

信用等级公告

联合〔2019〕2488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 2020 年度第一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 2020 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年十二月二十五日



北京天恒置业集团有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：9 亿元

本期中期票据期限：5 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还银行借款

评级时间：2019 年 12 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

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	2
			现金流量	2
		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

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。近年来持续得到北京市西城区政府在资本金注入方面的有力支持。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较快等因素对公司信用水平产生的不利影响。

本期中期票据的发行对公司现有债务规模影响较小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

随着西城区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；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。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据的偿还能力很强，违约风险很低。

优势

1. 西城区是北京首都功能核心区，经济实力强，公司发展的外部环境良好。
2. 公司作为北京市西城区保障房建设、棚户区改造、旧城历史文化保护等项目投资建设的重要主体，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. 近年来，公司房屋销售收入持续增长，同时公司房地产签约销售金额快速上升，为未来公司业绩增长奠定了基础。

分析师：张婷婷 张 铖 吕泽峰

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

关注

1. 公司债务规模较快增长，整体债务负担重，随着在建和拟建项目以及房地产项目的持续投入，公司的债务规模将进一步上升。
2. 公司棚户区改造及土地一级开发项目开发周期和项目回报期长，项目投资对公司资金形成较大占用，盈利能力及收入实现时点存在一定不确定性。
3. 公司房地产业务受宏观政策调控影响较大，近期房地产市场整体降温。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	109.07	124.98	69.32	96.79
资产总额(亿元)	592.32	732.35	703.39	732.65
所有者权益(亿元)	134.59	138.49	182.22	207.17
短期债务(亿元)	39.53	97.30	101.46	70.03
长期债务(亿元)	329.21	387.38	320.18	365.64
全部债务(亿元)	368.74	484.68	421.64	435.66
营业收入(亿元)	66.65	44.63	75.40	15.98
利润总额(亿元)	3.82	4.66	4.33	0.06
EBITDA(亿元)	5.09	8.82	8.23	--
经营性净现金流(亿元)	-57.60	-19.10	-35.58	10.14
营业利润率(%)	11.78	26.15	17.97	42.00
净资产收益率(%)	1.83	2.87	1.84	--
资产负债率(%)	77.28	81.09	74.09	71.72
全部债务资本化比率(%)	73.26	77.78	69.82	67.77
流动比率(%)	529.55	377.68	369.74	471.09
现金短期债务比(倍)	2.76	1.28	0.68	1.38
经营现金流动负债比(%)	-54.72	-10.65	-20.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.26	0.47	0.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	72.51	54.98	51.22	--
公司本部（母公司）				
项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	237.59	368.63	364.24	421.62
所有者权益(亿元)	109.40	110.37	152.81	177.60
全部债务(亿元)	107.52	160.27	153.43	176.82
营业收入(亿元)	4.62	6.52	6.41	6.30
利润总额(亿元)	1.45	1.15	-1.73	-0.76
资产负债率(%)	53.96	70.06	58.05	57.88
全部债务资本化比率(%)	49.57	59.22	50.10	49.89
流动比率(%)	549.84	170.13	266.21	271.07
经营现金流动负债比(%)	-21.23	-10.63	-82.78	--

注：2019 年三季度财务报表未经审计

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2019/6/14	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
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
AA	稳定	2014/9/19	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


联合资信评估有限公司
二〇一九年十二月二十五日

声 明

一、本报告引用的资料主要由北京天恒置业集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，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

2020 年度第一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，初始注册资本为1980万元，系全民所有制企业，出资人为北京市西城区建设委员会。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更名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，出资人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）”。根据2018年12月24日北京市西城区国资委《关于对北京金融街资本运营中心调整资金的批复》（西国资复〔2018〕31号），公司新增股东北京金融街资本运营中心¹（以下简称“金融街资本”），金融街资本对公司货币出资10.77亿元，本次出资后，西城区国资委持股90.17%，金融街资本持股9.83%。2019年1—9月，西城区国资委和金融街资本对公司进行数次增资，截至2019年9月底，公司注册资本98.68亿元，实收资本132.00亿元。西城区国资委持有公司89.67%股权，金融街资本持有公司10.33%股权，公司实际控制人为西城区国资委。

公司经营范围：经北京市建委批准的房地产开发、房屋维修；销售民用建材、百货；企业管理；物业管理；机动车停车场管理；会议服务；承办展览展示活动。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项

目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）

截至2019年9月底，公司本部经营班子内设财务管理中心、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8个经营班子职能部门，并设置了“三部一司”的管理架构，即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，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2019年9月底，公司纳入合并范围的子公司23家。

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

截至2019年9月底，公司合并资产总额732.65亿元，所有者权益207.17亿元（其中少数股东权益18.42亿元）；2019年1—9月，公司实现营业收入15.98亿元，利润总额0.06亿元。

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

公司计划于2020年注册并发行9.00亿元北京天恒置业集团有限公司2020年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），期限5年。本期中期票据按年付息，到期一次性偿还本金，募集资金全部用于偿还银行借款。

¹ 西城区国资委持有北京金融街资本运营中心100%股权。

三、宏观经济和政策环境

2018年,随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧,以及地缘政治紧张带来的不利影响,全球经济增长动力有所减弱,复苏进程整体有所放缓,区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下,我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年,我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,经济运行仍保持在合理区间,经济结构继续优化,质量效益稳步提升。2018年,我国国内生产总值(GDP)90.0万亿元,同比实际增长6.6%,较2017年小幅回落0.2个百分点,实现了6.5%左右的预期目标,增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间,经济运行的稳定性和韧性明显增强;西部地区经济增速持续引领全国,区域经济发展有所分化;物价水平温和上涨,居民消费价格指数(CPI)涨幅总体稳定,工业生产者出厂价格指数(PPI)与工业生产者购进价格指数(PPIRM)涨幅均有回落;就业形势总体良好;固定资产投资增速略有回落,居民消费平稳较快增长,进出口增幅放缓。

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率,规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会零售总额增速为名义增长率
4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速
5. 城镇登记失业率为期末值

资料来源:国家统计局、Wind

2019年1—6月,我国积极的财政政策继续加力增效,通过扩大财政支出加强基建补短板投资,同时大规模的减税降费政策落地实施,企业负担进一步减轻,财政稳增长作用凸显。2019年1—6月,我国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元,收入同比增幅(3.4%)远低于支出同比增幅(10.7%),财政赤字(1.6万亿元)较上年同期(7261亿元)大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策,综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕,市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下,2019年1—6月,我国国内生产总值45.1万亿元,同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快,东北地区经济增长仍靠后;CPI温和上涨;PPI和PPIRM基本平稳;就业形势总体稳定。

2019年1—6月,我国三大产业继续呈现增长态势,农业生产形势稳定;工业生产继续放缓,工业企业利润增速有所企稳;服务业增速略有放缓,但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓,制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月,全国固定资产投资(不含农户)29.9万亿元,同比增长5.8%,增速有所放缓。其中,民间固定资产投资18.0万亿元,同比增长5.7%,增速明显回落。从三大主要投资领域来看,2019年1—6月,全国房地产开发投资6.2万亿元,同比增长10.9%,增速较1—3月回落0.9个百分点,主要源于近期房企融资约束持续加强,但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响,房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资(不含电力、热力、燃

表1 2016—2019年上半年我国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年上半年
GDP(万亿元)	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速(%)	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速(%)	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速(%)	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速(%)	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速(%)	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速(%)	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅(%)	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅(%)	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率(%)	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速(%)	5.6	6.5	5.6	5.7

注:1. 增速及增幅均为同比增长情况

气及水生产和供应业)同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019年1—6月，全国社会消费品零售总额19.5万亿元，同比增长8.4%，增速较1—3月(8.3%)略有回升，较上年同期(9.4%)有所回落，较1—3月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速(1.2%)较1—3月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。我国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在我国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1—6月，我国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速(3.9%)较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和我国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速(-6.9%)较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货

