

信用等级公告

联合[2015] 2186 号

联合资信评估有限公司通过对天安数码城（集团）有限公司及其拟发行的 2016 年度第一期中期票据的信用状况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

2016 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年十月二十一日



天安数码城（集团）有限公司

2016 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

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AA

本期中期票据发行额度：5 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本

发行目的：龙岗天安数码城第四期项目建设

评级时间：2015 年 10 月 21 日

财务数据

项目	2012年	2013年	2014年	15年 3月
资产总额(亿元)	100.13	118.95	140.34	138.37
所有者权益(亿元)	29.53	36.50	41.42	41.62
长期债务(亿元)	26.63	27.56	39.77	35.38
全部债务(亿元)	32.17	38.23	52.44	53.54
营业收入(亿元)	29.47	26.90	23.44	3.01
利润总额(亿元)	10.63	10.68	8.61	0.25
EBITDA(亿元)	11.65	11.68	10.02	--
经营性净现金流(亿元)	-3.83	-0.45	-11.32	-2.71
营业利润率(%)	35.04	39.95	36.00	35.44
净资产收益率(%)	26.83	22.08	16.02	--
资产负债率(%)	70.51	69.32	70.49	69.92
全部债务资本化比率(%)	52.14	51.16	55.87	56.26
流动比率(%)	189.68	181.89	200.51	188.81
全部债务/EBITDA(倍)	2.76	3.27	5.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.53	4.66	3.09	--
EBITDA/本期中期票据 额度(倍)	2.33	2.34	2.00	--

注：2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

张莉 杨明奇

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）

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”）是城市产业综合体建造商和运营商，公司主营产业地产的开发、销售、运营业务。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其在区域分布、品牌知名度以及土地储备等方面具备的显著优势。同时联合资信关注到国家房地产政策收紧、产业地产行业竞争加剧、公司土地获取成本上升和经营活动获现能力偏弱等因素对公司整体信用水平带来的不利影响。

中国新型城镇化建设步伐加快，产业结构升级和产城融合亟需推进，政策支持和巨大市场空间为公司发展提供了良好机遇；未来随着市场份额扩大、在建项目逐渐实现销售，公司资产及收入规模有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动产生的现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度较强。基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险较低。

优势

1. 公司产业综合体业务模式符合国家新型城镇化建设要求，新布局地区经济发展强劲，政策支持力度较大，为公司未来发展提供了良好的外部环境。
2. 公司园区产业开发处于行业领先地位，园区运营经验丰富，成本优势突出，综合竞争力较强。
3. 公司经营活动产生的现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度较强。

关注

1. 近年产业地产发展迅速，参与者增多，市场竞争压力上升。
2. 产业地产开发周期较长，对资金回笼产生一定影响。
3. 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；不断上涨的土地成本对公司利润空间造成一定影响。
4. 公司存货占比高，非流动资产以投资性房地产为主，公司资产流动性一般。
5. 公司投资开发力度不断加大，债务规模持续上升；目前经营活动获现能力偏弱，未来随着产业及旧城改造项目陆续推进，公司存在较大对外融资压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与天安数码城（集团）有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与天安数码城（集团）有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评估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。

三、本信用评级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，未因天安数码城（集团）有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由天安数码城（集团）有限公司提供，联合资信不保证引用数据的真实性及完整性。

六、天安数码城（集团）有限公司 2016 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

一、主体概况

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”）系深圳市人民政府于1989年2月以《关于合资经营“深圳天安工业开发有限公司”合同书的批复》（深府经复【1989】97号），批准深业泰然（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”）合资设立公司，注册资本为美元1000万元，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，公司注册资本增至美元1800万元，股东双方各增资美元400万元；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，最终将公司注册资本增至美元6200万元，股东双方持股比例仍各为50%。截至2015年3月底，公司注册资本为美元6200万元（人民币39382.35万元），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”）和联合集团有限公司（以下简称“联合集团”）共同控制（股权结构详见附件1-1）。

公司经营范围包括：开发经营科技园区；兴建具有现代水平的工业厂房及相应配套的住宅、商业、文化、娱乐等设施的综合生活区，在开发区内，在海关配合下建立保税仓库，免税原材料市场等，兴办实业（具体项目另行报批），并为投资者提供服务，开发区内厂房及配套设施的出售和租赁业务；公路客运（限于深圳至香港间本公司系统所开发住宅区居民运送）；公司自有物业管理。

截至2015年3月底，公司纳入合并范围子公司共13家，包括全资子公司9家和控股子公司4家；公司下设3个职能部门和4个管理中心，分别为总裁办公室、人力资源部、投资发展部、招商运营中心、建筑设计中心、成本管理中心、财务管理中心。

截至2014年底，公司合并资产总额为140.34亿元，所有者权益合计为41.42亿元（其中少数股东权益1.34亿元）；2014年，公司实现营业收入23.44亿元，利润总额8.61亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额138.37亿元，所有者权益41.62亿元（含少数股东权益1.33亿元）；2015年1~3月，公司实现营业收入3.01亿元，利润总额0.25亿元。

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：李可。

二、本期中期票据概况

公司于2015年注册总额度为14亿元人民币的中期票据，第一期9亿元中期票据“15天安数码MTN001”已于2015年8月6日发行；本期拟发行2016年度第一期中期票据，额度为5亿元（以下简称“本期中期票据”），期限3年，每年付息一次，到期一次还本。本期中期票据拟募集资金5亿元，计划全部用于龙岗天安数码城第四期项目建设。

龙岗天安数码城第四期项目将包括工业地块的龙岗天安数码创业园总部楼集群、超高层、单身宿舍和商业地块的天安活力广场。总部楼集群是由5栋4-5层厂房组成的总部楼集群，面积约2.90万平方米；超高层建筑面积10.69万平方米。

该项目预计总投资24.16亿元，截至2015年9月底已经完成投资8.72亿元，占总投资额36.09%。剩余开发资金需通过外部融资取得，2015年10~12月、2016年和2017年分别计划投资1.21亿元、8.05亿元和6.18亿元。

该项目于2013年3月开工，2015年7月总部楼4号厂房已完成规划验收，2016年6月完成全部三层地下室施工，其余部分的地上建筑2017年11月全部竣工。该项目四证¹、环评、

¹ “四证”包括：房地产权证、建设用地规划许可证、建筑工程施工许可证和工程规划许可证。

自有资金符合相关法律、法规对募集资金用于商业地产的要求。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增长 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增长 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增长 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662

亿元，比上年增长 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增长 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增长 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济分析

公司主要从事房地产开发业务，其中以产业地产开发业务为主。

1. 房地产行业分析

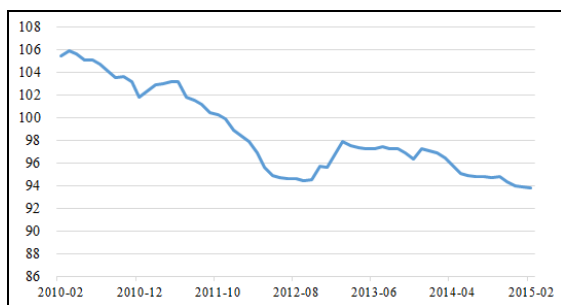
房地产行业现状

房地产行业在国民经济中具有重要地位。房地产业发展态势关系整个国民经济的稳定发展和金融安全。作为资金密集型行业，房地

产业对资金的规模和流动性要求比较高。不仅如此，土地的可得性和规模也是决定开发商进入的前提条件。

2009 年以来，由于中国房价的快速上涨，中国对房地产的政策由支持逐步转向收紧。2009 年 12 月 9 日以来，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，房地产行业政策显著收紧。随着多轮房地产调控政策的陆续实施，房地产业景气度呈现持续震荡下滑的态势，尤其是 2011 年下半年，“新国八条”等一系列严厉的调控政策效果集中显现，国房景气指数大幅回落。2011 年 11 月开始，房地产开发综合景气指数继金融危机以来再次降至 100 点以下，且这一下行趋势持续到 2012 年 3 季度末。2012 年 10 月份开始，中国房地产市场呈现明显翘尾行情，国房景气指数明显回升，其中，房地产信贷环境逐步放松、部分城市调控政策继续微调、市场预期发生实质性转变等是支撑房地产行业基本面好转的主要因素。

图 1 2010 年以来房地产开发综合景气指数



资料来源：wind 资讯

为了防范房地产市场反弹，2013 年 2 月 20 日，国务院常务会议出台新“国五条”以加强房地产市场调控的政策措施。2013 年 3 月 1 日，

中国政府网发布《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》，要求人民银行当地分支机构根据价格控制目标和政策要求，进一步提高第二套住房贷款的首付款比例和贷款利率。进一步完善现行住房限购措施；对执行住房限购和差别化住房信贷、税收等政策措施不到位、房价上涨过快的，要进行约谈和问责等。

