

# 信用等级公告

联合〔2019〕1755号

联合资信评估有限公司通过对天安数码城（集团）有限公司主体长期信用状况及拟其发行的2019年度第一期中期票据进行综合分析和评估，确定天安数码城（集团）有限公司主体长期信用等级为AA，天安数码城（集团）有限公司2019年度第一期中期票据信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇一九年六月二十八日



# 天安数码城（集团）有限公司

## 2019年度第一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

本期中期票据发行额度: 4 亿元  
本期中期票据期限: 2+1 年  
偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本  
募集资金用途: 偿还有息债务

评级时间: 2019 年 6 月 28 日

### 财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	16.06	23.04	25.35	20.00
资产总额(亿元)	148.75	167.73	182.80	180.21
所有者权益(亿元)	51.69	56.46	63.22	63.64
短期债务(亿元)	19.52	24.72	21.76	17.92
长期债务(亿元)	27.69	30.63	38.52	42.63
全部债务(亿元)	47.22	55.35	60.28	60.54
营业收入(亿元)	26.04	25.65	25.86	3.42
利润总额(亿元)	5.02	6.30	6.36	0.57
EBITDA(亿元)	6.10	7.58	8.03	--
经营性净现金流(亿元)	14.39	2.32	0.62	-3.31
营业利润率(%)	26.48	38.15	40.46	50.74
净资产收益率(%)	7.99	7.72	7.15	--
资产负债率(%)	65.25	66.34	65.42	64.69
全部债务资本化比率(%)	47.74	49.51	48.81	48.75
流动比率(%)	168.39	164.90	173.39	188.15
经营现金流负债比(%)	23.21	3.22	0.87	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.74	7.30	7.51	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.05	2.57	2.30	--

注: 2019 年一季度财务数据未经审计; 其他流动负债中短期应付债券计入短期债务核算

分析师: 刘珺轩 李晨 王宇飞

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto: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](http://www.lhratings.com)

### 评级观点

天安数码城（集团）有限公司（以下简称“公司”）作为全国性房地产开发和科技园区综合运营商，在区域分布、品牌知名度以及土地储备等方面具备一定综合优势。公司权益规模及资产规模稳步增长，现金持有量较为充裕，整体经营情况良好，债务负担适宜。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到受公司项目开发进度、房地产业政策等因素综合影响，公司收入利润增幅较小及在拟建项目待投资规模较大等因素对公司经营和财务状况带来一定不利影响。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度高，EBITDA 对本期中期票据覆盖程度较好。

中国新型城镇化建设持续推进，乡村振兴、产业转移升级和产城融合亟需推进，为公司所处外部经营环境、政策支持和市场发展空间提供了良好机遇。随着公司园区项目的推进和培育，公司经营规模有望持续扩大，自持物业的租赁收入有望为公司提供稳定的现金流补充。

基于对公司主体长期信用状况和本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险低，安全性高。

### 优势

1. 公司园区运营经验丰富，品牌影响力良好，成本优势突出，综合竞争力较强。
2. 公司开发项目所在区域在产业升级、人口规模、政策倾向等方面均有利于公司业务开展。
3. 公司经营较为稳定，现金持有量较为充裕。
4. 公司拥有较为充足的土地储备，具备一定发展潜力。

### 关注

1. 产业地产参与者较多，开发和培育周期较长，公司面临较大市场竞争压力和运营管理能力挑战。
2. 受房地产业相关政策调整影响，住宅业态产品销售难度或将加大，对公司存货周转形成一定不利影响。
3. 公司后续项目建设投资金额较大，未来随项目推进存在较大对外融资需求。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由天安数码城（集团）有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期中期票据的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 天安数码城（集团）有限公司

## 2019年度第一期中期票据信用评级报告

### 一、企业基本情况

天安数码城（集团）有限公司（原名“深圳天安工业开发有限公司”“深圳天安数码城有限公司”，以下简称“公司”）系1989年2月经深圳市人民政府（深府经复〔1989〕97号文）批准，由深业泰然（集团）股份有限公司（以下简称“深业泰然”）和天安中国投资有限公司（以下简称“天安中国”）共同出资设立的合资公司，注册资本为1000万美元，深业泰然和天安中国各持有公司50%股权。1999年3月，经公司董事会决议通过，公司注册资本增至1800万美元，股东双方各增资400万美元；2009年5月和2010年7月，经公司董事会决议通过，股东双方均以净利润转增资本方式，最终公司注册资本增至6200万美元，股东双方持股比例不变。截至2019年3月底，公司注册资本为6200万美元，深业泰然和天安中国持股比例各为50%，由深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）全资子公司深业集团有限公司和李成辉控制的联合集团有限公司（以下简称“联合集团”）共同控制（股权结构详见附件1-1）。

公司主营业务为产业园及配套住宅的建设及销售和提供自持物业租赁及物业等服务。

截至2019年3月底，公司纳入合并范围子公司共66家，包括全资子公司34家和控股子公司32家；公司内设8个管理中心和2个部门，分别为行政管理中心、人力资源中心、财务管理中心、风险管理中心、运营管理中心、设计管理中心、成本管理中心、招商管理中心及创新发展部、信息管理部。

截至2018年底，公司（合并）资产总额为182.80亿元，所有者权益合计为63.22亿元（其

中少数股东权益1.74亿元）；2018年，公司实现营业收入25.86亿元，利润总额6.36亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额为180.21亿元，所有者权益合计为63.64亿元（其中少数股东权益1.92亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入3.42亿元，利润总额0.57亿元。

公司注册地址：深圳市福田区车公庙天安数码城创新科技广场B座1909室；法定代表人：陈多。

### 二、本期中期票据概况

公司拟于2019年注册额度为6亿元人民币的中期票据，本期计划发行2019年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）4亿元，期限2+1年，每年付息一次，到期一次性还本付息。本期中期票据募集资金计划全部用于偿还公司有息债务。

本期中期票据无担保。

### 三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季

度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全

国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增长 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5

个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将持续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩

大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3% 左右。

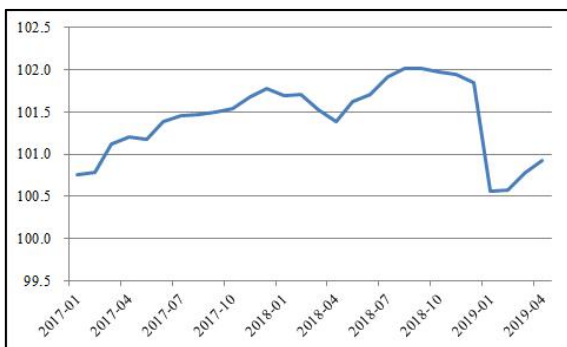
#### 四、行业及区域经济环境

##### 1. 房地产行业分析

延续 2017 年以来房地产市场的严控形势，2018 年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调

控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图1 2017年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2018年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资12.03万亿元，同比增长9.50%，增速较上年增加2.50个百分点；其中住宅投资8.52万亿元，同比增长13.40%，增速较上年增加4.00个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积20.93亿平方米，同比增长17.20%，其中住宅新开工面积15.34亿平方米，同比增长19.70%。全国房屋施工面积82.23亿平方米，同比增长5.20%；其中住宅施工面积为57.00亿平方米，同比增长6.30%。总体看，2018年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018年全年商品房销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.30%，增速较上年下降6.40个百分点；共实现销售额15.00万亿元，同比增长12.20%，增速较上年下降1.50个百分点。价格方面，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，2018年百城住宅平均价格累计上涨5.09%，较2017

年增速下降2.06个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

2019年一季度，全国房地产投资同比增长11.80%，增速较2018年有所回升；新开工面积同比增长11.90%，增速较2018年有所回落；商品房销售面积同比下降0.90%，延续2018年下降趋势，主要受三四线有效需求下降影响；商品房销售金额同比增长5.60%。整体看，2019年一季度地产市场新开工积极性减弱，地产投资受施工深度推进支撑增速回升，三四线城市地产销售面临调整压力。

### 土地市场与信贷环境

2018年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度。2018年，全国300城市共推出用地12.84亿平方米，同比增长20%，其中住宅用地共推出5.05亿平方米，同比增长26%；土地成交量10.55亿平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交3.89亿平方米，同比增长10%。进入2018年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较2017年明显增加。价格方面，2018年，全国300个城市土地出让金总额为41773亿元，同比增长2%，较2017年增长2%；300个城市成交楼面均价为2159元/平方米，同比下跌11%；平均溢价率为13%，较2017年同期下降16个百分点。总体看，进入2018年以来，全国300城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

2019年一季度，全国300个城市土地市场各类用地推出面积同比下降7.3%，成交同比下降14.3%。价格方面，核心一二线城市住宅用地的楼面地价显著回升，显示房企拿地向一二线城市回流。

从地产开发资金到位情况来看，2018年，



房地产开发企业开发资金16.60万亿元，同比增长6.4%，较2017年同期下降1.8个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预收款仍为主要来源方式，分别占资金来源的33.64%和33.39%，且两者的占比均进一步增长，分别增长1.04个和2.19个百分点；国内贷款和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的14.46%和14.28%。

2018年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率各地区均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入2018年10月以来，金融市场上货币政策出现松动。11月15日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在7月31日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

## 政策环境

2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。

此后，2018年5月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出3~5年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应50%以上。2018年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土资源部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为1年。

2018年6月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建

棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018年7月31日，中共中央政治局会议提出，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了2018年下半年稳中求进的总基调。但同样在2018年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7月太原宣布取消二手房限售，12月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住房销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在2018年12月13日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

2019年一季度，地产调控基本延续“以稳为主，一城一策”的政策基调。苏州等地出现市场过热现象地区出台了具有针对性的“限售”和土地报价政策。而天津、石家庄等地则对信贷政策、户籍制度进行了微调，有助于保持市场的稳定运行。

总体看，2018年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，住宅业态产品销售难度或将加大，但各种“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

## 2. 产业地产行业分析

产业地产是整合资源、承载与促进产业发展的地产形态，是一种将地产开发、产业发展和城市功能三方面的发展有机结合、相互促进的商业模式。园区地产依托产业为内容，地产为空间上的载体；其以实现土地的整体开发与

