信用等级公告

联合[2018] 1006 号

联合资信评估有限公司通过对天安数码城（集团）有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，“15 天安数码 MTN001”和“16 天安数码 MTN001”债券信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月十三日

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
网址：www.lhratings.com

天安数码城（集团）有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 天安数码 MTN001	9 亿元	2018/08/05	AA	AA
16 天安数码 MTN001	5 亿元	2019/01/21	AA	AA

评级时间：2018 年 6 月 13 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	11.98	16.06	23.04	25.01
资产总额(亿元)	147.35	148.75	167.73	172.66
所有者权益(亿元)	46.50	51.69	56.46	56.68
短期债务(亿元)	20.50	19.52	24.72	38.78
长期债务(亿元)	34.59	27.69	31.13	24.89
全部债务(亿元)	55.08	47.22	55.85	63.68
营业收入(亿元)	22.11	26.04	25.65	3.35
利润总额(亿元)	5.59	5.02	6.30	0.46
EBITDA(亿元)	8.43	6.10	7.58	--
经营性净现金流(亿元)	1.37	14.39	2.32	-5.04
营业利润率(%)	35.11	26.48	38.15	41.94
净资产收益率(%)	10.06	7.99	7.72	--
资产负债率(%)	68.44	65.25	66.34	67.17
全部债务资本化比率(%)	54.23	47.74	49.73	52.91
流动比率(%)	181.98	168.39	164.90	148.20
经营现金流动负债比(%)	2.30	23.21	3.22	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.53	7.74	7.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.45	2.05	2.57	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师
刘珺轩　王宇飞

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

评级观点

天安数码城（集团）有限公司（以下简称“公司”）由全国性房地产开发和科技园区综合运营商逐步升级为创新企业解决方案提供商，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，公司权益规模及资产规模稳步增长，资金持有量较为充裕，整体经营情况良好。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，为公司所处外部经营环境、政策支持和市场发展空间提供了良好机遇。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到受房地产业政策及信贷环境变化等因素综合影响，公司收入规模和盈利水平有所下降及债务规模有所增加将对公司经营和财务状况带来一定不利影响。

综合评估，联合资信确定维持天安数码城（集团）有限公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“15 天安数码 MTN001”和“16 天安数码 MTN001”信用等级为 AA。

优势

1. 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。
2. 公司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。
3. 跟踪期内，公司经营较为稳定，资金持有量较为充裕，为存续期内债券提供较强保障能力。
4. 公司拥有较为充足的土地储备，具备一定发展潜力。

关注

1. 产业地产参与者较多，市场竞争压力较大。

2. 受房地产业相关政策调整影响，产业地产及相关配套住宅销售难度将进一步加大，对公司经营和财务状况形成一定不利影响。
3. 公司债务规模有所增加，且后续项目建设投资金额较大，未来随项目推进存在较大对外融资需求。
4. 跟踪期内，公司收入规模及盈利水平有所下降。

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

天安数码城（集团）有限公司跟踪评级报告

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关于天安数码城（集团）有限公司主体长期信用及存续期内中期票据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1989年2月经深圳市人民政府（深府经复【1989】97号文）批准，由深业泰然（集团）股份有限公司（以下简称“深业泰然”）和天安中国投资有限公司（以下简称“天安中国”）共同出资设立的合资公司，注册资本为1000万美元，深业泰然和天安中国各持有公司50%股权。1999年3月，经公司董事会决议通过，公司注册资本增至1800万美元，股东双方各增资400万美元；2009年5月和2010年7月，经公司董事会决议通过，股东双方均以净利润转增资本方式，最终将公司注册资本增至6200万美元，股东双方持股比例仍各为50%。截至2018年3月底，公司注册资本为6200万美元，深业泰然和天安中国持股比例各为50%，由深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）和李成辉控制的联合集团有限公司（以下简称“联合集团”）共同控制（股权结构详见附件1-1）。

公司主营业务为产业园及配套住宅的建设及销售和提供自持物业租赁及物业等服务。

截至2018年3月底，公司纳入合并范围子公司共46家，包括全资子公司21家和控股子公司25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2017年底，公司合并资产总额为167.73亿元，所有者权益合计为56.46亿元（其中少数股东权益1.68亿元）；2017年，公司实现营业收入25.65亿元，利润总额6.30亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额172.66亿元，所有者权益56.68亿元（含少数股东权益1.67亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入3.35亿元，利润总额0.46亿元。

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

三、存续债券概况及募集资金使用情况

2015年8月，公司发行“15天安数码MTN001”，募集资金9亿元，全部用于偿还公司本部银行借款。截至2018年3月，募集资金已按照计划和约定用途使用完毕。

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。截至2018年3月，募集资金已按照计划和约定用途使用完毕。

跟踪期内，公司对相关债券均按期进行付息，其中“15天安数码MTN001”于2017年8月付息0.45亿元，“16天安数码MTN001”于2018年1月付息0.24亿元。

