

信用评级公告

联合〔2023〕1956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 2023 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 2023 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

二〇二三年三月三十一日

北京天恒置业集团有限公司

2023 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：5.00 亿元

本期中期票据期限：3+2 年，附第 3 个计息年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还有息债务

评级时间：2023 年 3 月 31 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（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

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。近年来，公司外部发展环境良好并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，在棚户区改造和旧城历史文化保护建设领域具有一定区域专营优势。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可能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。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

- 外部发展环境良好。**西城区是北京首都功能核心区，2021年，西城区全区完成地区生产总值5408.10亿元，实现一般公共预算收入424.20亿元，西城区经济、财政实力强。
- 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。

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	1
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	4
		资本结构		4
		偿债能力		4
		指示评级		
个体调整因素			--	
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

关注

1. 公司债务负担重，面临一定集中偿付压力。截至2022年3月底，公司全部债务资本化比率为71.72%，整体债务负担重；2023—2024年，公司需分别偿还有息债务104.11亿元和69.26亿元，公司于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，资金回笼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。2022年以来，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，但仍需观察政策传导速度及落地效果。公司房地产业务受宏观政策调控影响较大。

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	98.78	125.98	48.75	52.73
资产总额(亿元)	704.40	846.39	814.96	844.56
所有者权益(亿元)	190.06	193.19	189.84	188.10
短期债务(亿元)	155.72	110.58	121.52	112.22
长期债务(亿元)	279.14	381.75	358.37	364.80
全部债务(亿元)	434.86	492.33	479.90	477.02
营业总收入(亿元)	46.88	69.02	132.06	5.25
利润总额(亿元)	3.57	4.43	4.50	-1.54
EBITDA(亿元)	8.53	9.85	11.75	--
经营性净现金流(亿元)	34.03	12.98	-50.83	21.12
营业利润率(%)	32.04	21.39	10.04	29.33
净资产收益率(%)	1.51	1.92	1.92	--
资产负债率(%)	73.02	77.17	76.71	77.73
全部债务资本化比率(%)	69.59	71.82	71.65	71.72
流动比率(%)	297.09	297.07	307.76	286.49
经营现金流负债比(%)	15.78	5.17	-22.05	--
现金短期债务比(倍)	0.63	1.14	0.40	0.47
全部债务/EBITDA(倍)	50.97	49.96	40.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.37	0.12	0.63	--
公司本部				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	422.37	462.51	481.94	463.73
所有者权益(亿元)	160.09	157.26	150.65	150.38
全部债务(亿元)	156.15	206.00	192.21	194.47
营业总收入(亿元)	9.61	11.83	13.80	3.25
利润总额(亿元)	0.09	-0.19	1.20	-0.13
资产负债率(%)	62.10	66.00	68.74	67.57
全部债务资本化比率(%)	49.38	56.71	56.06	56.39
流动比率(%)	183.85	193.74	187.41	165.69
经营现金流负债比(%)	6.95	-13.38	-32.05	--
现金短期债务比(倍)	0.61	0.96	0.41	0.24

注: 2022 年 1-3 月财务数据未经审计; 将其他流动负债中有息部分纳入短期债务核算, 将长期应付款中有息部分纳入长期债务核算

资料来源: 联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

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	2023/2/15	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	阅读全文
AA ⁺	稳定	2018/06/26	王妍 张铖 韩家麒 王宁	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2017 年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016 年)	阅读全文
AA	稳定	2014/09/19	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号

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、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；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、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，北京市西城城建开发集团更名为北京天恒置业集团。2004 年 8 月 3 日，根据西城区人民政府西政发〔2004〕21 号文批复，公司由北京市西城区国有资产监督管理委员会（以下简称“西城区国资委”）履行出资人职责，出资人由北京市西城区建设委员会变更为西城区国资委。2014 年 12 月，公司名称变更为现名，企业类型由“全民所有制”变更为“有限公司（国有独资）”。根据 2018 年 12 月 24 日北京市西城区国资委《关于对北京金融街资本运营中心调整资金的批复》（西国资复〔2018〕31 号），公司新增股东北京金融街资本运营中心¹（以下简称“金融街资本”），金融街资本对公司货币出资 10.77 亿元，本次出资后，西城区国资委持股 90.17%，金融街资本持股 9.83%。2019 年，西城区国资委和金融街资本分别对公司货币增资 12.69 亿元和 0.91 亿元。2020 年，西城区国资委对公司进行货币增资，合计增加实收资本 17.54 亿元。2021 年，根据《关于调整北京天恒置业集团光源里棚户区改造项目资本金下达方式的通知》（西财经二指〔2020〕905 号），公司对 11.50 亿元项目资本金进行科目调整，实收资本相应减少，并将西城区国资委持有公司 10%股权划转至北京市政府。同期，

西城区国资委对公司增资 900.00 万元。截至 2022 年 3 月底，公司注册资本 110.17 亿元，实收资本 128.98 亿元（尚未工商变更），西城区国资委持股 82.54%，金融街资本持股 8.82%，北京市财政局持股 8.64%（财务口径）。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。

截至 2022 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 年底，公司纳入合并范围的一级子公司 21 家。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 814.96 亿元，所有者权益 189.84 亿元（少数股东权益 28.69 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 132.06 亿元，利润总额 4.50 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 844.56 亿元，所有者权益 188.10 亿元（少数股东权益 28.35 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 5.25 亿元，利润总额-1.54 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。

二、本期中期票据概况及募集资金用途

公司已于 2021 年注册总额度为 50.00 亿元的中期票据，本期计划在注册额度内发行 2023 年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”），本期中期票据发行规模为 5.00 亿元，期限为 3+2 年，附第 3 个计息年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期中期

¹ 西城区国资委持有北京金融街资本运营中心 100%股权

票据按年付息，到期一次还本，募集资金拟用于偿还有息债务。

三、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年，百年变局和世纪疫情交织叠加，地缘政治局势动荡不安，世界经济下行压力加大，国内经济受到疫情散发多发、极端高温天气等多重超预期因素的反复冲击。党中央、国务院坚持稳中求进总基调，加大了宏观政策实

施力度，及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策和接续政策，不断优化疫情防控措施，着力稳住经济大盘，保持经济运行在合理区间。

经初步核算，2022 年全年国内生产总值 121.02 万亿元，不变价同比增长 3.00%。分季度来看，一季度 GDP 稳定增长；二季度 GDP 同比增速大幅回落；三季度同比增速反弹至 3.90%；四季度疫情规模、传播范围大于二季度，12 月防控政策优化放开后疫情冲击短期内加剧，导致经济增长再次回落。

表 1 2018 - 2022 年中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
GDP 总额 (万亿元)	91.93	98.65	101.36	114.92	121.02
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.20	8.40(5.25)	3.00
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	9.60(6.15)	3.60
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	4.90(3.90)	5.10
房地产投资增速 (%)	9.50	9.90	7.00	4.40(5.69)	-10.00
基建投资增速 (%)	3.80	3.80	0.90	0.40(0.65)	9.40
制造业投资增速 (%)	9.50	3.10	-2.20	13.50(4.80)	9.10
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	12.50(3.98)	-0.20
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.62	29.62	7.00
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.60	30.05	1.10
CPI 涨幅 (%)	2.10	2.90	2.50	0.90	2.00
PPI 涨幅 (%)	3.50	-0.30	-1.80	8.10	4.10
社融存量增速 (%)	10.26	10.69	13.30	10.30	9.60
一般公共预算收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	10.70(3.14)	0.60
一般公共预算支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	0.30(1.54)	6.10
城镇调查失业率 (%)	4.93	5.15	5.62	5.12	5.58
全国居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.80	2.10	8.10(5.06)	2.90

