跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1730 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持天安数码城（集团）有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15天安数码MTN001”和“16天安数码MTN001”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十六日

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

天安数码城（集团）有限公司中期票据跟踪评级报告

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

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 天安数码 MTN001	9 亿元	2015/08/05-2018/08/05	AA	AA
16 天安数码 MTN001	5 亿元	2016/01/21-2019/01/21	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 7 月 26 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	13.07	12.47	11.98	13.64
资产总额(亿元)	118.99	140.34	147.35	149.51
所有者权益(亿元)	36.54	41.42	46.50	46.64
长期债务(亿元)	27.56	39.77	34.59	38.56
全部债务(亿元)	38.23	52.44	55.09	58.69
营业收入(亿元)	26.90	23.44	22.11	3.04
利润总额(亿元)	10.43	8.61	5.59	0.18
EBITDA(亿元)	11.42	10.02	8.43	--
经营性净现金流(亿元)	-0.45	-11.32	1.37	-0.90
营业利润率(%)	39.95	36.00	35.11	33.34
净资产收益率(%)	21.55	16.02	10.06	--
资产负债率(%)	69.29	70.49	68.44	68.80
全部债务资本化比率(%)	51.16	55.87	54.23	55.71
流动比率(%)	181.89	200.51	181.98	189.88
全部债务/EBITDA(倍)	3.35	5.24	6.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.56	3.09	2.45	--
经营现金流动负债比(%)	-0.90	-21.27	2.30	--

注：2016 年一季度财务数据未经审计。

分析师
杨明奇　张　莉
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”）作为全国性房地产开发和科技园区综合运营商，在区域分布、品牌知名度以及土地储备等方面具备一定综合优势。跟踪期内，公司资产和权益规模稳步增长，债务负担有所降低，经营活动现金流改善明显。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到受宏观经济低迷以及房地产市场波动影响，公司营业收入有所下降的同时，获利空间明显收缩对公司经营和财务状况带来的不利影响。

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；未来随着产品升级、在建项目逐渐实现销售，公司收入和利润规模有望得以回升。

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15 天安数码 MTN001”和“16 天安数码 MTN001”AA 的信用等级。

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. 公司所开发项目所在区域及城市综合竞争实力强，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。
4. 跟踪期内，公司经营活动现金流入量对存续中期票据保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内，产业地产参与者增多，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。
3. 公司投资开发力度不断加大，债务规模持续上升，未来随着各地项目陆续推进，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、评级人员与天安数码城（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。

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资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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关于天安数码城（集团）有限公司主体长期信用及存续期内的“15 天安数码 MTN001”和“16 天安数码 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

天安数码城（集团）有限公司（原名“深圳天安工业开发有限公司”、“深圳天安数码城有限公司”，以下简称“公司”）系深圳市人民政府于 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 2016 年 3 月底，公司注册资本为美元 6200 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 2016 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司共 20 家，包括全资子公司 12 家和控股子公司 8 家；公司下设 8 个管理中心，分别为行政管理中心、人力资源中心、财务管理中心、风险管理中心、运营管理中心、设计管理中心、成本管理中心、招商运营中心。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 147.35 亿元，所有者权益合计为 46.50 亿元（其中少数股东权益 1.51 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 22.11 亿元，利润总额 5.59 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 149.51 亿元，所有者权益 46.64 亿元（含少数股东权益 1.50 亿元）；2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 3.04 亿元，利润总额 0.18 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。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，我国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，

但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；我国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

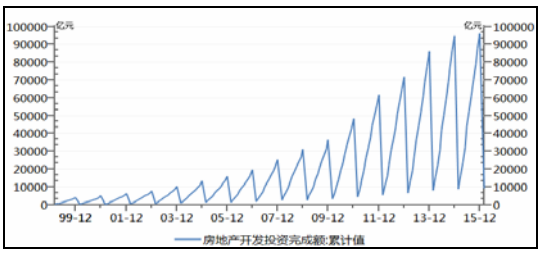
2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 房地产行业分析

2015 年以来，在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，房地产开工面积增速和房地产投资增速依然地位徘徊，全国房地产市场区域分化严重，国房景气指数低位震荡。随着大量利好政策逐步出台，市场出现缓慢回暖迹象；但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，市场难以呈现爆发式增长。

图 1　房地产开发投资完成额



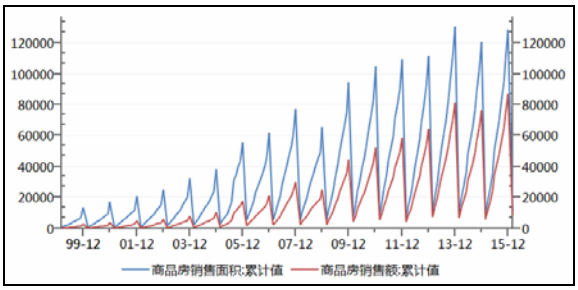
资料来源：Wind 资讯

房地产开发方面，2015 年，全国房地产开发投资额增速较上年继续回落，全年房地产开发投资 9.60 万亿元，较上年增长 1.0%。其中，住宅投资 6.46 万亿元，占房地产开发投资总额的 67.3%。2015 年，全国房屋新开工面积 15.4 亿平方米，同比下降 14.0%，其中，住宅新开工面积 10.7 亿平方米，同比下降 14.6%。

