

信用评级公告

联合〔2023〕4737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⁺，维持“23 天恒置业 MTN003”“23 天恒置业 MTN002”“23 天恒置业 MTN001”“22 天恒置业 MTN004”“22 天恒置业 MTN003B”“22 天恒置业 MTN003A”“22 天恒置业 MTN002”“22 天恒置业 MTN001”“21 天恒置业 MTN003”“21 天恒置业 MTN002”“21 天恒置业 MTN001”“20 天恒置业 MTN001”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年七月二十六日

北京天恒置业集团有限公司

2023 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
23 天恒置业 MTN003	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
23 天恒置业 MTN002	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
23 天恒置业 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
22 天恒置业 MTN004	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
22 天恒置业 MTN003B	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
22 天恒置业 MTN003A	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
22 天恒置业 MTN002	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
22 天恒置业 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
21 天恒置业 MTN003	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
21 天恒置业 MTN002	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
21 天恒置业 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
20 天恒置业 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
23 天恒置业 MTN003	5.00 亿元	5.00 亿元	2028/04/17
23 天恒置业 MTN002	11.60 亿元	11.60 亿元	2028/03/09
23 天恒置业 MTN001	8.40 亿元	8.40 亿元	2026/01/16
22 天恒置业 MTN004	5.00 亿元	5.00 亿元	2027/12/05
22 天恒置业 MTN003B	7.00 亿元	7.00 亿元	2027/10/24
22 天恒置业 MTN003A	3.00 亿元	3.00 亿元	2027/10/24
22 天恒置业 MTN002	13.00 亿元	13.00 亿元	2027/06/13
22 天恒置业 MTN001	13.00 亿元	13.00 亿元	2024/04/14
21 天恒置业 MTN003	13.00 亿元	13.00 亿元	2023/12/16
21 天恒置业 MTN002	11.00 亿元	11.00 亿元	2026/07/29
21 天恒置业 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/07/05
20 天恒置业 MTN001	9.00 亿元	9.00 亿元	2025/04/24

评级观点

北京天恒置业集团有限公司（以下简称“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，公司持续得到政府在政府补助以及专项资金拨付方面的支持。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、公司经营亏损、房地产业务存在去化压力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，公司有望稳步发展。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“23 天恒置业 MTN003”“23 天恒置业 MTN002”“23 天恒置业 MTN001”“22 天恒置业 MTN004”“22 天恒置业 MTN003B”“22 天恒置业 MTN003A”“22 天恒置业 MTN002”“22 天恒置业 MTN001”“21 天恒置业 MTN003”“21 天恒置业 MTN002”“21 天恒置业 MTN001”“20 天恒置业 MTN001”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之一，2022年，西城区全区完成地区生产总值5700.10亿元，实现一般公共预算收入415.94亿元，西城区经济财政实力很强。

2. **公司持续获得外部支持。**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、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政府补助以及专项资金拨付等方面的支持。

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公开发行债券；23 天恒置业 MTN003、23 天恒置业 MTN002、22 天恒置业 MTN004、22 天恒置业 MTN003A、21 天恒置业 MTN002 和 21 天恒置业 MTN001 为含权债券，表中所列示到期兑付日为不行权到期日

评级时间：2023 年 7 月 26 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	V4.0.202208
城市基础设施投资企业主体信用评级模型	V4.0.202208

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：

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	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F5	现金流	资产质量	4
			盈利能力	7
			现金流量	1
		资本结构		5
		偿债能力		4
		指示评级		
个体调整因素：无			--	
个体信用等级			bbb	
外部支持调整因素：政府支持			7	
评级结果			AA ⁺	

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

关注

1. **公司债务负担重，面临一定集中偿付压力。**截至2023年3月底，公司全部债务资本化比率70.35%，整体债务负担重；2024—2025年，公司需分别偿还有息债务108.41亿元和115.84亿元，公司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，资金回笼时点存在一定不确定性。
3. **房地产业务存在去化压力。**截至2022年底，存货中开发产品142.39亿元，主要为公司已经竣工的房屋项目，公司存在房地产业务去化压力。
4. **2022年业务亏损规模较大。**2022年，受保障房业务亏损影响，公司利润总额及各盈利指标由正转负。

同业比较:

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
数据时间	2022 年底	2022 年底	2022 年底	2022 年底
GDP (亿元)	5700.10	5700.10	5700.10	10206.9
一般公共预算收入 (亿元)	415.94	415.94	415.94	490.5
资产总额 (亿元)	882.08	274.94	624.45	648.90
所有者权益 (亿元)	190.02	131.28	195.93	121.35
营业总收入 (亿元)	46.71	5.47	8.31	17.31
利润总额 (亿元)	-13.55	4.60	0.98	1.04
资产负债率 (%)	78.46	52.25	68.62	81.30
全部债务资本化比率 (%)	70.82	44.63	59.74	68.31
全部债务/EBITDA (倍)	-0.29	17.93	63.65	82.43
EBITDA 利息倍数(倍)	-79.02	3.81	0.37	0.36

注: 公司 1 为北京华融基础设施投资有限公司, 公司 2 为北京广安控股集团有限公司, 公司 3 为北京实创科技园开发建设股份有限公司

资料来源: 联合资信根据审计报告和公司提供数据整理

分析师: 张宁 吴茵

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

主要财务数据:

合并口径				
项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产(亿元)	125.98	48.75	87.21	128.98
资产总额(亿元)	846.39	814.96	882.08	827.41
所有者权益(亿元)	193.19	189.84	190.02	194.50
短期债务(亿元)	110.58	121.52	67.39	51.48
长期债务(亿元)	381.75	358.37	393.75	410.03
全部债务(亿元)	492.33	479.90	461.13	461.52
营业收入(亿元)	69.02	132.06	46.71	48.59
利润总额(亿元)	4.43	4.50	-13.55	6.35
EBITDA(亿元)	9.85	11.75	-5.84	--
经营性净现金流 (亿元)	12.98	-50.83	53.71	8.00
营业利润率(%)	21.39	10.04	-1.44	17.92
净资产收益率(%)	1.92	1.92	-8.01	--
资产负债率(%)	77.17	76.71	78.46	76.49
全部债务资本化比率 (%)	71.82	71.65	70.82	70.35
流动比率(%)	297.07	307.76	296.24	369.04
经营现金流动负债比 (%)	5.17	-22.05	20.67	--
现金短期债务比(倍)	1.14	0.40	1.29	2.51
全部债务/EBITDA(倍)	0.12	0.63	-0.29	--
EBITDA 利息倍数(倍)	49.96	40.84	-79.02	--

公司本部				
项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额(亿元)	462.51	481.94	480.29	508.20
所有者权益(亿元)	157.26	150.65	172.32	172.11
全部债务(亿元)	206.00	192.21	220.01	236.43
营业收入(亿元)	11.83	13.80	13.79	2.68
利润总额(亿元)	-0.19	1.20	1.96	-0.24
资产负债率(%)	66.00	68.74	64.12	66.13
全部债务资本化比率(%)	56.71	56.06	56.08	57.87
流动比率(%)	193.74	187.41	223.67	242.21
经营现金流动负债比(%)	-13.38	-32.05	38.37	--
现金短期债务比 (倍)	0.96	0.41	0.97	2.00