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、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 社融存量增速为期末值；5. 城镇调查失业率为年度均值；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

生产端：农业生产形势较好，工业、服务业承压运行。2022 年，第一产业增加值同比增长 4.10%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.80%、2.30%，较 2021 年两年平均增速²（分别为 5.55%、5.15%）回落幅度较大，主要是受疫情影响，工业、服务

业活动放缓所致。

需求端：消费同比出现下降，固定资产投资相对平稳，出口下行压力显现。消费方面，2022 年，社会消费品零售总额 43.97 万亿元，同比下降 0.20%，疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2022 年，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21 万亿元，同比增长 5.10%，固定资产投资在稳投资政策推动下实现平稳增长。其中，房地产

²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 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

开发投资持续走弱，是固定资产投资的主要拖累项；基建和制造业投资实现较快增长。外贸方面，2022年，中国货物贸易进出口总值6.31万亿美元。其中，出口金额3.59万亿美元，同比增长7.00%；进口金额2.72万亿美元，同比增长1.10%；贸易顺差达到8776.03亿美元，创历史新高。四季度以来出口当月同比转为下降，主要是受到海外需求收缩、疫情对生产和运输产生拖累作用、叠加高基数效应的影响，出口下行压力显现。

消费领域价格温和上涨，生产领域价格涨幅回落。2022年，全国居民消费价格指数（CPI）上涨2.00%，涨幅比上年扩大1.10个百分点。其中，食品价格波动较大，能源价格涨幅较高，核心CPI走势平稳。2022年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨4.10%，涨幅比上年回落4.00个百分点。其中，输入性价格传导影响国内相关行业价格波动，与进口大宗商品价格关联程度较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅出现不同程度的回落；能源保供稳价成效显著，煤炭价格涨幅大幅回落，但煤炭价格仍处高位，能源产品稳价压力依然较大。

社融口径人民币贷款、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。2022年，全国新增社融规模32.01万亿元，同比多增6689亿元；2022年末社融规模存量为344.21万亿元，同比增长9.60%，增速比上年同期下降0.70个百分点。分项看，2022年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资和社融口径人民币贷款同比分别多增1074亿元和9746亿元，支撑社融总量扩张；表外融资方面，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增5275亿元、少减1.41万亿元和少减1505亿元，亦对新增社融规模形成支撑。

财政政策积极有为，民生等重点领域支出得到有力保障，财政收支矛盾有所加大。2022年，全国一般公共预算收入20.37万亿元，同比增长0.60%，扣除留抵退税因素后增长9.10%。

2022年，各项税费政策措施形成组合效应，全年实现新增减税降费和退税缓税缓费规模约4.20万亿元。支出方面，2022年全国一般公共预算支出26.06万亿元，同比增长6.10%。民生等重点领域支出得到有力保障，卫生健康、社会保障和就业、教育及交通运输等领域支出保持较快增长。2022年，全国一般公共预算收支缺口为5.69万亿元，较上年（3.90万亿元）显著扩大，是除2020年之外的历史最高值，财政收支矛盾有所加大。

稳就业压力加大，居民收入增幅显著回落。2022年，全国各月城镇调查失业率均值为5.58%，高于上年0.46个百分点，受疫情反复冲击影响，中小企业经营困难增多，重点群体就业难度也有所加大，特别是青年失业率有所上升，稳就业面临较大挑战。2022年，全国居民人均可支配收入3.69万元，实际同比增长2.90%，较上年水平显著回落。

2. 宏观政策和经济前瞻

2023年宏观政策的总基调是稳中求进，做好“六个统筹”，提振发展信心。2022年12月，中央经济工作会议指出2023年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。会议指出，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好以下工作：一是着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置；二是加快建设现代化产业体系；三是切实落实“两个毫不动摇”；四是更大力度吸引和利用外资；五是有效防范化解重大经济金融风险。

2023年，世界经济滞胀风险上升，中国经济增长将更多依赖内需。2022年，俄乌冲突推升了能源价格，加剧了全球的通胀压力。2023

年，在美欧货币紧缩的作用下，全球经济增长或将进一步放缓，通胀压力有望缓和，但地缘政治、能源供给紧张、供应链不畅等不确定性因素仍然存在，可能对通胀回落的节奏产生扰动。总体来看，2023年，世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下，2023年，中国经济增长将更多依赖内需，“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显。随着存量政策和增量政策叠加发力、疫情防控措施优化效果显现，内需有望支撑中国经济重回复苏轨道。

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。

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，但城投企业债务风险也随之快速上升。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并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

(2) 行业监管与政策

2021年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据2014年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号），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年开始，国内经济下行压力加大，2020年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，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。

2021年，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全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，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，城投企业融资政策整体收紧。2021年4月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021年7月，银保监发〔2021〕15号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022年以来，国内疫情多点大规模散发、

俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022年4月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022年5月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022年5月，财政部通报8个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

（3）行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府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。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前，中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、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中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，中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，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

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

2022年，房地产市场延续2021年下半年的低迷状态，商品房销售萎靡，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。

2022年，受宏观经济下行、新一轮新冠肺炎疫情反弹以及前期调控政策对市场传导作用的滞后显现等因素影响，国内房地产市场景气度继续下行；叠加融资端受阻，发生流动性风险的房企数量持续增加，大量项目“烂尾”引发的“停工断贷潮”进一步降低市场预期。

房地产开发投资方面，2022年，全国房地产开发投资首次出现负增长，全年房地产开发投资累计同比下降10.00%至13.29万亿元，降

幅较前 11 月继续扩大。其中住宅投资、办公楼投资和商业营业用房投资均同比下降。

新开工方面，2022 年以来房地产行业景气度尚未恢复，受“保交付”等政策影响，房企新开工意愿持续下降，2022 年新开工面积同比下降 39.40%。从施工面积看，2022 年全国房屋施工面积达 90.50 亿平方米，同比下降 7.20%。同期全国房屋竣工面积 8.62 亿平方米，同比下降 15.00%。

商品房销售方面，2022 年，商品房销售额 13.33 万亿元，商品房销售面积 13.58 亿平方米，同比分别下降 26.70%和 24.30%。其中住宅销售面积 11.46 亿平方米，同比下降 26.80%。销售的下行一方面系全国疫情多点复发下较为严格的防控措施阻碍销售，另一方面系在房企风险事件不断，全国范围内“停工断贷”等负面事件影响下市场预期持续走低。2022 年 12 月单月全国商品房销售额和面积同比分别下降 27.65%和 31.53%，降幅较上月有所收窄，但销售复苏力度仍显薄弱。商品房销售均价方面，2022 年全国商品房销售均价为 9814 元/平方米，同比下降 3.21%。房企仍采用“以价换量”方式加快销售，但对销售规模贡献不大。

(2) 土地市场与信贷环境

2022 年以来，全国土地市场热度不高，供求规模齐跌；央企、国企及地方城投企业仍为拿地主力军，大部分民企仍谨慎投资。2022 年，房地产开发到位资金同比回落，在融资端政策扶持下房企信贷环境有望逐步修复，但仍面临较大销售回款压力。

土地市场方面，2022 年，受部分地区疫情封控、部分城市调整集中供地批次等因素影响，全国土地供应量有所下降；根据中指研究院数据，2022 年全国 300 城共推出住宅用地规划建筑面积 76632.38 万平方米，同比下降 36.29%；