进入 2014 年，房地产行业外部大环境正在酝酿变化，众多经济体制中深层次的矛盾开始凸显，土地、财税以及一些不与地产直接相关的制度，如利率汇率的决定、投融资制度等的改革，都对房地产市场的发展产生了一定的影响。2014 年中国房地产市场持续低迷，国房景气指数逐月下降。2014 年 9 月以后，房地产调控政策有所放松，央行、银监会联合发文放松房贷利率和条件、支持符合条件的地方房企在银行间市场发行债务融资工具；放松限购的城市继续增多，截至目前，全国仅有 5 个城市限购尚未放松，包括北京、上海、广州、深圳和三亚。

从投资结构来看，在城市化迅速发展的背景下，作为居住用途的住宅仍是市场主导需求。但是受住宅市场调控影响，部分资金逐步向商业地产转移，商业地产成为楼市调控新政的受益者，办公楼和商业营业用房等商务地产投资呈高速增长态势。2014 年，房地产开发投资 95036 亿元，比上年增长 10.5%。其中，住宅投资 64352 亿元，增长 9.2%；办公楼投资 5641 亿元，增长 21.3%；商业营业用房投资 14346 亿元，增长 20.1%。

表 1 2008~2014 年中国房地产开发投资完成情况 (单位：亿元、%)

	住宅		办公楼		商业营业用房		其他		房地产开发投资额合计
	投资额	占比	投资额	占比	投资额	占比	投资额	占比	
2008	22081.26	72.21	1111.58	3.64	3200.21	10.47	4186.77	13.69	30579.82
2009	22368.99	84.27	1204.98	4.54	3646.66	13.74	4050.29	15.26	26545.73
2010	34038.14	70.52	1806.55	3.74	5598.84	11.60	6823.54	14.14	48267.07
2011	44308.43	71.77	2543.53	4.12	7370.21	11.94	7517.61	12.18	61739.78

2012	49374.21	68.76	3366.61	4.69	9312.00	12.97	9750.96	13.58	71803.79
2013	58950.76	68.54	4652.45	5.41	11945.00	13.89	10465.34	12.17	86013.38
2014	64352.15	67.71	5641.19	5.94	14346.25	15.10	10696.02	11.25	95035.61

资料来源：国家统计局

从整体供应情况看，进入 2014 年，受到资金面偏紧，政策调控等多方面影响，全国地产投资有所放缓，2014 年商品房新开工面积 179592.49 万平方米，同比下降 10.7 个百分点；由于前期快速增长的房地产项目陆续完工，全年商品房竣工面积累计 107459.05 万平方米，同比增长 5.9 个百分点；2014 年商品房施工面积增速有所回落，全年商品房施工面积 726482.34 万平方米，同比增长 9.2 个百分点。

从整体需求情况看，2014 年上半年房地产市场在前期限购、限贷调控政策整体不放松、信贷政策趋紧情况下，行情低迷；下半年虽然限购和信贷政策有所放松，但需求观望情绪仍然严重。2014 年全年商品房销售面积 120648.54 万平方米，较上年同期下降 7.6%；其中，现房销售面积 28869.57 万平方米、期房销售面积 91778.97 万平方米。

需求结构方面，2014 年商业营业用房销售依然保持增长趋势，而住宅和办公楼销售下降幅度较大，商业营业用房销售 9074.88 万平方米，同比增长 7.2%；住宅销售同比下降 9.1%，办公楼同比下降 13.4%。总体看商业地产受市场调整行情影响较小。

2014 年，房地产开发企业土地购置面积 33383.03 万平方米，比上年下降 14.00%，增速较上年下降 22.80 个百分点；土地成交价款 10019.88 亿元，同比增长 1.00%，增速下降 32.90 个百分点。

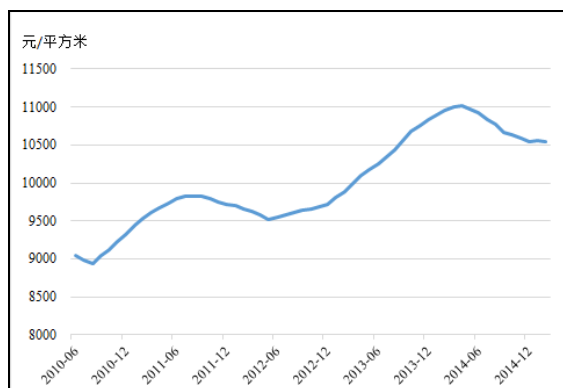
从房产价格看，2012 年房地产开发商大多采取优惠促销、“以价换量”的营销策略，上半年全国房价走势平稳；年中开始一线城市的率先回暖，北京、上海、深圳等城市房价开始小幅上涨；下半年，随着全国更大范围内的成交放量，而供应面又相对偏紧，使得一、二线重点城市价格面临较大上涨压力，多地迎来“量价齐升”的发展趋势，全国百城价格指数从年初的 9696 元/平方米经历小幅下跌后企稳上升至年末的 9715 元/平方米。2013 年，全国商品房销售高位景气、量价齐升，市场成交情况也延续了 2012 年底的回升行情；全国百城价格指数从年初的 9812 元/平方米单边上涨至年末的 10833 元/平方米。2014 年以来，房地产市场出现了明显的调整；需求不足带动了房价的下调，全国百城价格指数呈现出来冲高回落的态势，从 1 月的 10901 元/平方米冲高至 4 月的 11013 元/平方米后单边下行至 2014 年 12 月的 10542 元/平方米。

表 2 2014 年中国主要房地产市场运行指标
(单位：万平方米、%)

指标	绝对数	同比增长
房屋施工面积	726482.34	9.2
其中：住宅	515096.45	5.9
办公楼	29927.54	21.8
商业营业用房	94320.05	17
房屋新开工面积	179592.49	-10.7
其中：住宅	124877.00	-14.4
办公楼	7349.10	6.7
商业营业用房	25047.73	-3.3
房屋竣工面积	107459.05	5.9
其中：住宅	80868.26	2.7
办公楼	3144.18	12.7
商业营业用房	12084.08	11.3
商品房销售面积	120648.54	-7.6
其中：住宅	105181.79	-9.1
办公楼	2497.87	-13.4
商业营业用房	9074.88	7.2

资料来源：wind 资讯

图2 2010年6月以来全国百城价格指数变化情况



资料来源: wind 资讯

总体看,2014年由于宏观经济增速低于预期、货币政策趋紧、银行信贷紧缩等因素影响,房地产行业进入调整期,市场信心减弱,房地产企业投资增速减缓,全年住宅新开工等指标有明显弱化,部分地区房地产销售出现下滑,房地产市场较为疲软,而北上广深等一线城市,由于新增人口较多,房价相对平稳。由于不同区域房地产市场走势分化严重,针对不同城市,后续房地产市场可能呈现差异化分类调控趋势,对于房价涨幅大的一线和少数二线城市,调控仍从紧,并增加中小套型商品房和共有产权住房供应,抑制投机投资性需求,促进房地产市场持续健康发展;而对于房地产市场持续低迷的城市,在不突破调控底线的前提下,适当微调当地调控政策以促进需求释放。

房地产行业政策

2014年政府工作报告中对房地产行业发展的全面描述是要完善住房保障机制。“十二五”规划提出,建设城镇保障性住房和棚户区改造住房3600万套(户),到2015年全国保障性住房覆盖面达到20%左右,重点发展公共租赁住房,加快建设廉租住房,加快实施各类棚户区改造。

2014年4月22日,住建部发布《住房城乡建设部关于做好2014年住房保障工作的通知》,2014年全国城镇保障性安居工程计划新开工700万套以上,其中各类棚户区470万套

以上;计划基本建成480万套,并加强保障性住房配套设施建设;探索发展共有产权住房,目前已确定北京、上海、深圳、成都、淮安、黄石为共有产权住房试点城市。明确了共有产权住房为新的保障性住房模式。在2013年10月,北京市住建委公布《关于加快发展中低价位自住型改善型商品住房建设的意见》,其中的自住型改善型商品住房即为共有产权住房模式。

2014年9月30日,中国人民银行、银监会联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》;该通知放松了二套房认定标准,将有效提高购房群体数量,通知中明确提出“对于贷款购买首套普通自住房的家庭,贷款最低首付款比例为30%,贷款利率下限为贷款基准利率的0.7倍,具体由银行业金融机构根据风险情况自主确定。对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的家庭,为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房,银行业金融机构执行首套房贷款政策。在已取消或未实施“限购”措施的城市,对拥有2套及以上住房并已结清相应购房贷款的家庭,又申请贷款购买住房,银行业金融机构应根据借款人偿付能力、信用状况等因素审慎把握并具体确定首付款比例和贷款利率水平。银行业金融机构可根据当地城镇化发展规划,向符合政策条件的非本地居民发放住房贷款。”同时,为增强金融机构对个人住房贷款的投放能力,提出“鼓励银行业金融机构通过发行住房抵押贷款支持证券(MBS)、发行期限较长的专项金融债券等多种措施筹集资金,专门用于增加首套普通自住房和改善型普通自住房贷款投放。”此次住房金融政策出台在百城房价连续5个月环比负增长和今年以来房地产投资增速持续回落的背景下,体现了政府定向稳增长控风险的决心,有利于推动购房刚需和改善性需求入市,促使房地产市场交投活跃,缓解市场对于房地产硬着陆的风险担忧,改善市场对于经济增长的悲观预期。但银行落实情况、地产库存去化情况及房贷新政与货币