注: 2023 年 1-3 月财务数据未经审计; 将其他应付款中有息部分计入短期债务核算, 将长期应付款以及其他非流动负债中有息部分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
23 天恒置业 MTN003	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2023/03/21	张 宁 吴 茵	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读原文
23 天恒置业 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2023/02/15	张 宁 张丽斐	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读原文
23 天恒置业 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/12/23	张 宁 张丽斐	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读原文
22 天恒置业 MTN004	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/10/27	张 宁 张丽斐	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读原文
22 天恒置业 MTN003B	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/09/30	张 宁 张丽斐	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读原文
22 天恒置业 MTN003A	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/09/30	张 宁 张丽斐	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读原文
22 天恒置业 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/6/25	张 宁 杨依水	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907	阅读原文
22 天恒置业 MTN001						城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	
21 天恒置业 MTN003						城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907	
21 天恒置业 MTN002						城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	
21 天恒置业 MTN001						城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907	
20 天恒置业 MTN001						城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907	
22 天恒置业 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/05/31	张 宁 张丽斐	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	阅读原文
22 天恒置业 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/01/21	张 铖 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	阅读原文
21 天恒置业 MTN003	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021/12/06	张 铖 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	阅读原文
21 天恒置业 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021/07/20	张 铖 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	阅读原文
21 天恒置业 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021/6/18	张 铖 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	阅读原文
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	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受北京天恒置业集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、本报告所列示的主体评级及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。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

北京天恒置业集团有限公司

2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，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责任公司（以下简称“公司”）及其存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

2022 年，公司根据北京市财政局《关于 2022 年度划转企业向市财政局分配收益操作指引》对 2021 年发生的增资事项重新梳理，将北京市西城区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“西城区国资委”）900.00 万元的增资款按照 1:1.14 计入实收资本，差额计入资本溢价，本次调整后公司实收资本减少 110.54 万元。截至 2023 年 3 月底，公司注册资本 110.17 亿元，实收资本 128.97 亿元（尚未工商变更），西城区国资委持股 89.67%，北京金融街资本运营集团有限公司持股 10.33%（工商口径）。公司实际控制人为西城区国资委。

公司主要业务包括保障房建设、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等。

截至 2023 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 2023 年 3 月底，公司纳入合并范围的一级子公司 21 家。

截至 2022 年底，公司资产总额 882.08 亿元，所有者权益 190.02 亿元（含少数股东权益 24.15 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 46.71 亿元，利润总额-13.55 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司资产总额 827.41 亿元，所有者权益 194.50 亿元（含少数股东权益 22.60 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 48.59 亿元，利润总额 6.35 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：刘成东。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至跟踪评级日，联合资信所评公司存续公开发行债券余额合计 109.00 亿元。跟踪期内，除尚未到付息期债券外，其余债券均已按期支付利息；上述债券募集资金均使用完毕。

“22 天恒置业 MTN001”和“21 天恒置业 MTN003”为永续债券，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点。

表1 本次跟踪评级公开发行债券概况（单位：亿元、%、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	利率	期限
23 天恒置业 MTN003	5.00	5.00	2023/04/17	3.91	5（3+2）
23 天恒置业 MTN002	11.60	11.60	2023/03/09	4.34	5（3+2）
23 天恒置业 MTN001	8.40	8.40	2023/01/16	4.85	3
22 天恒置业 MTN004	5.00	500	2022/12/05	4.80	5 (2+2+1)
22 天恒置业 MTN003B	7.00	7.00	2022/10/24	4.20	5
22 天恒置业 MTN003A	3.00	3.00	2022/10/24	3.50	5(3+2)
22 天恒置业 MTN002	13.00	13.00	2022/06/13	4.00	5

22 天恒置业 MTN001	13.00	13.00	2022/04/14	3.67	2 (2+N)
21 天恒置业 MTN003	13.00	13.00	2021/12/16	4.50	2 (2+N)
21 天恒置业 MTN002	11.00	11.00	2021/07/29	3.60	5 (3+2)
21 天恒置业 MTN001	10.00	1.00	2021/07/05	3.78	5 (3+2)
20 天恒置业 MTN001	9.00	9.00	2020/04/24	3.70	5

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济与政策环境分析

2023年一季度,宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主,坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调,聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全REITs市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力,推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力,生产生活秩序加快恢复,国民经济企稳回升。经初步核算,一季度国内生产总值28.50万亿元,按不变价格计算,同比增长4.5%,增速较上年四季度回升1.6个百分点。从生产端来看,前期受到较大制约的服务业强劲复苏,改善幅度大于工业生产;从需求端来看,固定资产投资实现平稳增长,消费大幅改善,经济内生动力明显加强,内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面,社融规模超预期扩张,信贷结构有所好转,但居民融资需求仍偏弱,同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面,资金利率中枢显著抬升,流动性总体偏紧;债券市场融资成本有所上升。

展望未来,宏观政策将进一步推动投资和消费增长,同时积极扩大就业,促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下,外需放缓叠加基数抬升的影响,中国出口增速或将回落,但消费仍有进一步恢复的空间,投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续,内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看,当前积极因素增多,经济增长有望延续回升态势,全年实现5%增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报\(2023年一季度\)](#)》。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础,对于地方经济社会发展有着积极的作用。2008年后,城投企业的快速扩张加剧了地方政府的债务风险。随后,国家出台了一系列政策,规范了地方政府和城投企业的融资行为,建立和完善了地方政府债务风险管控体系。2022年以来,宏观经济下行压力加大,“稳增长”压力凸显。同时,监管部门对地方政府隐性债务保持“严监管常态化”管控,城投企业融资监管政策“有保有压”。2023年,在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下,城投企业作为地方政府基础设施建设的重要实施主体,将持续获得地方政府的支持。城市基础设施建设行业整体信用风险较低,评级展望为稳定。但城投企业融资区域性分化将进一步加剧,仍需重点关注尾部城投企业的信用风险。完整版详见《[2023年城市基础设施建设行业分析](#)》。

2. 房地产行业分析

2022年,在多重因素影响下,国内房地产市场延续2021年下半年以来的低迷状态,商品房销售萎靡,全国土地市场热度不高,供求规模齐跌,房企新开工意愿和房地产开发投资均持续下降,市场信心有待恢复。面对经济下行,为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展,供需两端调控政策逐步松绑转向宽松;2022年11月,融资端政策利好集中释放,“四箭齐发”等政策将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化,但政策传导速度及落地效果仍有待观察。在政策宽松预期及前期需求释放下,2023年国内房地产市场会有阶段性回暖,但长期不确

定性仍大。完整版行业分析详见[《2023年房地产行业分析》](#)。

3. 区域经济

2022 年，北京市及西城区经济持续发展，财政实力很强，财政自给程度较高。

北京市

北京市，简称“京”，古称燕京、北平，是中华人民共和国的首都、直辖市、国家中心城市、超大城市，国务院批复确定的中国政治中心、文化中心、国际交往中心、科技创新中心。截至 2022 年底，全市下辖 16 个区，常住人口 2184.3 万人。北京市地处华北大平原的北部，东面与天津市毗连，其余均与河北省相邻。