房地产销售方面，在政策不断利好的刺激下，全国整体的房地产销售情况温和回暖。2015 年，全国商品房销售面积和销售额同比均有所增长。全国商品房销售面积为 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%，销售额为 8.73 万亿元，同比增长 14.4%。房地产供求对比方面，2015 年，中国房地产市场区域分化仍较为严重，整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。其中，一线城市仍房价畸高，部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩、库存较高，房价下行压力较大。

图 2　商品房销售面积与销售额

(单位：万元)



资料来源：Wind 资讯

宏观调控政策方面，2015 年国家进一步导向稳增长、调结构，积极聚焦于促消费，鼓励自住和改善性需求。2015 年 2 月 5 日，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施。2015 年 3 月 1 日起，央行年内首次降息 0.25 个百分点。2015 年 3 月 30 日，央行、住建部、银监会联合下发《中国人民银行住房城乡建设部中国银行业监督管理委员会关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，发布了二套首付降为 40%，首套房公积金贷款首付降为 20%，二套房公积金贷款首付降为 30%，财政部、国税总局将个人出售住房免征营业税由 5 年调整为 2 年以上。2015 年 4 月 20 日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015 年 5 月 11 日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，这一调整使商业房贷利率调整到了 5.65%，住房公积金贷款利率调整到 3.75%。2015 年以来，多次降息降准，提振了市场信心。2015 年 10 月 29 日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对居住功能需求和住房的升级需求。

2016 年以来，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2 月 2 日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点。2 月 19 日，财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1%的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1%的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 2%的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征营业税。从相关数据来看，2016 年 1~2 月，全年房地产开发投资 9051.79 亿元，同比增长 3.00%，其中住宅投资 6027.52 亿元；房屋施工面积 60.35 亿平方米，同比增长 5.90%，其中住宅施工面积 41.46 亿平方米；房

屋新开工面积 1.56 亿平方米，同比增长 9.70%；竣工面积 1.39 亿平方米，同比增长 28.90%。销售方面，2016 年 1~2 月，全国商品房销售额 8576.81 亿元，同比增长 43.60%。相关政策的出台刺激了购房需求，一定程度减缓三、四线城市库存高企的压力，2016 年以来中国房地产市场有所回暖。

总体看，2015 年以来房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。未来，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，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。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，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

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。

3. 区域经济环境

公司所进行的产业地产开发业务板块核心区域为深圳市。深圳市经济情况对公司实际运营情况产生较大影响。

跟踪期内，根据《深圳市 2015 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，经初步核算，2015 年深圳市生产总值 17502.99 亿元，比 2014 年增长 8.9%。其中，第一产业增加值 5.66 亿元，同比下降 19.4%；第二产业增加值 7205.53 亿元，增长 7.3%；第三产业增加值 10291.80 亿元，增长 10.2%。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 42.2%和 58.8%。人均生产总值 157985 元/人，增长 5.2%，按 2015 年平均汇率折算为 25365 美元。

财政收入方面，2015 年深圳市完成公共财政预算收入 2727.06 亿元，比上年增长 30.9%。其中税收收入 2272.09 亿元，增长 29.5%。公共财政预算支出 3519.95 亿元，增长 62.5%。

固定资产投资方面，2015 年深圳市全年完成固定资产投资额 3298.31 亿元，比上年增长 21.4%。其中，房地产开发项目投资 1331.03 亿元，增长 24.5%；非房地产开发项目投资 1967.27 亿元，增长 19.4%。

总体看，深圳市经济实力稳步提升，财政实力强，对公司经营发展提供了有利的外部环境。

4. 深圳市房地产市场情况

深圳作为中国重要的金融和创新中心，经济总量持续增长，人口大量净流入，高净值人群不断增长，为深圳市房地产市场带来了旺盛的刚性需求和改善性需求。2015年，中国房地产市场进一步分化，深圳市作为具有代表性的一线城市，房地产市场景气度极高。

自2014年底中国政府出台的一系列促进房地产市场发展利好政策以来，原本活跃的深圳房地产市场，房屋成交量价齐升。2015年，深圳全市共成交66450套新房住宅，同比增长58.7%；成交面积达665.89万平方米，同比增长65.2%；成交均价为33426元/平方米，同比增长39.4%；成交金额超过2225亿元，是2014年的1.3倍，为2008年金融危机以来的最高水平。

从供求关系看，2015年，深圳市总体供应量十分可观，全年预售面积674.78万平方米，同比增长14.8%；预售63770套，同比增长5.2%。2015年，深圳新房供求比为1：0.99，供求关系基本持平。截至2015年底，深圳市库存量仅为410.46万平方米（37566套），此库存量7~8月即可销售完毕，深圳房地产市场无去库存压力，存在一定的供应紧张。

从土地市场看，2015年深圳市高涨的楼市吸引了全国范围内房企抢占市场，土地成交价格快速上升。2015年，深圳住宅用地面积13.30万平方米，是上年的1.9倍；建筑面积50.21万平方米，是上年的1.7倍。深圳市近年来新增土地有限，房地产项目建设更多依赖城市更新，旧改力度不断加大，随着大量旧改项目入市，土地供应紧缺现象得以缓释，但由于旧改成本高企，城市更新项目的推进对深圳房价调节能力有限。

2016年3月25日，深圳市政府出台了更为严苛的限购政策，对楼市进行收紧调控，主要内容为“收紧限购限贷”。具体调控政策为：非深圳户口在深圳购房，社保缴满年限由1年提高至3年，首套房还清房贷，购买二套房时，首付比例由3成提高到4成。本市户籍居民家庭限购2套住房；能提供自购房之日起计算的前3年及以上在本市连续缴纳个人所得税或社会保险整面的非本市户籍居民家庭，限购一套住房。

