

信用等级公告

联合[2015]152号

北京天恒置业集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对北京天恒置业集团有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券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，评级展望为“稳定”

北京天恒置业集团有限公司拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：



二零一五年五月十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

北京天恒置业集团有限公司

2015 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级: AA
 发行人主体信用等级: AA
 评级展望: 稳定
 本次发行规模: 不超过 15 亿元
 债券期限: 不超过 7 年
 还本付息方式: 按年付息、到期一次还本
 评级时间: 2015 年 5 月 15 日
 财务数据:
 发行人

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	155.42	201.33	272.41
所有者权益(亿元)	48.32	66.27	82.82
长期债务(亿元)	51.56	76.94	106.09
全部债务(亿元)	51.56	77.94	129.73
营业收入(亿元)	17.47	15.52	25.35
净利润(亿元)	4.05	2.87	4.48
EBITDA(亿元)	5.90	4.47	6.70
经营性净现金流(亿元)	-7.84	-27.66	-51.54
营业利润率(%)	37.87	31.97	23.42
净资产收益率(%)	--	5.00	6.01
资产负债率(%)	68.91	67.09	69.60
全部债务资本化比率(%)	51.62	54.05	61.03
流动比率(%)	4.46	7.66	4.94
EBITDA 全部债务比(倍)	0.11	0.06	0.05
EBITDA 利息倍数(倍)	18.82	6.33	2.61
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.39	0.30	0.45

注: 1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。

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。

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对北京天恒置业集团有限公司(以下简称“天恒置业”或“公司”)的评级反映了公司作为北京市西城区国有独资的房地产开发公司及重要的保障房建设实施主体, 得到了北京市西城区国有资产管理委员会在资金注入等方面的有力支持。公司房地产开发经验丰富, 在保障性住房和旧城历史文化保护建设领域具有区域垄断性优势。同时, 联合评级也关注到公司未来投资规模较大、存货占比高、经营现金流持续净流出及债务规模增长较快等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来伴随国家对保障房建设的政策推动及北京市对保障性住房财力支持的加大, 公司将进一步加大对保障房建设的投资规模, 为未来业务的发展提供有效的支撑。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用和本次公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本次公司债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 国家对保障性住房政策支持力度加大, 加之北京市计划将棚户区改造规模进一步扩大, 为公司营造了良好的外部发展环境。

2. 公司是北京市及西城区保障性住房的主要投资建设主体之一, 区政府在资金注入、政策等方面给予了有力支持。

3. 北京市为一线城市, 人口净流入规模大, 住房消费能力强, 为公司提供了较好的区域发展环境。

4. 公司在北京市西城区保障房建设、旧城历史文化保护建设领域具有区域垄断性优势。

关注

1. 房地产行业发展回归理性，仍将延续调整态势，房地产市场未来一段时间内运行存在不确定性；公司存货规模较大，存在去库存压力。

2. 公司投资开发力度和施工面积扩大，对外融资规模增长较快，债务规模快速上升，资金平衡压力加大。

3. 受公司项目投资周期长、投资规模大的影响，公司经营现金流持续为净流出状态，可能对公司偿债能力造成不利影响。

分析师

刘洪涛

电话：010-85172818

邮箱：liuht@unitedratings.com.cn

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与北京天恒置业集团有限公司构成委托关系外，联合评级、评估人员与北京天恒置业集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评估人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因北京天恒置业集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由北京天恒置业集团有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

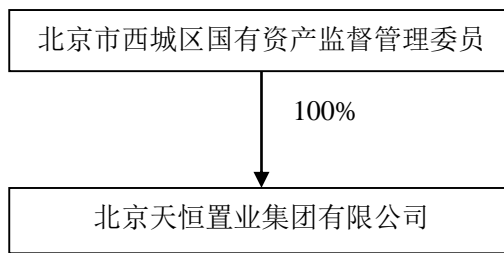
北京天恒置业集团有限公司 2015 年公司债券信用等级自本次债券发行之日起至到期兑付日有效；本次债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

北京天恒置业集团有限公司（以下简称“公司”或“天恒置业”）前身为经北京市西城区人民政府西政复[1994]170号文批准组建的北京市西城区城建开发集团，注册资金为1,980.00万元。2001年8月，经北京市西城区人民政府西政复[2001]5号文批准，北京市西城区城建开发集团变更企业法人名称为北京天恒置业集团。2001~2002年，根据西财企[2000]69号、西财企[2001]43号及西财企[2001]138号等文件批复，西城区政府对公司进行多次增资，公司注册资本增加至18,377.40万元。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，公司隶属单位由北京市西城区建设委员会变更为西城区国资委。2008~2014年，根据西财企指[2007]691号、西财企指[2008]589号、西国资复[2009]2号、西国资发[2009]40号等文件批复，西城区财政局和西城区国资委分别对公司进行多次增资。

截至2014年底，公司注册资本672,136.70万元，西城区国资委持有公司100%股权，是公司的唯一股东。公司实际控制人为西城区国资委。

图1 截至2014年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司目前下设行政管理中心、人力资源中心、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7个职能中心，以及地产运营事业部、城区项目事业部、商业运营事业部共三个事业部，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2014年底，公司拥有职工1,838人。

公司系房地产开发企业，经营范围为：房地产开发、房屋维修；销售民用建材、百货。

截至2014年底，公司合并资产总额272.41亿元，负债合计189.59亿元，所有者权益（含少数股东权益）82.82亿元。2014年公司实现营业收入25.35亿元，净利润（含少数股东损益）4.48亿元；经营活动现金流量净额为-51.54亿元，现金及现金等价物净增加额6.51亿元。

公司注册地址：北京市西城区阜外大街31号；法定代表人：刘洪文。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“北京天恒置业集团有限公司2015年公司债券”，发行规模为不超过15.00亿元，债券存续期限不超过7年（含7年）。本次债券为固定利率债券，具体发行规模、分期方式等由公司根据公司资金需求情况和发行时市场情况确定，本次债券的票面利率由公司的主承销商根据本次公司债券发行时市场情况确定。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行公司债券的募集资金中，12 亿元拟用于偿还银行贷款，以优化债务结构；剩余 3 亿元用于补充流动资金，以满足公司日常生产经营需求。

三、行业分析

公司主要经营的行业板块有保障性住房建设、房地产开发、零售百货和文化产业（旧城历史文化保护）。公司主营业务以商品房和保障房开发销售业务为主，近三年在主营业务收入中占比分别为 95.93%、98.02% 和 74.91%¹。基于此，行业分析主要围绕房地产行业和保障房业务展开。

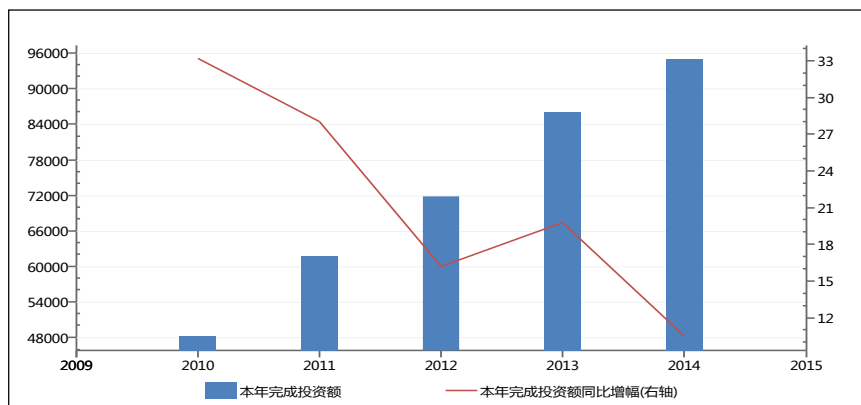
房地产行业

1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2008 年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响，表现低迷。后随着金融危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。2014 年，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，全国房地产开发投资 95,035.61 亿元，名义同比增长 10.49%，较 2013 年同期增速大幅下滑 9.30 个百分点。预计未来一段时间，房地产市场将呈现一定的回调或波动态势（如下图所示），房地产市场将逐步进入平稳、理性增长的新时期。

图 2 2010~2014 年我国房地产开发投资及其同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：wind 资讯。

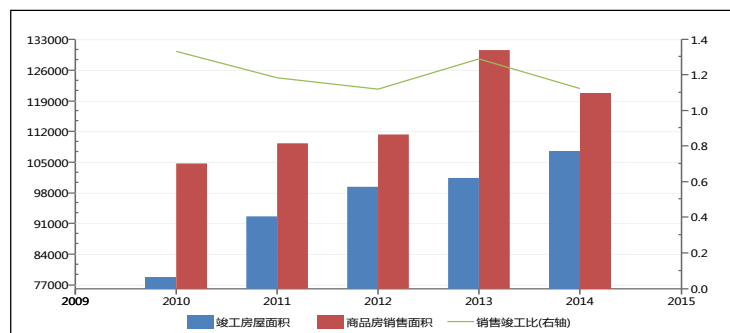
总体看，房地产业是我国经济的重要支柱产业，但受宏观经济波动和调控政策影响，近年来发展波动较大。

2. 市场供需

¹ 主要是 2014 年公司合并了北京华兴新业商贸有限责任公司等子公司，其商场销售业务、餐饮收入、客房收入及展会收入纳入合并范围所致，以上各项在主营业务收入中占比较小。

从供求情况看，2008 年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2013 年房屋竣工面积 10.14 亿平方米，同比增长 2.02%；其中，住宅竣工面积 7.87 亿平方米，同比下降 0.38%。2013 年房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。2013 年全国商品房销售面积 13.06 亿平方米，同比增长 17.34%；其中，住宅销售面积 11.57 亿平方米，同比增长 17.46%。2014 年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014 年，商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 76,292 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014 年，住宅竣工面积 107,459 万平方米，同比增长 5.9%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

图 3 2010~2014 年全国商品住宅供求情况 (单位: 万平方米)

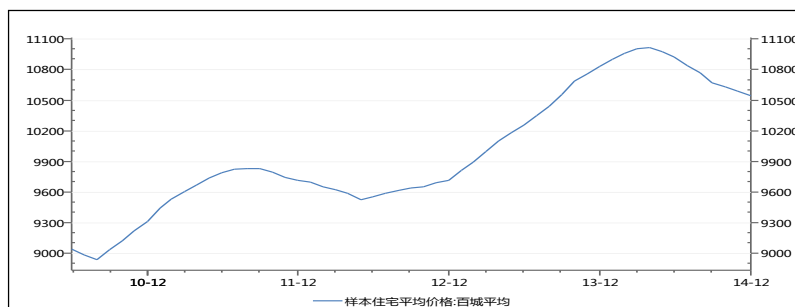


资料来源: wind 资讯、联合评级整理。

注: 销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值, 大于 1 说明供不应求, 小于 1 说明供大于求。

从商品房销售价格看，2010 年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011 年 9 月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过 20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入 2012 年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于 2012 年 6 月实现环比小幅上涨，结束了连续 9 个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2013 年 12 月百城住宅均价为 10,833 元/平方米，同比上涨 11.51%。2014 年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014 年 12 月百城住宅均价为 10,542 元/平方米，环比下跌 0.92%，连续第 5 个月下跌，跌幅扩大 0.33 个百分点，如下图所示。

图 4 百城住宅平均价格情况 (单位: 元)



资料来源: Wind 资讯。

总体看，从 2008 年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013 年也已经基本

确立了持续上涨趋势，但 2014 年以来房价上涨趋势得以扭转，未来房价走势仍待进一步观察。

3. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2009 年上半年，房地产行业宏观调控政策相对宽松。但是，随着各地纷纷出台房地产鼓励政策，房价明显上涨。下半年，政策逐渐转向收紧，12 月国务院出台“新国四条”抑制房价过快上涨。2010 年，国家出台了更为严厉的房地产政策，如明确二套房贷首付不能低于 40%，贷款利率严格按照风险定价，增加住房有效供给，抑制房地产投机，实行更为严格的差别化信贷政策等。