币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和服务制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前我国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及我国加强与“一带一路”沿线国家的交往，我国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，我国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，我国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供

水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

根据2014年《43号文》，财政部发布《地

方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

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

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表2 2018年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机

	券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194号	构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还
2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2019〕10号	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

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

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总

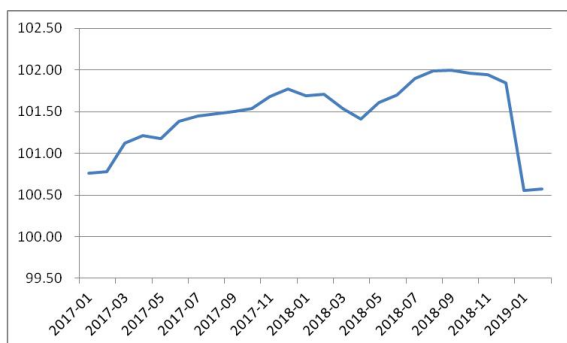
体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 房地产行业分析

（1）房地产开发行业

延续2017年以来房地产市场的严控形势，2018年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图1 2017年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind 资讯

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

房地产销售方面，2018年全年商品房销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.30%，增速较上年下降6.40个百分点；共实现销售额15.00万亿元，同比增长12.20%，增速较上年下降1.50个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2018年百城住宅平均价格累计上涨5.09%，较2017年增速下降2.06个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

（2）土地市场与信贷环境

2018年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持

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

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

2018年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率各地区均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入2018年10

月以来，金融市场上货币政策出现松动。11月15日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

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

（3）政策环境

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

此后，2018年5月，住建部发布《住房城乡规划建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出3~5年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应50%以上。2018年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加

大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为1年。

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

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

总体看，2018年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种

“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

3. 区域经济环境

北京市西城区作为首都功能核心区，区位优势突出，经济实力强，为公司提供了良好的外部发展环境。

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。根据《北京市西城区 2018 年国民经济和社会发展统计公报》（以下简称“统计公报”），截至 2018 年底，西城区常住人口 117.9 万人，比上年下降 3.4%。

根据西城区政府公开数据显示，2016—2018 年，西城区地区生产总值持续增长，分别为 3533.6 亿元、3916.9 亿元和 4243.9 亿元。根据统计公报，经初步核算，2018 年全区实现地区生产总值比上年增长 6.5%。其中，第二产业实现增加值 372.9 亿元，比上年增长 10.0%；第三产业实现增加值 3871.0 亿元，比上年增长 6.1%，占地区生产总值的比重达到 91.2%。按常住人口计算，全区人均地区生产总值达到 353802 元（按平均汇率折合 53465 美元）。全区全社会固定资产投资额比上年下降 20.4%。按领域分，房地产开发领域完成投资额比上年下降 67.0%；城镇领域完成投资额（不含房地产开发）比上年增长 44.5%。从构成看，建安投资额比上年增长 30.7%。完成房屋施工面积 128.2 万平方米，比上年下降 25.5%。其中，新开工面积为 13.8 万平方米，比上年下降 64.2%。完成竣工面积 23.3 万平方米，比上年下降 35.6%。

2019 年 1—9 月，西城区全区累计完成地区生产总值 3488.76 亿元，同比增长 6.4%。

未来，西城区政府将更加注重减量集约发展和均衡协调发展，统筹疏解与提升，在疏解上持续用力，调整传统商业区，降低人口、建筑等密度。公司作为西城区重要的棚户区主体，已经承接了“北中轴线核心保护区·什刹海地区旧城保护示范项目”疏解项目，随着西城区政府对疏解非首都功能工作的推进，未来公司仍将在其中发挥重要作用。

五、基础素质分析

1. 股权关系

截至 2019 年 9 月底，公司注册资本 98.68 亿元，实收资本 132.00 亿元，西城区国资委持有公司 89.67% 股权，金融街资本持有公司 10.33% 股权，公司实际控制人为西城区国资委。

2. 企业规模

公司房地产开发经验丰富，在棚户区改造及土地一级开发领域具有一定区域专营优势。

公司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，棚户区改造及土地一级开发方面，公司是北京市及西城区目前棚户区改造及土地一级开发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，形成了天恒乐活城、天恒·乐 DO、天恒·乐墅、天恒·摩墅、天恒·水岸壹号楼盘构成的品牌体系，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。

3. 外部支持

西城区财政收入保持稳定增长态势，财政收入质量好，财政自给水平高，地方综合财政实力强，政府债务负担轻。公司在资本金注入和政府性项目建设等方面持续得到西城区政府及区国资委的大力支持。

2016—2018 年，西城区一般公共预算收入稳定增长，分别为 410.00 亿元、422.12 亿元和 430.85 亿元。根据《北京市西城区 2018 年预算执行情况和 2019 年预算（草案）》，2018 年，西城区一般公共预算收入同比增长 2.07%，其中税收收入 414.95 亿元，税收占比 96.31%，财政收入质量好；一般预算支出 429.71 亿元，同比下降 0.25%，财政自给率为 100.27%，财政平衡能力强；西城区政府性基金收入 16.01 亿元，政府性基金预算支出 48.97 亿元，政府性基金支出项主要包括重点区域旧城保护及环境整治、马连道东二路道路项目、广安联合储备开发项目、百万庄北里居民住房改善项目和电力架空线入地工程项目。截至 2018 年底，北京市西城区政府债务余额 1967 万元，全部为一般债务，政府债务负担轻。

2019 年上半年，西城区一般公共财政预算收入 222.96 亿元，同比增长 1.24%。其中，税收收入 214.23 亿元，同比增长 1.1%，占一般公共预算收入 96.1%。西城区政府性基金预算收入 5115 万元，同比下降 96.8%。西城区一般公共财政预算支出 215.98 亿元，同比下降 6.08%。

资金支持方面，公司承担了西城区棚户区改造项目，西城区国资委陆续向公司追加投入项目资本金。2015—2016 年分别投入 28.85 亿元和 1.97 亿元，公司据以确认“实收资本”。此外，西城区政府于 2016 年以现金出资方式增加公司注册资本 1050 万元，资金已到位，目前尚未完成工商登记变更。2018 年，公司新增股东金融街资本，获得货币增资 10.77 亿元。2019 年，金融街资本向公司注资 9100 万元（其中约 3000 万元计入资本公积，其余计入实收资本）；

西城区国资委向公司注资 21.78 亿元，增加公司实收资本。目前尚未完成工商登记变更。

企业定位方面，根据《西城区属国有企业分类监管实施意见（试行）》，2018 年，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。

业务经营方面，公司拟新承担西城区 7 个棚户区改造业务，未来收入有保障。2019 年，公司在西城区 2018—2020 年度拟新增 17 个棚改项目中占 7 个，征收居民户数占全区拟新增棚改项目 49%，计划总投资占 59%。目前，项目正在进行立项等前期手续办理中。

股权划拨方面，2018 年，金融街资本无偿划拨北京茶业交易中心有限责任公司的 60% 股权给公司，账面价值 0.28 亿元。

4. 人员素质

公司高层管理人员行业管理经验丰富，综合素质较高；员工构成合理，符合公司经营行业特点，可满足公司日常经营需求。

目前，公司高层管理人员共计 5 人，其中包括董事长 1 人、常务副总经理 1 人和副总经理 3 人。

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，西城区国资委党委副书记、纪委书记；现任公司董事长。

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、总经理，北京天恒房地产股份有限公司（以下简称“天恒股份”，系公司子公司）副董事长、