政策配比情况仍将对房贷新政的拉动效应产生影响，房贷新政策效果有待观察。

2015年3月30日，中国人民银行、住建部、银监会联合下发通知，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房，最低首付款比例调整为不低于40%；使用住房公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付20%；拥有一套住房并已结清贷款的家庭，再次申请住房公积金购房，最低首付30%。同日，财政部和国家税务总局联合发布《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，规定个人将购买2年以上(含2年)的普通住房对外销售的，免征营业税。此次信贷政策和税收政策的调整，有助于进一步释放刚性需求，稳定房地产价格和房地产市场。

2. 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制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。

3. 区域经济环境

根据《深圳市 2014 年国民经济和社会发展

统计公报》数据显示，经初步核算 2014 年深圳市生产总值 16001.98 亿元，比 2013 年增长 8.8%。其中，第一产业增加值 5.29 亿元，下降 19.4%；第二产业增加值 6823.05 亿元，增长 7.7%；第三产业增加值 9173.64 亿元，增长 9.8%。第一产业增加值占全市生产总值的比重不到 0.1%；第二和第三产业增加值占全市生产总值的比重分别为 42.7%和 57.3%。人均生产总值 149497 元/人，增长 7.7%，按 2014 年平均汇率折算为 24337 美元。

在现代产业中，2014 年现代服务业增加值 6201.06 亿元，比上年增长 10.5%；先进制造业增加值 4823.98 亿元，增长 9.8%；高技术制造业增加值 4056.85 亿元，增长 12.9%。在第三产业中，交通运输、仓储和邮政业增加值 532.86 亿元，增长 9.7%；批发和零售业增加值 1963.38 亿元，增长 9.3%；住宿和餐饮业增加值 286.26 亿元，增长 3.3%；房地产业增加值 1441.93 亿元，增长 6.7%。民营经济增加值 6132.25 亿元，增长 8.1%。

四大支柱产业中，2014 年金融业增加值 2237.54 亿元，比上年增长 13.8%；物流业增加值 1614.18 亿元，增长 9.7%；文化产业增加值 1213.78 亿元，增长 15.4%；高新技术产业增加值 5173.49 亿元，增长 11.2%。

综合看，深圳市良好的经济发展环境为公司发展提供了良好的外部条件。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司系合资企业，深业泰然和天安中国持有公司股权各为 50%。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有限公司（以下简称“深业集团”）核心企业，于 1997 年在香港联交所上市（HK.0604），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集团。天安

中国为香港联交所上市公司（HK.0028），股东为联合地产（香港）有限公司，天安中国资本实力较强，经营业务主要在珠江三角洲、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。截至 2015 年 3 月底，公司注册资本为美元 6200 万元，由深圳市国资委和联合集团共同控制。

2. 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区三类园区产品。目前，公司开发、运营和管理产业园区 13 个，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 12 个城市，储备开发建筑面积逾 1500 万平方米。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 40 家，拟上市企业达 50 余家，是中国成长型企业的最佳合作伙伴，目前，超过 6,000 家成长型企业已成为公司的客户。随着公司业务规模不断扩大，产品模式逐渐成熟，近年来公司屡获地产及园区类奖项：2014 年，相继获得“中国产业地产 30 强”和“中国最佳品牌建设案例”奖项；2013 年，公司相继获得“中国产业园区运营优秀企业”、“中国蓝筹地产产业模式创新企业”、“中国产业地产 30 强”等；2012 年，相继获得“中国地产企业年度仁商实践奖”、“中国可持续发展示范园区大奖”、“中国产业园区运营 TOP10”等；2011 年，相继获得“推动中国区域经济发展最具贡献投资商”、“中国房地产非上市公司综合价值 TOP10”、“21 世纪中国最佳商业模式”、“创新中国杰出贡献奖”、“中国房地产企业品牌价值标杆”等。

3. 人员素质

截至 2015 年 3 月底，公司高层管理人员共 3 人，包括董事长、总经理和财务管理中心总

监。

李可，男，39岁，毕业于中央党校，本科学历。2001年就职于中国对外贸易开发总公司；2003年至2011年5月任深圳市泰然铝合金工程有限公司总经理；2011年6月至2014年6月任武汉泰然生物谷公司总经理、董事长；2014年6月至今任深业泰然党委委员、公司董事长。

杜灿生，男，50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月任天安数码城（集团）有限公司董事，天安投资有限公司财务总监；2015年1月28日起任天安数码城（集团）有限公司董事、总经理。

截至2015年3月底，公司拥有在岗员工525人，其中硕士及以上46人，本科学历305人，大专学历129人，大专以下学历45人；从年龄结构看，30岁以下的169人，30~50岁327人，50岁以上29人。公司员工以管理人员、营销人员、工程人员和后勤保障人员为主，人员基本素质良好，学历结构基本满足了现阶段运营管理的需要。

总体来看，公司高管人员具有丰富的管理经验，整体素质较高，同时，公司高管人员兼任股东方重要职务，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。首任董事长由深业泰然在其提名的四名董事中委派，首任副董事长由

天安中国在其提名的四名董事中委派，经双方同意，董事长和副董事长可以连任。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，公司设总经理一名，总理由董事会聘任，任期四年，可以连任，首任总经理由天安中国推荐。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。

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。

财务管理制度

为规范集团内各级公司财务行为，加强财务管理，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。

重大投资制度

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。

对外担保制度

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。

子公司内部管理制度

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予支付。

总体看，公司法人治理结构有待完善，但由于公司的经营特点和双方股东的特殊性，公司在现有法人治理结构下能够正常规范运行；且内部管理制度健全，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。

由于国家逐步采取较为严厉的房地产调控措施，导致全国各地地产市场低迷，从而造成房地产销售额的下跌，2012~2014年，公司营业收入分别为29.47亿元、26.90亿元和23.44亿元，呈不断下降趋势。

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。2012~2014年公司主营业务收入分别为29.44亿元、26.80亿元和23.25亿元。从收入构成来看，公司主营业务收入主要来源为产业收入，但近三年产业收入占比逐年下降，2014年，公司产业地产实现收入16.21亿元，占主营业务收入的69.74%，同比下降28.27%；2012~2014年，公司住宅地产收入波动中实现大幅增长，2014年住宅地产实现收入5.74亿元，占主营业务收入的24.68%，同比增长79.66%；公司租金收入近三年基本保持稳定，2014年为1.25亿元，占主营业务收入的5.37%；2012~2014年，公司住宅板块和租金板块收入合计占同期主营业务收入的比率分别为15.12%、15.63%、30.06%，占

比逐年上升，公司产品形态已经从传统科技产业园区开发转变为以构筑产业经济服务聚集平台为主导，以地产开发为载体的城市综合运营模式；公司服务收入主要来源于公司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，2012~2014年公司主营业务毛利率波动上升；主要是公司产业地产土地拿地成本较低所致，故2012~2014年该板块保持较高的毛利率且呈现波动上升的趋势，2014年，公司产业地产板块毛利率为63.58%，较上年上升14.39个百分点；2014年全国房地产市场低

迷，住宅项目价格下跌，使得公司住宅地产毛利率较之2013年下降了30.70个百分点，对公司利润贡献比重降低；公司租金业务毛利率相对稳定，保持在80%左右。

2015年1~3月，公司实现主营业务收入2.98亿元，较上年同期增长94.74%，主要来自于青岛项目的收入确认；同期，公司主营业务毛利率下降至44.38%，同样受青岛项目处于培育期，前期项目销售价格较低所致。同期，公司住宅收入合计0.67亿元、租金收入合计0.30亿元，毛利率受结算时点影响，均有所下降，但整体仍保持较好的利润水平。

表3 公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2012年			2013年			2014年			2015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	24.99	84.89	56.70	22.60	84.35	49.19	16.21	69.74	63.58	2.01	67.36	45.75
住宅收入	3.55	12.04	72.10	3.20	11.92	79.69	5.74	24.68	48.99	0.67	22.49	27.25
租金收入	0.90	3.04	78.44	0.99	3.70	81.70	1.25	5.37	88.56	0.30	10.08	73.06
服务收入	0.01	0.02	100.00	0.01	0.03	100.00	0.05	0.21	79.44	0.00	0.07	100.00
合计	29.44	100.00	59.23	26.80	100.00	54.05	23.25	100.00	61.35	2.98	100.00	44.38

资料来源：公司提供

2. 产业园区开发

业务概况

自公司成立以来，公司专注于产业地产开发，以打造产业聚集平台为出发点，通过构建企业高成长性服务体系，推动产业集群发展和城市产业转型升级。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转向城市产业综合体打造，即在满足园区办公楼、厂房、商业物业及配套住宅、公寓等建设需求下，公司还在园区政策支持、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。公司园区开发业务不涉及土地一级开发，所获园区土地熟化过程可分为两种情况：①如“三通一平”等基建工程由政府承担，完成后再将熟地交予公司开发建设；②基建工程由公司聘请在地方政府备案的基建公司进行建设，成本由公司承

