信用等级公告

联合[2018] 1563 号

联合资信评估有限公司通过对武汉光谷联合集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持武汉光谷联合集团有限公司主体长期信用等级为 AA，“17 汉光谷 MTN001”债券信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月九日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

武汉光谷联合集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 汉光谷 MTN001	8 亿元	2020/08/17	AA	AA

评级时间：2018 年 7 月 9 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	10.32	13.25	21.60	17.41
资产总额(亿元)	84.76	102.56	107.62	109.12
所有者权益(亿元)	30.53	47.07	52.25	53.44
短期债务(亿元)	12.29	14.00	10.89	8.89
长期债务(亿元)	21.15	17.92	24.71	27.82
全部债务(亿元)	33.44	31.92	35.59	36.71
营业收入(亿元)	20.07	25.32	25.49	2.75
利润总额(亿元)	7.38	6.63	6.79	0.11
EBITDA(亿元)	7.94	8.28	8.67	--
经营性净现金流(亿元)	0.21	-5.67	13.87	-4.41
营业利润率(%)	28.07	24.84	31.44	31.94
净资产收益率(%)	17.91	10.61	9.54	--
资产负债率(%)	63.98	54.11	51.45	51.02
全部债务资本化比率(%)	52.28	40.41	40.52	40.72
流动比率(%)	238.18	227.19	275.86	313.29
经营现金流动负债比（%）	0.71	-16.22	50.59	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.21	3.86	4.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.82	3.16	4.45	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师
牛文婧　王宇飞
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 （100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对武汉光谷联合集团有限公司（以下简称“公司”或“武汉光谷联合”）的评级反映了其在股东支持、产业地产开发运营能力、项目储备、以及土地储备等方面具备的显著优势。跟踪期内，公司资产及收入规模有所增长，经营可持续性较好。另外，股东联合置业（武汉）有限公司（以下简称“联合置业”）对公司进行了增资，使得公司资本实力得到显著提升。联合资信同时也关注到产业地产行业竞争加剧、公司在建项目投资规模大、非经常性损益对其利润水平影响较大等因素对公司整体信用水平带来的不利影响。未来随着公司在建项目逐步实现销售，公司资产及收入规模有望提升。

综合评估，联合资信维持武汉光谷联合集团有限公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“17 汉光谷 MTN001”的信用等级为 AA。

优势

1. 公司产业地产开发运营业务受国家政策支持力度较大，为其未来发展提供了良好的外部环境。
2. 公司产业地产开发运营模式成熟、运营经验丰富，综合竞争实力较强。
3. 跟踪期内，股东增资事项有效提升了公司的资本实力。
4. 公司经营活动现金流入量对公司存续期内债券保障能力较强。

关注

1. 近年产业地产开发行业发展迅速，参与者增多，市场竞争压力上升。
2. 受实体经济增速下滑影响，产业园区招商引资难度加大，对产业地产的销售形成一定不利影响，资金回笼周期较长。

3. 公司投资开发力度不断加大，未来随着各地项目陆续推进，公司存在较大对外融资压力。
4. 公司自持物业增值对利润总额提供了较大的补充作用，但其贡献持续性存在不确定性。
5. 随着公司项目布局逐渐向外省市延伸，未来经营风险或将加大。
6. 公司未计提存货跌价准备，考虑部分项目存在去化较慢的情况，公司存货存在一定跌价风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由武汉光谷联合集团有限公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

武汉光谷联合集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于武汉光谷联合集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

武汉光谷联合集团有限公司（以下简称“公司”或“武汉光谷联合”）成立于 2000 年 7 月，原名称为武汉华中曙光软件园有限公司，由武汉高科国有控股集团有限公司（以下简称“高科控股”）和武汉曙光集团有限责任公司（以下简称“曙光集团”）共同投资组建，注册资本为人民币 5000 万元，其中高科控股出资 3000 万元，占注册资本的 60%，曙光集团出资 2000 万元，占注册资本的 40%。后经多次股权变更及增资扩股，截至 2015 年底，公司注册资本 4.80 亿元，控股股东为联合置业（武汉）有限公司（以下简称“联合置业”）。

2015 年 12 月 15 日，公司上层股东中电光谷联合控股有限公司（原名为“光谷联合控股有限公司”，以下简称“中电光谷”或“光谷联合控股”）在香港联交所发布公告：中国电子集团控股有限公司（以下简称“中电控股”）与中电光谷及全资子公司三 A 银信投资有限公司签署了《股权转让协议》，中电控股将向三 A 银信出售其全资子公司中电科技 100.00%股权，股权对价为人民币 7.00 亿元，中电光谷按照每股代价 0.8 港元配发 1058530083 股股份支付相关收购价款。同时，中电光谷与中电控股签署了《认购协议》，中电控股以每股 0.8 港币，共计 11.93 亿港币认购中电光谷发行的 1491469917 股新股。上述交易完成后，中电控股将持有中电光谷的股份数量为 25.50 亿股，约占中电光谷扩大后的股份总和的 31.90%。2016 年 6 月 30 日，中电光谷在香港联交所发布公告，上述重大资产重组事项已完成，《股权转让协议》和《认购协议》已生效，中电控股成为中电光谷的控股股东。2016 年 6 月，联合置业对公司增资，注册资本由 4.80 亿元增加至 16.30 亿元，增资资金已全部到账。

2017 年 10 月，联合置业与公司签署《关于武汉光谷联合集团有限公司增资事宜之增资协议书》（以下简称“增资协议”），联合置业将以现金形式分批增资合计 3.70 亿元，增资完成后公司注册资本和实收资本均增至 20.00 亿元。增资协议签署后，联合置业于 2017 年 12 月和 2018 年 3 月分别以货币形式增资 2.00 亿元和 1.10 亿元。股东增资事项有效提升了公司的资本实力。

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本为 20.00 亿元，实收资本 19.40 亿元，均为联合置业出资。联合置业是中电光谷的三级全资子公司；中电控股通过其全资子公司 CEC Media 持有中电光谷 33.12%的股权，是中电光谷的控股股东；中电控股是中国电子信息产业集团有限公司（以下简称“中国电子”或“CEC 集团”）控股的、专注于电子信息产业发展的红筹公司，中国电子持有中电控股 40.03%的股权，为中电控股的控股股东。因此公司的实际控制人为中国电子。（公司股权结构详见附件 1-1）。

公司经营范围包括：网络技术、电子商务、软件、系统集成、信息加工与服务、通信设备的开发、研制、技术服务；计算机及配件、普通机械、电器机械、汽车配件、仪器仪表、建筑材料、装饰材料、纺织品零售兼批发；线路、管道安装；房地产开发、商品房销售；园区开发和基础设施建设；销售代理、策划代理、广告代理、工程咨询；酒店管理及相关信息咨询服务；预包装食品零售（凭有效许可证经营）。

截至 2018 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司共 57 家，包括全资子公司 38 家和控股子公司 19 家；公司管理机构分总部管理部门、集

团经营部门、武汉开发业务部门和中电光谷新项目工作组 4 大块，下设 15 个职能部门，分别为集团办公室、集团法务室、集团审计室、集团研究室、人力资源中心、财务中心、营销中心、项目管理中心、住宅事业部、创投事业部、不动产事业部、咨询管理事业部、武汉招商部、武汉成本部、武汉项目管理部（公司组织结构详见附件 1-2）。

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 107.62 亿元，所有者权益合计为 52.25 亿元（其中少数股东权益 9.40 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 25.49 亿元，利润总额 6.79 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 109.12 亿元，所有者权益 53.44 亿元（含少数股东权益 9.43 亿元）；2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 2.75 亿元，利润总额 0.11 亿元。

公司注册地址：东湖新技术开发区关山一路 1 号；法定代表人：黄立平。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

2017 年 8 月，公司发行“17 汉光谷 MTN001”，募集资金 8 亿元，其中 6 亿元用于偿还银行借款，剩余 2 亿元用于补充全资子公司武汉吉天建设工程有限公司流动资金。2017 年 8 月 23 日，公司发布《关于变更武汉光谷联合集团有限公司 2017 年度第一期中期票据募集资金用途的公告》，将募集资金中用于偿还银行借款的明细进行变更。截至 2018 年 3 月底，募集资金已按照变更后的用途使用完毕。

本期中期票据无担保。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，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（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。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，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。

此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

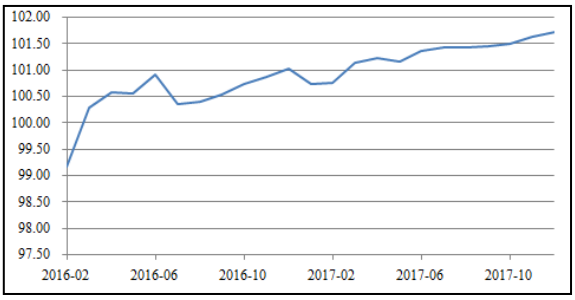
五、行业及区域经济环境

1.房地产行业分析

（1）房地产开发行业

2016 年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21 个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017 年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图 1　2016 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20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，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

（2）房地产供求与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，全国300城市土地供应小幅回升,热点城市增供稳定市场预期,拉动成交量及出让金上涨,楼面均价涨幅较去年有所收窄,平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。