总体看，深圳市房地产市场极高的景气度为公司房地产销售和城市更新项目开展提供了

良好的市场环境。未来，随着限购政策的落实，深圳市房地产市场有望企稳，联合资信将持续关注深圳市房地产市场动态变化情况。

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%。截至 2016 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．股东背景

深业泰然隶属于深圳控股有限公司（以下简称“深圳控股”），是具有国家一级资质的房地产开发和科技园区综合运营商；深圳控股是深业集团有限公司（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。

3．企业规模

自成立以来，公司一直致力于城市产业地产开发，产业形态从工业园、工贸园、科技产业园发展成为城市产业综合体，并创新推出城市型产业园、生态型产业园和主题产业园三类园区产品。目前，公司开发、运营和管理产业园区 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。目前，超过 6000 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，近年来公司多次获地产及园区类奖项：2015 年，公司获得"中国最具投资价值产业园区奖”、“2015 年度中国房地产区域贡献大奖”、“2015 年度中国房地产最佳城市运营商”；2014 年，公司获得“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，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，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。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理水平、管理制度等方面无重大变化。

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。

受项目建设进度，宏观经济环境以及房地产调控政策等多重因素影响，公司 2013~2015 年主营业务收入呈下滑趋势，三年分别为 26.80 亿元、23.25 亿元和 21.90 亿元。

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。2013~2015 年公司主营业务收入分别为 26.80 亿元、23.25 亿元和 21.90 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，2015 年，公司产业地产实现收入 12.91 亿元，占主营业务收入的 58.91%，同比下降 19.95%，主要是由于产业地产项目 2014 年及前两年竣工的较多，在 2015 年在售产业地产基本上是尾盘销售，可售库存占比较小，导致相应的产业地产收入比例下降；2013~2015 年，公司住宅地产收入逐年增长，2015 年住宅地产实现收入 7.79 亿元，占主营业务收入的 35.57%，同比增长 29.74%，主要是由于 2015 年在产业地产库存比例下降的情况下，公司主推住宅销售，因此，住宅收入比例增长较快；公司租金收入近三年基本保持稳定，2015 年为 1.15 亿元，占主营业务收入的 5.23%；2013~2015 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 15.63%、30.06%、40.81%，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，公司收入来源主要来自产业地产销售，其拿地成本相对较低，因此公司毛利率保持较高水平，但受所销售园区项目所在区域不同，利润空间变化明显；2013~2015 年，公司主营业务毛利率波动下降，分别为 54.05%、61.35%和 50.06%。公司住宅项目系所开发产业综合体配套部分，在土地及建安成本上有一定优势，毛利率较高，2013 和 2014 分别为 79.69%和 48.99%；2015 年深圳、佛山等高毛利润珠三角项目的收入结转比例下降，珠三角以外低利润项目的收入结转比例上升，同时为了尽快去库存，公司也在销售价格上进行了一定的促销，因此住宅毛利率同比下降明显，为 28.63%。此外，公司自持物业租金利润水平受所租赁园区成熟度及所在区域影响波动明显，但均保持在较高水平。

2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 2.99 亿元，同比增长 0.36%。其中，产业收入 2.35 亿元，主要来自重庆项目的收入确认；产业收入毛利率 35.71%，较 2015 年水平有所下滑，主要是由于受重庆项目销售毛利低影响。同期，公司住宅收入 0.28 亿元、租金收入 0.36 亿元，分别为 2015 年全年水平的 3.62%和 31.55%；毛利率受结算时点影响，有所下降，但整体仍保持较好的利润水平。

表 1　公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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	22.60	84.35	49.19	16.21	69.74	63.58	12.9	58.90	60.23	2.35	78.60	35.71
住宅收入	3.20	11.92	79.69	5.74	24.68	48.99	7.79	35.57	28.63	0.28	9.36	30.25
租金收入	0.99	3.70	81.70	1.25	5.37	88.56	1.15	5.25	80.00	0.36	12.04	62.79
服务收入	0.01	0.03	100.00	0.05	0.21	79.44	0.06	0.27	66.67	--	--	--
合计	**26.80**	**100.00**	**54.05**	**23.25**	**100.00**	**61.35**	**21.90**	**100.00**	**50.06**	**2.99**	**100.00**	**38.48**

资料来源：公司提供

2．产业园区开发

业务概况

经过多年发展，公司从最初开发建设工业园、工贸园和科技园逐步转向成为城市产业综合运营商，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。

公司目前所开发园区项目主要分布于珠江三角洲、长三角、西南经济圈和环渤海经济区，城市包括深圳、广州、佛山、常州、重庆、天津、江阴、东莞及青岛，项目所选区域及城市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 2　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 ~1000	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，以总不行经济促进城市升级，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，2013 年～2015 年公司各项业务指标均呈现波动下降态势：从开工面积来看，2014 年开工面积较 2013 年下降 58.1%，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，公司房地产开发业务中产业地产开工面积 11.50 万平方米，住宅地产无新增开工，竣工面积合计 28.20 万平方米，销售面积合计 22 万平方米，实现销售合同额合计 19.5 亿元；同期公司房地产业务确认销售面积合计 22.97 万平方米，确认销售收入 20.70 亿元。产业地产结算均价 10649 元/平方米，较 2014 年底增长 4.46%；住宅地产结算均价 7132 元/平方米，较 2014 年下降 34.57%，主要是由于所销售常州、江阴、重庆住宅项目均价较低所致。