成交规划建筑面积 62002.26 万平方米，同比下降 31.09%；平均溢价率为 3.12%，较 2021 年同期下降 7.8 个百分点。在土地市场低迷背景下，尽管部分城市放松土拍门槛并推出优质地块，但整体土拍市场热度不高，央企、国企及地方城投企业仍为拿地主力军；除个别优质民营房企开始发力拿地外，大部分民企仍谨慎投资。据统计，2022 年地方城投企业拿地金额同比有所增长，但拿地开工率显著弱于非城投房企，托底现象较为明显。城市间土拍热度有所分化，具体来看，上海、杭州和北京为 22 城集中供地城市土地成交金额前三名，年内均完成四轮集中土拍。上海年内土拍热度保持平稳，四轮土拍保持“零流拍”记录，但冷热分化明显，过半地块仍以底价成交；杭州作为长三角热点城市，经济发展较快、人口持续净流入，土拍成交金额维持高位且本土民企参与热情高；北京土地供应规模较小，市场参与积极性保持较高，板块冷热分化亦显著。天津、沈阳及长春等城市土拍市场热度持续较差。根据 CREIS 数据，2022 年 1—11 月，全国住宅用地流拍撤牌率为 21.30%，同比下降 1.30 个百分点，土地流拍率仍处高位。

2022 年受行业销售下行影响，房地产开发到位资金 14.90 万亿元，同比下降 25.90%，降幅较前 11 月扩大 0.20 个百分点。从房地产开发到位资金来源看，2022 年国内贷款同比下降 25.40%，其中 2022 年 12 月单月环比增长 50.91%，在融资端政策扶持下房企信贷环境有所修复；其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）和自筹资金仍为房地产开发到位资金的主要来源，2022 年需求端购房情绪萎靡致使其他资金同比下降 30.03%，自筹资金占比上升较快，房企面临较大销售压力，对销售回款依赖仍较强。

表 2 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	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58

利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

(3) 政策环境

2022 年以来，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，融资端利好集中释放，“四箭齐发”将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但仍需观察政策传导速度及落地效果。

中央在“房住不炒”的总基调下，因城施策，以促进房地产业良性循环和健康发展为目标，2022 年调控政策逐步松绑转向宽松。2022 年 4 月，中央政治局会议强调支持刚需和改善

性住房需求，优化商品房预售资金监管，部分城市限购限贷等政策有所放松；7 月，各地“停贷”事件迅速发酵，监管层面高度重视，将协助地方政府推进“保交楼、保民生、保稳定”的工作；10 月，中共二十大报告明确坚持房住不炒，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；12 月，中央经济工作会议强调确保房地产市场平稳发展，满足行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。具体内容见表 3。

表 3 2022 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
2022 年 3 月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持“房住不炒”定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，“稳地价、稳房价、稳预期”，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022 年 3 月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险
2022 年 3 月	财政部	今年内不具备扩大房地产税改革试点城市条件
2022 年 4 月	中央政治局会议	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展
2022 年 7 月	中央政治局会议	要稳定房地产市场，坚持“房住不炒、因城施策”，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生
2022 年 8 月	国务院常务会议	支持刚性和改善性住房需求，地方要用好“一城一策”政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款
2022 年 9 月	央行、银保监会	完善大型企业债务风险监测和处置，保证房地产融资平稳有序。允许部分城市阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限
2022 年 10 月	中共二十大	坚持房住不炒，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度
2022 年 11 月	国务院常务会议	落实因城施策支持刚性和改善性住房需求的政策，指导地方加强政策宣传解读。推进保交楼专项借款尽快全面落到项目，激励商业银行新发放保交楼贷款，加快项目建设和交付。努力改善房地产行业资产负债状况，促进房地产市场健康发展
2022 年 12 月	中央经济工作会议	要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡
2023 年 1 月	央行、银保监会	建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限

资料来源：联合资信整理

从融资层面的政策看，2022 年以来面对经济下行，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，融资政策持续改善。2022 年 11 月，从金融“16 条”到“地产行业四支箭”融资政策陆续落地，融资端利好集中释放。2023 年 1 月，相关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，同时

将完善针对 30 家试点房企的“三线四档”部分参数设置。当前行业供需两侧政策支持导向明显，从银行信贷支持、债券融资帮扶到股权融资松绑层层突破，将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但仍需观察政策传导速度及落地效果。

表 4 2022 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2022 年 1 月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定
2022 年 2 月	央行、银保监会	保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理
2022 年 4 月	央行、外汇局	出台 23 条政策举措支持实体经济，金融机构要区分项目风险与企业集团风险，加大对优质项目的支持力度，不盲目抽贷、断贷、压贷，不搞“一刀切”，保持房地产开发贷款平稳有序投放
2022 年 5 月	证监会	积极支持房地产企业债券融资，研究拓宽基础设施 REITs 试点范围
2022 年 5 月	银保监会	要督促银行保险机构坚持“房住不炒”的定位，因城施策落实好差别化住房信贷政策，支持首套和改善性住房需求，灵活调整受疫情影响人群个人住房贷款还款计划。要区分项目风险与企业集团风险，不盲目抽贷、断贷、压贷，保持房地产融资平稳有序。要按照市场化、法治化原则，做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务
2022 年 9 月	央行、银保监会	完善大型企业债务风险监测和处置，保证房地产融资平稳有序。允许部分城市阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限
2022 年 11 月	央行、银保监会	金融“16 条”措施支持稳定房地产开发贷款投放，个人投资者贷款合理需求，开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期，保持债券融资和资管产品融资稳定，支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款，鼓励金融机构为专项借款支持项目提供新增配套融资支持，房地产项目并购金融支持，延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排、鼓励商业银行发行支持住房租赁金融债券
2022 年 11 月	银保监会、住建部、央行	允许商业银行与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务
2022 年 11 月	证监会	密切关注房地产行业面临的困难挑战，支持实施改善优质房企资产负债表计划，继续支持房地产企业合理债券融资需求，支持涉房企业开展并购重组及配套融资，支持有一定比例涉房业务的企业开展股权融资
2022 年 11 月	证监会	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用
2022 年 11 月	央行、银保监会	商业银行境外分支行要加大对优质房企内保外贷业务的支持力度，加快项目落地
2023 年 1 月	央行、银保监会	有关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，针对专注主业、合规经营、资质良好，具有一定系统重要性的优质房企，重点推进“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四个方面共 21 项工作任务，引导优质房企资产负债表回归安全区间；合理延长房地产贷款集中度管理制度过渡期，完善针对 30 家试点房企的“三线四档”规则，在保持规则整体框架不变的基础上，完善部分参数设置

资料来源：联合资信整理

3. 区域经济

北京市西城区作为首都功能核心区之一，区位优势突出，经济实力强。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，辖区面积为 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 2021 年底，西城区常住人口 110.40 万人。

根据西城区政府公开数据显示，2019—2021 年，西城区地区生产总值持续增长，分别为 5007.3 亿元、5061.10 亿元和 5408.10 亿元。2021 年，西城区全区实现地区生产总值比上年增长 8.10%。2021 年，西城区固定资产投资（不含农户）比上年下降 4.50%，其中房地产开发投资比上年下降 21.80%，城镇固定资产投资（不含房地产开发）比上年增长 15.80%。

2019—2021 年，西城区一般公共预算收入有所波动，分别为 431.10 亿元、413.80 亿元和 428.07 亿元。根据《北京市西城区 2021 年预算执行情况和 2022 年预算（草案）》，2021 年，西城区一般公共预算收入同比增长 3.44%，其中税收收入 407.79 亿元，税收占比 95.26%，财政收入质量好；一般公共预算支出 414.45 亿元，财政自给率为 103.29%，财政平衡能力强。

2022 年 1—9 月，西城区全区实现地区生产总值 4031.90 亿元，同比增长 4.0%；固定资产投资（不含农户）同比增长 14.20%；实现一般公共预算收入 316.90 亿元，同比下降 1.30%；一般公共预算支出 331.80 亿元，同比增长 4.10%。