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，

居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

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

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

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

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

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017

年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

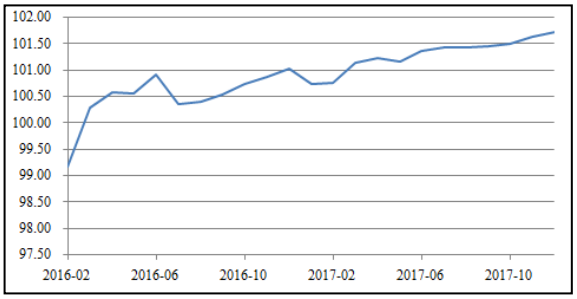
五、行业及区域经济环境

1.房地产行业分析

（1）房地产开发行业

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

图1　2016年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

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

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长

13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

（2）房地产供求与信贷环境

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

分城市来看，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。

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

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

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

（3）行业竞争

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

（4）政策环境

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

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月，40余个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

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

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”

的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

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

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。

六、基础素质分析

1．产权状况

公司系合资企业，截至 2018 年 3 月底，公司注册资本为 6200 万美元，深业泰然和天安中国持有公司股权比例均为 50%，公司由深圳市国资委和李成辉控制的联合集团共同控制。

2．股东背景

深业泰然隶属于深圳控股有限公司（以下简称“深圳控股”），是具有国家一级资质的房地产开发和科技园区综合运营商；深圳控股是深业集团有限公司（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），实际控制人为李成辉，天安中国资本实力较强，主要在珠江三角洲、长江三角洲及华北等地区投资开发房地产、基础设施、酒店等项目。

3．企业规模

自成立以来，公司一直致力于城市产业地产开发，产业形态从工业园、工贸园、科技产业园发展成为城市产业综合体，并创新推出城市型产业园、生态型产业园和主题产业园三类园区产品。目前，公司开发、运营和管理产业园区 14 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 11 个城市，储备开发建筑面积逾 260 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 80 家，拟上市企业达 100 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：2017 年 9 月，公司获得“中国产业园区运营商优秀品牌”、“中国最佳创新企业生态圈运营商”；2017 年 12 月《产业园区创新影响力评价体系》团体标准起草单位等。

七、管理分析

2018年3月27日，公司原董事长李可先生因个人原因离职，现董事长由原董事会成员陈多先生继任。

陈多，男，现年 55 岁，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于亚洲（澳门）国际公开大学工商管理专业，研究生学历，为深业泰然派任。历任深业物业管理公司董事长、深业南方地产（集团）有限公司副总经理，深圳科技工业园有限公司董事、总经理，2015 年 9 月起任深业泰然（集团）股份有限公司董事长，天安数码城（集团）有限公司董事，自 2018 年 4 月 18 日起，任天安数码城（集团）有限公司董事长。

跟踪期内，公司在董事、监事、高级管理人员、管理制度等其他方面无重大变化。

八、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 2017 年主营业务收入为 24.88 亿元，较 2016 年减少 3.14%。公司主营业务收入包括产业收入、住宅收入、租金收入和服务收入四大板块。从收入构成来看，公司主营业务收入主要来源为产业收入，但受公司项目开发进度因素影响占比存在一定程度波动。2017 年，公司产业地产实现收入 16.89 亿元，同比增长 35.88%，占主营业务收入的 67.89%，主要是由于凤岗项目为新开发的项目，本年达到结转条件，结转金额 5.62 亿元，

导致相应的产业地产收入比例增长；2017 年，公司住宅地产实现收入 4.39 亿元，较 2016 年减少 62.45%，占主营业务收入的 17.64%，主要是由于 2017 年住宅地产库存比例下降；公司租金收入近三年快速增长，2017 年为 2.06 亿元，占主营业务收入的 8.28%；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，由于获取土地使用权成本相对较低，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；2017 年，公司主营业务毛利率为 45.50%，较 2016 年增长 9.85 个百分点，产业及住宅销售业务毛利率均有所下滑，但仍产业地产销售业务毛利率维持在较高水平。公司住宅项目系所开发产业综合体配套部分，在土地及建安成本上有一定优势，故毛利率较高，2017 年毛利率为 16.83%，与 2016 年相比较，变化不大。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。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 3.22 亿元，是 2017 年全年主营业务收入的 12.93%；产业板块和住宅板块仍为主营业务收入主要构成。2018 年 1~3 月，公司主营业务毛利率 45.67%，较 2017 年小幅波动，其中住宅收入毛利率较 2017 年大幅增长主要系售价较高的青岛别墅项目于 2018 年 1~3 月进行了销售结转；产业收入毛利率大幅下降，主要原因系公司珠三角地区外项目售价整体低于珠三角地区内项目，进而导致珠三角地区外项目毛利率低于珠三角地区内项目，公司 2018 年 1~3 月主要结转收入的项目为青岛产业园项目。

表 1　近年公司主营业务收入构成情况　（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
产业收入	12.90	58.90	60.33	12.43	48.40	47.19	16.89	67.89	44.19	1.12	34.82	32.35
住宅收入	7.79	35.57	28.66	11.69	45.51	16.88	4.39	17.64	16.83	1.53	47.45	44.10
租金收入	1.15	5.25	79.51	1.43	5.59	84.46	2.06	8.28	82.89	0.51	15.79	76.43
服务收入	0.06	0.27	56.64	0.13	0.50	81.84	1.54	6.19	91.57	0.06	1.94	72.98
合计	**21.90**	**100.00**	**50.06**	**25.69**	**100.00**	**35.65**	**24.88**	**100.00**	**45.50**	**3.22**	**100.00**	**45.67**

