信用等级公告

联合〔2020〕3158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的主体长期信用等级为AA，“17汉光谷MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年八月十四日

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
2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
主体	AA	稳定	AA	稳定
17 汉光谷 MTN001	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日
17 汉光谷 MTN001	8.00	8.00	2020/8/17

评级时间：2020 年 8 月 14 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果	AA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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背景、产业地产开发运营能力等方面具备的优势。跟踪期内，随着业务规模的不断扩张，公司资产及收入规模呈稳步上升趋势，经营可持续性较好。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。

公司现金类资产和经营活动现金流入量对“17 汉光谷 MTN001”的覆盖程度高。

未来，公司将拓展产业园区产业链业务的配套服务业务，实现产业园开发与运营及产业园配套服务均衡发展。

综合评估，联合资信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，并维持“17 汉光谷 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司产业地产运营模式成熟、运营经验丰富，综合竞争实力较强。**公司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，产业运营服务种类丰富，业务快速发展。
2. **跟踪期内，公司营业收入保持增长，毛利率水平较高。**2019 年，公司营业收入同比增长 12.68%，综合毛利率为 32.75%。
3. **存续债券保障程度高。**截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产对存续债券的覆盖倍数为 2.58 倍。2019 年，公司经营活动产生的现金流入量对存续债券的覆盖倍数为 5.83 倍。

关注

1. **产业地产行业竞争加剧。**产业地产开发行业发

分析师： 牛文婧　柳丝丝　石梦遥
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

展迅速，参与者增多，市场竞争压力上升。同时，受实体经济增速下滑影响，产业园区内招商引资难度加大，对产业地产的销售形成一定不利影响，资金回笼周期较长。

2. 公司在建工程规模大，存在较大对外融资压力。截至 2020 年 3 月底，公司在建工程项目 14 个，尚需投资 482.27 亿元。

3. 公司非经营性损益对利润总额影响较大。2019 年，非经营性损益占公司利润总额的 33.28%。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	**2017 年**	**2018 年**	**2019 年**	**2020 年 3 月**
现金类资产(亿元)	21.89	25.16	23.07	20.67
资产总额(亿元)	107.89	128.11	143.83	142.48
所有者权益(亿元)	52.52	54.62	62.55	62.35
短期债务(亿元)	10.89	18.80	29.31	32.42
长期债务(亿元)	24.71	28.55	17.52	16.88
全部债务(亿元)	35.59	47.35	46.83	49.30
营业收入(亿元)	25.49	32.96	37.14	3.09
利润总额(亿元)	6.79	7.30	6.58	-0.26
EBITDA(亿元)	8.67	10.20	10.60	--
经营性净现金流(亿元)	13.87	-3.65	2.26	-2.77
营业利润率(%)	31.44	27.93	27.69	22.91
净资产收益率(%)	9.49	9.59	8.00	--
资产负债率(%)	51.32	57.36	56.51	56.24
全部债务资本化比率(%)	40.40	46.44	42.81	44.16
流动比率(%)	282.49	223.66	213.57	191.71
经营现金流动负债比(%)	50.59	-8.94	5.04	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.77	3.32	2.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.11	4.64	4.42	--

公司本部（母公司）				
项　目	**2017 年**	**2018 年**	**2019 年**	**2020 年 3 月**

资产总额（亿元）	72.23	90.79	88.31	89.10
所有者权益（亿元）	34.04	41.27	41.95	41.68
全部债务(亿元)	25.08	30.71	30.02	31.36
营业收入(亿元)	6.95	3.96	4.39	0.21
利润总额(亿元)	1.92	6.31	0.74	-0.27
资产负债率（%）	52.86	54.55	52.49	53.22
全部债务资本化比率(%)	42.42	42.67	41.71	42.94
流动比率（%）	169.14	153.94	170.07	136.16
经营现金流动负债比(%)	59.58	-8.29	7.03	--

注: 公司 2020 年 1—3 月财务报表未经审计；2017 年数据使用 2018 年年初数；集团提供母公司报表

债项评级历史：

债项	债项等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
17 汉光谷 MTN001	AA	稳定	2019/07/25	牛文婧、王宇飞	房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
17 汉光谷 MTN001	AA	稳定	2017/08/08	张钰、王宇飞	房地产企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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
2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于武汉光谷联合集团有限公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

武汉光谷联合集团有限公司成立于 2000 年 7 月，原名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”）[1]。

2016 年 6 月 30 日，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”）完成重大资产重组，China Electronics Corpration (BVI) Holdings Company Limited（以下简称“中电控股”）通过认购中电光谷所发行新股，对中电光谷持股比例提升至 31.90%，中电控股成为中电光谷的第一大股东。重组事项完成后，公司的控股股东依然为联合置业，但中电光谷的控股股东变更为中电控股。同时，中电控股有权提名不少于两名董事加入中电光谷董事会，其中一名为联席董事会主席，中电控股直接参与中电光谷的经营、管理和决策。

2016 年以来，联合置业多次对公司进行增资。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本为 25.00 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 33.67%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（股权结构详见附件 1-1）。

公司主营产业园的开发销售、物业管理、物业租赁以及设计建造等业务。

截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司共 78 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，内设 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 2019 年底，公司资产（合并）总额为 143.83 亿元，所有者权益合计为 62.55 亿元（其中少数股东权益 7.01 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 37.14 亿元，利润总额 6.58 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 142.48 亿元，所有者权益合计 62.35 亿元（其中少数股东权益 6.99 亿元）；2020 年

[1] 联合置业现已改名为光谷联合控股有限公司

1－3 月，公司实现营业收入 3.09 亿元，利润总额-0.26 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

截至报告出具日，由联合资信评定的存续债券共 1 只，余额共计 8.00 亿元，用于偿还债务及补充流动资金，跟踪期内付息情况正常。本期债券将于 2020 年 8 月 17 日到期兑付，公司计划于 2020 年 8 月 14 日将债券本息共计 8.51 亿元支付到中债登指定账户。截至目前，公司偿还资金已到位。联合资信将持续关注本期债券偿付情况。

表 1　公司存续期内债券明细（单位：亿元）

债券简称	发行规模	债券余额	起息日	到期兑付日
17 汉光谷 MTN001	8.00	8.00	2017/8/17	2020/8/17
合计	**8.00**	**8.00**	--	--

资料来源:Wind

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数；
数据来源：联合资信根据国家统计局和wind数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全

年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1—3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家

需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

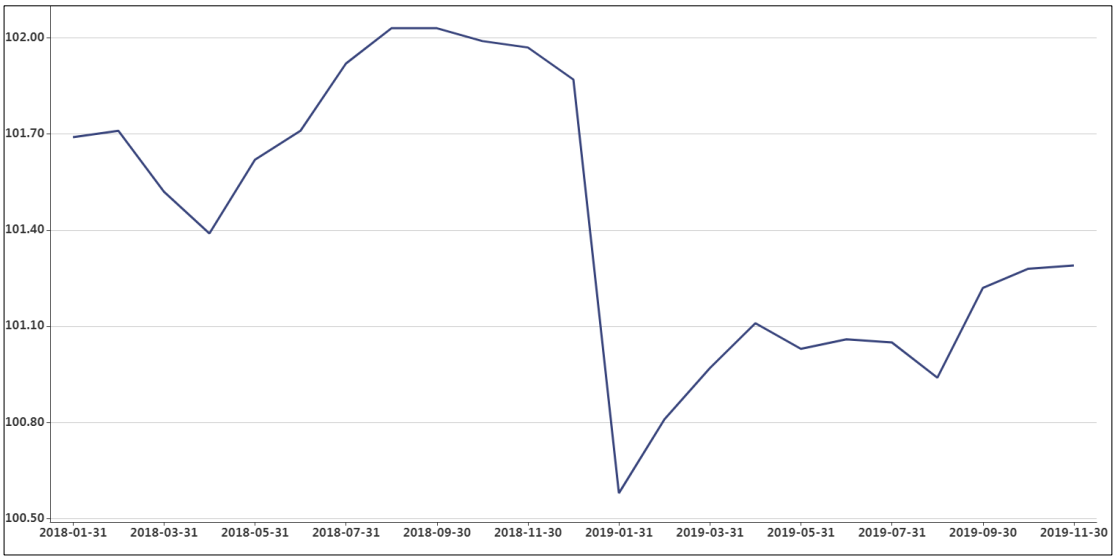
1. 房地产行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