总经理。

截至 2019 年 9 月底，公司共有员工 1412 人，按文化素质分，本科及以上学历员工占 51.06%、大专员工占 16.22%、大专以下占 32.72%；按职称划分，高级职称员工占 2.70%、中级职称员工占 12.00%；按年龄划分，30 岁以下员工占 12.06%、30~50 岁员工占 64.47%、50 岁以上员工占 23.39%。

5. 企业信用记录

近年来，公司过往债务履约情况尚可，未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1011010202340860P），截至 2019 年 11 月 22 日，公司无不良或关注类信贷记录，过往债务履约情况良好。

截至 2019 年 12 月 17 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司总经理职位暂缺，但整体法人治理结构较为完善，决策机制和监督机制得到有效运行。

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。

公司设董事会，成员为七人。其中六名董事（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。董事长为公司法定代表人。

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。目前，总经理职位暂缺，相

关职能由常务副总经理负责。

2. 管理水平

公司管理制度健全，内部管理运作情况良好。

为加强内部管理，公司制定了较全面的内部管理制度。

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。

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。

七、经营分析

1. 经营概况

公司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的重要主体，近年来，受土地一级开发业务以及房屋销售影响，公司营业收入波动增长，综合毛利率波动较大。

公司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，主要从事城区业务、地产运营业务、产业运营业务和金融类业务，其中城区业务包括棚户区改造、保障房建设和土地整理业务，地产运营业务包括住宅和商业房地产销售业务等，产业运营业务主要包括百货零售、物业管理等业务。

公司主营业务收入由房屋销售收入、土地一级开发收入、销售商品收入、物业管理收入和其他收入（含餐饮收入、客房收入等）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。

2016—2018年，公司营业收入波动增长，分别为66.65亿元、44.63亿元和75.40亿元。其中房屋销售收入系公司主要的收入来源，2016—2017年占比均超过75%；公司土地一级开发收入不稳定，仅2016年实现42.29亿元，系当年收入主要来源。公司商品销售收入和物业管理收入稳定，其余板块收入规模较小且波动大，对公司整体收入规模影响较小。

2016—2018年，公司综合毛利率波动较大，分别为14.99%、30.53%和22.41%，2017年同比大幅上升，主要系未产生毛利率较低的土地一级开发业务收入所致，2018年同比有所下降，主要系占比最大的房屋销售业务毛利率持续下降所致。公司销售商品业务毛利率较为稳定。

2019年1—9月，公司实现营业收入15.98亿元，相当于2018年全年的21.19%，占比较低，主要系公司房地产业务交房较少所致；同期，公司综合毛利率为49.27%，较2018年大幅增长，主要系房屋销售业务、物业管理业务、其他业务（其他）毛利率上升所致；其中，因结转收入的项目地段较好、单价较高，导致住宅和商业地产项目毛利率较上年大幅增长。

表3 公司营业收入和毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—9 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	16.94	25.41	29.85	33.96	76.10	25.96	61.66	81.79	20.82	7.51	47.02	52.69
其中：住宅	16.27	24.41	31.06	12.12	27.17	26.03	31.86	42.25	20.89	4.45	27.86	56.17
商业	0.00	0.00	--	21.48	48.12	12.32	29.56	39.21	13.71	1.15	7.17	36.56
保障房	0.67	1.00	0.38	0.36	0.82	18.80	0.24	0.32	3.75	0.01	0.06	-25.58
土地一级开发	42.29	63.45	1.46	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--
销售商品	3.64	5.45	26.83	3.73	8.35	26.97	3.62	4.80	27.31	2.30	14.41	27.93
物业管理	0.20	0.30	7.32	0.21	0.46	-44.04	0.13	0.17	-44.75	0.39	2.44	-8.41
其他	0.56	0.84	67.55	1.02	2.29	74.09	2.08	2.75	82.26	1.39	8.71	92.08

主营业务小计	63.62	95.45	11.07	38.91	87.20	26.94	67.49	89.51	22.94	11.60	72.59	50.45
房屋租赁	1.51	2.26	96.43	1.52	3.40	96.37	0.77	1.02	93.45	0.68	4.25	96.32
其他	1.52	2.28	98.06	4.19	9.40	39.96	7.14	9.47	9.80	3.70	23.16	36.96
其他业务小计	3.03	4.55	97.25	5.71	12.80	54.95	7.91	10.49	17.96	4.38	27.41	46.16
合 计	66.65	100.00	14.99	44.63	100.00	30.53	75.40	100.00	22.41	15.98	100.00	49.27

资料来源：公司提供

2. 经营业务分析

(1) 城区业务

城区项目业务受政策、拆迁进度和房地产市场行情影响大，目前除保障房项目进入回款期，其余项目均处于建设期，并陆续进入收尾阶段；项目投资规模较大，对公司资金形成占用。

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”）。近年，公司拥有保障性住房项目1处，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”），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。项目位于北京市房山区长阳镇，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，地上建筑面积约46万平方米，为北京市保障性住房供给的重要来源之一。项目计划总投资41.22亿元，其中政府出资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，根据测算该项目预计可产生22亿元房屋销售收入。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。

截至2019年9月底，长阳项目已完成投资38.97亿元。受项目进入尾盘销售影响，2016—2018年，长阳项目的销售签约面积持续下降，分别为1.21万平方米、0.46万平方米和0.44万平

方米；实际销售签约金额分别为6933万元、3739万元和2427万元；2019年1—9月，该项目未实现销售签约。截至2019年9月底，该项目已完成销售33.59万平方米，累计销售总额21.95亿元，已全部回款；2010—2014年，公司累计收到政府注资27.99亿元（其中，12.00亿元计入“实收资本”，15.99亿元计入“专项应付款”）；房屋已基本完成销售，剩余0.285万平方米房源等待政府配售，待确认收入部分较少。

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”和“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、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”）。

公司“百万庄北里居民住房改善项目”和“光源里棚户区改造项目”主要通过房屋销售和商业资产出租、出售实现资金平衡。其中，2018年公司收到新增股东金融街资本的货币增

资 10.77 亿元，主要投资于“百万庄北里居民住房改善项目”。

“北中轴线核心保护区·什刹海地区旧城保护示范项目”位于钟鼓楼至景山公园，属公司新型棚户区改造业务，主要区别在于非强制性拆迁。天恒正宇将在项目实施风貌保护和院落修缮后，通过引入和配置特色商业等、艺术加工坊以及文化互动旅游产业，实现区域产业调整。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 2019 年 9 月底，公司在建棚户区改造项目计划总投资 367.39 亿元（其中政府出资 60.29 亿元已全部到位，占总投资的比例为 16.41%），已完成投资 193.66 亿元。目前，公司棚改项目部分还处于拆迁及建设阶段，部分开始实现居民回迁。在建项目预计未来仍需投资资金 173.73 亿元，资金需求较大。

表 4 截至 2019 年 9 月底公司在建棚户区改造项目概况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	开工时间	预计竣工时间	预计总投资	已投资	政府出资	未来投资计划		
							2019 年 10-12 月	2020 年	2021 年
百万庄北里居民住房改善项目	26.83	2014.8	2021	63.85	36.08	12.77	3.05	5.40	8.84
光源里棚户区改造项目	57.88	--	--	127.60	78.32	22.52	6.98	21.61	15.11
北中轴线核心保护区·什刹海地区旧城保护示范项目	589.80	2013.9	--	83.00	62.02	25.00	4.27	3.93	2.40
怀柔区刘各庄村棚户区改造土地开发项目	34.56	2018.3	2020.9	38.79	16.83	0.00	7.89	3.13	0.36
丰盛东区 B-G 区人口疏解及胡同整治项目	6.60	2018.10	2022.10	75.90	0.41	0.00	0.09	29.19	0.00
合 计	715.67	--	--	367.39	193.66	60.29	22.28	63.26	26.71