表3　公司房地产业务指标　（单位：亿元、万平方米、元/平方米、%）

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	增长率	16 年 1~3 月
土地储备情况	123	111.1	135.70	*22.14*	134.40
开工面积	72.10	30.20	11.50		2.57
产业地产	63.40	22.50	11.50	*-48.89*	0
住宅地产	8.70	7.70	0.00	*-100.00*	2.57
竣工面积	57.40	61.20	28.20		0
产业地产	36.60	50.40	11.80	*-76.59*	0
住宅地产	20.80	10.80	16.40	*51.85*	0
销售面积	22.90	24.20	22.00		11.18
产业地产	18.30	16.90	13.30	*-21.30*	5.22
住宅地产	4.60	7.30	8.70	*19.18*	5.96
销售金额	22.00	24.90	19.50		7.90
产业地产	18.40	17.10	13.60	*-20.47*	3.72
住宅地产	3.60	7.80	5.90	*-24.36*	4.18
结算面积	27.10	21.20	22.97		3.58
产业地产	23.30	15.90	12.17	*-23.46*	3.26
住宅地产	3.80	5.30	10.80	*103.77*	0.32
结算金额	25.79	21.95	20.70		2.36
产业地产	22.60	16.21	13.00	*-19.80*	2.07
住宅地产	3.20	5.74	7.70	*34.15*	0.29
结算均价					
产业地产	9700	10194	10649	*4.46*	6346
住宅地产	8395	10901	7132	*-34.57*	8867

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，2013 年公司新增土地面积 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；2015 年公司新增土地面积 32.8 万平米，其中，青岛 15.5 万平米，东莞凤岗 17.3 万平米；2013～2015 年公司土地储备面积分别为 123 万平方米、111.1 万平方米和 135.70 万平方米，其中储备土地较多的地区为天津、青岛、重庆，分别占总储备面积的 20.54%、16.4%和 15.8%。未来将成为公司重点投资开发地区。截至 2016 年 3 月底，公司土地储备量 134.4 万平方米。

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，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，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。

2013~2015 年，公司从地方政府获得的各项政府资金支持分别为 0.45 亿元、2.92 亿元、1.08 亿元，其中确认收入分别为 0.9 亿元、0.84 亿元、0.22 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4　截至2016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	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	837.00	已缴清	68	工业用地
东莞南城	8.60	2013.4	10525.00	已缴清	409	工业用地
常州武进高新区	6.30	2012.3	1592.00	已缴清	95	工业用地
常州武进高新区	1.90	2012.3	1425.00	已缴清	234	住宅用地
重庆大渡口	10.30	2012.2	42753.00	已缴清	1654	二类居住用地、商业金融用地
重庆大渡口	10.90	2011.1	14475.00	已缴清	613	一类工业用地
天津西青区	27.60	2011.3	12109.00	已缴清	183	工业用地
天津西青区	13.60	2011.12	25867.00	已缴清	1268	城镇住宅用地
江阴长山大道	6.40	2010.11	2182.00	已缴清	105	工业用地
江阴长山大道	3.20	2010.11	3145.00	已缴清	504	住宅用地
青岛城阳区	3.90	2013.3	4683.00	已缴清	645	商务金融用地
青岛城阳区	2.7	2013.3	2259.00	已缴清	1044	城镇住宅用地
青岛城阳区	15.50	2015.6	24828.00	已缴清	890	商品住房用地、商务金融用地
东莞凤岗	17.3	2015.11	15850.00	已缴清	360	工业用地
合计	**134.40**	--	**162530.00**	--	--	--

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 2016 年 3 月底，公司已完工尚未完成结算的项目 24 个，项目类别以办公楼为主；完成销售 50～99%的 13 个，实现累计销售额 57.40 亿元；完成销售 50%以下的 11 个，实现累计销售额 20.10 亿元，该部分完工项目销售比例较低的原因主要系该部分为 2014 年及 2015 年度新开盘项目。

表 5　截至 2016 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）		79	4.44
	番禺七期		45	3.05
	番禺八期		18	2.65
佛山天安	六期天安创智大厦	办公	86	2.06
	天安中心一期	办公	30	1.34
龙岗	龙岗创业园（三期）	办公	95	13.88
	四期（创业园 4 号厂房）	办公	40	2.83
常州	首期产业大厦 A 栋	办公	81	1.85
	首期住宅 1-4 栋	住宅	98	2.11
	首期住宅 5-8 栋	住宅	95	1.75
	首期产业大厦 B、C 栋	办公	36	0.82
	三期产业楼	办公	22	0.41
	二期住宅 1-4 栋	住宅	78	2.34
重庆	云谷产业一期	办公	70	7.14
	江畔珑园一期	住宅	40	1.84
天津	天津产业一期	办公	34	2.32
江阴	一期产业大厦	办公	33	1.57
	住宅南区项目	住宅	28	0.94
东莞	东莞天安数码城 E 区	住宅	92	6.10
	东莞天安数码城 B 区	办公	90	4.96
	东莞天安数码城 C 区	办公	70	4.83
青岛	青岛产业一期西区	办公	30	2.84
	青岛住宅一期东区	住宅	56	3.09
合计			**57**	**77.49**

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、南海等项目销售额合计占 2015 年全部销售额的 58.5%；青岛项目销售额占 2015 年全年销售额的 15%；由于其他地区项目仍处于培育阶段，销售占比较低，其中重庆和江阴项目销售额占比各为 4.7%和 3.9%。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6　2015年公司合同销售额地区分布

