北京天恒置业集团有限公司
2026 年度第四期中期票据
信用评级报告

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



www.lhratings.com

信用评级公告

联合〔2026〕8808 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 2026 年度第四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 2026 年度第四期中期票据的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二六年十月二十一日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022
地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022
电话（Tel）：（010）85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com

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。

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。

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
年度第四期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AA+/稳定	AA+/稳定	2026/10/21

债项概况

北京天恒置业集团有限公司 2026 年度第四期中期票据（以下简称“本期债项”）基础发行规模 0.00 亿元，发行规模上限为 5.60 亿元，分两个品种发行，其中品种一初始发行规模为不超过 2.80 亿元，品种二初始发行规模为不超过 2.80 亿元，两个品种间可进行双向回拨，两个品种的最终发行规模合计不超过 5.60 亿元；本期债项品种一发行期限为 3 年，品种二发行期限为 5 年。本期债项按年付息，到期一次还本，募集资金计划全部用于偿还北京天恒置业集团有限公司（以下简称“公司”）债务本金。

评级观点

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，区域地位重要。经营方面，公司营业总收入持续下降，公司城区业务受政策、拆迁进度和房地产市场行情影响大，剩余少量保障房项目待政府配售；在建棚改项目尚需投资规模较大；公司地产开发持续放缓，部分在售项目去化率或回款率偏低，未来仍面临减值风险。财务方面，公司棚改项目投入和代垫疏解腾退款等形成的沉淀资金规模较大，对公司资金形成较大占用，地产相关的资金投入占比较高，公司连续两年亏损且亏损规模较大，在房地产市场尚未全面回暖背景下，需关注并表地产项目进一步减值风险和对合联营企业投资资金回收情况。公司整体债务负担很重，短期偿债能力较强，长期偿债指标表现很弱，间接融资渠道畅通。

个体调整：无。

外部支持：西城区是北京市政治中心、文化中心的核心承载区，经济持续发展，财政自给能力很强，西城区政府支持能力极强。公司承担较多保障性住房、旧城改造和文物保护修缮工作，区域地位重要，在项目资本金注入和政府补助等方面持续获得外部支持。

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，公司旧城改造等传统业务将获得进一步发展的空间。公司后续仍将在区域发展中发挥重要作用，有望持续获得政府支持，公司信用状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：划入优质资产，区域重要性明显提升，债务负担显著减轻。

可能引致评级下调的敏感性因素：资产发生重大变化，核心资产被划出，政府支持程度减弱。

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，2023－2025 年，西城区经济持续发展，财政实力很强。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，公司仍将在其中发挥重要作用。
- **地位重要，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等相关建设项目的重要主体，承担较多保障性住房、旧城改造和文物保护修缮工作，具有一定区域专营优势，且持续获得西城区政府在项目资本金注入和政府补助等方面的支持。

关注

- **持续亏损。**在房地产行业持续下行背景下，受公司成本费用刚性、部分并表地产项目减值和参股地产项目亏损等因素影响，2024－2025 年公司亏损规模较大。截至 2025 年底，与商品住宅和自持商业等相关的资金投入（含对合联营企业投资和资金拆借）

账面价值合计 250 亿元左右，在房地产市场尚未全面回暖背景下，需关注并表地产项目进一步减值风险和对合联营企业投资资金回收情况。

- **整体债务负担很重。**截至 2026 年 3 月底，公司全部债务资本化比率为 85.33%，综合考虑计入权益的永续债券和信托计划，公司实际债务负担高于测算值，公司整体债务负担很重。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 城市基础设施投资企业信用评级方法与模型（V4.1.202605）

债项评级方法 债项评级基本方法（V3.0.202207）

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
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	2
			经营分析	1
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	7
			现金流量	2
		资本结构		5
		偿债能力		3
指示评级				**a⁻**
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
模型级别				**AA⁺**

个体信用状况和外部支持调整变动说明：公司个体信用状况和外部支持调整较上次评级均未发生变动。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

主要财务数据

合并口径

项　目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	86.60	85.30	104.19	72.33
资产总额（亿元）	777.30	707.85	728.73	702.23
所有者权益（亿元）	165.20	124.89	91.35	89.26
短期债务（亿元）	114.96	106.43	95.00	71.55
长期债务（亿元）	375.91	397.70	451.12	447.55
全部债务（亿元）	490.86	504.13	546.12	519.10
营业总收入（亿元）	85.32	67.64	25.69	3.24
利润总额（亿元）	1.49	-49.33	-28.08	-2.71
EBITDA（亿元）	8.46	-39.56	-19.41	--
经营性净现金流（亿元）	-18.47	-16.00	-16.41	-6.78
净资产收益率（%）	-0.65	-42.87	-34.08	--
资产负债率（%）	78.75	82.36	87.46	87.29
全部债务资本化比率（%）	74.82	80.15	85.67	85.33
现金短期债务比（倍）	0.75	0.80	1.10	1.01
EBITDA 利息倍数（倍）	0.56	-2.19	-1.27	--

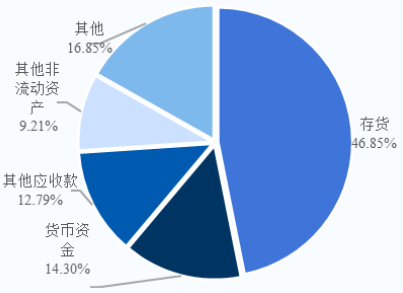
公司本部口径

项　目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	529.50	532.58	542.02	528.03
所有者权益（亿元）	164.22	177.22	166.69	166.34
全部债务（亿元）	260.62	259.39	275.94	257.84
营业总收入（亿元）	14.20	12.71	8.92	1.88
利润总额（亿元）	4.07	0.54	-4.87	-1.02
资产负债率（%）	68.98	66.72	69.25	68.50
全部债务资本化比率（%）	61.34	59.41	62.34	60.79
现金短期债务比（倍）	0.53	0.46	0.55	0.27

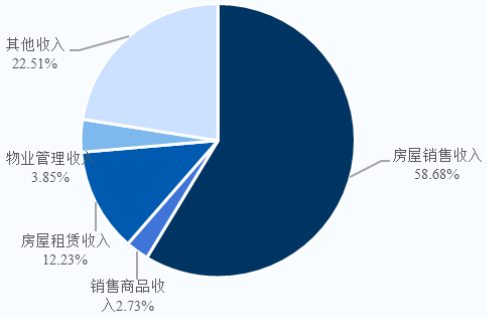
注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将 2023－2026 年 3 月底合并口径其他流动负债中的有息部分纳入短期债务核算，长期应付款和其他非流动负债中的有息部分纳入长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表和提供资料整理