资料来源：公司提供

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。

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，待完成开发政府收储，政府按照成本加成的方式（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，近年均未实际出让。因此，公司按照工程竣工并达到结转条件后确认收入并结转成本。

公司 2016 年完工项目为“丰盛西区 C 区及

配套市政项目”和“桃园 F1 项目”，据以确认当年土地一级开发收入 42.29 亿元，毛利率 1.46%，公司毛利率低于预期收益率主要系资本化利息部分未作为加成基数所致，资本化利息计入“应收账款”。2017 年，公司转让账面价值 31.11 亿元应收土储中心款项，形成 30.67 亿元现金回流，计入“收到其他与经营活动有关的现金”。2017—2019 年 9 月，公司未确认该业务收入，未取得相应政府回款，相应投入也很少，资金利息计入成本，公司其余土地一级开发项目均处于在建阶段，进展缓慢。截至 2019 年 9 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 67.29 亿元，尚需投资 11.40 亿元。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。

表 5 截至 2019 年 9 月底主要在建土地一级开发项目情况（单位：亿元）

项目名称	开工时间	预计总投资	已投资
------	------	-------	-----

桃园A7、A8项目	2001	46.00	42.73
桃园E5E6项目	2001/9	2.00	1.18
新街口北大街市政道路拆迁项目	2002/1	13.60	11.42
西直门内大街市政道路拆迁项目	2002/1	10.60	8.28
昌平南口农场项目	2013/6	3.49	3.12
桃园F2F3项目	2001/9	3.00	0.56
合 计	--	78.69	67.29

资料来源：公司提供

(2) 地产运营业务

近三年，房地产开发节奏较快，公司开复工面积和房地产签约销售金额均快速增长；土地储备较为充分，为公司未来业绩增长奠定了基础。联合资信关注到，未来公司在售房地产项目易受房地产行业宏观政策调控影响。

公司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和商业地产，同时也涉足部分高档住宅和高档别墅项目。

2016—2018年，公司保持较快的房地产开发节奏，开复工面积逐年增长。2018年，公司全年开复工面积为260.31万平方米，同比增长49.35%；受施工条件影响，公司2018年竣工面积为46.07万平方米，相当于2017年全年的

74.84%；公司房地产签约销售金额持续增长，2018年签约均价达到5.15万元/平方米，同比增长76.82%，主要系当年签约户型、地段差异较大等因素所致。2019年1—9月，开复工面积达262.83万平方米，签约销售面积40.65万平方米。

表6 房地产开发业务经营情况

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
房屋开复工面积 (万平方米)	152.62	174.30	260.31	262.83
房屋竣工面积 (万平方米)	25.44	61.56	46.07	11.57
签约销售面积 (万平方米)	42.12	37.41	33.43	40.65
实际销售签约额 (亿元)	95.02	108.84	172.01	173.02
结转收入面积 (万平方米)	12.57	83.62	39.04	2.57
结转收入金额 (亿元)	16.27	33.91	61.66	7.51

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

区域布局方面，公司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，整体去化情况正常。截至2019年9月底，公司超过90%的房地产项目位于北京，未来仍将立足于北京市，同时向天津、河北、武汉、海南和山东地区拓展。

表7 截至2019年9月底公司主要商品房项目基本情况（单位：万平方米、亿元、%）

项目名称	项目区位	项目状态	建筑面积	可售总面积	已售面积	计划建设周期	权益比例	总投资	已完成投资
天恒·柒号院	北京大兴	完工在售	40.99	26.58	15.63	2016.3~2018.7	51.00	54.24	41.08
天恒龙泽府二期项目（山东）	山东威海	完工在售	8.76	8.39	5.02	2016.4~2018.6	35.33	4.65	4.47
周口店项目（乐学景苑）	北京房山	完工在售	23.29	14.40	7.27	2016.6~2019.6	100.00	16.71	16.00
世界集	北京大兴	完工在售	18.69	12.33	8.43	2015.7~2018.1	100.00	32.38	31.74
小计	--	--	91.73	61.70	36.35	--	--	107.98	93.29
大学城（水岸一号）项目	北京房山	在建在售	36.19	17.59	8.14	2016.9~2018.9	100.00	50.60	49.56
阎村新项目（优活嘉园）	北京房山	在建在售	18.08	15.77	6.16	2017.3~2020.5	99.00	51.81	37.83
通州区台湖镇	北京通州	在建未售	16.75	11.28	0.00	2018~2021	100.00	27.21	20.31
小计	--	--	71.02	44.64	14.30	--	--	129.62	107.70
合计	--	--	162.75	106.34	50.65	--	--	237.60	200.99

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

截至2019年9月底，公司主要在售项目（完工在售项目和在建在售项目）尚有可售面积

44.41 万平方米，可支撑未来一段时间销售需求；公司在建项目（在建在售项目和在建未售

项目) 预计总投资 129.62 亿元, 已完成投资 107.70 亿元。

截至2019年9月底, 公司拥有3块储备土地尚未开发, 其中2块位于北京市朝阳区, 用于共

有产权房建设, 1块位于四川省阆中市, 用于商品房建设, 土地取得价格合计46.12亿元, 规划建筑面积合计26.25万平方米。目前, 公司于2018年及以前取得的土地均已开工。

表8 截至2019年9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路(2019)002号地块居住兼容商业用地	住宅、商业用地	四川省阆中市保宁街道	5.59	12.74	2019年	1.27	100.00
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	住宅混合公建用地	北京市朝阳区孙河乡西甸村、孙河村	3.19	4.79	2019年	24.25	50.00
合计	--	--	12.07	26.25	--	46.12	--

资料来源: 公司提供

(3) 产业运营业务

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, 管理商业涉及各类房地产经营项目投资与投资管理。2016—2018年, 公司实现销售商品收入分别为3.64亿元、3.73亿元和3.62亿元, 主要商业项目经营情况稳定。2019年1—9月, 公司实现销售商品收入2.30亿元。

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。受新增物业尚未形成收入影响, 2016—2018年, 公司物业管理收入有所波动, 毛利率大幅下降。2019年1—9月, 公司物业管理收入0.39亿元, 毛利率-8.41%, 较上年大幅增长, 主要系前期投入较大, 后期陆续形成相关收入所致。

(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。

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。

3. 未来发展

公司未来发展规划明确, 随着公司在建项

目的逐步推进、经营规模的提升和业务的拓展，公司整体收入规模和盈利能力有望增强。

未来，公司将持续“打造国内最具影响力的城镇运营商及历史文化名城保护发展运营商”，重点发展土地一级开发、房地产二级开发、商业运营、物业运营、房地产金融五大业务板块，实现公司五年千亿的发展目标。

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

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2016年财务报表，由中喜会计师事务所（特殊普通合伙）进行了审计，公司提供的2017—2018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2019年1—9月财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2016年，公司投资设立4家、减少1家子公司；2017年，公司投资设立5家、减少1家子公司；2018年，公司投资设立1家子公司、合并1家子公司；2019年1—9月公司新增5家子公司。截至2019年9月底，公司合并范围子公司23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

近年来，公司资产总额波动增长，以流动资产为主，其中存货和应收类款项占比大，对资金形成较大占用，且受限规模较大，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2016—2018年，公司资产总额波动增长，年均复合增长8.97%，截至2018年底为703.39亿元，较上年底下降3.95%。

2016—2018年，公司流动资产波动增长，年均复合增长7.27%，截至2018年底为641.51亿元，较上年底下降5.28%，其中货币资金较上年底大幅减少、其他应收款较上年底有所增长。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	109.07	18.41	124.98	17.07	68.86	9.79	96.79	13.21
应收账款	45.83	7.74	16.57	2.26	17.71	2.52	18.78	2.56
其他应收款	160.53	27.10	225.40	30.78	245.29	34.87	223.98	30.57
存货	239.97	40.51	302.76	41.34	299.31	42.55	317.06	43.28
流动资产	557.48	94.12	677.30	92.48	641.51	91.20	660.67	90.17
长期股权投资	10.96	1.85	27.23	3.72	30.38	4.32	29.66	4.05
投资性房地产	12.42	2.10	11.61	1.59	12.46	1.77	12.45	1.70
非流动资产	34.84	5.88	55.05	7.52	61.88	8.80	71.99	9.83

