

北京天恒置业集团有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕3875号

联合资信评估股份有限公司通过对北京天恒置业集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持北京天恒置业集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 天恒置业 MTN001”“21 天恒置业 MTN001”“21 天恒置业 MTN002”“22 天恒置业 MTN002”“22 天恒置业 MTN003A”“22 天恒置业 MTN003B”“22 天恒置业 MTN004”“23 天恒置业 MTN001”“23 天恒置业 MTN002”“23 天恒置业 MTN003”和“24 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

二〇二四年六月二十六日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、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。

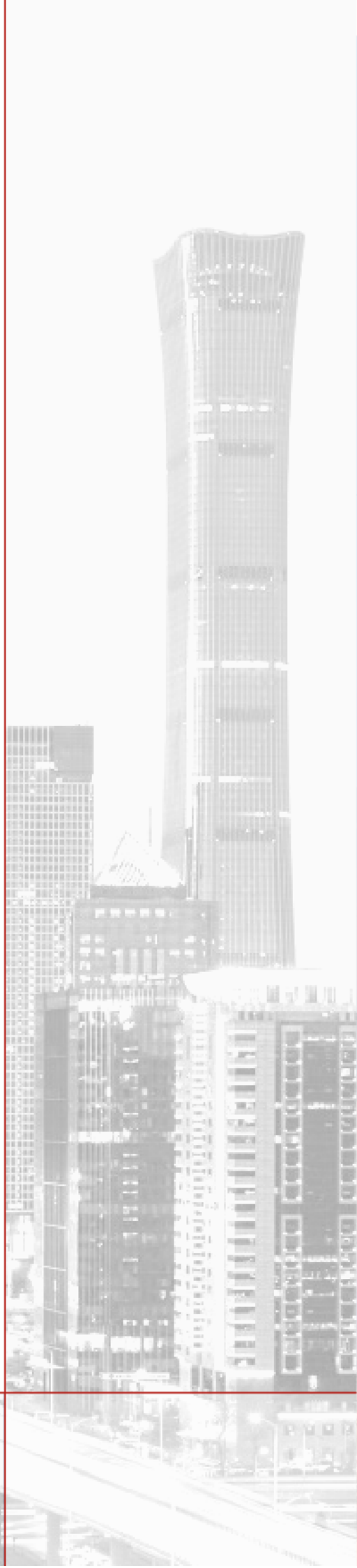
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、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。

八、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。

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

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
北京天恒置业集团有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	
20 天恒置业 MTN001/21 天恒置业 MTN001/21 天恒置业 MTN002/			
22 天恒置业 MTN002/22 天恒置业 MTN003A/22 天恒置 MTN003B/	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/06/26
22 天恒置业 MTN004/23 天恒置业 MTN001/23 天恒置业 MTN002/			
23 天恒置业 MTN003/24 天恒置业 MTN001			

评级观点

跟踪期内，北京天恒置业集团有限公司（以下简称“天恒置业”）仍为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，西城区是首都功能核心区之一，2023 年，西城区经济持续发展，财政实力很强，财政自给能力较强。2023 年，公司确认土地整理收入规模较大，带动营业总收入大幅增长，因亏损较多的保障房业务当期未确认收入，公司实现扭亏为盈。公司城区业务受政策、拆迁进度和房地产市场行情影响大，暂无在建和拟建保障房项目，公司已完工土地一级开发项目回款效率高，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。公司地产开发项目主要集中在北京和成都，存货中开发产品主要为已竣工的房屋项目，规模较大，需关注房地产项目的去化进度。2023 年，合并范围变化和土地整理成本结转使得公司资产规模下降明显，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资产总额的比重较大，应收类款项账龄较长，对公司资金形成较大占用，公司资产质量一般；有息债务有所增长，债务结构有待优化，整体债务负担仍重，于 2024—2025 年面临一定集中偿付压力。公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现弱，间接融资渠道畅通。

个体调整：无。

外部支持调整：公司持续在政府补助等方面获得外部支持。

评级展望

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。

可能引致评级上调的敏感性因素：业务和区域范围扩大，职能定位提升。

可能引致评级下调的敏感性因素：业务和区域范围严重缩小，职能定位下降；资产发生重大变化，核心资产被划出。

优势

- **外部发展环境良好。**西城区是北京首都功能核心区之一，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，2023 年，西城区地区生产总值 6002.70 亿元，一般公共预算收入 452.68 亿元，经济持续发展，财政实力很强。随着西城区政府对疏解非首都功能工作的推进，公司仍将在其中发挥重要作用。
- **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等方面的支持。

关注

- **基建类项目投资回报期长，房地产业务存在去化压力。**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；截至 2023 年末，存货中开发产品 106.56 亿元，主要为公司已经竣工的房屋项目，公司房地产业务存在一定去化压力。
- **资产和所有者权益规模有所下降。**土地整理成本结转和合并范围变化，2023 年末公司资产总额和所有者权益较上年末有所下降。
- **债务负担重，面临一定集中偿付压力。**截至 2024 年 3 月末，公司全部债务资本化比率 75.25%，整体债务负担重；2024 年 4—12 月及 2025 年，公司需分别偿还本息债务 108.39 亿元和 143.43 亿元，公司面临一定集中偿付压力。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） 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	F4	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		3
指示评级				a ⁺
个体调整因素：无				--
个体信用等级				a ⁺
外部支持调整因素：政府支持				+5
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

主要财务数据

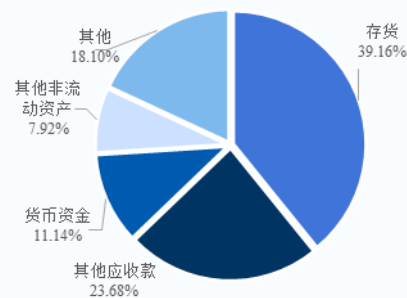
合并口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	87.21	86.60	84.33
资产总额（亿元）	882.08	777.30	785.90
所有者权益（亿元）	190.02	165.20	163.48
短期债务（亿元）	67.39	114.96	124.73
长期债务（亿元）	393.75	375.91	372.29
全部债务（亿元）	461.13	490.86	497.02
营业总收入（亿元）	46.71	85.32	3.52
利润总额（亿元）	-13.55	1.49	-1.32
EBITDA（亿元）	-5.84	8.46	--
经营性净现金流（亿元）	53.71	-18.47	-6.80
营业利润率（%）	-1.44	17.28	33.63
净资产收益率（%）	-8.01	-0.65	--
资产负债率（%）	78.46	78.75	79.20
全部债务资本化比率（%）	70.82	74.82	75.25
流动比率（%）	296.24	296.28	287.50
经营现金流动负债比（%）	20.67	-9.10	--
现金短期债务比（倍）	1.29	0.75	0.68
EBITDA 利息倍数（倍）	-0.29	0.56	--
全部债务/EBITDA（倍）	-79.02	58.02	--