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。公司园区开发业务基本不涉及土地一级开发，所获园区土地主要为政府完成“三通一平”等基建工程后，而后公司通过招拍挂方式取得。

公司目前所开发园区项目主要分布于珠三角、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。

项目建设及销售

截至目前，公司已基本完成全国产业布局，各地项目已至少完成产业一期建设。但因为产业地产项目需要一定市场培育期，销售周期较长，产业地产当年销售面积并未跟上当年竣工面积，再加上公司增加自持物业比例，销售物业比例有所下降。由于一方面配合政府增加产业园区建设面积的要求，另一方面由于公司东莞凤岗项目一期销售情况好于预期，公司 2017 年再次加快了项目开发进度，当年新开工面积为 66.60 万平方

米，竣工面积 38.60 万平方米，均较前两年大幅增长。2018 年 1~3 月产业地产无新开工，产业地产销售 1.27 万平方米，销售额 1.83 亿元。

表 2　公司产业地产开发经营情况

（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

指标	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 1~3 月
开工面积	11.50	11.19	66.60	0.00
竣工面积	11.80	0.00	38.60	0.00
销售面积	13.30	18.52	23.62	1.27
销售金额	13.60	17.16	22.30	1.83
结算面积	12.17	12.69	17.59	1.37
结算金额	12.90	12.43	16.89	1.12
结算均价	10649	9795	8824	8175

资料来源：公司提供

公司作为创新企业解决方案提供商，住宅地产是产业项目的配套部分，其项目工程进度及销售进度均根据产业项目的工程进度及销售进度进行调整。公司不存在单独开发的住宅类地产项目。近年来，住宅地产的开发进度与产业地产基本一致。2017 年住宅地产开工面积 7.91 万平方米，竣工面积 2.57 万平方米，销售面积 6.78 万平方米。2018 年 1~3 月无新开工和新竣工住宅项目。2018 年 1~3 月住宅销售面积 0.28 万平方米。

表 3　公司住宅地产开发经营情况

（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

指标	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 1~3 月
开工面积	0.00	2.57	7.91	0.00
竣工面积	16.40	13.39	2.57	0.00
销售面积	8.70	16.55	6.78	0.28
销售金额	5.90	11.91	7.85	0.29
结算面积	10.80	15.61	6.63	1.26
结算金额	7.79	11.69	4.39	1.53
结算均价	7132	7490	7266	12143

资料来源：公司提供

土地储备

随着产业地产行业快速发展，土地市场供应资源逐渐稀缺，行业竞争压力上升，拿地成本不断上升。此外，为适应公司“为创新企业解决方案”的发展战略，公司增加商业用地和住宅用地的配比，使得拿地成本也有所增加。

跟踪期内，公司拿地呈现逐步递减趋势，主要是由于公司已经逐步完成全国产业布局，土地储备可满足未来 5 年开发需要，拿地速度减缓。截至 2018 年 3 月底，公司土地储备面积 88.70 万平方米，其中储备土地较多的地区为重庆、天津、青岛、东莞，分别占总储备面积的 23.33%、15.33%、15.22%和 11.70%。

总体看，公司现有土地储备丰富，可以满足公司未来多年的发展需要；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，整体竞争优势明显。

表4　截至2018年3月底公司土地储备情况

（单位：万平方米、万元、元/平方米）

地块所在地	土地面积	取得时间	出让金总额	截至 2017 年 12 月已缴出让金	楼面地价	用地性质
番禺大道北 555 号	5.40	2002.6	726	726	103	工业用地
东莞南城	10.40	2013.4	13242	13242	313	工业用地
常州武进高新区	4.20	2012.3	1057	1057	95	工业用地
重庆大渡口	9.80	2012.2	40679	40679	1660	二类居住用地、商业金融用地
重庆大渡口	10.90	2011.10	16732	16732	614	一类工业用地
天津西青区	13.60	2011.12	25943	25943	1268	城镇住宅用地
江阴长山大道	6.40	2010.11	2179	2179	155	工业用地
江阴长山大道	3.20	2010.11	3147	3147	504	住宅用地
青岛城阳区	4.00	2013.3	4769	4769	646	商务金融用地

青岛城阳区	0.30	2013.3	300	300	1044	城镇住宅用地
青岛城阳区	9.30	2015.6	14511	14511	916	商品住房用地、商务金融用地
东莞凤岗	6.50	2015.11	5795	5795	297	工业用地
深圳南和	4.80	--	--	--	--	旧改项目
合计	**88.70**	--	**129078**	**129078**	--	--

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、番禺大道北555号地块获取时间较早，系分期开发，目前该项目已开发至第八期；3、深圳南和项目包括一级土地开发，由公司负责拆迁工作，土地价款及拆迁支出共计约8.72亿元，具体金额待定。

截至 2018 年 3 月底，公司已完工尚未完成销售的项目 18 个，项目类别以办公楼为主；完成销售 50-99%的 11 个，实现累计销售额 51.91 亿元；完成销售 50%以下的 7 个，实现累计销售额 13.35 亿元，该部分完工项目销售比例较低的主要原因系开盘时间较晚。2018 年 1~3 月，公司累计实现销售金额 2.12 亿元（产业 1.83 亿元，住宅 0.29 亿元）。

