及 22.38 个百分点，主要系结转收入项目毛利率水平差异大所致，但整体毛利率水平较高。2021 年 1－3 月，公司实现住宅及商业地产销售收入合计房地产销售收入 3.17 亿元，相当于 2020 年的 8.37%，规模较小系受公司房屋销售结转存在滞后。

表 11 公司商业地产和住宅开发业务经营情况

项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
房屋开复工面积（万平方米）	260.31	296.92	276.34	237.21
房屋竣工面积（万平方米）	46.07	24.90	65.17	7.67
合同销售面积（万平方米）	33.43	59.79	24.48	2.71
实际销售签约金额（亿元）	172.01	222.42	74.28	4.39
结算面积（万平方米）	39.04	12.69	14.68	1.12
结算金额（亿元）	61.66	33.96	58.82	3.18

注：结转收入中不包含地下车库销售收入及子公司少量零散房销售收入等
资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司主要地产运营项目尚有可售面积 71.36 万平方米（未将无法统计的中粮天恒智慧谷计算在内），可支撑未来一段时间销售需求；公司主要在建房地产项目合计总投资额 269.44 亿元，累计已投资额 200.17 亿元，尚需投资 69.27 亿元，未来投资规模较大。

表12　截至2021年3月底公司主要在售房地产情况（单位：亿元，%））

项目名称	项目类别	建筑面积	总投资	已投资	销售进度	销售总额	回款情况	未售完原因
天恒 柒号院	商业、限价房	40.99	55.49	41.08	96.40%	31.86	31.86	部分两限房客户认购未签约，需清退后跟建委确定最终回购数量
山天家园	别墅	38.35	27.00	27.00	77.24%	28.81	27.1	别墅山未售部分均为独栋别墅，房屋面积大、总价高，客户群有限
锐创中心（世界集）	商业	18.69	32.28	31.82	61.68%	27.20	26.53	商业限售政策
乐学景苑	住宅	23.30	18.98	16.00	79.23%	17.89	15.15	尾盘销售中
中粮天恒智慧谷	住宅、商办	30.00	99.87	62.56	销售中	30.95	27.63	完工部分已销售，项目整体未完工
水岸一号	住宅、限价房	36.19	50.60	52.26	57.99%	28.17	25.75	完工部分已销售，项目整体未完工
京西悦府	住宅别墅商用体育	17.89	51.81	40.29	34.81%	19.36	12.72	完工部分已销售，项目整体未完工
合计	--	**205.41**	**336.03**	**271.01**	--	**184.24**	**166.74**	--

资料来源：公司提供

表13　截至2021年3月底公司在建房地产项目情况（单位：万平方米，亿元）

项目名称	开发主体	项目类别	权益比例	建筑面积	开工时间	预计竣工时间	预计总投资	已投资	2021 年投资计划	2022 年投资计划
水岸一号	北京天恒乐活城置业有限公司	住宅、限价房	100%	36.19	2016/9	2022/12	50.60	52.26	3.70	2.10
翰学雅居	北京恒海天城房地产有限公司	限竞房	100%	6.42	2019/2	2022/10	24.42	19.95	3.39	1.08
通州台湖项目（恒泰家园）	北京恒泰致远房地产开发有限公司	共有产权房	100%	16.75	2018/12	2021/11	30.89	20.36	5.49	--
京西悦府	北京恒乐置业有限公司	住宅别墅商用体育	恒乐占比99.82%，中粮0.18%	17.89	2017/3	2022/5	51.81	40.29	4.50	1.00
天象文化主题配套社区	四川旅恒实业有限公司	住宅	100%	12.78	2019/9	2022/4	6.07	2.84	2.54	0.47
天恒龙泽府	烟台嘉鸿房地产开发有限公司	住宅/商业	100%	7.11	2020/9	2023/3	5.78	1.91	2.02	1.22
中粮天恒智慧谷	北京恒合悦兴置业有限公司	住宅、商办	51%	30.00	2018/5	2022/11	99.87	62.56	19.36	13.99
合计				**127.14**	--	--	**269.44**	**200.17**	**41.00**	**19.86**