图 1　2018 年－2019 年 11 月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2019年，全国房地产开发投资完成额13.22万亿元，累计同比增长9.90%，增速较2018年提升0.40个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额9.71万亿元，累计同比增长13.90%，增速相较于2018年提升0.50个百分点；办公楼完成投资额0.62万亿元，累计同比增长2.80%，增速相较于2018年提升14.10个百分点；商业营业用房完成投资额1.32万亿元，累计同比下降6.70%，相较于2018年降幅收窄2.70个百分点。施工方面，2019年以来，新开工增速较2018年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019年，房屋新开工面积22.72亿平方米，同比增长8.50%，增幅较2018年收窄8.70个百分点；在2018年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019年全国房屋施工面积达89.38亿平方米，同比增长8.70%，增速相较2018年提升3.50个百分点；同期全国房屋竣工面积9.59亿平方米，同比增长2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于2018年增速提升10.40个百分点。

从销售情况来看，2019年，商品房销售面积17.16亿平方米，同比下降0.10%，销售面积增速自2015年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积15.01亿平方米（占87.47%），同比增长1.50%，增速于2019年2月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于2019年8月转正，全年增速相较于2018年下滑0.70个百分点。2019年，商品房销售金额为15.97万亿元，同比增长6.50%，增速较2018年下滑5.70个百分点。其中，住宅销售金额13.94万亿元（占87.29%），同比增长10.30%，增速较2018年下降4.40个百分点。进入2019年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入2020年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持

续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

2. 土地市场与信贷环境

土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。受信贷政策维持紧缩的影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过 50%，且占比持续提升。

土地市场方面，2019 年，房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米，同比下降 11.40%，相较 2018 年累计同比增长 14.20%的增速下滑 25.60 个百分点；土地成交价款 14709.28 亿元，累计同比下降 8.70%，相较于 2018 年累计同比增长 18.00%的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019 年 1－3 月，土地市场较为冷清；4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始小阳春行情的消退以及行业融资再度收紧，土地市场同步降温。

从资金来源上看，2019 年，房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2018 年回升 1.20 个百分点。其中，国内贷款合计 2.52 万亿元，同比增长 5.10%，国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长，于 2019 年 3 月增速开始转正，全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点；自筹资金合计 5.82 万亿元，同比增长 4.20%，增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点；其他资金合计 9.50 万亿元，同比增长 10.49%，增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。

表 3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元）

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18%	24004.52	14.46%	25228.77	14.13%
利用外资	168.19	0.11%	107.98	0.07%	175.72	0.10%
自筹资金	50872.22	32.60%	55830.65	33.64%	58157.84	32.56%
其他资金	79770.46	51.12%	86019.74	51.83%	95046.26	53.21%
其中：定金及预收款	48693.57	31.20%	55418.17	33.39%	61359.00	34.35%
个人按揭	23906.31	15.32%	23705.89	14.28%	27281.00	15.27%
合 计	**156052.62**	**100.00%**	**165962.89**	**100.00%**	**178608.59**	**100.00%**

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变。从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城

施策”，政策或将根据市场情况进行逆周期微调，短期政策或将出现边际调整，但“房住不炒”仍然是硬约束，中长期来看仍将围绕总基调不变。（具体政策内容见表 2）

表 4　2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 3 月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019 年 4 月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019 年 7 月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019 年 9 月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019 年 11 月	央行	强调“因城施政”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托资金受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。（具体政策内容见表 3）

表 5　2019 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 5 月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019 年 7 月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019 年 7 月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率
2019 年 8 月	银保监会	银保监会决定在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019 年 9 月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1．产权状况

截至2020年3月底，公司注册资本为25.00亿元，实收资本 19.40 亿元。公司实际控制人为中国电子。

2．企业规模与竞争力

作为中国第二大市场化产业园全生命周期的专业开发运营者，公司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，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，为下属单位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，公司兼营配套工程建设、物业管理、能源服务、金融服务等，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。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、内部管理制度和高级管理人员方面无重大变化。

八、经营分析

1．经营概况

2019 年，公司营业收入保持增长，产业园运营与租赁业务收入快速增长，成为公司主要业务收入来源。公司毛利率水平保持稳定。2020 年 1—3 月，受疫情影响，公司营业收入和毛利率同比有所下降。

公司业务主营产业园销售和产业园租赁及运营服务。产业园租赁及运营业务包括设计与建造服务、物业管理服务、产业园租赁、能源服务、餐饮服务、金融服务、孵化器与共享办公服务等园区配套服务，为所有入园企业提供全产业链、全生命周期的配套服务，解决入园企业的实际需求。

2019 年，公司营业收入保持增长，为 37.14 亿元，同比增长 12.68%；从收入构成来看，2019 年，公司产业园租赁与运营服务收入快速增长，为 19.02 亿元，同比增长 30.45%，占营业收入的 51.20%，成为公司主要收入来源。其中，设计与建造服务收入同比增长 36.32%，至 8.37 亿元，主要是咸阳启点科技城 EPC 项目增加所致；物业管理服务收入同比大幅增长 26.12%至 5.65 亿元，主要是管理面积增长所致；能源服务收入保持稳定；园区租赁实现收入 2.08 亿元，同比增长 25.30%，主要是自持物业面积增长所致。2019 年，公司产业园销售收入基本保持稳定，受产业园运营及租赁服务收入快速增长影响，收入占比下降至 48.80%。其他业务板块收入规模较小，对公司贡献程度较低。

毛利率方面，2019 年，公司综合毛利率保持稳定，为 32.75%。其中，物业管理服务毛利率略有下降，其余板块毛利率保持稳定。

2020 年 1—3 月，受疫情影响，公司实现

营业收入 3.09 亿元，同比下降 12.58%；同期，　　分点。
公司综合毛利率为 28.02%，同比下降 9.15 个百

表 6　公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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
产业园销售	18.60	72.97	40.27	18.39	55.78	38.27	18.13	48.80	39.87	1.72	55.61	39.06
产业园运营及租赁服务	6.89	27.03	35.54	14.58	44.22	26.13	19.02	51.20	25.97	1.37	44.39	14.20
其中：设计与建造服务	1.30	5.10	13.01	6.14	18.61	12.58	8.37	22.54	12.74	0.18	5.70	9.89
物业管理服务	2.92	11.44	19.89	4.48	13.60	17.20	5.65	15.22	15.75	0.76	24.52	13.06
产业园租赁	1.35	5.31	88.43	1.66	5.05	77.96	2.08	5.60	76.45	0.17	5.52	28.34
能源服务	0.73	2.85	38.20	0.96	2.92	26.72	0.97	2.62	25.25	0.18	5.82	3.93
餐饮服务	0.43	1.70	30.10	0.52	1.57	27.64	0.71	1.90	26.55	0.05	1.60	3.52
金融服务	0.10	0.39	64.83	0.26	0.80	75.03	0.43	1.15	75.32	0.03	1.03	60.38
其他	0.06	0.24	48.48	0.55	1.67	67.58	0.80	2.16	79.22	0.00	0.19	34.81
合计	**25.49**	**100.00**	**38.99**	**32.96**	**100.00**	**32.90**	**37.14**	**100.00**	**32.75**	**3.09**	**100.00**	**28.02**

注：2017 年公司有原住宅项目尾盘销售一并列示于产业园销售收入中，现原住宅项目尾盘已全部销售完毕；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
资料来源：公司提供

2. 产业园销售

业务概况

跟踪期内，公司产业园开发、运营、销售与盈利模式无重大变化。

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。

公司已转型成为“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、鄂州及成都，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 7　截至 2020 年 3 月底公司产业园概况（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	22.68	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、交通银行等入驻企业 1084 家
	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、建设银行等入驻企业