2011 年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011 年 1 月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1 月 26 日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年 1,000 万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等等。2011 年 1 月 27 日，中国财政部表示，自 2011 年 1 月 28 日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

2012 年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。据统计 2012 年中央强调调控不动摇 60 次；4 次提及“决不让房价反弹”；房价合理回归被提到 156 次；2 次提及问责。限购、限价、限贷继续严格执行。五大政策显得最为重要，它们分别是公积金贷款政策、个人住房信息联网、查处小产权房、禁墅令政策以及经济领域内的央行降息政策。

进入 2013 年，房地产调控进一步升级。2013 年 2 月 20 日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。

表 3 2009 年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2009 年 5 月	国务院发布《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》
2009 年 12 月	国务院常务会议提出“新国四条”
2010 年 1 月	国务院发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2010 年 4 月	国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》
2011 年 1 月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011 年 1 月	国务院“新国八条”
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年	央行多次降息，多地取消限购
2015 年 2 月	央行降息
2015 年 3 月	央行调整二套房首付比例；财政部调整营业税征收标准

资料来源：联合评级搜集整理

2014年以来,我国房地产行业投资增速明显放缓,各地土地出让情况不佳,部分城市出现土地流拍等情况,对地方政府财政状况造成较大压力。经济下行压力与日俱增,国家稳定住房消费以防止房地产市场进一步下滑,刺激房地产市场以保经济增速。房地产市场调控政策因此由强力行政干预走向市场化,由令出中央到下放地方。2014年,全国大多数城市相继取消或者放松了当地的限购政策,以维护房地产市场的稳定健康发展,到目前为止,46个限购城市中仅余北京、上海、广州和深圳仍执行限购政策。此外,部分城市的救市措施还从公积金贷款调整、契税减免、调整首付比例、购房补贴、户籍准入等方面入手,呈现多元化、纵深化格局。

进入2015年,国家房地产调控政策相继出台。2月28日,央行决定自2015年3月1日起,金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.35%,一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.5%,存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.2倍调整为1.3倍。3月30日,人民银行和财政部相继发文,对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购买二套房,最低首付比例调整为不低于40%;个人将购买2年以上(含2年)的普通住房对外销售的,免征营业税。相关政策反映出国家层面对房地产行业的支持,对房地产行业形成利好。

总体看,目前房地产行业调控方向将从行政手段逐渐向长效的经济手段转变。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策,有望继续保持和改进。行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

4. 行业关注

房地产行业处于调整周期,行业风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。房地产企业往往通过增加外部融资扩大开发规模,这是国内房地产市场一直以来的基本模式。如果遇到加息、人民币贬值将导致热钱流出,上调存款准备金等因素导致市场资金面趋紧,房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

近几年来部分城市房地产市场快速扩张,需求有过度释放迹象。部分城市的房地产市场风险已经充分暴露,例如鄂尔多斯市、温州、杭州和青岛等。未来,如果中国经济在转型压力下低速增长,很可能有更多的城市出现住宅供求失衡、房地产泡沫破裂的现象。国内房地产市场的持续低迷,房地产企业销售全面下降,流动性风险增加,会让金融机构对房地产企业贷款更为谨慎甚至收缩。而且受早期房地产暴利以及房地产调控政策影响,房地产企业在国内的融资很大一部分通过包括信托在内的影子银行实现,融资成本居高不下;而当前一旦遭遇销售不畅,很容易造成资金链断裂及风险暴露。

我国人口向老龄化发展,不利于房地产行业的长期发展

由于计划生育制度和医疗卫生水平提高,我国老年人的比例不断上升,全国将进入老年型社会。二十世纪八十年代以后出生的独生子女在二十一世纪初对住房的刚性需求较强,引起了房价的大幅上涨,到二十一世纪二十年代后,我国的人口增速将大幅降低,这些独生子女的下一代将可能继承多套房产,届时房地产将严重供大于需;同时,由于人口红利的丧失,我国宏观经济的增速将进一步放缓,也在一定程度上影响了居民对住房的购买力,房地产的价格也将会大幅下跌,这将不利于房地产行业的长期发展。

总体看,房地产行业面临国家宏观调控政策变化、融资困难和融资成本较高以及人口增速降低带来的不确定性风险。未来房地产行业发展面临一定的压力。

5. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体的前景是比较确定的。

地方政策调整更趋灵活，空间更大

市场化改革和长效机制的建立不可能一蹴而就，随着多地限购政策的取消，各地政策的调整或将迎来新的契机。北上广深等一线城市难以从限购方面取得突破，而将继续从公积金、信贷等方面支持自住需求；对于其他限购城市来说，政策调整空间将有所扩大。

供需转变，城市分化增大；部分城市库存高位导致城市房价下行压力加大

需求方面，2014年央行发布“央五条”明确支持首套房贷款有助于平稳市场预期，同时两次定向降准释放一定流动性，预计未来一段时期中央或将继续采取金融措施支持自住型住房需求，合理引导和稳定市场预期，地方政策微调也将短期刺激市场，房地产市场需求或将缓慢回升。供应方面，前几年供应土地逐渐进入上市推盘周期，未来一段时期企业销售压力加大，预计企业推盘会更加积极，市场供应量将进一步增加。价格方面，“去库存”仍是房地产市场主基调，预计全国房价将在波动中延续阶段性下行趋向；库存持续高位、去化周期长的城市房价下行压力较大；而受需求量大、资源集中的影响，一线城市房地产业预计仍将保持平稳。

综合来看，在未来一段时期，针对房地产行业的调控政策将更加市场化、灵活化，但由于供需转变、库存高位等原因可能导致二三线城市房价下行压力较大。

保障性住房

（1）基本概况

保障性住房是指政府在对中低收入家庭实行分类保障过程中所提供的限定供应对象、建设标准、销售价格或租金标准，具有社会保障性质的住房。保障性安居工程主要是指城市的廉租住房、城市的经济适用住房，也包括在一些林区、垦区、煤矿职工的棚户区（危旧房）改造、游牧民定居工程。保障性住房一般由廉租房、经济适用房、公共租赁住房（政策性租赁住房）、限价房（两限商品住房）以及棚改房构成。其中，廉租房是指政府以租金补贴或实物配租的方式，向符合城镇居民最低生活保障标准且住房困难的家庭提供社会保障性质的住房；经济适用住房是指政府提供政策优惠，限定套型面积和销售价格，具有保障性质的政策性住房；公共租赁住房是指按照市场租金水平调节后向中等偏下收入住房困难家庭提供可租赁的住房；两限商品住房是指限房价、限套型的普通商品住房；棚改房是指通过棚户区改造提供的保障性住房。

为推动科学发展、加快转变经济发展方式、保障和改善民生，2009年，国务院批准由住建部牵头，十六部委联合成立全国保障性安居工程协调小组，专门负责组织协调全国范围内保障房安居工程的建设；在中央提出的新一轮城镇化建设规划中，保障房的全面规划对于建设多层次住房保障体系具有不可替代的作用。

（2）行业政策

国家各部门对保障性住房多次出具相关政策。2011年，根据十二五规划，在“十二五”期间，中国将加大保障性住房的建设规模，提高保障性住房在住房供应体系中的比重，重点将加快发展

公共租赁房，继续推进廉租住房和经济适用住房建设，增加限价商品住房供应。同时，继续大力推进各类棚户区改造。“十二五”期间，中国将新建各类保障性住房 3,600 万套，保障性住房的覆盖率将达到 20%。

根据财政部综合司发布的《2014 年各级财政支持保障性安居工程建设情况》，2014 年全年保障性安居工程建设共支出 4,319.49 亿元，同比增长 11.2%，支持全国开工建设城镇保障性安居工程 740 万套。2015 年，全国财政一般公共预算安排保障性安居工程资金 3,602.28 亿元，比上年增长 7%。

表 4 2010 年至今主要保障房调控政策

年份	调控政策	主要内容
2010 年 4 月	国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》	加快保障性安居工程建设，保障性住房、棚户区改造和中小套型普通商品住房用地不低于住房建设用地供应总量的 70%，并优先保证供应；房价过高、上涨过快的地区，要大幅度增加公共租赁住房、经济适用住房和限价住房供应
2011 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》	强化各级政府责任，加大保障性安居工程建设力度，基本解决保障性住房供应不足的问题。多渠道筹集廉租房房源，完善租赁补贴制度。重点发展公共租赁住房，逐步使其成为保障性住房的主体。加快各类棚户区改造，规范发展经济适用住房。建立稳定投入机制，加大财政资金、住房公积金贷款、银行贷款的支持力度，引导社会力量参与保障性住房建设运营
2011 年	国务院办公厅发布《关于保障性安居工程建设和管理的指导意见》	明确了保障房建设是党中央、国务院保障和改善民生采取的重大措施；要坚持政府主导，政策扶持，引导社会参与；确保用地供应，中央和地方政府加大财政资金投入力度，加大信贷支持，落实税费减免政策。同年，为保障保障房建设的信贷资金供应，央行、银监会联合发文（银发〔2011〕193 号），要求各银行等相关金融机构要认真做好保障性安居工程的金融服务工作。
2012 年	《关于鼓励民间资本参与保障性安居工程建设有关问题的通知》	鼓励和引导民间资本通过直接投资、间接投资、参股等多种方式参与保障性安居工程建设。
2013 年 6 月	国务院常务会议	研究部署加快棚户区改造，促进经济发展和民生改善，未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1,000 万户，其中 2013 年改造 304 万户。
2013 年 8 月	发改办财金[2013]2050 号文	明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度；鼓励“债贷组合”方式用于棚改债券；允许棚改债券规模由项目总投资的 60% 提升至 70%。

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，由于近年部分地区房地产价格呈现快速上涨趋势，中国政府连续出台了通过土地、税收和购房信贷等一系列措施调控市场的政策，此外，以北京为例，推出自住型住房等限价房，以满足居民安居需求。随着调控政策累积效应逐渐显现，作为国家房地产调控以及改善民生重要举措的保障房市场仍将面临较大发展空间。

（3）区域行业概况及未来发展

2011 年 3 月 16 日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》，其中在保障性住房建设规划方面，通过增加保障性住房的建设和供应增加房地产市场的有效供给，缓解房地产市场供需矛盾。

具体到北京地区，“十二五”期间，北京市将以保障性住房为重点，全面推进住宅产业化，拟将建设、收购保障性住房 100 万套，竣工 70 万套，投资规模达 6,000 多亿元，到 2015 年产业化建造方式的住宅达到当年开工建筑面积 30% 以上，累计示范面积超过 1,500 万平方米。同时北京市将进一步扩大棚户区改造范围，将中心城区平房院落修缮、老旧小区综合整治、城中村边角地整治和城乡结合部改造 4 类项目纳入棚户区改造范围。计划用五年时间，改造 527 个中心城区棚户区项目，计划 5 年投入 5,000 多亿元，惠及居民 23 万户。

近年来，西城区人民政府一直加大公共财政向社会民生领域的倾斜力度，最大限度地满足居民的公共需求。2015 年，西城区计划建设保障性住房 3,430 套，基本建成保障性住房 2,289 套。在各项政策的有利支持下，西城区按照北京市“以区为主、全市统筹”的要求，积极建设各类保障性住房项目以解决北京市中心城区居民的住房困难。从 2010 年至今，西城区已在昌平回龙观、房山长阳、丰台张仪村等地块开工建设各类保障性住房。2012 年，西城区的保障性住房开工建设任务达到 1.5 万套；2013 年至 2015 年，西城区的保障性住房建设任务总量预计将达到 3 万套。