运营为基础，一般以独栋写字楼、高层办公楼、标准化厂房、研发楼为开发对象，整合自然、社会、经济资源等，打造产、学、研产业集群，帮助政府改善区域环境、提升区域竞争力，帮助企业提升企业形象、提高企业发展力。

中国产业地产企业在起步阶段主要是政府投资组建开发区基础建设公司，通过土地开发，直接向投资者招商引资。进入发展阶段，由于此时的园区地产企业普遍具有国资背景，拿地成本低，前期业务和资金快速积累，园区地产企业对其功能重新定位，开始进行产业开发。步入成长期后，伴随城市及工业园区经济规模的扩大，产业地产企业模式也发生改变。通过国有资产投资管理公司参股开发股份有限公司和物业公司，政府对开发区的国有资产主要采取产权管理办法。而由于土地的不可再生性，所持土地越来越少，近年来产业地产公司不断寻求转型，经营方式逐渐向投资、服务和综合开发等方式转变。

### 产业地产类企业特点

与一般的从事普通商品住宅及非普通商品住宅开发及销售的房地产开发企业相比，产业地产类企业主要有以下特点：

#### ①企业经营目标的区别

传统意义的房地产开发企业多指从事商品住宅开发及销售的企业，多以企业短期利益最大化为经营目标，仅有少数房地产企业在政府推动下从事经济适用房开发等项目，创造一定社会效益。

产业地产类企业以产业园区开发和运营为主要职能。其经营目标可概括：以产业园区为房产建设、招商引资、提供专业服务的基地，围绕主题产业园区开发，不断提高自身运营能力；创新并运用有效的运营模式，推动产业集聚效应，建立并促进企业间网络的形成与互动、实现各种研究成果的共享以及推动入园企业自主创新能力提升。

基于上述目标，产业地产类企业在追求企业效益的同时，也体现了突出的社会效应。

## ②盈利模式的区别

房地产类企业主要以土地开发、房屋销售为主要盈利点，通过对取得地块进行规划、建设，并提供商品住宅的销售及提供其他服务获得利润，即常规房地产盈利模式。

产业地产类企业的盈利模式在不同发展阶段体现出较明显的差异：产业园区开发初级阶段，产业地产类企业起步的资本主要是从政府手中取得的相对廉价土地，业务重点在于产业园区建设和招商引资；由于初期资金回笼有限，财政性的支持在各产业园区开发初期也是比较普遍的。

产业园区进入稳步发展阶段后，一部分的产业地产类企业通过长期的建造租售业务积累成为物业持有型企业，产业地产类企业的资金压力有所减缓。但从业务结构上反映，这一阶段的产业地产类企业仍然以工业地产、配套商品住宅的租赁和销售为主要收入来源，真正服务于园区企业的增值创新服务还未形成稳定的盈利模式。

随着产业园区开发进入成熟阶段，产业地产类企业真正进入多元化的经营战略，围绕产业地产开展具有明确盈利模式的配套、增值服务。在此阶段，企业来源于物业销售的收入比例将出现明显的下降，产业园区综合运营商的定义更加符合成功转型的产业地产类企业。

## ③目标客户的区别

从事商品住宅开发销售的房地产企业根据各个区域、项目品质的不同对目标客户进行定位，大致分为低、中、高端客户进行分类。

产业地产类企业的客户主要是符合招商引资条件的入园企业。园区的定位在某种程度上也限定了园区开发类企业的目标客户范围。

## ④受调控政策影响的区别

房地产行业近年来快速发展，国内一线至三线城市的住宅价格出现了大幅上涨。国家近年来出台了一系列的调控政策，以抑制房价的过度上涨。从事商品住宅销售的房地产企业一般受到资金、项目、资源等多方面的限制。

由于产业地产类企业的房地产业务面临的客户对象大多是从事研发、制造型企业，在中国经济增长趋势不变的大环境下，目标客户对研发办公楼、配套居住型物业具有刚性需求，房地产政策调控对产业地产类企业的影响相对有限。

## 产业地产行业关注

(1) 核心城市土地成本上升对盈利空间形成压制，用地需求逐渐外溢

目前中国发达城市新增土地逐步稀缺，发展空间在于存量的二手工业土地，在刚性成本推动下，土地价格日趋涨高，对产业地产类企业盈利空间产生一定压制。

随着核心城市的产业升级转型，产业集群依托“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设等重大战略不断集中，城市群外围城市凭借交通发达、土地和人力成本相对较低等优势，吸引了产业地产商的布局。2018年，一线城市工业用地成交规划建筑面积规模同比大幅回落11.8%，二线和三四线城市同比分别增长36.7%和26.1%。

## (2) 开发周期长、资金占用量大

相比传统房地产开发，产业地产开发周期长，从园区规划初期至园区达到成熟综合运营阶段，周期可能长至数十年，期间开发企业可能面临宏观经济及产业政策变化、资金周转压力、人员变动等方面不确定性因素。同时，开发初期资金投入量大，后续投资回报周期长，对开发企业资金形成大量占用。

## (3) 行业竞争加剧、合作渐成新趋势

随着产业地产快速发展，参与竞争主体数量逐渐增多，包括实体企业、产业基金、房地产企业、专业运营商等。尤其是近年来恒大、万科、碧桂园等传统住宅地产开发商也开始进军产业地产，比如恒大布局大健康 and 文旅项目，万科则着重在跨界物流地产和创意园区布局，碧桂园打造科技小镇等。竞争者多以利用自身资本运作和资源优势加速布局全国，行业竞争压力上升已成趋势，传统产业地产龙头企业将

面临更大挑战，快速抢占优质资源及完善产业链将成为其巩固行业地位主要途径。在这种背景下，地产企业开始加强与产业企业合作，以增强产业服务实力或弥补产业基础空缺。

#### (4) 产业园区招商引资难度加大

近年中国实体经济增速放缓；同时产业结构升级迅速推进，中国产业园区数量快速增长，地方政府对优质企业的招商引资政策呈现多样化，优惠程度也不断提升，导致各地产业园区之间竞争压力上升。故上述因素造成产业园区招商引资难度加大，同时也对产业地产的销售形成一定不利影响。

#### 产业地产发展前景

中国的新型城镇化发展战略为产业地产发展带来了历史性机遇：新型城镇化摒弃旧有的城市发展思路，重视解决居民就业，重视城市与产业的融合发展。中国劳动力日益紧缺与资源投入的不可持续带来的经济转型升级压力，对大力发展知识密集型、技术密集型的高端服务业发展形成倒逼态势，服务业的快速发展必然带来城市办公物业需求的快速增长，与日益紧缺的城市产业用地之间形成巨大的供需矛盾，从而带来城市产业土地价值的重估，并对有限的城市产业用地提出集约利用的要求，产业园区将成为解决大城市产业发展与土地矛盾的重要载体。而产业地产企业作为城市的规划、建设、融资、招商引资以及园区运营的市场化平台，将逐渐成为园区发展的主要力量。随着乡村振兴、产业转移与升级等国家产业配套政策的出台，未来几年产业地产有着较为广阔的发展空间。

2018年以来，中央与地方出台一系列乡村振兴政策，提出到2022年，农业绿色发展全面推进农村一二三产业融合发展格局初步形成，鼓励引导社会资本参与乡村旅游发展建设，加大对乡村旅游发展的配套政策支持，促进文旅特色小镇的建设。对于农村土地问题，中共中央、国务院也发文明确要建立集体经营性建设用地入市制度，加快完成农村集体建设用地使

用权确权登记颁证，按照国家统一部署，在符合国土空间规划、用途管制和依法取得前提下，允许农村集体经营性建设用地入市。

2018年，中央和地方政府还出台多项产业转移、区域协调发展的相关政策，这些政策旨在促进区域产业有序转移及转型升级，定调各主要经济区产业发展方向，促进区域经济高质量发展。各市结合当地实际，积极出台了工业用地弹性年期出让政策和产业用地规范政策，旨在引导产业入园入区，实现产城融合与职住平衡，推动园区发展。

综合目前的经济环境和政策，纵向来看，一方面，随着各地工业用地、农村集体土地新规的出台，产业地产用地价格上升和厂房租金的上涨不可避免；另一方面，产业升级不断进行，附加值更高的产业会派生更多的综合型服务需求，从而提升园区地产企业的收入和利润。尤其是大城市土地资源奇缺，顺应产业升级的中高端工业厂房及办公楼项目，租金收入将大幅提升。

横向来看，园区地产市场竞争将逐渐加剧，新进入这一领域的企业既有传统的万科、绿地等大型房地产商，也有基金系复兴、黑石、汉富等企业，同时还有阿里巴巴、京东、小米等互联网企业。传统的园区地产企业虽然可以从存量工业地产分享城市化的红利，但是由于廉价储备土地难以持续，相对大型房企企业区域扩张能力较弱，传统园区地产企业面临转型。一些园区地产企业摸索出独特的运营模式，成为土地综合运营商、产业培育运营商或者主题开发商。更多园区地产企业采取多元化经营战略，比如设立市政、建筑、旅游餐饮和商业服务子公司或者通过股权投资参与金融、生物医药、TMT（Technology, Media, Telecom）行业等。

整体而言，目前的房地产政策对于研发办公类和工业厂房的市场影响较为有限。但在产业地产领域竞争加剧、园区开发培育周期较长的现状下，产业地产企业仍面临较大挑战。中

长期来看，外部经营环境、政策支持和市场发展空间为产业地产商提供了良好机遇。受益于战略型新兴产业的不断发展壮大和核心商圈写字楼成本飙升带来的需求转移，具有产业集聚、配套完备、服务完善特点的园区地产的市场认可度将明显提高。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

公司系合资企业，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 6200 万美元，深业泰然和天安中国持有公司股权比例均为 50%，公司由深圳市国资委全资子公司深业集团有限公司（以下简称“深业集团”）和李成辉控制的联合集团共同控制。