根据《2022 年北京市国民经济和社会发展统计公报》，2022 年北京市地区生产总值为 41610.9 亿元，按不变价格计算，比上年增长 0.7%。其中，第一产业增加值 111.5 亿元，下降 1.6%；第二产业增加值 6605.1 亿元，下降 11.4%；第三产业增加值 34894.3 亿元，增长 3.4%。三次产业构成为 0.3:15.9:83.8。按常住人口计算，全市人均地区生产总值为 19.0 万元。

北京市固定资产投资持续增长，2022 年固定资产投资（不含农户）比上年增长 3.6%。分产业看，第一产业投资增长 11.6%；第二产业投资增长 20.5%，其中，制造业增长 18.4%；第三产业投资增长 1.7%，其中，科学研究和技术服务业增长 60.7%，金融业增长 41.3%，信息传输、软件和信息技术服务业增长 36.0%，租赁和商务服务业增长 31.0%。

根据《2022 年北京市财政预算执行情况》，2022 年，北京市一般公共预算收入为 5714.3 亿元，按自然口径下降 3.7%，其中税收收入占比为 85.20%；一般公共预算支出 7156.0 亿元；财政自给率为 79.85%，北京市财政自给能力较强。2022 年，北京市政府性基金预算收入完成 2227.5 亿元。

西城区

西城区是首都功能核心区，是北京市政治

中心、文化中心的核心承载区，历史文化名城保护的重点地区，体现国家形象和国际交往的重要窗口地区。西城区辖区面积 50.7 平方公里，下辖 15 个街道、261 个社区。截至 2022 年底，西城区常住人口 110 万人，比上年下降 0.40%。

2022 年，西城区实现地区生产总值 5700.10 亿元，比上年增长 4.10%；其中，第二产业实现增加值 293.9 亿元，比上年增长 4.5%；第三产业实现增加值 5406.2 亿元，比上年增长 4.1%，占地区生产总值的比重达到 94.8%。全区金融业实现增加值 3088.70 亿元，比上年增长 7.20%。全区人均地区生产总值达到 51.72 万元。

根据《2022 年北京市西城区财政预算执行情况》，2022 年，西城区一般公共预算收入 415.94 亿元，同比下降 2.83%，其中税收收入 375.27 亿元，税收占比 90.22%，财政收入质量好；一般公共预算支出 434.97 亿元，同比增长 4.95%，财政自给率为 95.62%，财政平衡能力较强。

六、基础素质分析

1. 股权关系

截至 2023 年 3 月底，公司注册资本 110.17 亿元，实收资本为 128.97 亿元，西城区国资委为公司控股股东及实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司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。此外，公司房地产开发经验丰富。

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。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. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好，未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（统一社会信用代码：9111010210139722X9），截至 2023 年 6 月 25 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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2023 年 7 月 26 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管发生变动，对公司日常经营管理不产生负面影响。

跟踪期内，公司法人治理结构、组织架构和管理制度无重大变化。

根据《北京市西城区人民政府关于吕世及等同志职务任免的通知》（西政任〔2022〕9 号），公司原董事长刘海涛同志已办理退休手续，免去其董事长职务，任命刘戊东同志为公司新任董事长；同时任命杨威同志为公司总经理。

根据《北京天恒置业集团有限公司关于公司董事、总经理接受审查调查的公告》，公司董

事、总经理杨威涉嫌严重违纪违法，目前正接受纪律审查和监察调查。根据公司董事会决议，由公司党委书记、董事长、法人刘戊东代为履行公司总经理职责，直至公司有权机构完成新的总经理人选任命为止。

刘戊东先生，1967 年出生，大学本科学历；历任北京市农业局经贸处主任科员，北京市西城区新街口街道办事处副主任，北京市西城区政府办公室党组成员、副主任，中共北京市西城区金融街街道工委副书记、办事处主任，北京市西城区安全生产监督管理局党组书记、局长，北京市西城区城市管理监督指挥中心党组副书记、主任，北京市西城区突发公共事件应急委员会办公室主任（兼），北京市西城区市政市容管理委员会党组书记、主任，北京市西城区城市环境建设委员会办公室常务副主任（兼），北京市西城区住房和城乡建设委员会党组书记、主任，北京市西城区重大项目建设指挥部办公室党组书记、常务副主任，北京市西城区建设中心主任（兼），一级调研员；现任公司党委书记、董事长。

目前公司日常管理、生产经营正常运转，上述事项对公司日常经营管理不产生负面影响。

八、经营分析

1. 经营概况

2022 年，受房屋结转规模下降影响，公司营业总收入大幅减少；受收入占比较高的保障房业务亏损影响，公司综合毛利率较上年明显下降。

公司主要从事城区业务（保障房建设、棚户区改造和土地一级开发）、地产运营业务、产业运营业务和金融类业务。

2022 年，受房屋结转规模下降影响，公司营业总收入同比减少 64.63%。房屋销售收入仍为公司收入主要构成，2022 年占营业总收入比重下降至 78.79%。2022 年公司实现房屋销售收入同比大幅减少 69.80%，其中商业、住宅以及保障房销售收入较上年均大幅下降。公司主营

业务中其他收入主要包括租金、餐饮及客房收入，2022 年同比减少 51.08%。2022 年，受收入占比较高的保障房业务亏损影响，公司综合毛利率较上年下降 9.76 个百分点。

2023 年 1—3 月，受确认土地一级开发整理收入影响，公司实现营业总收入 48.59 亿元，超过 2022 年全年收入水平，同时，综合毛利率较上年上升 16.40 个百分点。

表 2 公司营业收入和毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2021 年			2022 年			2023 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	121.89	92.30	8.68	36.81	78.79	-4.89	2.21	4.54	25.80
其中：商业	10.96	8.30	13.39	1.51	3.24	31.21	0.20	0.42	-9.55
住宅	11.32	8.57	14.98	6.79	14.55	28.97	1.91	3.94	30.69
保障房	99.61	75.43	7.44	28.50	61.01	-14.88	0.09	0.18	1.74
土地一级开发	--	--	--	--	--	--	43.53	89.59	17.38
销售商品收入	2.41	1.83	26.74	1.64	3.51	26.84	0.67	1.38	25.91
物业管理收入	0.40	0.31	-22.84	0.57	1.21	-31.07	0.18	0.37	-1.58
其他	2.31	1.75	58.27	1.13	2.43	13.07	0.23	0.47	23.00
主营业务收入小计	127.02	96.19	9.83	40.14	85.94	-3.46	46.82	96.35	17.85
房屋租赁收入	1.31	0.99	95.20	2.20	4.71	48.58	0.71	1.47	67.58
其他	3.73	2.83	45.09	4.37	9.35	27.75	1.06	2.18	5.18
其他业务收入小计	5.04	3.81	58.08	6.57	14.06	34.73	1.77	3.65	30.32
合 计	132.06	100.00	11.67	46.71	100	1.91	48.59	100	18.31