担并反映在“存货—开发成本—待分摊成本”科目。

目前，公司园区开发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，城市包括深圳本部、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。

公司产业项目大部分以“数码城”命名，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，项目具体开发建设及运营管理由设立的项目子公司承担。目前，公司项目建设用地以工业用地为主，拿地成本较低；开发建设内容以办公楼为主；待所建楼宇达到预售条件后，对其进行分割销售或租赁以获取利润。

招商引资方面，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方面支持，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、金融服务，部分园区引进市政及文化等机构。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新共同基金、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。

表 4 公司项目概况（单位：万平方米、亿元、家）

区域	项目名称	项目简介	总占地面积	总建筑面积	园区年产值	引进企业	推出时间
珠三角	深圳福田天安数码城	目前园区已形成通讯及电子设备、计算机软硬件、文化创业和生产性服务业四大主导产业及中小科技企业集聚发展的发展格局	30	120	450	1600	1990 年起
	深圳龙岗天安数码城	以“城市产业科技商务”为主体打造城市产业综合体，园区规划包括 6 栋产业大厦、一栋 200 米超甲级研发大厦、大型 shopping mall 等建筑群	12	53	120	550	1 期：2008 年起； 2-4 期：2011 年起
	广州天安番禺节能科技园	集中发展生物科技、新材料和新能源、循环经济以及设计、动漫为主的的文化创业等新兴产业，国家网络游戏动漫产业基地和国家干细胞生物实验室均落户于此	52	80	220	800	1-4 期：2004 年起； 5-8 期：2011 年起
	佛山天安数码城南海项目	“广东都市型产业基地”核心项目，定位城市型科技园，为佛山总部型企业和优质成长性企业聚集发展的平台	17	62	110	700	1 期：2007 年起； 2-5 期：2010 年起； 6 期：2014 年起
	东莞天安数码城	重点引进电子信息、新能源、节能环保、生物医药等战略新兴产业	36	103	80	450	1 期：2012 年起； 2-3 期：2013 年起
长三角	常州天安数码城	位于常州市发展战略“一体二翼”的金南翼武进高新技术产业开发区创造江南水乡式创业工作环境	25	70	80	800	1 期：2011 年起； 2-3 期：2015 年起
	江阴天安数码城	以“科技、人文、创业、生态”为主体进行建设和运营	17	36	50	500-600	1 期：2012 年起； 2 期：2016 年起
西南经济圈	重庆天安数码城	天安数码城“第四代园区”，致力打造成重庆电子信息产业、创新科技产业、战略新兴产业和现代服务业重要载体	36	90	200	1000	2012 年起
环渤海	天津天安数码城	地处天津南站高铁经济圈核心地段，以 150 万平方米花园式办公空间，营造科技企业聚集成长的创业环境	59	118	100	800-100	1 期：2013 年起； 2-3 期：2015 年起
	青岛天安数码城	本项目采用组团式规划、分区开发的模式，打造全新的体验式“企业公园”。重点引入旗舰型企业总部和优质高成长性企业，以总不经济促进城市升级，带动相关产业链发展	73	125	150-180	1000	产业 1 期：2013 年起 住宅 1 期：2014 年起

资料来源：公司提供

项目建设及销售

公司投资项目区域主要集中于珠江三角洲地区，随着产业地产布局全国，业务范围逐渐扩大至长三角、成渝经济圈和环渤海经济圈。由于全国房地产均处于低迷期，2012 年～2014 年公司各项业务指标均呈现波动下降态势：从开工面积和竣工面积来看，2013 年开工面积较 2012 年有所回升，由于新增的项目尚处于建设期，导致竣工面积及销售面积等其他业务指标有所下降，2014 年公司根据市场状况

调整了开发节奏，开工面积较 2013 年大幅减少，由于 2012 年、2013 年新开工项目陆续在 2014 年竣工，因此 2014 年的竣工面积较 2013 年有所上升；从销售面积与竣工面积比例来看，近三年公司累计销售面积相对较小，一方面是由于公司一般自留 20%左右的面积用来租赁和运营，以享有日后物业升值带来的收益，另一方面，公司与地方政府将合建小微企业孵化器，部分面积暂不对外销售。

2015 年 1～3 月，公司房地产开发业务无新

增开工，存量项目完成竣工面积 17.70 万平方米，销售面积 2.00 万平方米，实现销售合同额 1.90 亿元；同期公司房地产业务确认销售面积 3.20 万平方米，确认销售收入 2.68 亿元。

表5 公司房地产业务指标 （单位：亿元、万平方米、元/平方米、%）

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	增长率	15 年 1-3 月
土地储备情况	131	123	111.1	-7.91	111.1
开工面积	66.30	72.10	30.20	-32.51	
产业地产	42.10	63.40	22.50	-26.89	
住宅地产	24.20	8.70	7.70	-43.59	
竣工面积	84.40	57.40	61.20	-14.85	17.70
产业地产	74.80	36.60	50.40	-17.91	9.90
住宅地产	9.60	20.80	10.80	6.07	7.80
销售面积	30.30	22.90	24.20	-10.63	2.00
产业地产	26.80	18.30	16.90	-20.59	1.00
住宅地产	3.50	4.60	7.30	44.42	1.00
销售金额	28.10	22.00	24.90	-5.87	1.90
产业地产	23.60	18.40	17.10	-14.88	1.20
住宅地产	4.50	3.60	7.80	31.66	0.70
结算面积	28.60	27.10	21.20	-13.90	3.20
产业地产	25.30	23.30	15.90	-20.72	2.10
住宅地产	3.30	3.80	5.30	26.73	1.10
结算金额	28.54	25.79	21.95	-11.80	2.68
产业地产	24.99	22.60	16.21	-19.49	2.01
住宅地产	3.55	3.20	5.74	26.71	0.67
结算均价					
产业地产	9877	9700	10194	1.59	9571
住宅地产	10758	8395	10901	0.66	6091

资料来源：公司提供

土地储备方面，公司依据各产业园区发展规划需求进行合理储备，2012 年、2013 年公司新增土地面积分别为 21 万平方米、38 万平方米，2014 年公司无新增土地储备，主要原因是公司已逐步完成全国产业布局，目前土地储备能够满足未来 5 年的开发需求，故放慢收储节奏；2012~2014 年公司土地储备面积分别为 131 万平方米、123 万平方米和 111.1 万平方米

²，其中占比较大的地区分别为天津、重庆和东莞，分别占总储备面积的 37.08%、19.08%和 13.23%，未来将成为公司重点投资开发地区。

从拿地成本看，随着产业地产行业快速发展，土地市场需求不断增长，行业竞争压力明显上升，导致各地区产业地产用地成本不断攀升；同时，为实施公司城市运营综合体的发展战略，

² 青岛二期土地 15.4 万平方米，2014 年已签订出让合同并付完土地出让金 2.43 亿元，产权证尚未办理完成，没有反映在表中。

公司提高了商业用地和住宅用地配比，致使公司整体土地成本不断上升。但由于公司开发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，同时还通过产业政策补贴、政府奖励等形式给予公司资金支持。

2012~2014 年，公司获取的地方政府各项补贴资金合计分别为 4.00 亿元、0.50 亿元和

1.27 亿元，分别体现在资产负债表和现金流量表其他应付款和收到其他与经营活动有关的现金科目；2015 年 1~3 月，公司获得的该类补贴资金合计 0.35 亿元。

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、资金补贴等方面可以获得来自各产业园所在地方政府的大力支持，整体优势明显。

表6 截至2015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	签约时间	土地证获取时间	出让金总额	出让金缴纳情况	楼面地价	用地性质
番禺大道北 555 号	6.20	2002.6	2002.6	837	已缴清	68	工业用地
常州武进高新区	6.30	2007.9	2012.3	1592	已缴清	95	工业用地
常州武进高新区	1.90	2007.9	2012.3	1425	已缴清	234	住宅用地
天津西青区	27.60	2010.6	2011.3	12109	已缴清	183	工业用地
天津西青区	13.60	2010.6	2011.12	25867	已缴清	1268	城镇住宅用地
东莞南城	14.70	2010.7	2013.4	17990	已缴清	409	工业用地
江阴长山大道	6.40	2010.8	2010.11	2182	已缴清	105	工业用地
江阴长山大道	3.20	2010.8	2010.11	3145	已缴清	504	住宅用地
重庆大渡口	10.30	2011.1	2012.2	42753	已缴清	1654	商业、住宅
重庆大渡口	10.90	2011.1	2011.10	14475	已缴清	613	工业用地
青岛城阳区	3.90	2012.1	2013.3	4683	已缴清	645	商务金融用地
青岛城阳区	4.00	2012.1	2013.3	4804	已缴清	1044	城镇住宅用地
佛山南海区	2.10	2012.11	2013.6	11613	已缴清	1536	商务金融、住宅 餐饮用地
合计	111.10	--		143475	--		--