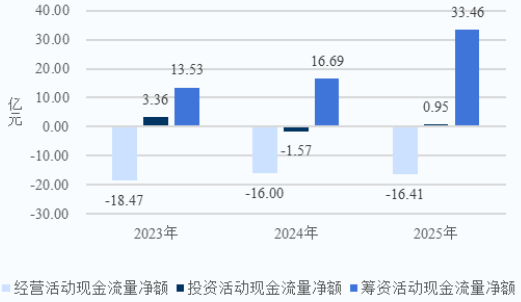
2025 年底公司资产构成



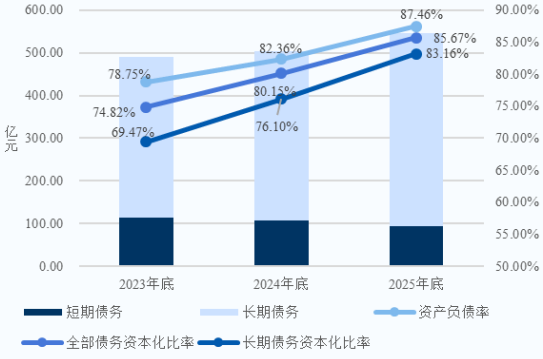
2025 年公司营业收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA+/稳定	2026/07/20	赵晓敏 吴茵	城市基础设施投资企业信用评级方法与模型（V4.1.202605）	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
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：刘凯元 liuky@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、主体概况

北京天恒置业集团有限公司（以下简称“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 2026 年 3 月底，公司注册资本 110.17 亿元，实收资本 128.97 亿元（尚未工商变更），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”）直接持股 89.67%，北京金融街资本运营集团有限公司持股 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、地产运营等。截至 2026 年 3 月底，公司本部设投资发展中心、财务管理中心、运营管理中心、资产管理中心等职能部门；同期末，公司纳入合并范围的子公司 81 家。

截至 2025 年底，公司资产总额 728.73 亿元，所有者权益 91.35 亿元（含少数股东权益 3.39 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 25.69 亿元，利润总额-28.08 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司资产总额 702.23 亿元，所有者权益 89.26 亿元（含少数股东权益 3.23 亿元）；2026 年 1－3 月，公司实现营业总收入 3.24 亿元，利润总额-2.71 亿元。

公司注册地址：北京市西城区阜外大街 31 号；法定代表人：刘成东。

二、本期债项概况

公司计划发行 2026 年度第四期中期票据（以下简称“本期债项”），本期债项基础发行金额为 0.00 亿元，发行金额上限为 5.60 亿元，分两个品种发行，其中品种一初始发行规模为不超过 2.80 亿元，品种二初始发行规模为不超过 2.80 亿元，两个品种间可进行双向回拨，两个品种的最终发行规模合计不超过 5.60 亿元。本期债项品种一发行期限为 3 年，品种二发行期限为 5 年。本期债项按年付息，到期一次还本，募集资金计划全部用于偿还公司债务本金。

三、宏观经济和政策环境分析

2026 年上半年，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，更加积极的财政政策与适度宽松的货币政策同向发力，为“十五五”良好开局筑牢根基。货币政策延续“适度宽松”基调，总量与结构双轮驱动的政策框架持续深化；财政政策延续更加积极有为的基调，税收增幅持续提高，民生领域保障有力；结构政策继续着力优化科技创新企业发展环境，支持中小企业发展，明确就业支持和城市更新规划。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，国民经济整体运行在合理区间，上半年 GDP 同比增长 4.7%，节奏前高后低。量价共振、结构持续升级驱动出口超预期高增，新质生产力持续培育壮大，高端制造、现代服务等新动能快速成长，一定程度上对冲了传统经济板块的下行压力，保障了宏观经济大盘稳定。但经济复苏的结构性矛盾突出，供强需弱、外强内弱、新强旧弱的格局持续分化，经济增长动能阶段性回落。当前经济运行的核心压力集中于内需偏弱，固定资产投资由一季度小幅正增态势转为同比下降 5.7%，其中房地产深度调整持续拖累投资修复，居民消费内生动力不足、修复节奏偏缓，社会消费品零售总额同比增长 1.3%；同时外部不确定性加剧，中东地缘冲突推升能源价格，带来输入性成本压力，叠加全球贸易博弈持续扰动，经济持续向好的基础仍有待稳固。信用方面，信贷“降速提质”成为新常态，信贷结构持续优化，直接融资比例显著提升。宏观杠杆率结束上行趋势，名义 GDP 增长回升缓解被动上升压力。工业企业效益显著改善，新质生产力构成核心驱动力。商业银行资产质量总体平稳，信用利差压缩至历史低位。

展望后续，宏观政策将继续加大逆周期调节力度，推动存量政策加紧落地，储备增量政策，提振经济走势，确保完成全年经济增长目标。宏观经济运行有望延续结构性修复态势，呈现“外需韧性托底、内需逐步修复、新动能持续发力”的格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察半年报（2026 年 6 月）》。

四、行业及区域环境分析

1 行业分析

（1）城市基础设施建设行业分析

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。城投企业的发展与监管政策密切相关，同时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，整体呈现收紧态势。2025 年以来，一揽子化债政策深入推进，政策上以“控增化存、促发展”为核心，地方政府化债效果显现，城投企业全部债务增速持续放缓且低于社融增速水平，综合融资成本延续下行，融资结构持续改善，城投企业流动性风险得以缓释；债务风险管控机制不断完善，对城投企业债务风险管理更加全面，政策引导城投企业逐步化解经营性债务风险，并驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2026 年，城投企业的发展仍将围绕化债与发展两大主题，积极财政政策基调将延续，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持；同时一揽子化债政策及增量措施的持续实施，有助于进一步缓释城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业债务的区域分化与结构性压力依然突出，经营性债务本息偿付压力及化解措施有待关注；政策导向下城投转型进程提速，需关注其转型过程中面临的市场化风险以及政企关系的演变。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2026 年城市基础设施建设行业分析》。

（2）房地产行业分析

2025 年，我国房地产开发经营行业处于深度调整筑底阶段，呈现供强需弱格局：开发投资、新开工、施工规模持续收缩，商品房销售面积与销售额降幅虽有所收窄但仍处下行区间，房价存在下行压力，广义库存去化周期虽回落但仍处高位。行业准入壁垒低、同质化竞争充分，市场格局持续分化，央国企拿地与新增货值占比提升，销售集中度短期走低。政策以稳市场、去库存、防风险、促转型为主线，中央与地方协同发力，全面松绑需求、强化融资支持、推进保交楼与存量盘活。展望 2026 年，行业预计以筑底企稳、转型提质为主基调，逐步向租购并举、存量盘活、品质提升的新发展模式转型。完整版行业分析详见《2026 年房地产开发经营行业分析》。

2 区域环境分析

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。2023－2025 年，西城区经济持续发展，人均 GDP 水平很高，财政自给能力很强，公司发展的外部环境良好。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。

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。西城区是党中央、全国人大、国务院、全国政协等党和国家首脑机关的办公所在地，是国家最高层次对外交往活动的主要发生地，是首都“四个服务”[1]体现最直接、最集中的地区，西城区内三级以上中央单位 525 家，其中副部级以上单位 90 家。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 2025 年底，西城区常住人口 109.1 万人，比上年下降 0.4%。西城区文化底蕴丰厚，拥有什刹海、大栅栏等 18 片历史文化保护区，拥有国家级重点文物保护单位 44 处，市级文物保护单位 68 处，区级文物保护单位 81 处。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。

图表 1 • 西城区主要经济指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—6 月
GDP（亿元）	6002.70	6038.00	6314.0	3241.4
GDP 增速（%）	5.8	5.4	5.2	5.6
固定资产投资增速（%）	12.2	13.1	1.8	9.8
三产结构	0:4.9:95.1	0:5.0:95.0	0:4.4:95.6	0:3.6:96.4
人均 GDP（万元）	54.59	55.00	57.87	/