注：尾差系四舍五入所致

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。2022 年，公司保障房业务毛利率由正转负；土地一级开发项目回款质量一般；棚改项目结转进度缓慢，对公司资金形成较大占用；未来，公司棚改业务尚需投资规模仍较大。

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、北京正德丰泽房地产开发有限公司和北京厚泰房地产开发有限公司。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、共产房和两限房，建设开发地块主要为政府划拨地块。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 2023 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、锦安家园以及瑞悦府等项目，项目计划总投资 251.37 亿元，累计投资额 232.27 亿元，累计实现销售回款 184.69 亿元。2022 年，公司实现保障房收入 28.50 亿元，较上年大幅减少 71.11 亿元；主要来自于恒泰家园收入确认 16.82 亿元，恒海天诚收入确认 10.64 亿元，瑞悦府收入确认 0.47 亿元。同期，公司保障房业务毛利率由正转负，主要系恒泰家园和恒海天诚按政府指导价销售，叠加受外部环境影响，工程进度放缓用工成本增加综合影响所致。截至 2023 年 3 月底，公司暂无在建和拟建保障房项目。

表 3 截至 2023 年 3 月底公司主要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	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	累计回款情况
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公司	46.00	2011/03	2015/01	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	18.14	2018/03	2020/09	74.65	71.76	基本售罄	60.72	60.44
北京	锦安家园	北京厚泰房地产开发有限公司	31.21	2018/08	2021/11	78.00	64.87	共产房部分已售罄	72.31	72.35
北京	恒泰家园	北京恒泰致远房地产开发有限公司	16.75	2018/12	2021/12	31.46	32.08	79.62	18.36	18.36
北京	恒海天诚	北京恒海天诚房地产开发有限公司	6.42	2019/12	2022/12	26.04	24.61	66.70	11.59	11.59
合计			118.52	--	--	251.37	232.27	--	184.93	184.69

资料来源：公司提供

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”。

截至 2023 年 3 月底，公司主要棚户区改造项目计划总投资 366.96 亿元，已完成投资 254.20 亿元，2023—2024 年分别计划投资 20.52 亿元以及 22.33 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 2023 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 4 截至 2023 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	预计总投资	已投资	政府出资	未来投资计划	
					2023 年	2024 年
百万庄北里居民住房改善项目	23.30	64.46	49.43	17.30	6.16	8.23
车公庄大街 3 号项目	2.99	11.78	7.59			
光源里棚户区改造项目	57.45	167.92	94.18	36.66	6.98	10.07
北中轴线核心保护区·什刹海地区旧城保护示范项目	589.80	83.00	65.86	25.00	4.34	3.22
怀柔区刘各长村棚户区改造土地开发项目	34.56	39.80	37.14	0.00	3.04	0.81
合计	708.10	366.96	254.20	78.96	20.52	22.33

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北京天恒房地产股份有限公司（以下简称“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，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。

2023年1—3月，政府对桃园A7、A8项目清算入库，公司实现土地一级开发收入43.53亿元。截至2023年3月底，公司土地一级开发项目共确认收入92.30亿元，已实现回款59.49亿元，尚未取得回款项目为丰盛西区C区及配套市政项目，预计于2023年底完成对该地块的清算工作。

截至2023年3月底，公司在建土地一级开发项目为桃园E5、E6项目，建筑面积1.30万平方米，总投资规模2.00亿元，已投资规模为1.02亿元，2023年计划投资规模为0.01亿元，未来资金支出压力不大；公司暂无拟建土地整理项目。

（2）地产开发业务

公司地产开发项目主要集中在北京，2022年，公司开复工面积以及竣工面积较上年有所下降，实际签约销售额以及签约销售面积较上年有所增长。联合资信将密切关注，房地产项目去化情况。

地产开发业务主要由地产运营事业部进行管理，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等公司承接。公司地产运营业务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。

受开发进度影响，2022年公司全年开复工面积同比减少6.95%。受施工条件不同影响，2022年公司竣工面积较上年减少45.99%。2022年，公司地产项目实际销售签约金额及合同销售面积分别同比增长184.08%和170.55%。2022年，受销售项目差异影响，公司房地产签约销售均价为2.98万元/平方米，较上年增长4.93%；2023年1—3月，公司开复工面积达155.91万平方米，合同销售面积4.98万平方米。

2022年，受销售结转进度影响，公司实现住宅开发收入6.79亿元，同比减少40.02%，实现商业地产销售收入1.51亿元，同比减少86.22%。2022年，公司住宅以及商业地产结转收入的项目主要为水岸壹号、山天家园等，同期，公司住宅及商业地产销售毛利率较上年均大幅提高，主要系结转收入项目地块均为2017年以前购入，拿地成本较低所致。2023年1—3月，公司实现住宅及商业地产销售收入合计2.11亿元，较上年同期变动不大。

表5 公司房地产业务经营情况

项 目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
房屋开复工面积（万平方米）	211.86	197.14	155.91
房屋竣工面积（万平方米）	62.93	33.99	28.67
合同销售面积（万平方米）	10.90	29.49	4.98
实际销售签约金额（亿元）	30.97	87.98	13.31
结算面积（万平方米）	37.31	13.52	9.30
结算金额（亿元）	121.89	36.81	2.21

注：该处统计口径将保障房项目统计在内

资料来源：公司提供

截至2023年3月底，公司主要在售房地产项目尚有一定可售面积，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165.78亿元，累计已投资额140.66亿元，2023—2024年尚需投资规模分别为15.92亿元和8.67亿元。

表6 截至2023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
山天家园	别墅	38.35	35.10	34.17	86.15	30.96	30.23
锐创中心（世界集）	商业	18.69	41.38	41.66	78.44	27.53	27.13
乐学景苑	住宅	23.30	26.29	20.17	79.23	19.05	16.87
中粮天恒智慧谷	住宅、商办	30.00	119.69	96.42	61.94	33.45	33.45
水岸一号	住宅、限价房、养老、商业	36.19	66.17	60.74	68.06	33.20	31.86
京西悦府	住宅别墅商用体育	17.89	54.99	44.92	65.19	22.08	16.86
天恒蘭臺壹号	住宅、商业	12.76	6.28	5.02	20.90	0.68	0.65
合计	--	177.18	349.90	303.10	--	166.95	157.05

资料来源：公司提供

表7 截至2023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	总投资	已投资	2023年投资计划	2024年投资计划
翰学雅居	北京恒海天城房地产有限公司	限竞房	100%	6.42	26.04	24.16	3.07	--
京西悦府	北京恒乐置业有限公司	住宅别墅商用体育	99.82%	17.89	54.99	44.28	4.07	--
水岸一号	北京天恒乐活城置业有限公司	住宅、限价房、养老、商业	100%	36.19	66.17	60.74	6.03	4.39
成华龙潭北侧地块	成都恒成正华房地产开发有限公司	住宅	100%	4.75	6.60	7.08	1.02	1.80
成华龙潭南侧地块	成都恒成正华房地产开发有限公司	住宅	100%	4.15	6.20		1.02	1.80
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	5.78	4.40	0.71	0.68
合计				76.51	165.78	140.66	15.92	8.67