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。

五、基础素质分析

1. 股权关系

截至2022年3月底，公司注册资本110.17亿元，实收资本为128.98亿元，西城区国资委持股82.54%，金融街资本持股8.82%，北京市财政局持股8.64%（持股比例为财务口径，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。

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，符合公司所处行业特点，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 人和副总经理 4 人。

刘成东先生，1967 年 10 月生，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，北京市西城区人民政府办公室党组成员、副主任，北京市西城区突发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。

截至 2022 年 3 月底，公司共有员工 1507 人，其中本科及以上学历的 832 人，占员工总数的 55.21%，大专及以下学历的 675 人，占员工总数的 44.79%。

4. 企业信用记录

近年来，公司过往债务履约情况良好，未发现公司有其他重大不良信用记录。

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 2 月 1 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，联合资信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 3 月 24 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司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。

公司股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。金融街资本委托西城区国资委全权行使股东会职权。

公司设董事会，董事会成员为 7 人。其中 6 名董事（含 2 名外部董事）由出资人委派、1 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 1 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，监事会成员 5 人。其中 3 名监事由出资人委派、2 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。经西城区国资委同意，董事会成员可以兼任总经理。

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，审批公司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公司对投资的回报要求。

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，经公司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

2019—2021年，受房屋交付规模增加影响，公司营业总收入持续增长；受保障房定价受限以及商业和住宅板块拿地成本较高综合影响，公司房产销售毛利率持续下降，同时房屋销售收入占比较高，公司综合毛利率不断下降。

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。

2019—2021年，受房屋交付规模增长影响，公司营业总收入持续增长。房屋销售收入为公司营业总收入的主要构成部分，2019—2021年占营业总收入比重均高于70%。2021年公司房屋销售收入同比大幅增长107.23%，其中保障房收入规模较上年大幅增长。2019—2021年，商品销售收入规模波动下降，2021年商品销售收入较上年增长14.76%，仍未回升至疫情前水平。公司主营业务中其他收入主要包括餐饮及客房收入，2021年有所回升。2019—2021年，公司其他业务收入规模持续下降。

2019—2021年，受收入占比较高的房屋销售业务毛利率水平持续下降影响，公司综合毛利率不断下降。2021年，公司房地产销售业务毛利率较上年下降16.88个百分点，主要系保障房定价受限以及商业和住宅板块拿地成本较高等因素综合影响所致。

2022年1—3月，公司实现营业总收入5.25亿元，相当于2021年全年的3.98%，系公司2022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32.79%，较上年上升21.12个百分点，主要系房屋销售毛利率大幅上升所致。

表5 公司营业总收入和毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2019年			2020年			2021年			2022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	33.96	72.45	40.72	58.82	85.23	25.56	121.89	92.30	8.68	2.52	47.95	32.12
其中：住宅	30.65	65.39	44.22	17.82	25.82	39.79	11.32	8.57	14.98	0.99	18.91	32.36
保障房	1.71	3.64	-28.57	20.96	30.37	13.86	99.61	75.43	7.44	--	--	--
商业	1.60	3.42	47.52	20.04	29.04	25.14	10.96	8.30	13.39	1.53	29.04	31.96
销售商品收入	3.66	7.82	32.51	2.10	3.04	27.59	2.41	1.83	26.74	0.60	11.48	26.73
物业管理收入	0.33	0.70	-20.21	0.33	0.48	-60.72	0.40	0.31	-22.84	0.22	4.17	10.82
其他	2.09	4.46	83.50	1.81	2.62	58.77	2.31	1.75	58.27	0.58	11.05	59.80
主营业务收入小计	40.04	85.42	41.70	63.06	91.36	26.13	127.02	96.19	9.83	3.92	74.64	34.20
房屋租赁收入	1.00	2.13	91.74	1.08	1.57	78.45	1.31	0.99	95.20	0.30	5.81	43.23
其他	5.83	12.45	30.97	4.88	7.07	9.41	3.73	2.83	45.09	1.03	19.55	24.34
其他业务收入小计	6.83	14.58	39.85	5.96	8.64	21.95	5.04	3.81	58.08	1.33	25.36	28.66
合 计	46.88	100.00	41.43	69.02	100.00	25.77	132.06	100.00	11.67	5.25	100.00	32.79

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责任公司、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2022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项目，项目计划总投资190.82亿元，累计投资额171.94亿元，累计实现销售回款154.45亿元。2021年，公司实现保障房收入99.61亿元，较上年大幅增长78.65亿元，主要来自于锦安家园确认销售收入66.01亿元以及瑞悦府项目确认销售收入33.59亿元。同期，公司保障房业务毛利率较上年下降6.42个百分点，主要系锦安家园共产房毛利率较低所致。截至2022年3月底，公司暂无在建和拟建保障房项目。

表 6 截至 2022 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	计划总投资	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有限责任公司	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	71.60	68.60	基本售罄	60.84	60.39
北京	锦安家园	北京厚泰房地产开发有限公司	31.21	2018/08	2121/11	78.00	64.39	共产房部分已售罄	72.07	72.11
合计			95.35	--	--	190.82	171.94	--	154.86	154.45

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

别为北京天恒房地产股份有限公司（以下简称“天恒股份公司”）、北京天恒正合置业有限公司、北京天恒正宇投资发展有限公司和北京山天置业有限公司。

截至 2022 年 3 月底，公司主要在建棚户区改造项目计划总投资 355.18 亿元（政府出资 74.43 亿元已全部到位），已完成投资 222.60 亿元，2022—2023 年分别计划投资 23.48 亿元以及 23.85 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 2022 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 7 截至 2022 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	
							2022 年	2023 年
百万庄北里居民住房改善项目	18.90	2013/09	2024/05	64.46	37.12	12.77	7.00	7.22
光源里棚户区改造项目	57.45	--	--	167.92	87.38	36.66	9.10	12.60
北中轴线核心保护区·什刹海地区旧城保护示范项目	589.80	2013/09	--	83.00	60.96	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	2018/03	2020/09	39.80	37.14	0.00	3.04	0.81
合计	700.71	--	--	355.18	222.60	74.43	23.48	23.85

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 2022 年 3 月底，公司在建土地一级开发项目计划总投资 83.55 亿元，已完成投资 67.27 亿元，尚需投资 16.28 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 8 2022 年 3 月底主要在建土地一级开发项目情况（单位：万平方米、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年	18.64	54.35	43.59
桃园E5、E6项目	2002年	1.30	2.00	1.02
新街口北大街市政道路拆迁项目	2002年	5.11	13.60	11.39
西直门内大街市政道路拆迁项目	2002年	6.09	10.60	9.73
桃园F2、F3项目	2002年	0.70	3.00	1.54
合 计	--	31.84	83.55	67.27

资料来源：公司提供

（2）地产开发业务

公司地产开发项目主要集中在北京，2019—2021 年，房屋开复工面积持续下降，房屋竣工面积波动增长；合同销售面积以及实际销售签约金额持续下降。2021 年，受公司销售进度及拿地成本较高影响，公司地产运营收入有所下降，毛利率大幅下降。

地产开发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。

2019—2021 年，公司房屋开复工面积持续下降，年均复合下降 15.53%。受开发进度影响，2021 年公司全年房屋开复工面积为 211.86 万平方米，同比下降 23.33%。2019—2021 年，受施工条件不同影响，公司竣工面积波动增长，年

均复合增长 58.98%，2021 年较上年下降 3.44%。

2019—2021 年，公司地产项目实际销售签约金额及合同销售面积均持续下降，2021 年分别同比下降 55.47% 和 58.31%。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，2021 年为 28412.84 元/平方米，较上年下降 6.36%；2022 年 1—3 月，公司开复工面积达 176.73 万平方米，合同销售面积 3.90 万平方米。