（单位：万元、%）

公司	2015 年合同销售	
	销售金额	占比
番禺	32636	14.6
龙岗	33414	14.9
南海	11178	5.0
常州	19196	8.6
重庆	10622	4.7
天津	20704	9.3
江阴	8708	3.9
东莞	53744	24.0
青岛	33485	15.0
合计	**223687**	**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方；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。2013～2015 年，公司产业地产确认收入分别为 22.60 亿元、16.21 亿元和 12.91 亿元；住宅地产收入分别为 3.20 亿元、5.74 亿元和 7.79 亿元；2016 年 1～3 月，二者分别实现收入 2.35 亿元和 0.28 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司在建项目 8 个，从项目类别看，办公、商业和住宅分别为 5 个、1 个和 2 个；从区域分布看，珠三角地区项目 3 个（龙岗 1 个、佛山 2 个）、环渤海经济圈项目 4 个（天津 3 个、青岛 1 个）、成渝经济圈项目 1 个（重庆 1 个）。上述项目占地面积合计 24.74 万平方米，规划建筑面积 58.26 万平方米，计划总投资额 31.85 亿元，自筹和贷款比例约为 1.09:1；截至 2016 年 3 月底，累计完成投资额 18.07 亿元，累计销售面积 3.57 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。

表 7　截至 2016 年 3 月底公司在建项目（单位：万元）

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	2014.10-2017.5	35401	19401	16000	23214
	佛山天安中心三期	办公	2015.4-2017.5	52257	17257	35000	13518
龙岗	龙岗四期（活力广场）	商业	2014.7-2017.12	58852	33852	25000	32556
重庆	重庆云谷总部楼	办公	2014.1-2016.7	33085	20085	13000	28200
天津	天津住宅一期	住宅	2012.3-2016.6	68000	38000	30000	66500
	天津总部楼一期（B 区一期）	办公	2012.1-2017.6	36013	22013	14000	7391
	天津产业二期（D 区一期）	办公	2012.1-2017.12	20655	8655	12000	5098
青岛	一期住宅西区(3A 高层)	住宅	2016.1-2016.12	14200	6831	7369	4259
合计				318463	166094	152369	180736

资料来源：公司提供

3．物业租赁业务

公司自持物业主要为园区内商铺、办公厂房、车位等物业类型。随着各园区产业项目陆续推进，公司自持物业面积不断增长；且部分产业园区培育日趋成熟，培育效益逐渐显现，商铺租户经营效益得到提升，单位租金也随之上涨。

2013~2015 年，公司自持物业已对外租赁面积分别为 11.90 万平方米、13.60 万平方米、16.58 万平方米，分别实现物业租金收入为 0.99 亿元、1.25 亿元、1.15 亿元；截至 2016 年 3 月底，公司自持物业建筑面积（不含车位）合计 16.58 万平方米，已对外租赁建筑面积 13.57 万平方米，平均出租率为 81.88%，2016 年 1~3 月实现租金收入 0.36 亿元。

4．经营效率

2013～2015 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 4.03 次、0.15 次和 0.19 次，2015 年分别为 3.53 次、0.13 次和 0.15 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23个，从项目类别看，办公、商业和住宅分别为14个、2个和7个；从区域分布看，珠三角地区项目7个（东莞4个、龙岗2个、番禺1个）、长三角地区项目4个（常州2个、江阴2个）、环渤海经济圈项目7个（青岛4个、天津3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。

未来计划投资项目占地面积合计66.04万平方米，规划建筑面积192.01万平方米，计划投资总额82.57亿元。截至2016年3月底，公司已投资16.25亿元，未来三年仍需投资66.32亿元，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、募集资金使用情况

2015 年 8 月，公司发行“15 天安数码 MTN001”，募集资金 9 亿元，已全部用于偿还银行借款。2016 年 1 月，公司发行“16 天安数码 MTN001”，募集资金 5 亿元，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 2016 年 3 月底已经完成投资 8.46 亿元，占总投资额 35.18%。剩余开发资金需通过外部融资取得。2016 年 4~12 月，该项目计划投资 5 亿元，剩余投资将于 2017 年完成。

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计划于 2017 年 11 月全部竣工。截至 2016 年 3 月，工程进度已经完成 35.92%，募集资金已经全部使用完毕。

九、财务分析

公司提供的2013～2015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2016年一季度财务报表未经审计。

2015年公司新增天安数码城香港（深圳）集团有限公司、深圳市前海源头科技有限公司、东莞市凤岗天安数码城有限公司、东莞天安数码城民间金融街发展有限公司、青岛天安孵化器企业管理有限公司、天安梯空间科技服务（深圳）有限公司共6家公司纳入合并范围。由于新纳入合并范围子公司资产及净资产规模相对较小，公司财务数据的连续性和可比性较强。其中：东莞凤岗天安数码城公司的设立时公司2015年新增凤岗17.3万平米土地，用于产业园区开发；另外5家公司主要是集团发展的战略配套公司。

截至2015年底，公司合并资产总额为147.35亿元，所有者权益合计为46.50亿元（其中少数股东权益1.51亿元）；2015年，公司实现营业收入22.11亿元，利润总额5.59亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额149.51亿元，所有者权益46.64亿元（含少数股东权益1.50亿元）；2016年1～3月，公司实现营业收入3.04亿元，利润总额0.18亿元。