资料来源：公司提供

土地储备方面，截至2023年3月底，公司土地储备分布于北京市、山东省潍坊市、四川省成都市，公司土地储备规模尚可。

表8 截至2022年3月底公司土地储备情况（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
北京市怀柔区刘各长棚户区改造土地开发项目 HR00-0101-6049、6200、6201、6202、6203 地块 R2 二类、B4 综合性商业金融服务业用地、A33 基础教育用地国有建设用地	商业、住宅	北京市怀柔区刘各长镇	11.55	2021 年	45.70
潍坊项目 04 地块	商业、住宅	寒亭区潍县中路以西，禹王北街以北	16.76	2021 年	7.54
潍坊项目 05 地块	商业、住宅	寒亭区潍县中路以西，新溥街以南	7.72	2021 年	3.47
成都高新区 88 亩地块	住宅	成都市新程大道以南	5.91	2021 年	15.93
成都市成华区 21.78 亩地	住宅	成华区龙潭街道鹤林社区 1 组	21.78	2021 年	3.08
成都市成华区 20.92 亩地	住宅	成华区龙潭街道鹤林社区 1 组	20.92	2021 年	2.96

成都市高新区中和街道蒲草村 6、7 组，石河村 11 组 GX2020-08（071）号住宅用地	住宅	成都市新程大道以南	4.61	2020 年	15.78
合计	--	--	89.25	--	94.46

资料来源：公司提供

（3）产业运营业务

2022 年，受外部环境影响，公司持有的新街口商场、复兴商业城等商业项目收入规模有所下降。

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北京华兴新业商贸有限责任公司（以下简称“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。2022 年，公司实现销售商品收入 1.64 亿元，同比减少 31.95%。2023 年 1—3 月，公司实现销售商品收入 0.67 亿元，相当于 2022 年的 40.85%，伴随外部环境好转，该板块业务收入有望触底回升。

公司物业服务主要由子公司北京天恒物业管理有限责任公司负责，涉及各类物业服务的专业化物业管理。2022 年，公司物业管理收入为 0.57 亿元，同比增长 42.50%，主要系所持物业规模扩大所致。同期，公司物业管理业务毛利率为-31.07%，持续为负。2023 年 1—3 月，公司实现物业管理收入 0.18 亿元，相当于上年的 31.58%，毛利率持续为负。

公司主营业务中其他业务收入主要包括客房收入和餐饮收入等，2022 年主营业务中的其他业务实现收入为 1.13 亿元，同比减少 51.08%，毛利率为 13.07%，较上年明显下降。

公司其他业务收入主要为利息收入和房屋租赁收入构成形成。2022 年，公司实现其他收入 6.57 亿元，同比增长 30.36%。

（4）金融类业务

公司金融类业务逐步拓展，所投项目已结束并退出，联合资信将密切关注后续资金投放情况。

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。截至 2023 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，目前所投项目已结束并退出，联合资金将密切关注后续资金投放情况。

3. 未来发展

未来，公司结合政府对公司未来战略发展的要求，公司致力于打造“空间建设、产业经营、资本运作”三大平台，形成“以健康空间为载体，以健康服务为产业方向，以健康金融为保障”的全新战略架构和业务板块，构建全新大健康产业生态链。

九、财务分析

1. 财务概况

中喜会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的 2022 年度财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2023 年 1—3 月财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2022 年及 2022 年 1—3 月，公司合并范围共新增两家二级子公司，减少一家四级子公司。截至 2023 年 3 月底，纳入

合并范围的一级子公司 21 家，公司财务数据的可比性较强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模波动增长，资产结构以流动资产为主，其中房地产项目、棚改

项目以及土地一级开发项目投入和应收类款项占比大，公司资产质量一般。

截至2022年底，公司资产较上年底增长8.24%，资产构成以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	48.75	5.98	87.21	9.89	128.98	15.59
应收账款	25.64	3.15	38.43	4.36	38.42	4.64
其他应收款（合计）	161.11	19.77	157.51	17.86	173.44	20.96
存货	464.16	56.96	475.09	53.86	368.58	44.55
流动资产	709.58	87.07	769.67	87.26	718.91	86.89
长期股权投资	25.20	3.09	23.13	2.62	24.66	2.98
投资性房地产	19.20	2.36	22.71	2.57	21.31	2.58
其他非流动资产	23.71	2.91	24.17	2.74	24.28	2.93
非流动资产	105.38	12.93	112.40	12.74	108.50	13.11
资产总额	814.96	100.00	882.08	100.00	827.41	100.00

资料来源：公司审计报告及公司一季度财务报告

截至2022年底，公司流动资产较上年底增长8.47%。公司货币资金较上年底大幅增长78.88%，构成大部分为银行存款；受限货币资金851.23万元，受限资金规模很小。公司应收账款较上年底增长49.87%，主要系对北京市西城区财政局应收款项增长所致；应收账款累计计提坏账408.60万元，计提比例低；公司应收账款前五名金额合计占比98.96%，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等。公司存货较上年底小幅增长，其中开发成本332.62亿元，主要包括公司正在投资建设的房地产项目、棚改项目以及土地一级开发项目投入；存货中开发产品142.39亿元，主要是公司已经竣工的房屋项目；公司计提跌价准备0.44万元，规模很小。公司其他应收款较上年底下降2.23%，主要由往来款（占98.15%）和保证金、押金、备用金（占1.82%）构成，前五名金额合计125.24亿元，占比84.74%，剪中度高，具体情况见下表。公司计提坏账准备金额506.18万元，计提比例低；其他应收款金额较大，

对公司营运资金形成较大的占用。

表 10 截至 2022 年底公司应收账款前五名情况
（单位：万元、%）

往来单位	金额	占比	款项性质
北京市西城区财政局	370116.48	96.22	土地转让款、土地整理款
北京万联中天房地产开发有限公司	9223.38	2.40	土地转让款
北京城市快轨建设管理有限公司	648.01	0.17	地铁一体化
北京市保障性住房建设投资中心	359.50	0.09	房款
李龙璋	300.00	0.08	租金
合计	380647.37	98.96	--

资料来源：公司审计报告

表 11 截至 2022 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
西城区光源里棚户区改造项目	66.06	44.70	1-5 年、5 年以上
北京恒秀立怀置业有限公司	22.12	14.97	1-2 年
西城区百万庄北里居民住房改善项目指挥部办公室	20.39	13.80	5 年以内
北京恒合天基房地产开发有限公司	11.86	8.02	1-2 年、2-3 年

北京正德瑞祥房地产开发有限公司	4.81	3.25	5 年以内
合计	125.24	84.74	--

资料来源：公司审计报告

截至 2022 年底，公司非流动资产较上年底增长 6.67%。公司长期股权投资较上年底下降 8.23%；从构成来看，公司长期股权投资主要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 8.04 亿元，对联营企业北京悦恒置业有限公司投资 4.26 亿元，对北京南悦房地产开发有限公司投资 4.26 亿元，2022 年，公司取得投资收益-0.55 亿元，主要由于非并表房地产类企业亏损。公司新增其他非流动金融资产 6.28 亿元，主要由对 CMBS 次级债券投资构成。公司投资性房地产较上年底增长 18.28%，主要系自用房地产转入所致。其中，未办妥产权证书的投资性房地产规模为 4.55 亿元。公司其他非流动资产较上年底增长 1.94%，全部为公司垫付北京天意小商品市场疏解腾退资金。