资料来源：公司提供

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、番禺项目土地获取时间较早，系分期开发，目前该项目已开发至第八期。

截至 2015 年 3 月底，公司已完工尚未完成结算的项目 23 个，项目类别以办公楼为主；完成销售 50~99% 的 10 个，实现累计销售额 37.41 亿元；完成销售 50% 以下的 13 个，实现累计销售额 17.42 亿元，该部分完工项目系 2014 年新开盘及部分未正式对外开盘的项目，故销售比例较低。

表7 截至 2015 年 3 月底公司已完工尚未完成结算项目（单位：%、亿元）

项目所在地	项目名称	类别	销售比例	累计销售额
-------	------	----	------	-------

番禺	总部中心六期（7-13 总部楼）	办公	77	2.85
	总部中心六期（产业 14-15 楼）		73	4.18
	番禺七期		32	2.19
	番禺八期		3	0.60
南海	南海六期天安创智大厦	办公	72	1.76
	天安中心一期	办公	7	0.38
龙岗	龙岗创业园（三期）	办公	94	13.58
	四期（创业园 4 号厂房）	办公	--	--
常州	首期产业大厦 A 栋	办公	80	1.83
	首期住宅 1-4 栋	住宅	92	2.01
	首期产业大厦 B、C 栋	办公	65	1.54

	首期住宅 5-8 栋	住宅	81	1.54
	三期产业楼	办公	22	0.41
重庆	云谷产业一期	办公	49	5.49
	江畔珑园一期	住宅	15	0.73
天津	天津产业一期	办公	32	2.12
江阴	一期产业大厦	办公	22	1.00
	住宅南区项目	住宅	18	0.64
东莞	东莞天安数码城 E 区	住宅	51	3.26
	东莞天安数码城 B 区	办公	89	4.86
	东莞天安数码城 C 区	办公	37	2.54
青岛	青岛产业一期西区	办公	9	0.70
	青岛住宅一期东区	住宅	11	0.62
合计		--	--	54.83

资料来源：公司提供

从销售地区分布看，位于珠三角地区的龙岗、东莞、番禺、南海和深圳本部项目销售额合计占 2014 年全部销售额的 79.93%；由于其他地区项目仍处于培育阶段，销售占比较低，其中重庆和天津项目销售额占比各为 3.61%和 6.70%。未来随着其他地区招商引资逐步推进，配套项目不断完善，销售额有望进一步提升。

表8 2014年公司合同销售额地区分布
(单位：万元、%)

公司	2014 年合同销售	
	销售金额	占比
深圳本部	29287	11.77
番禺	41747	16.78
龙岗	46706	18.77
南海	21293	8.56
常州	9109	3.66
重庆	8992	3.61

表9 截至 2015 年 3 月底公司在建项目 (单位：亿元)

项目所在地	项目名称	项目类别	预计工期	计划总投资	自筹资金	银行贷款	累计已投资额
佛山	佛山天安中心二期	办公	2014.10-2016.6	5.10	3.50	1.60	1.39
龙岗	龙岗四期 (活力广场)	商业	2014.7-2015.12	4.55	2.05	2.50	1.65
常州	常州二期住宅 (1-4#)	住宅	2014.1-2015.11	2.8	1.00	1.80	0.89
重庆	重庆云谷总部楼	办公	2014.1-2015.6	3.64	2.33	1.30	2.12

天津	16669	6.70
江阴	3830	1.54
东莞	59848	24.05
青岛	11354	4.56
合计	248835	100.00

资料来源：公司提供

收入确认方面，公司系产业地产开发企业，一般按照以下标准将销售额结转收入：①签订了具有法律约束力的销售合同并备案；②相关物业已竣工并通过政府相关部门验收合同，且已根据销售合同交付买房；③公司按销售合同约定收到部分购房款（产业不少于 50%、住宅不少于 30%），上述 3 个条件同时满足后即可确认收入，且收入确认时期一般集中在每年的第四季度。2012~2014 年，公司产业地产确认收入分别为 24.99 亿元、22.60 亿元和 16.21 亿元；住宅地产收入分别为 3.55 亿元、3.20 亿元和 5.74 亿元；2015 年 1~3 月，二者分别实现收入 2.01 亿元和 0.67 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司在建项目 7 个，从项目类别看，办公、商业和住宅分别为 4 个、1 个和 2 个；从区域分布看，佛山、深圳龙岗、常州、重庆均为 1 个，天津 3 个。上述项目占地面积合计 23.23 万平方米，规划建筑面积 55.21 万平方米，计划总投资额 28.36 亿元，自筹和贷款比例约为 1:1；截至 2015 年 3 月底，累计完成投资额 11.94 亿元，累计销售面积 2.19 万平方米。公司在建项目未来投资规模较大，有一定的资本支出压力。

天津	天津住宅一期	住宅	2012.3-2015.8	6.61	3.04	3.00	4.47
	天津总部楼一期（B区一期）	办公	2012.1-2015.12	3.60	1.44	1.40	0.82
	天津产业二期（D区一期）	办公	2012.1-2015.12	2.07	0.79	1.20	0.60
合计	--	--	--	28.36	14.15	12.80	11.94

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持续推进，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。

2012~2014年，公司自持物业已对外租赁面积分别为10.00万平方米、11.90万平方米、13.60万平方米，分别实现物业租金收入为0.90亿元、0.99亿元和1.25亿元；截至2015年3月底，公司自持物业建筑面积（不含车位）合计19.13万平方米，已对外租赁建筑面积14.14万平方米，出租率达到74%以上，2015年1~3月实现租金收入0.30亿元。

4. 经营效率

2013~2014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3.93次、0.14次和0.20次，2014年分别为3.83次、0.12次和0.18次，均低于前三年平均值。

总体看，公司整体经营效率一般。

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。

公司未来三年计划投资成立项目公司20个，从项目类别看，办公、商业和住宅分别为13个、1个和6个；从区域分布看，珠三角地区项目7个（东莞3个、龙岗2个、佛山1个、番禺1个）、长三角地区项目5个（常州3个、江阴2个）、环渤海经济圈项目3个（青岛2个、天津1个）、西南经济圈5个（重庆5个），开发区域重点仍集中于珠三角经济发达地区。

公司未来计划投资项目占地面积合计62.22万平方米，规划建筑面积186.81万平方米，计划投资总额79.88亿元。截至2015年3月底，公司已投资14.35亿元，未来三年仍需投资65.53亿元，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。

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

1. 财务质量财务概况

公司提供的2012~2014年度三年连审的财务报表已经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2015年一季度财务报表未经审计。

2012年，公司新设立的子公司青岛天安数码城有限公司纳入合并范围；2013年，公司新设立的子公司深圳天安数码城发展有限公司和

天安数码城股权投资基金管理（深圳）有限公司纳入合并范围；2014 年公司新设立的天安数码城酒店资产经营管理（深圳）有限公司纳入合并范围；2015 年一季度公司新设立的天安数码城香港（深圳）集团有限公司纳入合并范围。由于新纳入合并范围子公司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 2014 年底，公司合并资产总额为 140.34 亿元，所有者权益合计为 41.42 亿元（其中少数股东权益 1.34 亿元）；2014 年，公司实现营业收入 23.44 亿元，利润总额 8.61 亿元。

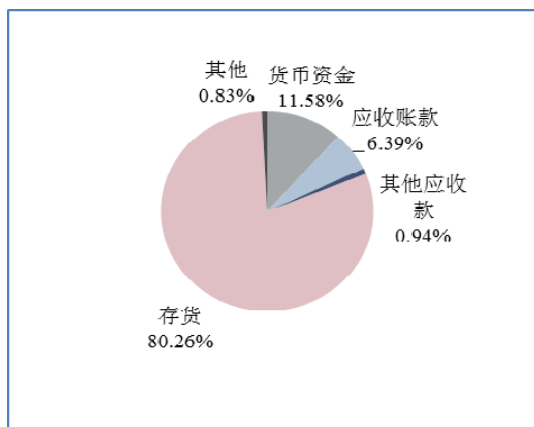
截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 138.37 亿元，所有者权益 41.62 亿元（含少数股东权益 1.33 亿元）；2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.01 亿元，利润总额 0.25 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长率为 18.39%，主要原因是公司开发项目大幅增加，从而导致存货增加。截至 2014 年底，公司资产总额为 140.34 亿元，以流动资产为主，占资产总额的 76.02%。

流动资产

图 3 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司流动资产年均增长 19.38%，实现了快速增长。截至 2014 年底，公司流动资产 106.69 亿元，主要由货币资金（占 11.58%）、应收账款（占 6.39%）、其他应收

款（占 0.94%）和存货（占 80.26%）构成。

2012~2014 年，公司货币资金保持相对稳定，截至 2014 年底，公司货币资金 12.36 亿元，主要为银行存款。截至 2015 年 3 月底，公司货币资金余额下降 27.94%，主要是由于一季度支付税费 1.4 亿元以及支付了外部往来款约 2 亿元。