					952 家
	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 1245 家
	研创中心	中小科技型企业研发环节	7.93	占地面积 23.4 万平方米，规模总建筑面积 22 万平方米，共分三期开发	已完工 11 万平方米，入驻企业 65 家
青岛	青岛国际海洋信息港	海洋资讯、软件及服务外包	19.93	占地面积 21.20 万平方米，规划总建筑面积 45.13 万平方米，分一期开发	已完工 27.9 万平方米，入驻企业 1100 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 13.7 万平方米，分一期开发	已全面建成，累计签约入驻企业 200 家
	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	2019 年开工，尚未竣工
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	1.94	占地面积 13.99 万平方米，规划建筑面积 8.08 万平方米，分一期开发	已全面建成，入驻企业 36 家
	沈阳中电光谷信息港	电子信息、集成电路	4.15	占地面积 22.31 万平方米，规划建筑面积 16.6 万平方米，分两期开发	一期 9.3 万平方米已完工，入驻企业 30 家
	沈阳创客公社	创新创业企业、企业孵化	2.40	占地面积 1.54 万平方米，规划建筑面积 4.73 万平方米，分一期开发	2019 年开工，尚未竣工
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	10.94	占地面积 29.80 万平方米，规划建筑面积 33.89 万平方米，分一期开发	已完工面积 5.9 万平方米，入驻企业 125 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 19.47 万平方米，规划建筑面积 10.2 万平方米，共分两期开发	已完工 7.3 万平方米，入驻企业 45 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 11.44 万平方米，规划建筑面积 64.68 万平方米，共分两期开发	一期 32 方已全部建成，入驻企业 628 家，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	24.54	总占地面积 41.31 万平方米，规划建筑面积 47.82 万平方米，分两期开发	已完工 28.65 万平方米，入驻企业 52 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 31.33 万平方米，规划建筑面积 46.24 万平方米	已完工 13.56 万平方米，入驻企业 100 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	9.22	占地面积 16.86 万平方米，规划总建筑面积 27.56 万平方米分为 B-28B、B-29B	已完工 12.07 万平方米，入驻企业 15 家
洛阳	洛阳军民融合产业发展加速中心	电子信息、集成电路	3.14	占地面积 10.1 万平方米，规划总建筑面积 9.84 万平方米	2019 年开 ，尚未竣工，完成部分客户定制招商
成都	成都芯谷产业园	集成电路配套、后端应用、半导体相关产业	33.23	占地面积 28.38 万平方米，规划总建筑面积 54.74 万平方米，分三期开发	2019 年开 ，尚未竣工，完成部分客户定制招商
长沙	长沙中电软件园	移动互联网、智慧制造、北斗应用、大数据等	16.14	占地面积 12.96 万平方米，规划总建筑面积 46.07 万平方米	已完工 8 万平方米，入，并完成 90%以上客户定制招商
上海	上海中电信息港	信息安全、物联网	13.00	占地面积 8.36 万平方米，规划总建筑面积 28.15 万平方米	2019 年开工，尚未竣工

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，施工进度及质量执行情况由公司实施监督。

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。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。

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。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

2019 年，公司开发规模快速增加，但销售面积快速下降，部分项目存在一定的销售压力。目前公司土地储备充裕，在建和拟建的项目较多，投资金额较大，后续将面临一定的资金压力。

2019 年，公司开发规模大幅增加。截至 2019 年底，公司在建面积为 96.01 万平方米，较上年底增长 37.35%。新开工方面，2019 年，公司产业园区新开工面积 58.50 万平方米，同比大幅增长 61.16%，其中，长沙 25.50 万平方米、青岛 7.88 万平方米、洛阳 5.54 万平方米、西安 5.62 万平方米、成都 5.69 万平方米。2020 年 1—3 月，公司新开工面积为 8.10 万平方米。

2019 年，公司各产业园区项目签约销售面积为 26.33 万平方米，同比下降 24.40%，实现产业园物业结算销售收入 18.13 亿元，基本保持稳定，主要是销售均价增长所致。2019 年，公司主要销售区域为合肥和长沙，上述两个城市销售收入占比合计为 43.08%。2020 年 1－3 月，公司签约销售面积为 3.92 万平方米，签约销售均价较 2019 年有所下降，签约金额为 1.72 亿元；签约销售项目主要为合肥光谷金融港和长沙中电软件园。

截至 2020 年 3 月底，公司已完工的在售项目主要为武汉创意天地、青岛国际海洋信息港以及沈阳中电光谷信息港一期，项目总可售面积合计 64.32 万平方米（其中 8.20 万平方米调整为投资性房地产），已售面积 41.01 万平方米，整体销售进度 73%。截至 2020 年 3 月底，公司在建在售项目主要为沈阳中电光谷信息港二期、沈阳创客公社、合肥光谷金融港、青岛研创中心、黄冈联合科技城、青岛海洋科技城、成都芯谷产业园、温州中电光谷信息港、洛阳军民融合产业发展加速中心以及长沙软件园等，项目已取得预售证可售面积 96.49 万平方米，已售面积 85.69 万平方米，整体销售进度为 88.81%。

表8　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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
开工面积	52.10	36.30	58.50	8.10
竣工面积	22.18	29.10	46.21	24.97
签约销售面积	30.76	34.83	26.33	3.92
签约金额	18.44	20.94	18.04	2.54
签约销售均价	5993.50	6012.06	6851.50	6479.59
结算收入	18.49	18.39	18.13	4.28
期末在建面积	62.70	69.90	96.01	79.14

资料来源：公司提供

公司依据各产业园区发展规划需求进行合理储备。2019 年，公司通过招拍挂和收购

形式增加土地储备 6 块，土地面积 25.48 万平方米，土地款（含印花税、契税等）7.11 亿元，位于成都双流区。截至 2020 年 3 月底，公司处于开发过程中和待开发的项目建筑面积（已取得土地使用权部分）合计 220.56 万平方米，未售部分建筑面积 200.26 万平方米，区域位于武汉、青岛、温州、西安、长沙、上海、洛阳、合肥等地。

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。

截至 2020 年 3 月底，公司在建项目 14 个；在建项目占地总面积 207.02 万平方米，合计建筑面积 366.61 万平方米，预计总投资 564.03 亿元，截至 2020 年 3 月底已投资 81.77 亿元，尚需投资 482.27 亿元，2020 年计划投资额为 12.27 亿元。

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。

表 9　截至 2020 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 2020 年 3 月底已投资	2020 年计划投资额
沈阳中电光谷信息港二期	沈阳	办公	98465	73201	2018-2019	18936	20808	4290
沈阳创客公社	沈阳	办公	15422	47520	2018-2020	24015	7326	1965
合肥光谷金融港	合肥	办公	114435	608660	2015-2020	255654	231202	1225
青岛海洋科技城一期	青岛	办公	150681	197050	2017-2022	74730	10206	8000
青岛研创中心（工业）	青岛	办公	48072	111012	2017-2020	55000	35055	9000
黄石光谷联合科技城一期	黄石	办公	175337	190600	2015-2019	76883	27762	1090
鄂州光谷联合科技城一期	鄂州	办公	413092	478161	2015-2019	145460	67557	9479
黄冈联合科技城	黄冈	办公	142920	156882	2016-2020	28000	21465	2586
西安 CEC 信息港	西安	办公	134667	135610	2015-2021	100000	75950	10885
温州 CEC 信息港	温州	办公	168610	275559	2016-2020	4323476	145167	11937
成都芯谷产业园	成都	办公	284988	547370	2018-2022	332347	85831	14500
洛阳军民融合产业发展加速中心	洛阳	办公	101021	98398	2019-2021	31411	13273	12750
上海物联港	上海	办公	92961	285400	2018-2022	13000	19048	15000
长沙中电软件园	长沙	办公	129550	460703	2018-2024	161400	57003	20000
合计			**2070221**	**3666125**	--	**5640321**	**817653**	**122707**

资料来源：公司提供

3. 产业园运营与租赁服务

公司产业园运营与租赁服务种类丰富，业务快速发展。

目前，公司已形成数字园区系统、数字公寓系统、项目策划、项目规划、建筑设计、工程总承包、装饰工程、不动产代理、区域能源服务、物业管理、共享办公、长租公寓、园区金融服务、餐饮、酒店共 15 大类综合运