资料来源：公司提供

土地储备方面，截至2021年3月底，天恒置业土地储备占地面积19.84万平方米（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、四川省阆中市和四川省成都市，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14　截至2021年3月底公司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	占地面积	获取时间	已交土地出让金
北京市朝阳区东坝乡单店村 1108-006 地块 R2 二类居住用地	住宅（共有产权房）	朝阳区东坝乡单店村	4.15	2019年	20.60
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	2019 年	1.27
北京市朝阳区孙河乡西甸村、孙河村 2902-88 地块 f1 住宅混合公建用地	住宅混合公建	北京	3.19	2019 年	24.25
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	2019年	1.51
成都市高新区中和街道蒲草村 6、7 组，石河村 11 组 GX2020-08（071）	住宅用地	成都市新程大道以南	4.61	2020 年	15.78
合计	--	--	**19.84**	--	**63.41**

资料来源：公司提供

（3）产业运营业务

公司持有的新街口商场、复兴商业城等商业项目，2020 年受疫情影响收入规模有所下降。商品销售收入及其他业务收入对公司营业收入形成较好补充。

公司产业运营业务主要由产业运营事业部进行管理，具体业务包括百货零售、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，主要持有新街口商场、西西友谊商城及复兴商业城等多处商贸及经营物业，华兴新业通过收取租金实现收益目标。2020 年，公司实现销售商品收入 2.10 亿元，同比减少 42.62%，主要系受疫情影响商业板块受冲击较大，收入规模有所下降。2021 年 1－3 月，公司实现销售商品收入 0.62 亿元，相当于 2020 年的 29.52%。

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。2020 年，公司物业管理收入为 0.12 亿元，较上年下降 0.21 亿元，主要系受疫情影响。同期，公司物业管理业务毛利率持续为负，2020 年为-60.72%，主要系前期投入较大，目前收入规模较小。2021 年 1－3 月，公司实现物业管理收入 0.39 亿元，相当于上年的 118.18%，毛利率由负转正为 45.90%。

公司主营业务中其他业务收入主要包括租金收入、客房收入和餐饮收入等。受疫情影响，2020 年上述业务实现收入 1.81 亿元，同比减少 13.40%，毛利率为 58.77%，较上年下降 24.73 个百分点。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。2020 年实现其他收入 5.96 亿元，同比减少 12.74%。

（4）金融类业务

公司金融类业务逐步拓展，助力公司全面升级，可为公司未来整体收入提供一定补充。目前仍处于发展初期，尚未形成收入。

近年，公司逐步拓展金融类业务，设立产业投资基金，目前尚处于萌芽期。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。天恒正原成立于 2016 年 6 月，初始注册资本 5000 万元。天恒正原与北京厚朴融灏资本管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“厚朴资本”）共同设立北京天厚泰和资本投资管理有限公司（以下简称“天厚资本”），天恒正原公司持股 40%、厚朴资本持股 60%。天厚资本作为公

司房地产金融类板块的主要平台，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”，公司作为劣后级，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。

截至 2021 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

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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2020 年度财务报表，由中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2021 年 1－3 月财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2020 年公司投资设立 12 家子公司，注销 2 家子公司。2021 年 1－3 月公司合并范围无变化。截至 2021 年 3 月底，公司纳入合并范围的一级子公司 22 家。考虑到新增和减少子公司规模较小，公司财务数据的可比性较强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，资产结构以流动资产为主，其中存货和应收类款项占比大，对资金形成较大占用，公司资产质量一般。

2020年底，公司资产较上年底增长20.16%，公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。截至2020年底，公司流动资产较上年底增长16.47%，主要来自于货币资金和存货的增长。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

表15　公司主要资产构成情况（单位：亿元，%）

项目	2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	98.78	14.02	125.83	14.87	113.73	13.37

