

信用评级公告

联合〔2021〕10981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拟发行的 2021 年度第三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 2021 年度第三期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年十二月六日

北京天恒置业集团有限公司

2021 年度第三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：

本期中期票据发行金额：上限 13 亿元

本期中期票据期限：2+N（2）年，在公司依据发行条款的约定赎回时到期

偿还方式：按年付息，根据发行条款约定赎回时还本

募集资金用途：偿还公司债务本金及利息

评级时间：2021 年 12 月 6 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。近年来，公司持续得到北京市西城区政府在资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。

公司拟发行的 2021 年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”）为永续中期票据，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序等同于其他普通债务，同时，赎回条款设置使本期中期票据不赎回可能性较小。但递延利息条款对利息支付约束力较弱，若公司选择行使相关权利，则导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益产生不利影响。

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。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，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

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，西城区全区完成地区生产总值5061.1亿元，实现一般公共预算收入413.8亿元，西城区经济实力很强，

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
外部支持				2

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

分析师：

张 铖 李志昂

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

公司发展的外部环境良好。

2. 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. 公司债务负担重，2022—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；截至报告出具日，公司 2022—2023 年分别需偿还有息债务 138.46 亿元、104.11 亿元和 69.26 亿元，公司 2022—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。

4. 债券特殊条款的不利影响。本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，递延利息条款对利息支付约束力较弱。若公司选择行使相关权利，导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益产生不利影响。

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 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，将长期应付款中有息部分以及租赁负债纳入公司长期债务核算

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	2021/07/20	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
AA ⁺	稳定	2019/06/14	王妍 张铖 吕泽峰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
AA	稳定	2014/09/19	霍焰 刘新泉	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文

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

声 明

一、本报告引用的资料主要由北京天恒置业集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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

2021 年度第三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%。后经数次增资，截至报告出具日，公司注册资本 110.17 亿元，实收资本 128.89 亿元，西城区国资委持股 89.67%，金融街资本持股 10.33%，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。

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，公司合并资产总额846.39亿元，所有者权益193.19亿元（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，公司合并资产总额850.52亿元，所有者权益180.31亿元（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。

二、本期中期票据概况及募集资金用途

公司计划于2021年注册总金额为50.00亿元的中期票据，本期计划在注册额度内发行2021年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行金额上限13.00亿元。本期中期票据的发行期限为2+N（2）年期，在发行人依据发行条款的约定赎回时到期；本期中期票据按年付息，根据发行条款约定赎回时还本。本期中期票据募集资金拟用于偿还公司债务本金及利息。

本期中期票据为永续中期票据，在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

债券期限及赎回条款

在赎回权方面，本期中期票据的每个票面利率重置日为赎回日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日，顺延期间不另计息）。每个赎回日，公司有权按面值加

¹ 西城区国资委持有北京金融街资本运营中心 100%股权。

应付利息(包括所有递延支付的利息及其孳息)赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时,则于赎回日前 20 个工作日,由公司通过交易商协会认可的网站披露《提前赎回公告》;如公司选择不赎回,则于付息日前 20 个工作日,由公司通过交易商协会认可的网站披露《债券票面利率以及幅度调整的公告》。

利率

本期中期票据前 2 个计息年度的票面利率将通过簿记建档方式确定,在前 2 个计息年度内保持不变,前 2 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差;初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。第 2 个计息年度末为首个票面利率重置日,自第 3 个计息年度起,每 2 年重置一次票面利率。票面利率重置日为首个票面利率重置日起每满 2 年的对应日(如遇法定节假日,则顺延至其后的 1 个工作日,顺延期间不另计息)。如果公司不行使赎回权,则从第 3 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点,在第 3 个计息年度至第 4 个计息年度内保持不变。此后每 2 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

清偿顺序

本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还普通债务。

利息递延支付

除非发生强制付息事件,本期中期票据的每个付息日,公司可自行选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付,且不受任何递延支付利息次数的限制;前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如公司决定递延支付利息,公司应在付息日前 10 个工作日通过交易商协会认可的网站披露《递延支付利息公告》。

强制付息事件是指:在本期中期票据付息

日前 12 个月内,发生以下事件的,公司应当在事项发生之日起 2 个工作日内,通过交易商协会认可的网站及时披露,明确该事件已触发强制付息条件,且公司(母公司)不得递延支付当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息:(1)向普通股股东分红;(2)减少注册资本。

基于以上条款,可得出如下结论:

(1)本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还普通债务。从清偿顺序角度分析,本期中期票据与其他普通债务清偿顺序一致。