综上所述，中国尤其是北京市和西城区的保障性住房建设行业未来仍存在较大的发展空间和较好的发展机遇。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

作为北京市西城区的大型国有独资公司，公司是北京市及西城区保障性住房建设、住房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。

保障房建设方面，公司是北京市及西城区目前保障性住房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。其中公司承接的“百万庄北里居民住房改善”项目已经纳入北京市棚户区改造和环境整治工作计划，同时该项目也是北京市 2013 年棚户区改造和环境整治重点工程、北京市中心城区棚户区改造示范项目；公司承接的“房山区长阳站 7 号地西城区旧城保护定向安置房”项目是西城区未来几年保障性住房供给的重要来源。

房地产业务方面，公司下设北京天恒房地产股份有限公司（以下简称“天恒股份”）和北京西都地产发展有限公司（以下简称“西都地产”）等十几家房地产企业。其中子公司天恒股份属于城市综合开发资质一级企业；北京西都地产发展有限公司拥有北京中建协认证中心有限公司质量管理体系认证证书。近年来公司已建成多处新型示范规模社区项目，如“清上园小区”项目被住房和城乡建设部评选为科技住宅示范项目并获得北京楼市贡献奖、城市贡献奖等多个奖项；“天恒·龙泽府”项目获得省地节能环保型住宅国家康居示范工程奖，该奖项是住房和城乡建设部颁发的地产最高奖项；乐活城项目荣获“2013 年北京市工人先锋号”荣誉称号。

物业管理与服务业务方面，该板块主要由北京华兴新业商贸有限责任公司（以下简称“华兴新业”）、北京天恒瑞海物业管理有限责任公司（以下简称“天恒瑞海”）和联营公司北京天恒正业投资管理有限责任公司（以下简称“天恒正业”）承接。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。

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。该项目是什刹海文保区的风貌保护、人口疏解、基础设施改造的重点工程，目前是北京市文保区项目中唯一具备规划、国土意见复函以及立项、

环评批复的重点项目。

综上所述，公司房地产和保障房开发经验丰富；作为北京市西城区的大型国有独资公司，公司在保障性住房和旧城历史文化保护建设领域具有区域垄断性优势。

2. 人员素质

截至 2014 年底，公司主要高级管理人员包括董事长（兼党委书记、总经理）1 人、副董事长（常务副总经理）1 人、常务副总经理 1 人及董事会秘书 1 人，此外还有副总经理 5 人，共 9 人。

公司董事长刘洪文先生，工商管理硕士研究生学历，工程师。历任北京市西城住宅建设开发公司工程科干部、筹建处干部，北京市西城住宅建设开发公司经营策划部干部、副经理，北京市回龙观项目筹建处副主任，北京市西城住宅建设开发公司副经理，北京天恒房地产股份有限公司副总经理；现任北京天恒置业集团董事长、党委书记、总经理。

公司副董事长路曦女士，工商管理硕士研究生学历，高级经济师。历任北京市西直门外百货商场副总经理，北京华兴新业商贸有限责任公司副总经理兼任北京复兴商业城有限公司副总经理，北京华兴新业商贸有限责任公司总经理兼任北京复兴商业城有限公司副总经理，现任北京天恒置业集团副董事长以及常务副总经理。

截至 2014 年底，公司拥有职工 1,838 人，从学历程度看，大专学历及以上员工占 44.18%，中专及高中学历占 22.58%，高中学历以下占 33.24%；从职位类型看，生产人员占 18.82%，中级管理人员占 15.07%，财务人员占 7.13%，销售人员占 15.07%，技术人员占 18.55%，其他人员占 25.35%。

总体看，公司高层领导具有深厚的专业背景和丰富的管理经验；公司员工学历水平较高，符合公司主营行业特点，人力资源质量可以满足公司需要。

3. 区位优势

公司主要经营区域为北京市西城区，北京市西城区位于北京市中心城区西部，辖区设 15 个街道、255 个社区，总面积 50.70 平方千米。

根据《北京市西城区国民经济和社会发展第十二个五年规划》，北京市西城区将建设成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、国内外知名的商业中心和旅游地区以及和谐宜居健康的首都功能核心区。未来西城区将加大投资金额、加快建设一批保障性住房，加强文物保护修缮等旧城改造力度，城市建设发展势头强劲。同时西城区将加快推动发展方式转变，全面提升城市发展品质，坚持以加快转变经济发展方式为主线，坚持以改革创新为动力，坚持以改善民生为目的，全面实施“服务立区、金融强区、文化兴区”战略，努力把西城区建设成为“四个服务”示范区、高端服务业发展示范区、“人文北京、科技北京、绿色北京”示范区和社会和谐示范区，以更高的标准创造城市美好生活，在北京建设中国特色世界城市的进程中走在前列。

2014 年，西城区财政收入稳步增加，全年完成公共财政预算收入 372.76 亿元，比上年增长 9.03%；全区政府性基金预算收入 28.98 亿元，其中国有土地使用权出让收入 26.74 亿元。2015 年，西城区公共财政预算收入为 400.71 亿元，公共财政预算支出 309.01 亿元，均较 2014 年有所增长。

此外，在北京市政府的协调下，西城区将进一步推进和参与北京市的城市南部地区加快发展行动计划，未来三年西城区将继续大力推进该计划的建设，2013 年西城区已基本完成了项目征集工作，拟上报项目共 30 余项，初步测算总投资规模近 140 亿元。

总体上看，西城区强劲的经济实力对于自身城市建设起到了有力的支撑，也为公司的业务发

展创造了广阔的发展空间,并对保障性住房、房地产开发和文化产业等项目建设提供了有力保障。

4. 股东支持

资金注入

作为西城区资产规模最大、实力最强的国有企业之一,公司得到了西城区政府及西城区国资委的大力支持和持续关注,在资产注入等方面有着政策优势。自公司成立以来,北京市西城区国资委通过财政拨款方式持续对公司进行资金注入。资金注入有力的提高了公司的权益规模,直接壮大了公司的实力,增强了公司的经营能力和抵抗风险的基础。

近五年来,西城区国资委对公司的持续多次增资,为公司的持续发展准备了良好基础。具体情况见下表:

表 5 2011 年来西城区政府对公司注资情况(单位:万元)

时间	增资方	政府文件	增资金额	增资后注册资本
2011年1月11日	西城区国资委	西国资发[2010]30号	3,000.00	172,977.42
2011年5月10日	西城区国资委	西国资发[2011]8号	3,000.00	175,977.42
2012年1月11日	西城区国资委	西国资发[2011]215号	79,395.24	255,372.66
2012年2月6日	西城区国资委	西国资发[2012]11号	60,000.00	315,372.66
2012年11月15日	西城区国资委	西国资发[2012]184、185号	35,000.00	350,372.66
2013年4月11日	西城区国资委	西国资发[2013]2、7、18号	72,450.00	422,822.66
2013年9月9日	西城区国资委	西国资办发[2013]69、70号	45,000.00	467,822.66
2013年11月1日	西城区国资委	西国资办发[2013]85、86号	30,500.00	498,322.66
2014年1月3日	西城区国资委	西国资[2014]1号	65,012.89	564,172.66 ²
2014年4月2日	西城区国资委	西财经二指[2013]1007、1027号 西国资办发[2014]17号	30,000.00	594,172.66
2014年5月28日	西城区国资委	西国资复[2014]44号	41,164.04	635,336.70
2014年12月30日	西城区国资委	西国资复[2014]83号	36,800.00	672,136.70

资料来源:公司提供

项目资金

针对公司各项保障房项目相关道路、拆迁及改建等配套基础设施改造项目,政府将建设资金以专门款项方式直接划拨至公司(计入专项应付款)。截至2014年底,西城区政府针对西内及新北京市政道路建设、161中学南校区改扩建项目及桃园危改市政道路建设等11个项目共拨入资金23.17亿元。

总体上看,公司得到了股东在注资、项目资金等多方面的大力支持。

五、公司管理

1. 治理结构

公司建立了董事会、监事会和经理层的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制。

公司设董事会,成员为九人,其中八名董事(含一名外部董事)由出资人委派,一名职工董事由公司职工代表大会选举产生。董事会设董事长一人,副董事长一人,由出资人从董事会成员中指定。董事任期为每届三年,任期届满经出资人同意可以连任。董事在任期届满前,不得无故

² 同时公司将资本公积 837.07 万元转增注册资本。

解除其职务。外部董事任期三年，任期届满经出资人决定后可连任，但连任不得超过两届。职工董事由公司职工代表大会选举产生。职工董事任期每届为三年，任期届满，连选可以连任。

公司设总经理一名，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。总经理每届任期三年，任期届满，由董事会连聘可连任。

公司设监事会，成员五人，其中三名监事由出资人委派，两名职工代表监事由公司职工代表大会选举产生。监事会设主席一人，作为监事会召集人，由出资人在监事会成员中指定。监事的任期每届为三年，任期届满，经出资人同意或职工代表大会连选可连任。公司董事、总经理及其他高级管理人员不得兼任监事。

总体看，公司已建立了较为规范的法人治理结构。

2. 管理体制

公司采取了总部职能制的横向组织结构与下属事业部制的纵向运营结构相结合的管理体制。通过公司总部的横向组织结构，可以有效发挥公司总部的集中管理优势，明确专项工作的落实和责任；与此同时，通过纵向的事业部运营结构，可以最大化地发挥下属各单位的积极性，防止公司整体运营僵化而缺乏灵活性和适变性。横向职能制组织结构体现为总部下设行政管理中心、人力资源中心、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；纵向事业部运营结构体现为地产运营事业部、城区项目事业部、商业运营事业部共三个事业部，事业部隶属集团公司总部，事业部本部负责所属业务板块专业运营体系的日常管理。

横向组织

董事会办公室主要职责：董事会、监事会的日常事务、投资者关系、公司外部风险管理、信息披露等工作，以及其他工作；行政管理中心主要职责：行政事务管理、文秘事务管理、信息系统管理、后勤事务管理、企业文化管理等职能模块相关的工作；人力资源中心主要职责：负责集团人力资源相关的工作；财务管理中心主要职责：负责财务预算核算、资金管理相关工作；战略发展中心主要职责：负责战略规划、运营管理及全面预算管理、项目投资管理、集团品牌管理等职能模块相关工作；资本运营中心主要职责：负责股权投资、股权管理、融资管理（非银行信贷融资）、集团上市规划等模块相关的工作；资产管理中心主要职责：负责各类资产管理相关工作；风险控制中心主要职责：负责制度流程体系建设、内控体系建设风控相关工作。

纵向运营

为了适应公司多元化战略的实行，努力使公司下属单位能够有更大的自由度以应对市场并提高专业化业务能力。公司采用事业部管理模式。从经营内容和管理权力的配置角度，将公司业务归为三大事业部：地产运营事业部、城区项目事业部以及商业运营事业部三个部分。有效的实现了公司与下属单位的权力配置效率，促进了公司各方面事业的进展。

总体来看，公司横向部门齐全，纵向管理有效。

3. 规章制度

为了防范和控制经营风险，保证各项经营活动规范运行，公司建立了完善的集团内部管理制度，包括组织机构管理制度、人力资源制度、战略与投资管理制度、财务与审计制度、资产管理制度、预算管理制度等。

项目投资管理方面，根据公司制定的《项目投资管理办法》，公司主要投资方向和范围是具有较长经营周期、高成长性、高附加值的项目。主要投资范围以房地产开发为主，物业经营和物业

管理为辅，并介入符合公司发展战略的相关产业。

股权投资方面，根据公司制定的《股权投资管理办法》，由于公司是代表西城区国资委进行有形资产和无形资产投资的实施主体，其投资的主要目的是在保证国有资产保值增值的前提下，顺应经济发展需要，并与公司的发展战略相一致。公司对投资企业的监管主要包括：责任董事对投资企业的日常监管和通过投资企业董事会（议案）对投资企业的监管。