应收账款	18.49	2.62	19.31	2.28	20.50	2.41
其他应收款	197.62	28.06	129.30	15.28	133.78	15.73
存货	308.89	43.85	458.48	54.17	466.82	54.89
流动资产	**640.59**	**90.94**	**746.08**	**88.15**	**743.81**	**87.45**
长期股权投资	28.37	4.03	22.34	2.64	22.34	2.63
投资性房地产	12.47	1.77	14.33	1.69	14.35	1.69
固定资产	6.11	0.87	18.50	2.19	18.35	2.16
在建工程	6.89	0.98	8.46	1.00	8.54	1.00
其他非流动资产	0.01	0.00	23.22	2.74	23.34	2.74
非流动资产	**63.82**	**9.06**	**100.31**	**11.85**	**106.72**	**11.89**
资产总额	**704.40**	**100.00**	**846.39**	**100.00**	**850.52**	**100.00**

注：“其他应收款”科目不包括“应收利息”和“应收股利”科目
资料来源：公司审计报告及公司一季度财务报告

2020 年底，公司货币资金较上年底增长 27.38%，构成大部分为银行存款，受限资金规模很小。公司应收账款较上年底增长 4.47%。应收账款累计计提坏账 0.04 亿元，计提比例低。公司前五名金额合计占比 99.12%，集中度很高，主要为应收北京市西城区财政局的土地转让款和土地整理款以及北京万联中天房地产开发有限公司的土地转让款等。公司其他应收款较上年底下降 34.57%，主要系于西城区财政局往来款项较上年减少所致。其他应收款主要由往来款（占 92.78%）和保证金、押金、备用金（占 7.13%）构成，前五名金额合计 110.43 亿元，占比 85.40%，集中度较高（主要为公司持股的关联公司）。公司坏账准备金额 60.63 万元，计提比例很小。其他应收款金额较大，对公司营运资金形成较大的占用。公司存货较上年底增长 48.43%，主要系房地产开发进度加快，开发投入增多导致开发成本较上年底增长所致。公司存货中开发成本 326.54 亿元（含资本化利息 74.90 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 131.85 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。公司计提坏账准备 0.44 万元，规模很小，为公司下属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。

2020 年底，公司非流动资产较上年底增长 57.18%。主要系固定资产和其他非流动资产增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程、递延所得税资产以及其他非流动资产构成。公司长期股权投资较上年底下降 21.24%，主要系对北京天厚海悦企业管理合伙企业（有限合伙）投资减少所致。从构成来看，公司长期股权投资包括对合营企业北京天厚振翼企业管理合伙企业（有限合伙）投资 8.05 亿元，对联营企业北京悦恒置业有限公司投资 4.28 亿元，对北京南悦房地产开发有限公司投资 4.37 亿元。公司投资性房地产较上年底增长 14.91%，主要系自用房地产转入所致。公司固定资产较上年底增长 202.85%，主要是之前建设的由公司自持的商业地产在 2020 年完工并转入固定资产 11.71 亿元所致。公司在建工程 8.46 亿元，较上年底增长 22.80%，主要来自于阆中古城提升改造项目投入增加 1.42 元。

2021 年 3 月底，公司资产总额 850.52 亿元，较上年底基本持平，公司资产结构仍以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

2021 年 3 月底，天恒置业受限资产合计 84.29 亿元，占 2021 年 3 月底总资产规模的 9.19%，主要包括受限货币资金 928.87 万元及存货中的土地及房产 84.20 亿元。

3. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，权益结构稳定性较好。2020年，公司有息债务规模较上年有所增长，有息债务结构以长期债务为主，整体债务负担重。公司2021－2023年面临一定集中偿付压力。