分城市来看，一线城市土地供应持续放量，

成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住建部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。

从房地产开发资金增速上看，2017年以来，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资继续收紧。北京“317新政”的出台，标志房地产调控加码。2017年，其他资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增速为19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。

（3）行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格增长、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

（4）政策环境

2016 年 9 月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过 22 个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，

既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月，40余个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

5、产业地产行业分析

园区地产（即产业地产）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、相互存进的商业模式。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。

中国园区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，园区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，近年来园区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、制造型的企业，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。

产业地产竞争格局

随着房地产宏观调控政策从紧，部分传统

房地产开发商也开始向产业地产转型，以期实现盈利模式的多元化。产业地产市场竞争日益激烈。

传统房地产开发商在公司治理、流程管理、人员配备、市场调研等方面具有一定优势，但在产业运营、企业培育、服务配套上缺乏市场经验，仍需要一定的调整时间。

随着经济增长由资源驱动向创新驱动转变，产业地产已由过去优惠政策、廉价土地竞争，转向产业链、投资环境等方面的竞争。

①产业链竞争

一个较为完整的产业链可以最大限度地降低产业配套协作成本，产业集聚与上下游配套是高新技术产业园区吸引投资的重要因素。一旦形成完整产业链，高新技术产业园区将会吸引更多具有垂直和协作业务关系的企业投资，提供配套服务。由此产生的产业集群效益将有利于推动高新技术产业园区内经济的良性循环和健康发展。

②投资环境竞争

投资环境已经成为体现高新技术产业园区竞争实力的重要指标。目前，投资环境决定着高新技术产业园区的吸引力和辐射力。未来，各高新技术产业园区间的竞争将更多地表现为是否具有良好产业规划、园区文化和社会氛围，以及相关金融服务、高效管理体制等软环境。

产业地产行业关注

①土地成本上升对盈利空间形成压制

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。

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，领先企业优势趋减

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，竞争者多以利用自身资本、运作和产业资源优势加速布局全国，行业竞争压力上升已成趋势，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。

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园区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，在李克强总理 2013 年的多次讲话中均有表示，并在年末中央城镇化会议中明确提出“发展各具特色的城市产业体系”、“形成生产、生活、生态空间的合理结构”等方向。而在地方政府债务风险的制约下，在“使市场在资源配置中起决定性作用”的三中全会的指引下，园区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，将逐渐成为新型城镇化市场的主要力量。

2014 年 9 月国土部下发《国土资源部关于推进土地节约集约利用的指导意见》（国土资发[2014]119 号）（以下简称“《意见》”）提出严格控制建设用地总量，不断优化土地利用结构和布局，挖潜土地存量和综合整治，完善土地节约集约利用制度和健全机制的主要目标，并具体提出工业用地逐步减少、制定工业用地等各类存量用地回购和转让政策，建立存量建设用地盘活利用激励机制等要求。此外，《意

见》第十七条着重明确了“完善土地价租均衡的调节机制”的要求，完善工业用地出让最低价标准相关实施政策、实行新增工业用地弹性出让年期制、重点推行工业用地长期租赁。地方层面，全国诸多城市出台了相关政策，落实节约集约利用土地。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。

综合目前的经济环境和政策，纵向来看，一方面，随着各地工业用地新规的出台，工业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，相对大型房产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营运模式，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，同时，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。

六、基础素质分析

1．产权状况

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本为 20.00 亿元，实收资本为 19.40 亿元，均为联合置业出资。联合置业是中电光谷的三级全资子公司；中电控股通过其全资子公司 CEC Media 持有中电光谷 33.12%的股权，是中电光谷的控股股东；中电控股是中国电子控股的、专注于电子信息产业发展的红筹公司，中国电子持有中电控股 40.03%的股权，为中电控股的控股股东。因此公司的实际控制人为中国电子。

2．股东背景

重组完成后，中电控股成为公司上层股东中电光谷的第一大股东。中电控股是中国电子旗下在香港联交所的上市公司，长期以来专注于电子信息产业发展和产业园运营，于 2004 年在香港上市。CEC 集团通过全资附属公司华大半导体与中国华大间接持有中电控股已发行股本 40.03%、19.39%，合计持有股份 59.42%。

中国电子成立于 1989 年 5 月，实际控制人为国务院国资委，是中央直接管理的国有特大型集团公司，产业分布于集成电路、软件服务、整机与关键零部件、平板、贸易和物流园区等五大板块，涵盖从零组件到销售的全产业链，亦为中国最大的国有 IT 企业。截至 2017 年底，中国电子资产总额 2630.82 亿元，负债总额 1814.69 亿元，所有者权益 816.13 亿元。2017 年度实现营业收入 2162.10 亿元，净利润 28.71 亿元。截至 2018 年 3 月底，中国电子资产总额 2658.11 亿元，负债总额 1820.16 亿元，所有者权益 837.95 亿元。2018 年 1~3 月实现营业收入 456.40 亿元，净利润-1.75 亿元。2017 年 9 月，

中国电子在中国企业联合会、中国企业家协会联合发布的“2017 年中国企业 500 强”榜单中排名第 82 位。

3．企业规模与竞争力

公司总部位于武汉东湖高新区，以主题产业园区空间服务为主体，以提供基于信息化、智能化的全生命周期产业园区运营解决方案为特色，拥有房地产开发、装饰工程、物业管理、幕墙工程四个国家一级资质，建筑工程总承包、造价咨询、钢结构工程、监理、机电工程等六个二（乙）、三（丙）级资质，已成为以整合创新链、服务新产业为主导，具有建造、运营、服务等完整产业链体系的企业集团。

公司在产业园开发运营领域采用“规划设计——开发建设——运营服务”的全产业链纵向一体化模式。主要业务为开发多元化大型主题产业园和配套住宅，进一步提供多元化商业运营及专业化服务（如为进驻产业园的企业提供商业运营服务，为旗下集团及第三方物业开发客户提供装饰装修建造服务，物业租赁服务等）以满足企业多样化和专业需求，吸引目标产业企业及相关全产业链企业入驻。此外，公司还利用丰富的开发运营经验和专业知识为第三方园区提供服务。

公司的核心业务是以全生命周期园区智能管理系统为基础，提供适合的科技产业园区投资、开发、招商、运营整体解决方案；为各类创新企业提供理想的办公、科研、生产场所和服务，是中国第二大市场化产业园全生命周期的专业开发运营者，积累了丰富的项目运作经验，并在武汉地区拥有一定的品牌效应和较强的区域市场竞争力。公司现有软件园、金融港、研创中心、创意天地、联合科技城、CEC 信息港、集成电路产业、健康医疗大数据、军民融合等多条主题产业园区产品线体系，助力这些行业在各城市的产业聚集和转型升级。在产业园空间服务的基础上，公司兼营配套住宅开发、项目管理、工程建设和物业管理等，是中国领先的 DHC 投资/运营商，目前正转型成为领先的产业资源共享平台。

2016 年 6 月，通过重大资产重组，中电光谷成为中电控股旗下唯一的产业园投资建设及运营平台。未来公司将深度融合 CEC 集团及自身核心产业资源，以产业生态理念构建产业集群新模式。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事、高级管理人员、管理体制及管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

经过多年发展，公司已形成了明确的经营思路，公司业务以产业园空间服务为主，产业园运营服务、设计与建造服务为辅。另外，公司子公司成长企业创新担保有限公司及其下设的子公司深圳中电光谷融资租赁有限公司及深圳中电光谷商业保理有限公司向中小企业提供融资租赁及商业保理金融服务，以便更好地为入园企业服务。

公司营业收入包括产业园空间服务、产业园运营服务和设计与建造服务三大板块，其中产业园空间服务包括产业园销售、产业园租赁及配套住宅销售；产业园运营服务包括物业管理服务、能源服务、智能园区服务、孵化器与共享办公服务、园区金融服务、团体餐饮及酒店服务、不动产营销代理、公寓租赁、文体娱乐等服务；设计与建造服务包括政府采购服务、EPC 一体化设计建造服务、项目管理咨询服务、产业投资等。2015~2017 年公司营业收入分别为 20.07 亿元、25.32 亿元和 25.49 亿元。从收入构成来看，公司营业收入主要来源为产业园空间服务板块，近三年该板块波动上升，收入占比由于公司开发园区数量的增多使得产业园运营服务规模持续增长而减少。2017 年公司产业园空间服务收入 19.95 亿元，较 2016 年减少 2.83%，占营业收入的比重为 78.28%；

2015~2017 年，公司产业园运营服务收入规模较小，但近三年快速增长，2017 年该板块实现收入 3.80 亿元，同比增长 14.46%，占营业收入的比重增至 14.89%，主要原因是公司从产业园开发逐步转型成为“新产业综合服务商”，公寓租赁、生活配套服务等收入逐年增长所致；公司设计与建造服务板块及其他业务板块收入规模很小，对公司利润贡献程度低。