公司本部口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	480.29	529.50	529.68
所有者权益（亿元）	172.32	164.22	163.86
全部债务（亿元）	220.01	260.62	263.28
营业总收入（亿元）	13.79	14.20	3.36
利润总额（亿元）	1.96	4.07	-0.05
资产负债率（%）	64.12	68.98	69.06
全部债务资本化比率（%）	56.08	61.34	61.64
流动比率（%）	223.67	184.10	165.61
经营现金流动负债比（%）	38.37	-20.63	--

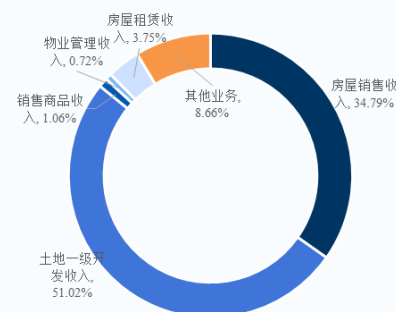
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将其他流动负债中的有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债中的有息部分纳入长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司财务报表和提供资料整理

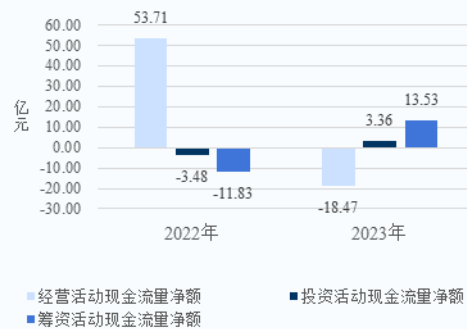
2023 年末公司资产构成



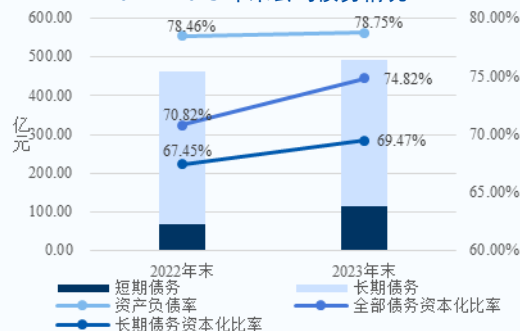
2023 年公司营业总收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年末公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
20 天恒置业 MTN001	9.00 亿元	9.00 亿元	2025/04/24	交叉保护条款
21 天恒置业 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/07/05	交叉保护条款、调整票面利率选择权、回售选择权
21 天恒置业 MTN002	11.00 亿元	11.00 亿元	2026/07/29	交叉保护条款、调整票面利率选择权、回售选择权
22 天恒置业 MTN002	13.00 亿元	13.00 亿元	2027/06/13	交叉保护条款
22 天恒置业 MTN003A	3.00 亿元	3.00 亿元	2027/10/24	交叉保护条款、调整票面利率选择权、回售选择权
22 天恒置业 MTN003B	7.00 亿元	7.00 亿元	2027/10/24	交叉保护条款
22 天恒置业 MTN004	5.00 亿元	5.00 亿元	2027/12/05	交叉保护条款、调整票面利率选择权、回售选择权
23 天恒置业 MTN001	8.40 亿元	8.40 亿元	2026/01/16	交叉保护条款
23 天恒置业 MTN002	11.60 亿元	11.60 亿元	2028/03/09	交叉保护条款、调整票面利率选择权、回售选择权
23 天恒置业 MTN003	5.00 亿元	5.00 亿元	2028/04/17	交叉保护条款、调整票面利率选择权、回售选择权
24 天恒置业 MTN001	6.00 亿元	6.00 亿元	2031/01/15	调整票面利率选择权、回售选择权

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
24 天恒置业 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/12/29	张 宁 吴 茵	城市基础设施投资企业信用评级方 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	阅读全文
20 天恒置业 MTN001、21 天恒置业 MTN001、21 天恒置业 MTN002、22 天恒置业 MTN002、22 天恒置业 MTN003A、22 天恒置业 MTN003B、22 天恒置业 MTN004、23 天恒置业 MTN001、23 天恒置业 MTN002、23 天恒置业 MTN003	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/07/26	张 宁 吴 茵	城市基础设施投资企业信用评级方 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	阅读全文
23 天恒置业 MTN003	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/03/21	张 宁 张丽斐		阅读原文
23 天恒置业 MTN002	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/02/15	张 宁 张丽斐		阅读原文
23 天恒置业 MTN001	AA+/稳定	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 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+/稳定	AA+/稳定	2022/10/27	张 宁 张丽斐		阅读原文
22 天恒置业 MTN003B	AA+/稳定	AA+/稳定	2022/09/30	张 宁 张丽斐		阅读原文
22 天恒置业 MTN003A	AA+/稳定	AA+/稳定	2022/09/30	张 宁 张丽斐		阅读原文
22 天恒置业 MTN002	AA+/稳定	AA+/稳定	2022/05/31	张 宁 张丽斐		阅读原文
21 天恒置业 MTN002	AA+/稳定	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	阅读原文
21 天恒置业 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2021/06/18	张 铖 张宁 李志昂		阅读原文
20 天恒置业 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2019/12/25	张婷婷 张铖 吕泽峰		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；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：赵晓敏 zhaoxm@lhratings.com

项目组成员：吴 茵 wuyin@lhratings.com | 王子腾 wangziteng@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于北京天恒置业集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司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。截至 2024 年 3 月末，公司注册资本 110.17 亿元，实收资本 128.97 亿元（尚未工商变更），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”）持股 89.67%，北京金融街资本运营集团有限公司（以下简称“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，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 2024 年 3 月末，公司本部设财务管理中心、投资发展中心、运营管理中心、资产管理中心等职能部门，以及 1 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 2024 年 3 月末，公司纳入合并范围的子公司 79 家。

截至 2023 年末，公司资产总额 777.30 亿元，所有者权益 165.20 亿元（含少数股东权益 9.05 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 85.32 亿元，利润总额 1.49 亿元。

截至 2024 年 3 月末，公司资产总额 785.90 亿元，所有者权益 163.48 亿元（含少数股东权益 8.87 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 3.52 亿元，利润总额-1.32 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：刘戍东。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 4 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按规定用途使用完毕，除“24 天恒置业 MTN001”尚未到第一个付息日外，其余债券均按时付息。