(2)本期中期票据若在首个赎回日不赎回,则从第3个计息年开始每2年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点。此后每2年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。从票面利率角度分析,若公司在赎回日不行使赎回权,重置票面利率调整幅度较大,公司选择赎回的可能性较大。

(3)本期中期票据的利息递延支付条款未设置罚则,公司若在某个付息日选择递延支付利息,仍可按照当期票面利率累计计息,则实际约束力较弱。

综合以上分析,本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,联合资信通过对相关条款的分析,认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债务,同时,赎回条款设置使本期中期票据不赎回的可能性较小,但公司递延利息未设置罚则,约束力较弱。若公司选择行使相关权利,导致本期中期票据本息支付时间不确定,可能对债券持有人的利益造成不利影响

三、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,新冠肺炎疫情的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。中国在宏观政策方面加大了逆周期调

节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%²，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 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。但三季度以来，受限产限电政策加码、楼市调控趋严、原材料价格高位上涨、局部疫情反复等因素影响，我国经济修复放缓，生产端与需求端下行压力均有所加大。2021 年前三季度，我国

国内生产总值 82.31 万亿元，累计同比增长 9.80%，两年平均增长 35.15%，二者分别较上半年同比增速和两年平均增速放缓 2.90 和 0.16 个百分点，经济增长有所降速。

三大产业中，第三产业受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年前三季度，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.82% 和 5.64%，均高于疫情前 2019 年同期水平，恢复情况良好；第三产业前三季度两年平均增速为 4.85%，远未达到 2019 年同期 7.30% 的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2018—2020 年及 2021 年前三季度中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度
GDP（万亿元）	91.93	98.65	101.60	82.31
GDP 增速（%）	6.75	6.00	2.30	9.80（5.15）
规模以上工业增加值增速（%）	6.20	5.70	2.80	11.80（6.37）
固定资产投资增速（%）	5.90	5.40	2.90	7.30（3.80）
社会消费品零售总额增速（%）	8.98	8.00	-3.90	16.40（3.93）
出口增速（%）	9.87	0.51	3.63	33.00
进口增速（%）	15.83	-2.68	-0.64	32.60
CPI 同比（%）	2.10	2.90	2.50	0.60
PPI 同比（%）	3.50	-0.30	-1.80	6.70
城镇调查失业率（%）	4.90	5.20	5.20	4.90
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	5.00	1.20	8.70
公共财政收入增速（%）	6.20	3.80	-3.90	16.30
公共财政支出增速（%）	8.70	8.10	2.80	2.30

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；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，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数；5. 2021 年前三季度数据中，括号内数据为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

出口维持高速增长，消费与固定资产投资增速放缓。消费修复基础仍不牢固。2021 年前三季度，我国社会消费品零售总额 31.81 万亿元，同比增长 16.40%；两年平均增速 3.93%，较上半年两年平均增速小幅回落，较疫情前水平仍有一定差距，与居民人均可支配收入两年平均增速同步放缓。固定资产投资增速有所回

落。2021 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）39.78 万亿元，同比增长 7.30%；两年平均增长 3.80%，较上半年两年平均增速放缓 0.60 个百分点，仍未恢复到疫情前水平。全球经济和贸易回暖带来的需求增加支撑我国出口高增长。2021 年前三季度，我国货物贸易进出口总值 4.37 万亿美元，为历史同期最高值，同

² 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

³ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以

2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

比增长 32.80%，实现较高增速，但增速呈现逐季小幅下降趋势。其中，出口 2.40 万亿美元，同比增长 33.00%；进口 1.97 万亿美元，同比增长 32.60%；贸易顺差为 4275.40 亿美元。

2021 年前三季度，CPI 先涨后落，PPI 显著上涨。2021 年前三季度，CPI 同比上涨 0.60%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.70%，总体呈先升高后回落走势；PPI 同比上涨 6.70%，整体呈上涨趋势，生产资料价格上涨是推动 PPI 上涨的主要因素，其中上游石化、煤炭、金属价格上涨的影响较大，或对相关下游企业利润产生一定挤压。

2021 年前三季度，社融存量同比增速整体呈下行趋势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年三季度末，社融存量余额为 308.05 万亿元，同比增长 10%，增速逐季小幅下降。从结构看，前三季度人民币贷款是新增社融的主要支撑项；政府债券和企业债券融资回归常态；表外融资大幅减少，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，前三季度 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后稳。二季度以来 M2-M1 剪刀差走阔，反映了企业活期存款转为定期，融资需求减弱，投资意愿下降。