营业务类型；具备了以咨询规划、信息化技术与数字园区（公寓）解决方案、综合运营全生命周期服务、EPC、智能设施设备、招商、双创服务、区域能源管理等为切入点的 8 类组合的综合运营服务模式。截至 2020 年 3 月底，公司运营服务签约金额为 0.89 亿元，主要包括设计院、丽岛科技、中电节能、丽岛物业的签约服务。

（1）设计与建造服务

公司凭借过往为武汉光谷生物城、武汉未来科技城等多个政府项目提供全程顾问服务与建造咨询服务的经验，正着力在政府采购服务领域谋求收入规模和方式的突破。同时，通过优化整合集团旗下设计院、建设施工子公司等产业链资源，为政府机构及相关企业提供设计—招标采购—施工等全过程 EPC 一体化设计建造服务。2019 年公司设计与建造服务实现收入 8.37 亿元，2020 年 1－3 月实现收入 0.18 亿元。2019 年，公司设计与建造服务收入同比大幅增加主要系温州经济技术开发区金海园区（天成）市政基础设施工程及中国电子浙江温州产业园 PPP 项目一期市政工程完工确认收入所致。

公司旗下中电光谷建筑设计院作为 EPC 牵头方已中标总造价为 33 亿元的咸阳启点科技城项目。

（2）物业管理服务

公司物业管理业务仍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，主要为公司前期开发的住宅项目、园区项目以及外部项目（外部产业园、政府机关、企事业单位等）提供保洁、安防等服务。截至 2019 年底，丽岛物业管理面积为 2200.00 万平米，较上年底增长 110.80 万平米。

（3）产业园租赁

公司在进行产业园销售的同时，会有选择性地自持或将部分去化偏慢的物业用于出租。随着各园区产业项目陆续推进，公司自持物业面积逐年增长；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 年底，公司自持物业建筑面积（不含车位）合计 30.50 万平方米，已对外租赁建筑面积 26.90 万平方米，平均出租率为 88%。2019 年，公司实现物业租金收入 2.08 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司自持物业建筑面积（不含车位）合计 30.5 万平方米，已对外租赁建筑面积 26.9 万平方米，平均出租率为 88%，2020 年 1－3 月实现物业租金收入 0.17 亿元。

（4）能源服务

公司子公司武汉中电节能有限公司（以下简称“中电节能”）为部分已完工园区提供区域集中供暖和供冷服务（以下简称“DHC”）。目前中电节能业务主要位于武汉与合肥。截至 2020 年 3 月底，已采用 DHC 系统的有武汉金融港 1 期和 2 期，光谷软件园 5 期及合肥光谷金融港。未来，公司将加快实现 DHC 能源服务业务由内生型向市场型的转变，采取自主投资运营、代建运营、管理咨询等多种方式加快发展，通过同区域内优势企业的战略合作，迅速占领国内的 DHC 市场，成为中国 DHC 市场的领跑者。

（5）金融服务

公司控股子公司武汉零度资本投资管理有限公司（以下简称“零度资本”）负责公司 OVU 基金运作，零度资本明晰了智慧城市、智慧制造、医疗大数据、军民两用、集成电路和文创娱乐六个投资方向，资产管理规模已达 40 亿元。截至 2020 年 3 月底，连同相关政府及其他机构发起设立多支基金，总规模超过 6.5 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司已与武汉慧联无限科技有限公司、武汉北大高科软件股份有限公司、深圳华大北斗科技有限公司等公司签订投资协议，协议总金额达 1.6 亿元。

公司控股子公司成长企业创新担保有限公司，搭建了以担保业务为核心，以商业保

理、融资租赁为补充，与工行商银行、交通银行等多家银行合作，开拓以中小企业融资性担保为主业，以产业园区金融协同服务为特色的园区金融服务平台，成为普惠金融服务新经济、新产业的示范案例。

4. 经营效率

公司经营效率尚可。

2019 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分别为 6.96 次、0.57 次和 0.27 次，较上年变化不大。

表 10　2019 年同行业企业经营效率指标

（单位：次）

公司名称	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
武汉光谷联合集团有限公司	6.96	0.57	0.27
天安数码城（集团）有限公司	7.35	0.17	0.15
上海市北高新股份有限公司	4.54	0.06	0.06

资料来源：联合资信整理

5. 未来发展

公司未来发展方向明确。

未来，公司将建立跨区域招商协同体系，强化产业园区基本盘，提升为政府、企业、资本服务能力，在抓好产业园区租售业务的同时，不断做大园区综合运营业务的规模；优化组织结构、加大人才投入，更积极主动的协同中国电子。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年财务报告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 年 1—3 月财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2019 年底，公司合并范围内子公司 77 家，相较于 2018 年底，增加了 12 家，减少了 3 家。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内子公司共 78 家。

截至 2019 年底，公司合并资产总额为 143.83 亿元，所有者权益合计为 62.55 亿元（其中少数股东权益 7.01 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 37.14 亿元，利润总额 6.58 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 142.48 亿元，所有者权益 62.35 亿元（其中少数股东权益 6.99 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.09 亿元，利润总额 -0.26 亿元。

2. 资产质量

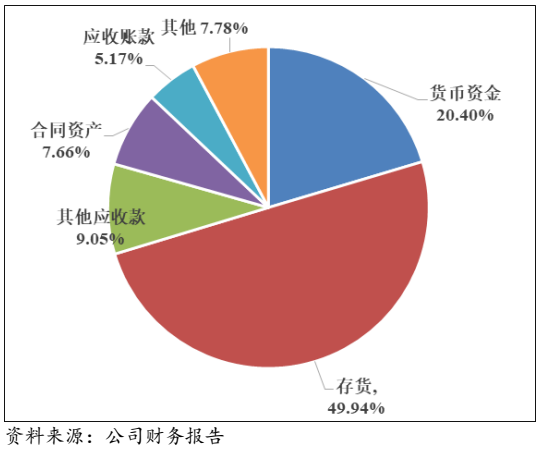
跟踪期内，公司资产快速增长，资产以存货和投资性房地产为主，存在一定的跌价风险。整体看，公司资产流动性较弱，资产质量尚可。

截至 2019 年底，公司资产总额为 143.83 亿元，较上年底增长了 12.27%；资产构成以流动资产为主，占资产总额的 66.68%，非流动资产占 33.32%。

流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 95.90 亿元，较上年底增长 5.17%，主要由货币资金（占 20.40%）、其他应收款（占 9.05%）和存货（占 49.94%）构成。

图 2　截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司货币资金为 19.56 亿元，较上年底下降 12.25%；其中其他货币资金为 2.98 亿元，主要是银行承兑汇票保证

金、集团贷款及为客户按揭贷款提供担保的资金，受限资金占比低。

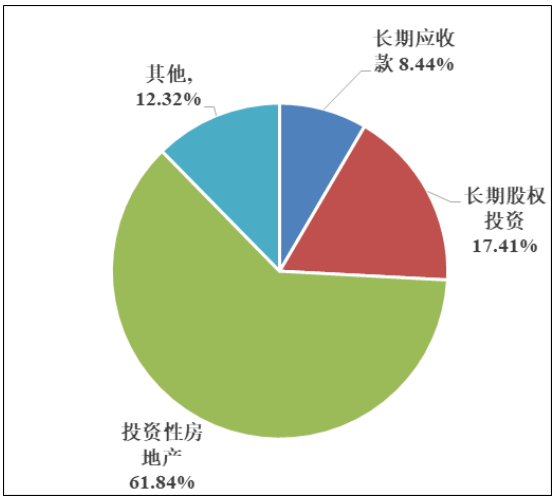
截至 2019 年底，公司其他应收款余额为 8.68 亿元，较上年底下降 22.22%，主要系公司对关联公司往来款下降所致；公司其他应收款账面余额中包括对关联公司往来款 6.37 亿元和对非关联方往来款 2.04 亿元。从其他应收款集中度方面看，前五名债务人欠款合计占比 80.88%，绝大多数为关联方往来，其中，与中国电子科技开发有限公司和联合置业（武汉）有限公司的往来款分别为 2.41 亿元和 2.05 亿元。截至 2019 年底，公司已计提其他应收款坏账准备 0.13 亿元，计提比例较低，整体考虑公司与对方单位关联方关系判断其回款风险不大。