### 2. 股东背景

深业泰然隶属于深圳控股有限公司（以下简称“深圳控股”），是具有国家一级资质的房地产开发和科技园区综合运营商；深圳控股是深业集团核心企业，于 1997 年在香港联交所上市（0604.HK），是深圳市国资委旗下最大的房地产上市公司；深业集团是深圳市人民政府全资拥有的大型综合性企业集团。

天安中国为香港联交所上市公司（0028.HK），实际控制人为李成辉，天安中国资本实力较强，主要在珠江三角洲、长江三角洲及华北等地区投资开发房地产、基础设施、酒店等项目。

### 3. 企业规模

自成立以来，公司一直致力于城市产业地产开发，产业形态从工业园、工贸园、科技产业园发展成为城市产业综合体，并创新推出城市型产业园、生态型产业园和主题产业园三类园区产品。目前，公司开发、运营和管理产业园区 15 个，包括深圳福田天安数码城、东莞天安数码城、龙岗创业园等，业务范围覆盖珠江三角洲、长江三角洲、西南经济圈和环渤海经

济圈内的 11 个城市。公司与 100 多家行业优秀企业、知名商业机构和服务机构结为战略合作伙伴，孵化上市企业近 80 家，拟上市企业达 100 余家。目前，超过 10000 家成长型企业已成为公司的客户。

公司专注企业全生命周期孵化及培育，并为之打造集科研、办公、商务、交流、生活等综合业态于一体的企业生态环境，随着公司业务规模不断扩大，产品模式逐渐成熟。近年来，公司多次获地产及园区类奖项：2019 年 3 月，公司获评观点指数研究院“2019 中国产业地产运营商 TOP30”第 7 位；2019 年 5 月，公司获得由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中指研究院联合评选的“2019 年中国产业新城运营商综合实力 TOP10”第 7 位。

整体看，公司品牌影响力良好，园区运营经验丰富。

### 4. 人员素质

截至 2019 年 3 月底，公司聘任董事 8 名和高级管理人员 2 名（总经理 1 名、财务管理中心总监 1 名）。

公司董事长陈多先生，现年 56 岁，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于亚洲（澳门）国际公开大学工商管理专业，研究生学历，为深业泰然派任。历任深业物业管理公司董事长、深业南方地产（集团）有限公司副总经理，深圳科技工业园有限公司董事、总经理，2015 年 9 月起任深业泰然（集团）股份有限公司董事长、公司董事，自 2018 年 4 月 18 日起任公司董事长。

公司总裁杜灿生先生，55 岁，中国香港籍，香港理工大学工商管理硕士学位，香港会计师公会会员及英国特许管理会计师公会会员。1994 年 5 月加入天安投资有限公司；2009 年 10 月至 2015 年 1 月任公司董事，天安投资有限公司财务总监；2015 年 1 月 28 日起任公司董事、总经理（即总裁）。

总体来看，公司董事及高级管理人员具有丰富的管理经验，整体素质较高，同时，公司董事及高级管理人员曾任股东方重要职务，有助于公司经营活动获得股东方的支持。

## 六、管理分析

### 1. 法人治理结构

公司不设股东会和监事会，董事会是公司最高权力机构，依照相关法律、法规决定公司重大事项。董事会由八名成员组成，包括一名董事长，一名副董事长及六名董事，每人各有一票表决权。深业泰然和天安中国双方各提名四名董事，董事任期四年，期满后若原提名方再度提名，可以连任。

公司实行董事会领导下的总经理（总裁）负责制，总理由董事会聘任，任期四年，可以连任。公司高级职员由总经理提名，经董事会批准聘任。公司总会计师必须由在中国注册的会计师担任。

另外，公司董事会下设投资决策委员会、产品决策委员会和招投标管理委员会。

### 2. 管理水平

公司依据《公司法》《会计法》等有关法律法规，制定了全面的计划运营管理、成本管理、财务管理、行政后勤管理、人力资源管理、风险管理等一系列管理制度。公司集团本部立足战略及投资控股复合型管理的基本定位，集团内资源由集团统筹调度管理；各子公司在接受集团本部战略管控的前提下，享有在授权范围内的经营管理权。

#### （1）财务管理

为规范集团内各级公司财务行为，维护资产安全，保证财务报告及相关信息的真实完整，降低财务风险、提高经营效率和效果，公司制定了《集团财务管理制度》。集团财务管理工作实行统一管理、分级负责的原则，集团总部财务管理中心在建立健全财务管控体系的基础上，对集团范围内的财务工作进行统一管理、

统一指导，财务管理体系中各层级、各岗位按照相应的职责和权限履行财务管理职能，承担相应的责任。集团总部对子公司实行财务负责人委派制，财务工作上接受集团总部财务管理中心统一管理。集团对资金实行计划管理，集团的一切资金收支均纳入资金计划管理，包括年度资金计划、月度资金计划和根据实际需要编制不同时间段的资金计划。计划外付款或超计划付款必须上报集团总部，经批准后才能对外支付。

#### （2）重大投资

为加强公司的投资管理，保障公司投资的保值、增值，公司实行统一的投资管理制度，集团及下属子公司所有对外投资按照各级审批权限向集团投资决策委员会和董事会进行立项报批，并制定了《项目立项管理制度》《项目可研管理制度》等。集团总部设立投资发展部，作为战略管理中心和投资策划中心，根据集团的战略规划进行拿地前投资项目的信息收集、整理和上报，组织进行目标项目研究和相关测算，提出项目立项建议。公司运营管理中心作为拿地后项目计划启动、协调、监控的管理中心，根据《项目计划管理制度》具体落实项目实施。各子公司作为项目实施主体，负责项目计划的执行。

#### （3）对外担保

公司建立了较为完善的对外担保管理制度，明确了对外担保的内部决策程序和各有权机构审批权限。集团及下属子公司原则上不得对外单位担保。集团对各子公司的担保按照担保程序审查、核准后方可实施。各子公司不得在未经允许的情况下向任何企业提供担保（含资产抵押、股权质押、信用担保等）。各子公司如要求集团提供担保，必须事先提出申请，集团总部财务管理中心在收到申请后，对申请人的资格、经营情况、资金情况进行审核，审核完毕后报有权机构审批，审批完成后各子公司财务管理部门方可办理担保相关事宜。

#### （4）子公司管理

公司对下属子公司实行全面管理,通过《全面预算管理制度》贯穿子公司的每个经营管理环节的控制,同时通过《年度经营责任书》设定子公司的年度收入、成本、费用、利润、融资、上缴资金等多项经营指标,并在年底进行公司及人员绩效考核,考核成绩挂钩薪酬及岗位调整。子公司每月处置公司资产的权限,无论金额大小均需报基本审批;人员方面,集团总部对子公司实行总管理部门负责人委派制,人力、财务等核心部门人员由集团统一委派,定期轮岗,工作上接受集团总部统一管理;财务管理方面,公司严格实施“收支两条线”制度,集团财务管理中心设有结算中心,项目收到款项统一纳入结算中心,支付款项按照每月的滚动资金计划,在资金计划额度内获得集团相关部门审核后给予支付。资金计划外的款项原则上不给予支付。

总体看,公司法人治理结构有待进一步完善,但由于公司的经营特点和双方股东存在一定特殊性,公司在现有法人治理结构下能够正常运行;公司内部管理制度基本健全,整体管理水平较高。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

经过多年经营发展,公司已形成了明确的经营思路,即将产业功能、城市功能、生态功能融为一体的“产城一体化”的房地产开发模式。目前,公司收入来源以房产销售为主,租金收入为辅,其中产业板块销售对收入贡献最大,主要包括园区办公楼、厂房、城市综合体商业物业等销售。

2016—2018年,公司营业收入保持相对稳定,分别为26.04亿元、25.65亿元和25.86亿元,其中主营业务收入占比保持在95%,其他业务收入占比很小。公司2018年主营业务收入为25.50亿元,较2017年增长2.49%。从收入

构成来看,公司主营业务收入包括产业收入、住宅收入、租金收入、服务收入共四大板块,其中产业收入占比最高,但受公司项目开发进度因素影响占比存在一定程度波动。2018年,公司产业地产实现收入14.63亿元,同比下降13.38%,占主营业务收入的57.37%,主要是由于2018年度产业竣工的项目较往年少,另外集团战略有所调整,逐步增加自持物业用于出租。2018年,公司住宅地产实现收入7.48亿元,较2017年增长70.39%,占主营业务收入的29.32%,主要是由于2018年住宅地产竣工项目较多。公司租金收入近三年快速增长,主要来源于自持物业的增加和成熟园区租金的增长,2018年,公司获得租金收入2.90亿元,占主营业务收入的11.38%。公司服务收入主要来源于为园区企业提供的租赁中介、交通运营、咨询等业务服务收入,收入规模很小。

毛利率方面,由于获取土地使用权成本相对较低,公司产业地产毛利率保持较高水平,但受所销售园区项目所在区域不同,利润空间变化明显。2018年,公司主营业务毛利率为45.69%,较2017年增长0.19个百分点,产业及住宅销售业务毛利率均有所上升,产业地产毛利率维持在较高水平。公司住宅项目系所开发产业综合体配套部分,2018年毛利率为26.81%,较2017年上升9.98个百分点,主要系结转项目售价较高所致。此外,公司自持物业租金利润水平受所租赁园区成熟度及所在区域影响有所波动,但均保持在较高水平。

2019年1—3月,公司实现主营业务收入3.39亿元,是2018年全年主营业务收入的13.31%。2019年1—3月,公司主营业务毛利率57.76%,较2018年有较大幅度提高。其中,当期住宅收入毛利率较2018年增长15.45个百分点,主要系售价较高的常州别墅项目在该期间结转收入;产业收入毛利率较2018年增长4.64个百分点,主要系当期结转收入大部分为毛利率较高的东莞天安和佛山天安项目。

表 1 近年公司主营业务收入构成情况 (单位: 亿元、%)