2021 年前三季度，财政收入呈现恢复性增长，“三保”等重点领域支出增长较快。2021 年前三季度，全国一般公共预算收入 16.40 万亿元，同比增长 16.30%，达到 2021 年预算收入的 82.99%，财政收入恢复性增长态势总体平稳。其中，全国税收收入 14.07 万亿元，同比增长 18.40%，在 PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素的带动下，工商业增值税、企业所得税等税种实现高增长。支出方面，前三季度全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.30%，达到 2021 年预算支出的 71.68%，非急需非刚性支出持续压减，“三保”等重点领域支出得到有力保障。前三季度，全国政府性基金预算收入 6.10 万亿元，同比增长 10.50%。其中国有土地使用权出让收入 5.36 万亿元，同比增

长 8.70%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 7.14 万亿元，同比下降 8.80%，主要是由于专项债项目审核趋严，地方政府专项债发行进度缓慢，项目落地有所滞后。

2021 年以来就业形势总体基本稳定，调查失业率呈逐季稳中有降的趋势。2021 年前三季度，城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标任务的 95%；1-9 月城镇调查失业率均值为 5.20%，略低于全年 5.50%左右的预期目标，就业形势总体良好。从结构看，重点群体就业情况在三季度出现改善，其中 16~24 岁城镇人口失业率结束了自 2021 年 1 月以来的连续上升趋势，自 8 月开始出现下降；截至 2021 年三季度末，农村外出务工劳动力总量同比增长 2%，基本恢复至疫情前 2019 年同期水平。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年第四季度，能耗双控、原材料价格高位运行、局部疫情、楼市调控政策等因素仍将对我国经济产生影响，经济稳增长压力有所加大。货币政策存在降准空间；财政方面预计将加快地方政府专项债券的发行及资金投入使用，促进经济平稳增长。

生产方面，2021 年第四季度我国能耗双控的压力仍然较大，叠加原材料价格较高等因素影响，工业生产或将持续承压。需求方面，未来房地产信贷政策收紧态势可能有所缓解，但在房地产调控政策基调不变的前提下，短期内房地产投资难以逆转偏弱的格局；随着财政资金到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设，基建投资有望逐步改善，但受制于地方政府债务管理趋严，预计改善空间有限；限产限电、生产成本上升等因素或将对制造业投资修复产生制约。消费市场复苏基础仍不牢固，第四季度仍然会受到疫情影响，但电商购物节等因素有助于带动消费提升。第四季度海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高水平，但在上年基数抬高因素影响下，出口增速或将小幅下行。基于上述分析，联合

资信预测全年 GDP 增速在 8.00%左右。

2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年中国经济稳定修复，工业生产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

四、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 2 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. 房地产行业分析

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

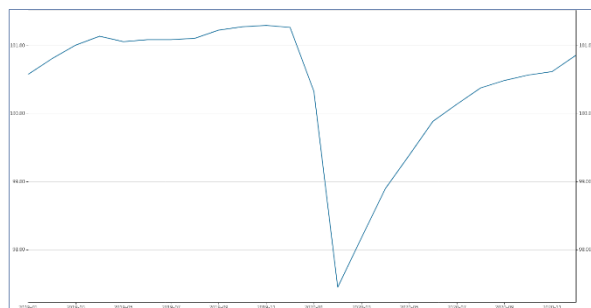
(1) 行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产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%,增速相较于 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。

3. 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%,增速相较于 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 3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	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

4. 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下表。

表 4 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下表。

表5 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8月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，形成“重点房企资金监测和融资管理规则”
2020年10月	央行	重点房企资金监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

5. 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，经济实力很强。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，西城区户籍人口148.60万人，比上年下降0.90%。

根据西城区政府公开数据显示，2018—2020年，西城区地区生产总值持续增长，分别为4243.9亿元、5007.3亿元和5061.10亿元。2020年，西城区全区实现地区生产总值比上年增长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%。

2021年1—9月，西城区实现地区生产总值4015.9亿元，同比增长8.4%。其中，第二产业实现增加值207.7亿元，同比增长8.1%；第

三产业实现增加值3808.2亿元，占地区生产总值的94.8%，同比增长8.4%。1—9月，西城区规模以上工业企业累计完成工业总产值405.5亿元，同比增长9.7%；累计完成工业销售产值409.2亿元，同比增长8.9%。