所有者权益

2020 年底，公司所有者权益较上年底增长 1.65%。公司实收资本较上年底增长 14.27%，主要系股东西城区国资委向公司增资 17.54 亿元。其他权益工具较上年底减少 66.49%，主要系公司当年偿还永续债券 19.72 亿元。公司少数股东权益较上年增长 29.09%，主要系公司当年新增并表非全资子公司所形成的的权益。公司所有者权益中实收资本占比较较高，结构稳定性较好。

2021 年 3 月底，公司所有者权益合计较上年底减少 6.67%，主要系实收资本减少所致。公司实收资本较上年底减少 8.19%，主要系公司收到的政府注资资金调整至递延收益反映所致。

负债

截至 2020 年底，公司负债总额较上年底增长 27.00%，公司负债结构仍以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

表16 公司主要负债及所有者权益构成情况（单位：亿元，%）

项目	2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
预收款项	18.26	3.55	71.06	10.88	76.24	11.38
其他应付款	10.76	2.09	27.59	4.22	38.29	5.71
应付账款	17.19	3.34	21.43	3.28	18.23	2.72
一年内到期的非流动负债	124.72	24.25	80.61	12.34	62.41	9.31
其他流动负债	30.52	5.93	30.60	4.69	50.64	7.56
流动负债	**215.62**	**41.92**	**251.15**	**38.45**	**251.91**	**37.59**
长期借款	221.30	43.03	267.97	41.02	280.26	41.82
应付债券	57.84	11.25	111.53	17.07	97.15	14.50
专项应付款	14.79	2.88	15.44	2.36	--	--
非流动负债	**298.73**	**58.08**	**402.05**	**61.55**	**418.31**	**62.41**
负债总额	**514.35**	**100.00**	**653.20**	**100.00**	**670.22**	**100.00**
实收资本	122.86	64.64	140.39	72.67	128.89	71.48
资本公积	1.28	0.67	1.00	0.52	1.00	0.56
未分配利润	15.05	7.92	13.76	7.12	12.49	6.93
其它权益工具	29.66	15.61	9.94	5.15	9.94	5.51
少数股东权益	19.22	10.11	24.81	12.84	24.70	13.70
所有者权益合计	**190.06**	**100.00**	**193.19**	**100.00**	**180.31**	**100.00**

注：“其他应付款”科目不包括“应付利息”和“应付股利”科目；专项应付款科目不包长期应付款科目
资料来源：公司审计报告及公司一季度财务报告

2020 年底，公司流动负债较上年底增长 16.48%，主要系预收款项、其他应付款以及应付账款大幅增长所致。公司应付账款较上年底增长 24.69%，主要系应付工程款较上年底增长所致。公司预收款项较上年底增长 289.13%，主要系预收房屋销售款较上年增加所致。公司预收款项中，预收房屋销售款 69.59 亿元。公司其他应付款较上年底增长 156.32%，主要来自于往来款的增长。从款项性质看，公司其他应付款主要由与关联公司和其他公司的往来款

项，代收款和拆迁补偿款等构成。公司一年内到期的非流动负债较上年底减少 35.36%。主要由公司本身及其下属子公司一年内到期的长期借款 37.11 亿元和应付债券 42.75 亿元构成。公司其他流动负债较上年底基本持平，主要由超短期融资券 29.97 亿元构成。

2020 年底，公司非流动负债较上年底增长 34.59%，主要来自于长期借款以及应付债券的增长。公司长期借款较上年底增长 21.09%，其中信用借款 37.56 亿元、抵押借款 38.70 亿元、担保借款 170.24 亿元以及抵押担保借款 21.48 亿元。公司应付债券较上年底大幅增长 92.81%，系公司于 2020 年发行 7 期非公开定向融资工具合计 100.10 亿元所致。公司专项应付款较上年底增长 4.37%，主要系地外大街空间品质提升项目新增专项应付款 0.21 亿元以及马连道文化创意街区项目较上年底增加 0.35 亿元所致。

2021 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 2.60%，公司负债结构以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