毛利率方面，公司收入来源主要来自产业园空间服务，其毛利率较高的主要原因为土地成本相对较低，但受所销售园区项目所在区域不同，利润空间有所波动。2015~2017 年，公司整体毛利率呈波动上升趋势，分别为36.11%、31.83%和 38.99%，主要原因为产业园空间服务毛利波动上升。同期，产业园空间服务毛利率分别为 38.87%、33.29%和 44.04%，主要原因为公司业务结构上以毛利率较高的产业园销售为主。2015~2017 年，公司产业园运营服务毛利率不断下降，主要原因为随着公司相关业务规模增长使得业务拓展成本亦大幅提高。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.75 亿元，为 2017 年收入的 10.80%，主要原因为公司当期竣工项目较少；同期，公司实现毛利率 38.77%，较 2017 年小幅下降 0.22 个百分点。其中，产业园空间服务毛利率为 61.61%，较 2017 年提高 17.57 个百分点，主要原因为当期结转收入的合肥金融港、创意天地项目毛利率相对较高。

表 1　公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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
产业园空间服务	16.77	83.57	38.87	20.53	81.06	33.29	19.95	78.28	44.04	1.04	37.82	61.61
产业园运营服务	1.91	9.50	28.45	3.32	13.12	26.16	3.80	14.89	21.36	1.14	41.35	31.17
设计与建造服务	1.30	6.50	12.03	0.93	3.67	12.19	1.30	5.10	13.01	0.56	20.40	11.77
其他业务	0.09	0.43	33.36	0.54	2.15	45.02	0.44	1.73	38.77	0.01	0.42	43.40
合计	**20.07**	**100.00**	**36.11**	**25.32**	**100.00**	**31.83**	**25.49**	**100.00**	**38.99**	**2.75**	**100.00**	**38.77**

资料来源：公司提供

注：本表中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

1．产业园空间服务

业务概况

产业园空间服务为公司的核心业务，其中产业园销售及配套住宅销售对公司收入及利润贡献较高。公司在主题产业园的开发运营上秉承“产业集群、产业运营和产城一体化”理念，通过市场招拍挂方式购买土地，针对创新创业企业、转型发展企业、业务跨区域扩张企业的需求，规划设计行业特色鲜明的服务类、研发设计类、企业孵化类等多种房产项目，即进行“土地深加工”，公司对各产业区实行滚动开发。

经过多年发展，公司从最初开发建设产业园逐步转型成为“新产业综合服务商”，即在建设园区办公楼、厂房、商业物业并配套住宅、公寓等建设，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。

公司目前所开发园区项目主要分布于武汉、青岛、沈阳、合肥、西安、成都及温州，项目所选区域及城市均具有较强的综合竞争力，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。

表 2　截至 2018 年 3 月底公司产业园开发项目概况（单位：亿元）

区域	项目名称	项目定位	项目总投资	规模	最新状况
武汉	光谷软件园	软件服务外包产业、基于 IT 衍生出的信息产业与服务外包行业	21.72	占地面积 41.1 万平方米，规划总建筑面积 93 万平方米，共分六期开发	已全面建成，引入华为、美国 EDS、交通银行等入驻
	光谷金融港 1 期、2 期	金融服务外包产业、基于 IT 发展起来的金融后台产业	25.22	占地面积 37.7 万平方米，规划总建筑面积 79.35 万平方米，共分两期开发	已全面建成，引入中国人民银行、泰康人寿、建设银行等入驻
	创意天地	艺术原创、工业设计等创意相关产业	16.90	占地面积 19.4 万方米，规模总建筑面积 38.7 万平方米，共分四期开发	已全面建成，已入驻机构 90 余家
	研创中心	中小科技型企业研发环节	4.22	占地面积 18.3 万平方米，规模总建筑面积 11.30 万平方米，共分两期开发	已全面建成，已入驻企业 10 余家
青岛	青岛国际海洋信息港	海洋资讯、软件及服务外包	30.90	占地面积 32.53 万平方米，规划总建筑面积 73 万平方米，共分两期开发	已完工 27.9 万平方米，入驻企业 70 余家
	青岛研创中心	物联网技术研发、物流资讯系统建设、中小科技企业孵化	7.00	占地面积 6.23 万平方米、规划建筑面积 14 万平方米，共分两期开发	已完工 6.12 万平方米
	青岛海洋科技城	海洋科技研究和科技服务业	7.47	占地面积 15.07 万平方米，规划总建筑面积 19.71 万平方米，共分两期开发	已开工 4.6 万平方米
沈阳	沈阳光谷联合科技城	装备制造、新材料、生物医药、电子资讯	1.89	一期总占地面积 12.6 万平方米，规划建筑面积 18.6 万平方米，分一期开发	已有 8.1 万平方米物业完工，入驻企业 30 家
	沈阳中电光谷信息港	电子信息、集成电路	2.25	占地面积 12.5 万平方米，规划建筑面积 9.73 万平方米，分一期开发	已开工 9.5 万平方米
黄石	黄石光谷联合科技城	为以高端新型产业为目标，集中整合新能源、新材料、光电子、生物等新产业	21.52	占地面积 48.9 万平方米，规划建筑面积 67.7 万平方米，分三期开发	已完工面积 5.9 万平方米，入驻企业 20 余家
黄冈	黄冈光谷联合科技城	目标为光电子信息、智能制造等高端新兴产业为核心的加工企业	2.80	占地面积 14.3 万平方米，规划建筑面积 15 万平方米，共分两期开发	已完工 2.7 万平方米，入驻企业 10 余家
合肥	合肥金融港	金融中后台服务、特色金融等	25.57	占地面积 23 万平方米，规划建筑面积 61 万平方米，共分两期开发	一期已全部建成，并且大部分实现销售，二期已开工
鄂州	鄂州光谷联合科技城	机电、资讯、新材料、生物医药等	39.23	总占地面积 105.3 万平方米，规划建筑面积 130.6 万平方米	已完工 22.54 万平方米，入驻企业 50 家
西安	西安 CEC 信息港	高端智能制造、网络安全、电子信息与软件服务外包、健康医疗大数据、军民融合	10.00	总占地面积 13.47 万平方米，规划建筑面积 13.56 万平方米	已完工 5.13 万平方米，入驻企业 10 余家
温州	温州 CEC 信息港	信息安全、智能终端制造、物联网、软件与信息服务、产业互联网、跨境电子商务	3.18	占地面积 8.29 万平方米，规划总建筑面积 13.68 万平方米	已开工 12.07 万平方米

资料来源：公司提供

公司产业园开发项目的项目选址、与地方政府前期洽谈、楼宇设计等前期工作由公司本部负责，公司通过签订合同将产业楼宇的建设工作委托相关公司实施建设，包括施工单位及材料供应商的选取等，建设单位通过公开招标方式选取符合条件的施工方合作。产业园区的建设进度在合同中约定，施工进度及质量执行情况由公司实施监督。公司在建筑施工和装修环节上，大部分工程由下属全资子公司武汉吉天建设工程有限公司、武汉丽岛科技有限公司等产业链公司完成，从而便于进行质量控制。

开发模式方面，公司产业园开发采用自主开发、定制开发（大客户营销模式）和合作开发（通过合作方式控制具有成本和地段优势的土地，比较快速地进入开发程序或锁定储备用地，运用公司的开发经验、品牌优势、项目资金和专业团队为合作开发项目提供从规划、项目审批到建设过程管理、成本控制以及项目招商营销的全程管理，确保合作双方在项目取得预期收益。一般合作对象为具有产业先导优势而缺乏产业园区开发经

验的实业企业，或者具有投资需求国有投资平台）三种模式，其开发与运营模式较为成熟，具备一定的市场竞争力和盈利能力。公司受申请人委托进行定制开发的项目主要为光谷软件园 5 期、光谷金融港 1 期和 2 期项目，其他已完工及在建的项目全部以自主开发为主。

产业研究方面，公司专门成立集团研究室，对客户需求进行深入了解，对各个地区的产业开发特点进行深度分析，进行产业研究、宏观经济与政策研究、区域研究。首先进行项目选址，之后对项目进行概念规划设计，由专业人士进行项目立项、编制可研报告、项目建议书。

招商引资方面，公司招商模式主要是通过协同政府定制招商大客户和公司自主招商行业内中小企业，并围绕入园核心企业引进其产业链相关单位，以及提供规划设计、室内装饰安装、能源服务、物业服务、食堂餐饮等一站式服务。

盈利模式方面，公司全部以购置土地开发后销售获利。公司产业园区开发的土地性质大多为“工业用地”，拿地成本较低，客户主要是以经营为目的的企事业单位而非以消费为目的的个人。目前公司主要的目标客户包括：软件开发及服务外包企业（美国 EDS、微软公司等）、金融后台服务机构（招商银行信用卡武汉营运中心、交通银行太平洋信用卡中心）、研发创意及相关配套服务类企业（恒隆企业集团、中铁二院）。公司根据园区规划定位及入驻企业特性，与地方政府协商通过后，地方政府给予了入驻企业及孵化器多种产业扶持政策，如税收优惠、租金补贴等；同时公司不断引进园区配套项目，如商业配套、餐饮配套、物业服务、能源服务、创投服务、金融服务等，部分园区引进市政及文化等机构。对于个别重大项目，政府可能会以补贴的方式，在土地成交后以产业扶持基金或基础设施建设补贴的方式返还部分土地价款，以支持产业发展。