表 5　截至 2018 年 3 月底公司已完工尚未完成结算项目

（单位：万元、平方米、万元、%）

项目地区	开发项目名称	项目类别	用地面积	投资总额	总建筑面积	可售面积	已销面积	待售面积	累计销售收入	销售进度
番禺	八期	办公	41796	64518	194000	135530	36749	98781	36895	27
佛山	佛山天安中心二期	办公	16734	38378	101303	49856	23678	26178	27530	47
龙岗	四期 （创业园 4 号厂房）	办公	13603	48486	25082	23656	21008	2648	52906	89
常州	首期产业大厦 A 幢	办公	17942	14710	60943	49737	42668	7069	19378	86
	首期产业大厦 B、C 幢	办公	26713	28625	103446	54406	24082	30324	12785	44
	三期产业楼	办公	20228	10181	24138	19092	5942	13150	5345	31
重庆	云谷产业一期	办公	53970	75177	186769	141846	106046	35800	75675	75
	江畔珑园一期	住宅	25297	54427	107319	85198	67972	17226	37469	80
	重庆云谷总部楼	办公	50077	33071	53577	38587	--	38587	--	0
天津	一期产业大厦	办公	47769	54711	136390	116411	53074	63337	31410	46
	天津住宅一期	住宅	62330	81227	134354	95565	85530	10035	73194	89
江阴	一期产业大厦	办公	40157	33662	100532	63654	28148	35506	19565	44
	住宅南区	住宅	37026	40850	95054	53788	34292	19496	20716	64
东莞	东莞天安数码城 C 区	办公	27329	41842	103887	81724	78468	3256	68781	96
	东莞天安数码城 F 区 1-4	办公	31002	48399	110322	89671	45843	43828	49260	51
青岛	青岛产业一期	办公	75969	62473	117657	93045	49899	43146	44248	54
	青岛住宅一期东区	住宅	37720	48063	82399	58617	52592	6025	58769	90
	一期住宅西区（3A 高层）	住宅	16166	11976	25534	24034	21791	14200	18690	91
小计	--	--	**641827**	**790777**	**1762707**	**1274418**	**777782**	**508593**	**652616**	**61**

资料来源：公司提供

注：番禺公司八期未售部分，物业较为优质，公司拟全部自持；重庆云谷总部楼项目由于当地政策限制工业项目预售，故采取现楼销售策略，目前销售许可证目前正在办理过程中，前期招商工作已开展。

截至2018年3月底，公司在建项目13个，　　从项目类别看，办公、商业和住宅分别为 10 个、

1 个和 2 个；从区域分布看，珠三角地区项目 6 个（龙岗 1 个、佛山 2 个、东莞 3 个）、环渤海经济圈项目 4 个（天津 2 个、青岛 2 个）、成渝经济圈项目 1 个（重庆 1 个）、长江三角洲项目 2 个（常州 2 个）。上述项目占地面积合计 36.32 万平方米，规划建筑面积 101 万平方米，计划总投资额 53.29 亿元，计划自筹资金占比 34.11%；截至 2018 年 3 月底，累计完成投资额 22.30 亿元。公司在建项目未来投资规模较大，有一定的资本支出压力。

表 6　截至 2018 年 3 月底公司在建项目（单位：万元、%、平方米）

项目地点	项目名称	项目类别	开工时间	预计竣工时间	计划总投资	自筹资金	累计投资	开发进度	累计销售面积
佛山	天安中心三期15座	办公	2015年4月	2018年10月	69000	20700	29297	42.46	12000
	天安中心三期12、13座	办公	2015年4月	2020年7月					
龙岗	龙岗四期（活力广场1、2栋）	商业	2014年7月	2018年6月	94514	28354	75652	80.04	10433
常州	二期产业loft	办公	2017年6月	2019年6月	25994	7798	6050	23.27	未开盘
	二期住宅5-16	住宅	2014年6月	2018年10月	30691	9207	23035	75.05	35435
重庆	重庆产业二期	办公	2017年6月	2018年12月	42493	12748	33081	77.85	未开盘
天津	天津总部楼一期（B区一期）	办公	2013年10月	2018年9月	36013	22013	7391	20.52	未开盘
	天津产业二期（D区一期）	办公	2013年1月	2019年9月	20655	8655	5098	24.68	未开盘
青岛	3C一期	办公	2017年4月	2018年5月	4328	4328	2086	48.20	未开盘
	3B住宅一期+幼儿园	住宅	2017年3月	2018年12月	43829	12367	14292	32.61	11350
东莞	产业D区	办公	2017年11月	2018年10月	40000	18000	5869	14.67	未开盘
风岗	产业二期（三组团）	办公	2017年7月	2019年4月	125333	37600	21122	16.85	未开盘
	产业二期（二组团）	办公							
合计					532850	181771	222973	41.85	69218

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。

2016 年，公司自持物业总面积 32.63 万平方米，已对外租赁面积分别为 26.71 万平方米，实现物业租金收入为 2.06 亿元；截至 2017 年底，公司自持物业建筑面积（不含车位）合计 33.80 万平方米，已对外租赁建筑面积 29.20 万平方米，出租率达到 86%以上，2018 年 1~3 月实现租金收入 0.51 亿元。