资产总额	592.32	100.00	732.35	100.00	703.39	100.00	732.65	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三季度财务报告

截至2018年底，公司货币资金为68.86亿元，较上年底下降44.90%，主要为银行存款，其中受限资金0.04亿元。

2016—2018年，公司应收账款波动中快速下降，年均复合下降37.84%，截至2017年底为16.57亿元，较上年底下降63.85%，主要系转让部分应收北京市土储中心账款所致，受让方为公司参股的有限合伙基金；截至2018年底为17.71亿元，较上年底增长6.88%，主要系房地产项目达到收入确认条件而银行尚未放款所致。公司应收账款前五名金额合计16.80亿元，占比94.63%，集中度很高，主要为应收北京市西城区财政局的销售房款和土地开发款、北京万联中天房地产开发有限公司的土地转让款。

2016—2018年，公司存货波动增长，年均复合增长11.68%，截至2018年底为299.31亿元，较上年底小幅下降1.14%，主要系大兴区庞各庄镇项目、高教园项目等结转部分成本所致。公司存货中开发成本220.35亿元（含资本化利息53.87亿元），主要包括公司正在投资建设的房屋项目、一级土地开发项目和棚改项目等；存货中开发产品78.85亿元，主要是公司已经竣工的房屋项目和土地一级开发项目。截至2018年底，公司存货项下土地资产账面价值155.38亿元（50.84万平方米），均为出让地。其中，受限土地资产88.98亿元（含部分达到抵押状况的在建工程）。

2016—2018年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长23.61%，截至2018年底为245.29亿元，较上年底增长8.82%，主要系新增北京悦恒置业有限公司和北京恒合悦兴置业有限公司的借款所致。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。公司其他应收款主要由往来款（占67.43%，对于政府拆迁款部分，全部完工并经过审计后，转入对应的开发成

本）、借款（占25.35%）和保证金、押金、备用金（占7.18%）构成，前五名金额合计156.70亿元，占比63.88%，集中度较高，具体情况见下表。

表10 截至2018年底公司其他应收款前五名情况
(单位：亿元、%)

往来单位	金额	占比	账龄	款项性质
西城区光源里棚户区改造项目部	63.36	25.83	1年以内、1—2年、2—3年	拆迁征收款
北京悦恒置业有限公司	28.16	11.48	1年以内	借款
北京恒合悦兴置业有限公司	24.93	10.16	1年以内、1—2年	借款
西城区财政局	22.01	8.97	3年以内	垫付天意商城拆迁款
西城区百万庄北里居民住房改善项目指挥部办公室	18.24	7.44	1年以内、1—2年、2—3年、3年以上	百万庄征收款、定向安置房使用费
合计	156.70	63.88	--	--

资料来源：公司审计报告

2016—2018年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长33.27%，截至2018年底为61.88亿元，较上年底增长12.41%，主要系长期股权投资和递延所得税资产增加所致。

2016—2018年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长66.53%，截至2018年底为30.38亿元，较上年底增长11.59%，主要系新增北京恒合悦兴置业有限公司、北京厚泰房地产开发有限公司的股权投资所致。

2016—2018年，公司投资性房地产小幅波动，年均复合增长0.16%，截至2018年底为12.46亿元，较上年底增长7.35%，主要系自用房地产转入所致。

2016—2018年，公司应收类款项持续增长，截至2018年底为262.99亿元，占资产总额的37.39%，对资金形成较大占用。受限资产方面，截至2018年底，公司受限资产117.06亿元，占资产总额的16.64%，受限规模较大，主要包括存货中土地（包括部分在建工程）、百万庄危

旧楼改造项目、刘各长棚改项目和天恒别墅山项目等。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 732.65 亿元，较上年底增长 4.16%，较 2018 年底变动不大，其中流动资产 660.67 亿元，占 90.17%；非流动资产 71.99 亿元，占 9.83%。资产受限情况方面，受限货币资金 0.48 亿元，受限存货 27.87 亿元，较上年底大幅下降，主要系偿还了相关银行贷款而解押所致。

3. 资本结构

近年来，受新增股东注资和发行永续债影响，公司所有者权益增长较快，权益质量较好。

2016—2018 年，公司所有者权益增长较快，

年均复合增长 16.31%，2018 年底为 182.22 亿元，较上年底增长 31.58%，主要系收到新增股东金融街资本的货币增资 10.77 亿元以及发行永续中票、永续贷和北金所债权融资计划而新增其他权益工具 33.74 亿元综合影响所致。此外，2016—2018 年，公司少数股东权益持续增长，截至 2018 年底为 18.22 亿元，较上年底增长 17.27%，主要系子公司的少数股东分享公司利润增长所致。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益规模较 2018 年底增长 13.69%，为 207.17 亿元，主要系股东注资以及公司发行永续债所致。其他权益工具变动系对公司在季度统计中暂将永续债计入资本公积所致，年度审计中将进行调整。

表11 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	98.79	73.35	98.79	71.33	109.56	60.13	132.00	63.72
资本公积	0.81	0.60	0.84	0.61	0.98	0.54	40.82	19.70
未分配利润	18.95	14.07	21.48	15.51	17.64	9.68	14.65	7.07
其它权益工具	0.00	0.00	0.00	0.00	33.74	18.52	0.00	0.00
少数股东权益	14.79	10.98	15.54	11.22	18.22	10.00	18.42	8.89
所有者权益合计	134.69	100.00	138.49	100.00	182.22	100.00	207.17	100.00

资料来源：公司审计报告及公司三季度财务报告

近年来，受长期借款波动影响，公司负债总额波动增长，有息债务以长期债务为主，公司债务负担重；随着公司加大开发力度，预计债务水平将进一步上升。

2016—2018 年，公司负债总额波动增长，

年均复合增长 6.72%，截至 2018 年底为 521.17 亿元，较上年底下降 12.24%，其中流动负债占 33.29%、非流动负债占 66.71%，以非流动负债为主。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
预收款项	35.47	7.75	54.89	9.24	26.92	5.17	32.78	6.24
其他应付款	16.60	3.63	11.12	1.87	10.02	1.92	22.06	4.20
一年内到期的非流动负债	39.33	8.59	97.22	16.37	101.46	21.39	70.03	13.33
流动负债	105.27	23.00	179.33	30.20	173.50	33.29	140.24	26.69
长期借款	249.55	54.52	337.62	56.85	255.41	49.01	271.86	51.73
应付债券	79.67	17.40	49.77	8.38	64.77	12.43	93.78	17.85
专项应付款	20.60	4.50	22.97	3.87	22.40	4.30	14.78	2.81
非流动负债	352.46	77.00	414.53	69.80	347.67	66.71	385.25	73.31

负债总额	457.73	100.00	593.86	100.00	521.17	100.00	525.49	100.00
------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

注：“其他应付款”科目不包括“应付利息”和“应付股利”科目

资料来源：公司审计报告及公司三季度财务报告

2016—2018 年，公司流动负债波动中快速增长，年均复合增长 28.45%，截至 2018 年底为 173.50 亿元，较上年底下降 3.25%，其中预收款项大幅下降、一年内到期的非流动负债大幅增长。