图表 1 • 截至 2024 年 3 月末公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
20 天恒置业 MTN001	9.00	9.00	2020/04/24	5 年
21 天恒置业 MTN001	10.00	10.00	2021/07/05	5（3+2）年
21 天恒置业 MTN002	11.00	11.00	2021/07/29	5（3+2）年
22 天恒置业 MTN002	13.00	13.00	2022/06/13	5 年
22 天恒置业 MTN003A	3.00	3.00	2022/10/24	5（3+2）年
22 天恒置业 MTN003B	7.00	7.00	2022/10/24	5 年
22 天恒置业 MTN004	5.00	5.00	2022/12/05	5（2+2+1）年
23 天恒置业 MTN001	8.40	8.40	2023/01/16	3 年
23 天恒置业 MTN002	11.60	11.60	2023/03/09	5（3+2）年
23 天恒置业 MTN003	5.00	5.00	2023/04/17	5（3+2）年
24 天恒置业 MTN001	6.00	6.00	2024/01/15	7（5+2）年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2023 年以来，化解地方政府债务风险的紧迫性有所上升，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。一揽子化债方案有效缓释了地方政府短期债务风险，同时有助于建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制。在此背景下，全口径地方债务监测监管体系将逐步完善，不同地区实施差异化的化债策略，城投企业实施分类管理。整体上，城投企业债务管控趋严，新增融资难度加大。

2024 年，积极的财政政策适度加力，新型城镇化积极推进，城投企业作为新型城镇化建设的重要载体，有望持续获得地方政府的支持。城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但考虑到地方政府财政收支在较长时间内处于紧平衡状态、短期内土地市场复苏可能性较低、2024 年城投债到期兑付压力持续加大、不同地区化债手段及化债进程分化、不同类型债务偿付安全性存在差异等因素，仍需重点关注政府债务负担重、负面舆情频发等区域，以及行政层级低、债券非标融资占比高、短期偿债压力大等尾部城投企业的信用风险。完整版城市基础设施建设行业分析详见《[2024 年城市基础设施建设行业分析](#)》。

2 区域环境分析

北京市是中国政治中心、文化中心、国际交往中心和科技创新中心。西城区是首都功能核心区之一，是北京市政治中心、文化中心的核心理承载区，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。2023 年，西城区经济持续发展，财政实力很强，公司发展的外部环境良好。随着西城区政府对疏解非首都功能工作的推进，公司仍将在其中发挥重要作用。

（1）北京市

北京市，简称“京”，古称燕京、北平，是中国首都、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 2023 年末，全市下辖 16 个区，常住人口 2185.8 万人。北京市地处华北平原的北部，东面与天津市毗连，其余均与河北省相邻。

图表 2 • 北京市主要经济指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1-3 月
GDP（亿元）	40269.6	41610.9	43760.7	10581.4
GDP 增速（%）	8.5	0.7	5.2	6.0
固定资产投资增速（%）	4.9	3.6	4.9	13.6
三产结构	0.3:18.0:81.7	0.3:15.9:83.8	0.2:14.9:84.8	0.1:12.4:87.5
人均 GDP（万元）	18.4	19.0	20.0	/

注：1. 上表中 2021—2023 年数据来自北京市国民经济和社会发展统计公报，2024 年一季度数据来自北京市人民政府官网；2. “/”表示数据未获取
资料来源：联合资信根据公开资料整理

北京市经济发展以第三产业为主，2021—2023 年，第三产业占比均超过 80%且持续上升，经济发达程度高。2023 年，实现数字经济增加值 18766.7 亿元，按现价计算，比上年增长 8.5%，占地区生产总值的比重为 42.9%；实现高技术产业增加值 11875.4 亿元，按现价计

算，增长 7.1%，占地区生产总值的比重为 27.1%。全年新设科技型企业 12.3 万家，增长 15.9%，占全市新设企业的 41.4%。依托重要的政治经济地位和良好的产业结构，北京市经济实力极强，地区生产总值（GDP）总量和人均 GDP 稳定保持在全国领先水平。

图表 3 • 北京市主要财力指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1-3 月
一般公共预算收入（亿元）	5932.31	5714.36	6181.10	1789.20
一般公共预算收入增速（%）	8.1	-3.7	8.2	3.1
税收收入（亿元）	5164.64	4867.07	5357.09	1456.10
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	87.06	85.18	86.67	81.38
一般公共预算支出（亿元）	6862.70	7469.15	7971.63	2710.10
财政自给率（%）	86.44	76.51	77.54	66.02
政府性基金收入（亿元）	2705.73	2227.46	2110.31	/
地方政府债务余额（亿元）	8770.76	10565.33	11376.08	/

注：1. 2021—2022 年数据来自北京市财政决算报告，2023 年数据来自北京市财政预算执行报告，2024 年一季度数据来自北京市人民政府官网；2. “/”表示数据未获取
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据北京市财政决算报告和财政预算执行报告，2021—2023 年，北京市一般公共预算收入以及增速均波动增长，税收收入占比维持在 85%左右，财政收入质量较高，财政自给率均在 75%以上，财政自给能力较强；政府性基金收入是北京市地方政府财力的重要补充，但受土地市场行情影响逐年下降。截至 2023 年末，北京市政府债务余额 11376.08 亿元，其中专项债务余额 8916.26 亿元，一般债务余额 2459.82 亿元，北京市政府债务负担一般。

2024 年一季度，北京市主要经济和财政指标同比均保持增长，经营运行稳中有进。“十四五”时期，北京市将立足于首都城市战略定位，以深化供给侧结构性改革激发内生活力，以“两区”制度创新为先导，以抢占数字经济制高点为突破，以高精尖经济结构为关键支撑，以扩大内需为战略基点，夯实实体经济根基，保持制造业竞争优势，提升服务业质量和辐射力，进一步推动在更大范围内优化产业空间布局，率先融入国内国际双循环的新发展格局。

（2）西城区

西城区是首都功能核心区之一，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 年末，西城区常住人口 110 万人，比上年下降 0.40%。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改造主体，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”等疏解项目，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。

图表 4 • 西城区主要经济指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1-3 月
GDP（亿元）	5408.10	5700.10	6002.70	1466.00
GDP 增速（%）	8.1	4.1	5.8	6.1
固定资产投资增速（%）	-4.5	-6.5	12.2	7.9
三产结构	0:5.1:94.9	0:5.2:94.8	0:4.9:95.1	0:3.8:96.2
人均 GDP（万元）	48.94	51.72	54.59	/

注：1. 上表中 2021—2023 年数据来自北京市西城区国民经济和社会发展统计公报，2024 年一季度数据来自北京市西城区人民政府官网；2. “/”表示数据未获取
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