注：1. 上表中 2023－2025 年数据来自北京市西城区国民经济和社会发展统计公报，2026 年一季度数据来自政府官网；2. 2025 年人均 GDP 使用“GDP/年末常住人口”计算得来；3.“/”表示数据未获取
资料来源：联合资信根据公开资料整理

2023－2025 年，西城区地区生产总值持续增长。2025 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。2025 年，西城区第二产业增加值 275.8 亿元，较上年下降 7.7%；第三产业增加值为 6038.2 亿元，较上年增长 5.9%。2025 年，西城区实现金融业增加值 2983.6 亿元，较上年增长 8.7%。固定资产投资方面，2025 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下降 19.3%。

[1] 为中央党政军领导机关工作服务、为国家国际交往服务、为科技和教育发展服务、为改善人民群众生活服务。

图表 2 • 西城区主要财政指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—6 月
一般公共预算收入（亿元）	452.68	454.59	437.99	245.0
一般公共预算收入增速（%）	8.83	0.42	-3.65	3.8
税收收入（亿元）	425.46	418.16	410.86	/
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	93.99	91.99	93.81	/
一般公共预算支出（亿元）	420.37	409.07	420.73	230.9
财政自给率（%）	107.69	111.13	104.10	106.11
政府性基金收入（亿元）	1.78	3.13	5.88	/
地方政府债务余额（亿元）	80.14	75.29	79.32	/

注：1. 2023—2024 年数据来自北京市西城区财政决算报告，2025 年数据来自北京市西城区财政预算执行报告，2026 年一季度数据来自政府官网；2. “/”表示数据未获取
资料来源：联合资信根据公开资料整理

2023—2025 年，西城区一般公共预算收入波动下降，税收收入占一般公共预算收入比重较为稳定，财税收入质量较高。同期，西城区一般公共预算支出波动增长，财政自给能力很强。截至 2025 年底，西城区政府债务余额 79.32 亿元，西城区政府债务负担轻。

2026 年上半年，西城区经济运行延续平稳态势，地区生产总值同比增长 5.6%，固定资产投资（不含农户）同比增长 9.8%。同期，西城区一共公共预算收入同比增长 3.8%。

五、基础素质分析

1 企业地位

公司为西城区保障房建设、棚户区改造及土地一级开发主体，区域地位重要。

西城区重要的开发建设主体包括北京金融街资本运营集团有限公司（以下简称“金融街资本”）、北京广安控股集团有限公司（以下简称“广安控股”）、公司和北京华融基础设施投资有限责任公司（以下简称“华融基础投资”）。其中，金融街资本是西城区内唯一一家国有资本运营主体，业务范围覆盖房地产开发、商品销售、物业经营及管理等产业领域以及保险、证券等金融领域，保障房及土地一级开发业务主要集中在金融街片区；广安控股是西城区保障性住房建设、棚户区改造和历史文化街区改造的重要主体，主要负责张仪村、高立庄和旧宫三个保障房建设项目、核心区域的棚改项目以及大栅栏片区的历史文化街区改造业务；公司主要从事北京城区业务（保障房建设、棚户区改造和土地一级开发）和地产运营业务等；华融基础投资是西城区城市更新、城市运营及基础设施项目实施主体，负责规划、实施金融街功能街区的拓展工作，业务范围主要涉及保障房开发、城市更新、资产运营等。总体看，西城区的开发建设业务主要由政府统筹分配，四家公司不存在明显的竞争关系。

2 领导层素质

公司主要管理人员行业管理经验很丰富。

截至 2026 年 3 月底，公司拥有高级管理人员共计 5 人，包括总经理 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副书记、办事处主任，北京市西城区安全生产监督管理局党组书记、局长，北京市西城区城市管理监督指挥中心党组副书记、主任，北京市西城区人民政府办公室党组成员、副主任，北京市西城区突发公共事件应急委员会办公室主任（兼），北京市西城区市政市容管理委员会党组书记、主任，北京市西城区城市环境建设委员会办公室常务副主任（兼），北京市西城区住房和城市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；现任公司党委书记和董事长。

周向鹏先生，1977 年 2 月出生，本科学历；历任北京市工商行政管理局宣武分局经济检查科副科长、人教科副科长，北京市工商行政管理局西城分局人事教育科科长、消费者权益保护科科长、办公室主任、副分局长，挂职任青海省玉树州发改局副局长，中共北京市西城区委陶然亭街道工作委员会副书记，北京市西城区人民政府陶然亭街道办事处主任；现任公司董事和总经理。

3 信用记录

公司本部债务履约情况良好，联合资信未发现公司本部及重要子公司存在重大失信行为。

根据公司提供的企业信用报告，截至 2026 年 10 月 19 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 2026 年 10 月 21 日，联合资信未发现公司本部及重要子公司有严重失信行为、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。

六、管理分析

公司法人治理结构相对完善，部门设置合理，内部控制制度较为健全。

1 法人治理

公司根据《公司法》等有关法律、法规的规定制定了公司章程，确立了董事会和经营管理层的职责分工，已取消监事会[2]，相关监督职责由审计与风险控制委员会履行。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职权。公司设董事会，董事会成员为 7 人。其中，6 名董事（含 1 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。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

公司本部内设投资发展中心、运营管理中心（安全生产办公室）、资产管理中心、财务管理中心和风控审计中心等职能部门，部门设置合理，人员配备完善。同时，按照现代企业制度管理要求，公司制定了较为系统的内部管理制度，包括财务管理、风险控制管理、重大事项决策、对外担保和项目投资管理等方面，内部控制制度较为健全。

七、经营分析

1 经营概况

公司主要从事城区业务（保障房建设、棚户区改造、土地一级开发）、地产运营业务和金融类业务。2023－2025 年，公司营业总收入持续下降，2024 年，公司土地整理收入下降明显；2025 年，公司未确认土地整理业务收入，房屋销售收入下降明显，导致公司营业总收入较上年下降 62.02%。2024 年，成都傲云天府和瑞云府等项目集中确认收入；2025 年，公司确认收入的房地产项目主要为百万庄北里居民住房改善项目、锦上樾项目、水岸壹号项目和京西悦府项目。公司房屋租赁收入主要为持有物业对外出租产生的收入，收入保持稳定，其他业务中的其他收入主要来自利息收入，除此之外，公司销售商品收入和物业管理收入等单项收入规模较小，对营业总收入影响不大。2024 年，公司收入占比较大的房地产销售和土地整理业务毛利率较上年均明显下降，导致综合毛利率同比下降 12.01 个百分点；2025 年公司综合毛利率较上年略有下降，主要系公司对合联营企业的拆借款进行部分减息免息导致该板块毛利率下降所致；此外，主营业务中其他业务亏损较大，主要系养老和体育等业务相关资产开始计提折旧所致。

2026 年一季度，公司实现营业总收入 3.24 亿元，较上年同期增长 10.82%。

图表 3 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年		
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
房屋销售	29.68	34.79	18.47	45.28	66.94	3.03	15.07	58.68	7.65
土地一级开发	43.53	51.02	17.46	12.75	18.85	6.88	--	--	--