2016—2018 年，公司预收款项波动较大，年均复合下降 12.88%，截至 2017 年底为 54.89 亿元，较上年底增长 54.73%，主要系预收的尚未交房的房款增加所致，截至 2018 年底为 26.92 亿元，较上年底下降 50.95%，主要系房屋交付并达到收入确认条件后，部分预收款项结转为营业收入所致。公司预收房款主要来自乐活城项目、永定翠庭项目、周口店项目等。

2016—2018 年，公司其他应付款年均复合下降 22.32%，截至 2018 年底为 10.02 亿元，较上年底下降 9.93%，主要系往来款项减少所致。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 60.62%，截至 2018 年底为 101.46 亿元，较上年底增长 4.36%，由一年内的到期的长期借款 81.46 亿元和应付债券 20.00 亿元构成。

此外，2018 年底，公司其他流动负债 10.33 亿元，较上年底增加 10.12 亿元，主要系发行超短期融资券所致。

2016—2018 年，公司非流动负债小幅波动，年均复合下降 0.68%，截至 2018 年底为 347.67 亿元，较上年底下降 16.13%，其中长期借款大幅下降、应付债券有所增长。

2016—2018 年，公司长期借款有所波动，截至 2018 年底为 255.41 亿元，较上年底下降 24.35%，以保证借款和信用借款为主。

2016—2018 年，公司应付债券波动下降，

年均复合下降 9.83%，截至 2018 年底为 64.77 亿元，较上年底增长 30.15%，主要系发行 35.00 亿元“18 天恒置业 MTN001”以及偿还部分债券所致。

2016—2018 年，公司专项应付款波动中小幅增长，年均复合增长 4.28%，截至 2018 年底为 22.40 亿元，较上年底下降 2.48%，主要系收到的政府拨付的用于各类专项建设工程的代建资金。

有息债务方面，2016—2018 年，公司全部债务波动中有所增长，年均复合增长 6.93%，截至 2018 年底为 421.64 亿元，较上年底下降 13.01%。其中短期债务 101.46 亿元（占 24.06%），长期债务 320.18 亿元（占 75.94%）。考虑到其他流动负债中 10 亿元的超短期融资券，公司调整后全部债务 431.64 亿元。

债务指标方面，2016—2018 年，受长期借款波动下降以及发行永续债影响，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均呈波动下降趋势，2018 年底分别为 74.09%、70.32%和 63.73%，公司债务负担重。考虑到其他权益工具中的永续债，公司实际债务高于上述指标。

截至 2019 年 9 月底，公司负债总额 525.49 亿元，较 2018 年底变动不大。其中，流动负债 140.24 亿元，较上年底下降 19.17%；非流动负债 385.25 亿元，较上年底增长 10.81%。全部债务 435.66 亿元，其中短期债务 70.03 亿元，长期债务 365.64 亿元，未来两年公司面临一定集中兑付压力。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 71.72%、67.77%和 63.83%。

表13 截至2019年9月底公司有息债务剩余期限分布（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	1-2 年	2-3 年	3-4 年	4-5 年	>5 年	合计
到期金额	97.03	105.90	88.33	47.70	17.90	78.81	435.66
占比	22.27	24.31	20.28	10.95	4.10	18.09	100.00

资料来源：公司提供

3. 盈利能力

近年来，公司营业收入波动较大；期间费用大幅增长，期间费用控制能力有待提高；公司利润总额波动增长，受非经营性损益影响较大。公司整体盈利能力尚可。

2016—2018年，受土地一级开发业务以及房屋销售影响，公司营业收入波动增长，年均复合增长6.36%，2018年为75.40亿元，较2017年大幅增长，主要系房屋销售收入增长所致。同期，公司营业成本年均复合增长1.61%，2018年为58.50亿元。受营业成本影响，公司营业利润率也波动增长，分别为11.78%、26.15%和17.97%。

2016—2018年，公司期间费用大幅增长，年均复合增长24.32%，2018年为8.93亿元，其中销售费用2.05亿元，主要系销售人员工资、中介机构服务费、广告宣传费等；管理费用3.93亿元，主要系管理人员工资福利、折旧费、租赁费等；财务费用2.95亿元，主要系债务利息费用。公司期间费用率波动增长，2018年为11.84%，期间费用控制能力有待提高。

非经营性损益方面，2016—2018年，受被投资单位北京金天恒置业有限公司经营影响，公司投资收益波动较大，2018年为1.70亿元。2016—2018年，公司分别获得政府补助1.45亿元、116.20万元和489.76万元，2016年金额较大主要系当年收到西城区财政局留题迹路东段微循环道路工程补助资金所致；公司营业外支出大幅增长，2018年为1.95亿元，同比增长279.97%，主要系子公司天恒股份将应收相关政府部门价值31.15亿元的应收账款转让给北京天厚振翼企业管理合伙企业（有限合伙）的债权损失。2016—2018年，公司利润总额波动增长，分别为3.82亿元、4.66亿元和4.33亿元，受非经营性损益影响较大。其中，2018年归属于母公司的净利润为0.19亿元，同比大幅减少93.66%，同时少数股东损益为3.15亿元，同比大幅增长246.08%，主要系当期利润大部分来源母公司持股比例较少的房地产项目所致。

从盈利指标方面看，2016—2018年，公司总资本收益率和净资产收益率均小幅波动，2018年分别为1.12%和1.84%，公司整体盈利能力尚可。

2019年1—9月，公司实现营业收入15.98亿元，相当于2018年全年的21.19%，期间费用为5.91亿元，利润总额0.06亿元。

4. 现金流

受项目投入和与其他公司往来款影响，公司经营活动现金流规模较大且持续净流出，资金缺口大；受购买理财产品影响，公司投资活动现金流量净额波动大且持续净流出；公司筹资活动规模较大，且受偿还债务影响，公司筹资活动现金流量净额波动较大且由正转负，随着在建项目未来投资规模大，公司对外融资压力较大。

经营活动方面，2016—2018年，受转让土储中心款项和往来款波动影响，公司经营活动现金流入量波动下降，分别为124.95亿元、163.54亿元和59.61亿元。其中，2018年销售商品、提供劳务收到的现金46.53亿元，同比下降22.32%；收到其他与经营活动的现金13.08亿元，同比下降87.38%，主要系2017年转让土储中心的应收账款较大以及2018年公司往来款和保证金、押金减少所致。公司经营活动现金流出波动中大幅下降，分别为182.56亿元、182.64亿元和95.19亿元。其中，2018年购买商品、接受劳务支付的现金34.90亿元，主要系光源里棚户区改造项目、刘各长棚改项目、高教园、大兴区庞各庄镇项目等投入，同比下降55.35%，主要系未进行土地储备所致；支付其他与经营活动有关的现金47.48亿元，同比下降47.39%，主要系支付的保证金、押金和往来款。2016—2018年，受大部分项目处于投入期影响，公司经营活动现金流量净额持续净流出且波动较大，分别为-57.60亿元、-19.10亿元和-35.58亿元，资金缺口较大。

2016—2018年，公司现金收入比分别为

85.56%、134.23%和 61.72%，2017 年现金收入比较高主要系公司预收房款较大所致。

投资活动方面，2016—2018 年，公司投资活动现金流入量快速增长，分别为 3.39 亿元、3.71 亿元和 74.23 亿元。其中 2018 年收回投资收到的现金 66.66 亿元，同比增长 63.44 亿元，收到其他与投资活动有关的现金 5.29 亿元，同比增加 4.82 亿元，均主要系赎回理财产品增加所致。2016—2018 年，公司投资活动现金流出量大幅增长，分别为 6.98 亿元、69.72 亿元和 75.24 亿元。其中，2018 年投资支付的现金 65.88 亿元，同比增长 48.88 亿元，主要系股权投资和理财产品支出；支付其他与投资活动有关的现金 5.29 亿元，同比减少 45.80 亿元，主要系支付的土地保证金、支付给项目公司款项减少所致。2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额波动大且持续净流出，分别为-3.59 亿元、-66.01 亿元和-1.01 亿元。