财务管理制度方面，公司制定了一系列较为完备的管理制度体系，包括有《固定资产管理办法》、《财务预算管理制度》、《财务会计管理制度》、《集团内审制度》、《控股投资企业监管细则》、《全面预算管理制度》等。融资借款及担保方面，根据公司制定的《融资借款及担保管理办法（暂行）》，公司对外融资借款及担保管理的最高权力机构是公司总部董事会，总部财务部为主要职能部门。年度经营预算、资金预算是公司对外融资借款及担保的主要依据。

总体来看，公司内部制度健全，管理运作情况较好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事保障性住房建设、房地产开发、百货零售和文化产业四大业务板块，其中以房地产开发、保障性住房建设等为主。近三年，公司主营业务收入波动增长，分别为 16.40 亿元、14.75 亿元和 22.98 亿元，年均复合增长 18.39%。

从业务构成情况上看，房屋销售为公司的核心业务，房产类别主要为住宅地产和保障房。2012 年以来，公司房地产开发销售均占主营业务收入的占比保持在 70% 以上，是公司主要收入来源。2014 年，公司销售商品收入有较大幅度增长，主要系公司新纳入合并子公司北京华兴新业商贸有限责任公司所致；该板块收入主要来源于百货商场销售服装、小商品、日用百货等。此外，公司还持有部分物业、餐饮和酒店等业务，在主营业务中占比较低。

从毛利率上看，近三年，公司主营业务综合毛利率分别为 45.85%、44.16% 和 22.83%，呈逐年下降趋势，主要系房屋销售板块毛利率下降所致。2012~2013 年，公司结转收入以商品房项目为主，销售价格较高，公司毛利率较高；而 2014 年，公司房屋销售以房山长阳保障房项目为主，而保障房项目毛利率较低，使得公司主营业务综合毛利率下降。

表 6 2012 年~2014 年公司主营业务收入和毛利构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房屋销售收入	15.73	95.93	46.30	14.45	98.02	44.46	17.22	74.91	21.90
销售商品收入	0.04	0.27	17.51	0.10	0.65	64.80	4.86	21.14	20.65
物业管理收入	0.54	3.30	37.91	0.20	1.32	13.74	0.21	0.91	17.02
供暖管理收入	0.08	0.48	23.34	-	-	-	-	-	-
餐饮收入	-	-	-	-	-	-	0.57	2.49	55.92
客房收入	-	-	-	-	-	-	0.11	0.49	99.85
展会收入	-	-	-	-	-	-	0.01	0.04	33.11
其他收入	0.00	0.02	82.07	0.00	0.01	-241.45	0.00	0.02	41.58
合计	16.40	100.00	45.85	14.75	100.00	44.16	22.98	100.00	22.83

资料来源：审计报告

总体看，公司营业收入呈波动增长态势，受宏观房地产政策和公司项目结转周期影响较大；

受结转项目性质不同，公司主营业务毛利率有所下降，但整体仍保持在较合理水平。

2. 房地产开发业务

公司的房屋销售业务主要是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（以下简称“嘉鸿房地产”）等公司承接。

公司房地产项目定位主要为普通住宅，同时也涉足部分高档别墅项目。公司建成项目中不乏精品项目，包括建设部科技示范项目“清上园小区”、北京市优秀物业管理小区“西八里庄”等新型示范规模社区以及“北京龙泽苑”项目等。2012~2014年，公司在开发的项目主要包括“天恒·乐活城”项目、“天恒·龙泽苑”项目、山天家园和“天恒·龙泽府”项目等，项目规划面积合计约百万平方米，除山天家园产品定位为高端别墅外，其他项目均为普通住宅。

从土地储备情况上看，近三年来，公司（包括联营企业）共取得三块地块，规划建筑面积合计 43.77 万平方米，取得土地价格合计 67.60 亿元。公司取得土地均来自公开市场，以“招、拍、挂”的方式取得。此外，公司还进行商品房用地一级开发，主要为南口农场 NC-01 街区居住用地土地一级开发项目，该项目规划总用地面积 24.7 万平米，规划建筑规模约为 31.79 万平米，可为公司提供二级开发项目储备。截至 2014 年底，公司尚有未开发的土地储备规划建筑面积合计 71.26 万平方米，可以满足近期项目开发需要。

表 7 公司新增土地储备情况（单位：亿元、万平方米）

时间	地块名称	取得土地价格（亿元）	规划建筑面积（万平方米）
2013年	阎村镇04-0084地块	6.30	11.14
2014年	大兴西红门0303-010-2	19.1	12.13
	南苑乡南苑1404-621 ³	42.2	20.50
合计	-	67.60	43.77

资料来源：公司提供

从经营数据看，2012~2014年，公司保持了较高的房屋开复工水平，竣工面积有所波动，主要系开发周期不一所致。在开发区域方面，公司商品房销售的区域主要在北京市、山东威海市和威海文登区。2012年公司房地产实际销售签约额在北京和山东两个地区的比重分别为 96.94%和 3.06%；2013年，北京市地区销售比重下降至 63.40%；2014年，北京市和山东地区的销售占比分别为 69.11%和 30.89%。公司目前及未来房地产开发销售主要区域仍将以北京和山东地区为主。

表 8 房地产开发业务经营情况（单位：万元、万平方米、万元/平方米）

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
房屋开复工面积	38.57	35.81	55.11
房屋竣工面积	12.00	7.99	15.62
房屋签约销售面积	7.13	9.42	6.77
签约平均价格	1.59	0.89	0.98
实际销售签约额	113,491	84,279	66,412
结转收入面积	2.70	8.15	9.95
结转收入金额	2.40	8.56	7.76

资料来源：公司提供

在房屋销售方面，公司房屋签约销售面积和销售签约平均价格均有所波动。近三年，受北京市房地产行业整体波动，以及公司山东销售额占比的提高，使公司房屋签约销售金额波动下降。

³ 该地块为公司联营企业北京金天恒置业有限公司取得。

2012~2013年，公司房屋签约销售额分别为11.35亿元和8.43亿元；2014年，受房地产行业整体景气度下滑影响，公司房屋销售面积6.77万平方米，实际销售签约额6.64亿元，较上年有所下降。

表9 截至2014年底公司在手项目基本情况（单位：亿元、万平方米）

项目	项目名称	总建筑面积	(预计)开工时间	(预计)竣工时间	总投资	截至2014年底已完成投资	剩余可售面积	已售面积
在开发/在售	山天家园	13.37	2006.12	2015.12	26.71	18.89	5.28	7.29
	龙泽府1期	11.39	2012.10	2015.9	7.27	6.06	6.98	3.02
	龙泽苑1期	8.3	2010.5	2012.10	9.51	6.63	3.33	4.78
	龙泽苑2期	8.6	2012.9	2014.11			3.08	5.41
	龙泽苑3期	9.9	2014.10	2016.8			9.39	0
	房山区阎村镇D地块住宅小区项目(F组团)	4.16	2015.2	2017.3	12.1	10.14	2.63	0.00
	房山区阎村镇D地块住宅小区项目(D02地块)	20.58	2008.5	2010.10			0.12	16.28
	乐活家园D05一期	3.90	2012.12	2013.11	10.48	8.02	0.10	4.89
	乐活家园D05二期	7.36	2010.8	2012.8			0.35	3.14
	房山区阎村镇04-0084地块项目(E03地块)	14.19	2014.6	2015.12	13.06	7	10.47	-
拟建	龙泽府2期	8.8	2016.3	2018.10	4.70	1.30(土地成本)	未定	未定
	大兴区西红门0302-010-2地块F3其他类多功能用地项目	18.69	2015年初	未定	32.58	20.64(土地成本)	未定	未定
	周口店镇中心区二街区项目	未定	未定	未定	未定	未定	未定	未定
	固安产业园项目	未定	未定	未定	未定	未定	未定	未定
合计	-	129.25	--	--	116.41	77.38	41.73	44.81

资料来源：公司提供

截至2014年底，公司在开发/在售项目尚有可售面积41.73万平方米，可支撑未来一段时间销售需求。截至2014年底，公司在手项目预计总投资116.41亿元，尚需投资39.03亿元，投资资金需求较大，但考虑到预售可以带来部分资金回流，实际投资压力将有所缓解。

总体上看，公司房地产开发业务板块运营比较平稳，开发项目以北京和山东地区为主；公司项目储备能够支持公司未来一段时间需求；但受房地产行业波动影响，公司房地产销售呈下滑趋势。

3. 保障性住房建设及土地一级开发业务

公司保障性住房建设及土地一级开发业务主要是由下属子公司北京西都地产发展有限公司（以下简称“西都地产”）、天恒股份和北京天恒康都房地产开发有限公司（以下简称“天恒康都”）等承接。截至2014年底，天恒股份除了承担部分商品房建设外，也承担了“丰盛危改小区”项目、“百万庄北里居民住房改善”项目和光源里棚户区改造项目；西都地产主要承担了“桃园危改小区”和“官园危改小区”项目；天恒康都主要承担西城区对接安置及保障性住房项目（房山长阳）（以下简称“长阳项目”）。公司项目中，除长阳项目外，其他项目尚处于拆迁、建设等前期阶段。从收入占比上看，受保障房结转收入有所波动影响，保障房收入在公司主营业务收入中占比相应波动，以2014年收入为例，公司保障住房收入在主营业务收入中占比分别为39.64%，在房屋销售收入中占比分别为52.92%。

(1) 主要项目介绍

“桃园危改小区”项目是西城区最大的危旧房改造小区项目，总占地54.96万平方米，其中：保留用地10.32万平方米，建设用地27.18万平方米，市政代征地17.45万平方米；规划总建筑面积102.62万平方米（地上74.84万平方米），其中：回迁住宅及配套项目38.54万平方米（地上30.75

万平方米)，非配套公建项目 64.08 万平方米（地上 44.09 万平方米）。截至 2014 年底，公司完成了全部回迁住宅、大部分配套公建的建设以及十四个临街非配套公建的建设工作，近 98% 的危改开发工作量已完成。西都地产将对小区内剩余的 A7、A8 项目进行危改拆迁和建设。

“官园危改小区”危改开发项目总占地 14.6 万平方米，其中：建设用地 12.8 万平方米，代征用地 1.8 万平方米。该小区 1992 年危改立项，共需拆迁居民 5,338 户，拆迁单位 24 个。整个危改小区共分为 A、B、C、D、E 五部分。截至 2014 年底，A、B、C、D、E 区的拆迁任务已基本完成。

“丰盛危改小区 C 区”项目占地约 2.1 万平方米，总建筑面积约 3.19 万平米，预计总投资 28.13 亿元。公司会同政府工作组、拆迁公司等组成金融街建设指挥部丰盛 C 区项目分指挥部及多个拆迁工作小组和服务保障小组共同推进拆迁工作，截至 2014 年底，拆迁工作已完成，项目已经进入了后续的规划调整阶段，累计完成拆迁投资约 26.50 亿元。根据政府要求，用地性质拟调整为金融办公，公司已完成控规调整方案并报送至规划委。丰盛 C 区项目开发建设周期预计为 48 个月（2015 年 1 月~2018 年 12 月），项目总投资预计全部由政府财政资金提供。

“丰盛危改小区 A 区”项目总占地面积为 12.98 万平方米，总建筑面积约 16 万平方米，预计总投资 18.70 亿元。项目规划设计结合了北京市政府旧城区文物保护政策项目，规划设计为具有老北京特色的四合院形式建筑，截至 2014 年底，项目已完成投资 6.70 亿元。