表 10 2014 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
应威（深圳）投资咨询有限公司	22986.51	33.72
深圳市源顺兴投资发展有限公司	6497.00	9.53
天津市聚慧科技有限公司	2310.71	3.39
深圳市熙龙玩具有限公司	1401.53	2.06
深圳埃库思科技发展有限公司	1340.00	1.97
合计	34535.76	50.67

资料来源：公司审计报告

公司应收账款主要为应收售楼款及租金，2012~2014 年，公司应收账款账面净值波动中有所增长，年均增长 7.31%。截至 2014 年底，公司应收账款账面余额 6.81 亿元，较 2013 年底增长了 1.54 亿元，主要原因为深圳本部的应收帐款增长所致；从账龄看，1 年以内应收账款的占 92.38%，1~2 年的占 7.02%，2 年以上的占 0.60%；公司前五名债务人欠款占比合计 50.67%。整体看，公司应收账款账龄较短。

2012~2014 年，公司其他应收款波动中有所增长，年平均增长率 11.39%。截至 2014 年底，公司其他应收款账面净额为 1.00 亿元，较 2013 年底减少 6.54%；从账龄看，1 年以内的占 16.14%，1~2 年的占 68.36%，2~3 年的占 6.39%，3 年以上的占 9.11%；从其他应收款集中度方面看，前五名债务人欠款合计占比 49.67%。整体看，公司其他应收款账龄适中，集中度较低，回款风险不大。

2012~2014 年，随着近年公司项目开拓力度的不断加大，公司存货规模快速增长，年均复合增长率为 26.75%，截至 2014 年底，公司存货余额为 85.63 亿元，其中开发成本 49.51 亿元，开发产品 36.12 亿元。公司存货未计提跌

价准备，原因是由于近几年市场价格呈整体上涨趋势，也没有出现需要提跌价准备的事项。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产实现快速增长，年均增长 15.40%。截至 2014 年底，公司非流动资产为 33.65 亿元，主要由固定资产（占 3.30%）、长期股权投资（占 0.30%）、投资性房地产（占 86.54%）和递延所得税资产（占 7.09%）构成。

2012~2014 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长 35.76%。截至 2014 年底，公司固定资产净值 1.11 亿元，其中房屋建筑物、机器设备、运输设备、办公及电子设备和家具分别占 84.68%、1.23%、7.77%、3.94%和 2.38%。

2012~2014 年，公司长期股权投资波动中有所增长，年均增长率为 8.46%，公司长期股权投资规模较小，2014 年底为 1022.88 万元，主要为对深圳市清华天安信息技术有限公司、深圳力合孵化器发展有限公司和重庆天安起乾企业孵化器有限公司的投资，持股比例分别为 52.00%、30.00%和 30.00%。

公司对投资性房地产采用公允价值模式进行计量，每年度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。2012~2014 年，公司投资性房地产增长积极，年均增幅为 14.03%，截至 2014 年底，公司投资性房地产账面净值为 29.12 亿元，较上年增加了 3.62 亿元，其中公允价值变动收益 3.11 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 138.37 亿元，较 2014 年底下降 1.41%，其中流动资产占资产总额的 75.64%，非流动资产占 24.36%，资产构成与上年底基本一致。

截至 2015 年 3 月底，公司受限资产合计 20.85 亿元，占资产总额的 15.07%，其中受限房产、土地和在建工程分别为 3.56 亿元、6.72 亿元和 10.27 亿元，均用于借款抵押；剩余部分为银承保证金，金额为 0.30 亿元。

总体来看，受益于近年公司项目开发力度的加大，公司资产规模不断增长。公司资产以流动资产为主，货币资金较为充足，应收账款和其他应收款占比不高，但存货规模大；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

2012~2014 年，公司所有者权益快速增长，年复合增长率为 18.43%，主要系未分配利润的增长。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 41.42 亿元，其中实收资本占 9.83%，资本公积占 31.61%，盈余公积占 5.58%，未分配利润占 52.99%，少数股东权益占 3.22%。截至 2014 年底，公司资本公积 12.67 亿元，其中投资性房地产公允价值变动 12.54 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 41.62 亿元，较 2014 年底增长 0.30%。公司归属于母公司权益 40.21 亿元，构成仍以实收资本（占所有者权益 9.79%）、资本公积（占所有者权益 31.50%）、未分配利润（占所有者权益 53.14%）为主。

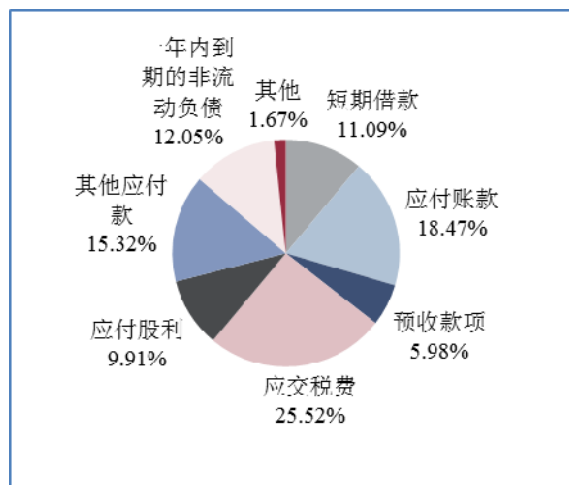
总体看，公司所有者权益稳定性较弱。

负债

2012~2014 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 18.37%。截至 2014 年底，公司负债总额 98.92 亿元，其中流动负债占 53.79%，非流动负债占 46.21%。

2012~2014 年，公司流动负债年均增长 16.11%，截至 2014 年底，公司流动负债 53.21 亿元，主要由短期借款、应付账款、应交税费、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，占比分别为 11.09%、18.47%、25.52%、15.32%和 12.05%。

图 4 2014 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司短期借款波动增长，年均增长 57.22%，截至 2014 年底，公司短期借款为 5.90 亿元，全部为信用借款。

公司应付账款主要为应付工程款，2012~2014 年，公司应付账款波动增长，年均增长 22.05%，截至 2014 年底，公司应付账款 9.83 亿元。从账龄方面看，1 年以内的应付账款占 55.93%，1~2 年的占 36.49%，2~3 年的占 3.45%，3 年以上的占 4.13%，应付账款账龄较短。

2012~2014 年，公司应交税费快速增长，年复合增长率为 16.47%，截至 2014 年底，应交税费为 13.58 亿元，其中应交土地增值税占比为 86.82%，主要系未达到土地增值税清算调节，公司提前预提应交土地增值税款；应交企业所得税占比为 8.10%，主要由于企业所得税汇算清缴时间一般为次年 3 月，导致公司年底计提所得税款的余额规模较大。

2012~2014 年，公司其他应付款波动中有所下降，年均下降 6.07%，截至 2014 年底，公司其他应付款 8.15 亿元，主要系园区地方政府及下属平台公司以往来款形式给予公司的产业补贴和政府奖励等款项。单项金额较大的其他应付款债权单位主要为重庆市大渡口区财政局（3.60 亿元）、重庆市建桥工业园建设开发有限公司（1.71 亿元）。从账龄方面看，2~3 年

的占 57.45%，占比最大。

2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，截至 2014 年底为 6.41 亿元，全部为一年内到期的长期保证和抵押借款。

2012~2014 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 21.17%，截至 2014 年底为 45.72 亿元，主要由长期借款构成，占比 87.00%，2012~2014 年，公司长期借款规模快速增长，年均复合增长 22.21%。截至 2014 年底，公司长期借款 39.77 亿元，全部为保证和抵押借款，其中贷款抵押物主要为公司受让所得的土地权证。

2012~2014 年，公司短期债务、长期债务和全部债务均实现了快速增长，全部债务年均复合增长 27.68%。截至 2014 年底，公司全部债务 52.44 亿元，其中短期债务占比从 2013 年的 27.92%降至 24.16%，长期债务占比从 2013 年的 72.08%增至 75.84%。从债务指标方面看，2012~2014 年，公司资产负债率波动基本保持稳定，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率波动上升，上述三项指标三年平均值分别为 70.14%、53.71%和 46.88%，2014 年底分别为 70.49%、55.87%和 48.99%。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 96.75 亿元，较 2014 年底降低 2.19%，主要来自长期借款和短期借款的减少。截至 2015 年 3 月底，公司债务总额 53.54 亿元，较 2014 年底增长 2.09%；公司债务结构仍以长期债务为主，长期债务占比 66.08%。截至 2015 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 69.92%、56.26%和 45.95%，公司债务负担较 2014 年底有所减轻。

总体看，近年来随着公司开发项目的增加，债务规模不断增长，整体债务指标均有所上升，但债务结构较为合理，债务负担仍处于行业适宜水平。

4. 盈利能力

公司营业收入主要由房产销售收入、物业

租赁收入和服务收入等组成。2012~2014 年，公司营业收入和营业成本均不断下降，年均下降分别为 10.81%和 12.93%，相应地，公司近三年营业利润率波动上升，三年平均值为 36.99%；2014 年，公司实现营业收入 23.44 亿元，同比下降 12.86%，营业成本 9.10 亿元，同比下降 26.52%，营业利润率 36.00%，较 2013 年下降了 3.95 个百分点。