另外，为更好扶持园区中小微企业，公司通过与金融机构及地方政府合作设立的创投基金、引进天使基金、设立孵化器投融资服务部等形式，为入驻企业提供了便捷的投融资环境。

项目建设及销售

公司投资项目区域主要集中于武汉地区，随着产业地产布局全国，业务范围逐渐扩大至青岛、沈阳及合肥等地区。但同时，公司的经营风险或将加大。

近年来，公司新开工面积大幅增加。2017 年，公司产业园区开发业务新开工面积 52.10 万平方米，较 2016 年大幅增长 178.91%，主要为沈阳中电光谷信息港、黄冈联合科技城、西安电子产业园以及温州产业园所产生。近年来，随公司开发面积大幅增加，公司销售面积亦大幅增加。2017 年，公司各产业园区项目签约销售面积为 30.76 万平方米，同比增长 10.49%，主要得益于合肥金融港、武汉创意天地、鄂州光谷联合科技城、黄冈光谷联合科技城和沈阳光谷联合科技城项目签约销售的增长。受沈阳和黄冈地区项目销售均价较低影响，公司 2017 年签约销售均价降至 5993.50 元/平方米，较 2016 年下降 12.04%；同期公司签约金额为 18.44 亿元，较 2016 年下降 2.79%。2017 年，公司实现产业园物业结算销售收入 18.49 亿元，同比增长 26.30%。

截至 2017 年底，黄石光谷联合科技城、武汉研创中心和青岛国际海洋信息港去化速度较慢，项目剩余可售面积较大，存在一定销售压力。

表3　公司产业园区开发业务指标

（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
开工面积	5.10	18.68	52.10	17.36
竣工面积	42.40	56.15	22.18	--
签约销售面积	15.54	27.84	30.76	3.62
签约金额	8.81	18.97	18.44	2.49
签约销售均价	5669.50	6813.94	5993.50	6882.32
结算收入	8.49	14.64	18.49	0.73
期末在建面积	61.20	23.70	62.70	80.06

资料来源：公司提供

土地储备方面，公司的土地储备为熟地，即土地开发达到“招拍挂”的用地标准后，政府通过“招拍挂”方式公开挂牌；完成“招拍挂”流程后，政府相关部门与拍得者签订土地转让协议，

公司交纳土地保证金，计入“其他应收款”科目。取得国土资源管理局成交确认书后，所付款项计入预付账款，前期保证金也转入预付账款。签订土地出让合同后，开始计入开发成本。

公司依据各产业园区发展规划需求进行合理储备。截至 2018 年 3 月底，公司储备作未来开发的主要项目情况如表 4，拥有土地储备规划总建筑面积达 355.16 万平方米。另外，公司还有部分已经签订开发意向的潜在开发项目，公司后续投资规模将进一步扩大。

从拿地成本看，由于公司开发建设的产业园区对地方经济发展能够起到积极带动作用，地方政府在给予入驻企业税收优惠等政策的同时，也为公司在土地获取方面提供了较大支持，目前公司储备作未来开发项目地块的土地成本相对较低。未来随着产业地产行业快速发展，土地市场需求不断增长，行业竞争压力有所上升，可能导致各地区产业地产用地成本攀升。

总体看，公司现有土地储备丰富，可以满足公司目前发展需要；同时由于公司承建的产业园区对地方经济的带动效应，使得公司在土地收储等方面可以获得来自各产业园所在地方政府的相关支持，整体优势明显。

表4　截至2018年3月底土地储备情况（单位：%、平方米）

项目	城市	位置	用途	股权占比	建筑面积
光谷软件园	武汉	湖北省武汉市关山大道 1 号	工业	100	54425
金融港一期	武汉	湖北省武汉市光谷大道 77 号	工业	100	27728
金融港二期	武汉	湖北省武汉市光谷大道 77 号	工业	100	28465
创意天地	武汉	湖北省武汉市洪山区野芷湖西路 16 号	商业	100	203634
武汉研创中心	武汉	湖北省武汉市光谷大道与杨桥湖大道交汇处	工业	100	199438
丽岛 2046	武汉	湖北省武汉市雄楚大道 175 号	住宅	100	2333
其他	武汉	--	住宅	100	14612
青岛光谷国际海洋信息港	青岛	山东省青岛市峨嵋山路 396 号	工业	100	329327
青岛研创中心	青岛	山东省青岛市峨嵋山路以东、江山路以西、开发区一中以南	住宅/工业	100	120823
青岛海洋科技园一期	青岛	山东省青岛市青岛经济技术开发区长江西路以南、江山南路以西、滨海大道以北	工业	100	197050
黄冈光谷联合科技城	黄冈	湖北省黄冈市黄州区中环路与新港北路交界	工业	70	103085
沈阳联合科技城	沈阳	辽宁省沈阳市沈北新区盛京大街与四环线交汇处	工业	100	3438
沈阳中电光谷信息港	沈阳	沈阳市沈北新区七星大街 80 号、82 号、84 号	工业	100	106886
鄂州光谷联合科技城一期	鄂州	湖北省鄂州市葛店开发区高新三路	工业	80	191311
黄石联合科技城一期	黄石	湖北省黄石市黄金山工业新区宝山路与金山大道交汇处	工业	100	181147
丽岛半山华府	黄石	湖北省黄石市开发区杭州西路 76 号	住宅	100	16461
合肥金融港	合肥	安徽省合肥市徽州大道与杨子江路交汇处	商业	100	471752
西安产业园	西安	陕西省西安市草滩十路西侧、尚稷路北侧	工业	77	252400
温州产业园	温州	浙江省温州市温州经济技术开发区金海园区	工业	60	369027
珠海横琴智数云	珠海	珠海市横琴新区富邦道东侧、兴盛三路南侧、富国道西侧、兴盛二路北侧	工业	60	53618
长沙中电软件园	长沙	湖南省长沙市高新区岳麓大道与尖山路交叉口东北角	工业	100	454678

成都芯谷	成都	--	--	100	170000
合计	--	--	--	--	**3551639**

资料来源：公司提供

注：上述表格土地储备口径是指已购买土地开发项目未结算部分对应的建筑面积，未开发部分无法核算此部分对应的土地面积。

公司在进行产业园投资开发的同时，进行了园区内配套住宅项目的投资开发，主要是解决入园就业人员的首次置业需求。公司采用的是联合置业创立的“丽岛”品牌，已开发的住宅项目包括丽岛•半山华府、丽岛•漫城，丽岛•美生和丽岛•2046。公司建设的生活配套项目具备相对成熟的区位优势和较为准确的客户定位。2017 年，公司商品房销售收入主要来自于丽岛•2046 项目。丽岛•2046 项目位于武汉市雄楚大道 175 号，总建筑面积 126629 平方米，2015 年底项目已完工，累计实现销售面积 109698 平方米，剩余可出售面积为 3853 平方米，2017 年共实现销售收入 3249 万元。总体来说，公司住宅项目基本处于尾盘销售，前期销售情况良好。截至 2017 年底，公司无其他在建及拟建商品房项目，商品房销售收入持续性不强。

此外，公司利用自持的产业园区内商铺、办公厂房、车位等物业类型开展产业园租赁业务。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。

2015~2017 年，公司自持物业已对外租赁面积分别为 19.03 万平方米、18.79 万平方米和 21.07 万平方米，分别实现物业租金收入为 0.50 亿元、1.02 亿元和 1.14 亿元；截至 2018 年 3 月底，公司自持物业建筑面积（不含车位）合计 27.89 万平方米，已对外租赁建筑面积 19.28 万平方米，平均出租率为 80%，2018 年 1~3 月实现物业租金收入 0.31 亿元。

表5　截至2017年底产业园生活配套住宅项目（单位：平方米、万元、%）

项目名称	丽岛漫城	丽岛半山华府	丽岛.2046	丽岛.美生
项目地址	武汉	黄石	武汉	武汉
预售证面积	145245	145928	113417	125488
2017 年结算面积	--	--	2180	240
累计结算面积	141623	130328	109270	129136
2017 年销售面积	--	--	--	240
累计销售面积	143648	131969	109698	129136
2017 年实收金额	--	--	4167	354
2017 年累计结算金额	--	--	3249	661
已签合同金额	89476	53686	131791	94852
实收金额	89476	53424	131715	94544
总可售面积	145245	145928	113123	129282
尚可出售面积	1597	13959	3853	146
销售去化率	98.90	90.43	96.97	99.89

资料来源：公司提供

注：公司对于丽岛漫城和丽岛半山华府尾盘将进行自持。

截至2018年3月底，公司在建项目12个，从项目类别来看，主题产业园开发类11个，配套住宅1个，该住宅项目系主题产业园开发项目青岛研创中心配套的人才公寓，项目整体规模相对较小。截至2018年3月底，公司在建项目占地总面积173.92万平方米，合计建筑面积266.43万平方米，预计总投资112.33亿元，截至2018年3月底已投资49.35亿元，预计2018~2020年各年计划投资额分别为10.28亿元、9.55亿元和6.61亿元。拟建项目方面，截至2018年3月底，