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
产业收入	12.43	48.40	47.19	16.89	67.89	44.19	14.63	57.37	47.57	1.83	53.95	52.21
住宅收入	11.69	45.51	16.88	4.39	17.64	16.83	7.48	29.32	26.81	0.65	19.27	42.26
租金收入	1.43	5.59	84.46	2.06	8.28	82.89	2.90	11.38	79.61	0.81	24.01	82.01
服务收入	0.13	0.50	81.84	1.54	6.19	91.57	0.49	1.92	76.83	0.09	2.77	63.61
合计	25.69	100.00	35.65	24.88	100.00	45.50	25.50	100.00	45.69	3.39	100.00	57.76

资料来源: 公司提供

整体看, 近年来公司收入规模保持稳定, 毛利率水平有所上升且维持较高水平。

## 2. 产业园区开发

### 业务概况

经过多年发展, 公司从最初开发建设工业园、工贸园和科技园逐步成为城市产业综合运营商, 产品业态包括园区办公楼、厂房、商业物业并配套住宅、公寓等, 并在园区政策支持、产业链、商务服务、企业交流以及生态环境等方面进行资源整合, 为入驻企业提供成长发展平台。公司园区开发业务基本不涉及土地一级开发, 所获园区土地主要为政府完成“三通一平”等基建工程后, 公司通过招拍挂方式取得。

公司目前所开发园区项目主要分布于珠江三角洲、长三角、西南经济圈和环渤海经济区, 城市包括深圳、广州、佛山、常州、重庆、天津、江阴、东莞及青岛, 项目所选区域及城市在产业升级、人口规模、政策倾向等方面均有利于公司业务开展。尤其是公司重点发展的粤港澳大湾区, 拥有良好的产业、人才和创新基础, 《粤港澳大湾区发展规划纲要》的颁布将进一步为地区人口导入和经济发展转型带来积极影响。

### 项目建设及销售

截至目前, 公司已基本完成全国产业布局, 各地项目已至少完成产业一期建设。但因为产业地产项目需要一定市场培育期, 销售周期较长, 产业地产当年销售面积与当年开竣工面积节奏存在一定差异, 再加上公司增加自持物业比例, 销售物业比例有所下降。由于一方面配合政府增加产业园区建设面积的要求, 另一方面由于公司东莞凤岗项目一期销售情况

好于预期, 公司 2017 年再次加快了项目开发进度, 当年新开工面积为 66.60 万平方米, 竣工面积 38.60 万平方米, 均较 2016 年大幅增长。2018 年, 公司重点推进存续项目建设, 新开工和竣工面积有所下降, 分别为 20.20 万平方米和 20.94 万平方米。

2016—2018 年, 公司产业地产销售面积和金额持续增长, 2018 年销售面积和销售金额分别为 25.58 万平方米和 27.26 亿元, 同比分别增长 8.30% 和 22.24%, 销售项目主要位于番禺、凤岗、天津、重庆等。2016—2018 年, 公司产业地产销售均价分别为 0.72 万元/平方米、1.16 万元/平方米和 1.33 万元/平方米, 与所在地区市场价格走势一致。

2019 年 1—3 月, 产业地产无新开工项目, 产业地产销售 2.48 万平方米, 销售额 2.71 亿元。

表 2 公司产业地产开发经营情况

(单位: 万平方米、亿元、元/平方米)

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
开工面积	11.19	66.60	20.20	0.00
竣工面积	0.00	38.60	20.94	0.00
销售面积	18.52	23.62	25.58	2.48
销售金额	17.16	22.30	27.26	2.71
结算面积	12.69	17.59	11.95	1.62
结算金额	12.43	16.89	14.63	1.83
结算均价	9795	9602	12243	11296

资料来源: 公司提供

公司作为城市产业地产综合运营商, 住宅地产是城市产业综合体中的配套部分, 其项目工程进度及销售进度均根据产业项目的工程进度及销售进度进行调整。公司不存在单独开发的住宅类地产项目。2018 年, 公司视市场和前期产业地产开发情况加快住宅地产开发, 当年开工面积 30.94 万平方米, 竣工面积 15.11 万平方米, 同



比均大幅增长；当年销售面积 5.98 万平方米，同比下降 11.80%，主要受可售货量较少影响，销售金额 7.96 亿元，同比增长 1.40%，主要位于青岛、常州、江阴等区域。2016—2018 年，公司住宅地产销售均价分别为 0.93 万元/平方米、0.94 万元/平方米和 1.07 万元/平方米，增长受当期推盘地区和销售产品定位不同影响。2019 年 1—3 月，公司无新开工和新竣工住宅项目。2019 年 1—3 月，住宅销售面积 1.03 万平方米，销售金额 1.31 亿元。

表 3 公司住宅地产开发经营情况  
(单位：万平方米、亿元、元/平方米)

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
开工面积	2.57	7.91	30.94	0.00
竣工面积	13.39	2.57	15.11	0.00
销售面积	16.55	6.78	5.98	1.03
销售金额	11.91	7.85	7.96	1.31
结算面积	15.61	6.63	7.67	0.66
结算金额	11.69	4.39	7.48	0.65
结算均价	7490	6621	9752	9848

资料来源：公司提供

### 土地储备

表 4 截至 2019 年 3 月底公司土地储备情况

(单位：万平方米、万元、元/平方米)

地块所在地	土地面积	取得时间	出让金总额	已缴出让金	楼面地价	尚待开发建面	用地性质
番禺大道北 555 号	5.39	2002.6	726	726	103	6.4	工业用地
东莞南城	10.41	2013.4	9743	9743	313	33.3	工业用地
常州武进高新区	4.2	2012.3	1057	1057	95	10.4	工业用地
重庆大渡口	9.8	2012.2	40538	40538	1654	27.3	二类居住用地、商业金融用地
重庆大渡口	9.33	2011.1	14297	14297	613	16.1	一类工业用地
江阴长山大道	3.45	2010.11	1178	1178	155	10.5	工业用地
江阴长山大道	1.59	2010.11	1563	1563	504	2.0	住宅用地
青岛城阳区	7.27	2013.3	12037	12037	876	9.2	商务金融用地
青岛城阳区	1.79	2016.1	2651	2651	866	4.8	商品住房用地
东莞凤岗	6.51	2015.11	5795	5795	297	17.8	工业用地
深圳南和	4.83	--	--	--	--	20.3	旧改项目
<b>合计</b>	<b>64.57</b>	<b>--</b>	<b>89584</b>	<b>89585</b>	<b>--</b>	<b>158.1</b>	<b>--</b>

注：1、由于公司一般就园区规划、开发优惠政策、入园企业扶持等方面与地方政府进行协商沟通，导致部分项目土地签约时间与土地证获取时间间隔较长；2、番禺大道北 555 号地块获取时间较早，系分期开发，目前该项目已开发至第八期；3、深圳南和项目包括一级土地开发，由公司负责拆迁工作，土地价款及拆迁支出共计约 8.72 亿元，具体金额待定

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司已完工尚未完成销售的项目 17 个，项目类别以办公楼为主，整体去化率 62%；完成销售 50~99% 的 10 个，实现累计销售额 47.41 亿元；完成销售 50% 以

下的 7 个，实现累计销售额 17.05 亿元，该部分完工项目销售比例较低的主要原因系分批推盘、开盘较晚所致。联合资信关注到，公司天津、重庆部分项目去化周期较长。

表 5 截至 2019 年 3 月底公司已完工尚未完成结算项目

(单位：万元、平方米、万元、%)

项目地区	开发项目名称	项目类别	用地面积	投资总额	总建筑面积	可售面积	已销面积	待售面积	累计销售收入	销售进度
龙岗	龙岗四期（活力广场 1、2 栋）	商业	18556	109076	85782	32216	12954	19262	54960	40
常州	首期产业大厦 A 幢	办公	17942	14710	60943	47430	44228	3202	20226	93
	首期产业大厦 B、C 幢	办公	26713	28625	103446	51797	26899	24898	14446	52
	三期产业楼	办公	20228	10181	24138	19092	5942	13150	5345	31
	二期住宅 5-16#	住宅	28405	28076	69519	54831	45425	9406	40665	83
重庆	云谷产业一期	办公	53970	75177	186769	141846	108382	33464	76903	76
	江畔珑园一期	住宅	25297	54427	107319	85198	74853	10345	43832	88
	重庆云谷总部楼	办公	50077	33071	53577	38587	--	38587	--	0
天津	一期产业大厦	办公	47769	54711	136390	116411	54455	61956	32419	47
	天津住宅一期	住宅	62330	81227	134354	95565	84614	10951	72219	89
江阴	一期产业大厦	办公	40157	33662	100532	63654	29973	33681	20537	47
	住宅南区	住宅	37026	40850	95054	52600	38985	13615	24159	74
东莞	东莞天安数码城 F 区 1-4	办公	31002	48399	110322	89671	77191	12480	83731	86
	产业 D 区	办公	27453	32800	113839	79251	9083	70168	10278	11
青岛	青岛产业一期	办公	75969	62473	117657	93045	55208	37837	50778	59
	青岛 3B 一期住宅	住宅	33702	41224	81617	63904	27764	36140	46911	43
佛山	佛山天安中心二期（二期上盖+二三期地下室）	办公	16734	38378	101303	49856	37781	12075	47094	76
小计	--	--	<b>579628</b>	<b>744458</b>	<b>1600944</b>	<b>1174955</b>	<b>733736</b>	<b>441218</b>	<b>644503</b>	<b>62</b>

注：重庆云谷总部楼项目是由于是否进行销售公司暂未进行决策，有可能用作租赁  
资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司在建项目 16 个，从项目类别看，办公、商业和住宅分别为 10 个、1 个和 5 个；从区域分布看，珠三角地区项目 4 个（佛山 2 个、东莞 2 个）、环渤海经济圈项目 6 个（天津 4 个、青岛 2 个）、成渝经济圈项目 2 个（重庆 2 个）、长江三角洲项

目 4 个（常州 1 个、江阴 3 个）。上述项目占地面积合计 45.73 万平方米，规划建筑面积 121.40 万平方米，计划总投资额 58.83 亿元，计划自筹资金占比 30.00%；截至 2019 年 3 月底，累计完成投资额 30.24 亿元。公司在建项目未来投资规模较大，有一定的资本支出压力。