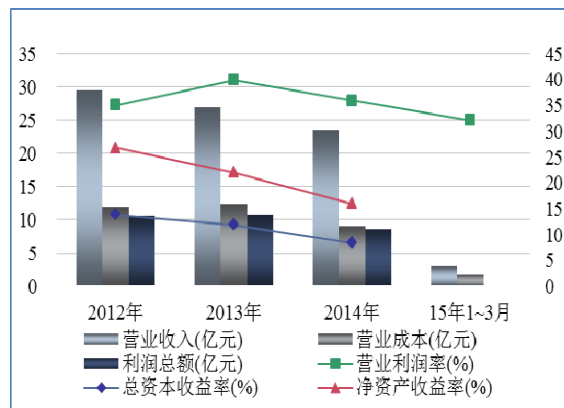
2012~2014 年，公司期间费用占营业收入的比例不断上升，分别为 7.84%、10.94%和 14.01%，三年复合增长率为 11.86%，主要受人工成本及财务费用的增长影响较大；2014 年公司期间费用合计 3.28 亿元，同比增长 11.58%。

2012~2014 年，公司投资性房地产的公允价值变动收益分别为 1.43 亿元、1.86 亿元和 2.77 亿元，对公司营业利润贡献权重有所上升。

2012~2014 年，公司营业外收入规模不断降低：2012 年，公司获得营业外收入 1.10 亿元，主要系天津市西青区张家窝人民政府给予公司的天津天安新型工业化发展资金 1.00 亿元；2013 年，公司获得营业外收入 0.93 亿元，主要是天津市西青区张家窝人民政府给予公司的天津天安新型工业化发展资金 0.80 亿元；2014 年，公司获得营业外收入 0.85 亿元，主要为政府补助 0.84 亿元。公司近年来营业外支出规模较小。整体看，政府补助对公司的利润总额起到一定补充作用。

2012~2014 年，公司利润总额波动中有所下降，年均下降 8.83%。从盈利指标看，2012~2014 年，公司总资本收益率和净资产收益率逐年下降，近三年均值分别为 10.54%和 20.00%；2014 年公司净资本收益率和净资产收益率分别为 8.40%和 16.02%，略低于三年平均水平，但仍处于较高水平。

图 5 公司盈利水平情况



资料来源：公司提供

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.01 亿元，利润总额 0.25 亿元，公司营业利润率为 35.44%。

总体看，随着公司资产和所有者权益规模的增长，公司盈利指标有所波动，但整体盈利能力仍处于较好水平；公司非经常性损益整体规模有所上升，对公司利润总额形成一定补充。

5. 现金流

从经营活动来看，2012~2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动中有所下降，三年分别为 21.39 亿元、27.24 亿元和 18.86 亿元，年均降低 6.09%；公司收到其他与经营活动有关的现金实现了积极增长，近三年年均增长率为 50.62%；公司近三年未公司建设投入较大的期间，故购买商品、接受劳务支付的现金波动中有所增加，2012~2014 年分别为 20.12 亿元、22.09 亿元和 23.01 亿元，年均小幅增长 6.93%；公司近三年支付的其他与经营活动有关的现金积极增长，分别为 2.24 亿元、8.68 亿元和 10.08 亿元，主要由往来款项构成；2012~2014 年，公司经营活动现金流量净额分别为 -3.83 亿元、-0.45 亿元和 -11.32 亿元，2014 年经营活动现金流量净额 -11.32 亿元，较 2013 年减少 10.87 亿元，主要是 2014 年销售商品、提供劳务收到的现金较 2013 年减少 8.38 亿元，同比减少 230.76%。

从收入实现质量看，2012~2014 年，公司

现金收入比波动上升，三年分别为 72.57%、101.26%和 80.45%，2012 年和 2014 年该比值较低，主要系公司收入结转方式具有一定特殊性，销售资金回流一般滞后于收入确认时点。总体看，公司收入实现质量一般。

从投资活动来看，2012~2014 年，公司投资活动现金流入分别为 0.23 亿元、74.92 亿元和 0.15 亿元，投资活动产生现金流量净额分别为 0.15 亿元、-0.98 亿元和 0.03 亿元。

2012~2014 年，公司筹资活动前产生的现金流量净额分别为-3.69 亿元、-1.43 亿元和 -11.29 亿元，公司对外投资项目规模较小，经营活动中在建和拟建的地产项目对资金需求较大。从筹资活动来看，公司主要通过银行借款获得现金，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。2012~2014 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 1.76 亿元、1.59 亿元和 10.78 亿元。

2015 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-2.71 亿元、0.01 亿元和-0.78 亿元，经营活动净流出规模较大主要是 2014 年新售项目的开盘时间集中在 4 季度，经营性支出依然维持较高水平所致。2015 年 1~3 月，公司现金收入比为 159.34%。

总体看，公司收入实现质量波动中有所提高，但项目投资规模较大导致近年经营活动获现能力偏弱。未来随着核心业务及旧城改造项目陆续推进，公司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，2012~2014 年，公司流动比率基本保持稳定，速动比率持续下降，近三年平均水平分别为 192.76%和 42.96%，2014 年流动比率和速动比率分别为 200.51%和 39.57%，符合房地产企业行业特点；近三年公司现金类资产分别为 12.86 亿元、13.07 亿元和 12.47 亿元，分别为同期短期债务的 2.32 倍、1.22 倍和 0.98 倍；近年公司经营活动现金流量

净额一直为负，对公司流动负债无保障能力。截至 2015 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 188.81%和 32.36%，现金类资产为同期短期债务的 0.50 倍。总体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债指标来看，2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 11.65 亿元、11.68 亿元和 10.02 亿元，近三年公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 2.76 倍、3.27 倍和 5.24 倍；EBITDA 利息倍数分别为 4.53 倍、4.66 倍和 3.09 倍。

考虑到公司在建项目逐步实现销售，收入及现金流入规模有望进一步增加，公司整体偿债能力较强。

截至 2015 年 3 月底，公司合并口径获得银行授信 37.80 亿元，尚未使用 13.79 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2015 年 3 月底，公司合并口径无对外担保。

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：G1044030401480980R），截至 2015 年 9 月 30 日，公司无未结清不良信贷。

已结清的贷款中有 2 笔关注类贷款，是由于 2009 年公司向工行所取得项目开发贷款期限与建设期不匹配，贷款到期后工行延期 1 年，并列入“一般关注类”。

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较强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

截至 2015 年 3 月底，公司全部债务和长期

债务分别为 53.54 亿元和 35.38 亿元，本期中期票据拟发行额度 5 亿元占全部债务的 9.34%，占长期债务的 14.13%，对现有债务具有一定影响。截至 2015 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 69.92%、56.26%和 45.95%，同时考虑到 2015 年 8 月 6 日发行的 9 亿元“15 天安数码 MTN001”，预计本期中期票据发行后，三项指标分别上升至 72.69%、61.87%和 54.27%；本期中期票据发行后，公司债务负担将有所加重。考虑到“15 天安数码 MTN001”全部用于偿还银行贷款，公司债务负担将可能低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

公司 2015 年合计发行中期票据 14 亿元，2015 年 8 月 6 日已发行 9 亿元“15 天安数码 MTN001”。2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 25.71 亿元、36.92 亿元和 28.66 亿元；分别为本期中期票据发行额度的 5.14 倍、7.38 倍和 5.73 倍；分别为 2015 年合计发行中期票据的 1.84 倍、2.64 倍和 2.05 倍。2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 11.65 亿元、11.68 亿元和 10.02 亿元；分别为本期中期票据发行额度的 2.33 倍、2.34 倍和 2.00 倍；分别为 2015 年合计注册发行中期票据的 0.83 倍、0.83 倍和 0.72 倍。