表17 公司有息债务情况（单位：亿元，%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期债务	155.72	110.58	92.41
长期债务	279.14	381.75	383.82
全部债务	434.86	492.33	476.23
资产负债率	73.02	77.17	78.80
全部债务资本化比率	69.59	71.82	72.54
长期债务资本化比率	59.49	66.40	68.04

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司一季度财务报告整理

2020 年底，公司全部债务较上年底增长 13.22%，主要来自于长期借款以及应付债券的增长，公司债务结构仍以长期债务为主。债务负担方面，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较上年底上升 4.16 个百分点、2.23 个百分点以及 6.90 个百分点，公司债务负担重。若考虑到其他权益工具中永续债，公司债务负担将进一步上升。

2021 年 3 月底，公司全部债务 476.23 亿元，较上年底减少 3.27%，债务结构仍以长期债务为主，占比为 80.60%。截至 2021 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率均较上年底有所上升。

2021－2023 年，公司需分别偿还有息债务 96.94 亿元、115.11 亿元和 84.29 亿元（到期债务和短期债务差异系到期的永续债影响），公司 2021－2023 年面临一定集中偿付压力。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入大幅增长，利润总额受非经营性损益影响较大。

2020 年，公司营业收入同比增长 47.24%。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增长 86.62%，增幅高于营业收入增幅。公司营业利润率下降至 21.39%，较上年下降 10.65 个百分点，主要系当期确认了较大规模毛利率较低的保障房及商业住房所致。

2020 年，公司期间费用同比下降 2.69%，变化不大。同期，公司期间费用率为 15.29%，较上年下降 7.85 个百分点，期间费用控制能力有待进一步提高。

2020 年，公司投资收益为 0.50 亿元，较上年变化不大，主要为长期股权投资形成的投资收益；同期，公司获得政府补助 2879.13 万元，同比增长 51.58%。2020 年，公司营业外收入 1.03 亿元，同比增长 191.78%，主要由拆迁补偿款构成。2020 年，公司营业外支出为 1.66 亿元，较上年变化不大，主要系子公司天恒股份公司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。2020 年，公司利润总额 4.43 亿元，同比增长 23.87%，总体看，公司利润总额受非经营损益影响较大。

从盈利指标方面看，2020年，公司总资本收益率、净资产收益率分别较上年增长0.09个百分点和0.41个百分点。总体看，公司盈利指

标一般。

表 18 公司盈利情况（单位：亿元，%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入	46.88	69.02	5.70
其他收益	0.19	0.31	0.02
费用总额	10.85	10.55	2.93
利润总额	3.57	4.43	-1.10
营业利润率	32.04	21.39	27.20
总资本收益率	1.14	1.23	--
净资产收益率	1.51	1.92	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司一季度财务报告整理

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 5.70 亿元，为 2020 年全年的 8.26%，规模较小，期间费用为 2.93 亿元，相当于上年的 27.77%。同期，公司实现利润总额-1.10 亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动净现金流受往来款以及保证金影响大幅下降；2020 年公司投资活动净现金流净额由负转正；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，2020 年公司销售商品、提供劳务收到的现金主要为房屋销售收入较上年基本持平。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金同比大幅增长 56.95%，主要较大系当期房地产相关项目投入较大所致。公司收到和支出其他与经营活动的现金规模主要为安置房押金、保证金及关联方往来款回款构成。2020 年，受往来款及保证金变动影响，公司经营活动产生的现金流量净额下降至 12.98 亿元，同比减少 61.84%。公司现金收入比受预收房款波动影响较大，2020 年为 60.64%，较上年下降 28.66%。

投资活动方面，2020 年，公司投资活动现金流入同比大幅减少 54.16%，主要为收回投资收到的现金较上年大幅减少所致。同期，公司收回投资收到的现金 8.57 亿元，同比大幅减少 81.31%。公司收到其他与投资活动有关的现金 13.37 亿元，同比大幅增长 582.60%，主要系公司新并表子公司在并表前所形成的现金流构成。2020 年，公司投资活动现金流出量同比大幅下降 95.39%，；其中，投资支付的现金 0.82 亿元，同比大幅减少 98.36%，主要系股权投资和理财产品支出。2020 年，公司投资活动产生的现金流量净额由负转正。