2021—2023 年，西城区地区生产总值持续增长，增速波动下降。2023 年，西城区 GDP 在北京市位居第三，人均 GDP 远高于北京市平均水平。产业结构方面，西城区以第三产业为主。2023 年，西城区第二产业增加值为 294.2 亿元，较上年增长 0.5%；第三产业增加值为 5708.5 亿元，较上年增长 6.1%。2023 年，西城区实现金融业增加值 3227.5 亿元，较上年增长 6.8%。固定资产投资方面，2023 年，西城区固定资产投资增速（不含农户）实现增长；房地产开发投资较上年增长 3.9%。

图表 5 • 西城区主要财力指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1-3 月
一般公共预算收入（亿元）	428.07	415.94	452.68	115.64
一般公共预算收入增速（%）	3.44	-2.83	8.83	3.80
税收收入（亿元）	407.79	375.27	425.46	/
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	95.26	90.22	93.99	/
一般公共预算支出（亿元）	414.45	434.97	420.37	124.20
财政自给率（%）	103.29	95.62	107.69	93.11
政府性基金收入（亿元）	4.01	0.59	1.78	2.47
地方政府债务余额（亿元）	16.00	76.84	80.14	/

注：1. 2021—2022 年数据来自北京市西城区财政决算报告，2023 年数据来自北京市西城区财政预算执行报告，2024 年一季度数据来自北京市西城区人民政府官网；2. “/” 表示数据未获取
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

2021—2023 年，西城区一般公共预算收入波动增长，税收收入同趋势变动，占一般公共预算收入比重较为稳定，占比较高。同期，西城区一般公共预算支出波动增长，财政自给率波动增长，财政自给能力较强。截至 2023 年末，西城区政府债务余额 80.14 亿元，全部为一般债务，西城区政府债务负担轻。

2024 年 1—3 月，北京市西城区地区生产总值同比增长 6.1%。其中第二产业实现增加值 55.40 亿元，同比增长 10.0%；第三产业实现增加值 1410.60 亿元，同比增长 5.9%。同期，北京市西城区一般公共预算收入同比有所增长。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司股权结构、注册资本和实收资本未发生变动。公司仍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。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。

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 2024 年 6 月 3 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，未发现公司本部存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2024 年 6 月 13 日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司董事和高级管理人员、组织架构和管理制度无重大变化。

（三）经营方面

1 业务经营分析

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。2023 年，公司确认土地整理收入规模较大，带动营业总收入大幅增长。当期，公司确认的房屋销售收入主要为商品住宅销售收入，公司住宅销售收入较上年增长 329.16%，主要系集中确认成都做云天府项目收入所致。公司房屋租赁规模扩大，收入有所增长。当期不存在保障房业务亏损对毛利率的负面影响，且毛利率较高的土地整理业务收入规模较大，2023 年公司综合毛利率较上年明显提升。

图表 6 • 2022—2023 年及 2024 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
房屋销售收入	36.81	78.79	-4.89	29.68	34.79	18.47	0.42	11.92	24.06
其中：商业	1.51	3.24	31.21	0.54	0.63	-13.64	--	--	--
住宅	6.79	14.55	28.97	29.14	34.16	19.06	0.42	11.92	24.06
保障房	28.50	61.01	-14.88	0.00	0.00	--	--	--	--
土地一级开发	--	--	--	43.53	51.02	17.46	--	--	--
销售商品收入	1.64	3.51	26.84	0.91	1.06	67.11	0.20	5.62	77.49
物业管理收入	0.57	1.21	-31.07	0.61	0.72	-43.79	0.23	6.66	-24.76
其他	1.13	2.43	13.07	1.21	1.41	27.70	0.27	7.58	3.89
主营业务收入小计	40.14	85.94	-3.46	75.94	89.00	18.12	1.12	31.78	18.47
房屋租赁收入	2.20	4.71	48.58	3.20	3.75	81.29	0.84	23.85	89.18
其他	4.37	9.35	27.75	6.19	7.25	5.34	1.56	44.37	20.20
其他业务收入小计	6.57	14.06	34.73	9.38	11.00	31.22	2.40	68.22	44.32
合计	46.71	100	1.91	85.32	100.00	19.56	3.52	100.00	36.10

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

（1）城区业务

公司城区业务受政策、拆迁进度和房地产市场行情影响大。公司暂无在建和拟建保障房；已完工土地一级开发项目回款效率高；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市更新事业部进行管理，具体业务包括保障房建设、棚户区改造和土地一级开发等。

公司保障房业务的主要经营主体为北京天恒康都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 2024 年 3 月末，公司主要已完工保障房项目计划总投资 103.43 亿元，累计投资额 95.46 亿元，累计实现销售回款 52.18 亿元。2023 年，公司未实现保障房业务收入，主要系保障房项目待政府配售所致。截至 2024 年 3 月末，公司暂无在建和拟建保障房项目。

图表 7 • 截至 2024 年 3 月末公司主要已完工保障房建设项目情况（单位：万平方米、亿元）

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
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	38.69	已完成销售 33.65 万平方米	21.99	21.99
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	30.52	79.34%	18.59	18.59
恒海天诚	北京恒海天诚房地产有限公司	6.42	2019/12	2022/12	30.75	26.25	86.38%	11.60	11.60
合计		69.17	--	--	103.43	95.46	--	52.18	52.18

资料来源：公司提供

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 2024 年 3 月末，公司主要在建棚户区改造项目计划总投资 366.96 亿元，已完成投资 266.03 亿元，2024 年 4—12 月，在建棚户区改造项目计划投资 28.40 亿元，资金需求较大。截至 2024 年 3 月末，公司暂无拟建棚户区改造项目。

图表 8 • 截至 2024 年 3 月末公司主要棚户区改造项目情况（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	2024 年 4—12 月计划投资
百万庄北里居民住房改善项目	23.30	64.46	54.06	17.30	15.62
车公庄大街 3 号项目	2.99	11.78	8.05		
光源里棚户区改造项目	57.45	167.92	100.92	36.66	5.40
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
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
合计	708.10	366.96	266.03	78.96	28.40

资料来源：公司提供

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。

截至 2024 年 3 月末，公司已完工土地一级开发项目累计投入 55.86 亿元，累计确认收入 61.19 亿元，已实现回款 59.49 亿元，回款效率高。同期末，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 0.94 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和成都，2023 年，公司地产开发业务经营放缓，开复工面积、合同销售面积和实际销售签约金额较上年均有所下降，为加快销售、促进资金回笼，公司部分商业地产项目发生亏损，需关注房地产项目去化情况。

地产开发业务主要由北京天恒正同资产管理有限公司进行管理，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和成都。