2018—2020年，西城区一般公共预算收入有所波动，分别为430.85亿元、431.1亿元和413.80亿元。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；2018—2020年，北京市西城区政府性基金预算收入分别为16.01亿元、0.51亿元和0.67亿元。

2021年1—9月，西城区累计实现公共财政预算收入321.0亿元，同比增长6.6%。其中，区级各项税收累计完成305.2亿元，同比增长8.5%；累计完成公共财政预算支出318.7亿元，同比增长1.2%。

未来，西城区政府将更加注重减量集约发展和均衡协调发展，统筹疏解与提升，在疏解上持续用力，调整传统商业区，降低人口、建筑等密度。公司作为西城区重要的棚户区主体，已经承接了“北中轴线核心保护区·什刹海地

区旧城保护示范项目”疏解项目，随着西城区政府对疏解非首都功能工作的推进，未来公司仍将在其中发挥重要作用。

五、基础素质分析

1. 股权关系

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且暂未修改《公司章程》）。公司实际控制人为西城区国资委。截至报告出具日，公司注册资本110.17亿元，实收资本128.89亿元，西城区国资委持股89.67%，金融街资本持股10.33%，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. 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、总经济师，北京天恒房地产股份有限公司（以下简称“天恒股份公司”）副董事长、总经理。

截至2021年3月底，公司共有员工1463人，其中本科及以上学历的765人，占员工总数的52.29%，大专及以下学历的698人，占员工总数的47.71%。

4. 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，在资金注入及政府补助方面获得西城区政府的支持。

2017年，北京市西城区国资委货币形式增资，注册资本变更为98.68亿元。2018年，北京金融街资本运营中心增资10.77亿元，专项用于百万庄北里居民住房改善项目资本金。本次增资完成后，天恒置业注册资本金为109.56

亿元。2019年，北京市西城区国资委和金融街资本多次对公司进行货币增资，分别合计12.69亿元（全部计入“实收资本”）和0.91亿元（0.61亿元计入“实收资本”，0.30亿元计入“资本公积”）。2020年，西城区国资委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，该部分资金由“实收资本”计入“递延收益”反映。

2018—2020年，公司分别获得政府补助489.76万元、1898.16万元和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。

5. 企业信用记录

近年来，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（授信机构版）》（统一社会信用代码：9111010210139722X9），截至2021年11月5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。

六、管理分析

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。公司管理制度健全，内部管理运作规范。

1. 法人治理结构

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

公司设董事会，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，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，成员四人。其中两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。

公司总经理由董事长提名，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

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

近年来，受房屋销售波动影响，公司营业收入波动幅度较大；受收入占比较高的房屋销售业务毛利率水平波动上升的综合影响，公司综合毛利率波动上升。

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。

2018—2020年，受房屋销售收入波动影响，公司营业收入波动幅度较大，分别为75.40亿元、46.88亿元和69.02亿元。房屋销售收入为公司营业收入主要构成，2018—2020年占营业收入比重均高于70%。受结转节点不均衡影响，公司房屋销售收入大幅波动，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。近三年，商品销售收入规模波动下降，2020年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。公司主营业务中其他收入主要包括餐饮及客房收入，2020年小幅下降。2018—2020年，公司其他业务收入规模有所下降。

2018—2020年，受收入占比较高的房屋销售业务毛利率水平波动上升的综合影响，公司综合毛利率波动上升，分别为22.41%、41.43%和25.77%。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6 公司营业收入和毛利率构成情况（单位：亿元，%）

项 目	2018年			2019年			2020年			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	金额	占比	毛利率
房屋销售收入	61.66	81.79	20.82	33.96	72.45	40.72	58.82	85.23	25.56	3.18	55.81	22.24
其中：住宅	19.88	26.36	37.30	30.65	65.39	44.22	17.82	25.82	39.79	2.38	41.79	27.16
保障房	12.22	16.21	-40.17	1.71	3.64	-28.57	20.96	30.37	13.86	0.01	0.23	-0.53
商业	29.56	39.21	34.96	1.60	3.42	47.52	20.04	29.04	25.14	0.79	13.79	7.71
销售商品收入	3.62	4.80	27.31	3.66	7.82	32.51	2.10	3.04	27.59	0.62	10.89	26.64