公司拟建项目占地面积94.80万平方米，建筑面积167.51万平方米。

公司投资资金来源主要通过自筹、银行贷款和发行债务融资工具解决。目前公司在建和拟建的项目较多，投资金额较大，部分项目存在一定的销售压力，后续将面临一定的资金压力。

表 6　截至 2018 年 3 月底公司在建项目（单位：平方米、年、万元）

名称	所在地	项目类别	土地面积	建筑面积	建设期	预计总投资	截至 2018 年 3 月末已投资	2018 年计划投资额	2019 年计划投资额	2020 年计划投资额
沈阳科技城 1.1 期	沈阳	办公	126198.00	80753.00	2014-2018	18938.00	17456.00	1040.00	688.00	302.00
沈阳中电光谷信息港	沈阳	办公	124651.00	97348.00	2017-2021	22517.00	12731.00	10493.00	8290.00	6696.00
合肥光谷金融港	合肥	办公	114435.00	608660.00	2015-2020	255654.00	176544.00	15134.00	13225.00	11043.00
青岛国际海洋信息港一期	青岛	办公	212001.06	445590.00	2013-2018	199284.00	90347.00	1163.00	863.00	563.00
青岛海洋科技城一期	青岛	办公	150681.00	197050.00	2017-2022	74730.00	8506.00	15000.00	15000.00	6000.00
青岛研创中心（工业）	青岛	办公	48072.00	111011.65	2017-2020	55000.00	21040.00	15666.00	14000.00	8334.00
青岛研创中心（住宅）	青岛	住宅	14213.00	25783.14	2017-2020	15000.00	7844.00	2600.00	2500.00	2000.00
黄石光谷联合科技城一期	黄石	办公	175337.00	190600.00	2015-2019	76882.65	26391.00	890.00	1090.00	690.00
鄂州光谷联合科技城一期	鄂州	办公	413092.00	478161.00	2015-2019	245415.06	52542.00	10479.00	9479.00	8479.00
黄冈联合科技城	黄冈	办公	142920.00	156882.00	2016-2020	28000.00	13602.00	8315.00	7586.00	3044.00
西安电子产业园	西安	办公	134667.00	135610.00	2015-2021	100000.00	57366.00	11853.00	10885.00	9821.00
温州产业园	温州	办公	82899.00	136819.00	2016-2020	31849.00	9137.00	10164.00	11937.00	9158.00
合计			**1739166.06**	**2664267.79**	**--**	**1123269.71**	**493506.00**	**102797.00**	**95543.00**	**66130.00**

资料来源：公司提供

2．产业园运营服务

为完善公司所开发的产业园区的功能、提高公司产业园开发项目的市场竞争力，公司十分注重产业园生活配套设施和服务的完善。目前，公司已开展的运营服务包括物业管理服务、能源服务、智能园区服务、孵化器与共享办公服务、园区金融服务、团体餐饮及酒店服务、不动产营销代理、公寓租赁、文体娱乐等服务，其中物业服务收入占产业园运营服务收入比重较高。

物业管理业务方面，公司物业管理业务由全资子公司武汉丽岛物业管理有限公司（以下简称“丽岛物业”）负责运营，该公司具有物业管理一级资质。2015~2017 年，丽岛物业管理的物业面积分别为 1000.70 万平方米、1024.70 万平方米和 1146.50 万平方米。2017 年丽岛物业实现物业管理收入 3.03 亿元，同比增长 26.92%。

3．经营效率

2015~2017 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数三年平均值分别为 5.29 次、0.37 次和 0.25 次，2017 年分别为 5.83 次、0.39 次和 0.24 次，与三年平均值基本一致。

总体看，公司整体经营效率一般。

4．未来发展

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：（1）依托中国电子的影响力和资源，推动公司产业园扩张及创业孵化；（2）借助股东优势，增强前期谈判和融资方面的议价能力，提高效率、降低成本；（3）深耕二三线城市，切入一线城市，实现全国协同发展；（4）服务于中国电子旗下产业园，向轻资产运营服务公司转型。未来，公司有望实现从产业园区的前期开发、投资等投入较大的经营模式转变为专业服务于产业园区的轻资产运营模式。

重大重组事项后，随着中电科技产业平台整合的推进，未来依托中国电子的强大影响力和丰富的资源，公司园区开发业务收入规模有望进一步扩大，园区商业运营和配套服务能力有望得到提升。公司未来将进驻中国电子旗下产业园，提供多元化、一站式商业运营服务，包括：物业管理及运营、区域供热供冷能源服务(DHC)、人力资源及培训、创业服务中心、团体餐饮、公寓租赁、酒店、不动产代理、文体娱乐等。未来公司有望发展成为 CEC 集团园区及物业资产的整合平台。

总体看，公司核心业务规模不断扩张，未来随着公司战略规划的逐步实施，公司经营模式将逐步优化；另外，伴随在建及拟建项目陆续推进，公司对外融资需求也将持续加大。

九、财务分析

1．财务质量财务概况

公司提供了 2015～2017 年财务报告，其中中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)对 2015 年和 2016 年财务报告进行了审计，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“信永中和”）对 2017 年财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。由于中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）承接业务量越来越大，人员流动性较高，导致 2014~2016 年的年报审计出现较多问题。公司为提高年报信息质量，于 2017 年更换会计师事务所为信永中和。由于公司 2017 年存在同一控制下企业合并情况，信永中和会计师事务所(特殊普通合伙）于 2017 年审计报告中对 2016 年数据进行了追溯调整，为保证数据连续性和可比性，2016 年数据使用 2017 年审计报告中上期数作为计算依据。公司提供的 2018 年一季度财务报表未经审计。

2015 年公司新设武汉创客星孵化器有限公司、黄冈光谷联合发展有限公司、武汉紫缘堂艺术品有限公司。上述新设公司除黄冈光谷联

合发展有限公司由公司控股 70%外，其余均直接或间接控股 100%。另外，公司于 2015 年通过非同一控制下企业合并取得武汉擎木创意科技有限公司和武汉瑞普思信息技术有限公司。

2016 年公司新设 8 家子公司，分别为深圳蓝域智能科技有限公司、武汉创客星企业管理服务有限公司、武汉零度创业投资管理有限公司、武汉创点信息咨询有限公司、武汉光谷联合产业投资基金合伙企业（有限合伙）、武汉光联创客星孵化器有限公司、武汉关谷节能区域能源发展有限公司和上海绿鑫新能源科技有限公司；2016 年公司处置 2 家子公司，分别为武汉光谷节能科技园有限公司和武汉金融港开发有限公司。另外，由于公司 2017 年通过同一控制下企业合并增加 2 家子公司，进而调整了 2016 年数据，分别为中国电子西安产业园发展有限公司和中国电子温州产业园发展有限公司。

2017 年公司通过新设增加 10 家子公司；通过清算减少 2 家子公司，分别为武汉学府房地产有限公司和武汉擎木创意科技有限公司；通过非同一控制下企业合并增加 4 家，分别为成长企业创新担保有限公司、横琴智数云计算产业研究院有限公司、湖北瀚博源热力设备有限公司和湖北爱佳物业服务有限公司。

截至 2017 年底，公司合并范围内子公司共 56 家，其中全资子公司 38 家，控股子公司 18 家。截至 2018 年 3 月底，公司合并范围较 2017 年底新设 1 家，为咸阳中电智谷发展有限公司。

由于近年来新纳入合并范围子公司主要通过新设立方式增加，且资产及净资产规模相对较小，近三年公司财务数据的连续性和可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 107.62 亿元，所有者权益合计为 52.25 亿元（其中少数股东权益 9.40 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 25.49 亿元，利润总额 6.79 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 109.12 亿元，所有者权益 53.44 亿元（含少数股东权益 9.43 亿元）；2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 2.75 亿元，利润总额 0.11 亿元。

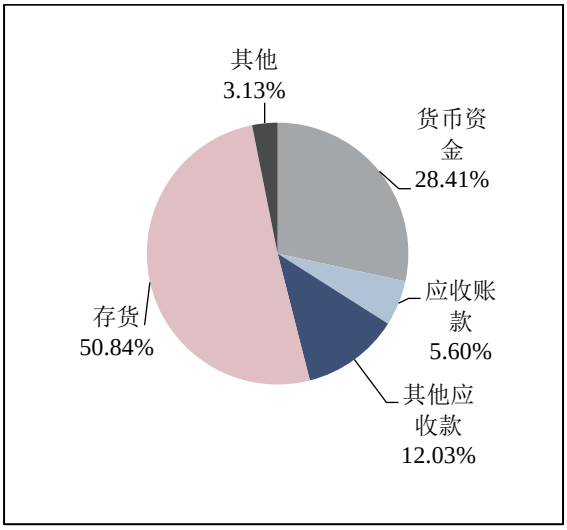
2. 资产质量

2015～2017 年，公司资产总额不断增长，年均复合增长率为 12.68%，主要原因系随项目推进，公司自持物业规模快速增长使得投资性房地产增加。截至 2017 年底，公司资产总额为 107.62 亿元，以流动资产为主，占资产总额的 70.27%，非流动资产占 29.73%，随自持物业的增加，非流动资产占比逐年提高。