筹资活动方面，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入有所波动，2018 年为 214.73 亿元，其中吸收投资收到的现金 10.88 亿元，主要系收到股东金融街资本的货币增资，取得借款收到的现金 111.17 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金 92.69 亿元，主要系发行永续债、中期票据和超短期融资券收到的现金；公司筹资活动现金流出波动中大幅上升，2018 年为 233.55 亿元，主要是偿还债务支付的本息。2016—2018 年，受偿还债务影响，公司筹资活动产生的现金流量净额波动较大且由正转负，分别为 92.01 亿元、100.45 亿元和-18.82 亿元。2018 年，现金及现金等价物净增加额为-55.41 亿元。

2019 年 1—9 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金 21.57 亿元，公司往来收支规模大，同期经营活动现金流量净额为 10.14 亿元。2019 年 1—9 月，投资活动项下收回投资和投资支付的现金均主要为对短期理财产品买卖。2019 年 1—9 月，公司筹资活动现金流量净额为 12.51 亿元。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力指标尚可，长期偿债能力指标弱，但公司间接融资渠道通畅，并考虑到公司在资本金注入和政府性项目建设等方面持续得到股东的大力支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力看，2016—2018 年，公司流动比率持续下降，分别为 529.55%、377.68%和 369.74%；公司速动比率也持续下降，分别为 301.60%、208.85%和 197.23%；公司经营性现金流量净额持续为负，对流动负债无保障能力；公司现金类资产分别为 109.07 亿元、124.98 亿元和 69.32 亿元，为同期调整后短期债务的 2.76 倍、1.28 倍和 0.68 倍，对短期债务保障能力尚可。2019 年 9 月底，公司流动比率、速动比率分别为 471.09%和 245.01%，现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 1.38 倍。整体看，公司短期偿债能力指标尚可。

从长期偿债能力看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 5.09 亿元、8.82 亿元和 8.23 亿元，其中 2018 年 EBITDA 包括利润总额 4.33 亿元、费用化利息支出 3.41 亿元和折旧摊销 0.45 亿元；全部债务/EBITDA 分别为 72.51 倍、54.98 倍和 51.22 倍。整体看，公司长期偿债能力指标弱。考虑到公司在资本金注入和政府性项目建设等方面持续得到股东及西城区国资委的大力支持，公司整体偿债能力很强。

公司与多家商业银行等金融机构建立了良好的合作关系，截至 2019 年 9 月底，公司共获得银行授信额度 743.16 亿元，未使用额度 324.99 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2019 年 9 月底，公司对外担保金额 23.58 亿元，担保比率 11.38%（以 2018 年底所有者权益核算），为对北京悦恒置业有限公司和北京厚泰房地产开发有限公司（均为联营企业，项目公司）提供的信用担保，被担保企业目前正常经营。公司或有负债风险可控。

6. 母公司财务概况

近三年母公司资产、权益和收入均呈现增长趋势。母公司收入对合并口径贡献小，整体债务负担偏重。

2016—2018年，母公司资产总额年均复合增长23.82%。截至2018年底，母公司资产总额364.24亿元（占合并口径的51.78%），与2017年底相比变动不大，其中，流动资产占68.21%，非流动资产占31.79%，流动资产中货币资金大幅下降、其他应收款项增长较快。

2016—2018年，母公司所有者权益快速增长，年均复合增长18.19%。截至2018年底，母公司所有者权益152.81亿元，较上年底增长38.44%，主要系收到新增股东货币增资以及发行永续中期票据所致。

2016—2018年，母公司负债总额波动增长，年均复合增长28.43%。截至2018年底，母公司负债总额211.43亿元，较上年底下降18.13%，主要系其他应付款大幅下降所致，其中，流动负债占44.14%。近三年，母公司有息债务规模波动增长，2018年底，母公司全部债务资本化比率为50.10%。

2016—2018年，母公司营业收入波动增长，年均复合增长17.76%。2018年，母公司实现营业收入6.41亿元，同比下降1.67%，占合并口径的8.50%，对合并口径收入贡献小；营业成本同比增长43.11%，主要系母公司融资统借统还给下属子公司的利息支出增加所致；财务费用同比大幅下降至-0.29亿元，主要系利息收入增长所致；母公司公允价值变动损益-0.40亿元，同比大幅下降，主要系固定资产转入投资性房地产所致；利润总额-1.73亿元，由盈转亏。近三年，母公司经营活动现金流量净额持续为负，2018年为-77.26亿元，母公司投资活动现金流量净额持续为负，2018年为-1.05亿元，母公司筹资活动现金流量净额持续为正，2018年为44.53亿元。

截至2019年9月底，母公司资产总额421.62亿元，所有者权益合计177.60亿元，所有者权

益较上年底增长24.79亿，主要系西城区国资委向公司注资；2019年1—9月，母公司实现营业收入6.30亿元，利润总额-0.76亿元，经营活动现金流量净额为14.87亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行金额为9.00亿元，分别相当于2018年底公司长期债务和调整后全部债务的2.81%和2.09%，对公司现有债务规模影响较小。

2018年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为74.09%、70.32%和63.73%。以此财务数据为基础，不考虑其它因素，本期中期票据发行后，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小幅上升为74.42%、70.76%和64.37%。考虑到本期中期票据的募集资金全部用于偿还银行借款，公司实际债务负担可能低于上述测算指标。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年，公司EBITDA波动增长，分别为本期中期票据本金的0.56倍、0.98倍和0.91倍；公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据本金的13.88倍、18.17倍和6.62倍。总体来看，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的重要主体，在资本金注入方面持续获得西城区政府的支持，公司房地产开发经验丰富，具备区域性品牌优势和一定专营优势。