截至 2023 年 3 月底，公司资产总额较上年底下降 6.20%，其中货币资金较上年底增加 41.76 亿元，存货较上年底减少 106.51 亿元。

截至 2022 年底，公司受限资产合计 163.61 亿元，占 2022 年底总资产规模的 18.55%，主要包括受限货币资金 851.23 万元、存货中的土地及房产 154.94 亿元、投资性房地产 5.19 亿元

以及在建工程 3.40 亿元。

3. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益较上年基本持平；公司有息债务规模小幅下降，债务结构仍以长期债务为主，整体债务负担重；公司 2024 - 2025 年面临一定集中偿付压力。

所有者权益

截至 2022 年底，公司所有者权益较上年底基本持平。公司实收资本变化不大；资本公积增加 1.28 亿元，主要系公司对子公司持股比例变动，相应增加资本公积所致；其他权益工具较上年底增长 175.12%，主要系公司当年新增永续债券 13.00 亿元和信托计划 9.76 亿元；，公司少数股东权益较上年底下降 15.82%，主要系公司将类 REITs 计入少数股东权益的部分调整至其他非流动负债所致；2022 年公司大幅亏损，公司未分配利润由正转负。公司所有者权益中实收资本占比较高（占比 67.94%）。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益合计较上年底基本持平。

负债

截至 2022 年底，公司负债总额较上年底增长 10.71%，公司负债结构以非流动负债为主。

表12 公司主要负债及所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
预收款项	10.81	1.73	1.65	0.24	1.93	0.30
其他应付款（合计）	34.86	5.58	61.25	8.85	54.18	8.56
应付账款	21.79	3.49	20.23	2.92	15.69	2.48
一年内到期的非流动负债	66.63	10.66	67.39	9.74	44.57	7.04
其他流动负债	56.13	8.98	1.56	0.23	1.64	0.26
合同负债	31.20	4.99	99.95	14.44	71.71	11.33
流动负债	230.56	36.88	259.81	37.54	194.81	30.78
长期借款	223.10	35.69	231.97	33.52	235.50	37.21
应付债券	118.91	19.02	131.33	18.98	157.25	24.84
专项应付款	15.83	2.53	15.06	2.18	--	--
长期应付款	10.25	1.64	11.84	1.71	18.35	2.90
非流动负债	394.55	63.12	432.24	62.46	438.11	69.22

负债总额	625.12	100.00	692.06	100.00	632.91	100.00
实收资本	128.98	67.94	128.97	67.87	128.97	66.31
资本公积	0.98	0.51	2.25	1.19	2.25	1.16
未分配利润	13.87	7.30	-5.47	-2.88	0.10	0.05
其他权益工具	13.00	6.85	35.77	18.82	36.22	18.62
少数股东权益	28.69	15.11	24.15	12.71	22.60	11.62
所有者权益合计	189.84	100.00	190.02	100.00	194.50	100.00

资料来源：公司审计报告及公司一季度财务报告

截至 2022 年底，公司流动负债较上年底增长 12.69%。公司应付账款较上年底变动不大，主要由应付工程款构成。公司预收款项较上年底下降 84.71%，主要系棚户区改造土地开发项目预收款 8.82 亿元转至合同负债所致。公司其他应付款（合计）较上年底大幅增长 75.69%，主要系往来款较上年增长所致，公司其他应付款主要由和关联公司往来款以及其他公司往来款合计 52.69 亿元构成。公司与其他应付款的各方向每笔应付款均签订了相关协议，并且切实履行相关协议。公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 1.14%，主要由一年内到期的长期借款 36.89 亿元和一年内到期的应付债券 22.59 亿元构成。公司其他流动负债较上年底下降 97.22%，主要系超短期融资券 55.00 亿元到期兑付所致。公司合同负债较上年底大幅增长 220.36%，主要由土地一级开发项目资金 43.53 亿元、土地返还款 11.57 亿元以及预收房屋款 44.81 亿元构成。

截至 2022 年底，公司非流动负债较上年底增长 9.55%。公司长期借款较上年底增长 3.98%，其中信用借款 51.24 亿元、抵押借款 48.69 亿元、担保借款 144.18 亿元以及抵押担保借款 23.52 亿元。公司应付债券较上年底增长 10.44%，系公司于 2022 年发行中期票据以及私募债合计 38.00 亿元。公司专项应付款较上年底下降 4.85%，主要由新北市政道路建设拨款 5.58 亿元以及丰盛东区 A 变电站 6.36 亿元构成。公司长期应付款较上年底增长 15.45%，主要由融资租赁款 16.73 亿元（未扣除一年内到期部分）构成。公司其他非流动负债较上年底大幅增长至 16.62 亿元，主要由参股股东借款构成。

截至 2023 年 3 月底，公司负债总额较上年底减少 8.55%，其中一年内到期的非流动负债较上年底减少 22.81 亿元，合同负债较上年底减少 28.24 亿元，应付债券较上年底增长 25.91 亿元。

表13 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
短期债务	121.52	67.39	51.48
长期债务	358.37	393.75	410.03
全部债务	479.90	461.13	461.52
资产负债率	76.71	78.46	76.49
全部债务资本化比率	71.65	70.82	70.35
长期债务资本化比率	65.37	67.45	67.83

资料来源：联合资信根据公司审计及公司一季度财务报告整理

跟踪期内，公司全部债务有所下降，公司债务结构仍以长期债务为主。公司资产负债率和全部债务资本化比率小幅下降；长期债务资本化比率略有增长。若考虑到其他权益工具中永续债以及信托计划，公司债务负担将进一步上升。整体看，公司债务负担重。

2023 年 4—12 月、2024 年以及 2025 年，公司需分别偿还有息债务 43.34 亿元、108.41 亿元和 115.84 亿元，公司 2024—2025 年面临一定集中偿付压力。

4. 盈利能力

2022 年，公司营业总收入大幅减少，受保障房业务亏损影响，利润总额由正转负。

2022 年，公司营业总收入同比减少 64.63%，主要系房屋销售收入大幅下降所致。同期，公司营业成本同比大幅减少 60.72%。公司营业利润率由正转负，主要系保障房业务亏损所致。

2022 年，公司期间费用同比增长 4.79%，变化不大，主要由管理费用 4.32 亿元和财务费用 5.50 亿元构成。同期，公司期间费用率 24.64%，较上年提高 16.32 个百分点。

非经营性损益方面，2022 年，公司获得其他收益（主要为政府补助）940.28 万元。公司营业外支出为 1.19 亿元，较上年基本持平，主要系公司转让的应收账款所产生的债权损失支出。公司投资收益为-0.71 亿元，主要由于投资的房地产类企业亏损所致。受保障房业务亏损影响，公司利润总额和各项盈利指标由正转负。