流动资产

2015～2017 年，公司流动资产有所增长，年均复合变动率 3.81%。截至 2017 年底，公司流动资产 75.62 亿元，主要由货币资金（占 28.41%）、应收账款（占 5.60%）、其他应收款（占 12.03%）和存货（占 50.84%）构成。

图 2　2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2015～2017 年，公司货币资金快速增长，年均复合变动率为 44.35%。截至 2017 年底，公司货币资金 21.48 亿元，同比增长 62.42%，主要原因为公司收回部分关联方借款。公司货币资金主要为银行存款。截至 2017 年底，公司因向客户提供按揭贷款担保而存入预售资金监管账户的受限资金为 2.44 亿元。

公司应收账款主要为应收售楼款及租金，2015～2017 年，公司应收账款账面价值有所下降，年均复合变动率-9.79%。截至 2017 年底，

公司应收账款账面余额 4.60 亿元，基本与 2016 年底持平；从账龄看，1 年以内的应收账款占 55.47%，1～2 年的占 14.73%，2 年以上的占 29.80%；公司前五名债务人欠款占比合计 16.56%，集中度较低。截至 2017 年底，公司计提应收账款坏账准备 0.36 亿元，较 2016 年增加 0.11 亿元，主要原因为公司部分款项长期未能收回，随着账龄增长而提高坏账准备计提比例。整体看，公司应收账款集中程度较低、坏账准备计提较为充分，但部分款项账龄较长。

表 7　截至 2017 年底公司应收账款前五名情况

（单位：万元、%）

单位名称	金额	占比
鄂州市林华房地产开发有限公司	2390.00	5.20
北京中电华大电子设计有限责任公司	1734.65	3.77
湖北华盛建设工程有限公司	1531.97	3.33
武汉利奥电气工程有限公司	991.33	2.16
武汉建工集团装饰工程有限公司	963.94	2.10
合计	**7611.89**	**16.56**

资料来源：公司财务报告

2015～2017 年，公司其他应收款波动增长，年均复合变动率 49.91%。截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值为 9.10 亿元，较 2016 年底减少 49.34%，主要为 2016 年公司向关联方提供委托贷款，约定 2 年内收回，2017 年关联方部分归还借款。截至 2017 年底，公司账面余额中同一控制方范围内关联方款项为 4.24 亿元，占比为 45.14%。由于公司对于上述类型关联方款项不计提坏账准备，故截至 2017 年底公司计提其他应收款坏账准备为 0.30 亿元；从其他应收款集中度方面看，前五名债务人欠款合计占比 67.96%，其中绝大多数为关联方往来。整体看，公司其他应收款集中度虽高，但考虑到与对方单位关联方关系判断其回款风险不大。

2015～2017 年，公司存货规模有所下降，年均复合变动率-6.67%，主要为公司加强去化所致，其中合肥光谷金融港和武汉创意天地去化较为明显，但公司黄石光谷联合科技城、武汉研创中心和青岛国际海洋信息港仍存在去化较慢的情况。截至 2017 年底，公司存货账面余额为 38.44 亿元，较 2016 年底减少 8.80%，其中开发成本 17.06 亿元，开发产品 19.99 亿元。公司未计提存货跌价准备，考虑部分项目存在去化较慢的情况，公司存货存在一定跌价风险。

非流动资产

2015～2017 年，公司非流动资产快速增长，年均复合变动率 48.13%。截至 2017 年底，公司非流动资产为 32.00 亿元，主要由长期股权投资（占 12.91%）和投资性房地产（占 67.77%）构成。

2015～2017 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合变动率 155.53%。截至 2017 年底，公司长期股权投资为 4.13 亿元，较 2016 年增加 3.05 亿元，主要原因为公司对联营企业深圳华大北斗科技有限公司和武汉东湖零度文化创意创业投资基金合伙企业（有限合伙）进行投资，投资金额分别为 1.50 亿元和 0.98 亿元。

公司自 2015 年起对投资性房地产改用公允价值模式进行计量，每半年聘请专业外部第三方机构对投资性房地产进行评估，根据评估结果调整投资性房地产账面价值。2015～2017 年，公司投资性房地产快速增长，年均复合变动率 43.24%。截至 2017 年底，公司投资性房地产账面净值为 21.68 亿元，较 2016 年底增加 21.89%，其中通过其他会计科目转入 2.09 亿元、公允价值变动增加 2.25 亿元。截至 2017 年底，公司累计确认投资性房地产增值 10.58 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 109.12 亿元，较 2017 年底增加 1.39%，其中流动资产占资产总额的 70.73%，非流动资产占 29.27%，资产构成与上年底基本一致。

由于融资需要，公司已将部分资产用于抵押或质押，抵押或质押资产主要为土地、建筑物及在建工程等。截至 2018 年 3 月底，公司受限资产（包括受限制货币资金以及为融资而抵押或质押的存货、投资性房地产、固定资产、在建工程和无形资产等）的账面价值合计 18.57 亿元，占资产总额比重为 17.26%。

总体来看，受益于近年公司项目开发力度

的加大和物业自持比例的提高，公司资产规模不断增长。公司资产以流动资产为主，货币资金较为充足，其他应收款和存货规模大；非流动资产以投资性房地产为主。整体看，公司资产流动性一般，整体资产质量较好。

3. 负债及股东权益

所有者权益

2015～2017年，公司所有者权益快速增长，年均复合变动率30.83%，主要系公司母公司增资导致。截至2017年底，公司所有者权益合计52.25亿元，较2016年增加11.02%，归属于母公司权益合计42.85亿元，较2016年底增加15.60%，其中实收资本占归属于母公司权益42.70%，未分配利润占归属于母公司权益54.33%。

截至2018年3月底，公司所有者权益合计53.44亿元，较2017年底增长2.27%，其中归属于母公司权益44.01亿元，较2017年底增长2.70%。所有者权益构成与2017年底变动不大。

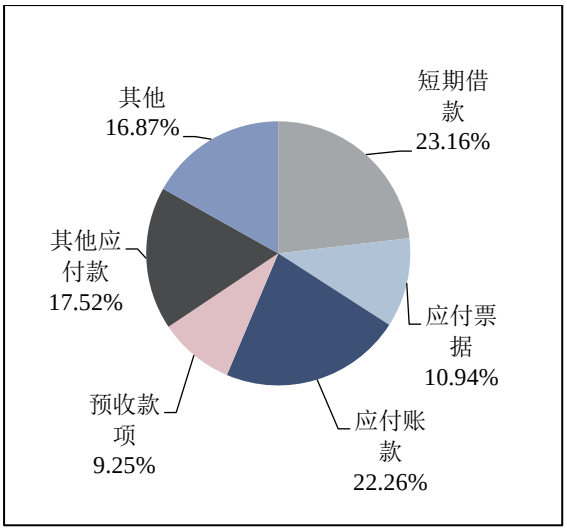
总体看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

2015～2017年，公司负债总额保持相对稳定，年均复合变动率1.05%。截至2017年底，公司负债总额55.37亿元，其中非流动负债占50.49%，流动负债占49.51%。

2015～2017年，公司流动负债波动中有所下降，年均复合变动率-3.54%。截至2017年底，公司流动负债27.41亿元，较2016年底减少21.51%，主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收账款和其他应付款构成，占比分别为23.16%、10.94%、22.26%、9.25%和17.52%。

图3 2017年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

2015～2017年，公司短期借款波动中有所增长，年均复合变动率9.98%。截至2017年底，公司短期借款为6.35亿元，较2016年底减少30.60%，其中3.15亿元为保证借款，抵押借款2.00亿元，其余为信用借款。

2015～2017年，公司应付票据快速增长，年均复合变动率29.20%。截至2017年底，公司应付票据为3.00亿元，较2017年底增加25.00%，均为商业承兑汇票。

2015～2017年，公司应付账款波动中有所下降，年均复合变动率-4.98%。截至2017年底，公司应付账款6.10亿元，较2016年底减少22.24%。从账龄方面看，1年以内的应付账款占38.19%，1～2年的占47.57%，2～3年的占4.65%，3年以上的占9.59%，应付账款账龄较短。前五名债权人款项合计占比12.72%，集中付款的资金压力较小。

2015～2017年，公司预收账款波动中有所增长，年均复合变动率6.80%。截至2017年底，公司预收账款2.54亿元，较2016年底减少14.18%，主要原因系公司处于预收期的项目减少。公司预收账款账龄较短，其中1年以内的预收账款占比为92.01。

2015～2017年，公司其他应付款波动下降，年均复合变动率-15.51%。截至2017年底，公

司其他应付款 4.80 亿元，较 2016 年底减少 36.27%，主要原因系公司 2017 年通过同一控制企业合并方式完成对中国电子西安产业园发展有限公司和中国电子温州产业园发展有限公司的收购事项，而减少 2016 年模拟合并支付对价。