表 6 截至 2019 年 3 月底公司在建项目（单位：万元、平方米）

项目地点	项目名称	项目类别	开工时间	预计竣工时间	计划总投资	自筹资金	累计投资	开发进度	累计销售面积
佛山	佛山天安中心三期 15 座	办公	2017 年 10 月	2018 年 10 月 (已竣工)	69000	20700	72312	104.80%	12000
	佛山天安中心三期 12、13、14 座（上盖）	办公	2018 年 1 月	2020 年 7 月					
常州	二期产业 LOFT	办公	2017 年 3 月	2019 年 6 月	28593	8578	10548	36.89%	3603
重庆	重庆产业二期	办公	2016 年 3 月	2019 年 5 月	43710	13113	43710	100.00%	21488
	重庆住宅二期	住宅	2017 年 2 月	2019 年 3 月	34608	10382	11930	34.47%	未开盘
天津	天津总部楼一期（B 区一期）	办公	2013 年 10 月	2018 年 11 月 (主体已竣工)	28386	8516	24245	85.41%	37262
	天津产业二期（D 区一期）	办公	2013 年 1 月	2019 年 9 月	19863	5959	5098	25.67%	未开盘
	天津珑园二期	住宅	2018 年 7 月	2020 年 9 月	55782	16735	25530	45.77%	1115
	天津珑园三期	住宅	2018 年 7 月	2021 年 9 月	96867	29060	20480	21.14%	未开盘
青岛	3A 住宅北区	住宅	2018 年 6 月	2019 年 12 月	4695	1409	3562	75.87%	未开盘
	3A 产业东区	商业(含酒店、办公)	2018 年 6 月	2020 年 6 月	33115	9935	5000	15.10%	未开盘
凤岗	产业二期（三组团）	办公	2017 年 7 月	2019 年 2 月	125333	37600	65630	52.36%	105705
	产业二期（二组团）	办公	2018 年 6 月	2020 年 6 月					
江阴	住宅 2.1 期（高层、洋房）	住宅	2018 年 5 月	2019 年 12 月	21748	6524	7671	35.27%	10963
	产业 2.1 期总部楼（B4-B8 及地下室 0）	办公	2018 年 12 月	2020 年 6 月	26640	7992	6697	25.14%	未开盘
	产业 2.2 期产业楼和总部楼（A3、C1-C4 及地下室）	办公	2018 年 12 月	2021 年 8 月					
<b>合计</b>					<b>588340</b>	<b>176503</b>	<b>302413</b>	<b>51.40%</b>	<b>192136</b>

资料来源：公司提供

### 3. 物业租赁业务

公司自持物业主要为园区内商铺、办公厂房、车位等物业类型。随着各园区产业项目陆续推进，公司自持物业面积不断增长；且部分

产业园区培育日趋成熟，培育效益逐渐显现，商铺租户经营效益得到提升，单位租金也随之上涨。

截至 2019 年 3 月底，公司自持物业总面积

(不含车位) 55.10 万平方米, 已对外租赁面积为 35.64 万平方米, 平均出租率 64.7%。2016—2018 年及 2019 年 1—3 月, 公司分别实现租金收入 1.43 亿元、2.06 亿元、2.90 亿元和 0.81 亿元。收入增长一方面来源于自持物业面积的增加, 另一方面来源于相对成熟园区单位租金的提高。

表 7 公司近年来自持物业租赁情况 (单位: 元/平方米、平方米)

公司	项目主体	2017 年		2018 年		2019 年 3 月底		
		出租率	平均租金	出租率	平均租金	可出租面积	出租率	平均租金
本部	福田天安数码城	93%	146	99%	164	45385	98%	176
番禺	天安科技创业中心	100%	36	100%	36	60	100%	36
	天安科技创新大厦	100%	78	100%	76	3793	100%	78
	天安科技产业大厦	46%	56	100%	45	4233	100%	45
	天安科技交流中心	100%	65	100%	60	2910	98%	60
	天安科技发展大厦	66%	69	66%	69	3216	66%	69
	天安菁华公寓	98%	49	74%	29	5800	74%	29
	总部中心五期	100%	191	100%	206	578	100%	206
	总部中心六期	38%	78	100%	73	2481	100%	73
	总部中心八期	92%	50	87%	55	103761	87%	55
南海	一期天佑创富大厦	82%	52	79%	54	4100	82%	58
	二期天安创新大厦	100%	54	100%	55	3597	100%	55
	三期天安发展大厦	97%	60	97%	58	3728	100%	58
	四期天安科技大厦	75%	66	89%	65	1513	89%	65
	五期天安时代大厦	100%	63	100%	57	3045	38%	62
	六期天安创智大厦	82%	40	100%	40	6853	94%	40
	南海天安中心一期	100%	50	100%	47	3388	100%	71
	南海天安中心二期	-	-	100%	69	3358	25%	71
龙岗	创新园一号厂房	81%	92	97%	106	3158	100%	108
	创新园二期二、三号厂房	100%	55	91%	73	22288	98%	75
	创业园(三期)	88%	70	100%	70	1107	100%	70
	四期总部楼	12%	143	70%	108	1934	96%	108
常州	首期产业大厦 ABC 幢	—	—	26%	24	45652	25%	25
江阴	一期产业大厦	80%	25	40%	30	33366	39%	32
	商业裙楼	—	—	14%	36	3394	14%	36
	公寓	45%	21	34%	24	10107	44%	25
天津	产业一期	100%	35	55%	27	62077	55%	27
青岛	产业一期西区	100%	51	100%	46	26532	83%	43
重庆	产业一期	99%	30	54%	27	60961	62%	23
	住宅一期	100%	40	54%	36	7682	54%	30
东莞	东莞天安数码城 A1 栋	100%	30	88%	41	1605	88%	41

	东莞天安数码城 B 区	100%	32	100%	32	2657	100%	32
	东莞天安数码城 C 区	44%	35	44%	40	3259	44%	40
	东莞天安数码城 D 区	—	—	—	—	51563	9%	60
	东莞天安数码城 E 区	83%	43	100%	80	368	100%	80
	东莞天安数码城 F 区(自持)	—	—	100%	44	8141	100%	45
凤岗	凤岗一期	—	—	100%	30	3328	100%	30

注：公司部分物业出租率水平较低，主要系开业时间短，尚待培育所致；天安菁华公寓、南海中心二期、青岛产业一期、重庆产业一期出租率有所下滑，系有新增可出租物业面积，新增部分出租率尚较低所致；五期天安时代大厦和天津产业一期由于租户调整，出租率有所下降；江阴一期产业大厦出租率下滑系不再将孵化器纳入核算口径所致

资料来源：公司提供

除提供传统租赁服务外，为更好服务于业主、提升自身项目品质，公司自行开发了园区运营系统。该系统以“用服务构筑企业创新生态圈”为愿景，致力于推动智领智慧空间平台的业务普及以及数据共享，打造真正意义上的智慧园区平台，打破园区信息孤岛，从而为大数据及产业链应用奠定坚实的基础。整个平台由平台运营、园区管理、商家服务、园区用户四个系统组成，通过 WEB 端或 APP 端进行操作，2018 年已基本上线运行，有效提高了公司管理效率和对园区企业的服务响应速度及服务质量。

综合来看，公司物业租赁业务规模快速扩张，对公司收入利润形成补充。公司园区项目运营需要一定培育期，新增自持物业的出租率和租金水平还有待提高，未来随着项目进入成熟阶段，租金收入有望保持增长，为公司提供持续经营现金流。

#### 4. 经营效率

2016—2018年，公司销售债权周转次数有所上升、存货周转次数和总资产周转次数略有下降，上述指标三年均值分别为7.33次、0.17次和0.16次，2018年分别为8.51次、0.16次和0.15次。整体看，公司经营效率一般。

#### 5. 未来发展

在新型城镇化建设快速发展背景下，公司战略布局符合国家区域发展规划的主导方向，未来在产业地产行业竞争逐步加剧情况下，公

司将采取以下措施：①有效控制项目开发节奏和工程资金投入，加强工程管理，确保在建工程严格按计划完成；②以项目销售为导向，建立以市场为导向的工作机制，加强招商运营专业化能力建设，提高营销组织管理力度；③全面完善梳理集团管理架构、制度和工作流程，优化管控模式；④依据多年累积并借鉴同行业经验，以市场为导向、以设计为抓手逐步制定产品标准；⑤加大培养和引进招商运营团队，真正实现人才专业化。

具体来说，公司 2019—2021 年计划投资项目 25 个，从项目类别看，办公、商业和住宅分别为 16 个、5 个和 4 个；从区域分布看，珠三角地区项目 11 个（东莞 4 个、龙岗 2 个、凤岗 3 个、番禺 1 个、南湾 1 个）、长三角地区项目 3 个（江阴 1 个、常州 2 个）、环渤海经济圈项目 6 个（青岛 6 个）、西南经济圈 5 个（重庆 5 个）。未来计划投资项目占地面积合计 62.65 万平方米，规划建筑面积 271.90 万平方米，计划投资总额 168.26 亿元。公司目前土地储备已经足够未来 5 年开发。

总体看，公司核心业务规模不断扩张，未来随着在建及拟建项目陆续推进，公司存在较大对外融资需求。

## 八、财务分析

公司提供的2014—2016年三年连审财务报告及2017—2018年度财务报告，希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行

了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2019年一季度财务报表未经审计。

2016年公司合并范围包括31家子公司，当年新纳入合并范围子公司为重庆天安梯空间企业孵化器有限公司等9家公司。2017年公司合并范围包括46家子公司，当年新纳入合并范围子公司为深圳市天安智慧空间科技有限公司等15家公司。2018年公司合并范围包括66家子公司，当年新纳入合并范围子公司为天安金融控股（深圳）有限公司等20家公司。2019年一季度公司合并范围与2018年底一致。由于新纳入合并范围子公司资产及净资产规模相对较小，主要通过新投资设立纳入，公司财务数据的连续性和可比性较强。