[2] 公司《章程》待更新。

销售商品	0.91	1.06	67.11	0.73	1.08	68.90	0.70	2.73	64.14
物业管理	0.61	0.72	-43.79	0.88	1.30	-31.44	0.99	3.85	-21.14
其他	1.21	1.41	27.70	1.17	1.72	17.38	1.29	5.02	-40.78
主营业务小计	**75.94**	**89.00**	**18.12**	**60.81**	**89.90**	**4.41**	**18.05**	**70.27**	**4.81**
房屋租赁	3.20	3.75	81.29	3.43	5.07	87.27	3.14	12.23	86.20
其他	6.19	7.25	5.34	3.40	5.02	-16.90	4.50	17.50	-41.09
其他业务小计	**9.38**	**11.00**	**31.22**	**6.83**	**10.10**	**35.45**	**7.64**	**29.73**	**11.27**
合计	**85.32**	**100.00**	**19.56**	**67.64**	**100.00**	**7.55**	**25.69**	**100.00**	**6.73**

注：上表中其他业务收入中的其他主要为利息收入；“--”代表数据不适用；尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 业务经营分析

（1）城区业务

公司城区业务受政府政策、拆迁进度和房地产市场行情影响大。公司剩余少量保障房项目待政府配售；在建棚户区改造项目尚需投资规模较大；已完工土地一级开发项目回款效率高，在建项目规模小。

公司城区业务具体包括保障房建设、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等。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、两限房和定向安置房等，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%和企业自筹 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注入资本金、拨入专项资金、保障房购房款、保障房项目配套商业地产项目市场化销售等方式进行平衡。

截至 2026 年 3 月底，公司主要已完工保障房项目计划总投资 105.51 亿元，累计已投资 97.05 亿元，累计实现销售回款 52.17 亿元。2025 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 2026 年 3 月底，公司暂无在建和拟建保障房项目。

图表 4 • 截至 2026 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）

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责任公司	46.00	2011.03	2015.01	41.22	38.72	剩少量尾盘	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	32.62	31.13	87.00%	18.63	18.59
学院里	北京恒海天诚房地产有限公司	6.42	2019.12	2022.12	31.67	27.20	59.90%	11.59	11.59
合计		**69.17**	**--**	**--**	**105.51**	**97.05**	**--**	**52.21**	**52.17**

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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，未来通过市场化销售和运营等方式实现资金回笼。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 2026 年 3 月底，公司主要在建棚户区改造项目计划总投资 327.16 亿元，已完成投资 253.62 亿元，尚需投资规模较大，资金需求较大。截至 2026 年 3 月底，公司暂无拟建棚户区改造项目。

图表 5 • 截至 2026 年 3 月底公司主要在建棚户区改造及旧城保护项目情况（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
百万庄北里居民住房改善项目	23.30	64.46	60.80	17.30
车公庄大街 3 号项目	2.99	11.78	9.01	
光源里棚户区改造项目	56.62	167.92	112.20	36.66
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	71.61	25.00
合计	**672.71**	**327.16**	**253.62**	**78.96**

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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，政府按照成本加成模式向公司支付回购资金。截至 2026 年 3 月底，公司主要已完工土地一级开发项目累计投入 92.09 亿元，已实现回款 91.91 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 1.99 亿元；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市和成都市，部分在售项目去化率或回款率偏低，未来仍面临减值风险。2025 年，公司地产开发进度明显放缓，开复工面积及结转收入规模较上年下降明显；公司暂无土地储备，预计公司房地产开工面积将延续下降趋势。

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，由下属子公司北京天恒房地产股份有限公司（以下简称“天恒房地产公司”）和北京市嘉鸿房地产开发有限公司等公司承接。公司地产运营业务产品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市和成都市。

受房地产市场行情和公司项目规划影响，2025 年，公司开工面积较上年明显下降，公司暂无土地储备，预计房地产开工面积将延续下降趋势。2025 年，公司合同销售面积有所下降，实际销售签约金额小幅增长。

图表 6 • 公司房地产业务经营情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
房屋开复工面积（万平方米）	179.11	135.27	55.80	10.46
房屋竣工面积（万平方米）	44.13	71.57	66.49	--
合同销售面积（万平方米）	15.21	10.95	9.46	2.88
实际销售签约金额（亿元）	36.22	25.76	27.27	10.97
结算面积（万平方米）	14.19	24.57	6.89	0.40
结算金额（亿元）	29.68	45.28	15.07	0.91

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 2026 年 3 月底，公司主要房地产项目中天恒蘭臺壹号项目去化率偏低，锐创中心（世界集）、天恒 • 柒号院等商业项目和北京郊区住宅如水岸壹号、京西悦府项目销售和回款规模偏小，除此之外，开盘时间较早和位于成都的地产项目去化情况良好。

图表 7 • 截至 2026 年 3 月底公司主要房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	项目类别	建筑面积	预计总投资	已投资	销售进度	销售总额	回款情况
山天家园	别墅	38.35	35.36	35.13	100.00%	35.68	34.63
锐创中心（世界集）	商业	18.69	42.44	46.37	99.90%	27.97	27.98
乐学景苑	住宅	23.30	26.29	20.47	100.00%	20.46	18.38
水岸壹号	住宅、限价房、养老、商业	36.19	53.71	73.80	87.30%	37.40	36.80
京西悦府	住宅、别墅、商用体育	26.50	46.75	56.11	84.70%	26.89	22.00
天恒蘭臺壹号	住宅、商业	12.76	6.28	5.39	50.24%	1.32	1.28
天恒 • 柒号院	商业、限价房	40.99	57.02	44.29	限价房：100.00%	32.19	32.19

乐活家园/乐活城 D02	住宅	20.58	9.92	9.92	95.00%	15.39	15.39
乐活家园/乐活城 D03	商住	4.16	3.31	3.31	95.00%	3.81	3.81
天恒乐墅	住宅	14.19	15.25	17.26	98.91%	18.52	18.44
E03 保障房	限价房				100.00%	8.16	8.16
成都傲云天府	住宅	14.45	31.86	31.22	96.30%	29.78	29.78
瑞云府	人才公寓	22.50	34.23	32.62	99.75%	29.42	29.42
锦上樾	住宅	8.90	15.01	12.23	85.70%	8.50	0.09
合计	--	**281.56**	**377.43**	**388.12**	--	**295.49**	**278.35**

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（3）房屋租赁

公司对外出租资产主要以商业类地产为主，以零散门户为主，租赁期限以 5 年为主，租赁客户稳定性较高。2024 年底和 2025 年底，公司对外出租资产整体出租率分别为 70.13%和 59.09%，2025 年底整体出租率有所下降主要系 2025 年可出租面积增加所致。2024 年和 2025 年，公司房屋租赁回款金额分别为 2.88 亿元和 2.64 亿元。

3 未来发展

未来，公司将践行“健康中国”战略，将进一步优化产业布局，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。健康空间方面，公司参与北京市核心区的存量空间迭代，助力健康城市打造；健康服务方面，公司构建健康服务产业生态；健康金融方面，公司围绕大健康需求，在居住、养老和医疗等多个场景中提供金融产品和服务解决方案。