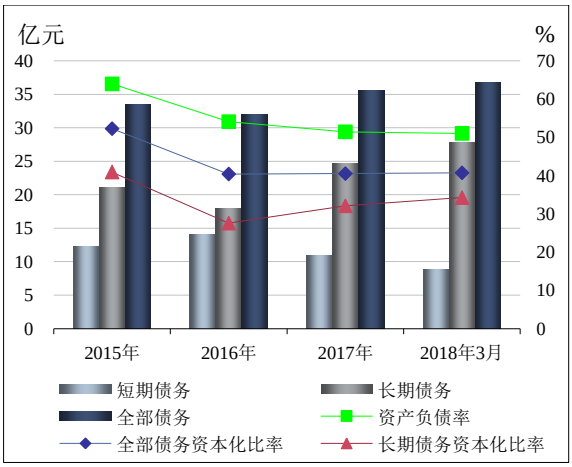
2015～2017 年，公司非流动负债波动中有所增长，年均复合变动率 6.25%。截至 2017 年底，公司非流动负债 27.95 亿元，较 2016 年增加 35.94%，主要由长期借款和应付债券构成，分别占比 38.33%和 50.05%。

2015～2017 年，公司长期借款快速下降，年均复合变动率-16.77%。截至 2017 年底，公司长期借款 10.71 亿元，较 2016 年减少 11.83%，其中抵押借款占长期借款 80.17%、信用借款占长期借款 19.83%，其中贷款抵押物主要为公司所投项目土地使用权及在建建筑物等。

2015～2017 年，公司应付债券快速增长，年均复合变动率 56.87%。截至 2017 年底，公司应付债券 13.99 亿元，较 2016 年底增加 142.52%，主要原因系公司当年发行 2017 年第一期中期票据 8 亿元。截至 2017 年底，公司应付债券包括 2013 年 10 月发行的面额为 6 亿元的 6 年期公司债券及上述中期票据。

2015～2017 年，公司短期债务波动中有所下降、长期债务波动中有所增长，全部债务年均复合变动率 3.17%。截至 2017 年底，公司全部债务 35.59 亿元，其中短期债务占比从 2015 年的 36.75%降至 30.59%。从债务指标方面看，2015～2017 年，公司资产负债率持续下降，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均波动下降，上述三项指标三年平均值分别为 54.75%、42.84%和 32.51%，2017 年底分别为 51.45%、40.52%和 32.10%。公司债务负担由于增资事项明显减轻。

图 4　近年公司债务结构情况



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 55.68 亿元，较 2017 年底增加 0.56%。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 36.71 亿元，债务结构以长期债务为主，长期债务占比 75.79%。截至 2018 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 51.02%、40.72%和 34.24%，公司债务结构有所优化，但债务负担较 2017 年底有所加重。

总体看，随着公司股东以货币形式进行增资，公司整体债务指标均大幅下降。公司债务负担处于行业适宜水平。

4. 盈利能力

2015～2017 年，公司营业收入不断增长，营业成本波动中有所增长，年均复合变动率分别为 12.69%和 10.13%。2017 年，公司营业收入和营业成本分别为 25.49 亿元和 15.55 亿元，同比分别增加 0.65%和减少 9.92%。近三年公司营业利润率波动提升，三年平均值为 28.79%；2017 年，公司营业利润率 31.44%，较 2016 年提高了 6.61 个百分点。

2015～2017 年，公司期间费用占营业收入的比例不断提高，分别为 10.57%、13.01%和 13.41%，主要原因为公司 2016 年合并范围内子公司大幅增加使得管理费用大幅增长；2017 年公司期间费用合计 3.42 亿元，同比增加 3.80%。

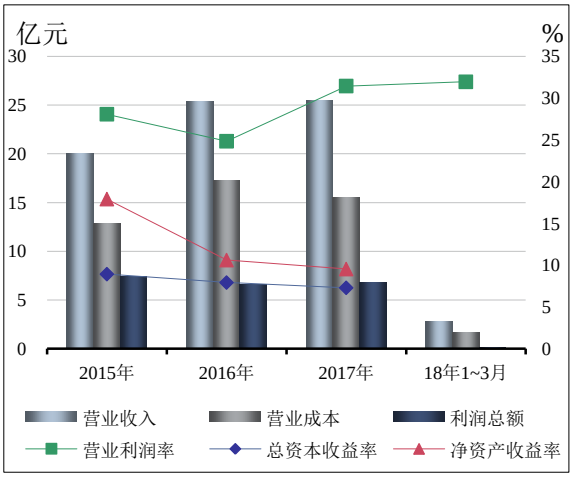
2015～2017 年，公司公允价值变动收益均

由投资性房地产的评估价值变动产生，分别为3.60 亿元、1.64 亿元和 2.25 亿元，年均复合变动率为-20.93%，对公司营业利润贡献权重波动下降。

2015～2017 年，公司营业外收入快速下降，年均复合变动率为-37.50%，主要为取得的政府补助减少所致。2017 年公司营业外收入为 0.28 亿元，较 2016 年减少 52.05%，其中政府补助为 0.26 亿元。近年来，公司营业外支出规模相对较小。整体看，政府补助对公司的利润总额的补充作用较小。

2015～2017 年，公司利润总额波动中有所下降，年均复合变动率-4.09%。从盈利指标看，2015～2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率持续下降，主要原因为公司股东持续增资使得所有者权益持续增长，近三年平均值分别为 7.81%和 11.54%；2017 年公司净资本收益率和净资产收益率分别为 7.29%和 9.54%，分别较 2016 年降低 0.63%和 1.07%。

图 5　公司盈利水平情况



资料来源：公司财务报告

2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 2.75 亿元，为 2017 年营业收入的 10.80%，利润总额 0.11 亿元，公司营业利润率为 31.94%。

总体看，随着公司股东持续增资，公司盈利指标持续下降，但仍处于较高水平；公司自持物业增值对利润总额提供了较大的补充作用，但其贡献持续性存在不确定性。

5．现金流

从经营活动来看，2015～2017 年，公司经营活动现金流入额快速增长，年均复合变动率为 32.76%，主要原因为收回关联往来款导致收到其他与经营活动有关的现金增加。同期，销售商品、提供劳务收到的现金波动中有所增长，年均复合变动率为 13.35%，2017 年为 25.94 亿元，较 2016 年减少 5.28%。2015~2017 年，公司经营活动现金流出波动中有所增长，年均复合变动率为 11.32%。同期，购买商品、接受劳务支付的现金有所波动，年均复合变动率为-0.93%，2017 年为 14.23 亿元，较 2016 年增加 6.94%。2015～2017 年，公司经营活动现金流量净额分别为 0.21 亿元、-5.67 亿元和 13.87 亿元，呈波动增长趋势，但波动幅度较大。

从收入实现质量看，2015～2017 年，公司现金收入比波动上升，三年分别为 100.58%、108.12%和 101.75%。总体看，公司收入实现质量较好。

从投资活动来看，2015～2017 年，公司投资活动现金流量均较小，其中投资活动现金流净额分别为 2.96 亿元、0.89 亿元和-9.37 亿元。2017 年，由于公司对外股权投资及收购同一控制人子公司金额较大，导致当年投资活动现金流净额为负。

从筹资活动来看，2015～2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-3.51 亿元、7.79 亿元和 1.58 亿元，主要原因系公司经营活动中进行地产项目建设和对外股权投资对资金需求较大。具体来看，公司主要通过银行借款和发行债券获取现金，2017 年公司通过增资取得现金 3.24 亿元、通过发行债券取得现金 7.94 亿元、通过银行借款取得现金 14.38 亿元；筹资活动现金流出则主要用于偿还债务、分配股利及利息支出，2017 年该项支出为 19.53 亿元。

2018 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-4.41

亿元、-1.57 亿元和 1.73 亿元，经营活动净流入受销售淡季影响而有所恶化，整体现金流呈净流出状态。2018 年 1～3 月，公司现金收入比为 178.62%。

总体看，公司收入实现质量较好，但项目投资规模较大，公司仍存在较大对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015～2017 年，公司流动比率波动增长，速动比率持续增长，近三年平均水平分别为 253.72%和 117.43%，2017 年底流动比率和速动比率分别为 275.86%和 135.63%，符合房地产企业行业存货占比较高的特点；近三年公司现金类资产分别为 10.32 亿元、13.25 亿元和 21.60 亿元；近年公司经营活动现金流量波动较大，经营现金流动负债比率分别为 0.71%、-16.22%和 50.59%，保证能力较弱。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 313.29%和 139.42%。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标来看，2015～2017 年，公司 EBITDA 分别为 7.94 亿元、8.28 亿元和 8.67 亿元，近三年公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 4.21 倍、3.86 倍和 4.11 倍；EBITDA 利息倍数分别为 2.82 倍、3.16 倍和 4.45 倍。总体看，公司长期偿债能力尚可。

公司短期偿债指标和长期偿债指标整体处于向好趋势中。考虑到公司经营方式逐渐转向轻资产经营及在建项目逐步实现销售，经营性负债存在进一步下降空间，收入及现金流入规模存在进一步提升空间，公司整体偿债能力有望逐步增强。

截至 2018 年 3 月底，公司合并口径获得银行授信 34.55 亿元，尚未使用 9.30 亿元，公司间接融资渠道有待拓展。

截至 2017 年底，公司合并口径对外担保余额 4.44 亿元，主要为公司为主题产业园项目购买人和住宅项目的购房人提供的阶段性按揭担保，对象较为分散，代偿风险较低。