近三年，公司住宅开发销售收入以及商业地产销售收入波动较大，2021 年，公司实现住宅开发收入 11.32 亿元，同比下降 36.48%，实现商业地产销售收入 10.96 亿元，同比下降 45.31%。2021 年，公司住宅以及商业地产结转收入的项目主要为水岸一号、京西悦府以及天山家园等，同期，公司住宅及商业地产销售毛利率分别较上年大幅下降 24.81 个百分点以及 11.75 个百分点，主要系结转收入项目地块均为 2017 年以后购入，拿地成本较高所致。2022 年 1—3 月，公司实现住宅及商业地产销售收入合计 2.52 亿元，规模较小。

表9 公司房地产业务经营情况

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
房屋开工面积（万平方米）	296.92	276.34	211.86	176.73
房屋竣工面积（万平方米）	24.90	65.17	62.93	0.00
合同销售面积（万平方米）	59.79	24.48	10.90	3.90
实际销售签约金额（亿元）	222.42	74.28	30.97	14.63
结算面积（万平方米）	12.69	14.68	37.31	0.67
结算金额（亿元）	33.96	58.82	121.89	2.52

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 2022 年 3 月底，公司主要地产开发尚有可售面积 48.64 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 334.09 亿元，累计已投资额 294.26 亿元，2022—2023 年分别计划投资 50.89 亿元和 17.23 亿元，未来投资规模较大。

表10 截至2022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	计划总投资	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	41.18	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	27.46	29.55	78.53	29.29	28.42	别墅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	32.29	62.26	27.45	26.97	商业限售政策
乐学景苑	住宅	23.30	18.98	20.05	83.21	18.77	16.69	尾盘销售中
中粮天恒智慧谷	住宅、商办	30.00	99.87	89.92	商办部分竣备，销售中	33.44	33.44	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	60.16	住宅限价房已竣备，销售进度 53.48	32.17	29.55	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	48.04	37.79	21.02	15.87	完工部分已销售，项目整体未完工
合计	--	205.41	336.49	321.19	--	194.00	182.80	--

资料来源：公司提供

表11 截至2022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	2022 年投资计划	2023 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	2016/09	2022/12	50.60	60.16	6.03	4.39
翰学雅居	北京恒海天城房地产有限公司	限竞房	100%	6.42	2019/02	2022/10	26.04	24.13	3.07	--
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	31.46	27.41	4.14	0.86

京西悦府	北京恒乐置业有限公司	住宅别墅商用体育	公司子公司恒乐占比99.82%，中粮占比0.18%	17.89	2017/03	2022/05	51.06	49.01	4.07	--
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	2019/09	2022/04	6.07	4.12	1.15	0.01
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	2020/09	2023/03	5.78	2.40	2.27	2.27
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	2018/05	2022/11	99.87	89.92	3.10	4.59
成都 89 亩项目	成都恒锦新程房地产有限公司	人才公寓	100%	22.5	2021/05	2024/09	32.05	12.93	16.63	3.29
成都天府傲云	成都恒锦新程房地产有限公司	住宅	100%	14.45	2021/01	2023/03	31.16	24.18	10.43	1.82
合计				164.09	--	--	334.09	294.26	50.89	17.23

资料来源：公司提供

土地储备方面，截至2022年3月底，天恒置业土地储备占地面积84.64万平方米（非权益面积）。从区域分布看，土地储备分布于北京市、山东省潍坊市、四川省成都市，天恒置业土地储备规模尚可。

表12 截至2022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	2.15
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	2.07
合计	--	--	84.64	--	76.86

资料来源：公司提供

（3）产业运营业务

2019 - 2021 年，受疫情影响，公司持有的新街口商场、复兴商业城等商业项目收入规模波动下降。

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，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。2019—2021 年，公司实现销售商品收入分别为 3.66 亿元、2.10 亿元和 2.41 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。2022 年 1—3 月，公司实现销售商品收入 0.60 亿元，相当于 2021 年的 24.90%。

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。2019—2021 年，公司物业管理收入分别为 0.33 亿元、0.33 亿元和 0.40 亿元。同期，公司物业管理业务毛利率持续为负，2021 年为 -22.84%，主要系前期投入较大，目前收入规模较小。2022 年 1—3 月，公司实现物业管理收入 0.22 亿元，相当于上年的 55.00%，毛利率由负转正为 10.82%。

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，2019—2021 年主营业务中的其他业务实现收入 2.09 亿元、1.81 亿元和 2.31 亿元，其中 2020 年受疫情影响收入较上年有所下降；同期，毛利率分别 83.50%、58.77%和 58.27%。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，2021 年实现其他收入 3.73 亿元，同比下降 23.57%。

（4）金融类业务

公司金融类业务逐步拓展，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，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，按照公司的整体部署，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，以配合公司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 2022 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，公司将继续借助公司城区项目、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，地产项目继续以北京为中心并向外阜拓展，并全面推进自持项目的运营。产业方面，公司继续推进“文教医养”产业布局，大力推进重点在施项目建设。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019—2021 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 2022 年 1—3 月财务数据未经审计。

合并范围变化方面，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 年公司投资设立 2 家子公司、合并 2 家子公司，注销 6 家子公司，撤回投资减少 1 家子公司，并通过无偿划转调整 1 家公司级次。截至 2021 年底，纳入合并范围的一级子公司 21 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

2019—2021 年，公司资产规模波动增长，资产结构以流动资产为主，其中存货和应收类款项占比大，公司资产质量一般。

2019—2021 年，公司资产规模波动增长，年均复合增长 7.56%。截至 2021 年底，公司资产较上年末小幅下降 3.71%，公司资产以流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

2019—2021 年，公司流动资产规模波动增长，年均复合增长 5.25%。截至 2021 年底，公司流动资产较上年末下降 4.89%。公司流动资产主要由其他应收款和存货构成。

表 13 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	98.78	14.02	125.83	14.87	48.75	5.98	51.45	6.09
应收账款	18.49	2.62	19.31	2.28	25.64	3.15	25.61	3.03
其他应收款	197.62	28.06	129.30	15.28	153.26	18.81	171.08	20.26
存货	308.89	43.85	458.48	54.17	464.16	56.96	480.00	56.83
流动资产	640.59	90.94	746.08	88.15	709.58	87.07	738.65	87.46
长期股权投资	28.37	4.03	22.34	2.64	25.20	3.09	25.20	2.98
投资性房地产	12.47	1.77	14.33	1.69	19.20	2.36	19.54	2.31
其他非流动资产	0.01	0.00	23.22	2.74	23.71	2.91	23.83	2.82
非流动资产	63.82	9.06	100.31	11.85	105.38	12.93	105.91	12.54
资产总额	704.40	100.00	846.39	100.00	814.96	100.00	844.56	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

2019—2021 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降 29.75%。截至 2021 年底，公司货币资金较上年末下降 61.25%，大部分为银行存款，受限资金规模很小。

2019—2021 年，公司应收账款持续增长，年均复合增长 17.77%。截至 2021 年底，公司应收账款较上年末增长 32.76%，主要系对北京市西城区财政局应收款项较上年末增长所致。应收账款累计计提坏账 432.51 万元，计提比例低。公司应收账款前五名金额合计占比 97.82%，

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。

表 14 截至 2021 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	款项性质
北京市西城区财政局	23.78	92.74	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	0.92	3.60	房款
北京市保障性住房建设投资中心	0.16	0.64	土地转让款