2023 年，公司开盘销售项目规模减少，且项目主要集中于成都区域，地产项目合同销售面积和实际销售签约金额分别较上年下降 48.42% 和 58.83%。2023 年，公司住宅地产结转收入项目主要为成都傲云天府项目、水岸壹号项目和龙泽府项目等。为加快销售、促进资金回笼，公司部分商业地产项目发生亏损。

图表 9 • 公司房地产业务经营情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
房屋开复工面积（万平方米）	197.14	179.11	135.05
房屋竣工面积（万平方米）	33.99	44.13	--
合同销售面积（万平方米）	29.49	15.21	0.80
实际销售签约金额（亿元）	87.98	36.22	2.14
结算面积（万平方米）	23.27	14.19	0.30
结算金额（亿元）	36.81	29.68	0.42

注：该处统计口径将保障房项目统计在内
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2024 年 3 月末，除个别项目外，公司主要在售房地产项目去化进度在 70% 以上。公司主要在建房地产项目合计总投资额 75.26 亿元，累计已投资额 53.56 亿元，2024 年计划投资规模为 18.82 亿元。

图表 10 • 截至 2024 年 3 月末公司主要在售房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

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	35.88	34.41	90.85%	32.66	32.35
锐创中心（世界集）	商业	18.69	41.38	42.17	79.54%	27.98	27.62
乐学景苑	住宅	13.69	26.29	21.43	92.18%	19.67	17.52
水岸一号	住宅	24.39	48.99	44.29	76.16%	34.82	34.04
京西悦府	住宅	17.89	34.73	30.11	69.03%	23.47	18.39
天恒兰麓壹号	住宅、商业	12.76	6.46	5.17	19.57%	0.83	0.81
成都傲云天府	住宅	14.28	31.16	28.69	93.65%	29.74	29.51
合计	--	140.05	224.89	206.27	--	169.17	160.24

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表 11 • 截至 2024 年 3 月末公司主要在建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目类别	权益比例	建筑面积	总投资	已投资	2024 年计划投资
京西悦府	体育	99.82%	4.32	14.76	9.83	2.41
成都 89 亩项目	人才公寓	100.00%	22.50	32.00	28.68	6.01
成华龙潭北侧地块	住宅	100%	4.75	14.23	8.29	5.16
成华龙潭南侧地块	住宅	100%	4.15			
御湖天境	住宅、商业	100%	8.85	14.27	6.76	5.24
合计	--	--	44.57	75.26	53.56	18.82

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

土地储备方面，截至 2023 年 3 月末，公司土地储备占地面积 66.35 万平方米，从区域分布看，土地储备分布于北京市和四川省成都市，公司土地储备规模尚可。

图表 12 • 截至 2023 年 3 月末公司土地储备情况（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
海淀区四季青 004 地块	住宅	北京市海淀区四季青双新村	2.08	2023 年	20.02
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
成都市成华区北湖 61.7 亩地块	商业、住宅	成都市成华区北湖板块龙潭街道秀水社区 1、2、3 组及社区集体	4.11	2023 年	5.55
合计	--	--	66.35	--	93.24

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

(3) 产业运营业务

公司产业运营业务主要由北京天恒同业资产管理有限公司、北京华兴新业商贸有限责任公司进行管理，具体业务包括百货零售、物业管理等。百货零售业务方面，公司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。2023 年，公司实现销售商品收入 0.91 亿元，同比下降 44.51%。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。2023 年，公司物业管理收入为 0.61 亿元，与上年持平，物业管理业务毛利率持续为负。

2 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。具体来看，健康空间方面，公司助力中轴线申遗、北京市“两区”建设与健康城市打造；健康服务方面，公司据构建健康服务产业生态，并赋予品牌内涵；健康金融方面，公司在居住、养老、医疗等多种场景中，提供金融产品和服务。

(四) 财务方面

中喜会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的 2023 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报告。公司提供的 2024 年 1—3 月财务数据未经审计。

截止 2024 年 3 月末，纳入公司合并范围子公司共 79 家。合并范围变化方面，2023 年，公司合并范围增加 1 家子公司，为投资新设，因项目结项注销和一致行动人协议失效减少 11 家子公司，对公司财务数据可比性有一定影响；2024 年 1—3 月，公司合并范围子公司未发生变化。公司财务数据的可比性一般。

1 资产质量

受合并范围变化和土地整理成本结转影响，公司资产规模有所下降，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资产总额的比重较大，应收类款项账龄较长，对公司资金形成较大占用，公司资产质量一般。

图表 13 • 公司资产主要构成情况

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	769.67	87.26	601.52	77.39	609.67	77.58
货币资金	87.21	9.89	86.60	11.14	84.33	10.73
其他应收款（合计）	157.51	17.86	201.43	25.91	204.03	25.96
存货	475.09	53.86	304.41	39.16	312.07	39.71
非流动资产	112.40	12.74	175.78	22.61	176.23	22.42
长期股权投资	23.13	2.62	23.41	3.01	23.41	2.98
投资性房地产	22.71	2.57	38.33	4.93	38.41	4.89
其他非流动资产	24.17	2.74	61.56	7.92	61.68	7.85
资产总额	882.08	100.00	777.30	100.00	785.90	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2023 年末，公司资产较上年末下降 11.88%，主要系合并范围变化和土地整理成本结转引起的存货下降所致，资产结构仍以流动资产为主。截至 2023 年末，公司货币资金主要由银行存款（占 99.95%）构成，受限货币资金 1.05 亿元，受限资产规模不大。公司其他应收款较上年末增长 27.89%，主要系合并范围变化、应收合联营企业资金拆借款增加所致，期末主要为应收政府单位拆迁款和应收合联营企业资金拆借款；其他应收款累计计提坏账准备 772.88 万元，坏账比例低；公司其他应收款前五名合计占 79.01%，集中度高；从账龄来看，3 年以上其他应收款余额占 48.51%，账龄较长，对公司资金形成较大占用。公司存货较上年末下降 35.93%，其中开发成本 200.18 亿元，主要为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 106.56 亿元，主要为公司已经竣工的房屋项目；公司累计计提跌价准备 2.43 亿元。

图表 14 • 截至 2023 年末公司其他应收款前五名情况

名称	款项性质	期末余额（亿元）	占其他应收款期末余额的比例（%）
西城区光源里棚户区改造项目指挥部	往来款	66.06	35.88
北京恒秀立怀置业有限公司	往来款	23.30	12.65
北京恒合悦兴置业有限公司	往来款	22.78	12.37
西城区百万庄北里居民住房改善项目指挥部办公室	往来款	21.82	11.85
北京恒海瑞诚房地产开发有限公司	往来款	11.52	6.26
合计	--	145.48	79.01