1. 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。2015 年，公司实现营业收入 22.11 亿元，同比下降 5.67%，营业成本 11.08 亿元，同比增加 27.71%，营业利润率 35.11%，较 2014 年下降了 0.89 个百分点。

公司期间费用主要受人工成本及财务费用的增长影响较大，2015 年公司期间费用合计 3.90 亿元，同比增长 18.88%。2015 年，公司期间费用占营业收入比重 17.66%，较 2014 年增长 3.65 个百分点。公司期间费用对利润侵蚀扩大，期间费用控制能力有待改善。

2015 年，公司投资性房地产的公允价值变动收益 1.46 亿元，对公司营业利润贡献权重一般。2015 年，公司获得营业外收入 0.28 亿元，主要为政府补助 0.22 亿元，其中主要系龙岗天安收深圳市科技创新委员会有关省协同创新与平台建设专项资金 0.07 亿元，江阴公司收到的项目奖励款 0.10 亿元。

2015 年，公司利润总额 5.59 亿元，同比减少 3.03 亿元。2015 年公司净资本收益率和净资产收益率分别为 7.24%和 10.06%，略低于近三年平均水平（9.10%和 15.88%），但仍处较好水平。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.04 亿

元，同比变化不大；利润总额同比下降 26.14%；营业利润率 33.34%，较 2015 年下降 1.77 个百分点。

总体看，受行业增速放缓及成本上升影响，公司收入规模及盈利能力有所下降，但整体盈利能力仍处于较好水平。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 22.46 亿元，同比增长 19.07%；公司收到其他与经营活动有关的现金 4.25 亿元，同比下降 56.63%。2015 年，公司经营活动现金流入量 26.70 亿元，同比下降 6.82%。2015 年，公司经营活动现金流出 25.33 亿元，同比下降 112.12%，主要由购买商品、接受劳务支付的现金和支付各项税费构成。2015 年，公司经营活动产生的现金流净额 1.37 亿元，较 2014 年的-11.32 亿元改善明显。2015 年，公司现金收入比 101.56%，较 2014 年的 80.45%明显回升。

2015 年，公司投资活动现金流规模较小，投资活动现金流净额 210.01 万元。2015 年，公司筹资活动前产生的现金流量净额 1.40 亿元，较 2014 年的-11.29 亿元相比，公司外部融资压力有所缓解。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；2015 年，公司偿还债务较多，筹资活动现金流量净额为-1.88 亿元。

2016 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-0.90 亿元、-0.20 亿元和 2.78 亿元。2016 年 1-3 月，公司现金收入比为 175.42 %。

跟踪期内，公司经营活动现金流改善民新概念，收入实现质量有所提高，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，随着项目陆续推进，公司仍面临较大外部融资需求。

3. 资本及债务结构

截至 2015 年底，公司资产总额为 147.35 亿元，同比增长 4.99%，以流动资产为主，占资产总额的 73.48%。

截至 2015 年底，公司流动资产 108.28 亿元，主要由货币资金（占 10.99%）、应收账款（占 5.23%）、其他应收款（占 1.07%）和存货（占 81.38%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金 11.90 亿元，主要为银行存款。截至 2016 年 3 月底，公司货币资金余额增加 14.10%，主要是由于新增借款资金流入导致的。

公司应收账款主要为应收售楼款及租金，截至 2015 年底，公司应收账款账面余额 5.66 亿元，较 2014 年底减少了 1.15 亿元，主要原因为深圳本部收回珑园楼款所致；从账龄看，1 年以内应收账款的占 80.25%，1~2 年的占 16.60%，2 年以上的占 3.15%；公司前五名债务人欠款占比合计 7.59%。整体看，公司应收账款账龄较短。截至 2015 年底，公司其他应收款账面净额为 1.16 亿元，较 2014 年底增加 15.90%；从账龄看，1 年以内的占 48.20%，1~2 年的占 10.45%，2~3 年的占 35.79%，3 年以上的占 5.56%；从其他应收款集中度方面看，前五名债务人欠款合计占比 51.37%。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。截至 2015 年底，公司存货余额为 88.11 亿元，其中开发成本 42.96 亿元，开发产品 45.15 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，也没有出现需要计提跌价准备的事项。

截至 2015 年底，公司非流动资产为 39.07 亿元，主要由固定资产（占 3.49%）、投资性房地产（占 85.81%）和递延所得税资产（占 7.96%）构成。

截至 2015 年底，公司固定资产净值 1.36 亿元，其中房屋建筑物、机器设备、运输设备和办公其他设备分别占 87.05%、0.98%、6.41%和 5.56%。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。截至 2015 年底，公司投资性房地产账面净值为 33.53 亿元，较上年增加了 4.40 亿元，其中公允价值变动收益 1.46 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 149.51 亿元，较 2014 年底增长 1.47%，其中流动资产占资产总额的 73.06%，非流动资产占 26.94%，资产构成与 2015 年变化不大。

截至 2016 年 3 月底，公司受限资产的账面价值为 22.10 亿元，占净资产的比例为 47.37%。主要为银行贷款资产抵押。

总体来看，受益于近年公司项目开发力度的加大，公司资产规模不断增长。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，整体资产质量一般。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益合计46.50亿元，其中实收资本占 8.47%，资本公积占 0.26%，其他综合收益 27.98%，盈余公积占 4.81%，未分配利润占 55.22%，少数股东权益占 3.25%。截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 46.65 亿元，较上年增长 0.32%。公司归属于母公司所有者权益 45.14 亿元，构成仍以实收资本、其他综合收益、未分配利润为主。