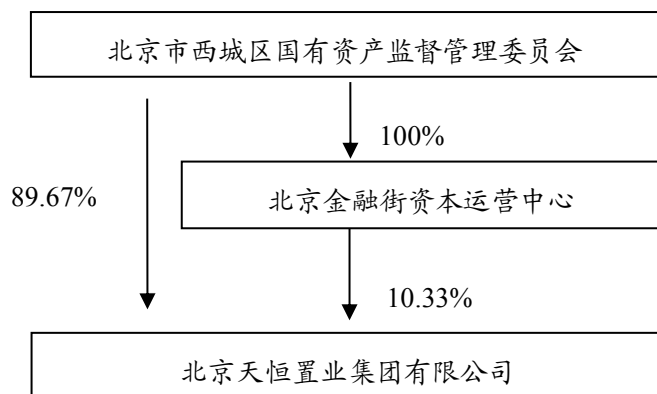
近年来随着公司业务的推进，公司资产规

模和债务规模均呈波动增长趋势，债务负担重，且在建项目投资规模大，公司存在一定资本支出压力。

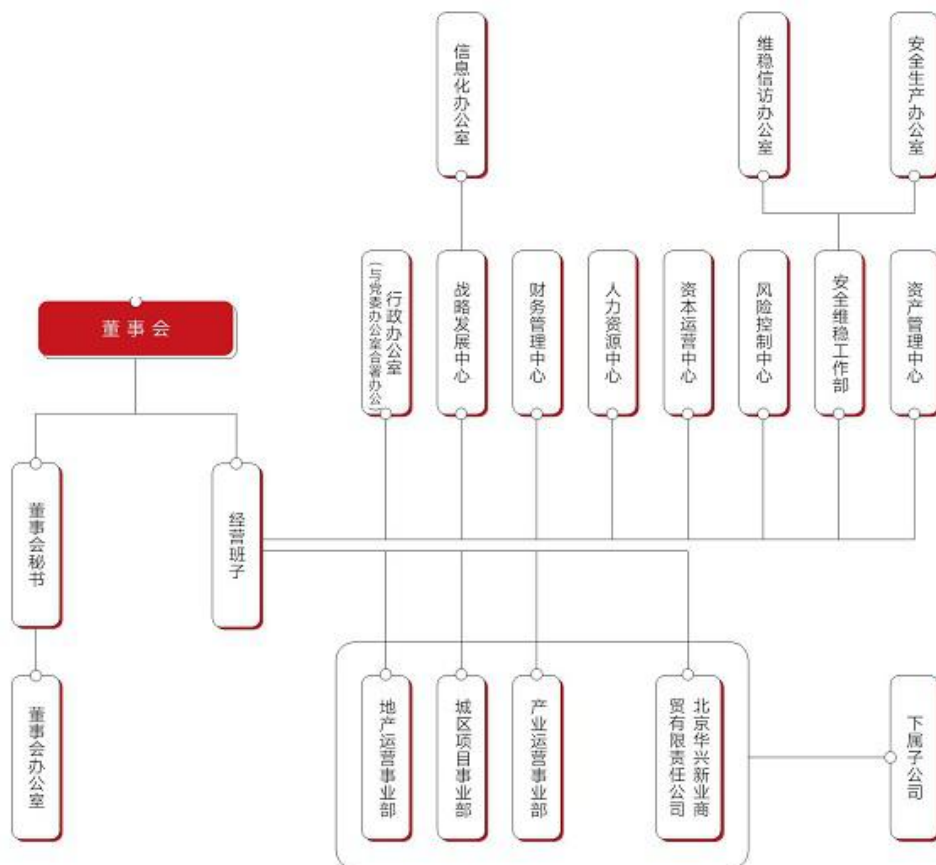
近年来，公司经营活动现金流入量对本期中期票据本金覆盖程度高。

基于对公司主体长期信用状况和本期中期票据偿还能力的综合考虑，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 12 月 18 日公司组织结构图



附件 2 截至 2019 年 9 月底公司合并范围子公司情况

序号	企业名称	级次	业务性质	注册资本 (万元)	实收资本 (万元)	持股比例 (%)
1	北京市嘉鸿房地产开发有限公司	一级	房地产开发	20000.00	20000.00	100.00
2	北京天恒正合置业有限公司	一级	房地产开发	305200.00	305200.00	73.79
3	北京天恒正道投资发展有限公司	一级	房地产开发	10000.00	10000.00	100.00
4	北京天恒康都房地产开发有限责任公司	一级	房地产开发	120000.00	120000.00	100.00
5	北京天恒瑞海物业管理有限责任公司	一级	物业管理	300.00	300.00	85.00
6	北京华兴新业商贸有限责任公司	一级	百货零售	10800.00	10800.00	100.00
7	海南天恒燕泰房地产开发有限公司	一级	房地产开发	1000.00	1000.00	100.00
8	北京天恒正原资本管理有限公司	一级	房地产开发	5000.00	300.00	100.00
9	天恒荣信投资发展有限公司	一级	房地产开发	7000.00	7000.00	85.71
10	北京西都地产发展有限公司	一级	房地产开发	72150.00	72150.00	100.00
11	北京天恒正丰投资发展有限公司	一级	房地产开发	1000.00	1000.00	100.00
12	北京天恒正宇投资发展有限公司	一级	房地产开发	267000.00	250000.00	100.00
13	北京纺织服装开发公司	一级	房地产开发	720.80	100.00	100.00
14	北京翔德房地产开发有限公司	一级	房地产开发	837.07	837.07	100.00
15	北京天恒房地产股份有限公司	一级	房地产开发	21388.76	21388.76	79.99
16	北京天恒正同资产管理有限公司	一级	资产管理	5000.00	5000.00	100.00
17	北京茶业交易中心有限责任公司	一级	租赁和商务服务业	5000.00	5000.00	60.00
18	北京天恒新科技管理有限公司	一级	租赁和商务服务业	1000.00	1000.00	100.00
19	天恒正恒（北京）产业发展有限公司	一级	批发业	20000.00	0.00	100.00
20	北京天恒北茶科技有限公司	一级	零售业	5000.00	0.00	100.00
21	天恒物业管理（北京）有限公司	一级	房地产业	1000.00	1000.00	100.00
22	北京天恒农科科技有限公司	一级	零售业	30.00	30.00	100.00
23	北京天材卓越文化发展有限公司	一级	房地产业	2500.00	1000.00	50.00

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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	109.07	124.98	69.32	96.79
资产总额(亿元)	592.32	732.35	703.39	732.65
所有者权益(亿元)	134.59	138.49	182.22	207.17
短期债务(亿元)	39.53	97.30	101.46	70.03
调整后短期债务(亿元)	39.53	97.30	111.46	70.03
长期债务(亿元)	329.21	387.38	320.18	365.64
全部债务(亿元)	368.74	484.68	421.64	435.66
调整后全部债务(亿元)	368.74	484.68	431.64	435.66
营业收入(亿元)	66.65	44.63	75.40	15.98
利润总额(亿元)	3.82	4.66	4.33	0.06
EBITDA(亿元)	5.09	8.82	8.23	--
经营性净现金流(亿元)	-57.60	-19.10	-35.58	10.14
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.45	1.43	4.40	--
存货周转次数(次)	0.24	0.11	0.19	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.07	0.11	--
现金收入比(%)	85.56	134.23	61.72	135.01
营业利润率(%)	11.78	26.15	17.97	42.00
总资本收益率(%)	0.65	1.23	1.12	--
净资产收益率(%)	1.83	2.87	1.84	--
长期债务资本化比率(%)	70.98	73.67	63.73	63.83
全部债务资本化比率(%)	73.26	77.78	69.82	67.77
调整后全部债务资本化比率(%)	73.26	77.78	70.32	67.77
资产负债率(%)	77.28	81.09	74.09	71.72
流动比率(%)	529.55	377.68	369.74	471.09
速动比率(%)	301.60	208.85	197.23	245.01
经营现金流动负债比(%)	-54.72	-10.65	-20.50	--
现金短期债务比(倍)	2.76	1.28	0.68	1.38
全部债务/EBITDA(倍)	72.51	54.98	51.22	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	72.44	54.95	52.45	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.26	0.47	0.16	--

注：2019 年 1-9 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	36.84	58.20	24.43	47.05
资产总额(亿元)	237.59	368.63	364.24	421.62
所有者权益(亿元)	109.40	110.37	152.81	177.60
短期债务(亿元)	7.85	57.00	40.40	39.67
长期债务(亿元)	99.67	103.27	113.03	137.16
全部债务(亿元)	107.52	160.27	153.43	176.82
营业收入(亿元)	4.62	6.52	6.41	6.30
利润总额(亿元)	1.45	1.15	-1.73	-0.76
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-5.23	-15.96	-77.26	14.87
财务指标				
销售债权周转次数(次)	46214.02	65175.45	64089.32	--
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(%)	115.45	26.65	95.67	6.18
营业利润率(%)	26.24	22.79	-11.73	5.87
总资本收益率(%)	0.53	0.47	-0.39	--
净资产收益率(%)	1.05	1.15	-0.79	--
长期债务资本化比率(%)	47.67	48.34	42.52	43.58
全部债务资本化比率(%)	49.57	59.22	50.10	49.89
资产负债率(%)	53.96	70.06	58.05	57.88
流动比率(%)	549.84	170.13	266.21	271.07
速动比率(%)	549.84	170.13	266.21	271.07
经营现金流动负债比(%)	-21.23	-10.63	-82.78	--
现金短期债务比(倍)	4.69	1.02	0.60	1.19
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2019 年 1-9 月财务数据未经审计

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 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

联合资信评估有限公司关于 北京天恒置业集团有限公司 2020 年度第一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，并于年度报告披露之日起的三个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

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，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，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。