除提供传统租赁服务外，为更好服务于业主、提升自身项目品质，公司自行开发了园区运营系统。该系统以“用服务构筑企业创新生态圈”为愿景，致力于推动智领智慧空间平台的业务普及以及数据共享，打造真正意义上的智慧园区平台，打破园区信息孤岛，从而为大数据及产业链应用奠定坚实的基础。整个平台由平台运营、园区管理、商家服务、园区用户四个系统组成：

（1）平台运营。该系统通过 WEB 端进行操作，管理各个园区功能模块及基础配置，2018 年 WEB 端开发工作量基本完成，已上线运行，根据运营情况，预计后期有少量功能调整。

（2）园区管理。该系统通过 WEB 端及 APP 端进行操作，通过服务订单化、查询数据化、工作流程化,成为一线物业服务及园区运营人员的日常工作主要工具,提升服务响应速度、服务执行效率和日常管理效能。2018 年 WEB 端开发工作量完成约 40%，可以保证园区服务及运营的基本需求，未完成开发的有企业服务、产业链、统一收费等模块；2018 年 APP 端开发从 5 月份开始，预计 7 月份发布第一个版本。

（3）商家服务。该系统通过 APP 端面向园区提供各类服务的第三方服务商，通过对订

单的实时管理和经营数据的反馈，提升服务商的订单接收能力和经营管理效率。同时还将逐步增设优惠活动、商品管理等内容，协助服务商提供更优质更高效的服务，不断提升业务量。2018 年 APP 端开发工作量完成约 70%，预计 7 月发布第一个版本。

（4）园区用户。该系统通过 WEB 端、APP 端、微信端进行操作，是针对产业园区的业主/租户及企业员工而搭建的线上服务平台，将基础物业服务、园区生活服务、邻里社交服务、周边商圈服务、企业增值服务等统统融入其中，让用户随时随地享受各类园区服务。目前 WEB 端及 APP 端均已上线，按照 2018 年工作量计算，开发完成约 70%，微信公众号及小城 5 月份启动，预计 6 月份发布第一个版本。

4. 经营效率

2017年，公司销售债权周转次数有所上升、存货周转次数和总资产周转次数略有下降，上述指标分别为6.90次、0.17次和0.16次，分别较2016年增加1.87次、减少0.03次和减少0.01次，变化不大。

整体看，公司经营效率一般。

5. 未来发展

在新型城镇化建设快速发展背景下，公司战略布局符合国家区域发展规划的主导方向，未来在产业地产行业竞争逐步加剧情况下，公司将采取以下措施：①有效控制项目开发节奏和工程资金投入，加强工程管理，确保在建工程严格按计划完成；②以项目销售为导向，建立以市场为导向的工作机制，加强招商运营专业化能力建设，提高营销组织管理力度；③全面完善梳理集团管理架构、制度和工作流程，优化管控模式；④依据多年累积并借鉴同行业经验，以市场为导向、以设计为抓手逐步制定产品标准；⑤加大培养和引进招商运营团队，真正实现人才专业化。

具体来说，公司2018年~2020年项目开发计划如下：

（1）原有项目新项目期开发。公司未来三年计划投资项目14个，从项目类别看，办公、商业和住宅分别为7个、2个和5个；从区域分布看，珠三角地区项目6个（分别为东莞地区4个、广州地区1个、佛山地区1个）、长三角地区项目1个（江阴地区1个）、环渤海经济圈项目5个（分别为天津地区2个、青岛地区3个）、西南经济圈2个（分别为重庆地区2个）。未来计划投资项目占地面积合计47.01万平方米，规划建筑面积126.22万平方米，计划投资总额66.99亿元。截至2018年3月底，公司已投资13亿元，未来三年仍需投资53.99亿元。

（2）新项目开发预计三个。新项目分别为深圳南湾项目、深圳三合项目、东莞新民项目，占地面积合计22.53万平方米，规划建筑面积126.44万平方米，计划投资总额93.68亿元。

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。

九、财务分析

公司提供的2017年度财务报表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2018年一季度财务报表未经审计。

2017年公司合并范围包括46家子公司，其中本年新增深圳市天安智慧空间科技有限公司、开源时尚科技（深圳）有限公司、深圳市智慧空间平台技术开发有限公司、深圳市天安智慧园区企业管理咨询有限公司、天安数码城集团上海企业发展有限公司、深圳市宏业源头发展有限公司、深圳市前海源石发展有限公司、广州市天安孵化器运营有限公司、东莞市长安天安数码城有限公司、北京天安金桥开发建设有限公司、东莞天安知识产权有限公司、深圳市天安置业顾问有限公司、深圳天越房地产开发有限公司、东莞市天安数码产业科技创新有限

公司、青岛天益海泰运营管理有限公司、深圳市天安数码城商业管理有限公司共15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。2018年一季度公司合并范围与2017年底一致。

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 167.73 亿元，所有者权益合计为 56.46 亿元（其中少数股东权益 1.68 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 25.65 亿元，利润总额 6.30 亿元。