北京悦恒置业有限公司	0.13	0.50	房款
正方利民工业化建筑科技股份有限公司	0.09	0.34	房款
合计	25.08	97.82	--

资料来源：公司审计报告

2019—2021 年，公司其他应收款波动下降，年均复合下降 11.94%。截至 2021 年底，公司其他应收款较上年底增长 18.54%；其他应收款主要由往来款（占 93.04%）和保证金、押金、备用金（占 6.88%）构成，前五名金额合计 124.75 亿元，占比 81.39%，集中度高，具体情况见下表。公司计提坏账准备金额 76.59 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 15 截至 2021 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	65.86	42.97	1—5 年	往来款
北京恒秀立怀置业有限公司	22.12	14.44	1 年内	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	19.04	12.42	5 年以上	往来款
北京恒合天基房地产开发有限公司	12.60	8.22	2 年内	往来款
北京正德瑞祥房地产开发有限公司	5.13	3.35	4 年内	往来款
合计	124.75	81.39	--	--

资料来源：公司审计报告

2019—2021 年，公司存货年均复合增长 22.58%。截至 2021 年底，公司存货较上年底增长 1.24%。公司存货中开发成本 341.60 亿元（含资本化利息 84.21 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 122.48 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。公司计提跌价准备 0.44 万元，规模很小。

2019—2021 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 28.50%。截至 2021 年底，公司非流动资产较上年底增长 5.05%。公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产以及其他非流动资产构成。

2019—2021 年，公司长期股权投资波动下降，年均复合下降 5.74%。截至 2021 年底，公司长期股权投资较上年底增长 12.81%。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 4.72 亿元，对北京南悦房地产开发有限公司投资 4.38 亿元。

2019—2021 年，公司投资性房地产不断增长，年均复合增长 24.06%，投资性房地产均为房屋、建筑物。截至 2021 年底，公司投资性房地产较上年底增长 33.95%，主要系自用房地产转入所致。

2019—2021 年，公司其他非流动资产快速增长，截至 2021 年底，公司其他非流动资产较上年底增长 2.08%，全部由公司垫付北京天意小商品市场疏解腾退资金而形成。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额较上年底略有增长，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 年底，公司受限资产合计 143.97 亿元，占 2021 年底总资产规模的 17.67%，主要包括受限货币资金 0.03 亿元、存货中的土地及房产 139.04 亿元、投资性房地产 3.61 亿元以及在建工程 1.29 亿元。

3. 资本结构

2019—2021 年，公司所有者权益小幅波动。公司负债总规模波动增长，债务结构以长期债务为主，整体债务负担重。公司于 2023 年面临一定集中偿付压力。

所有者权益

2019—2021 年，公司所有者权益波动下降，年均复合下降 0.06%。截至 2021 年底，公司所有者权益较上年底下降 1.73%。公司实收资本较上年底下降 8.13%，主要系股东西城区国资委调整光源里棚户区改造项目资本金下达方式，转至其他科目 11.50 亿元。其他权益工具较上年底增长 30.78%，主要系公司当年新增永续债

券 13.00 亿元。公司少数股东权益较上年底增长 15.63%，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（占比 67.94%）。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益合计 188.10 亿元，较上年底基本持平。

负债

2019—2021 年，公司负债规模波动增长，年均复合增长 10.24%。截至 2021 年底，公司负债总额较上年底下降 4.30%，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 16 公司主要负债及所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
预收款项	18.26	3.55	71.06	10.88	10.81	1.73	11.23	1.71
其他应付款	10.76	2.09	27.59	4.22	27.55	4.41	33.43	5.09
应付账款	17.19	3.34	21.43	3.28	21.79	3.49	19.10	2.91
一年内到期的非流动负债	124.72	24.25	80.61	12.34	66.63	10.66	75.91	11.56
其他流动负债	30.52	5.93	30.60	4.69	56.13	8.98	36.31	5.53
流动负债	215.62	41.92	251.15	38.45	230.56	36.88	257.83	39.28
长期借款	221.30	43.03	267.97	41.02	223.10	35.69	242.92	37.00
应付债券	57.84	11.25	111.53	17.07	118.91	19.02	104.45	15.91
专项应付款	14.79	2.88	15.44	2.36	15.83	2.53	--	--
长期应付款	0.01	0.00	2.26	0.35	10.25	1.64	26.97	4.11
非流动负债	298.73	58.08	402.05	61.55	394.55	63.12	398.63	60.72
负债总额	514.35	100.00	653.20	100.00	625.12	100.00	656.46	100.00
实收资本	122.86	64.64	140.39	72.67	128.98	67.94	128.98	68.57
资本公积	1.28	0.68	1.00	0.52	0.98	0.51	0.98	0.52
未分配利润	15.05	7.92	13.76	7.12	13.87	7.30	12.47	6.63
其他权益工具	29.66	15.61	9.94	5.15	13.00	6.85	13.00	6.91
少数股东权益	19.22	10.11	24.81	12.84	28.69	15.11	28.35	15.07
所有者权益合计	190.06	100.00	193.19	100.00	189.84	100.00	188.10	100.00

注：“其他应付款”科目不包括“应付利息”和“应付股利”科目

资料来源：公司审计报告及公司一季度财务报告

2019—2021 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 3.41%。截至 2021 年底，公司流动负债较上年底下降 8.20%，主要来自于预收款项和一年内到期的非流动负债的减少。

2019—2021 年，公司应付账款不断增长，年均复合增长 12.60%。截至 2021 年底，公司应付账款较上年底增长 1.68%，主要由应付工程款构成。

2019—2021 年，公司预收款项波动下降，年均复合下降 23.08%。截至 2021 年底，公司预收款项较上年底下降 84.79%，主要系预收房款由预收款项转入合同负债 31.15 亿元所致，公司预收款项主要由棚户区改造土地开发项目预收

款 8.82 亿元构成。

2019—2021 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 59.97%。截至 2021 年底，公司其他应付款较上年底基本持平，主要由与关联公司和其他公司的往来款项 25.75 亿元、代收款 0.61 亿元和拆迁补偿款 0.94 亿元等构成。

2019—2021 年，公司一年内到期的非流动负债持续下降，年均复合下降 26.91%。截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底下降 17.35%，主要由一年内到期的长期借款 39.11 亿元、应付债券 24.00 亿元以及长期应付款 3.51 亿元构成。

2019—2021 年，公司其他流动负债持续增长，年均复合增长 35.63%，截至 2021 年底，公司其他流动负债较上年底增长 83.42%，主要由超短期融资券 54.90 亿元构成。

2019—2021 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 14.93%。截至 2021 年底，公司非流动负债较上年底下降 1.87%，主要由长期借款以及应付债券等构成。

2019—2021 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 0.41%。截至 2021 年底，公司长期借款较上年底下降 16.75%，其中信用借款 39.21 亿元、抵押借款 44.40 亿元、担保借款 157.39 亿元以及抵押担保借款 19.82 亿元（未扣除一年内到期长期借款）。

2019—2021 年，公司应付债券持续增长，年均复合增长 43.38%。截至 2021 年底，公司应付债券较上年底增长 6.62%，系公司于 2021 年发行两期非公开定向融资工具合计 11.00 亿元、

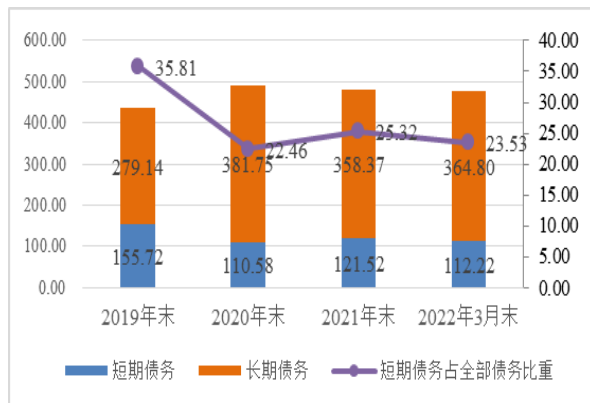
两期中期票据合计 21.00 亿元以及非公开公司债 19.96 亿元所致。

2019—2021 年，公司专项应付款持续增长，年均复合增长 3.45%。截至 2021 年底，公司专项应付款较上年底增长 2.54%，主要由西内及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。