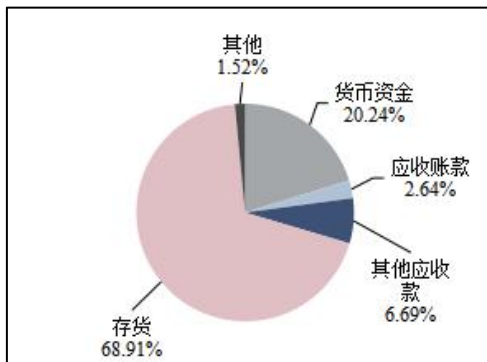
截至2018年底，公司（合并）资产总额为182.80亿元，所有者权益合计为63.22亿元（其中少数股东权益1.74亿元）；2018年，公司实现营业收入25.86亿元，利润总额6.36亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额180.21亿元，所有者权益63.64亿元（含少数股东权益1.92亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入3.42亿元，利润总额0.57亿元。

### 1. 资产质量

2016—2018年，公司资产总额不断增长，年复合变动率为10.86%。截至2018年底，公司资产总额为182.80亿元，同比增长8.98%，其中流动资产占比较高，占资产总额的67.77%。

图2 截至2018年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

### 流动资产

2016—2018年，公司流动资产有所增长，年复合变动率为8.94%。截至2018年底，公司流动资产123.87亿元，较2017年底增长4.26%，主要由货币资金（占20.24%）、应收账款（占2.64%）、其他应收款（占6.69%）和存货（占68.91%）构成。

2016—2018年，公司货币资金快速增长，年复合变动率为25.03%，主要与公司融资规模增加和经营获现有关。截至2018年底，公司货币资金25.07亿元，较2017年底增长9.23%，主要为人民币存款因公司融资规模增长而增加。公司货币资金不存在使用受限情况。

2016—2018年，公司应收账款波动下降，年复合下降16.04%。截至2018年底，公司应收账款账面价值3.27亿元，较2017年底增长22.16%，主要为应收售楼款。从账龄看，1年以内应收账款的占68.70%，1—2年的占12.39%，2年以上的占11.00%。公司前五名债务人欠款占比合计36.10%。公司对因销售房产或者出租物业形成的应收账款、应收关联公司的款项不计提坏账准备。截至2018年底，公司共计提应收账款坏账准备710.91万元。整体看，公司应收账款账龄较短且集中度较低。

2016—2018年，公司其他应收款快速增长，年复合变动率为114.27%。截至2018年底，公司其他应收款账面价值8.29亿元，较2017年底增长18.98%，主要原因为向关联方北京金桥科技产业基地开发有限公司提供5亿元一级土地开发前期费用，双方约定回款期限为3年。公司其他应收款中关联方往来款和保证金款项金额占比较大且资金可收回性较强，公司未对该类款项计提坏账准备。截至2018年底，公司共计提其他应收款坏账准备113.76万元。

2016—2018年，公司存货保持相对稳定，年复合变动率为2.94%。截至2018年，公司存货余额为85.36亿元，较2017年底增长0.94%，变化不大，其中开发成本46.22亿元，开发产品39.14亿元。开发成本中凤岗、龙岗、重庆

和天津项目占比较高；开发产品中龙岗活力广场、天津产业大厦一期、东莞产业 D 区和佛山天安中心三期等项目待售余额较高。由于近几年市场价格呈整体上涨趋势，公司未发现减值迹象，故未计提存货跌价准备。

### 非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产快速增长，年复合变动率为 15.25%。截至 2018 年底，公司非流动资产 58.92 亿元，主要由投资性房地产（占 86.87%）构成。

2016—2018 年，公司投资性房地产不断增长，年复合变动率为 17.25%。截至 2018 年底，公司投资性房地产账面价值为 51.19 亿元，较 2017 年底增长 25.55%，主要原因为自持物业增加，由自用房地产或存货转入投资性房产金额较大。公司投资性房地产采用公允价值法进行后续计量，截至 2018 年底，公司累计确认投资性房地产公允价值变动 31.76 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 180.21 亿元，较 2018 年底下降 1.42%，其中流动资产占资产总额的 67.13%，非流动资产占 32.87%，资产构成较 2018 年底变化不大。截至 2019 年 3 月底，公司货币资金 18.42 亿元，较 2018 年底下降 26.54%，主要系地产投资支出和付息等所致。

截至 2019 年 3 月底，公司受限资产的账面价值为 14.12 亿元，占净资产的比例为 22.19%。主要为银行贷款的房产及土地抵押。

总体来看，受益于近年公司项目开发力度的加大，公司资产规模有所增长。公司资产中货币资金、存货和投资性房地产占比高，现金持有量较充裕。整体看，公司资产流动性一般，整体资产质量尚可。

## 2. 资本结构

### 所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益不断增长，年复合变动率为 10.60%，主要来自未分配利润和其他综合收益的增长。截至 2018 年底，公司

所有者权益合计 63.22 亿元，其中实收资本占 6.23%，其他综合收益 27.64%，盈余公积占 3.54%，未分配利润占 59.65%，少数股东权益占 2.75%。截至 2018 年底，公司其他综合收益 17.47 亿元，同比增长 14.72%，主要来自存货转入投资性房地产带来的公允价值变动。

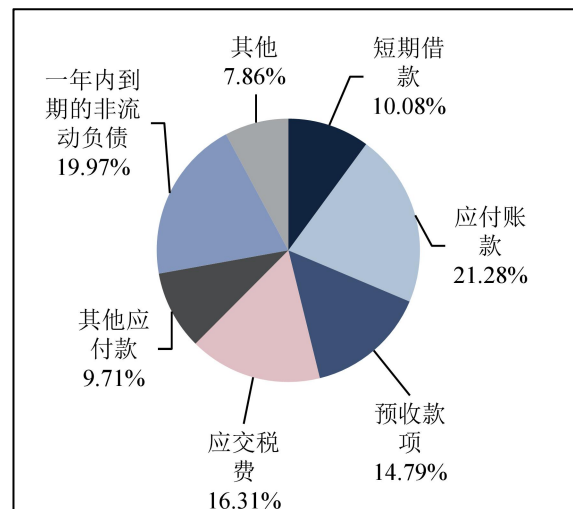
截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 63.64 亿元，较上年底增长 0.66%。公司归属于母公司所有者权益 61.72 亿元，构成较 2018 年底变化不大。

总体看，公司所有者权益中未分配利润和其他综合收益占比较高，所有者权益结构稳定性较弱。

### 负债

2016—2018 年，公司负债总额不断增长，年复合变动率为 10.99%。截至 2018 年底，公司负债总额 119.58 亿元，较 2017 年底增长 7.47%。负债构成方面，流动负债占 59.75%，非流动负债占 40.25%，非流动负债占比较 2017 年底有所上升。

图3 截至2018年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司流动负债波动中有所增长，年复合变动率为 7.35%。截至 2018 年底，公司流动负债 71.44 亿元，较 2017 年底下降 0.85%，主要系债务偿还所致。截至 2018 年底，公司流动负债主要由应付账款（占 21.28%）、

预收账款（占 14.79%）、应交税费（占 16.31%）和一年内到期的非流动负债（占 19.97%）构成。

2016—2018 年，公司应付账款快速增长，年复合变动率为 36.81%。截至 2018 年底，公司应付账款为 15.21 亿元，较 2017 年底增长 65.30%，主要为公司在建规模扩大导致工程款和材料款增加，前五大应付账款占比为 17.85%，应付账款集中度较低，集中支付压力较低。

2016—2018 年，公司预收账款波动增长，年复合变动率为 16.14%，主要原因为公司番禺天安七期、青岛住宅西区一期等项目预售情况较好导致预售款增加。截至 2018 年底，公司预收账款为 10.57 亿元，较 2017 年底增长 40.14%，其中账龄为一年以内的预收账款占比为 90.57%。

2016—2018 年，公司应交税费波动幅度较大，年复合变动率为 1.28%。截至 2018 年底，应交税费为 11.65 亿元，较 2017 年底下降 13.57%，主要原因为 2018 年龙岗天安创业园一、二、三号厂房土地增值税清算导致。

2016—2018 年，公司其他应付款波动下降，年复合变动率为-15.25%。截至 2018 年底，公司其他应付款 6.93 亿元，较 2017 年底下降 40.40%，主要系重庆市大渡口区财政局拨付重庆天安的专项应付款于 2018 年冲减相关存货成本导致。从账龄方面看，1 年以内的占 65.99%，占比最大。

2016—2018 年，公司一年以内到期的非流动负债波动增长，年复合变动率为 31.84%。截至 2018 年底，公司一年以内到期的非流动负债为 14.27 亿元，较 2017 年底下降 15.72%，包括 7.95 亿元长期借款及“16 天安数码 MTN001”。

2016—2018 年，公司非流动负债快速增长。截至 2018 年底，公司非流动负债 48.13 亿元，较 2017 年底增长 22.74%，主要由长期借款构成，占比为 80.03%。2016—2018 年，公司长期借款快速增长。截至 2018 年底，公司长期借款为 38.52 亿元，较 2017 年底增长 50.19%，其中

15.36 亿元为担保+抵押借款、15.84 亿元为抵押贷款、7.32 亿元为保证借款。

从有息债务看，2016—2018 年，公司全部债务不断增长，年复合变动率为 12.99%。截至 2018 年底，公司全部债务 60.28 亿元，同比增长 8.90%；其中短期债务占比由 2017 年底的 44.67%降至 36.09%，长期债务占比由 2017 年底的 55.33%增至 63.91%。2016—2018 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均波动上升，三年平均值分别为 65.66%和 48.80%，长期债务资本化比率不断上升，三年平均值为 36.46%。2018 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分别为 65.42%、48.81%和 37.86%，较 2017 年底分别降低 0.92 个百分点、0.70 个百分点和增长 2.69 个百分点。

图4 近年公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 116.57 亿元，较 2018 年底下降 2.52%，主要系偿还一年内到期的非流动负债所致，公司流动负债占比进一步下降至 55.16%。截至 2019 年 3 月底，公司存续债券为“19 天安数码 SCP001”，发行金额 4 亿元，2019 年 11 月到期，计入“其他流动负债”科目，本报告将其计入短期债务计算。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 60.54 亿元，较 2018 年底增长 0.44%；公司债务结构