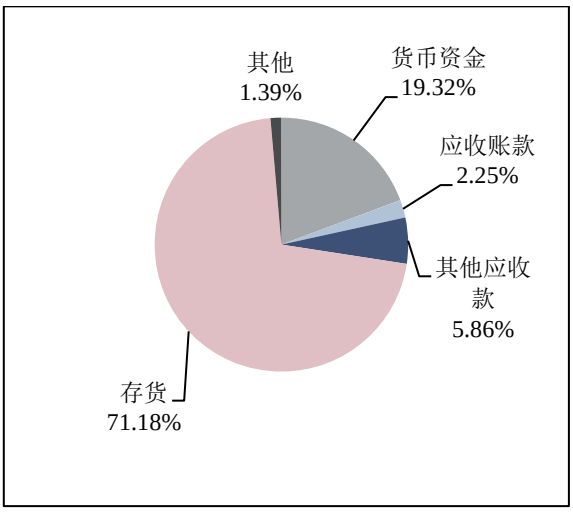
截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 172.66 亿元，所有者权益 56.68 亿元（含少数股东权益 1.67 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.35 亿元，利润总额 0.46 亿元。

1．资本及债务结构

截至 2017 年底，公司资产总额为 167.73 亿元，同比增长 12.76%，以流动资产为主，占资产总额的 70.84%。

截至 2017 年底，公司流动资产 118.82 亿元，较 2016 年增长 13.82%，主要由货币资金（占 19.32%）、应收账款（占 2.25%）、其他应收款（占 5.86%）和存货（占 71.18%）构成。

图 2　截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2017 年底，公司货币资金 22.95 亿元，较 2016 年底增长 43.11%，主要为人民币存款因公司融资规模增长而增加。公司货币资金不存在使用受限情况。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值 2.68 亿元，较 2016 年底减少 42.30%，主要系收回售楼款所致。从账龄看，1 年以内应收账款的占 69.00%，1-2 年的占 18.41%，2 年以上的占 12.59%。公司前五名债务人欠款占比合计 24.48%。公司对因销售房产或者出租物业形成的应收账款、应收关联公司的款项不计提坏账准备，截至 2017 年底，公司共计提 31.98 万元。整体看，公司应收账款账龄较短且集中度较低。

截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值 6.97 亿元，较 2016 年底增长 285.86%，主要原因为向关联方北京金桥科技产业基地开发有限公司提供 5 亿元一级土地开发前期费用，双方约定回款期限为 3 年。公司其他应收款中关联方往来款和保证金款项金额占比较大且资金可收回性较强，公司未对该类款项计提其他应收款坏账准备。截至 2017 年底，公司共计提其他应收款坏账准备 113.76 万元。

截至 2017 年，公司存货余额为 84.57 亿元，较 2016 年底增长 4.99%，主要系公司开发成本的增加，其中开发成本 50.82 亿元，开发产品 33.75 亿元。开发成本中项目土地出让金占比较高；开发产品中青岛一期产业西区、番禺八期-总部中心、天津产业大厦一期、重庆云谷产业一期楼宇等项目待售余额较高。由于近几年市场价格呈整体上涨趋势，公司未发现减值迹象，故未计提存货跌价准备。

截至 2017 年底，公司非流动资产 48.91 亿元，主要由投资性房地产（占 83.36%）构成。

截至 2017 年底，公司投资性房地产账面净值为 40.77 亿元，较 2016 年底增长 9.50%，主要原因为自用房地产或存货转入投资性房产金额较大。公司投资性房地产采用公允价值法进行后续计量，截至 2017 年底，公司累计确认投资性房地产公允价值变动 28.28 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 172.66 亿元，较 2017 年底增加 2.94%，其中流动资产占资产总额的 71.21%，非流动资产占 28.79 %，

资产构成较 2017 年底变化不大。

截至 2018 年 3 月底，公司受限资产的账面价值为 8.86 亿元，占净资产的比例为 15.63%。主要为银行贷款的房产及土地抵押。

总体来看，受益于近年公司项目开发力度的加大，公司资产规模不断增长。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

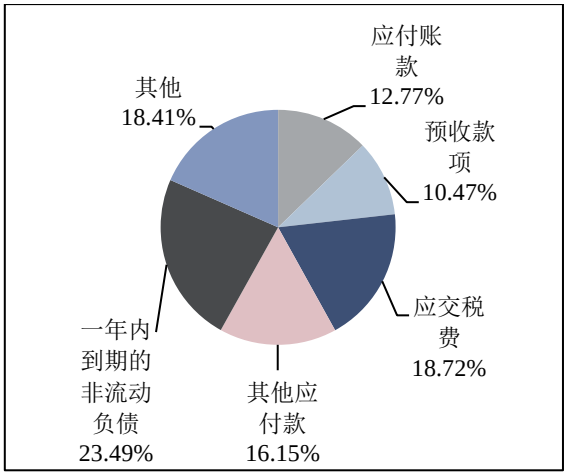
截至2017年底，公司所有者权益合计56.46亿元，归母权益中实收资本占 6.98%，其他综合收益 26.97%，盈余公积占 3.96%，未分配利润占 58.90%。截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 56.68 亿元，较上年底增加 0.39%。公司归属于母公司所有者权益 55.01 亿元，构成仍以实收资本、其他综合收益、未分配利润为主。

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

负债

截至2017年底，公司负债总额111.27亿元，较 2016 年增加 14.64%。负债构成方面，流动负债占 64.76%，非流动负债占 35.24%，与 2016 年相比变化不大。