八、财务分析

公司提供了 2023－2025 年度财务报表，中喜会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2026 年一季度财务报表未经审计。2024 年，公司合并范围子公司未发生变化；2025 年，公司合并范围子公司增加 2 家，均为投资新设。公司财务数据的可比性强。

1 资产质量及其盈利能力

公司资产规模有所波动，其中公司棚改项目投入和代垫疏解腾退款等形成的沉淀资金规模较大，对公司资金形成较大占用；与商品住宅和自持商业等相关的资金投入（含对合联营企业投资和资金拆借）账面价值合计 250 亿元左右。2025 年，公司营业总收入下降明显，成本费用刚性、部分投资地产项目减值和参股地产项目亏损等因素导致公司持续亏损且亏损规模较大，在房地产市场尚未全面回暖背景下，需关注并表地产项目进一步减值风险和对合联营企业投资资金回收情况。

图表 8 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	**601.52**	**77.39**	**533.94**	**75.43**	**546.04**	**74.93**	**519.30**	**73.95**
货币资金	86.60	11.14	85.30	12.05	104.19	14.30	72.33	10.30
其他应收款（合计）	201.43	25.91	186.05	26.28	93.24	12.79	96.82	13.79
存货	304.41	39.16	255.09	36.04	341.42	46.85	342.19	48.73
非流动资产	**175.78**	**22.61**	**173.91**	**24.57**	**182.69**	**25.07**	**182.92**	**26.05**
长期股权投资	23.41	3.01	17.61	2.49	15.84	2.17	15.84	2.26
投资性房地产	38.33	4.93	39.39	5.56	44.76	6.14	44.72	6.37
固定资产	6.39	0.82	20.97	2.96	34.44	4.73	34.20	4.87
其他非流动资产	61.56	7.92	66.05	9.33	67.12	9.21	67.38	9.59
资产总额	**777.30**	**100.00**	**707.85**	**100.00**	**728.73**	**100.00**	**702.23**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2025 年底，公司资产总额较上年底增长 2.95%。2025 年，西城区政府撤销光源里棚户区改造项目和百万庄北里居民住房改善项目指挥部，项目前期拨付指挥部的征收款由其他应收款重分类至存货核算。截至 2025 年底，公司货币资金主要由银行存款（占 99.98%）构成，受限货币资金 1.54 亿元，受限规模不大。公司其他应收款主要由合联营企业资金拆借款（70.83 亿元）和应收利息构成，其中拆借给合联营房地产项目公司款项余额 67.52 亿元，合联营企业合资方背景以国有企业为主；前五名欠款方其他应收款余额合计占 75.85%，集中度高，其中北京旭天恒置业有限公司（以下简称“旭天恒置业”）存在失信被执行记录，需关注对合联营企业资金拆借款的资金回收风险；从账龄来看，3 年及以上账龄其他应收款余额占 61.84%，账龄较长。公司存货较上年底增长 33.84%，主要系光源里棚户区改造项目由其他应收款重分类至存货所致，2025 年公司计提存货跌价准备 1.86 亿元，累计计提存货跌价准备 16.31 亿元；公司存货中开发成本 262.97 亿元，主要为公司在建房地产项目和棚改项目等投入；存货中开发产品 78.40 亿元，主要为公司已完工房地产项目。

图表 9 • 截至 2025 年底公司其他应收款前五名情况（单位：亿元）

名称	款项性质	期末余额	占其他应收款期末余额的比例（%）
北京恒秀立怀置业有限公司	往来款	22.27	30.93
北京恒合悦兴置业有限公司	往来款	11.85	16.46
北京恒海瑞诚房地产开发有限公司	往来款	9.82	13.64
北京恒合天基房地产开发有限公司	往来款	6.16	8.55
北京旭天恒置业有限公司	往来款	4.51	6.26
合计	--	**54.62**	**75.85**

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2025 年底，长期股权投资主要为公司投资的合营企业和联营企业，期末投资余额较大的企业包括北京南悦房地产开发有限公司（3.83 亿元）、北京富邦兴业投资有限责任公司（2.59 亿元）、北京悦恒置业有限公司（2.32 亿元）、北京建恒润和房地产开发有限公司（1.60 亿元）、旭天恒置业（1.29 亿元）和北京厚泰房地产开发有限公司（1.18 亿元），2025 年，合作项目海淀永丰项目和孙河傲云项目亏损规模较大，长期股权投资权益法下确认投资损失 6.79 亿元。公司其他非流动资产主要由公司垫付北京天意小商品市场疏解腾退资金（25.49 亿元）和丰 C 项目成本（41.47 亿元）构成。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 96.05%）构成，累计计提折旧 6.01 亿元，成新率为 85.14%。公司投资性房地产主要为自持地产项目，采用公允价值计量，2025 年确认公允价值变动损失 6.39 亿元。

截至 2025 年底，公司受限资产情况如下所示，受限资产比例为 7.33%，总体看，资产受限规模不大。

图表 10 • 截至 2025 年底公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产名称	账面价值	受限原因
货币资金	1.54	专用账户、保证金、冻结
存货	36.01	抵押
固定资产	14.34	抵押
投资性房地产	1.57	抵押
合计	**53.45**	--

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

盈利能力方面，2023－2025 年，公司营业总收入和营业成本均持续下降，2025 年较上年下降明显。公司成本费用刚性支出较高，营业利润率持续下降。2023－2025 年，公司确认资产减值损失主要系存货中房地产项目计提减值所致；投资损失主要为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；2025 年，公司持有的投资性房地产确认公允价值变动损失，主要为商业地产和公寓项目损失。2024 年和 2025 年，公司利润总额持续为负，我国房地产行业所处的经营环境面临持续下行压力，房地产行业销售与投资端尚未企稳，叠加当前库存去化周期仍处高位，行业整体仍处于“供强需弱”的筑底阶段。2025 年以来，中央层面持续释放稳定房地产市场的强烈信号，从政府工作报告、中央政治局会议、中央经济工作会议到部委专项政策，层层递进明确行业发展总基调，围绕市场稳定、存量盘活、风险防范等方面作出系统部署，为地方精准调控与行业转型发展提供根本遵循，预计短期内房地产行业政策延续宽松态势，销售降幅有望收窄，但房价止跌、信心修复和收入预期改善仍需时间。在房地产市场尚未全面回暖的背景下，仍需关注公司房地产项目进一步减值风险。

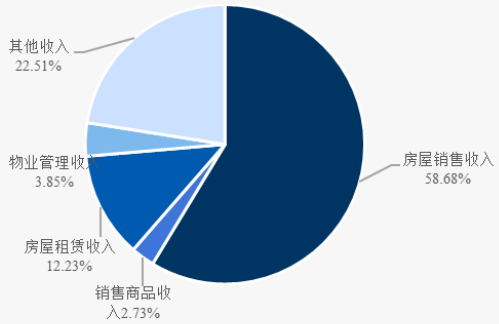
2026 年一季度，公司实现营业总收入规模不大，利润表现为持续亏损。

图表 11 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	85.32	67.64	25.69	3.24
营业成本	68.64	62.53	23.96	3.14
费用总额	9.70	12.69	12.66	2.81
资产减值损失	-2.48	-14.20	-1.87	0.00
投资收益	-3.14	-24.21	-6.39	0.04
公允价值变动损失	-0.04	-0.11	-6.39	0.05
其他收益	0.04	0.05	0.05	0.01
营业外收入	3.23	0.02	0.02	0.01
利润总额	1.49	-49.33	-28.08	-2.71
营业利润率	17.28%	2.71%	-1.73%	0.07%
总资本收益率	0.70%	-7.18%	-3.76%	--
净资产收益率	-0.65%	-42.87%	-34.08%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