总体看，公司所有者权益稳定性较弱。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额 100.85 亿元，其中流动负债占 59.00%，非流动负债占 41.00%。截至 2015 年底，公司流动负债 59.50 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 11.26%、17.34%、17.83%、16.15%和 21.59%。

截至 2015 年底，公司短期借款为 6.70 亿元，全部为信用借款。截至 2015 年底，公司应付账款 10.31 亿元。从账龄方面看，1 年以内的应付账款占 67.56%，1~3 年的占 28.49%，3 年以上的占 3.95%，应付账款账龄较短。截至 2015 年底，应交税费为 10.61 亿元，其中应交土地增值税占比为 84.98%，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 10.23%，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。截至 2015 年底，公司其他应付款 9.61 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（2.52 亿元）。从账龄方面看，3 年以上的占 54.08%，占比最大。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 12.85 亿元，其中 0.8 亿元为信用贷款，其余为一年内到期的长期保证和抵押借款。截至 2015 年底公司非流动负债 41.35 亿元，主要由长期借款构成，占比 62.10%。截至 2015 年底，公司长期借款 25.68 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。

从有息债务看，截至 2015 年底，公司全部债务 55.09 亿元，同比下降 5.04%；其中短期债务占比从 2014 年的 24.16%增至 37.21%，长期债务占比从2014年的75.84%降至62.79%。2015年，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为 68.44%、54.23%和 42.65%，较 2014 年分别下降 2.05 个百分点、1.65 个百分点和 6.33 个百分点。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 102.86 亿元，较 2015 年底增加了 2.00%，主要来自应付债券的增加。截至 2016 年 3 月底，公司债务总额 58.69 亿元，较 2015 年底增长 6.53%；公司债务结构仍以长期债务为主，长期债务占比 60.70%。截至 2016 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 68.80%、55.71%和 45.25%，公司债务负

担较 2015 年底变化不大。

跟踪期内，随着开发项目的增加，公司债务规模不断增长，但受益于权益规模增幅较大，公司整体债务负担有所降低，处于行业适宜水平。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年流动比率和速动比率分别为 181.98%和 33.89%，较 2014 年底分别降低 18.53 个百分点和 55.68 个百分点，符合房地产企业行业特点。2015 年，公司现金类资产 11.98 亿元，为同期短期债务的 0.58 倍，较 2014 年有所下降。受经营活动现金流改善影响，2015 年公司经营活动现金流量净额 1.37 亿元，经营现金流动负债比为 2.30%。截至 2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 189.88%和 38.29%。总体看，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债指标来看，2015 年，公司 EBITDA 为 8.43 亿元，较 2014 年减少 1.59 亿元。2015 年，公司全部债务/EBITDA 倍数和 EBITDA 利息倍数分别为 6.53 倍和 2.45 倍，较 2014 年均有下降，主要是由于跟踪期内公司债务规模不断扩大，同时债务综合成本有所降低所致。

截至 2016 年 3 月底，公司为产业地产承购人向银行提供按揭贷款担保的余额为 1.04 亿元，为住宅地产承购人向银行提供按揭贷款担保的余额为 1.76 亿元。对外担保余额占净资产比例为 6.00%，上述担保风险较低。

截至 2016 年 3 月底，公司共获得主要合作银行的授信额度 87.53 亿元，其中已使用授信额度 57.34 亿元，剩余授信额度 30.19 亿元，公司间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告（银行版，机构信用代码：G1044030401480980R），截至 2016 年 1 月 8 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”。

6. 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

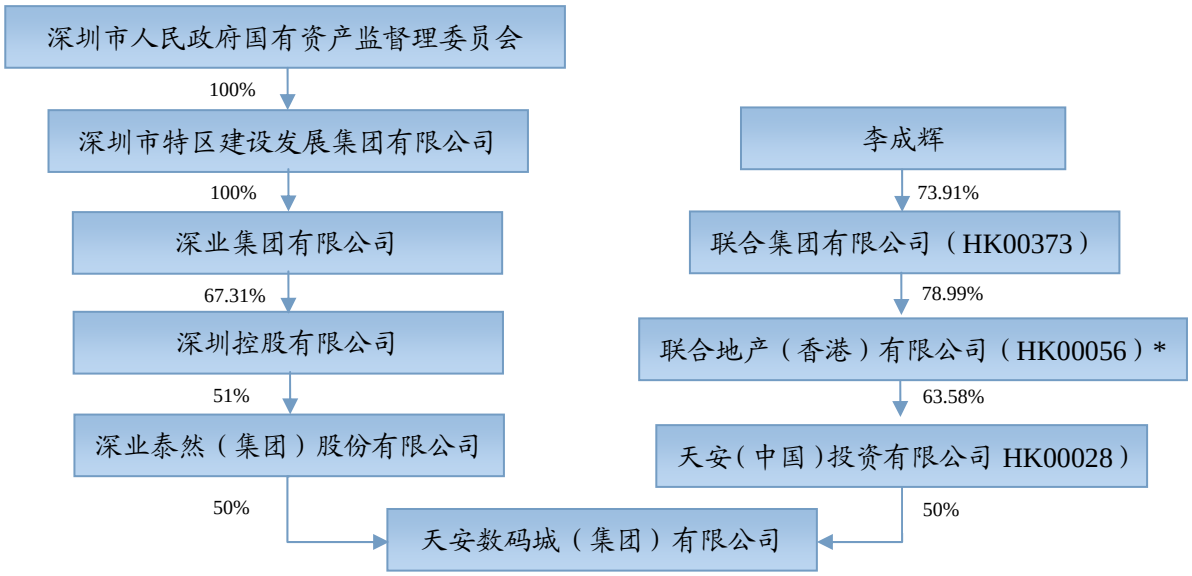
公司发行的“15天安数码MTN001”和“16天安数码MTN001”（以下简称“存续中期票据”）合计发行额度14亿元。2015年，公司经营活动现金流入量和净额分别为26.71亿元和1.37亿元，分别为公司存续中期票据合计发行额度的1.91倍和0.10倍。2015年，公司EBITDA为8.43亿元，是存续中期票据合计发行额度的0.60倍。