截至 2019 年底，公司存货账面价值为 47.89 亿元，较上年底增长 21.59%，主要包括开发成本 22.46 亿元和开发产品 22.94 亿元。截至 2019 年底，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，公司存货或存一定跌价风险。

非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产为 47.93 亿元，较上年底增长 29.80%，主要由长期股权投资（占 17.41%）和投资性房地产（占 61.84%）构成。

图 3　截至 2019 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报表，联合资信整理

截至 2019 年底，公司长期股权投资为 8.34 亿元，较上年底增长 21.83%，主要系公司对联营及合营企业追加投资所致。

截至 2019 年底，公司投资性房地产为 29.64 亿元，较上年底增长 19.89%，其中通过其他会计科目转入 3.40 亿元、公允价值增加 2.01 亿元。

由于融资需要，公司已将部分资产用于抵押。截至 2019 年底，公司受限资产（包括受限制货币资金以及为融资而抵押的存货和投资性房地产）的账面余额合计 21.61 亿元，占资产总额比重为 15.02%，占比较低。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 142.48 亿元，较 2019 年底变化不大，资产结构仍以流动资产为主，资产构成相较于 2019 年底变化不大。

3. 负债及股东权益

所有者权益

公司所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性一般。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 62.55 亿元，较上年底增长 14.51%，归属于母公司权益合计 55.54 亿元，较上年底增长 12.49%，其中实收资本占归属于母公司权益 34.93%，未分配利润占归属于母公司权益 51.88%；同期，少数股东权益 7.01 亿元，较上年底增长 33.46%。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 62.35 亿元，账面价值和构成较 2019 年底变化不大。

负债

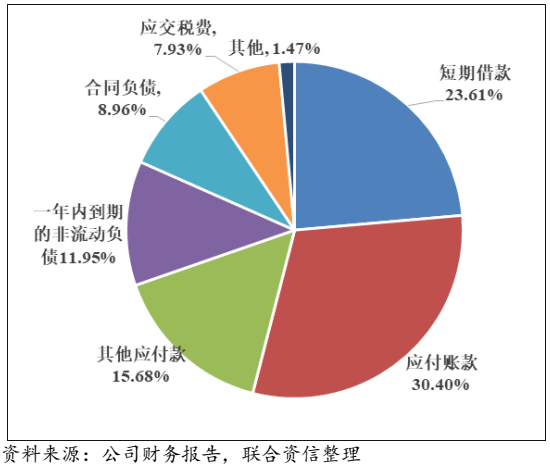
公司债务负担适宜，债务结构有待优化。

截至 2019 年底，公司负债总额 81.28 亿元，较上年底增长 10.60%；公司负债总额中流动负债占 55.25%，非流动负债占 44.75%。

截至 2019 年底，公司流动负债 44.90 亿元，较上年底增长 10.14%；公司流动负债主要由短期借款（占 23.61%）、应付账款（占

30.40%）、其他应付款（占 15.68%）、一年内到期的非流动负债（占 11.95%）和合同负债（占 8.96%）构成。

图 4　截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2019 年底，公司短期借款 10.60 亿元，较上年底下降 17.16%，主要系保证借款规模下降所致。截至 2019 年底，公司短期借款中保证借款 9.17 亿元、信用借款 1.44 亿元，无抵质押借款。

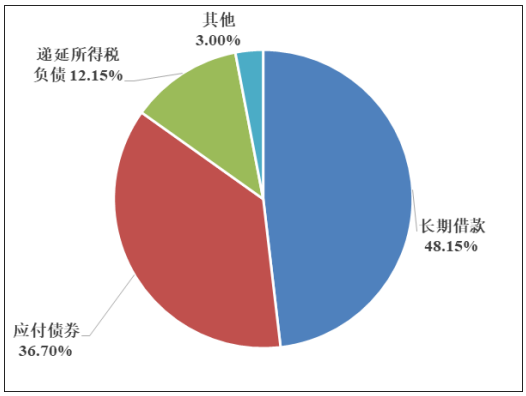
截至 2019 年底，公司应付账款 13.65 亿元，较上年底增长 95.24%，主要是咸阳启点科技城 EPC 项目增加应付 3 亿元，合肥金融港二期竣工转完工产品开发成本暂估应付 3 亿元所致。账龄方面，公司应付账款中账龄超过 1 年的重要款项合计 0.14 亿元，应付账款账龄整体较短。

截至 2019 年底，公司其他应付款 7.04 亿元，较上年底变化不大，主要系资金往来款 5.62 亿元和保证金 1.14 亿元。账龄方面，公司其他应付款中账龄超过 1 年的重要款项合计 0.81 亿元，其他应付款账龄整体较短。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 5.36 亿元，较上年底下降 10.39%，主要系一年内到期的长期借款。

截至 2019 年底，公司非流动负债 36.38 亿元，较上年底增长 11.18%，主要由长期借款（占 48.15%）和应付债券（占 36.70%）构成。

图 5　截至 2019 年底公司非流动负债构成



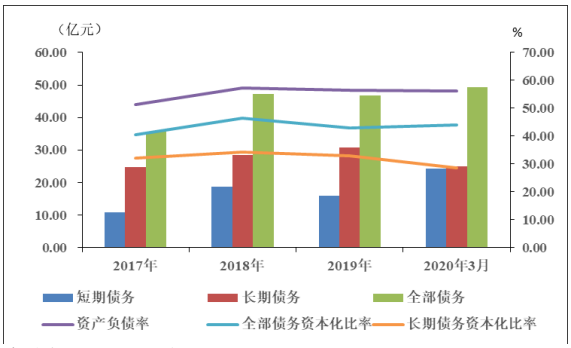
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2019 年底，公司长期借款 17.52 亿元，较上年底增长 88.61%，其中，公司长期借款主要为抵押借款 14.86 亿元。

截至 2019 年底，公司应付债券 13.35 亿元，较上年底下降 30.72%，主要系公司 2013 年发行的企业债“13 光谷联合债”到期所致。由于应付债券将于一年内到期，因此调入短期债务中进行计算

截至 2019 年底，公司全部债务 46.83 亿元，其中短期债务占比 62.60%。从债务指标方面看，截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降，分别为 56.51%、42.81%和 21.88%。公司债务负担较为合理，债务结构有待优化。

图 6　近年公司债务结构情况



资料来源：公司财务报告

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 80.13 亿元，较 2019 年底下降 1.41%，变化不大。债务期限结构方面，公司债务期限较短。总

体看，公司 2020 年面临一定集中兑付压力。

表 11　截至 2020 年 3 月底公司有息债务期限结构

（单位：亿元）

还款期限	金额
1 年以内	32.55
1~2 年	8.69
2~3 年	2.85
3 年以上	5.21
合　计	49.30

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 49.30 亿元，较 2019 年底增长 5.28%，短期债务占比 65.76%。截至 2020 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 56.24%、44.16%和 21.30%。公司债务负担处于合理水平，但短期债务占比较高。

4. 盈利能力

2019 年，公司期间费用控制能力一般，非经常性损益对营业利润影响较大，盈利能力较好。

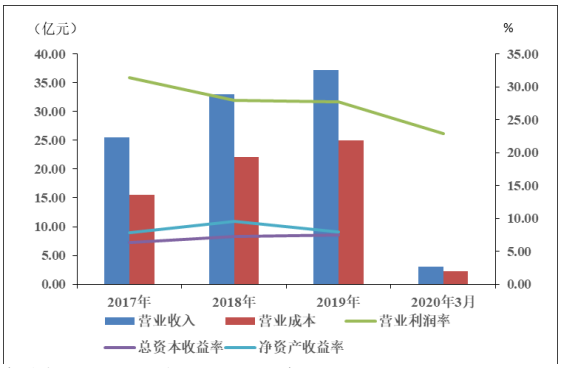
2019 年，公司营业收入和营业成本分别为 37.14 亿元和 24.98 亿元，同比分别增长 12.69%和 12.94%。公司营业利润率保持稳定，为 27.69%。