图 3　截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

截至 2017 年底，公司流动负债 72.05 亿元，较 2016 年增加 16.23%，主要原因为重分类至一年内到期的非流动负债增加，主要由应付账款（占 12.77%）、预收账款（占 10.47%）、应交税费（占 18.72%）、其他应付款（占 16.15%）和一年内到期的非流动负债（占 23.49%）构成。

截至 2017 年底，公司应付账款为 9.20 亿元，较 2016 年增加 13.22%，主要为公司在建规模扩大导致工程款和材料款增加，前五大应付账款占比为 10.31%，应付账款集中度较低，集中支付压力较低。

截至 2017 年底，公司预收账款为 7.54 亿元，较 2016 年减少 3.74%，其中账龄为一年以内的预收账款占比为 85.31%。

截至 2017 年底，应交税费为 13.48 亿元，较 2016 年增加 18.68%，主要原因为公司预提应交土地增值税款增加。

截至 2017 年底，公司其他应付款 11.64 亿元，较 2016 年增加 20.51%，主要系收取的项目销售诚意金增加（公司销售诚意金主要由一般项目诚意金和定制项目诚意金构成，一般项目公司收取 2-10 万不等的诚意金，定制项目收取售楼款 20%的诚意金，一般项目诚意金在签订预售合同后转入预收账款，定制项目诚意金在取得预售许可证后转入预收账款）。从账龄方面看，1 年以内的占 42.76%。

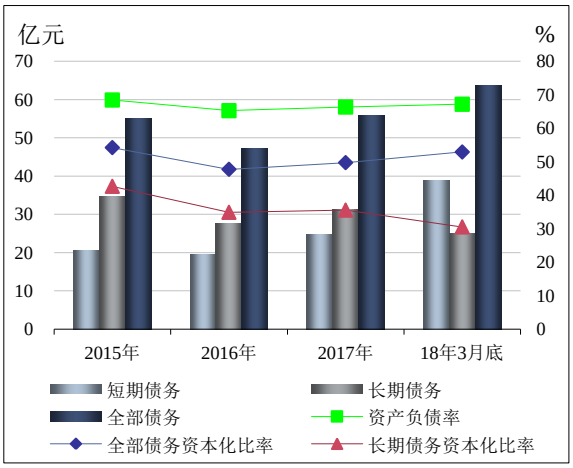
截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 16.93 亿元，较 2016 年增加 106.24%，包括 7.95 亿元长期借款及“15 天安数码 MTN001”。

截至 2017 年底，公司非流动负债 39.22 亿元，较 2016 年增加 11.82%，主要由长期借款构成，占比为 65.40%。截至 2017 年底，公司长期借款为 25.65 亿元，较 2016 年增加 85.99%，其中 11.92 亿元为担保+抵押借款、7.48 亿元为抵押贷款、5.25 亿元为保证借款。

从有息债务看，截至 2017 年底，公司全部债务 55.85 亿元，同比增长 18.30%；其中短期债务占比从 2016 年底的 41.34%增至 44.27%，

长期债务占比从 2016 年底的 58.66%降至 55.73%。2017 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为 66.34%、49.73%和 35.54%，较 2016 年底分别增长 1.09 个百分点、1.99 个百分点和 0.65 个百分点。

图 4　近年公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 115.99 亿元，较 2017 年底增长了 4.24%，主要原因为公司获得新的银行短期借款金额较大。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 63.68 亿元，较 2017 年底增长了 14.01%；公司债务结构改以短期债务为主，短期债务占比 60.91%。截至 2018 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.17%、52.91%和 30.52%，公司债务负担较 2017 年底进一步上升。

总体看，公司短期债务规模快速增加，整体债务规模有所增加，整体债务负担有所加重，但仍处于行业适宜水平。

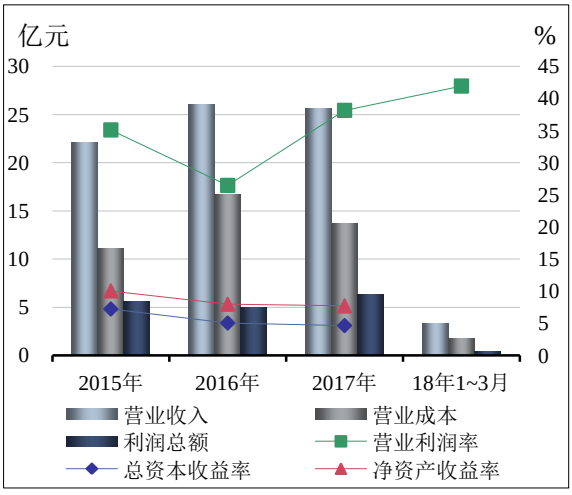
2．盈利能力

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。2017 年，公司实现营业收入 25.65 亿元，同比减少 1.49%；营业成本 13.74 亿元，同比减少 17.73%；营业利润率 38.15%，较 2017 年增加了 11.67 个百分点，主要原因为毛利率较高的产业收入占比大幅提高所致。