筹资活动现金流方面，2020 年，公司筹资活动现金流入为 264.85 亿元，同比大幅增长 50.30%，以取得借款收到的现金 243.03 亿元为主，其中吸收投资收到的现金 17.56 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 4.25 亿元，主要由收到的关联方借款构成。2020 年，筹资活动现金流出为 271.64 亿元，同比大幅增长 52.70%，主要是偿还债务支付的本息。2020 年，公司筹资活动产生的现金流量净额表现为净流出，且呈扩大趋势。

表19 公司现金流情况（单位：亿元，%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	41.86	41.86	9.36
经营活动现金流入小计	161.73	161.90	28.45
购买商品、接受劳务支付的现金	34.39	53.98	11.33
经营活动现金流出量	127.70	148.91	32.56
经营活动现金流量净额	**34.03**	**12.98**	**-4.11**
投资活动现金流量净额	**-2.43**	**20.86**	**-0.44**
筹资活动现金流量净额	**-1.68**	**-6.79**	**-7.55**
现金收入比	**89.31**	**60.64**	**164.07**

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司一季度财务报告整理

2021 年 1—3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金 9.36 亿元，同期经营活动现金流量净额为-4.11 亿元。公司投资活动现金净流量为-0.44 亿元。同期，公司筹资活动现金流量净额为-7.55 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期债务偿付指标较强，公司长期偿债能力指标弱，考虑公司间接融资渠道通畅、持续获得政府和股东大力支持等因素，公司整体偿债风险很小。

从短期偿债能力指标看，2020 年，公司流动比率和速动比率均有所下降。2020 年，公司现金类资产为同期短期债务的 1.14 倍，对短期债务保障能力较强。截至 2021 年 3 月底，公司流动比率、速动比率均较上年底进一步下降，现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 1.23 倍。整体看，公司存在短期偿债压力较强。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 同比增长 15.50%。从构成看，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 48.08%）、利润总额（占 44.94%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 0.37 倍下降至 0.12 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度偏弱；全部债务/EBITDA 保持稳定，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期债务偿债指标弱。

截至 2020 年底，公司本部及下属子公司共获得各类银行授信额度为 552.70 亿元，其中已使用 304.09 亿元，剩余授信额度为 248.61 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司对外担保金额 10.65 亿元，担保比率 5.91%，为对关联方北京悦恒置业有限公司和北京建恒润和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。

考虑到公司间接融资渠道通畅，以及得到外部支持力度较大，公司整体偿债能力很强。

表20 公司偿债能力指标（单位：倍，%）

项目	2018 年底	2019 年底	2020 年底	2021 年 3 月底
短期偿债能力指标				
流动比率	369.74	297.09	297.07	295.27
速动比率	197.23	153.84	114.52	109.96
现金短期债务比	0.62	0.63	1.14	1.23
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数	0.25	0.37	0.12	--
全部债务/EBITDA	52.43	50.97	49.96	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司一季度财务报告整理

7. 母公司财务概况

跟踪期内，母公司资产及所有者权益主要业务集中在子公司，母公司收入及利润贡献小。

母公司为集团公司的主要融资主体，母公司的主营业务主要由子公司承接。

2020 年底，母公司资产总额 462.51 亿元，较上年底增长 9.51%，主要系其他非流动资产增长，构成以流动资产为主，流动资产占 60.91%。

2020 年底，母公司所有者权益 157.26 亿元，较上年底减少 1.77%。

2020 年底，母公司负债总额 305.26 亿元，较上年底增长 16.39%，主要系其应付债券以及一年内到期的非流动负债增长所致。公司负债结构以非流动负债占比为主，非流动负债占比为 52.36%。截至 2020 年底，母公司全部债务 206.00 亿元，母公司资产负债率 66.00%，全部债务资本化比率为 56.71%。