物业管理收入	0.13	0.17	-44.75	0.33	0.70	-20.21	0.12	2.13	-60.72	0.33	0.48	45.90
其他	2.08	2.75	82.26	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	67.49	89.51	22.94	40.04	85.42	41.70	63.06	91.36	26.13	3.95	69.24	23.31
房屋租赁收入	0.77	1.02	93.45	1.00	2.13	91.74	1.08	1.57	78.45	0.57	10.03	63.51
其他	7.14	9.46	9.80	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	7.91	10.49	17.96	6.83	14.58	39.85	5.96	8.64	21.95	1.75	30.76	49.09
合 计	75.40	100.00	22.41	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，较上年大幅增长19.25亿元，主要来自于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7 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	19.49	18.14	2018/3	2020/9	71.60	68.27	基本售罄	60.51	60.29

		产开发有 限公司									
合计				64.14	--	--	112.82	107.22	--	82.46	82.24

注：公司持有北京正德丰泽房地产开发有限公司股权比例为19.49%，但通过协议拥有半数以上表决权。

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”。

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8 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	18.90	2013.09	2024.05	63.85	37.12	12.77	6.85	5.08
光源里棚户区改造项目	61.18	--	--	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

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 9 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京，2018—2020 年，公司开复工面积和房屋竣工面积均波动增长；实际签约销售额和合同销售面积波动下降，毛利率水平波动较大，整体盈利水平较高。

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。

2018—2020年，公司开复工面积波动增长，年均复合增长3.03%。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%。2018—2020年，公司竣工面积波动增长，年均复合增长18.94%，2020年较上年增长161.73%，主要系施工条件不同所致。

2018—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均波动下降，2020

年分别同比减少59.06%和66.60%。近年来受销售项目差异影响，公司房地产签约销售均价不断下降，2020年为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237.21万平方米，合同销售面积2.71万平方米。

近三年，受房屋收入结转时点影响，公司住宅开发销售收入以及商业地产销售收入波动下降。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永丰项目、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 3.17 亿元，相当于 2020 年的 8.40%，规模较小系受公司房屋销售结转存在滞后。

表 10 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 49.07 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11 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12 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 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13 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

2020 年，公司持有的新街口商场、复兴商业城等商业项目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。2018—2020 年，公司实现销售商品收入分别为 3.62 亿元、3.66 亿元和 2.10 亿元，其中 2020 年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。2018—2020 年，公司物业管理收入有所波动，分别为 0.13 亿元、0.33 亿元和 0.12 亿元。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 0.33 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，2018—2020 年主营业务中的其他业务实现收入 2.08 亿元、2.09 亿元和 1.81 亿元，其中 2020 年受疫情影响，公司主营业务中的其他业务收入同比有所下降。同期，毛利率分别 82.26%、83.50%和 58.77%。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，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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2018—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,2018年,公司投资设立1家子公司、合并1家子公司;2019年公司投资设立12家子公司、合并2家子公司。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

近年来,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。

2018—2020年,公司资产规模持续增长,年均复合增长9.70%。截至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。

2018—2020年,公司流动资产规模波动增长,年均复合增长7.84%。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14 公司主要资产构成情况(单位: 亿元, %)

项目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	68.86	9.79	98.78	14.02	125.83	14.87	113.73	13.37
应收账款	17.71	2.52	18.49	2.62	19.31	2.28	20.50	2.41
其他应收款	245.29	34.87	197.62	28.06	129.30	15.28	133.78	15.73
存货	299.31	42.55	308.89	43.85	458.48	54.17	466.82	54.89
流动资产	641.51	91.20	640.59	90.94	746.08	88.15	743.81	87.45
长期股权投资	30.38	4.32	28.37	4.03	22.34	2.64	22.34	2.63
投资性房地产	12.46	1.77	12.47	1.77	14.33	1.69	14.35	1.69
固定资产	7.15	1.02	6.11	0.87	18.50	2.19	18.35	2.16
在建工程	4.18	0.59	6.89	0.98	8.46	1.00	8.54	1.00
其他非流动资产	0.01	0.00	0.01	0.00	23.22	2.74	23.34	2.74
非流动资产	61.88	8.80	63.82	9.06	100.31	11.85	106.72	11.89
资产总额	703.39	100.00	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

2018—2020 年, 公司货币资金持续增长, 年均复合增长 35.18%。截至 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。

2018—2020 年, 公司应收账款持续增长, 年均复合增长 4.44%。截至 2020 年底, 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。

表 15 截至 2020 年底公司应收账款前五名情况
(单位: 亿元, %)