2019 年，公司期间费用合计 5.82 亿元，同比增加 40.39%，主要系财务费用中利息支出因融资规模扩大而增加所致；其中管理费用 2.70 亿元，销售费用 1.06 亿元，财务费用 1.71 亿元。2019 年，公司期间费用率为 15.68%，期间费用控制能力一般。

非经常性损益方面，2019 年，公司公允价值变动损益为 0.89 亿元，投资收益为 0.59 亿元，其他收益 0.58 亿元，营业外收入为 0.13 亿元，四项总计 2.19 亿元，占公司利润总额的 33.28%，对利润影响较大。

从盈利指标看，2019 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 7.45%和 8.00%，分别较上年提高 0.22 个百分点和下降 1.59 个百分点。整体看，公司盈利水平较为稳定。

图 7　公司盈利水平情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.09 亿元，同比下降 12.58%；营业利润率为 22.91%，利润总额-0.26 亿元，主要是管理费用大幅增长所致。

5. 现金流分析

公司收入实现质量较好，投资规模较大，筹资压力大，经营活动现金流较好，考虑公司后续项目投资规模较大，公司存在较大筹资压力。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入量快速增长，同比增长 20.11%，主要是销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。同期，销售商品、提供劳务收到的现金快速增长，同比增长 32.38%。2019 年，公司现金收入比为 96.58%，较上年增长 14.32 个百分点，收入实现质量较好。2019 年，公司经营活动现金流出量保持稳定。2019 年，公司经营活动现金流量净额为 2.26 亿元。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入量保持稳定，而投资活动现金流出量大幅下降 67.87%。同期，公司投资活动现金流净额为-2.44 亿元。2019 年，公司筹资前现金流金额为-0.18 亿元。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-4.12 亿元。具体来看，公司主要通过银行借款和发行债券获取资金。

2020 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-2.77 亿元、-0.01 亿元和 2.15 亿元。2020 年 1—3 月，公司现金收入比为 164.83%。

表 12　公司现金流量情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
经营活动现金流入小计	45.83	38.79	46.60	5.37
经营活动现金流出小计	31.96	42.44	44.33	8.14
销售商品、提供劳务收到的现金	25.94	27.10	35.87	5.09
购买商品、接受劳务支付的现金	14.23	19.97	29.56	4.01
经营活动产生的现金流量净额	13.87	-3.65	2.26	-2.77
投资活动现金流入小计	0.23	0.82	0.80	0.00
投资活动现金流出小计	9.60	10.09	3.24	0.01
投资活动产生的现金流量净额	-9.37	-9.26	-2.44	-0.01
筹资活动前现金流量净额	4.50	-12.91	-0.18	-2.78
筹资活动现金流入小计	25.75	29.80	32.71	7.97
筹资活动现金流出小计	24.17	15.06	36.83	5.82
筹资活动产生的现金流量净额	1.58	14.74	-4.12	2.15

资料来源：公司财务报表

6. 偿债能力

公司偿债能力较好，在建项目逐步实现销售， 收入及现金流入规模存在进一步提升空间，公司偿债能力有望增强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 213.57%和 106.93%；2020 年 3 月底上述指标分别为 191.71%和 90.92%。2019 年底及 2020 年 3 月底，公司现金类资产对短期债务的保障倍数分别为 0.79 倍和 0.64 倍；2019 年，公司经营现金流动负债比率为 5.04%，保障能力一般。

从长期偿债指标来看，2019 年，公司 EBITDA 为 10.60 亿元，全部债务/EBITDA 倍数为 4.42 倍；EBITDA 利息倍数为 2.71 倍。总体看，公司长期偿债能力较好。

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 2020 年 3 月底，公司合并口径获得银行授信 60.88 亿元，已使用 45.39 亿元，未使用额度 15.49 亿元，公司间接融资渠道有待拓展。

截至 2020 年 3 月底，公司合并口径对外担保余额 6.57 亿元，担保比率 10.54%。

7. 母公司财务分析

公司母公司债务负担适中，投资收益对营业利润影响较大，资金保有量维持在良好水平。

截至 2019 年底，公司母公司资产总额 88.31 亿元，流动资产与非流动资产占比基本相当，分别为 44.90%和 55.10%。流动资产主要为其他应收款、货币资金和存货，占比分别为 56.57%、10.64%和 16.17%；非流动资产主要为长期股权投资和投资性房地产，占比分别为 76.54%和 19.79%。同期，公司母公司所有者权益合计 41.95 亿元，主要为实收资本和未分配利润；负债总额 46.36 亿元，流动负债占比为 50.29%。截至 2019 年底，公司母公司资产负债率为 52.49%，全部债务为 30.02 亿元，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 33.67%和 41.71%。

2019 年，公司母公司实现营业收入 4.39 亿元，较 2019 年增长 10.92%。同期，公司母公司实现利润总额 0.74 亿元。

2019 年，公司母公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-1.64 亿元、-1.73 亿元和-2.98 亿元。

8. 同业对比

与同业企业相比，公司资产规模较小，盈利能力处于中等水平，债务负担较轻。

表 13　2019 年公司与同行业企业财务对比情况

项目	公司	天安数码城（集团）有限公司	上海市北高新股份有限公司
资产总额（亿元）	143.83	213.80	182.13
所有者权益（亿元）	62.55	69.59	75.50
全部债务（亿元）	46.83	71.55	86.04
营业收入（亿元）	37.14	30.48	10.90
利润总额（亿元）	6.58	8.60	3.78
净资产收益率（%）	8.00	8.97	3.41
资产负债率（%）	56.51	66.75	58.55
全部债务资本化比率（%）	42.81	51.93	53.15
流动比率（%）	213.57	157.64	2.42
EBITDA 利息倍数（倍）	2.71	2.73	2.10
全部债务/EBITDA（倍）	4.42	7.42	10.78

资料来源：联合资信整理

9. 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 2020 年 8 月 7 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。

10. 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很强。

十、存续债偿还能力分析

公司现金类资产和经营活动现金流入量对存续债券的覆盖程度高。

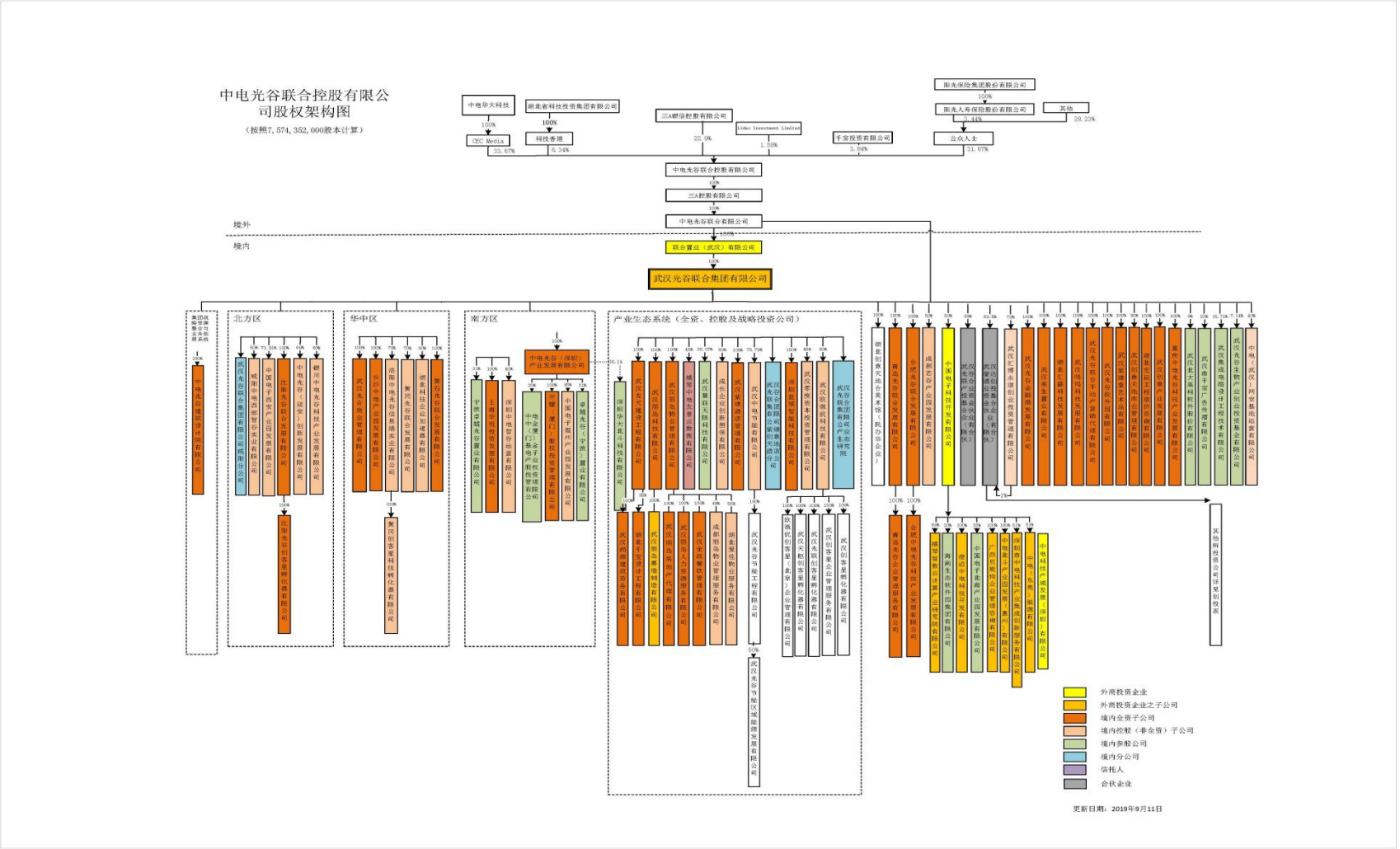
截至出具报告日，联合资信评定的存续债券余额总计 8.00 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产为 20.67 亿元，对存续债券总额的覆盖倍数为 2.58 倍。2019 年，公司经营活动产生的现金流入量为 46.60 亿元，对存续债券总额的覆盖倍数为 5.83 倍；2019 年，公司经营性现金净流量为 2.26 亿元，对存续债券总额的覆盖倍数为 0.28 倍。