图表 12 • 2025 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

2 现金流

2025 年，百万庄北里居民住房改善项目和锦上樾项目等集中销售回款，现金收入比提升明显，公司经营活动现金流持续净流出；考虑到公司债务滚续和较大的在建项目投入规模，对外融资需求仍大。

图表 13 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项　目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	121.33	43.53	36.32	5.77
经营活动现金流出小计	139.80	59.53	52.73	12.55
经营活动现金流量净额	**-18.47**	**-16.00**	**-16.41**	**-6.78**
投资活动现金流入小计	8.32	0.55	2.25	0.18
投资活动现金流出小计	4.96	2.12	1.30	0.29
投资活动现金流量净额	**3.36**	**-1.57**	**0.95**	**-0.11**
筹资活动现金流入小计	158.52	189.15	216.88	25.36
筹资活动现金流出小计	144.99	172.46	183.43	50.33
筹资活动现金流量净额	**13.53**	**16.69**	**33.46**	**-24.96**
现金收入比	53.29%	35.73%	122.92%	127.90%

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

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。2023－2025 年，公司经营活动现金流入量持续下降，年均复合下降 45.29%，其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为 45.46 亿元、24.17 亿元和 31.58 亿元，年均复合下降 16.66%，2025 年，公司现金收入比较上年提升 87.19 个百分点，主要系百万庄北里居民住房改善项目和锦上樾项目等集中销售回款所致；2023－2025 年，公司经营活动现金流出量持续下降，公司经营活动现金流持续净流出。2023－2025 年，公司投资活动现金流入和流出规模相对较小，投资活动净现金流有所波动。公司筹资活动现金流入量持续增长，主要以借款收到的现金为主，筹资活动现金流持续净流入。考虑到公司债务滚续和较大的在建项目投入规模，对外融资需求仍大。

2026 年 1－3 月，公司经营活动现金持续净流出，投资活动现金流规模小，筹资活动现金表现为净流出。

3 资本结构和偿债能力

受经营亏损和计提减值影响，公司所有者权益持续下降；公司债务规模有所增长，整体债务负担很重，短期偿债能力较强，长期偿债指标表现很弱，间接融资渠道畅通。

2023－2025 年底，公司所有者权益持续下降，年均复合下降 25.64%，主要系当年亏损、未分配利润下降所致。公司其他权益工具为公司发行的永续债券和信托计划；少数股东权益持续下降主要系子公司亏损、相应减少少数股东权益所致。

图表 14 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	128.97	78.07	128.97	103.27	128.97	141.18	128.97	144.49
其他权益工具	26.09	15.79	40.59	32.50	39.96	43.74	40.96	45.89
资本公积	2.25	1.36	2.25	1.80	2.25	2.47	2.25	2.52
未分配利润	-6.38	-3.86	-58.28	-46.67	-88.51	-96.88	-91.41	-102.41
归属于母公司所有者权益合计	**156.15**	**94.52**	**118.68**	**95.02**	**87.96**	**96.29**	**86.03**	**96.38**
少数股东权益	9.05	5.48	6.21	4.98	3.39	3.71	3.23	3.62
所有者权益合计	**165.20**	**100.00**	**124.89**	**100.00**	**91.35**	**100.00**	**89.26**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

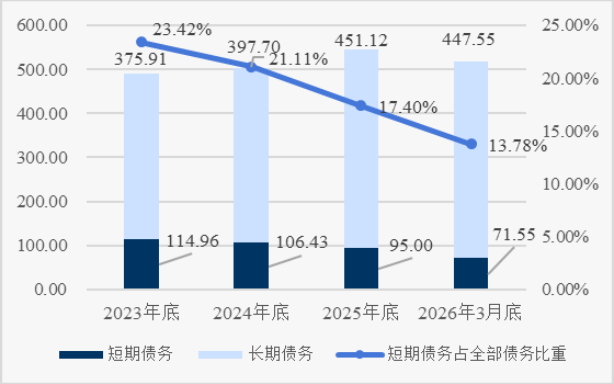
2023－2025 年底，公司负债总额小幅波动，负债结构仍以非流动负债为主。截至 2025 年底，公司经营性负债主要体现为应付工程款、往来款及预收房屋款形成的各项应付款项和合同负债。有息债务方面，本报告将长期应付款和其他非流动负债中的有息部分纳入长期债务核算。2023－2025 年底，公司全部债务持续增长，截至 2025 年底，公司全部债务 546.12 亿元，主要由银行借款（占 59.60%）、应付债券（占 36.69%）、融资租赁款（占 1.14%）和资金拆借款（占 2.40%）构成。同年底，公司短期债务占全部债务的比重为 17.40%，公司债务以长期债务为主。从债务指标来看，2023－2025 年底，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均持续上升，综合考虑计入权益的永续债券和信托计划，公司实际债务负担高于测算值，公司整体债务负担很重。从债务期限分布看，公司未来几年债务到期较为分散。

图表 15 • 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	**203.02**	**33.17**	**152.20**	**26.11**	**150.15**	**23.56**	**129.47**	**21.12**
应付账款	11.54	1.88	15.60	2.68	16.65	2.61	12.57	2.05
其他应付款（合计）	6.89	1.12	6.96	1.19	8.82	1.38	8.25	1.35
一年内到期的非流动负债	106.96	17.48	98.16	16.84	84.87	13.32	69.39	11.32
合同负债	59.42	9.71	12.54	2.15	18.47	2.90	20.36	3.32
非流动负债	**409.08**	**66.83**	**430.76**	**73.89**	**487.22**	**76.44**	**483.50**	**78.88**
长期借款	232.69	38.01	241.92	41.50	298.72	46.87	294.98	48.12
应付债券	124.40	20.32	141.20	24.22	133.69	20.98	133.85	21.84
长期应付款	5.01	0.82	0.67	0.11	5.04	0.79	15.65	2.55
负债总额	**612.10**	**100.00**	**582.96**	**100.00**	**637.38**	**100.00**	**612.97**	**100.00**

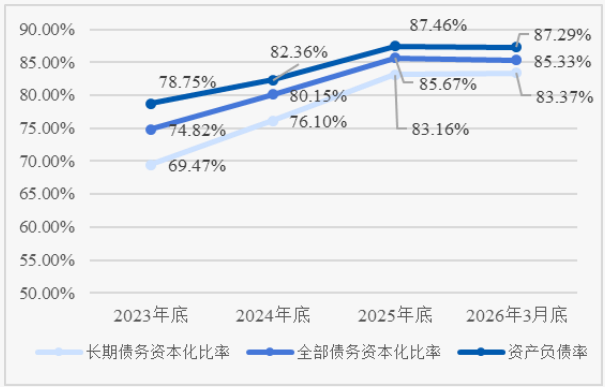
资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