以长期债务为主，长期债务占比 70.40%。截至 2019 年 3 月底，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分别为 64.69%、48.75%和 40.11%，公司债务负担总较 2018 年底变化不大，长期债务占比有所升高。

总体看，公司债务规模有所增加，但长期债务占比上升，整体债务负担指标变化不大，处于行业适宜水平。

### 3. 盈利能力

公司营业收入主要由产业地产和住宅地产销售收入、物业租赁收入和服务收入等组成。2016—2018 年，公司营业收入保持相对稳定，年复合变动率为-0.35%；营业成本波动中有所下降，年复合下降 8.54%。2018 年，公司实现营业收入 25.86 亿元，同比增长 0.81%；营业成本 13.97 亿元，同比增长 1.69%；营业利润率 40.46%，较 2017 年上升 2.31 个百分点。

2016—2018 年，公司期间费用有所增长，年复合变动率为 15.99%。2018 年公司期间费用合计 4.78 亿元，同比增长 21.44%，主要受管理费用和销售费用随着业务规模的扩大有所增加影响。其中，销售费用增长主要受扩大品牌效应而加大广告宣传的投入力度导致广告宣传费和售后服务费增加影响；管理费用增长主要来自职工薪酬以及空置物业管理费增加。2016—2018 年，公司期间费用占营业收入比重持续上升，分别为 13.64%、15.34%和 18.47%。公司期间费用控制能力尚可。

2016—2018 年，公司公允价值变动损益快速下降，年复合下降 17.09%，主要由于商用物业市场表现在该期间相对较为平稳。2018 年，公司公允价值变动损益为 0.46 亿元，均为投资性房地产公允价值变动影响，对公司营业利润贡献不大。

2016—2018 年，公司利润总额不断增长，年复合变动率为 12.56%。2018 年，公司利润总额 6.36 亿元，同比增长 0.84%。2016—2018 年，公司总资产收益率和净资产收益率平均值分别

为 4.71%和 7.49%。2018 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 4.58%和 7.15%，分别较 2017 年下降 0.10 个百分点和 0.57 个百分点，但均仍处较好水平。

图5 近年公司盈利指标情况



资料来源：公司财务报告

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.42 亿元，为 2018 年全年营业收入的 13.21%，主要原因是一季度受春节影响，结转收入较少；利润总额为 0.57 亿元，营业利润率 50.74%，较 2018 年全年上升 10.28 个百分点。

总体看，公司收入规模保持稳定，盈利能力处于较高水平且利润水平有所提升。

### 3. 现金流及保障

从经营活动来看，2016—2018 年公司销售商品、提供劳务收到的现金波动中有所下降，年复合下降 6.15%，销售回款速度有所放慢。2018 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 27.81 亿元，同比增长 4.86%；公司收到其他与经营活动有关的现金 4.30 亿元，同比下降 31.27%。2016—2018 年，公司经营活动现金流入量有所下降，年复合下降 6.04%。2018 年，公司经营活动现金流入量 32.12 亿元，同比下降 2.21%。2016—2018 年，公司经营活动现金流出快速增长，年复合变动率为 19.67%。2018 年，公司经营活动现金流出 31.50 亿元，同比

增长 3.19%，主要由购买商品、接受劳务支付的现金和支付的各项税费构成，2018 年公司清算项目较多，支付税费现金同比增长 75.13%。2016—2018 年，公司经营活动现金流净额快速下降，年复合下降 79.24%。2018 年为 0.62 亿元，较 2017 年下降 73.27%，主要受房地产投资和支付税费增加所致。2016—2018 年，公司现金收入比分别为 121.25%、103.39% 和 107.55%，指标值波动下降但仍处较好水平。

投资活动方面，公司投资活动现金流规模均较小，2016—2018 年，公司投资活动现金流净额分别为-0.21 亿元、-0.28 亿元和 0.14 亿元。

筹资活动方面，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入量有所增长，年复合变动率为 13.63%，公司筹资活动现金流入主要来自银行借款和发行债券。2016—2018 年，公司取得借款收到的现金有所增长，年复合变动率为 12.92%。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出波动中有所下降，年复合变动率为-3.41%，筹资活动现金流出主要用于偿还债务、分配股利及利息支出。2016—2018 年，公司偿还债务支付的现金波动中有所下降，年复合变动率为-5.29%。2018 年为 33.46 亿元，较 2017 年增长 29.14%。2016—2018 年，公司筹资活动现金流净额分别为-10.10 亿元、4.88 亿元和 1.35 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-3.31 亿元、-0.11 亿元和-1.90 亿元。2019 年 1—3 月，公司现金收入比为 135.65%。

整体看，随着开发规模的扩大，公司地产投资支出增加，经营活动现金流有所下降，存在较大对外融资需求。

#### 4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率和速动比率平均值分别为 169.84%和 48.90%。2018 年底流动比率和速动比率分别为 173.39%和 53.90%，较 2017 年底分别增加 8.49 个百分点和 6.37 个百分点。2018

年底，公司现金类资产为 25.35 亿元，为同期短期债务的 1.17 倍，较 2017 年小幅提高。2018 年，公司经营现金流流动负债比为 0.87%，较 2017 年下降 2.35 个百分点。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 188.15%和 54.74%。总体看，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度尚可。

从长期偿债指标来看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 6.10 亿元、7.58 亿元和 8.03 亿元。2016—2018 年，公司全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数平均值分别为 7.49 倍和 2.33 倍。2018 年，相关倍数分别为 7.51 倍和 2.30 倍，较 2017 年略有弱化。考虑公司土地储备充足，主要经营区域产业发展前景良好，公司长期偿债指标较好。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额为 4.82 亿元，均为按揭担保贷款。具体来看，为产业地产承购人向银行提供按揭贷款担保的余额为 2.23 亿元，为住宅地产承购人向银行提供按揭贷款担保的余额为 0.51 亿元，为商业地产承购人向银行提供按揭贷款担保的余额为 2.08 亿元。对外担保余额占净资产比例为 7.57%，公司或有负债风险较小。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得主要合作银行的授信额度 100.18 亿元，其中已使用授信额度 61.31 亿元，剩余额度 38.87 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

#### 5. 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告（银行版，机构信用代码：G1044030401480980R），截至 2019 年 5 月 30 日，公司无未结清不良信贷信息记录。

#### 6. 母公司财务分析

2016—2018 年，公司母公司口径资产总额持续增长，年均复合增长 8.13%，截至 2018 年底，公司母公司口径资产总额 93.82 亿元，主要由货币资金、其他应收款、长期股权投资和

投资性房地产构成，占比分别为 12.96%、46.89%、16.28%和 18.06%。

2016—2018 年，公司母公司口径所有者权益快速增长，年均复合增长 15.55%，截至 2018 年底为 35.10 亿元，其中未分配利润占 58.43%。2016—2018 年，公司母口径负债波动增长，2018 年底为 58.72 亿元。其中，短期借款、其他应付款、一年内到期非流动负债和长期借款分别占 12.26%、34.18%、17.00%和 29.24%。截至 2018 年底，公司母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 62.59%和 49.46%。

公司母公司口径营业收入主要来自租赁业务，2018 年营业收入为 1.36 亿元，利润总额为 3.70 亿元，主要来自投资收益 3.77 亿元。

2016—2018 年，公司母公司口径 EBITDA 波动增长，2018 年为 5.98 亿元。2018 年，母公司口径全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 5.74 倍和 2.63 倍。

总体看，公司主营业务主要集中于下属子公司，母公司作为控股和融资平台，债务负担适宜，偿债压力可控，其偿债能力依赖对下属子公司的控制能力，考虑公司对下属子公司控制力强，母公司抗风险能力强。

#### 7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及产业园区所在城市的综合发展环境等因素综合判断，公司整体抗风险能力强。

### 九、本期中期票据偿债能力分析

#### 1. 本期中期票据对现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 4 亿元，本期中期票据占公司 2019 年 3 月底长期债务的 9.38%，全部债务的 6.61%，对公司现有债务结构有一定影响。截至 2019 年 3 月底，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分别为 64.69%、48.75%和 40.11%。不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，三

项指标分别上升至 65.45%、50.35%和 42.29%。考虑到本期中期票据将用于偿还有息债务，本期中期票据发行后，公司债务负担或低于测算值。

#### 2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据的 9.09 倍、8.21 倍和 8.03 倍；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据的 3.60 倍、0.58 倍和 0.16 倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度高。2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 6.10 亿元、7.58 亿元和 8.03 亿元，分别为本期中期票据的 1.53 倍、1.90 倍和 2.01 倍。公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力较好。

截至本报告出具日，公司待偿还债券为“19 天安数码 SCP001”，本金 4 亿元，将于 2019 年 11 月 29 日到期。2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为待偿还债券的 9.09 倍、8.21 倍和 8.03 倍；经营活动现金流量净额分别为待偿还债券本金的 3.60 倍、0.58 倍和 0.16 倍。2016—2018 年及 2019 年 3 月底，公司现金类资产分别为待偿还债券本金的 4.02 倍、5.76 倍、6.34 倍和 5.00 倍。公司经营活动现金流入量和现金类资产对待偿还债券覆盖程度高。

总体看，本期中期票据发行后，对公司现有债务结构有一定影响。公司经营活动现金流入量覆盖程度高，EBITDA 对本期中期票据的保障程度较高。

### 十、结论

公司作为全国性房地产开发和科技园区综合运营商，在区域分布、品牌知名度以及土地储备等方面具备一定综合优势。公司整体经营情况良好，权益规模及资产规模稳步增长，现金持有量较为充裕，整体债务规模有所增加，但债务负担仍处于行业适宜水平。公司核心业务规模不断扩张，未来随着在建及拟建项目陆续推进，公司经营规模将有所扩大，但也存在