往来单位	金额	占比	账龄	款项性质
北京市西城区财政局	12.82	66.27	4-5 年	土地转让款
西城区财政局	5.14	26.57	4 年以内	土地整理款
北京万联中天房地产开发有限公司	0.92	4.77	5 年以上	土地转让款
北京市保障性住房建设投资中心	0.16	0.84	3-4 年	房款
正方利民工业化建筑科技股份有限公司	0.13	0.67	2-3 年	房款
合计	19.18	99.12	--	--

资料来源: 公司审计报告

2018—2020 年, 公司其他应收款持续下降, 年均复合下降 27.39%。截至 2020 年底, 公司其他应收款较上年底下降 34.57%, 主要系与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%, 集中度高, 具体情况见下表。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。

表 16 截至 2020 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	64.91	50.20	1—4 年	往来款
西城区百万庄北里居民住房改善项目指挥部办公室	18.53	14.33	5 年内	往来款
北京恒合天基房地产开发有限公司	12.24	9.47	1 年以内	往来款
北京悦恒置业有限公司	9.52	7.36	3—5 年	往来款
北京正德瑞祥房地产开发有限公司	5.23	4.04	1—3 年	往来款
合计	110.43	85.40	--	--

资料来源: 公司审计报告

2018—2020 年，公司存货年均复合增长 23.77%。截至 2020 年底，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。

2018—2020 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 27.32%。截至 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。

2018—2020 年，公司长期股权投资持续下降，年均复合下降 14.25%。截至 2020 年底，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。

2018—2020 年，公司投资性房地产不断增长，年均复合增长 7.25%，投资性房地产均为房屋、建筑物。截至 2020 年底，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。

2018—2020 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 60.79%。截至 2020 年底，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。

2018—2020 年，公司在建工程持续增长，年均复合增长 42.28%。截至 2020 年底，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 亿元。

截至 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。

截至 2021 年 3 月底，公司受限资产合计 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 84.29 亿元。

3. 资本结构

2018—2020 年，公司所有者权益不断增长，权益结构稳定性较好。公司负债总规模呈波动增长趋势，债务结构以长期债务为主，整体债务负担重。公司 2022—2023 年面临一定集中偿付压力。

所有者权益

2018—2020 年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长 2.97%。截至 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权益。公司所有者权益中实收资本占比较高，结构稳定性较好。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益合计 180.31 亿元，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%，主要系公司将收到的政府注资资金拨付给子公司所致。

负债

2018—2020 年，公司负债规模波动增长，年均复合增长 11.95%。截至 2020 年底，公司负债总额 653.20 亿元，较上年底增长 27.00%，公司负债结构以非流动负债为主，非流动负债占比有所上升。

表17 公司主要负债及所有者权益构成情况（单位：亿元，%）

项目	2018 底		2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
预收款项	26.92	5.17	18.26	3.55	71.06	10.88	76.24	11.38
其他应付款	10.02	1.92	10.76	2.09	27.59	4.22	38.29	5.71
应付账款	15.21	2.92	17.19	3.34	21.43	3.28	18.23	2.72
一年内到期的非流动负债	101.46	19.47	124.72	24.25	80.61	12.34	62.41	9.31
其他流动负债	10.33	1.98	30.52	5.93	30.60	4.69	50.64	7.56
流动负债	173.50	33.29	215.62	41.92	251.15	38.45	251.91	37.59
长期借款	255.41	49.01	221.30	43.03	267.97	41.02	280.26	41.82
应付债券	64.77	12.43	57.84	11.25	111.53	17.07	97.15	14.50
专项应付款	22.40	4.30	14.79	2.88	15.44	2.36	--	--
非流动负债	347.67	66.71	298.73	58.08	402.05	61.55	418.31	62.41
负债总额	521.17	100.00	514.35	100.00	653.20	100.00	670.22	100.00
实收资本	109.56	60.13	122.86	64.64	140.39	72.67	128.89	71.48
资本公积	0.98	0.54	1.28	0.68	1.00	0.52	1.00	0.56
未分配利润	17.64	9.68	15.05	7.92	13.76	7.12	12.49	6.93
其它权益工具	33.74	18.51	29.66	15.61	9.94	5.15	9.94	5.51
少数股东权益	18.22	10.00	19.22	10.11	24.81	12.84	24.70	13.70
所有者权益合计	182.22	100.00	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 不包含长期应付款科目

资料来源：公司审计报告及公司一季度财务报告

2018—2020 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 20.31%。截至 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。

2018—2020 年，公司应付账款不断增长，年均复合增长 18.70%。截至 2020 年底，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。

2018—2020 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 62.46%。截至 2020 年底，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。