图表 16 • 公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

图表 17 • 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

图表 18 • 截至 2026 年 3 月底公司有息债务期限分布情况

项目	2026 年 4—12 月	2027 年	2028 年	2029 年及以后	合计
偿还金额（亿元）	71.55	121.20	128.61	239.30	**560.66**
占比	12.76%	21.62%	22.94%	42.68%	**100.00%**

注：上表中需偿还金额含其他权益工具中的有息债务，尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从偿债能力指标看，截至 2026 年 3 月底，公司现金短期债务比为 1.01 倍，公司获得银行授信总额 661.57 亿元，尚未使用授信额度 297.86 亿元，备用流动性充足，公司短期偿债能力较强。2024－2025 年，公司 EBITDA 为负，对利息没有覆盖能力，公司长期偿债指标表现很弱。

图表 19 • 公司偿债指标

指标	2023 年（底）	2024 年（底）	2025 年（底）	2026 年 3 月（底）
现金短期债务比（倍）	0.75	0.80	1.10	1.01
EBITDA（亿元）	8.46	-39.56	-19.41	--
EBITDA 利息保障倍数（倍）	0.56	-2.19	-1.27	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2025 年底，公司对外担保余额 12.08 亿元，担保比率 13.22%，全部为对合联营企业北京恒合悦兴置业有限公司（以下简称“恒合悦兴”）的担保，恒合悦兴持续亏损，公司存在较大的或有负债风险。

未决诉讼方面，北京如日嘉和房地产开发有限公司起诉公司子公司北京恒海天诚房地产有限公司支付房屋违约赔偿，诉讼标的金额为 0.43 亿元，截至 2026 年 3 月底，案件正在审理过程中。

4 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 2025 年底，公司本部资产总额 542.02 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 166.69 亿元，实收资本（占 77.37%）占比较高，权益稳定性较强；公司本部负债总额 375.33 亿元。同年底，公司本部全部债务 275.94 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 69.25%和 62.34%，整体债务负担较重；短期债务为 81.96 亿元，现金短期债务比为 0.55 倍，存在一定短期偿付压力。2025 年，公司本部实现营业总收入 8.92 亿元，利润总额-4.87 亿元。

九、ESG 分析

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；公司曾获中国责任地产企业称号，近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

治理方面，公司战略规划较为清晰，建立了比较有效的法人治理结构。截至本报告出具日，联合资信未发现公司高管存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

十、外部支持

公司实际控制人为西城区国资委，西城区政府综合实力和支持能力极强；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，在项目资本金注入和政府补助等方面持续获得外部支持。

1 支持能力

公司实际控制人为西城区国资委，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，是历史文化名城保护重点地区，西城区经济持续发展，人均 GDP 水平很高，财政自给能力很强，经济总量和一般公共预算收入在北京市排名靠前。整体看，西城区政府综合实力和支持能力极强。

2 支持可能性

公司控股股东为西城区国资委，其对公司“三重一大”事项、经营战略和业务运营等方面具有绝对控制权；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，承担较多保障性住房、旧城改造和文物保护修缮工作，如百万庄北里居民住房改善项目和北中轴线核心保护区·什刹海地区旧城保护示范项目为北京市重点项目，随着西城区减量集约发展和均衡协调发展，公司在资源配置上将持续享有政策优势，区域地位重要。近年来，公司在项目资本金注入和政府补助等方面持续获得外部支持。2018－2025 年，公司累计获得项目建设资本金 41.68 亿元，分别计入“资本公积”和“专项应付款”。2023－2025 年，公司获得政府补助分别为 291.68 万元、420.90 万元和 399.53 万元，计入“其他收益”。

十一、债券偿还风险分析

本期债项发行规模上限为 5.60 亿元，按照发行规模上限（5.60 亿元，下同）进行测算，分别相当于公司 2025 年底长期债务和全部债务的 1.24%和 1.03%，本期债项的发行对公司债务规模及结构影响很小。以 2025 年底财务数据为基础，考虑到公司已经发行的永续债和本期债项，其他因素保持不变的情况下，本期债项发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 92.05%、90.93%和 89.35%，公司债务负担有所加重，考虑到本期债项募集资金用于偿还公司债务本金，本期债项发行后公司实际债务负担或将低于上述测算值。

公司 2025 年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期债项发行后长期债务（包括永续债）的保障情况详见下表。

图表 20 • 本期债项偿还能力测算

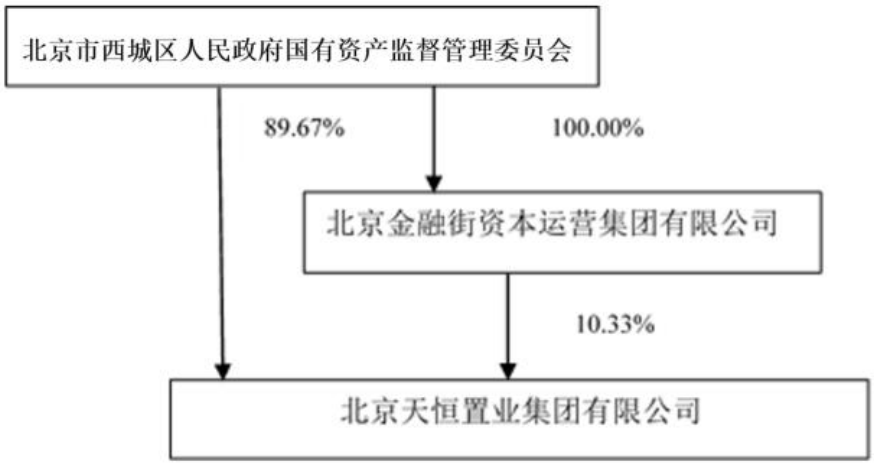
项目	2025 年（底）
发行后长期债务*（亿元）	489.72
2025 年经营活动现金流入量/发行后长期债务（倍）	0.07
2025 年经营活动现金流量净额/发行后长期债务（倍）	-0.03
发行后长期债务/2025 年 EBITDA（倍）	-25.35

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务（包含永续债）总额
资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