光源里棚户区改造项目已纳入 2014 年北京市新增棚户区改造及环境整治任务册中。项目用地规模约 11.70 万平方米，涉及居民约 2,201 户、单位 11 个，涉及征收建筑面积约 95,700 平方米。总投资 117 亿元，其中政府注资 17.66 亿元，其余由国开行进行贷款和自筹。该项目按照一二级联动开发，预计于 2017 年完成一级开发，2020 年完成二级开发。项目按照一次性招标文件中相关规定实现资金平衡。

百万庄北里居民住房改善项目拆除改造总面积约 5.30 万平方米，该项目地上总建筑面积约为 17.60 万平方米，建设内容为回迁住宅及配套公建，均用于原址居民回迁使用，剩余回迁住宅由西城区政府统一调配。项目总投资 42.1 亿元，其中政府注资 2 亿元，国家开发银行贷款 30 亿元，公司自筹 10.1 亿元。项目以剩余回迁住宅政府对接、回迁剩余商业出租及停车位出租实现回款。在满足项目资金平衡的前提下，按照剩余回迁住宅对接价 60,000 元/平米进行收入测算，项目总收入约 54.39 亿元，利润约为 1.82 亿元。截至 2015 年 1 月底，百万庄北里项目已完成被征收人签约 1,125 户，完成比例约 90%。

房山区长阳站 7 号地西城区旧城保护定向安置房项目位于北京市房山区长阳镇，紧邻轨道房山线长阳镇站，总用地面积 24.07 万平方米，建设用地面积 15.58 万平方米，总建筑面积为 45.96 万平方米，总户数 5,750 户，安置人口约 16,100 人，预计总投资 41.22 亿元。房山区长阳安置房项目完工后将建成 5,750 套保障房，建筑面积 46.1 万平方米（总规划面积），政府负责组织符合资格人员参与摇号销售，固定价格为南区 5,600 元/平方米，北区 8,200 元/平方米，预计将获得 26~37 亿元房屋销售款。

上述桃园危改小区、官园危改小区、丰盛危改小区、百万庄棚改项目等危改及保障房建设项目均涉及到拆迁、补偿、安置和建设等过程。截至 2014 年底，桃园 F1 项目、丰盛危改小区等项目已完成拆迁工作，桃园 A7、A8 项目尚处于拆迁阶段，对于上述项目的安置、建设工作处于规划阶段；百万庄北里居民住房改善项目仍处项目初期。

表 10 保障房项目开发业务经营情况 (单位: 亿元、万平方米、万元/平方米)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
新开工面积	17.94	0.06	2.68
复工面积	29.82	45.96	17.94
竣工面积	1.8	28.02	0.26
签约销售面积	9.50	1.82	5.19
签约平均价格	0.56	0.56	0.56
实际销售签约额	5.30	1.02	2.91

资料来源: 企业提供

从开发数据来看, 近三年, 公司保障房建设项目主要为长阳项目的开发和销售。受长阳项目开发进度的波动影响, 公司开复工面积、竣工面积和销售面积有所波动。2013 年, 长阳项目南区竣工, 竣工面积大幅增长至 28.02 万平方米; 截至 2014 年底, 房山长阳项目北区目前尚有绿化及市政管线工程, 尚未竣工。

销售方面, 西城区政府于 2012 年开始组织签约销售长阳项目南区, 该部分的签约销售陆续完成; 而对于北区, 政府也已组织摇号选房, 但尚未组织签约, 故尚未体现销售。2014 年, 公司实现签约销售收入 2.91 亿元, 主要系长阳项目南区销售收入。

总体来看, 公司保障房和土地一级开发项目规模大, 但项目开发周期长, 资金支出压力大。

(2) 运作模式

公司保障房建设前期所需资金主要通过政府注资、与国开行及其他银行合作等方式进行筹集。而项目资金回笼和运作模式则主要分为以下 2 种类型。

①土地一级开发平衡

桃园 F1 项目、丰盛危改小区等项目已完成拆迁工作, 桃园 A7、A8 项目尚处于拆迁阶段, 对于上述项目的安置、建设工作仍处于规划阶段。政府约定对公司土地一级开发成本全额补偿, 并另将土地开发总成本的 8% 作为收益返还给公司用于保障性住房建设。未来, 公司将要进行一级开发的土地还有桃园危改小区其他地块和怀柔区刘各长村等。

②政府组织销售

在房山区长阳安置房项目设立初期, 西城区国资委已向其实体主体天恒康都注资 10 亿元作为项目启动资本金。房山区长阳安置房项目完工后将建成 5,750 套保障房, 建筑面积 46.1 万平方米 (总规划面积), 政府负责组织符合资格人员参与摇号销售, 固定价格为南区 5,600 元/平方米, 北区 8,200 元/平方米, 预计将获得 26~37 亿元房屋销售款。截至 2014 年底, 该项目已实现签约销售额 8.62 亿元, 实现销售面积为 16.51 万平方米, 房屋所在区域均为南区。2014 年, 公司收到政府划款, 以抵消前期招拍挂取得土地成本, 而公司工程建设成本与一定的利润加成则与销售款基本平衡。

此外, 公司还承建了部分危改和保障房建设过程中的配套项目建设, 如丰盛东区 A 区变电站和朱苇箔东巷拆迁、西内及新北京市政道路建设和 161 中学南校区改扩建项目拆迁等, 并得到了政府的专项建设资金, 在财务报表专项应付款中体现, 待工程完工结算后进行核销。截至 2014 年底, 公司共收到项目建设专项资金 21.40 亿元。

总体来看, 公司保障房项目开发得到了较大的政策和资金支持。

(3) 在建和拟建项目

截至 2014 年底, 公司在建的保障性住房 (一级土地开发) 项目总投资 330.72 亿元, 已投资 152.63 亿元。此外, 公司拟开发光源里棚改项目, 预计总投资 117 亿元。

表 10 截至 2014 年底公司主要在开发和拟开发项目 (单位: 亿元)

类型	项目名称	预计总投资	截至2014年底 已完成投资
在开发项目	丰盛西区C区 (土地一级开发阶段)	28.13	26.50
	丰盛东区A区 (土地一级开发阶段)	18.70	6.70
	桃园F1项目 (土地一级开发阶段)	13.00	12.80
	桃园A7、A8项目 (土地一级开发阶段)	44.22	34.40
	房山区长阳站7号地西城区旧城保护定向安置房项目	41.22	35.43
	百万庄北里居民住房改善项目	42.1	18.99
	桃园A12幼儿园	1.25	0.22
	新街口北大街市政道路拆迁项目	13.6	10.13
	西直门内大街市政道路拆迁项目	10.6	6.75
	大玉胡同项目	0.9	0.71
拟开发项目	光源里棚改项目	117.00	--
合计		330.72	152.63

资料来源: 公司提供

总体上看, 公司保障性住房及土地一级开发项目规模大, 但目前大部分项目尚处于前期投入阶段, 公司存在较大的资金压力。

4. 百货零售、物业管理与服务业务

公司以子公司华兴新业、西都地产及联营公司天恒正业等公司作为负责商业地产运营的核心, 管理商业面积约 30 余万平方米, 涉及各类房地产经营项目投资与投资管理。

华兴新业为 2014 年新纳入合并范围公司。2014 年初, 西城区国资委以华兴新业净资产对公司出资。华兴新业主要持有新街口商场、地百商场、望京南湖中园 201 号、地安门外大街 158 号、西西友谊酒店及复兴商业城等多处商贸及经营物业。其中, 北京市新街口百货有限公司位于西单商脉北端, 始建于 1959 年, 至今已有五十多年的发展历史, 2011 年重装开业后总面积近五万平方米, 产品种类丰富, 品牌优势明显。2014 年, 公司合计实现商品销售收入 4.86 亿元, 系公司主营业务收入中重要组成部分。

西都地产投资并管理海南新燕泰大酒店, 该酒店定位为高档商务会议型酒店。酒店位于海南省南渡江与大海的交汇处, 距海口市中心 10 公里、距离火车站 30 公里, 交通便利。该酒店总建筑面积 4.9 万平方米, 主楼高 19 层, 包括总统套房在内具有不同风格的客房 358 间套, 13 间多种功能的现代化会议室, 设施齐全。2010 年以来, 由于该酒店处于装修改造阶段, 因此尚未产生收入; 直至 2013 年底, 该酒店已完成装修改造, 并已开业运营。2014 年, 公司实现客房收入 0.11 亿元。

天恒正业负责北京天意商城的地产运营工作, 北京天意商城是北京市规模最大的小商品批发兼零售市场, 市场营业面积有 11,000 平方米, 20 个营业厅。天意商城先后荣获北京市经济百强、全国文明市场、全国公平交易示范单位、全国十大小商品交易市场等荣誉称号。

此外, 子公司天恒瑞海主要承担物业服务业务, 涉及从事商业、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。2012~2014 年, 公司累计实现物业管理收入 0.95 亿元。

总体上看, 公司业务范围广, 涉足商场、物业及酒店等多个行业; 其中, 商品销售成为公司营业收入和利润的重要补充。

5. 文化产业

结合北京市“中轴线”及“大运河”申遗工作的要求, 公司下属子公司北京天恒正宇投资发

展有限公司（以下简称“天恒正宇”）被北京市政府确认为“什刹海历史文化保护和发展示范区”保护和修缮项目的实施主体。

什刹海文保区总面积 589.8 万平方米，项目规划总投资 83 亿元，该保护和修缮项目将主要关注于该项目的风貌保护、人口疏解、基础设施改造及产业提升等工作，什刹海文保区一期试点启动项目约为 15.56 万平方米。天恒正宇将在项目实施风貌保护和院落修缮后，设计改造区域内以明清风格单体建筑为主沿街商铺，通过引入和配置特色商业、艺术加工坊以及文化互动旅游产业，实现区域产业调整。具体来看，公司将通过不同途径获取的资产分为单体商业、临街商铺、独立院落、连片院落、文保单位、停车位等资产类别，具体决定操作及盈利模式，盈利模式大概分为自营、合作运营、出租及出售等。

未来“什刹海历史文化保护和发展示范区”将被打造成为突出首都特色旅游服务、文化创意产业和休憩体验商业相结合的北京历史文化名城保护和发展示范区。

截至 2014 年底，公司已对该项目累计投资 20.18 亿元，尚需投资 60 余亿元。目前，公司已经获得国家开发银行一期试点项目 55 亿元贷款额度审批。

总体看，公司文化产业板块业务什刹海文保区项目具有突出的文化价值，该项目资金支出规模大，但公司已获得较大的资金支持。

6. 经营效率

伴随公司营业收入规模增长，公司应收账款周转率由 2013 年的 8.35 次增长为 2014 年的 13.67 次；随着公司项目结转规模增长，公司营业成本随之增长，公司存货周转率也有所上升，由 2013 年的 0.08 次上升为 2014 年的 0.13 次；总资产周转率则由 0.09 次增长为 0.11 次。

整体看，由于公司在开发项目较多，规模较大，公司整体经营效率一般。

7. 经营风险与关注

公司开发项目规模大，存在一定的去化压力

目前公司商品房开发项目以北京和山东为立足点，受到全国房地产业景气度下降的影响，2014 年，公司房产销售有一定程度的下滑。伴随房地产行业增长回归理性，公司房产销售仍存在一定的去化压力。

公司项目未来投资规模大，存在较大的融资需求和压力

公司持有较大规模的一级开发项目和棚改项目以及什刹海文化保护项目等，这些项目均需大规模投资，占用资金规模大，项目投资回收周期长，公司存在较大的融资需求。此外，公司加大住宅项目的拿地规模，项目后续开发尚需一定的投资，也加大了公司的融资压力。