从盈利指标方面看，2022 年，由于公司经营亏损，公司各个盈利指标由正转负。

表 14 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
营业收入	132.06	46.71	48.59
营业成本	116.66	45.82	39.70
其他收益	1.13	0.09	0.00
费用总额	10.98	11.51	2.17
利润总额	4.50	-13.55	6.35
营业利润率	10.04	-1.44	17.92
总资本收益率	1.38	-1.43	--
净资产收益率	1.92	-8.01	--

资料来源：联合资信根据公司审计及公司一季度财务报告整理

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 48.59 亿元，主要来自于土地一级开发收入，为 2022 年全年的 104.02%，规模较大；同期，公司实现利润总额 6.35 亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，由于受政府拨付大规模土地一级开发款项以及预收房屋款等影响，公司经营活动现金大幅净流入；同期，公司投资活动现金流持续净流出；考虑到公司在建项目未来投资规模较大，公司仍有较大的融资需求。

经营活动方面，2022 年，公司经营活动主要由往来款收支、房地产开发及销售、土地一级开发产生的现金流构成。受政府拨付大规模土地一级开发款项以及预收房屋款等影响，2022 年公司经营活动现金大幅净流入，同时公司现金收入比较上年大幅提升。

投资活动方面，2022 年，公司投资活动净现金流持续为负，收到其他与投资活动有关的现金主要由卖出的银行理财产品构成，支付其他与投资活动有关的现金主要以购买理财产品以及购买 CMBS 次级债券构成。

筹资活动现金流方面，2022 年，公司筹资活动现金流入 156.03 亿元，同比减少 16.69%，主要以取得借款收到的现金 111.85 亿元为主。2022 年，筹资活动现金流出同比减少 20.04%，主要由偿还债务支付的本息 146.49 亿元构成。2022 年，公司筹资活动现金净流出规模有所减少。

表 15 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	92.76	139.89	20.61
经营活动现金流出小计	143.59	86.18	12.60
经营活动现金流量净额	-50.83	53.71	8.00
投资活动现金流入小计	4.75	3.79	-0.11
投资活动现金流出小计	8.34	7.27	0.77
投资活动现金流量净额	-3.59	-3.48	-0.88
筹资活动现金流入小计	187.29	156.03	78.06
筹资活动现金流出小计	209.94	167.86	43.42
筹资活动现金流量净额	-22.65	-11.83	34.64
现金收入比	30.36	251.28	34.13

资料来源：联合资信根据公司审计及公司一季度财务报告整理

2023 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为 8.00 亿元，投资活动现金流量净额为-0.88 亿元，筹资活动现金流量净额为 34.64 亿元。

6. 偿债指标

公司短期偿债能力指标较强，长期偿债能力指标弱，间接融资渠道通畅，或有负债风险可控。

从短期偿债能力指标看，2022 年底，公司流动比率较上年底下降 11.52 个百分点，速动比率较上年底增长 6.94 个百分点。截至 2022 年底，公司现金类资产为同期短期债务的 1.29 倍，对短期债务保障能力较强。截至 2023 年 3 月

底，公司流动比率和速动比率较上年底有所增长，现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 2.51 倍。整体看，公司短期偿债能力指标较强。

从长期偿债能力指标看，2022 年，受业务亏损影响，公司 EBITDA 表现为负，公司长期偿债能力指标弱。

表16 公司偿债能力指标（单位：倍、%）

项目	2021 年底	2022 年底	2023 年 3 月底
短期偿债能力指标			
流动比率	307.76	296.24	369.04
速动比率	106.44	113.38	179.83
现金短期债务比	0.40	1.29	2.51
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	0.63	-0.29	--
全部债务/EBITDA	40.84	-79.02	--

资料来源：联合资信根据公司审计及公司一季度财务报告整理

截至 2022 年底，公司本部及下属子公司共获得各类银行授信额度为 523.94 亿元，其中已使用 279.13 亿元，剩余授信额度为 244.81 亿元，间接融资渠道通畅。

截至 2022 年底，公司对外担保金额 23.12 亿元，担保比率 12.18%，主要是对关联方北京悦恒置业有限公司担保 4.63 亿元、北京恒合悦兴置业有限公司担保 17.85 亿元以及北京建恒汇景房地产开发有限公司担保 0.64 亿元，被担保企业目前正常经营。公司或有负债风险相对可控。

7. 公司本部财务分析

公司业务主要由子公司负责，公司本部收入及利润贡献小，负债水平较高。

截至 2022 年底，公司本部资产总额 480.29 亿元，较上年底下降 0.34%，其中流动资产占 58.28%。

截至 2022 年底，公司本部所有者权益 172.32 亿元，较上年底增长 14.38%。截至 2022 年底，公司本部全部债务 220.01 亿元，全部债务资本化比率为 56.08%，现金短期债务比为 0.97 倍。

公司本部营业总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。2022 年，公司本部利润总额 1.96 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司本部资产总额 508.20 亿元，所有者权益为 172.11 亿元，负债总额 336.09 亿元；公司本部资产负债率 66.13%；全部债务 236.43 亿元，全部债务资本化比率 57.87%；现金短期债务比 2.00 倍，短期偿债能力较强。2023 年 1—3 月，公司本部营业总收入 2.68 亿元，利润总额-0.24 亿元。

十、外部支持

（1）支持能力

西城区是北京首都功能核心区之一，2022 年，西城区经济持续发展，一般公共预算收入质量高，财政自给能力较强。截至 2022 年底，西城区政府债务余额为 76.84 亿元，政府债务率约为 18.32%。西城区政府支持能力非常强。

（2）支持可能性

公司是西城区重要的保障房建设、棚户区改造和土地一级开发主体，西城区国资委为公司实际控制人。2022 年，公司收到政府划拨的项目专项应付款 0.86 亿元，收到政府补助 877.68 万元。

公司的国资背景、区域地位以及业务的专属性特征有利于其获得政府支持，且公司在专项资金拨付和财政补助等方面获得政府持续支持，政府支持可能性非常大。

十一、债券偿还能力分析

截至跟踪出具日，公司存续期永续债“22 天恒置业 MTN001”和“21 天恒置业 MTN003”合计余额 26.00 亿元，均在公司“其他权益工具”中体现。

2022 年，公司经营活动现金流量净额和经营活动现金流入量对考虑永续债后长期债务的保障能力较弱。

表 17 公司永续债券偿还能力指标

项目	2022 年
长期债务* (亿元)	419.75
2022 年经营活动现金流入量/长期债务 (倍)	0.33
2022 年经营活动现金流量净额/长期债务 (倍)	0.13
长期债务/2022 年 EBITDA (倍)	-67.48