2018—2020 年，公司其他应付款不断增长，年均复合增长 65.96%。截至 2020 年底，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。

2018—2020 年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降 10.86%。截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底减少 35.36%。主要由公司本部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。

2018—2020 年，公司其他流动负债不断增长，年均复合增长 72.12%，截至 2020 年底，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。

2018—2020 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 7.54%。截至 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。

2018—2020 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 2.43%。截至 2020 年底，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。

2018—2020 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 31.22%。截至 2020 年底，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。

2018—2020 年，公司专项应付款波动下降，年均复合下降 16.98%。截至 2020 年底，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。

表18 公司有息债务情况（单位：亿元，%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期债务	111.46	155.72	110.58	92.41
长期债务	320.18	279.14	381.75	383.82
全部债务	431.64	434.86	492.33	476.23
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
长期债务资本化比率	63.73	59.49	66.40	68.04

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

有息债务方面，2018—2020 年，公司全部债务不断增长，年均复合增长 6.80%。截至 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 4.15 个百分点、2.23 个百分点以及 6.91 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。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 670.22 亿元，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。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。

截至报告出具日，公司 2022—2023 年分别需偿还有息债务 138.46 亿元、104.11 亿元和 69.26 亿元（到期债务和短期债务差异系到期的永续债影响），公司 2022—2023 年面临一定集中偿付压力。

4. 盈利能力

2018—2020 年，公司营业收入波动较大，利润总额受非经常性损益影响较大。

2018—2020 年，公司营业收入波动幅度较大，年均复合下降 4.32%。2020 年，公司营业收入同比增长 47.24%。主要系房屋销售收入增长所致。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收入所致。

2018—2020 年，公司期间费用波动增长，年均复合增长 8.71%。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。

非经营性损益方面，2018—2020 年，公司投资收益分别为 1.70 亿元、0.37 亿元和 0.50 亿元，主要为长期股权投资形成的投资收益；同期，公司分别获得政府补助 489.76 万元、1898.16 万元和 2879.13 万元。2020 年，公司营业外收入同比增长 191.78%，主要由拆迁补偿款构成。2018—2020 年，公司营业外支出分别为 1.95 亿元、1.56 亿元和 1.66 亿元，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。2018—2020 年，公司利润总额波动增长，年均复合增长 1.14%，分别是 4.33 亿元、3.57 亿元和 4.43 亿元，总体看，公司利润总额受非经常损益影响较大。

从盈利指标方面看，2018—2020 年，公司总资产收益率不断上升，净资产收益率波动上

升, 2020年分别较上年上升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 19 公司盈利情况 (单位: 亿元, %)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
营业收入	75.40	46.88	69.02	5.70
其他收益	0.01	0.19	0.31	0.02
费用总额	8.93	10.85	10.55	2.93
利润总额	4.33	3.57	4.43	-1.10
营业利润率	17.97	32.04	21.39	27.20
总资产收益率	1.10	1.14	1.23	--
净资产收益率	1.84	1.51	1.92	--

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

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, 表现为亏损。

5. 现金流分析

公司经营活动净现金流受往来款以及保证金波动影响较大; 2020 年公司投资活动净现金流转为净流入; 考虑到到期债务规模较大, 以及在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, 2018-2020 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, 分别为 46.53 亿元、41.86 亿元和 41.86 亿元, 相对稳定。2018-2020 年, 公司经营活动现金流出不断增长, 年均复合增长 25.08%。公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 34.90 亿元、34.39 亿元和 53.98 亿元, 2020 年同比大幅增长 56.95%, 主要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大且波动大, 主要为安置房押金、保证金及关联方往来款回款构成。2018-2020 年, 受往来款波动较大影响, 公司经营活动产生的现金流量净额波动幅度较大, 分别为-35.58 亿元、34.03 亿元和 12.98 亿元。2018-2020 年, 受预收房款规模波动影响, 公司现金收入比分别为 61.72%、89.31%和 60.64%。

投资活动方面, 2018-2020 年, 公司投资活动现金流入不断减少, 年均复合减少 43.95%。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。2018-2020 年, 公司投资活动现金流出不断减少, 年均复合减少 81.93%。2020 年, 公司投资活动现金流出量大幅减少, 为 2.46 亿元; 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转为净流入。

筹资活动现金流方面, 2018-2020 年, 公司筹资活动现金流入波动增长, 年均复合增长 11.06%。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。2018-2020 年, 公司筹资活动现金流出波动增长, 年均复合增长 7.85%。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。2018-2020 年, 公司筹资活动现金持续净流出。