集中兑付方面，截至 2020 年 7 月底，公司全部存续债券总额 13 亿元，无集中兑付的压力。截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产对全部存续债券总额的覆盖倍数为 1.59 倍。2019 年，公司经营活动产生的现金流入量对存续债券总额的覆盖倍数为 3.58 倍。

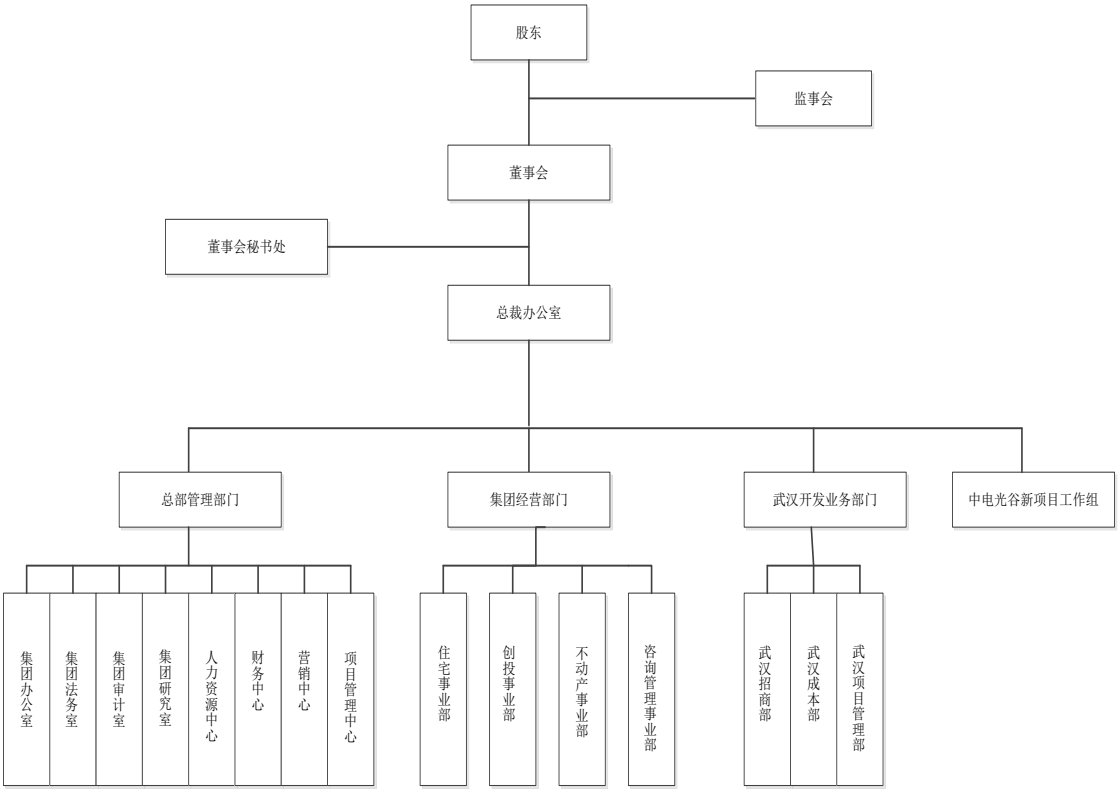
十一、 结论

综合评估，联合资信确定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，并维持“17 汉光谷 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3　截至 2020 年 3 月底公司主要子公司情况

序号	子公司名称	注册资本（万元）	业务性质	层级	发行人持股比例%	表决权比例%
1	武汉光谷金融港发展有限公司	1000.00	园区开发	一级	100.00	100.00
2	黄石光谷联合发展有限公司	10000.00	园区开发	一级	100.00	100.00
3	青岛光谷联合发展有限公司	20000.00	园区开发	一级	100.00	100.00
4	青岛光谷企业管理服务有限公司	1000.00	服务业	二级	100.00	100.00
5	青岛光谷联合产业投资基金合伙企业（有限合伙）	1000.00	服务业	二级	60.00	60.00
6	沈阳光谷联合发展有限公司	15000.00	园区开发	一级	96.67	100.00
7	沈阳光谷创客星孵化器有限公司	100.00	服务业	二级	100.00	100.00
8	武汉光谷联合产业投资基金合伙企业（有限合伙）	10000.00	服务业	一级	100.00	100.00
9	湖北科技企业加速器有限公司	15000.00	园区开发	一级	80.00	80.00
10	湖北汇盛科技发展有限公司	2100.00	园区开发	一级	100.00	100.00
11	武汉鸣鸿科技发展有限公司	3000.00	园区开发	一级	100.00	100.00
12	中电光谷建筑设计院有限公司	30000.00	服务业	一级	100.00	100.00
13	武汉吉天建设工程有限公司	11000.00	建安业	一级	100.00	100.00
14	武汉尚源建筑劳务有限公司	500.00	建安业	二级	100.00	100.00
15	湖北千宝设计工程有限公司	1000.00	建安业	二级	100.00	100.00
16	武汉丽岛科技有限公司	11000.00	建安业	一级	100.00	100.00
17	武汉丽岛幕墙制造有限公司	1000.00	制造业	二级	100.00	100.00
18	深圳蓝域智能科技有限公司	800.00	计算机	一级	100.00	100.00
19	黄冈光谷联合发展有限公司	20000.00	园区开发	一级	70.00	70.00
20	武汉中电节能有限公司	6600.00	服务业	一级	78.79	78.79
21	湖北瀚博源热力设备有限公司	2245.00	制造业	二级	51.00	51.00
22	武汉光谷节能工程有限公司	500.00	建安业	二级	100.00	100.00
23	上海绿鑫新能源科技有限公司	2000.00	技术开发	二级	51.00	51.00
24	武汉光谷节能区域能源发展有限公司	2000.00	技术开发	三级	100.00	100.00
25	重庆中电光谷节能科技有限公司	2000.00	服务业	二级	51.00	51.00
26	武汉丽岛物业管理有限公司	11000.00	服务业	一级	100.00	100.00
27	武汉丽岛房地产代理有限公司	100.00	服务业	二级	100.00	100.00
28	武汉丽岛人力资源服务有限公司	200.00	服务业	二级	100.00	100.00
29	湖北爱佳物业服务有限公司	50.00	服务业	二级	56.00	56.00
30	武汉全派餐饮管理有限公司	2000.00	服务业	三级	100.00	100.00
31	武汉紫缘堂艺术品有限公司	10000.00	文化投资	一级	100.00	100.00
32	武汉光谷联合不动产营销代理有限公司	500.00	服务业	一级	100.00	100.00
33	武汉紫缘酒店管理有限公司	200.00	服务业	一级	100.00	100.00
34	武汉光谷软件园有限公司	1000.00	园区开	一级	100.00	100.00