7. 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：G1042011100238280E），截至 2018 年 6 月 12 日，公司无已结清和未结清不良信贷记录。

总体看，公司过往履约情况良好。

8. 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和地方政府对园区建设提供支持等因素综合判断，公司整体抗风险能力强。

十、存续期内债券偿债能力

截至 2018 年 3 月底，公司存续期内债券为“17 汉光谷 MTN001”，债券余额 8 亿元将于 2020 年到期。

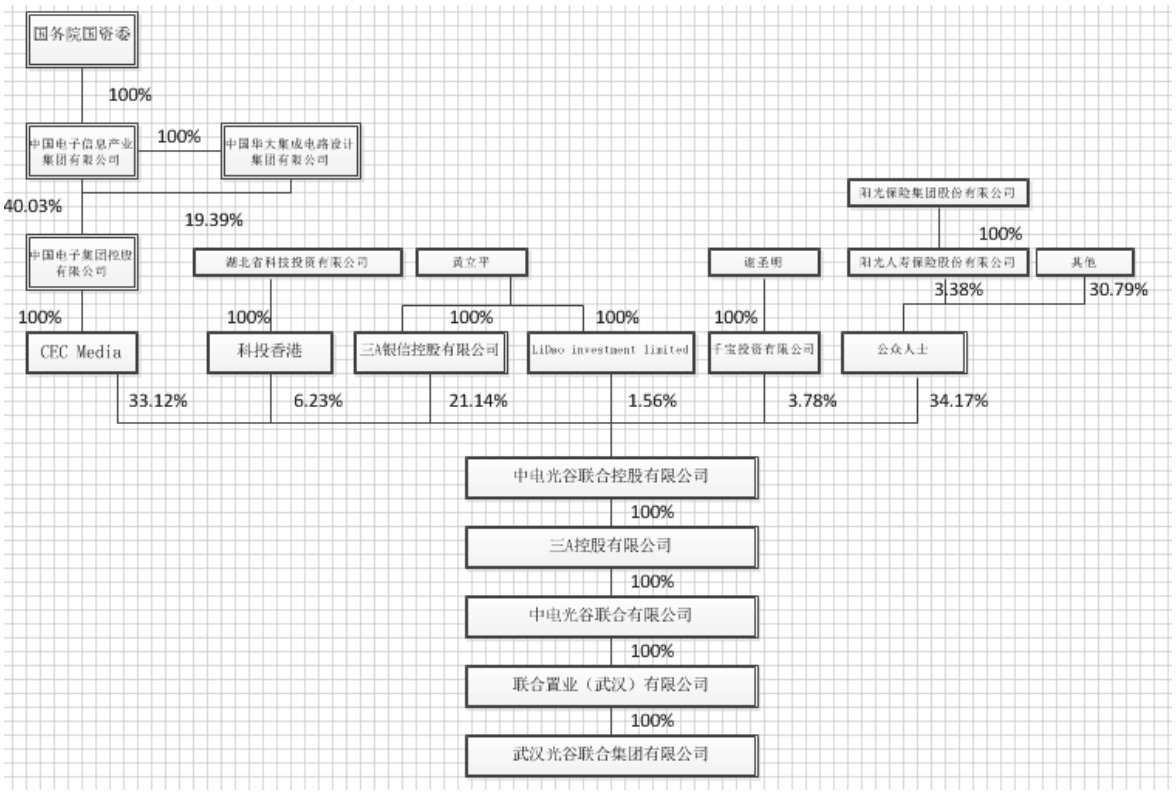
2017 年，公司 EBITDA 为 8.67 亿元，为存续期内的中长期债券本金余额的 1.08 倍。2017 年，公司经营活动现金流入量和净额分别为存续期内的中长期债券本金余额的 5.73 倍和 1.73 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对公司存续期内债券保障能力较强。

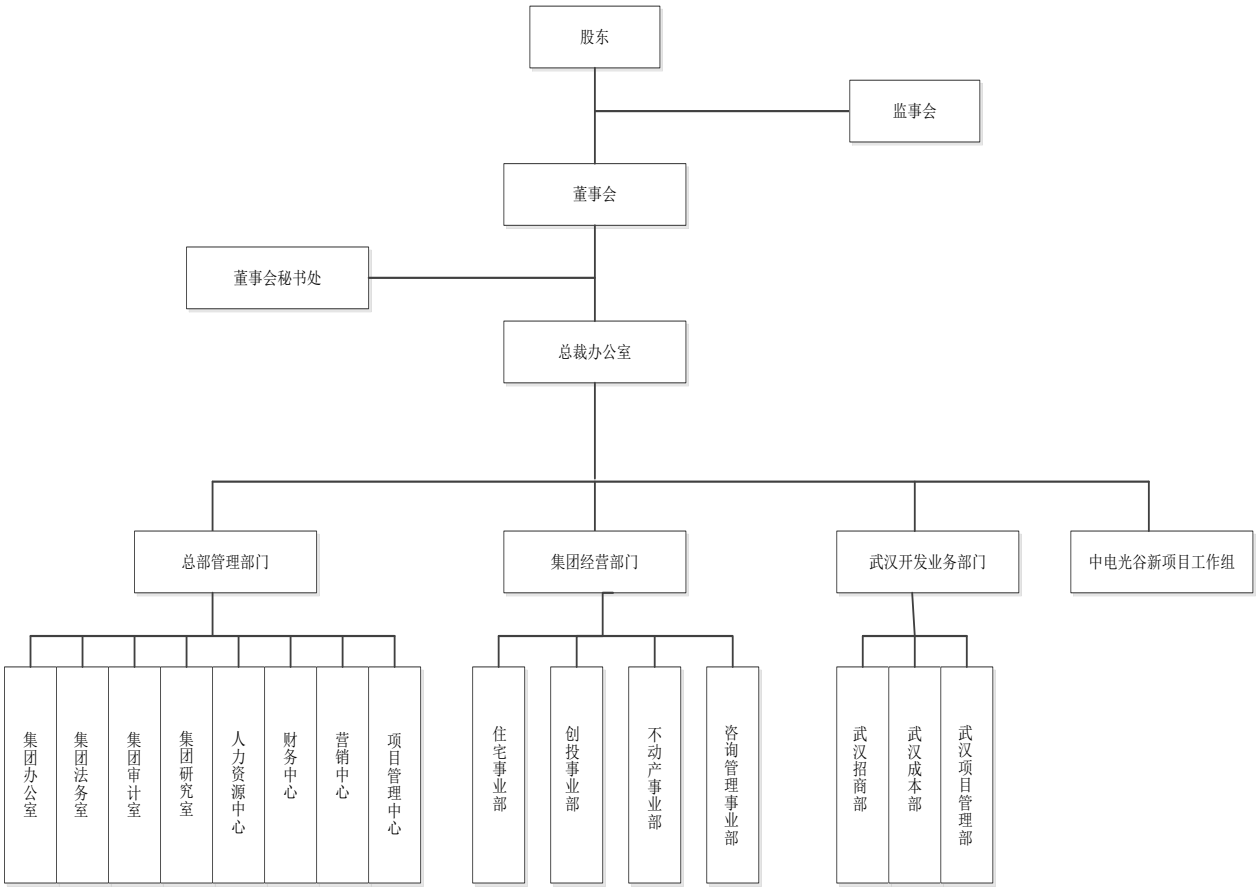
十一、结论

综合评估，联合资信维持武汉光谷联合集团有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“17汉光谷MTN001”的信用等级为AA

附件 1-1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2018 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	10.32	13.25	21.60	17.41
资产总额(亿元)	84.76	102.56	107.62	109.12
所有者权益(亿元)	30.53	47.07	52.25	53.44
短期债务(亿元)	12.29	14.00	10.89	8.89
长期债务(亿元)	21.15	17.92	24.71	27.82
全部债务(亿元)	33.44	31.92	35.59	36.71
营业收入(亿元)	20.07	25.32	25.49	2.75
利润总额(亿元)	7.38	6.63	6.79	0.11
EBITDA(亿元)	7.94	8.28	8.67	--
经营性净现金流(亿元)	0.21	-5.67	13.87	-4.41
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.98	5.27	5.83	--
存货周转次数(次)	0.29	0.40	0.39	--
总资产周转次数(次)	0.25	0.27	0.24	--
现金收入比(%)	100.58	108.12	101.75	178.62
营业利润率(%)	28.07	24.84	31.44	31.94
总资本收益率(%)	8.93	7.92	7.29	--
净资产收益率(%)	17.91	10.61	9.54	--
长期债务资本化比率(%)	40.93	27.58	32.10	34.24
全部债务资本化比率(%)	52.28	40.41	40.52	40.72
资产负债率(%)	63.98	54.11	51.45	51.02
流动比率(%)	238.18	227.19	275.86	313.29
速动比率(%)	88.37	106.49	135.63	139.42
经营现金流动负债比(%)	0.71	-16.22	50.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.82	3.16	4.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.21	3.86	4.11	--

注：公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

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	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（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%
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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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

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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　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 4-2　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

附件 4-3　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。