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。2020 年，母公司实现营业收入 11.83 亿元，同比增长 23.05%，主要包括利息收入 9.92 亿元、担保费收入 0.92 亿元和租金收入 0.53 亿元，营业成本同比增长 20.59%；营业利润率为 9.29%，较上年略有增长；利润总额-0.19 亿元。

截至 2021 年 3 月底，母公司资产总额 449.61 亿元，所有者权益 145.41 亿元，全部债务 206.00 亿元，其中短期债务 54.21 亿元；2021 年 1－3 月，营业收入实现 3.23 亿元，利润总额-0.16 亿元。截至 2021 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 67.66%、55.85%和 48.03%，较上年底均有所增长，母公司债务负担偏重。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至 2021 年 5 月底，联合资信通过 wind 口径查询，公司存续债券余额 197.54 亿元，其中一年内到期兑付债券 40.00 亿元，若投资者不行使回售选择权，2022 年将达到待偿还本金峰值 59.00 亿元。截至 2020 年底，公司非受限现金类资产对一年内到期兑付债券保障能力强。2020 年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 161.90 亿元、12.98 亿元和 9.85 亿元，对公司未来待偿还债券本金峰值保障情况如下表。整体看，经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障能力较强。

表21 公司存续债券保障情况（单位：亿元,倍）

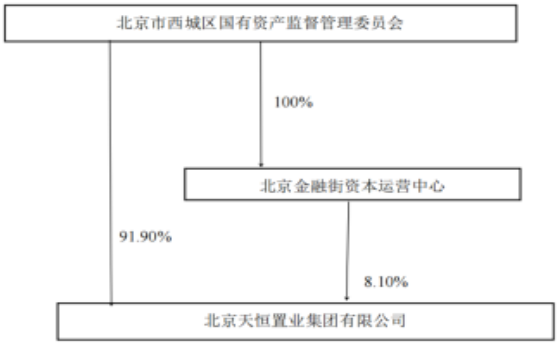
项 目	保障程度
截至 2021 年 5 月底一年内到期债券余额	40.00
未来待偿债券本金峰值	59.00
截至 2020 年底非受限现金类资产/一年内到期债券余额	3.15
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.74
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.22
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.17

资料来源：联合资信整理

十一、结论

综合分析，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA$^+$，并维持“21 天恒置业 CP001”“21 天恒置业 CP002”的信用等级为 A-1，维持“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 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2　截至 2021 年 3 月底公司合并范围一级子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
1	北京市嘉鸿房地产开发有限公司	房地产开发	53.00	47.00	非同一控制下合并
2	北京天恒正合置业有限公司	房地产开发	82.42	-	投资设立
3	北京天恒正道投资发展有限公司	房地产开发	100.00	-	投资设立
4	北京天恒康都房地产开发有限责任公司	房地产开发	100.00	-	投资设立
5	北京天恒瑞海物业管理有限责任公司	物业管理	85.00	10.00	投资设立
6	北京华兴新业商贸有限责任公司	百货零售	100.00	-	非同一控制下合并
7	海南天恒燕泰房地产开发有限公司	房地产开发	100.00	-	投资设立
8	北京天恒正原资本管理有限公司	房地产开发	100.00	-	投资设立
9	北京西都地产发展有限公司	房地产开发	100.00		非同一控制下合并
10	北京天恒正丰投资发展有限公司	房地产开发	100.00	-	投资设立
11	北京天恒正宇投资发展有限公司	房地产开发	100.00	-	投资设立
12	北京纺织服装开发公司	服装技术开发	100.00	-	划拨
13	北京翔德房地产开发有限公司	房地产开发	100.00	-	划拨
14	北京天恒房地产股份有限公司	房地产开发	79.99	-	非同一控制下合并
15	北京天恒正同资产管理有限公司	资产管理	100.00	-	投资设立
16	北京天恒康健养老投资管理有限公司	租赁和商务服务业	100.00		投资设立
17	北京茶业交易中心有限责任公司	租赁和商务服务业	92.00	8.00	非同一控制下合并
18	天恒正恒（北京）产业发展有限公司	投资管理	100.00	-	投资设立
19	北京天恒同业资产管理有限公司	投资与资产管理	100.00	-	投资设立
20	天恒物业管理（北京）有限公司	物业管理	100.00	-	投资设立
21	天恒文化旅游产业有限公司	文旅开发	100.00		投资设立
22	北京天恒北茶科技有限公司	零售业	100.00		投资设立