序号	子公司名称	注册资本（万元）	业务性质	层级	发行人持股比例%	表决权比例%
			发			
35	合肥光谷联合发展有限公司	10000.00	园区开发	一级	100.00	100.00
36	武汉创意天地商业管理有限公司	500.00	服务业	一级	90.00	100.00
37	武汉零度资本投资管理有限公司	1000.00	服务业	一级	45.00	45.00
38	武汉创点信息咨询有限责任公司	50.00	服务业	二级	100.00	100.00
39	武汉欧微优科技有限公司	333.40	服务业	一级	45.00	45.00
40	武汉出版文创科技有限公司	800.00	服务业	二级	60.00	60.00
41	欧微优创客星(北京)企业管理有限公司	100.00	服务业	二级	100.00	100.00
42	武汉创客星孵化器有限公司	100.00	服务业	二级	100.00	100.00
43	武汉创客星企业管理服务有限公司	100.00	服务业	二级	100.00	100.00
44	武汉光联创客星孵化器有限公司	100.00	服务业	二级	100.00	100.00
45	武汉天枢创客星孵化器有限公司	100.00	服务业	二级	100.00	100.00
46	武汉天璇创客星孵化器有限公司	100.00	服务业	二级	100.00	100.00
47	长沙中电产业园发展有限公司	30000.00	服务业	一级	100.00	100.00
48	中电光谷（深圳）产业发展有限公司	50000.00	服务业	一级	100.00	100.00
49	中国电子温州产业园发展有限公司	50000.00	园区开发	二级	95.00	95.00
50	温州中电光联合市政基础设施有限公司	10000.00	建安业	三级	100.00	100.00
51	成都芯谷产业园发展有限公司	50000.00	园区开发	一级	50.00	50.00
52	中国电子西安产业园发展有限公司	10350.00	园区开发	一级	73.91	73.91
53	武汉光合商业管理有限公司	500.00	服务业	一级	100.00	100.00
54	湖北中创融资担保有限公司	10000.00	其他金融业	一级	60.00	60.00
55	深圳嘉信成长投资有限公司	2000.00	其他金融业	二级	100.00	100.00
56	深圳中电光谷融资租赁有限公司	20000.00	其他金融业	三级	70.00	70.00
57	深圳中电光谷商业保理有限公司	10000.00	其他金融业	三级	83.00	83.00
58	洛阳中电光谷信息港实业有限公司	10000.00	园区开发	一级	70.00	70.00
59	武汉东湖零度投资管理有限公司	500.00	服务业	二级	70.97	70.97
60	上海华悦投资发展有限公司	39000.00	园区开发	一级	100.00	100.00
61	武汉美生置业有限公司	500.00	园区开发	一级	100.00	100.00
62	深圳中电智谷运营有限公司	615.64	园区开发	一级	40.00	60.00
63	横琴中电友普云数据有限公司	3000.00	计算机	一级	45.00	60.00
64	咸阳中电西部智谷发展有限公司	10000.00	园区开发	一级	50.00	50.00
65	重庆中电光谷科技产业发展有限公司	10000.00	园区开发	一级	60.00	60.00
66	中电光谷（延安）创新发展有限公司	1000.00	园区开发	一级	100.00	100.00
67	合肥中电光谷科技产业发展有限公司	2000.00	园区开发	二级	100.00	100.00
68	银川中电光谷科技产业发展有限公司	5000.00	服务业	一级	60.00	60.00

序号	子公司名称	注册资本（万元）	业务性质	层级	发行人持股比例%	表决权比例%
69	中电（武汉）网安基地运营有限公司	2000.00	智能园区系统规划等	一级	100.00	100.00
70	新乡创客星创新发展有限公司	500.00	服务业	二级	51.00	51.00
71	武汉中电丰功节能技术有限公司	1500.00	服务业	二级	100.00	100.00
72	安徽中电节能科技有限公司	3001.00	服务业	二级	65.21	65.21
73	温州全派餐饮管理有限公司	30.00	服务业	二级	100.00	100.00
74	成都创客星孵化器有限公司	100.00	服务业	二级	100.00	100.00
75	成都丽岛物业管理服务有限公司	500.00	服务业	二级	100.00	100.00
76	开耀（厦门）股权投资管理有限公司	2500.00	服务业	二级	100.00	100.00
77	武汉瀚博源区域能源发展有限公司	2245.00	服务业	二级	51.00	51.00
78	武汉丽岛创馨环境工程有限公司	300.00	服务业	二级	100.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.89	25.16	23.07	20.67
资产总额(亿元)	107.89	128.11	143.83	142.48
所有者权益合计(亿元)	52.52	54.62	62.55	62.35
短期债务(亿元)	10.89	18.80	29.31	32.42
长期债务(亿元)	24.71	28.55	17.52	16.88
全部债务(亿元)	35.59	47.35	46.83	49.30
营业收入(亿元)	25.49	32.96	37.14	3.09
利润总额(亿元)	6.79	7.30	6.58	-0.26
EBITDA(亿元)	8.67	10.20	10.60	--
经营性净现金流(亿元)	13.87	-3.65	2.26	-2.77
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.93	6.77	6.96	--
存货周转次数(次)	0.39	0.57	0.57	--
总资产周转次数(次)	0.24	0.28	0.27	--
现金收入比(%)	101.75	82.21	96.58	164.83
营业利润率(%)	31.44	27.93	27.69	22.91
总资本收益率(%)	7.27	7.23	7.45	--
净资产收益率(%)	9.49	9.59	8.00	--
长期债务资本化比率(%)	31.99	34.33	21.88	21.30
全部债务资本化比率(%)	40.40	46.44	42.81	44.16
资产负债率(%)	51.32	57.36	56.51	56.24
流动比率(%)	282.49	223.66	213.57	191.71
速动比率(%)	142.25	127.06	106.93	90.92
经营现金流动负债比(%)	50.59	-8.94	5.04	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.77	3.32	2.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.11	4.64	4.42	--

注：公司 2020 年 1—3 月财务报表未经审计；　2017 年数据使用 2018 年财务报表对比数；2019 年及 2020 年一季度，应付债券将于一年内到期，因此调入短期债务进行计算

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	6.55	7.79	7.14	9.20
资产总额(亿元)	72.23	90.79	88.31	89.10
所有者权益(亿元)	34.04	41.27	41.95	41.68
短期债务(亿元)	7.50	11.45	8.72	15.41
长期债务(亿元)	17.58	19.27	21.30	15.95
全部债务(亿元)	25.08	30.71	30.02	31.36
营业收入(亿元)	6.95	3.96	4.39	0.21
利润总额(亿元)	1.92	6.31	0.74	-0.27
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	11.55	-2.37	1.64	0.36
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.78	3.37	2.37	--
存货周转次数(次)	0.32	0.19	0.17	--
总资产周转次数(次)	0.10	0.05	0.05	--
现金收入比(%)	93.67	102.88	97.40	190.09
营业利润率(%)	41.40	49.34	66.52	38.72
总资本收益率(%)	2.84	8.10	0.98	--
净资产收益率(%)	4.93	14.14	1.68	--
长期债务资本化比率(%)	34.06	31.83	33.67	27.67
全部债务资本化比率(%)	42.42	42.67	41.71	42.94
资产负债率(%)	52.86	54.55	52.49	53.22
流动比率(%)	169.14	153.94	170.07	136.16
速动比率(%)	125.31	129.58	142.57	114.82
经营现金流动负债比(%)	59.58	-8.29	7.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：公司 2020 年 1—3 月财务报表未经审计

附件 4　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%
营业利润率	（营业收入-营业成本-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+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

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