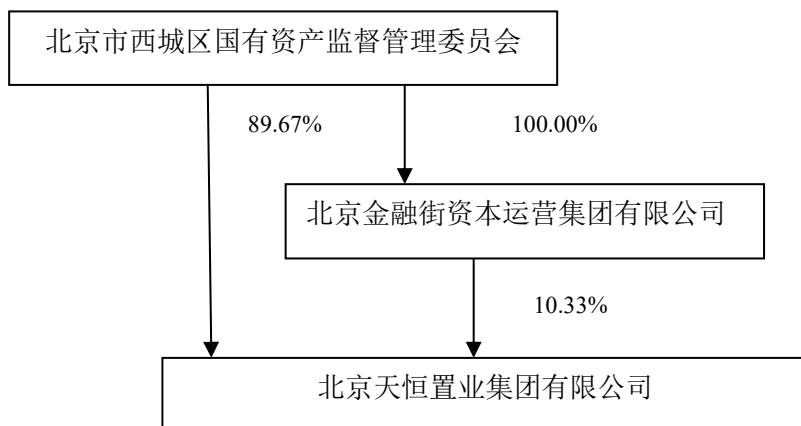
注：上表中的长期债务为将永续债计入后的金额

资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

十二、结论

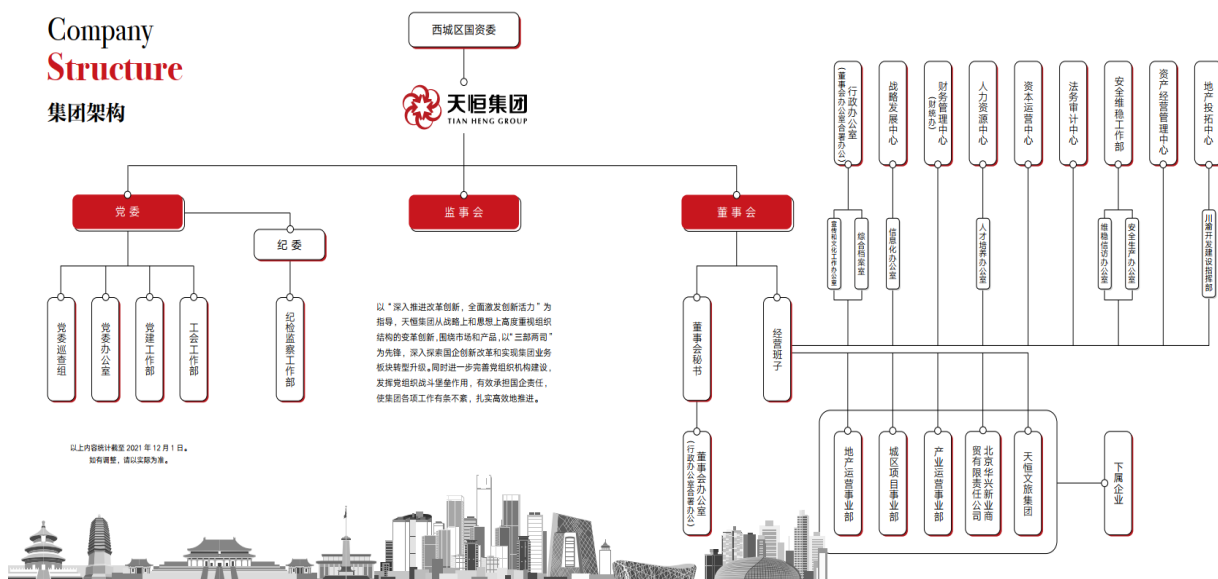
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“23 天恒置业 MTN003”“23 天恒置业 MTN002”“23 天恒置业 MTN001”“22 天恒置业 MTN004”“22 天恒置业 MTN003B”“22 天恒置业 MTN003A”“22 天恒置业 MTN002”“22 天恒置业 MTN001”“21 天恒置业 MTN003”“21 天恒置业 MTN002”“21 天恒置业 MTN001”“20 天恒置业 MTN001”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 截至 2023 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	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
8	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
9	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
10	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
11	北京纺织服装开发公司	服装技术开发	100.00	--	划拨
12	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
13	北京天恒正同资产管理有限公司	资产管理	100.00	--	投资设立
14	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
15	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
16	天恒正恒（北京）产业发展有限公司	投资管理	100.00	--	投资设立
17	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
18	天恒物业管理（北京）有限公司	物业管理	100.00	--	投资设立
19	天恒文化旅游集团有限公司	文旅开发	100.00	--	投资设立
20	北京天恒北茶科技有限公司	零售业	100.00	--	投资设立
21	北京天心康养文化发展有限公司	经济贸易	80.00	--	调整企业级次

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	125.98	48.75	87.21	128.98
资产总额(亿元)	846.39	814.96	882.08	827.41
所有者权益(亿元)	193.19	189.84	190.02	194.50
短期债务(亿元)	110.58	121.52	67.39	51.48
长期债务(亿元)	381.75	358.37	393.75	410.03
全部债务(亿元)	492.33	479.90	461.13	461.52
营业总收入(亿元)	69.02	132.06	46.71	48.59
利润总额(亿元)	4.43	4.50	-13.55	6.35
EBITDA(亿元)	9.85	11.75	-5.84	--
经营性净现金流(亿元)	12.98	-50.83	53.71	8.00
财务指标				
现金收入比(%)	60.64	30.36	251.28	34.13
营业利润率(%)	21.39	10.04	-1.44	17.92
总资本收益率(%)	1.23	1.38	-1.43	--
净资产收益率(%)	1.92	1.92	-8.01	--
长期债务资本化比率(%)	66.40	65.37	67.45	67.83
全部债务资本化比率(%)	71.82	71.65	70.82	70.35
资产负债率(%)	77.17	76.71	78.46	76.49
流动比率(%)	297.07	307.76	296.24	369.04
速动比率(%)	114.52	106.44	113.38	179.83
经营现金流动负债比(%)	5.17	-22.05	20.67	--
现金短期债务比(倍)	1.14	0.40	1.29	2.51
EBITDA 利息倍数(倍)	0.12	0.63	-0.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	49.96	40.84	-79.02	--

注：2023 年 1-3 月财务数据未经审计；将其他应付款中有息部分计入短期债务核算，将长期应付款以及其他非流动负债中有息部分纳入公司长期债务核算

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 4 主要财务数据及指标（公司本部）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	52.16	11.62	52.01	83.85
资产总额(亿元)	462.51	481.94	480.29	508.20
所有者权益(亿元)	157.26	150.65	172.32	172.11
短期债务(亿元)	54.21	28.54	53.51	41.87
长期债务(亿元)	151.78	163.67	166.50	194.57
全部债务(亿元)	206.00	192.21	220.01	236.43
营业总收入(亿元)	11.83	13.80	13.79	2.68
利润总额(亿元)	-0.19	1.20	1.96	-0.24
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	-19.45	-48.22	48.02	20.20
财务指标				
现金收入比(%)	9.50	6.32	4.14	4.45
营业利润率(%)	9.29	16.92	20.74	-4.42
总资本收益率(%)	0.10	0.32	0.06	--
净资产收益率(%)	0.23	0.73	0.13	--
长期债务资本化比率(%)	49.11	52.07	49.14	53.06
全部债务资本化比率(%)	56.71	56.06	56.08	57.87
资产负债率(%)	66.00	68.74	64.12	66.13
流动比率(%)	193.74	187.41	223.67	242.21
速动比率(%)	193.74	187.41	223.67	242.20
经营现金流动负债比(%)	-13.38	-32.05	38.37	--
现金短期债务比（倍）	0.96	0.41	0.97	2.00
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注：2023 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
 资料来源：公司提供，联合资信整理

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持