8. 未来发展

公司将继续围绕“打造国内最具影响力的城镇运营商及历史文化名城保护发展运营商”这一目标，并明确“五指合拳”未来战略发展方向，重点发展土地一级开发、房地产二级开发、商业运营、物业运营、房地产金融五大业务模块的新发展战略。

具体来看，公司要全面完成三个事业部梳理，强化集团战略执行力和管控力。城区项目事业部根据棚改项目推进的实际需要，为集团大力拓展城市核心区的棚改业务积累更多经验；不断总结和梳理形成一套可复制、可推广的棚改运作模式和经验，推动集团棚改项目进入批量操作、规模运营的新阶段。地产运营事业部要积极强化对经济运行和市场变化的跟踪分析，高度重视风险控制，在追求合理利润的同时充分兼顾降库存、降风险的需要；对于事业部下属的开盘项目，2015

年力求加速去化已完工产品，回笼现金流。商业运营事业部需积极学习行业领先企业的运营管理、成本管控与营销模式等经验，结合自身的资源水平与优势，尽快实现自身业态的清晰定位并制定配套发展规划。

总体上看，公司未来发展规划明确，随着公司在手项目进度的逐步推进及经营规模提升，公司整体盈利能力有望增强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012 年~2014 年度合并财务报表已经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部 2006 年及以后期间颁布的企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定（统称“企业会计准则”）。

近三年公司合并报表范围有所变化。其中，2012 年，公司新增子公司一家；2013 年，公司新增子公司 3 家，减少纳入合并范围企业 4 家；2014 年，西城区国资委以北京华兴新业商贸有限责任公司对公司增资，公司新增合并范围子公司 11 家，减少 1 家。总体上看，2014 年华兴新业纳入合并范围后，业务板块增加商贸业务，但公司主营业务未改变，财务数据仍具有可比性。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 272.41 亿元，负债合计 189.59 亿元，所有者权益（含少数股东权益）82.82 亿元。2014 年公司实现营业收入 25.35 亿元，净利润（含少数股东损益）4.48 亿元；经营活动现金流量净额为-51.54 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.51 亿元。

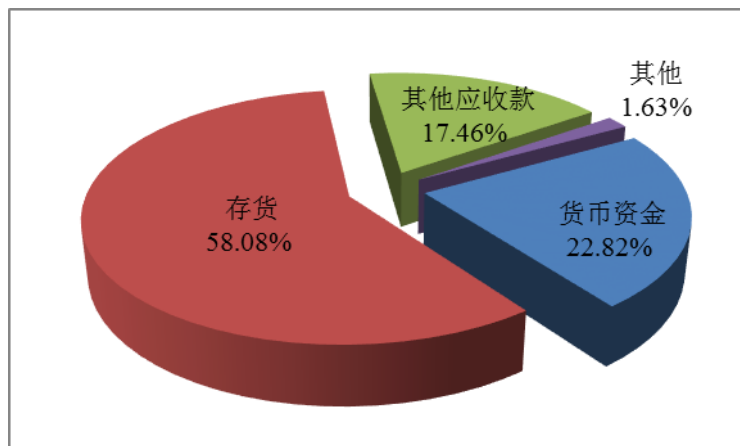
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模以较快速度增长，年均增长率为 32.39%。截至 2014 年底，公司资产合计 272.41 亿元，其中流动资产占比 94.60%，非流动资产占比 5.40%，流动资产占比高。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产呈迅速增长态势，年均复合增长率达到 31.96%，主要系公司存货中开发项目规模增长所致。截至 2014 年底，公司流动资产合计 257.69 亿元，公司流动资产主要由存货（占 58.08%）、货币资金（占 22.82%）和其他应收款（占 17.46%）等项目构成。

图 5 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

考虑到次年年初各新建项目可能需要支付大额的土地价款及工程款，公司在每年年末均进行了必要的资金储备，公司货币资金比较充足。2012~2014 年，公司货币资金总额呈增长态势，年均复合增长率为 11.33%。截至 2014 年末，公司货币资金为 58.81 亿元。其中，银行存款占据了绝大部分（99.88%），其他货币资金主要包括在证券公司的资金账户存款和银行 POS 机刷卡未结转存款等。截至 2014 年底，公司或下属子公司使用受限制的现金和现金等价物为 0.11 亿元。

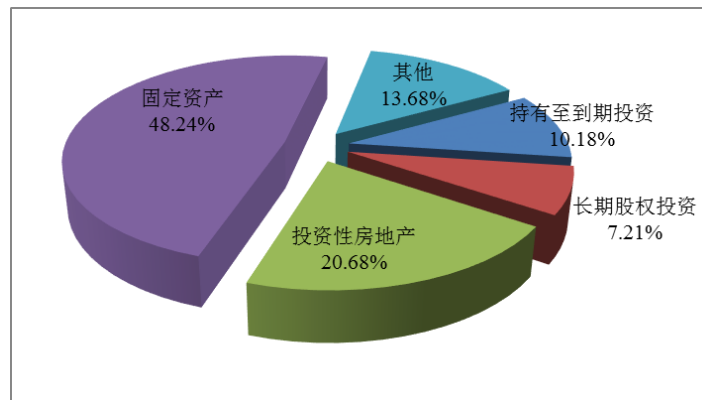
2012~2014 年，随着公司房地产开发项目的增加，存货规模逐年增加，三年复合增长率为 26.58%。截至 2014 年底，公司存货账面价值为 149.67 亿元，较年初增长 18.92%。公司存货构成主要为开发成本和开发产品，账面价值分别为 111.77 亿元和 18.07 亿元。公司对存货已计提 40.80 万元跌价准备，系子公司北京市复兴商业城有限公司因黄金价格下跌而计提的存货跌价准备。截至 2014 年底，公司存货中，金额较大的项目主要有丰盛 C（23.40 亿元）、桃园土地拆迁（22.15 亿元）、乐活家园二期（9.57 亿元）、山天半山世家项目（9.53 亿元）、西城区旧城保护定向安置房项目（5.92 亿元）、威海-龙泽府（5.24 亿元）、161 中学南校区改扩建项目（4.74 亿元）以及什刹海一期项目（3.56 亿元）等。由于公司存货中主要为保障房、土地一级开发等项目，去库存压力不大，但开发周期长，对公司资金形成一定的占用。

截至 2014 年底，公司其他应收款合计 45.00 亿元，三年复合增长率为 244.09%，主要为西城区百万庄北里居民住房改善项目指挥部办公室征收款（14.54 亿元）、北京金天恒置业有限公司拆借款（21.22 亿元）、北京谊建信置业有限公司拆借款（3.96 亿元）、华融金辉置业有限公司和北京广安置业投资公司的安置房垫付款（分别为 3.28 亿元和 0.53 亿元）。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产规模呈不断增长趋势，近三年年均复合增长率为 40.65%，主要系公司合并范围扩大所致。截至 2014 年底，公司非流动资产总额为 147.22 亿元，以持有至到期投资（占比 10.18%）、长期股权投资（占 7.21%）、投资性房地产（占 20.68%）和固定资产（占 48.24%）为主（如下图所示）。

图 6 截至 2014 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司持有至到期投资合计 1.50 亿元，主要系公司及下属子公司购买的各类理财产品，该部分金融资产均是由银行直接对公司销售的保本型理财产品，因此资产的风险较低。

公司长期股权投资主要是对联营企业的投资。2012~2014 年，公司长期股权投资呈稳定增长趋势，年均复合增长率为 309.12%，主要由于合并范围变化，联营企业增多所致。截至 2014 年底，公司长期股权投资为 1.06 亿元，主要被投资企业包括北京天恒正业投资管理有限责任公司（0.71 亿元，持股比例为 45%）和北京华远典当公司（0.21 亿元，持股比例为 41%）等。

公司投资性房地产按历史成本计量，2012~2014 年，公司投资性房地产有所减少，年均复合增长率为-11.55%，主要系合并范围减少及正常摊销所致。截至 2014 年底，公司投资性房地产账面余额为 3.04 亿元。

截至 2014 年底，公司固定资产账面价值合计 7.10 亿元，年均复合增长 99.54%，主要系公司合并范围扩大，2014 年将北京华兴新业商贸有限公司纳入合并范围所致。截至 2014 年底，公司固定资产原值中，主要包括房屋建筑物（占 70.42%）、机械设备（占 11.37%）及办公设备（占 6.56%）等。公司固定资产成新率为 74.31%，成新率尚可。

总体看，公司资产规模较大，以流动资产为主；流动资产中，公司货币资金充足，但以土地一级开发、保障房等开发项目为主的存货占比较大，对公司的资金存在较大的占用；非流动资产以固定资产和投资性房地产为主，投资性房地产以成本计量；公司整体资产质量较好。

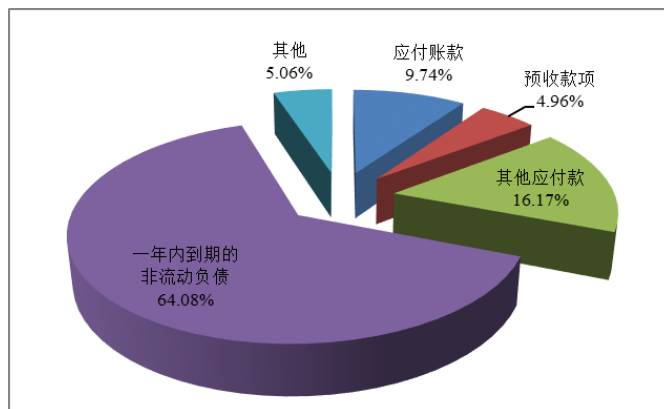
3. 负债及所有者权益

负债

伴随公司业务规模扩大，公司负债规模逐年增加，近三年年均复合增长率为 33.05%。截至 2014 年底，公司负债合计 189.59 亿元，较年初增长 40.37%，主要系 2014 年公司增加长期借款和发行企业债所致。负债中流动负债和非流动负债分别占 27.51%和 72.49%，以非流动负债为主。

2012~2014 年，公司流动负债规模呈不断增长趋势，年均复合增长率为 25.39%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。截至 2014 年底，公司流动负债合计 52.16 亿元，以应付账款（占 9.74%）、预收款项（占 4.96%）、其他应付款（占 16.17%）和一年内到期的非流动负债（占比 64.08%）为主（如下图所示）。

图7 截至2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

随着公司业务规模的扩大，2012~2014 年，公司应付账款金额呈波动增长态势，年均复合增长 18.91%。截至 2014 年底，公司应付账款余额为 5.08 亿元，主要为应付工程款及预提尚未结算的工程款等。

公司预收款项主要系对已经签订商品房销售合同，但未达到竣工结算条件的项目所收取的客户房款，该款项在工程进度达到结算条件时将结转为营业收入。由于 2014 年公司对项目开发节奏和预售时点安排的影响，前期项目交房达到结转收入条件，预收款项呈快速下降态势，年均复合增长率为-47.89%。截至 2014 年底，公司预收款项合计 2.59 亿元，较年初减少 74.67%。公司预收款项待交房后将结转为收入，因此不存在实际偿付压力。

公司其他应付款主要为与关联公司和其他公司的往来款项，以及尚未达到确认条件的股东增资款等。截至 2014 年底，公司其他应付款为 8.43 亿元，三年年均减少 32.02%。2013 年，北京天恒正业投资管理有限责任公司（以下简称“天恒正业”）控制权变更，其中天恒正业收到的北京天意新商城市场有限公司的 6 亿元保证金不再纳入合并报表范围；而 2014 年末尚未达到确认条件的股东增资款比上年末减少，两者共同导致其他应付款金额减少。

伴随长期借款即将到期，2014 年公司一年内到期的非流动负债由年初的零迅速上升至 33.43 亿元，其中主要包括子公司对华夏银行的贷款 16.50 亿元以及对北京天恒正业投资管理有限责任公司的委托贷款等。