总体看，公司经营活动流入量对公司存续中期票据发行额保障能力较强。

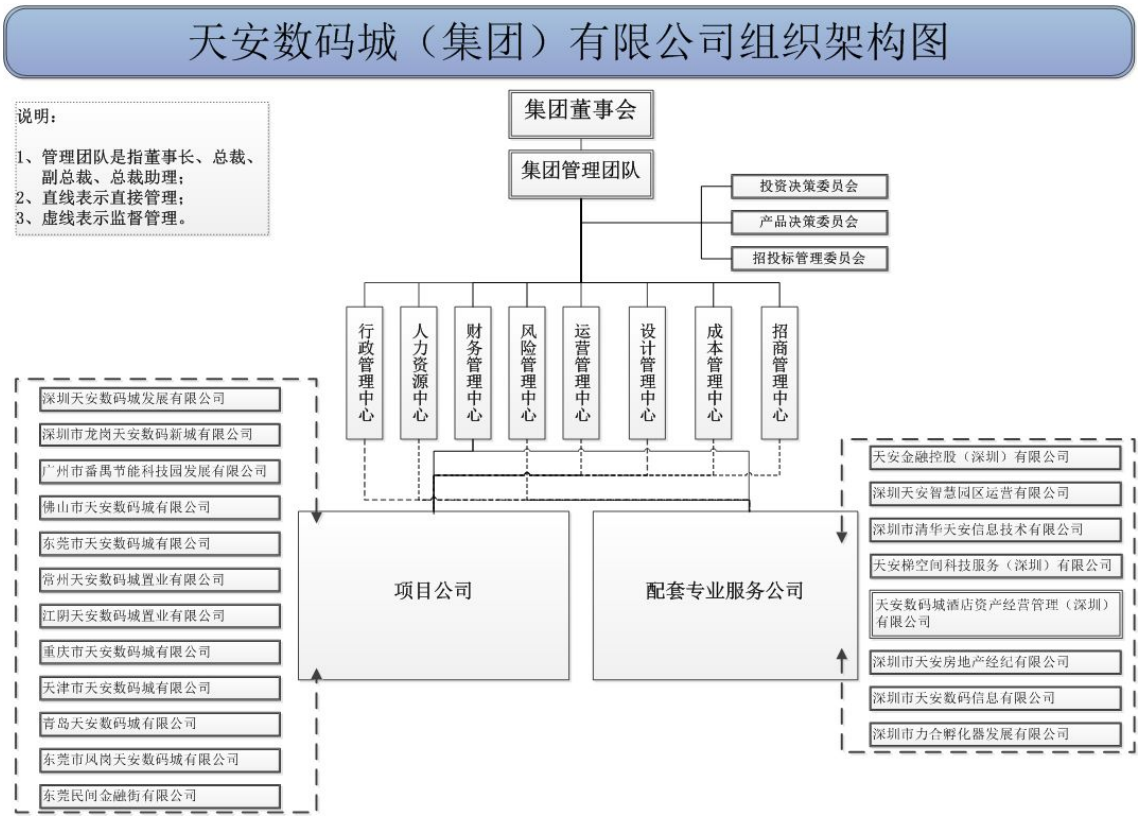
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15天安数码 MTN001”和“16 天安数码 MTN001”AA 的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	13.07	12.47	11.98	13.64
资产总额(亿元)	118.99	140.34	147.35	149.51
所有者权益(亿元)	36.54	41.42	46.50	46.64
短期债务(亿元)	10.67	12.67	20.50	20.13
长期债务(亿元)	27.56	39.77	34.59	38.56
全部债务(亿元)	38.23	52.44	55.09	58.69
营业收入(亿元)	26.90	23.44	22.11	3.04
利润总额(亿元)	10.43	8.61	5.59	0.18
EBITDA(亿元)	11.42	10.02	8.43	--
经营性净现金流(亿元)	-0.45	-11.32	1.37	-0.90
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.73	3.83	3.53	--
存货周转次数(次)	0.20	0.12	0.13	--
总资产周转次数(次)	0.25	0.18	0.15	--
现金收入比(%)	101.26	80.45	101.56	175.42
营业利润率(%)	39.95	36.00	35.11	33.34
总资本收益率(%)	11.65	8.40	7.24	--
净资产收益率(%)	21.55	16.02	10.06	--
长期债务资本化比率(%)	43.02	48.99	42.65	45.25
全部债务资本化比率(%)	51.16	55.87	54.23	55.71
资产负债率(%)	69.29	70.49	68.44	68.80
流动比率(%)	181.89	200.51	181.98	189.88
速动比率(%)	40.82	39.57	33.89	38.29
经营现金流动负债比(%)	-0.90	-21.27	2.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.56	3.09	2.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.35	5.24	6.53	--

注：公司 2016 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	（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+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-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　主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

中长期债券信用等级等同于主体长期债券信用等级