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2023 年末，公司长期股权投资主要为对北京恒秀立怀置业有限公司、北京富邦兴业投资有限责任公司（以下简称“富邦兴业”）、北京旭天恒置业有限公司等合营企业和北京南悦房地产开发有限公司、北京悦恒置业有限公司等联营企业的投资，2023 年，公司投资收益为-1.79 亿元，主要由于非并表房地产企业亏损。公司投资性房地产较上年末增长 68.77%，主要系自用房地产和存货转入（以成本模式计量）所致，其中，未办妥产权证书的投资性房地产规模为 7.34 亿元。公司其他非流动资产较上年末增长 154.75%，主要系丰盛 C 项目因政策原因发生规划调整（立项审批工作尚未完成），该项目前期建设成本由应收账款转入其他非流动资产所致，除此之外，其他非流动资产还包括公司垫付北京天意小商品市场疏解腾退资金（24.61 亿元）。

截至 2023 年末，公司受限资产情况如下所示，受限资产比例为 4.83%，总体看，资产受限规模不大。

图表 15 • 截至 2023 年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	受限原因
货币资金	1.05	专用账户、保证金
投资性房地产	14.33	抵押
存货	18.91	抵押
固定资产	2.00	抵押
在建工程	1.29	抵押
合计	37.58	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2 资本结构

受合并范围变化及其他权益工具到期影响，2023 年末公司所有者权益较上年末有所下降；公司有息债务有所增长，债务结构有待优化，整体债务负担仍重，于 2024—2025 年面临一定集中偿付压力。

（1）所有者权益

图表 16 • 公司所有者权益主要构成情况

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
实收资本	128.97	67.87	128.97	78.07	128.97	78.89
其他权益工具	35.77	18.82	26.09	15.79	26.09	15.96
资本公积	2.25	1.19	2.25	1.36	2.25	1.38
未分配利润	-5.47	-2.88	-6.38	-3.86	-7.92	-4.85
归属于母公司所有者权益合计	165.87	87.29	156.15	94.52	154.61	94.57
少数股东权益	24.15	12.71	9.05	5.48	8.87	5.43
所有者权益合计	190.02	100.00	165.20	100.00	163.48	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2023 年末，公司所有者权益较上年末下降 13.06%，主要系其他权益工具和少数股东权益下降所致。公司其他权益工具为公司发行的永续债券和信托计划；少数股东权益较上年末下降 62.52%，主要系合并范围变化所致；2023 年公司持续亏损，未分配利润为负。

(2) 负债

图表 17 • 公司主要负债情况

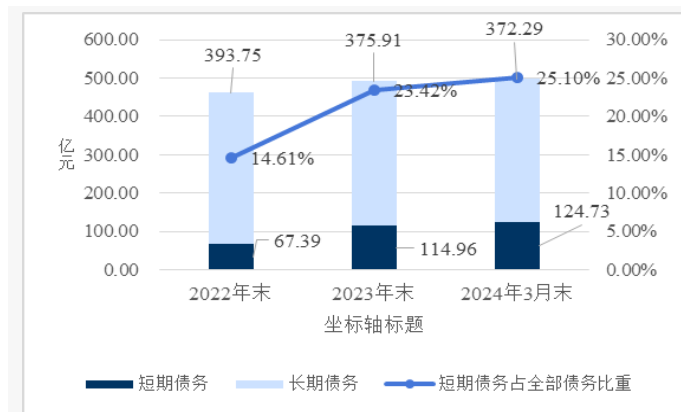
项目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	259.81	37.54	203.02	33.17	212.06	34.07
应付账款	20.23	2.92	11.54	1.88	10.78	1.73
其他应付款（合计）	61.25	8.85	6.89	1.12	7.19	1.15
一年内到期的非流动负债	67.39	9.74	106.96	17.48	114.74	18.43
合同负债	99.95	14.44	59.42	9.71	46.95	7.54
非流动负债	432.24	62.46	409.08	66.83	410.36	65.93
长期借款	231.97	33.52	232.69	38.01	248.46	39.92
应付债券	131.33	18.98	124.40	20.32	111.33	17.89
长期应付款	11.84	1.71	5.01	0.82	11.64	1.87
负债总额	692.06	100.00	612.10	100.00	622.42	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2023 年末，公司负债总额较上年末下降 11.55%，负债结构仍以非流动负债为主。同期末，公司经营性负债主要体现为应付工程款、往来款及预收土地一级开发项目建设款、房屋款形成的各项应付款项（应付账款、其他应付款及专项应付款）和合同负债。受公司合并范围变化和结清部分应付往来款影响，其他应收款较上年末大幅下降。

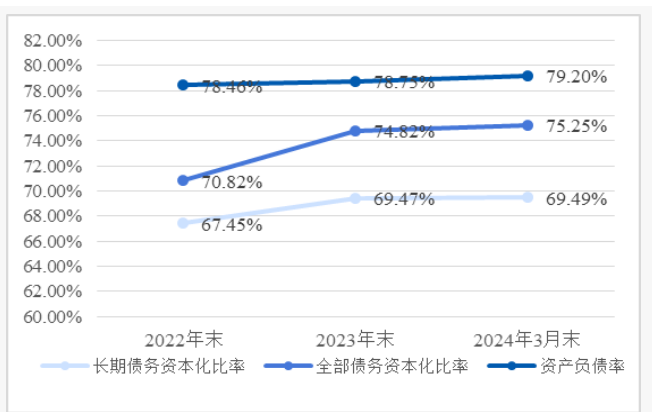
有息债务方面，本报告将其他流动负债中的有息部分纳入短期核算，将长期应付款和其他非流动负债中的有息部分纳入长期债务核算。截至 2023 年末，公司全部债务 490.86 亿元，较上年末增长 6.45%，主要由银行借款（占 54.26%）、应付债券（占 40.64%）、融资租赁款（占 2.28%）和资金拆借款（占 2.62%）构成。同期末，公司短期债务占全部债务的比重为 23.42%，债务结构有待优化。从债务指标来看，2023 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年末均有所提升，整体债务负担重。

图表 18 • 公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司财务报表及公司提供资料整理

图表 19 • 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务报表及公司提供资料整理

从债务期限分布看，公司 2024 年和 2025 年面临一定集中偿债压力。

图表 20 • 截至 2024 年 3 月末公司有息债务期限分布情况

项目	2024 年 4—12 月	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年及以后	合计
偿还金额（亿元）	108.39	143.43	85.75	52.87	132.68	523.11
占有息债务的比例	20.72%	27.42%	16.39%	10.11%	25.36%	100.00%