近三年，公司非流动负债增长较快，年均复合增长率为 36.35%，主要系长期借款增长及公司 2014 年发行 15 亿元企业债券所致。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 137.43 亿元，主要由长期借款（占 66.28%）、应付债券（占 10.91%）和专项应付款（占 15.58%）构成。

近三年，公司长期借款规模总体增长较快，年均复合增长率为 32.98%。截至 2014 年底，公司长期借款金额合计 114.73 亿元（包含一年内到期的长期借款 23.64 亿元）；抵押借款合计 82.98 亿元，保证借款 27.40 亿元以及信用借款 4.35 亿元。

公司应付债券主要系公司于 2014 年 10 月 24 日发行的公司债券 15.00 亿元。此外，专项应付款主要是政府及下属机构拨付给公司用于代建各类专项建设工程项目的资金，截至 2014 年底，公司专项应付款合计 21.40 亿元，年均复合减少 7.63%，主要系部分代建项目竣工结算结转所致。

近三年，公司有息债务规模较大且整体呈上升趋势，三年复合增长率为 58.61%。截至 2014 年底，公司全部债务为 129.73 亿元，其中短期债务和长期债务分别占比 18.22% 和 81.78%。由于公司开发项目周期长，以长期债务为主的债务结构较为合理。2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 69.60%、61.03% 和 56.16%。整体看，公司有息债务规模较大，总体债务负担较重，但尚处于可控范围。

总体看，公司负债结构以非流动负债为主，全部债务中长期债务占比较大，结构较为合理，公司总体债务负担较重，但尚属可控。

所有者权益

2012~2014 年，伴随控股股东对公司不断注资，公司所有者权益大幅增长，年均增长率为 30.92%，截至 2014 年底，公司所有者权益合计 82.82 亿元，其中，归属于母公司所有者权益为 72.25 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占 87.01%，资本公积占 0.92%，其他综合收益占 0.10%、盈余公积占 0.11%，未分配利润占 11.87%，公司权益稳定性很好。

总体看，公司所有者权益中股本占比大，公司所有者权益结构稳定性好。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入保持波动增长，年复合增长 20.46%；但受营业成本和三费支出增长的影响，公司利润总额增长速度低于营业收入增长，年复合增长率为 5.89%。

从利润构成看，2014 年公司实现利润总额 6.01 亿元，其中营业利润占比为 53.33%，其他为营业外收入。非经常性损益方面，2012~2014 年，公司取得的营业外收入分别为 0.15 亿元、0.62 亿元和 2.85 亿元，其中，2014 年公司营业外收入主要系市政道路补助资金。公司盈利对营业外收入存在一定的依赖。

从期间费用来看，2012~2014 年，公司期间费用分别为 1.27 亿元、1.53 亿元和 3.62 亿元。2014 年，公司期间费用增长较快，主要系当年新纳入合并的华兴新业产生的相关管理费用和销售费用。

受期间费用增长影响，近三年，期间费用收入比分别为 7.27%、9.84%和 14.27%，公司的期间费用控制能力有待提高。

从各项盈利指标来看，2012~2014 年，公司营业利润率呈现下降趋势，分别为 37.87%、31.97%和 23.42%，主要系 2014 年房山长阳保障房项目结转收入和成本，而保障房项目毛利率较低，从而拉动营业利润率整体下降。由于 2014 年公司净利润增长幅度较大，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产报酬率分别由 2013 年的 2.40%、2.22%和 5.00%增长为 2.56%、2.62%和 6.01%。

总体看，公司近年营业收入规模呈波动增长态势；公司盈利对营业外收入有一定的依赖；受公司结转项目类型的不同，公司盈利有所波动。整体上看，公司盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2012~2014 年，由于公司购地支出、项目建设支出及拆迁征收款等支出持续增加，公司经营活动产生的现金流量净额连续呈大额净流出态势，分别为净流出 7.84 亿元、27.66 亿元和 51.54 亿元。2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 19.90 亿元。从收入实现质量来看，受收入确认和获取现金时点不一致影响，2012~2014 年公司现金收入比分别为 148.09%、108.06%和 78.51%，收入实现质量处于较低水平，主要系 2014 年房地产投资增速显著放缓，商品房销售市场整体低迷，公司商品房销售也受到市场环境的冲击所致。

从投资活动来看，2012~2014 年，公司投资活动净现金流呈波动态势，分别为 2.59 亿元、-4.94 亿元和 3.07 亿元。2013 年，公司投资活动为净流出状态，主要系公司购买保本理财产品 3 亿元以及燕泰大酒店装修工程款 1.53 亿元所致；2014 年，公司投资活动净流量转为净流入，主要系公司收回信托、理财产品投资合计 20.93 亿元及投资支出较少所致。

从筹资活动情况来看，为满足日常经营和投资的需要，公司通过吸收投资和借款筹措资金，2012~2014 年筹资活动净现金流呈大额净流入状态，分别为 28.35 亿元、37.45 亿元和 54.98 亿元。其中，2014 年，公司取得借款收到的现金为 106.40 亿元。

总体看，近年公司经营活动净现金流呈现大额净流出状态；公司需通过融资活动满足日常经营和投资的需要，对融资的需求较大，筹资活动现金净流入规模较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，由于公司主要以长期借款进行筹资，公司流动比率和速动比率均处于较高水平，加之公司流动资产不断增长，2012~2014 年，公司流动比率呈波动上升趋势，分别为 4.46 倍、7.66 倍和 4.94 倍；公司速动比率也呈波动上升趋势，分别 1.64 倍、2.66 倍和 2.07 倍。2012 年，公司无短期债务，而 2014 年，公司一年内到期的非流动负债规模较大，导致 2013~2014 年公司现金短期债务比分别为 52.30 倍和 2.49 倍，现金对短期债务的保护程度虽然明显下降但仍能全部覆盖短期债务，公司现金类资金比较充足。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看，随着公司债务规模的不断上升，公司 EBITDA 利息倍数呈明显下降趋势，2012~2014 年分别为 18.82 倍、6.33 倍和 2.61 倍，而同期 EBITDA 全部债务比为 0.11 倍、0.06 倍和 0.05 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度较低。同时，公司经营活动净现金流为负，对全部债务的保障能力不足。总体看，公司长期偿债能力有待提升。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2014 年底，公司获得的银行授信总额为人民币 60.00 亿元，其中尚未使用的授信额度为人民币 52.56 亿元。

截至 2014 年底，公司无对外担保和重大未决诉讼情况。

总体看，公司流动资产规模相对较大，现金类资产比较充足，短期偿债能力强；公司总体债务规模较大，长期偿债能力有待提升。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2014 年底，公司负债合计 189.59 亿元，本次拟发行债券规模为不超过 15.00 亿元，相对于目前公司负债规模，本次债券发债规模不大，由于本次募集资金将主要用于偿还到期债务，预计对公司负债水平影响不大。

以 2014 年底财务数据为基础，假设募集资金总额为 15.00 亿元，其中 12 亿元拟用于偿还到期债务，3 亿元用于补充流动资金。本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 59.38%、61.58%和 69.93%，债务负担将进一步增加。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2014 年的相关财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 6.70 亿元，为本次公司债券拟发行额度（15.00 亿元）的 0.45 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度尚可；2014 年经营活动产生的现金流入为 40.70 亿元，为本次公司债券发行额度（15.00 亿元）的 2.71 倍，对本次债券覆盖程度较好；由于 2014 年经营活动现金净流量为-51.54 亿元，对本次债券覆盖程度弱。伴随未来公司开发项目逐步入市，公司盈利能力有望增强，从而提高公司长期偿债能力。

综合以上分析，并考虑到公司作为北京市西城区的大型国有独资公司，在股东实力与支持、业务规模等方面具有的竞争优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力强。

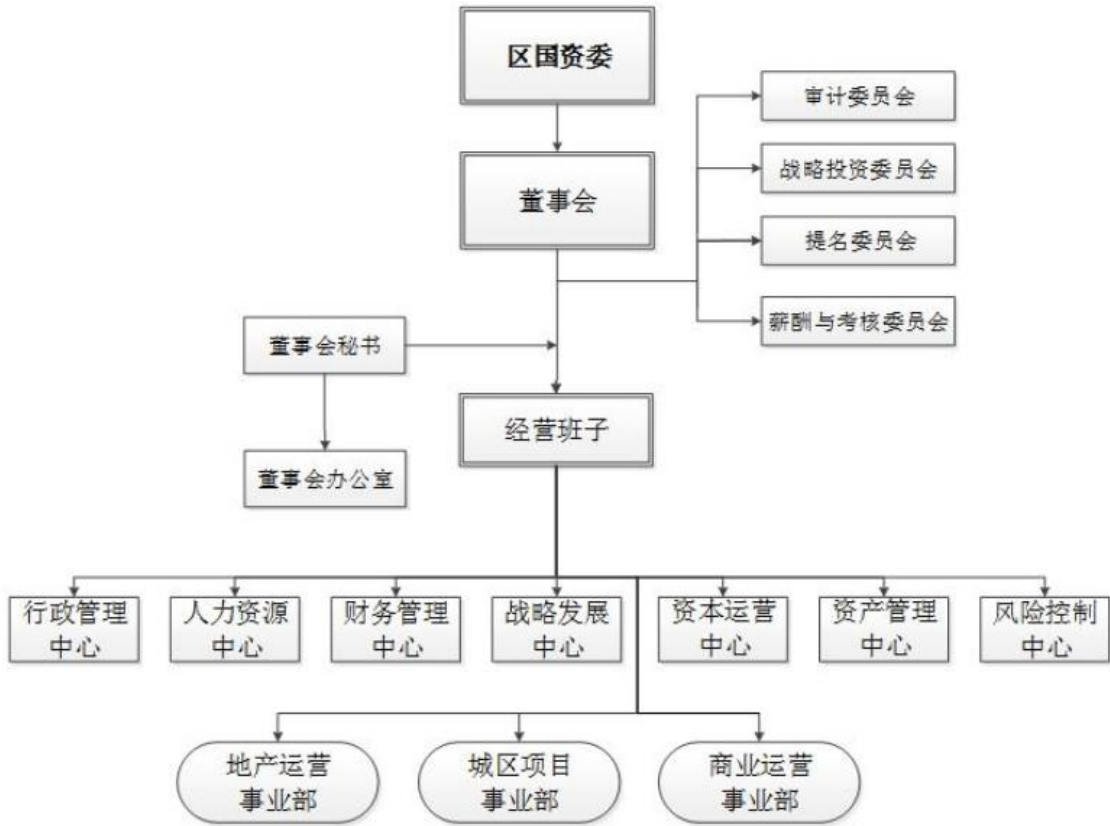
九、综合评价

北京天恒置业集团有限公司作为北京市西城区国有独资的房地产开发公司及重要的保障房建设实施主体，得到了北京市西城区国有资产管理委员会在资金注入等方面的有力支持。公司房地产开发经验丰富，在保障性住房和旧城历史文化保护建设领域具有区域垄断性优势。同时，联合评级也关注到公司未来投资规模较大、存货占比高、经营现金流持续净流出及债务规模增长较快等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来伴随国家对保障房建设的政策推动及北京市对保障性住房财力支持的加大，公司将进一步加大对保障房建设的投资规模，为未来业务的发展提供有效的支撑。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用和本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险低。