2019—2021 年，公司长期应付款大幅增长，截至 2021 年底，公司长期应付款主要由融资租赁款 10.24 亿元构成。

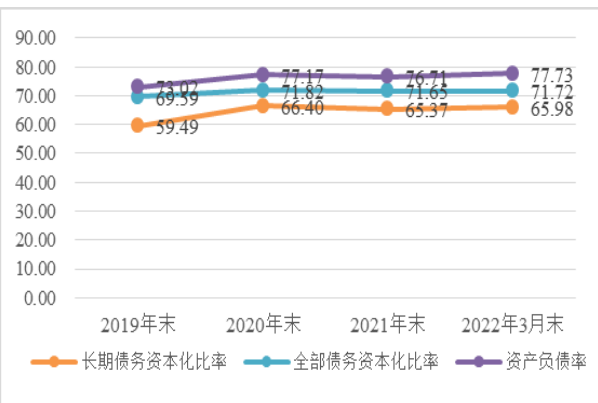
有息债务方面，2019—2021 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 5.05%。截至 2021 年底，公司全部债务较上年底下降 2.53%，公司债务结构仍以长期债务为主。债务负担方面，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率波动上升，公司债务负担重。若考虑到其他权益工具中永续债，公司债务负担将进一步上升。

图 1 公司债务结构（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

图 2 公司债务杠杆水平（单位：%）



资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 656.46 亿元，较上年底增长 5.01%，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 477.02 亿元，较上年底变化不大，债务结构仍以长期债务为主，占比为 76.47%。截至 2022 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变化不大。

2023—2024 年，公司需分别偿还有息债务 104.11 亿元和 69.26 亿元，公司于 2023 年面临一定集中偿付压力。

4. 盈利能力

2019—2021 年，公司营业总收入持续增长，利润受非经常性损益影响较大。

2019—2021年,公司营业总收入持续增长,年均复合增长67.85%。2021年,公司营业总收入同比增长91.34%。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127.68%,增幅高于营业总收入增幅。公司营业利润率较上年下降11.36个百分点。

2019—2021年,公司期间费用波动增长,年均复合增长0.63%。2021年,公司期间费用同比增长4.06%,变化不大。同期,公司期间费用率8.32%,较上年下降6.97个百分点。

非经营性损益方面,2019—2021年,公司投资收益分别为0.37亿元、0.50亿元和1.69亿元,主要为长期股权投资形成的投资收益;同期,公司分别获得其他收益(主要为政府补助)0.19亿元、0.31亿元和1.13亿元。2021年,公司营业外收入1.00亿元,同比下降3.13%,主要由核销债务产生。2019—2021年,公司营业外支出分别为1.56亿元、1.66亿元和1.59亿元,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。2019—2021年,公司利润总额持续增长,年均复合增长12.22%,总体看,公司利润总额受非经常损益影响较大。

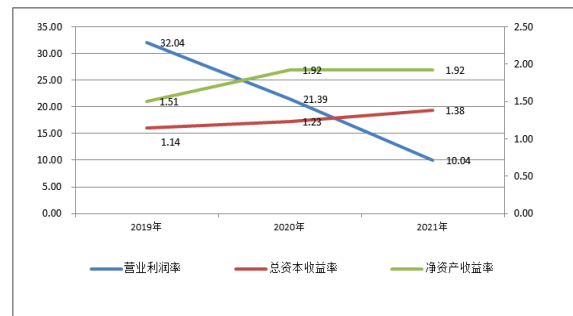
从盈利指标方面看,2019—2021年,公司总资本收益率以及净资产收益率略有上升。

表 17 公司盈利情况(单位:亿元)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
营业总收入	46.88	69.02	132.06	5.25
其他收益	0.19	0.31	1.13	0.02
费用总额	10.85	10.55	10.98	2.81
利润总额	3.57	4.43	4.50	-1.54

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

图 3 2019—2021年公司盈利指标(单位:%)



资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

2022年1—3月,公司实现营业总收入5.25亿元,为2021年全年的3.98%,规模较小。同期,公司实现利润总额-1.54亿元,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波动影响较大,2021年公司经营活动及投资活动净现金流均为净流出;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,2019—2021年,公司经营活动主要由往来款收支以及房地产开发及销售产生的现金流构成。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变动幅度较大,2021年由正转负。2018—2020年,公司现金收入比持续下降,2021年较上年下降30.28个百分点,主要系当年收入确认时点和现金流回款时点不一致所致。

投资活动方面,2019—2021年,公司投资活动现金产生的净现金流波动程度较大,2021年由正转负,主要系公司收回投资收到的现金以及收到其他与投资活动有关的现金较上年减少所致。

筹资活动现金流方面,2019—2021年,公司筹资活动现金流入波动增长,年均复合增长3.09%。2021年,公司筹资活动现金流入为187.29亿元,同比大幅下降29.29%,以取得借款收到的现金158.26亿元为主。2019—2021年,公司筹资活动现金流出波动增长,年均复合增长8.63%。2021年,筹资活动现金流出为209.94亿元,同比下降22.72%,主要由偿还债务支付

的本息 158.26 亿元构成。2019—2021 年，公司筹资活动现金净流出规模持续增长。

表18 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	41.86	41.86	40.09	8.91
经营活动现金流入小计	161.73	161.90	92.76	51.14
购买商品、接受劳务支付的现金	34.39	53.98	57.72	17.61
经营活动现金流出量	127.70	148.91	143.59	30.02
经营活动现金流量净额	34.03	12.98	-50.83	21.12
投资活动现金流量净额	-2.43	20.86	-3.59	-1.43
筹资活动现金流量净额	-1.68	-6.79	-22.65	-16.99
现金收入比	89.31	60.64	30.36	169.53

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

2022 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为 21.12 亿元，投资活动现金流量净额为 -1.43 亿元，筹资活动现金流量净额为 -16.99 亿元。

6. 偿债指标

公司长短期偿债能力指标较弱，间接融资渠道通畅，或有负债风险相对可控。

从短期偿债能力指标看，2019—2021 年，公司流动比率波动增长，速动比率不断下降。截至 2021 年底，公司现金类资产为同期短期债务的 0.40 倍，对短期债务保障能力较弱。截至 2022 年 3 月底，公司流动比率、速动比率较上年底有所下降，现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 0.47 倍。整体看，公司短期偿债能力指标较弱。

从长期偿债能力指标看，2019—2021 年，公司 EBITDA 不断增长。2021 年，公司 EBITDA 为 11.75 亿元，同比增长 19.29%。从构成看，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 47.71%）、利润总额（占 38.31%）构成。2019—2021 年，公司 EBITDA 利息倍数波动上升，全部债务/EBITDA 持续下降，EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公

司长期偿债能力指标较弱。

表19 公司偿债能力指标（单位：倍、%）

项目	2019 年底	2020 年底	2021 年底	2022 年 3 月底
短期偿债能力指标				
流动比率	297.09	297.07	307.76	286.49
速动比率	153.84	114.52	106.44	100.32
现金短期债务比	0.63	1.14	0.40	0.47
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数	0.37	0.12	0.63	--
全部债务/EBITDA	50.97	49.96	40.84	--