注：上表含其他权益工具有息负债

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

3 盈利能力

公司 2023 年营业总收入较上年增幅大，公司利润总额和各项盈利指标回升明显。

2023 年，公司实现营业总收入 85.32 亿元，同比增长 82.65%；同期，公司营业成本同比增长 49.79%。2023 年不存在保障房业务亏损对公司利润的负面影响，公司营业利润率由负转正。

2023 年，公司资产减值损失 2.48 亿元，主要系存货中部分房地产项目根据市场行情计提减值；公司权益法核算的长期股权投资中被投资房地产企业亏损，导致投资收益为负；营业外收入为入资富邦兴业产生的收益；其他收益主要为政府补助。因房地产销售业务由亏转盈，公司利润总额和各项盈利指标回升明显。

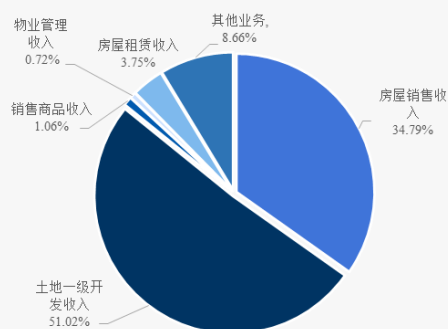
2024 年 1—3 月，公司营业总收入同比大幅下降 92.79%，主要系当期未实现土地一级开发整理收入所致。

图表 21 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	46.71	85.32	3.52
营业成本	45.82	68.64	2.25
费用总额	11.51	9.70	2.55
资产减值损失	0.00	-2.48	0.00
投资收益	-0.71	-3.14	0.05
其他收益	0.09	0.04	0.00
营业外收入	0.41	3.23	0.00
利润总额	-13.55	1.49	-1.32
营业利润率	-1.44%	17.28%	33.63%
总资本收益率	-1.43%	0.70%	--
净资产收益率	-8.01%	-0.65%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 22 • 2023 年公司营业总收入构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

4 现金流

公司土地一级开发业务和多个房地产项目于 2022 年实现集中回款，2023 年回款规模有所减少，经营活动现金流由净流入转为净流出；公司投资活动现金流入和流出规模不大；考虑到公司在建项目未来投资规模大，未来外部融资需求大。

图表 23 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	139.89	121.33	15.18
经营活动现金流出小计	86.18	139.80	21.98
经营活动现金流量净额	53.71	-18.47	-6.80
投资活动现金流入小计	3.79	8.32	0.20
投资活动现金流出小计	7.27	4.96	0.67
投资活动现金流量净额	-3.48	3.36	-0.47
筹资活动现金流入小计	156.03	158.52	32.71
筹资活动现金流出小计	167.86	144.99	27.71
筹资活动现金流量净额	-11.83	13.53	5.00
现金收入比	251.28%	53.29%	90.86%

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2023 年三季报整理

2023 年，公司经营活动现金流入和流出主要为往来款收支、房地产开发及销售、土地一级开发产生的现金流等。2022 年，公司土地一级开发业务和多个房地产项目实现集中回款，2023 年回款规模有所减少，经营活动现金流入量较上年下降 13.27%；公司现金收入比较

上年下降 197.99 个百分点，主要系 2023 年确认的土地一级开发收入已于 2022 年收现所致。2023 年，公司经营活动现金流出量较上年增长 62.22%，主要为与经营相关的往来款流出增加，公司投资计划视房地产市场行情进行调整，当年购买商品、接受劳务支付的现金较上年末下降 46.72%。2023 年公司经营活动现金流由净流入转为净流出。公司投资活动现金流由净流出转为净流入，投资活动现金流入和流出规模均较小。公司筹资活动现金流入量较上年增长 1.60%，主要以借款收到的现金为主；筹资活动现金流出量较上年下降 13.63%；筹资活动现金流由净流出转为净流入。考虑到公司后续在建和拟建项目尚需投入规模大，对外部融资需求大。

2024 年 1—3 月，公司未有大规模的土地整理业务和房地产销售回款，经营活动现金持续净流出，投资活动现金流入和流出规模小，筹资活动现金持续净流入。

5 偿债指标变化

公司短期偿债能力指标表现一般，长期偿债能力指标表现弱，间接融资渠道通畅，或有负债风险可控。

图表 24 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
短期偿债指标	流动比率	296.24	296.28	287.50
	速动比率	113.38	146.34	140.34
	现金类资产/短期债务（倍）	1.29	0.75	0.68
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	-5.84	8.46	--
	全部债务/EBITDA（倍）	-79.02	58.02	--
	EBITDA/利息支出（倍）	-0.29	0.56	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从短期偿债能力指标看，截至 2023 年末，公司流动比率和速动比率较上年末均有所增长，现金短期债务比较上年末有所下降。截至 2024 年 3 月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较上年末均有所下降，现金类资产对短期债务的程度一般。整体看，公司短期偿债指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2023 年，公司 EBITDA 由负转正，对全部债务和利息的覆盖能力仍弱，公司长期偿债指标表现弱。

截至 2024 年 3 月末，公司对外担保余额 14.73 亿元，担保比率 9.01%，主要是对关联方北京恒合悦兴置业有限公司担保 14.43 亿元以及对北京建恒汇景房地产开发有限公司担保 0.30 亿元。公司或有负债风险相对可控。

未决诉讼方面，截至 2024 年 3 月末，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼或仲裁。

截至 2024 年 3 月末，公司本部及下属子公司共获得各类银行授信额度为 562.84 亿元，其中已使用 279.19 亿元，剩余授信额度为 283.64 亿元，间接融资渠道畅通。

6 公司本部主要变化情况

公司资产主要来自本部，营业收入主要来自子公司，公司本部对子公司承担管理职能，管控能力较强，公司本部整体债务负担较重，存在一定短期偿付压力。

公司本部对子公司承担管理职能，管控能力较强。截至 2023 年末，公司本部资产总额 529.50 亿元，资产以其他应收款和长期股权投资为主；公司本部所有者权益 164.22 亿元，实收资本（占 78.53%）占比较高，权益稳定性较强；公司本部负债总额 365.27 亿元。同期末，公司本部全部债务 260.62 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 68.98%和 61.34%，整体债务负担较重；短期债务为 87.22 亿元，现金短期债务比为 0.53 倍，存在一定短期偿付压力。2023 年，公司本部实现营业总收入 14.20 亿元（占同期合并口径 16.65%），利润总额 4.07 亿元。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产，积极履行作为国有企业的社会责任，治理结构较为完善。整体来看，目前公司 ESG 表现尚可，对其持续经营影响较小。