附件 1 北京天恒置业集团有限公司组织结构图



附件 2 北京天恒置业集团有限公司
2012 年~2014 年合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	474,455.86	522,971.16	588,056.00	11.33
交易性金融资产	--	--	--	-
应收票据	--	--	--	
应收账款	16,794.69	19,134.65	16,370.50	-1.27
预付款项	13,935.60	5,490.34	4,816.96	-41.21
应收利息	--	--	--	
应收股利	0.00	35.10	0.00	
其他应收款	38,009.87	90,095.34	450,023.03	244.09
存货	934,073.46	1,258,559.87	1,496,719.90	26.58
一年内到期的非流动资产	--	--	--	
其他流动资产	2,501.21	30,023.80	20,886.49	188.97
流动资产合计	1,479,770.69	1,926,310.26	2,576,872.89	31.96
非流动资产：				
可供出售金融资产	3,608.09	116.42	7,276.71	42.01
持有至到期投资	0.00	0.00	14,983.29	
长期应收款	--	--	--	
长期股权投资	634.54	6,616.63	10,620.74	309.12
投资性房地产	38,916.25	20,196.28	30,444.17	-11.55
固定资产	17,837.91	32,859.52	71,027.10	99.54
生产性生物资产	--	--	--	
油气资产	--	--	--	
在建工程	9,492.58	23,097.21	5,078.29	-26.86
工程物资	--	--	--	
固定资产清理	--	--	--	
无形资产	8.68	60.36	242.29	428.39
开发支出	--	--	--	
商誉	--	--	--	
长期待摊费用	916.74	445.12	2,578.14	67.70
递延所得税资产	3,007.91	3,607.17	4,971.31	28.56
其他非流动资产	--	--	--	
非流动资产合计	74,422.69	86,998.72	147,222.04	40.65
资产总计	1,554,193.38	2,013,308.98	2,724,094.92	32.39

附件 3 北京天恒置业集团有限公司
2012 年~2014 年合并资产负债表（负债及股东权益）
(单位：人民币万元)

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	0.00	10,000.00	0.00	--
交易性金融负债				
应付票据				
应付账款	35,914.45	27,747.14	50,784.37	18.91
预收款项	95,211.46	102,052.32	25,850.09	-47.89
应付职工薪酬	1,673.62	1,294.06	3,360.15	41.69
应交税费	14,889.70	14,455.21	20,544.21	17.46
应付利息				
应付股利	1,585.66	1,577.66	2,463.93	24.66
其他应付款	182,478.56	94,369.14	84,337.77	-32.02
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	334,259.00	
其他流动负债				
流动负债合计	331,753.44	251,495.53	521,599.52	25.39
非流动负债：				
长期借款	515,130.67	769,370.00	910,927.46	32.98
应付债券	0.00	0.00	150,000.00	
长期应付款	516.73	97,915.21	98,112.41	1,277.94
专项应付款	223,106.86	231,729.88	214,044.72	-2.05
预计负债	0.00	0.00	0.00	
递延收益	471.99	124.76	1,183.64	58.36
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	
非流动负债合计	739,226.25	1,099,139.85	1,374,268.23	36.35
负债合计	1,070,979.69	1,350,635.38	1,895,867.75	33.05
所有者权益：				
股本	350,372.66	498,322.66	672,136.70	38.50
资本公积	14,091.12	14,774.79	7,069.92	-29.17
减：库存股	0.00	0.00	0.00	
专项储备	0.00	0.00	747.82	
盈余公积	7,734.87	8,488.84	845.30	-66.94
未分配利润	71,125.33	89,915.16	91,661.12	13.52
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	
归属于母公司所有者权益合计	443,323.98	611,501.46	772,460.86	32.00
少数股东权益	39,889.70	51,172.14	55,766.31	18.24
所有者权益合计	483,213.69	662,673.60	828,227.17	30.92
负债和所有者权益总计	1,554,193.38	2,013,308.98	2,724,094.92	32.39

附件 4 北京天恒置业集团有限公司

2012 年~2014 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、营业收入	174,700.33	155,156.65	253,510.22	20.46
减: 营业成本	93,755.30	84,047.03	179,554.15	38.39
营业税金及附加	14,782.22	21,511.96	14,586.27	-0.67
销售费用	3,875.19	4,574.54	13,512.68	86.73
管理费用	8,581.44	14,896.08	26,783.27	76.67
财务费用	249.67	-4,205.36	-4,119.18	--
资产减值损失	-358.41	3,079.41	42.48	--
加: 公允价值变动收益(损失以“-”号填列)	-	-	-	
投资收益(损失以“-”号填列)	545.90	2,666.89	8,895.89	--
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	-	-	-	
汇兑收益(损失以“-”号添列)	-	-	-	
二、营业利润(亏损以“-”号填列)	54,360.82	33,919.88	32,046.43	-23.22
加: 营业外收入	1,471.42	6,161.34	28,481.36	339.96
减: 营业外支出	2,246.23	1,203.09	438.11	-55.84
其中: 非流动资产处置损失	2,006.58	222.27	13.78	-91.71
三、利润总额(亏损总额以“-”号填列)	53,586.01	38,878.13	60,089.68	5.89
减: 所得税费用	13,068.52	10,227.10	15,258.09	8.05
四、净利润(净亏损以“-”号填列)	40,517.48	28,651.03	44,831.60	5.19
其中: 归属于母公司所有者的净利润	25,699.78	21,809.81	36,615.23	19.36
少数股东损益	14,817.71	6,841.22	8,216.37	-25.54
五、每股收益:				
(一) 基本每股收益	--	--	--	
(二) 稀释每股收益	--	--	--	
六、其他综合收益	0.00	0.00	747.82	
七、综合收益总额	40,517.48	28,651.03	45,579.42	6.06
归属于母公司所有者的综合收益总额	25,699.78	21,809.81	37,363.05	20.57
归属于少数股东的综合收益总额	14,817.71	6,841.22	8,216.37	-25.54

附件 5 北京天恒置业集团有限公司
 2012 年~2014 年合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	258,706.51	167,660.09	199,021.11	-12.29
收到的税费返还	873.75	0.00	24.03	-83.42
收到其他与经营活动有关的现金	96,779.28	35,861.82	207,934.33	46.58
经营活动现金流入小计	356,359.55	203,521.92	406,979.47	6.87
购买商品、接受劳务支付的现金	385,074.63	359,610.60	465,376.32	9.93
支付给职工以及为职工支付的现金	11,326.91	13,703.27	28,631.11	58.99
支付的各项税费	25,881.72	37,166.10	31,513.30	10.34
支付其他与经营活动有关的现金	12,508.16	69,644.03	396,841.24	463.26
经营活动现金流出小计	434,791.42	480,124.00	922,361.97	45.65
经营活动产生的现金流量净额	-78,431.86	-276,602.08	-515,382.50	156.34
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	35,786.36	2,502.58	209,340.17	141.86
取得投资收益收到的现金	1,229.55	1,971.62	1,907.90	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1.39	0.08	6.37	113.94
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	2,243.20	38,983.79	
投资活动现金流入小计	37,017.30	6,717.48	250,238.23	160.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	8,433.83	17,255.82	9,421.97	5.70
投资支付的现金	2,657.56	33,804.68	210,136.42	789.22
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	5,052.22	15.57	
投资活动现金流出小计	11,091.40	56,112.72	219,573.96	344.94
投资活动产生的现金流量净额	25,925.90	-49,395.24	30,664.27	8.76
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	142,010.00	100,500.00	56,138.23	-37.13
发行债券所收到的现金				
取得借款收到的现金	351,910.67	414,839.33	1,064,036.46	73.88
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	5,892.88	0.00	
筹资活动现金流入小计	493,920.67	521,232.22	1,120,174.69	50.60
偿还债务支付的现金	173,300.00	98,000.00	448,920.00	60.95
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	37,167.15	48,146.04	115,442.29	76.24
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	625.00	5,983.57	
筹资活动现金流出小计	210,467.15	146,771.04	570,345.87	64.62
筹资活动产生的现金流量净额	283,453.52	374,461.18	549,828.82	39.27
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	230,947.56	48,463.85	65,110.59	-46.90
加: 期初现金及现金等价物余额	242,385.14	473,332.70	521,796.55	46.72
六、期末现金及现金等价物余额	473,332.70	521,796.55	586,907.14	11.35

附件 6 北京天恒置业集团有限公司
2012 年~2014 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	40,517.48	28,651.03	44,831.60	5.19
加: 资产减值准备	-358.41	3,079.41	42.48	
固定资产折旧及投资性房地产摊销	2,236.25	2,174.26	3,834.05	30.94
无形资产摊销	2.12	6.12	12.22	140.08
长期待摊费用摊销	127.01	3,017.17	998.97	180.45
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	2,006.58	222.27	12.79	-92.01
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	-	-	-	
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)	-	-	-	
财务费用(收益以“-”号填列)	-	-	-	
投资损失(收益以“-”号填列)	-545.90	-2,666.89	-8,895.89	303.68
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-2,485.98	-599.27	-1,364.14	-25.92
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	471.99	-347.23	1,058.88	49.78
存货的减少(增加以“-”号填列)	-287,189.45	-293,819.36	-238,160.04	-8.94
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	23,174.19	-25,598.63	-472,098.42	
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	143,612.25	9,279.03	154,344.99	3.67
其他				
经营活动产生的现金流量净额	-78,431.86	-276,602.08	-515,382.50	156.34
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本	--	--	--	--
一年内到期的可转换公司债券	--	--	--	--
融资租入固定资产	--	--	--	--
3. 现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	473,332.70	521,796.55	586,907.14	11.35
减: 现金的期初余额	242,385.14	473,332.70	521,796.55	46.72
加: 现金等价物的期末余额	--	--	--	--
减: 现金等价物的期初余额	--	--	--	--
现金及现金等价物净增加额	230,947.56	48,463.85	65,110.59	-46.90

附件 7 北京天恒置业集团有限公司
主要财务指标

指标	2012 年	2013 年	2014 年
经营效率			
应收账款周转次数(次)	--	8.35	13.67
存货周转次数(次)	--	0.08	0.13
总资产周转次数(次)	--	0.09	0.11
现金收入比率	148.09	108.06	78.51
盈利能力			
总资产收益率(%)	--	2.40	2.56
总资产报酬率(%)	--	2.22	2.62
净资产收益率(%)	--	5.00	6.01
主营业务毛利率(%)	45.85	44.16	22.83
营业利润率(%)	37.87	31.97	23.42
费用收入比(%)	7.27	9.84	14.27
财务构成			
资产负债率(%)	68.91	67.09	69.60
全部债务资本化比率(%)	51.62	54.05	61.03
长期债务资本化比率(%)	51.62	53.73	56.16
担保比率(%)	0.00	0.00	0.00
偿债能力			
EBITDA 利息倍数	18.82	6.33	2.61
EBITDA 全部债务比	0.11	0.06	0.05
经营现金债务保护倍数	-0.15	-0.35	-0.40
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.10	-0.42	-0.37
流动比率	4.46	7.66	4.94
速动比率	1.64	2.66	2.07
现金短期债务比	-	52.30	2.49
经营现金流动负债比率	-23.64	-109.98	-98.81
经营现金利息偿还能力	-25.04	-39.12	-20.03
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-16.76	-46.11	-18.84
本次公司债券偿债能力			
EBITDA 偿债倍数(倍)	0.39	0.30	0.45
经营活动现金流入量偿债倍数	2.38	1.36	2.71
经营活动现金流量净额偿债倍数	-0.52	-1.84	-3.44
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.39	0.30	0.45

附件 8 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本次/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 9 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 北京天恒置业集团有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，每年北京天恒置业集团有限公司公告审计报告后2个月内对北京天恒置业集团有限公司2015年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

北京天恒置业集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。北京天恒置业集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注北京天恒置业集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现北京天恒置业集团有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如北京天恒置业集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至北京天恒置业集团有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站和证券交易所网站予以公布并同时报送北京天恒置业集团有限公司、监管部门、交易机构等。

联合信用评级有限公司

二零一五年五月十五日