十二、评级结论

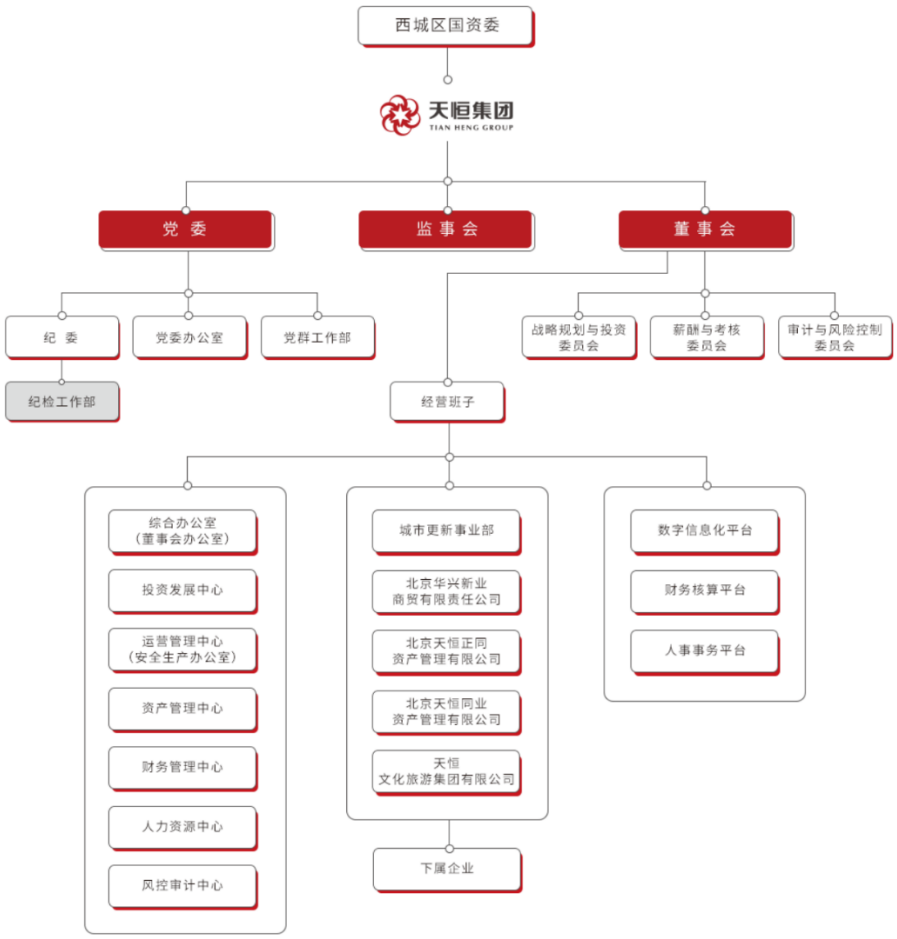
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA^+，本期债项信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2　公司组织架构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3　公司主要子公司情况（截至 2025 年底）

子公司名称	主营业务	直接持股比例
北京天恒正合置业有限公司	房地产开发	85.94%
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%
成都天恒新科技产业发展有限公司	投资管理	100.00%
北京天心康养文化发展有限公司	文旅开发	80.00%

注：北京天恒正合置业有限公司持股比例尚未完成工商变更
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	86.60	85.30	104.19	72.33
应收账款（亿元）	1.22	1.33	1.36	1.80
其他应收款（亿元）	201.43	186.05	93.24	96.82
存货（亿元）	304.41	255.09	341.42	342.19
长期股权投资（亿元）	23.41	17.61	15.84	15.84
固定资产（亿元）	6.39	20.97	34.44	34.20
在建工程（亿元）	23.15	8.65	1.61	1.78
资产总额（亿元）	777.30	707.85	728.73	702.23
实收资本（亿元）	128.97	128.97	128.97	128.97
少数股东权益（亿元）	9.05	6.21	3.39	3.23
所有者权益（亿元）	165.20	124.89	91.35	89.26
短期债务（亿元）	114.96	106.43	95.00	71.55
长期债务（亿元）	375.91	397.70	451.12	447.55
全部债务（亿元）	490.86	504.13	546.12	519.10
营业总收入（亿元）	85.32	67.64	25.69	3.24
营业成本（亿元）	68.64	62.53	23.96	3.14
其他收益（亿元）	0.04	0.05	0.05	0.01
利润总额（亿元）	1.49	-49.33	-28.08	-2.71
EBITDA（亿元）	8.46	-39.56	-19.41	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	45.46	24.17	31.58	4.14
经营活动现金流入小计（亿元）	121.33	43.53	36.32	5.77
经营活动现金流量净额（亿元）	-18.47	-16.00	-16.41	-6.78
投资活动现金流量净额（亿元）	3.36	-1.57	0.95	-0.11
筹资活动现金流量净额（亿元）	13.53	16.69	33.46	-24.96
财务指标				
现金收入比（%）	53.29	35.73	122.92	127.90
营业利润率（%）	17.28	2.71	-1.73	0.07
总资本收益率（%）	0.70	-7.18	-3.76	--
净资产收益率（%）	-0.65	-42.87	-34.08	--
长期债务资本化比率（%）	69.47	76.10	83.16	83.37
全部债务资本化比率（%）	74.82	80.15	85.67	85.33
资产负债率（%）	78.75	82.36	87.46	87.29
流动比率（%）	296.28	350.82	363.66	401.09
速动比率（%）	146.34	183.22	136.27	136.80
经营现金流动负债比（%）	-9.10	-10.51	-10.93	--
现金短期债务比（倍）	0.75	0.80	1.10	1.01
短期债务占比（%）	23.42	21.11	17.40	13.78
EBITDA 利息倍数（倍）	0.56	-2.19	-1.27	--

注：1. 公司 2026 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. 本报告将合并口径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：联合资信根据公司审计报告、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	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	46.50	38.85	44.93	18.27
应收账款（亿元）	1.97	3.24	3.36	3.40
其他应收款（亿元）	281.63	289.25	294.14	306.48
存货（亿元）	0.02	0.02	0.02	0.02
长期股权投资（亿元）	152.93	152.97	151.82	151.87
固定资产（亿元）	0.99	0.95	0.88	0.90
在建工程（亿元）	0.07	0.13	0.04	0.01
资产总额（亿元）	529.50	532.58	542.02	528.03
实收资本（亿元）	128.97	128.97	128.97	128.97
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	164.22	177.22	166.69	166.34
短期债务（亿元）	87.22	84.75	81.96	67.07
长期债务（亿元）	173.41	174.64	193.98	190.77
全部债务（亿元）	260.62	259.39	275.94	257.84
营业总收入（亿元）	14.20	12.71	8.92	1.88
营业成本（亿元）	12.65	12.37	11.69	2.63
其他收益（亿元）	0.00	0.01	0.00	0.00
利润总额（亿元）	4.07	0.54	-4.87	-1.02
EBITDA（亿元）	4.07	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.81	1.06	0.63	0.15
经营活动现金流入小计（亿元）	124.89	35.55	46.32	1.47
经营活动现金流量净额（亿元）	-37.02	-10.22	-10.36	-11.35
投资活动现金流量净额（亿元）	6.02	0.90	-1.25	-0.06
筹资活动现金流量净额（亿元）	25.49	1.68	17.69	-15.26
财务指标				
现金收入比（%）	5.67	8.32	7.06	7.99
营业利润率（%）	10.08	1.81	-32.34	-40.18
总资本收益率（%）	0.74	-0.05	-1.43	--
净资产收益率（%）	1.92	-0.12	-3.80	--
长期债务资本化比率（%）	51.36	49.63	53.78	53.42
全部债务资本化比率（%）	61.34	59.41	62.34	60.79
资产负债率（%）	68.98	66.72	69.25	68.50
流动比率（%）	184.10	197.37	207.59	211.77
速动比率（%）	184.09	197.36	207.58	211.76
经营现金流动负债比（%）	-20.63	-6.09	-6.28	--
现金短期债务比（倍）	0.53	0.46	0.55	0.27
短期债务占比（%）	33.46	32.67	29.70	26.01
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司 2026 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. “--”代表数据不适用；部分数据未获取，指标用“/”表示
资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表和提供资料整理

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	
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%
偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
短期债务占比	短期债务/全部债务×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

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断

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。