环境方面，公司在开展业务过程中会产生粉尘、噪音、废料等环境风险，通常在项目施工前进行环境影响评价，并向地方主管部门提交环境影响评价报告书，截至目前，公司未收到污染与废弃物排放相关的监管处罚。

社会责任方面，积极履行国有企业社会责任；2016 年，公司获中国责任地产企业称号；2017 年，公司位列“绿色地产新领军”TOP10；公司近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

治理方面，公司建立了较为完善的法人治理结构。

七、外部支持

公司实际控制人为西城区国资委，西城区是北京首都功能核心区之一，2023 年，西城区经济持续发展，财政实力很强，财政自给能力较强。公司为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，在政府补助方面持续获得外部支持。2023 年，公司获得政府补助 291.68 万元，计入“其他收益”。公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

八、跟踪评级结论

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“20 天恒置业 MTN001”“21 天恒置业 MTN001”“21 天恒置业 MTN002”“22 天恒置业 MTN002”“22 天恒置业 MTN003A”“22 天恒置业 MTN003B”“22 天恒置业 MTN004”“23 天恒置业 MTN001”“23 天恒置业 MTN002”“23 天恒置业 MTN003”和“24 天恒置业 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年 3 月末）

子公司名称	主营业务	直接持股比例
北京市嘉鸿房地产开发有限公司	房地产开发	53.00%
北京天恒正合置业有限公司	房地产开发	84.94%
北京天恒正道投资发展有限公司	房地产开发	100.00%
北京天恒康都房地产开发有限责任公司	房地产开发	100.00%
北京天恒瑞海物业管理有限责任公司	物业管理	85.00%
北京华兴新业商贸有限责任公司	百货零售	100.00%
北京天恒正原资本管理有限公司	房地产开发	100.00%
北京西都地产发展有限公司	房地产开发	100.00%
北京天恒正丰投资发展有限公司	房地产开发	100.00%
北京天恒正宇投资发展有限公司	房地产开发	100.00%
北京纺织服装开发有限公司	服装技术开发	100.00%
北京天恒房地产股份有限公司	房地产开发	86.94%
北京天恒正同资产管理有限公司	资产管理	100.00%
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%
北京茶业交易中心有限责任公司	租赁和商务服务业	98.00%
天恒正恒（北京）产业发展有限公司	投资管理	100.00%
北京天恒同业资产管理有限公司	投资与资产管理	100.00%
天恒物业管理（北京）有限公司	物业管理	100.00%
天恒文化旅游集团有限公司	文旅开发	100.00%
北京天恒北茶科技有限公司	零售业	100.00%
北京天心康养文化发展有限公司	经济贸易	80.00%

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	87.21	86.60	84.33
应收账款（亿元）	38.43	1.22	1.31
其他应收款（亿元）	147.74	184.07	204.03
存货（亿元）	475.09	304.41	312.07
长期股权投资（亿元）	23.13	23.41	23.41
固定资产（亿元）	6.29	6.39	6.36
在建工程（亿元）	8.34	23.15	23.60
资产总额（亿元）	882.08	777.30	785.90
实收资本（亿元）	128.97	128.97	128.97
少数股东权益（亿元）	24.15	9.05	8.87
所有者权益（亿元）	190.02	165.20	163.48
短期债务（亿元）	67.39	114.96	124.73
长期债务（亿元）	393.75	375.91	372.29
全部债务（亿元）	461.13	490.86	497.02
营业总收入（亿元）	46.71	85.32	3.52
营业成本（亿元）	45.82	68.64	2.25
其他收益（亿元）	0.09	0.04	0.00
利润总额（亿元）	-13.55	1.49	-1.32
EBITDA（亿元）	-5.84	8.46	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	117.38	45.46	3.20
经营活动现金流入小计（亿元）	139.89	121.33	15.18
经营活动现金流量净额（亿元）	53.71	-18.47	-6.80
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.48	3.36	-0.47
筹资活动现金流量净额（亿元）	-11.83	13.53	5.00
财务指标			
现金收入比（%）	251.28	53.29	90.86
营业利润率（%）	-1.44	17.28	33.63
总资本收益率（%）	-1.43	0.70	--
净资产收益率（%）	-8.01	-0.65	--
长期债务资本化比率（%）	67.45	69.47	69.49
全部债务资本化比率（%）	70.82	74.82	75.25
资产负债率（%）	78.46	78.75	79.20
流动比率（%）	296.24	296.28	287.50
速动比率（%）	113.38	146.34	140.34
经营现金流动负债比（%）	20.67	-9.10	--
现金短期债务比（倍）	1.29	0.75	0.68
EBITDA 利息倍数（倍）	-0.29	0.56	--
全部债务/EBITDA（倍）	-79.02	58.02	--

注：“--”表示不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报表和提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	52.01	46.50	46.66
应收账款（亿元）	0.68	1.97	1.82
其他应收款（亿元）	207.28	252.68	281.60
存货（亿元）	0.01	0.02	0.02
长期股权投资（亿元）	155.80	152.93	153.03
固定资产（亿元）	1.13	0.99	1.00
在建工程（亿元）	0.06	0.07	0.04
资产总额（亿元）	480.29	529.50	529.68
实收资本（亿元）	128.97	128.97	128.97
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	172.32	164.22	163.86
短期债务（亿元）	53.51	87.22	107.94
长期债务（亿元）	166.50	173.41	155.34
全部债务（亿元）	220.01	260.62	263.28
营业总收入（亿元）	13.79	14.20	3.36
营业成本（亿元）	10.79	12.65	3.31
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	1.96	4.07	-0.05
EBITDA（亿元）	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.57	0.81	0.33
经营活动现金流入小计（亿元）	141.99	124.89	18.44
经营活动现金流量净额（亿元）	48.02	-37.02	2.67
投资活动现金流量净额（亿元）	0.02	6.02	-0.09
筹资活动现金流量净额（亿元）	-7.65	25.49	-2.43
财务指标			
现金收入比（%）	4.14	5.67	9.88
营业利润率（%）	20.74	10.08	1.36
总资本收益率（%）	0.06	0.74	--
净资产收益率（%）	0.13	1.92	--
长期债务资本化比率（%）	49.14	51.36	48.66
全部债务资本化比率（%）	56.08	61.34	61.64
资产负债率（%）	64.12	68.98	69.06
流动比率（%）	223.67	184.10	165.61
速动比率（%）	223.67	184.09	165.61
经营现金流动负债比（%）	38.37	-20.63	--
现金短期债务比（倍）	0.97	0.53	0.43
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：“/”表示未获取相关数据；“--”表示不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业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	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/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 4-1 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 4-2 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 4-3 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