总体看，公司经营活动产生的现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度较强。

十、结论

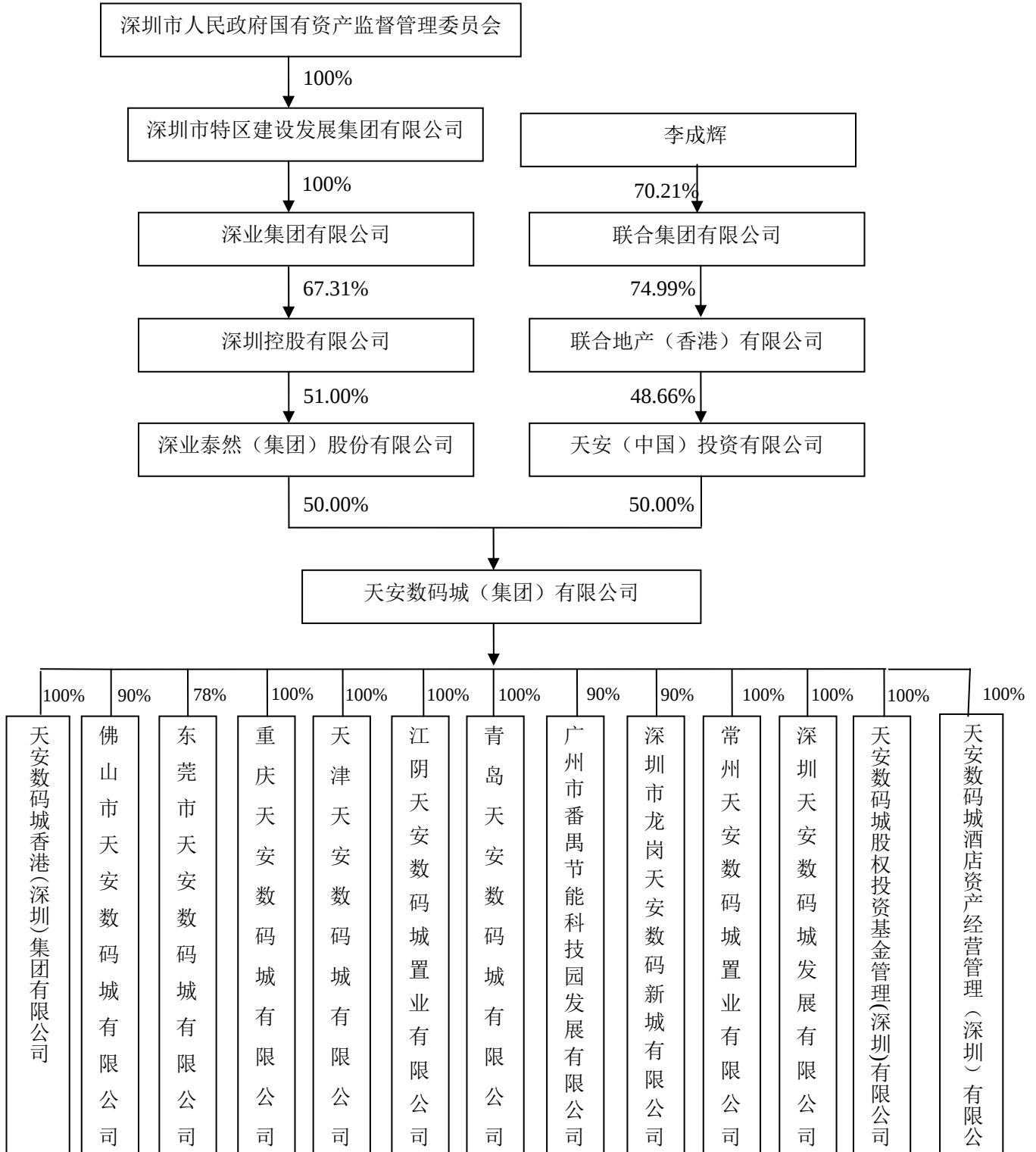
公司是城市产业综合体建造商和运营商，一直致力于打造具有平台属性，能够聚集和整合城市产业、企业、服务等商业资源的城市产业生态系统。公司自 2009 年启动战略转型和品牌扩张，从地域公司逐渐跨入全国大型公司的行列，奠定了在行业的领先地位。

随着近年公司业务规模不断扩张，公司资产规模呈稳步上升趋势，货币资金较为充足，

但存货占比高，对资产流动性产生一定影响，整体上公司资产质量较好；公司债务规模逐年攀升，债务结构以长期债务为主，与公司资本投资周期较长相匹配；公司成本优势突出，整体盈利能力保持较好水平；公司收入实现质量逐渐好转，但项目投资保持较大规模导致经营活动获现能力较弱；公司在建项目后续仍需大量资金投入，且随着旧城改造项目启动，公司将面临较大对外融资压力；随着在建项目逐步实现销售，公司收入及现金流入规模有望增加，公司整体偿债能力较强。公司经营活动产生的现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度较强。

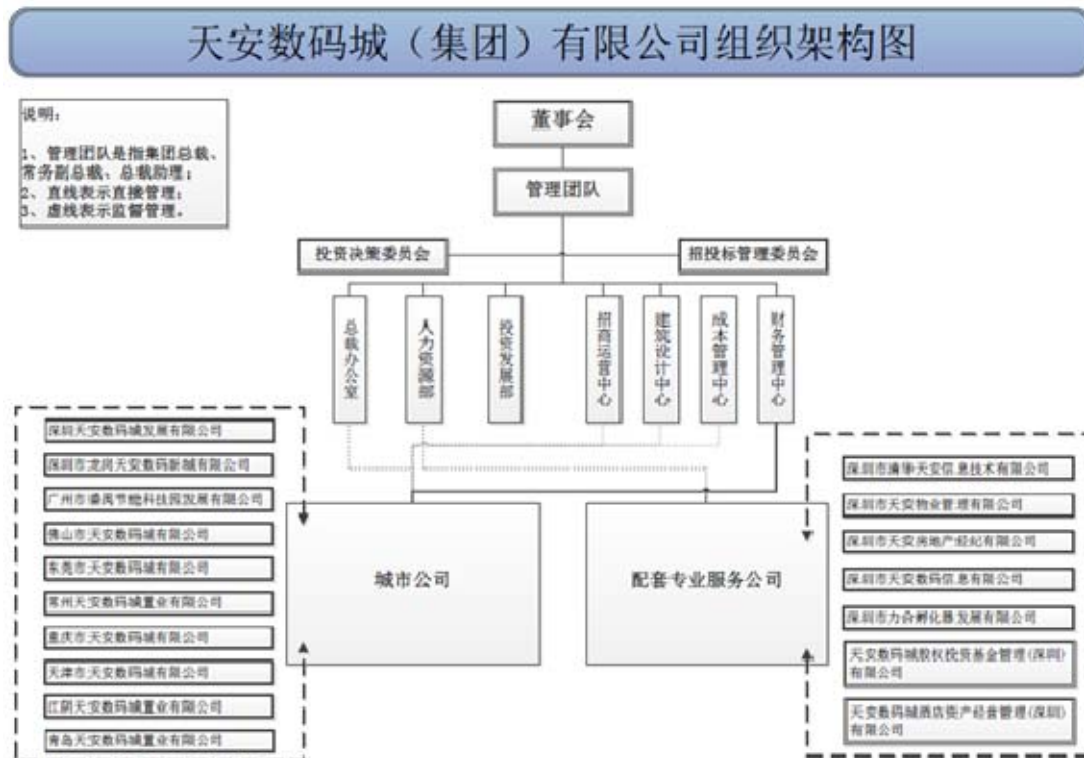
基于对公司主体长期信用等级以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险较低。

附件 1-1 公司股权结构图



注：除上述权益外，联合地产（香港）有限公司亦通过其附属公司新鸿基有限公司之全资附属公司以抵押品持有人身份持有约9.95%天安中国投资有限公司之股权。

附件 1-2 公司组织结构图



注：深圳市天安物业管理有限公司、深圳市天安房地产经纪有限公司和深圳市天安数码信息有限公司为关联公司，主要业务以为入园企业提供相关配套服务为主；

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	12.86	13.07	12.47	8.99
资产总额(亿元)	100.13	118.95	140.34	138.37
所有者权益(亿元)	29.53	36.50	41.42	41.62
短期债务(亿元)	5.54	10.67	12.67	18.16
长期债务(亿元)	26.63	27.56	39.77	35.38
全部债务(亿元)	32.17	38.23	52.44	53.54
营业收入(亿元)	29.47	26.90	23.44	3.01
利润总额(亿元)	10.63	10.68	8.61	0.25
EBITDA(亿元)	11.65	11.68	10.02	--
经营性净现金流(亿元)	-3.83	-0.45	-11.32	-2.71
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.92	4.73	3.83	--
存货周转次数(次)	0.25	0.20	0.12	--
总资产周转次数(次)	0.32	0.25	0.18	--
现金收入比(%)	72.57	101.26	80.45	159.34
营业利润率(%)	35.04	39.95	36.00	35.44
总资本收益率(%)	13.85	11.89	8.40	--
净资产收益率(%)	26.83	22.08	16.02	--
长期债务资本化比率(%)	47.42	43.02	48.99	45.95
全部债务资本化比率(%)	52.14	51.16	55.87	56.26
资产负债率(%)	70.51	69.32	70.49	69.92
流动比率(%)	189.68	181.89	200.51	188.81
速动比率(%)	54.62	40.82	39.57	32.36
经营现金流动负债比(%)	-9.71	-0.90	-21.27	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.53	4.66	3.09	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.76	3.27	5.24	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	5.14	7.38	5.73	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.77	-0.09	-2.26	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.33	2.34	2.00	--

注：公司 2015 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 天安数码城（集团）有限公司 2016 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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提供相关资料。天安数码城（集团）有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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及相关信息，如发现天安数码城（集团）有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送天安数码城（集团）有限公司、主管部门、交易机构等。