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	69.32	98.78	125.98	113.73
资产总额(亿元)	703.39	704.40	846.39	850.52
所有者权益(亿元)	182.22	190.06	193.19	180.31
短期债务(亿元)	111.46	155.72	110.58	92.41
长期债务(亿元)	320.18	279.14	381.75	383.82
全部债务(亿元)	431.64	434.86	492.33	476.23
营业收入(亿元)	75.40	46.88	69.02	5.70
利润总额(亿元)	4.33	3.57	4.43	-1.10
EBITDA(亿元)	8.23	8.53	9.85	--
经营性净现金流(亿元)	-35.58	34.03	12.98	-4.11
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.40	2.59	3.65	--
存货周转次数(次)	0.19	0.09	0.13	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.07	0.09	--
现金收入比(%)	61.72	89.31	60.64	164.07
营业利润率(%)	17.97	32.04	21.39	27.20
总资本收益率(%)	1.10	1.14	1.23	--
净资产收益率(%)	1.84	1.51	1.92	--
长期债务资本化比率(%)	63.73	59.49	66.40	68.04
全部债务资本化比率(%)	70.32	69.59	71.82	72.54
资产负债率(%)	74.09	73.02	77.17	78.80
流动比率(%)	369.74	297.09	297.07	295.27
速动比率(%)	197.23	153.84	114.52	109.96
经营现金流动负债比(%)	-20.50	15.78	5.17	--
现金短期债务比(倍)	0.62	0.63	1.14	1.23
EBITDA 利息倍数(倍)	0.25	0.37	0.12	--
全部债务/EBITDA(倍)	52.43	50.97	49.96	--

注：2021 年 1－3 月财务数据未经审计；将其他流动负债中有息部分计入短期债务核算，将其他应付款中有息部分以及租赁负债纳入公司长期债务核算

附件 4　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	24.43	29.13	52.16	54.44
资产总额(亿元)	364.24	422.37	462.51	449.61
所有者权益(亿元)	152.81	160.09	157.26	145.41
短期债务(亿元)	40.40	47.50	54.21	49.56
长期债务(亿元)	113.03	108.65	151.78	134.39
全部债务(亿元)	153.43	156.15	206.00	183.95
营业收入(亿元)	6.41	9.61	11.83	3.23
利润总额(亿元)	-1.73	0.09	-0.19	-0.16
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	-77.26	10.30	-19.45	10.79
财务指标				
销售债权周转次数(次)	64089.32	72.87	63.92	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.02	0.03	--
现金收入比(%)	95.67	71.52	9.50	4.14
营业利润率(%)	-11.73	7.36	9.29	10.96
总资本收益率(%)	-0.39	0.11	0.10	--
净资产收益率(%)	-0.79	0.22	0.23	--
长期债务资本化比率(%)	42.52	40.43	49.11	48.03
全部债务资本化比率(%)	50.10	49.38	56.71	55.85
资产负债率(%)	58.05	62.10	66.00	67.66
流动比率(%)	266.21	183.85	193.74	172.63
速动比率(%)	266.21	183.85	193.74	172.63
经营现金流动负债比(%)	-82.78	6.95	-13.38	--
现金短期债务比（倍）	0.60	0.61	0.96	1.10
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	/

注：2021 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-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
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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 +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

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　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险

C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 6-4　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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。