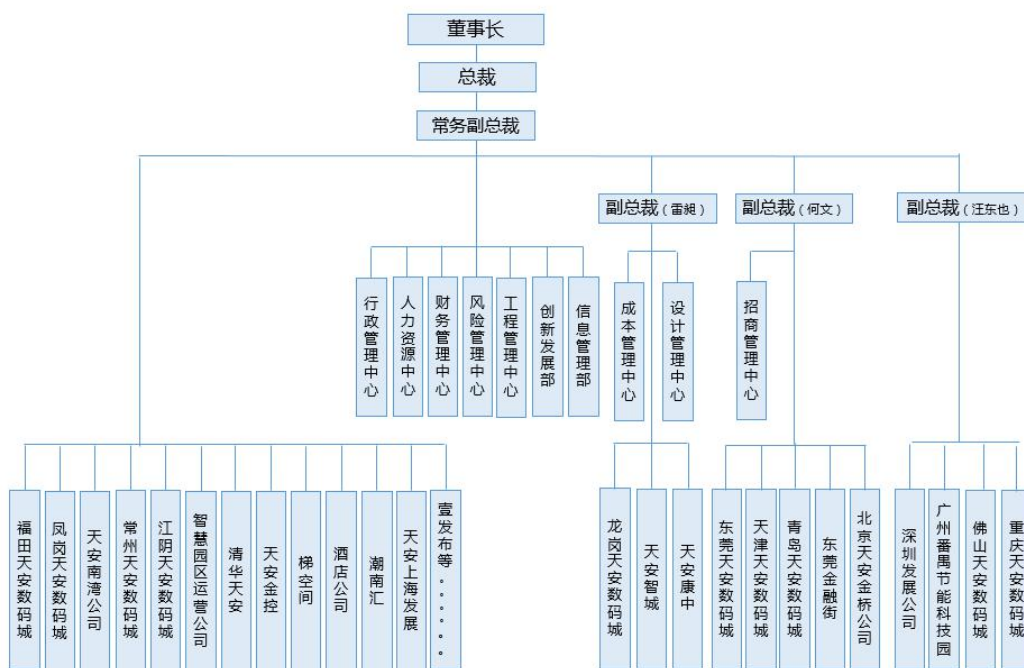
较大对外融资需求。

公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据覆盖程度高，EBITDA 对本期中期票据保障能力较好。基于对公司主体长期信用状况、本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险低，安全性高。

### 附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



## 附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	16.06	23.04	25.35	20.00
资产总额(亿元)	148.75	167.73	182.80	180.21
所有者权益(亿元)	51.69	56.46	63.22	63.64
短期债务(亿元)	19.52	24.72	21.76	17.92
长期债务(亿元)	27.69	30.63	38.52	42.63
全部债务(亿元)	47.22	55.35	60.28	60.54
营业收入(亿元)	26.04	25.65	25.86	3.42
利润总额(亿元)	5.02	6.30	6.36	0.57
EBITDA(亿元)	6.10	7.58	8.03	--
经营性净现金流(亿元)	14.39	2.32	0.62	-3.31
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	5.03	6.90	8.51	--
存货周转次数(次)	0.20	0.17	0.16	--
总资产周转次数(次)	0.18	0.16	0.15	--
现金收入比(%)	121.25	103.39	107.55	135.65
营业利润率(%)	26.48	38.15	40.46	50.74
总资本收益率(%)	5.06	4.68	4.58	--
净资产收益率(%)	7.99	7.72	7.15	--
长期债务资本化比率(%)	34.89	35.17	37.86	40.11
全部债务资本化比率(%)	47.74	49.51	48.81	48.75
资产负债率(%)	65.25	66.34	65.42	64.69
流动比率(%)	168.39	164.90	173.39	188.15
速动比率(%)	38.45	47.53	53.90	54.74
经营现金流动负债比(%)	23.21	3.22	0.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.05	2.57	2.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.74	7.30	7.51	--

注：公司 2019 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中短期应付债券计入短期债务核算

### 附件3 截至2019年3月底公司子公司列表

序号	子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	表决权比例 (%)	主要经营范围
1	常州天安数码城置业有限公司	20381	100	100	科技园、产业园开发运营
2	青岛天安数码城有限公司	20000	100	100	科技园、产业园开发运营
3	天津天安数码城有限公司	20000	100	100	科技园、产业园开发运营
4	重庆天安数码城有限公司	20000	100	100	科技园、产业园开发运营
5	深圳天安数码城发展有限公司	10000	100	100	科技园、产业园开发运营
6	江阴天安数码城置业有限公司	10000	100	100	科技园、产业园开发运营
7	深圳市龙岗天安数码新城有限公司	6600	100	100	科技园、产业园开发运营
8	东莞市天安数码城有限公司	6000	78	78	科技园、产业园开发运营
9	广州市番禺节能科技园发展有限公司	5000	100	100	科技园、产业园开发运营
10	佛山市天安数码城有限公司	4000	90	90	科技园、产业园开发运营
11	天安数码城股权投资基金管理(深圳)有限公司	3000	100	100	股权投资、创业投资
12	天安数码城酒店资产经营管理(深圳)有限公司	1000	100	100	提供酒店管理服务
13	天安数码城香港(集团)有限公司	HKD 1000	100	100	财富管理、投资管理
14	深圳市前海源头科技有限公司	500	90.1	90.1	互联网技术开发、网上贸易等
15	东莞市凤岗天安数码城有限公司	6000	90.1	90.1	科技园、产业园开发运营
16	东莞天安数码城民间金融街发展有限公司	1000	100	100	房地产租赁
17	青岛天安孵化器企业管理有限公司	500	60	60	投资咨询
18	深圳市天安孵化器有限公司	100	100	100	技术开发
19	广州天安会所管理有限公司	50	100	100	租赁
20	广州市天安合泰置业代理有限公司	30	90	90	房地产中介
21	佛山天安科技企业孵化器有限公司	500	90	90	企业管理服务/租赁
22	天安梯空间科技服务(深圳)有限公司	500	100	100	孵化服务、创业企业服务



23	重庆天安梯空间企业孵化器有限公司	10	100	100	物业管理/租赁
24	深圳市龙凤呈祥地产经纪有限公司	50	90.1	90.1	房地产经纪
25	深圳天安源头股权投资合伙企业（有限合伙）	1000	95.05	95.05	投资
26	深圳南湾天安数码城有限公司	5000	90.1	90.1	科技园、产业园开发运营
27	深圳市壹发布科技发展有限公司	10	100	100	技术咨询/技术
28	深圳市天安汇发展有限公司	10	100	100	技术咨询/服务
29	深圳市创智汇媒体运营有限公司	100	81.18	81.18	广告互联网
30	深圳市潮南汇餐饮管理有限公司	10	100	100	餐饮服务
31	深圳市天安智慧空间科技有限公司	100	82.17	82.17	管理咨询
32	开源时尚科技（深圳）有限公司	100	63.16	63.16	技术咨询/服务
33	深圳市智慧空间平台技术开发有限公司	100	63.07	63.07	技术开发
34	天安数码城集团上海企业发展有限公司	10000	90.1	90.1	科技园、产业园开发运营
35	深圳市宏业源头发展有限公司	500	100	100	管理咨询
36	深圳市前海源石发展有限公司	500	66.7	66.7	管理咨询
37	广州市天安孵化器运营有限公司	500	100	100	技术咨询/技术开发
38	东莞市长安天安数码城有限公司	2000	90.1	90.1	科技园、产业园开发运营
39	北京天安金桥开发建设有限公司	10000	86.22	86.22	专业承包/房地产
40	东莞天安知识产权有限公司	1000	100	100	代理/软件开发
41	深圳市天安置业顾问有限公司	100	100	100	咨询
42	深圳天越房地产开发有限公司	10000	60	60	科技园、产业园开发运营
43	东莞市天安数码产业科技创新有限公司	1000	88.3	88.3	租赁/商务服务业
44	青岛天益海泰运营管理有限公司	500	100	100	租赁/商务服务业
45	深圳市天安数码城商业管理有限公司	100	83.16	83.16	咨询服务/商业管理
46	天创产业策划设计咨询（深圳）	10	90.1	90.1	产业园区规划设计及咨

	有限公司				询/建筑设计及咨询;
47	天安知识产权(深圳)有限公司	10	90.1	90.1	商标代理/企业管理咨询/ 信息咨询
48	深圳市宝龙天安数码城有限公司	10000	60	60	产业园运营管理/招商服 务/投资咨询
49	常州天安数码城科技服务有限公司	100	100	100	租赁和商务服务业
50	天安梯空间科技服务(天津)有限公司	500	100	100	租赁和商务服务业
51	重庆创企展锐科技服务有限公司	10	100	100	科学研究和技术服务业
52	东莞市南城天安宏信股权投资管理有限公司	5000	70	70	投资
53	东莞市中堂天安数码城有限公司	10000	54.06	54.06	房地产
54	天安创新发展(深圳)有限公司	10	90.1	90.1	商务服务业
55	佛山天安创智实业投资有限公司	500	90	90	租赁和商务服务业
56	东莞市天安梯空间信息科技有限公司	300	78	78	租赁和商务服务业
57	东莞市优培创业咨询有限公司	323	41.03	41.03	租赁和商务服务业
58	天安金融控股(深圳)有限公司	5000	80.00	80	金融业
59	Sure Courage Limited	/	100	100	/
60	兴和工程管理有限公司	/	100	100	/
61	Treasure Finder International Limited	/	100	100	/
62	新都会寰球室内设计有限公司	/	100	100	/
63	Powis Global Limited	/	100	100	/
64	晋辉项目设计有限公司	/	100	100	/
65	Great Daylight Limited	/	100	100	/
66	浩诚工程顾问有限公司	/	100	100	/

注:序号 59-66 的 Sure Courage Limited 等公司为香港注册公司,注册资本不足万元,相关证件不限定主营业务范围

资料来源:公司提供

## 附件 4 财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资产收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

## 附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

## 联合资信评估有限公司关于 天安数码城（集团）有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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

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

天安数码城（集团）有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对天安数码城（集团）有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，天安数码城（集团）有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

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

如天安数码城（集团）有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对天安数码城（集团）有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与天安数码城（集团）有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。