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 2021 年底，公司本部及下属子公司共获得各类银行授信额度为 536.30 亿元，其中已使用 274.96 亿元，剩余授信额度为 261.34 亿元。

截至 2021 年底，公司对外担保金额 11.57 亿元，担保比率 6.09%，为对关联方北京悦恒置业有限公司担保 10.29 亿元、北京建恒润和房地产开发有限公司担保 0.36 亿元以及北京建恒汇景房地产开发有限公司担保 0.92 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. 公司本部财务概况

公司主要业务集中在子公司，公司本部收入及利润贡献小，负债水平较高。

2019—2021 年，公司本部资产总额年均复合增长 6.82%。截至 2021 年底，公司本部资产总额 481.94 亿元，较上年底增长 4.20%，构成以流动资产为主，流动资产占 58.50%。

2019—2021 年，公司本部所有者权益年均复合下降 2.99%。截至 2021 年底，公司本部所有者权益 150.65 亿元，较上年底下降 4.20%。

截至 2021 年底，公司本部全部债务 192.21 亿元，资产负债率 68.74%，全部债务资本化比率为 56.06%。

2019—2021 年，公司本部营业总收入年均复合增长 19.85%。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。公司本部利润总额波动较大，2021 年，公司本部利润总额为 1.20 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司本部资产总额 463.73 亿元，所有者权益 150.38 亿元，全部债务 194.47 亿元，其中短期债务 58.33 亿元；2022 年 1—3 月，公司本部实现营业总收入 3.25 亿元，利润总额-0.13 亿元。截至 2022 年 3 月底，公司本部资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.57%、56.39%和 47.52%，公司本部负债水平较高。

九、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持续获得西城区政府的有力支持。

2017 年，北京市西城区国资委以货币形式增资，公司注册资本变更为 98.68 亿元。2018 年，金融街资本增资 10.77 亿元，专项用于百万庄北里居民住房改善项目资本金。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。同期，西城区国资委对公司增资 900.00 万元，计入“实收资本”。

2019—2021 年，公司分别获得政府补助 0.19 亿元、0.29 亿元和 1.13 亿元。

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，目前已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。

十、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据发行对公司现有债务影响较小，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对发行后长期债务保障能力较弱。

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 5.00 亿元，分别占公司 2022 年 3 月底长期债务和全部债务的 1.37%和 1.05%，对公司现有债务影响较小。

以 2022 年 3 月底财务数据为基础，本期中期票据发行后，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 77.73%、71.72%和 65.98%上升至 77.86%、71.93%和 66.28%，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有息债务，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

以 2021 年底财务数据为基础，本期中期票据发行后，公司长期债务为 363.37 亿元，2021 年，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对发行后长期债务的保障能力较弱。

表 20 本期中期票据偿还能力测算

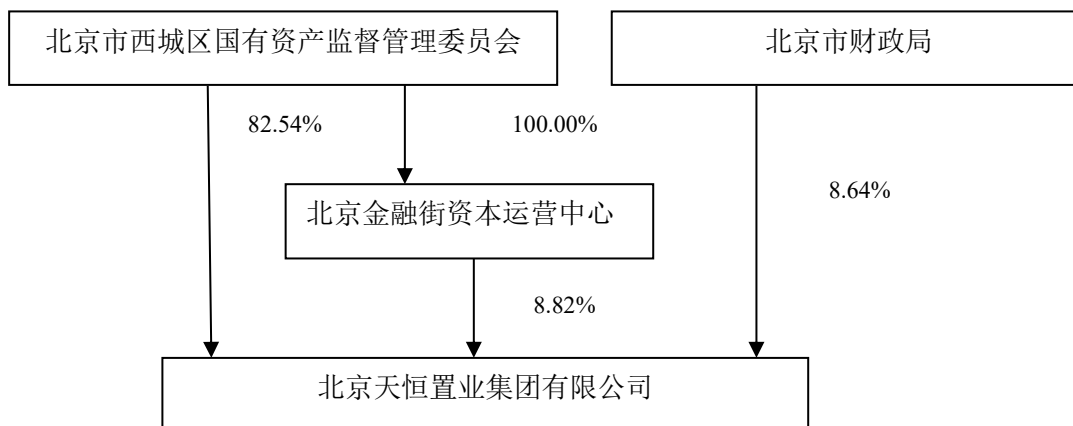
项目	2021 年
发行后长期债务（亿元）	363.37
经营活动现金流入量/发行后长期债务（倍）	0.26
经营活动现金流量净额/发行后长期债务（倍）	-0.14
发行后长期债务/EBITDA（倍）	30.93

注：发行后长期债务为将本期中期票据发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十一、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，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 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 2022 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	北京纺织服装开发有限公司	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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	98.78	125.98	48.75	52.73
资产总额(亿元)	704.40	846.39	814.96	844.56
所有者权益(亿元)	190.06	193.19	189.84	188.10
短期债务(亿元)	155.72	110.58	121.52	112.22
长期债务(亿元)	279.14	381.75	358.37	364.80
全部债务(亿元)	434.86	492.33	479.90	477.02
营业总收入(亿元)	46.88	69.02	132.06	5.25
利润总额(亿元)	3.57	4.43	4.50	-1.54
EBITDA(亿元)	8.53	9.85	11.75	--
经营性净现金流(亿元)	34.03	12.98	-50.83	21.12
财务指标				
现金收入比(%)	89.31	60.64	30.36	169.53
营业利润率(%)	32.04	21.39	10.04	29.33
总资本收益率(%)	1.14	1.23	1.38	--
净资产收益率(%)	1.51	1.92	1.92	--
长期债务资本化比率(%)	59.49	66.40	65.37	65.98
全部债务资本化比率(%)	69.59	71.82	71.65	71.72
资产负债率(%)	73.02	77.17	76.71	77.73
流动比率(%)	297.09	297.07	307.76	286.49
速动比率(%)	153.84	114.52	106.44	100.32
经营现金流流动负债比(%)	15.78	5.17	-22.05	--
现金短期债务比(倍)	0.63	1.14	0.40	0.47
EBITDA 利息倍数(倍)	0.37	0.12	0.63	--
全部债务/EBITDA(倍)	50.97	49.96	40.84	--

注：2022 年 1-3 月财务数据未经审计；将其他流动负债中有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款中有息部分纳入长期债务核算
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表和公司提供数据整理

附件 4 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	29.13	52.16	11.62	14.21
资产总额(亿元)	422.37	462.51	481.94	463.73
所有者权益(亿元)	160.09	157.26	150.65	150.38
短期债务(亿元)	47.50	54.21	28.54	58.33
长期债务(亿元)	108.65	151.78	163.67	136.14
全部债务(亿元)	156.15	206.00	192.21	194.47
营业总收入(亿元)	9.61	11.83	13.80	3.25
利润总额(亿元)	0.09	-0.19	1.20	-0.13
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	10.30	-19.45	-48.22	23.50
财务指标				
现金收入比(%)	71.52	9.50	6.32	0.67
营业利润率(%)	7.36	9.29	16.92	13.01
总资本收益率(%)	0.11	0.10	0.32	--
净资产收益率(%)	0.22	0.23	0.73	--
长期债务资本化比率(%)	40.43	49.11	52.07	47.52
全部债务资本化比率(%)	49.38	56.71	56.06	56.39
资产负债率(%)	62.10	66.00	68.74	67.57
流动比率(%)	183.85	193.74	187.41	165.69
速动比率(%)	183.85	193.74	187.41	165.69
经营现金流动负债比(%)	6.95	-13.38	-32.05	--
现金短期债务比（倍）	0.61	0.96	0.41	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注：2022 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，用“/”标示
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表和公司提供数据整理

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

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 2023 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评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。