表 20 公司现金流情况 (单位: 亿元, %)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	46.53	41.86	41.86	9.36
经营活动现金流入小计	59.61	161.73	161.90	28.45
购买商品、接受劳务支付的现金	34.90	34.39	53.98	11.33
经营活动现金流出量	95.19	127.70	148.91	32.56
经营活动现金流量净额	-35.58	34.03	12.98	-4.11
投资活动现金流量净额	-1.01	-2.43	20.86	-0.44

筹资活动现金流量净额	-18.82	-1.68	-6.79	-7.55
现金收入比	61.72	89.31	60.64	164.07

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

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

6. 偿债能力

近年来，公司短期偿债能力指标较强，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，2018—2020年，公司流动比率和速动比率均不断下降。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、速动比率较上年底持续下降，现金类资产对短期债务的覆盖倍数为1.23倍。整体看，公司短期偿债能力指标较强。

从长期偿债能力指标看，2018—2020年，公司EBITDA不断增长。2020年，公司EBITDA为9.85亿元，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，公司长期偿债能力指标弱。

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21 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及公司一季度财务报告整理

7. 母公司财务概况

公司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，主营业务主要发生在子公司。

2018—2020年，母公司资产总额年均复合增长12.69%。截至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%。

2018—2020年，母公司所有者权益年均复合增长1.45%。截至2020年底，母公司所有者权益157.26亿元，较上年底减少1.77%。

2018—2020年，母公司负债年均复合增长20.16%。截至2020年底，母公司负债总额305.26亿元，较上年底增长16.39%，主要系应付债券以及一年内到期的非流动负债增长所致。截至2020年底，母公司全部债务206.00亿元，资产负债率66.00%，全部债务资本化比率为56.71%。

2018—2020年，母公司营业收入年均复合增长35.84%。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%，较上年略有上升；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 183.95 亿元，其中短期债务 49.44 亿元；2021 年 1—3 月，实现营业收入 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%，母公司债务负担尚可。

九、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据对公司现有债务影响较小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行规模上限为 13.00 亿元，按照发行上限 13.00 亿元考虑，分别占公司 2021 年 3 月底长期债务和全部债务的 3.39%和 2.73%，对公司现有债务影响较小。

以 2021 年 3 月底财务数据为基础，本期中期票据发行后，按照发行上限 13.00 亿元考虑，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别由 78.80%、72.54%和 68.04%上升至 79.12%、73.07%和 68.76%，公司负债水平将有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期中期票据用于偿还公司债务本金及利息，实际债务负担或将小于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据本金的 0.63 倍、0.66 倍和 0.76 倍；2018—2020 年，公司经营活动现金流入量分别

为本期中期票据本金的 4.59 倍、12.44 倍和 12.45 倍；2019—2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额为本期中期票据本金的 2.62 倍和 1.00 倍。

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，在棚户区改造及土地一级开发领域具有一定区域专营优势，在资金注入及政府补助方面持续获得西城区政府的支持。

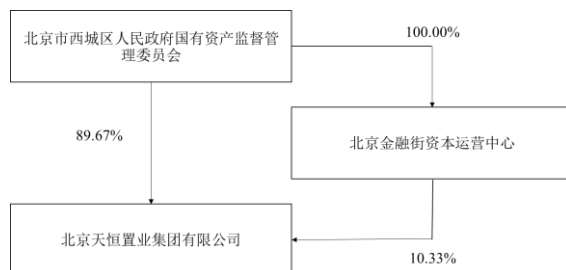
2018—2020 年，公司资产及债务规模不断增长，债务负担重，2022—2023 年面临一定集中偿付压力；公司基建类项目投资回报期长，对公司资金占用较大；房地产业务易受宏观政策调控影响。

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，未来公司竞争实力有望得到进一步提升。

本期中期票据的发行对公司现有债务影响较小。本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序上等同于其他普通债务，同时，赎回条款设置使本期中期票据不赎回可能性较小，但递延利息未设置罚则，约束力较弱。若公司选择行使相关权利，导致本期中期票据本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益产生不利影响。

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评估，联合资信认为，公司主体长期信用风险很低，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 截至报告出具日公司股权结构图



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 = $((\text{本期}/\text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1) \times 100\%$
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

联合资信评估股份有限公司关于 北京天恒置业集团有限公司 2021 年度第三期中期票据的跟踪评级安排

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

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

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

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

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

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

权利与免责声明

1. 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。
2. 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。
3. 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。
4. 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。
5. 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。