公司期间费用主要受人工成本增加和合并范围内新增公司数量较多影响程度较大，2017 年公司期间费用合计 3.93 亿元，同比增加 10.79%。2017 年，公司期间费用占营业收入比重 15.34%，较 2016 年增加 1.70 个百分点。公司期间费用中管理费用和销售费用随着业务规模的扩大有所增加，其中销售费用中广告宣传费和售后服务费分别由于扩大品牌效应而加大广告宣传的投入力度及项目竣工较多而导致空置物业管理费增加。公司期间费用整体对利润侵蚀程度较为稳定，期间费用控制能力尚可。

2017 年，公司公允价值变动损益为 0.51 亿元，均为投资性房地产公允价值变动产生，对公司营业利润贡献权重一般。2017 年，公司营业外收入 0.38 亿元，其中政府给予的资金补助 0.36 亿元。2017 年，公司营业外支出为 0.57 亿元，其中由于逾期未开发受到行政罚款 0.52 亿元。

图 5　近年公司盈利指标情况



资料来源：公司财务报告

2017 年，公司利润总额 6.30 亿元，同比增加 25.63%。2017 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.66%和 7.72%，总资本收益率与净资产收益率分别较 2016 年下降 0.40 个百分点和 0.26 个百分点，但均处较好水平。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.35 亿元，为 2017 年全年收入的 13.05%；利润总额

为 0.46 亿元，营业利润率 41.94%，较 2017 年上升 3.79 个百分点。

总体看，公司收入规模及盈利水平有所下降。

3．现金流及保障

从经营活动来看，2017 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 26.52 亿元，同比下降 16.00%；公司收到其他与经营活动有关的现金 6.26 亿元，同比增加 30.26%。2017 年，公司经营活动现金流入量 32.84 亿元，同比减少 9.72%。2017 年，公司经营活动现金流出 30.52 亿元，同比增长 38.80%，主要由购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金构成。2017 年，公司经营活动产生的现金流净额 2.32 亿元，较 2016 年减少 83.88%，主要系经营活动现金流出量大幅增加所致。2017 年，公司现金收入比 103.39%，较 2016 年的 121.25%有所下降，主要原因为公司于 2017 年第四季度集中开盘销售 4 个项目，部分销售回款将在 2018 年逐步取得。

投资活动方面，2017 年，公司投资活动现金流规模维持了先前的较小局面，投资活动现金流净额-0.28 亿元。筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要通过银行借款和发行债券，2017 年为 33.90 亿元，较 2016 年增加 12.72%，筹资活动现金流出则主要用于偿还债务、分配股利及利息支出，2017 年为 29.02 亿元，较 2016 年减少 27.76%。2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 4.88 亿元，较 2016 年的-10.10 亿元相比，存在显著的资金流入。

2018 年 1~3 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-5.04 亿元、0.05 亿元和 6.99 亿元。2018 年 1~3 月，公司现金收入比为 121.99%。

跟踪期内，公司经营活动现金流情况不及 2016 年情况但优于 2015 年情况，且仍然维持净流入状态，债务融资规模持续扩大使得筹资活动现金流由负转正。

4．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017 年底流动比率和速动比率分别为 164.90%和 47.53%，较 2016 年底分别降低 3.49 个百分点和增加 9.08 个百分点，主要原因为部分长期债务集中于 2018 年到期使得流动负债规模大幅增加，以及增加债务融资而使得货币资金较为充裕所致。2017 年底，公司现金类资产 23.04 亿元，为同期短期债务的 0.93 倍，较 2016 年小幅提高。受经营活动现金流影响，2017 年公司经营活动现金流量净额 2.32 亿元，经营现金流动负债比为 3.22%，较 2016 年大幅下降 19.99 个百分点。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 148.20%和 46.01%。总体看，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债指标来看，2017 年，公司 EBITDA 为 7.58 亿元，较 2016 年增加 1.48 亿元。2017 年，公司全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 7.36 倍和 2.57 倍，分别较 2016 年减少 0.38 倍和增加 0.52 倍，主要是由于跟踪期内公司 EBITDA 增加幅度大于债务规模增加幅度所致，但整体偿债能力仍较弱。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额为 1.74 亿元，均为按揭担保贷款。具体来看，为产业地产承购人向银行提供按揭贷款担保的余额为 1.48 亿元，为住宅地产承购人向银行提供按揭贷款担保的余额为 0.13 亿元，为商业地产承购人向银行提供按揭贷款担保的余额为 0.13 亿元。对外担保余额占净资产比例为 1.76%，上述担保占比及风险均较低。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得主要合作银行的授信额度 77.75 亿元，其中已使用授信额度 53.78 亿元，剩余额度 23.97 亿元，公司间接融资渠道畅通。另外，截至 2018 年 4 月底，公司取得已注册但尚未发行债券额度 16 亿元。

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

2018 年 5 月 3 日，公司无未结清不良信贷信息记录。

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

截至2018年3月底，公司存续期内债券均为一年以内到期的债券，本金余额合计为14亿元，其中2018年和2019年当年待偿还本金分别为9亿元和5亿元。2017年及2018年3月底，公司现金类资产分别为23.04亿元和25.01亿元，分别是存续期内的一年以内到期债权本金余额的1.65倍和1.79倍。2017年，公司经营活动现金流入量和净额分别为32.84亿元和2.32亿元，分别为存续期内的一年以内到期债权本金余额的2.35倍和0.17倍。

总体看，公司现金类资产及经营活动现金流入量对公司存续期内债券本金保障能力较强。

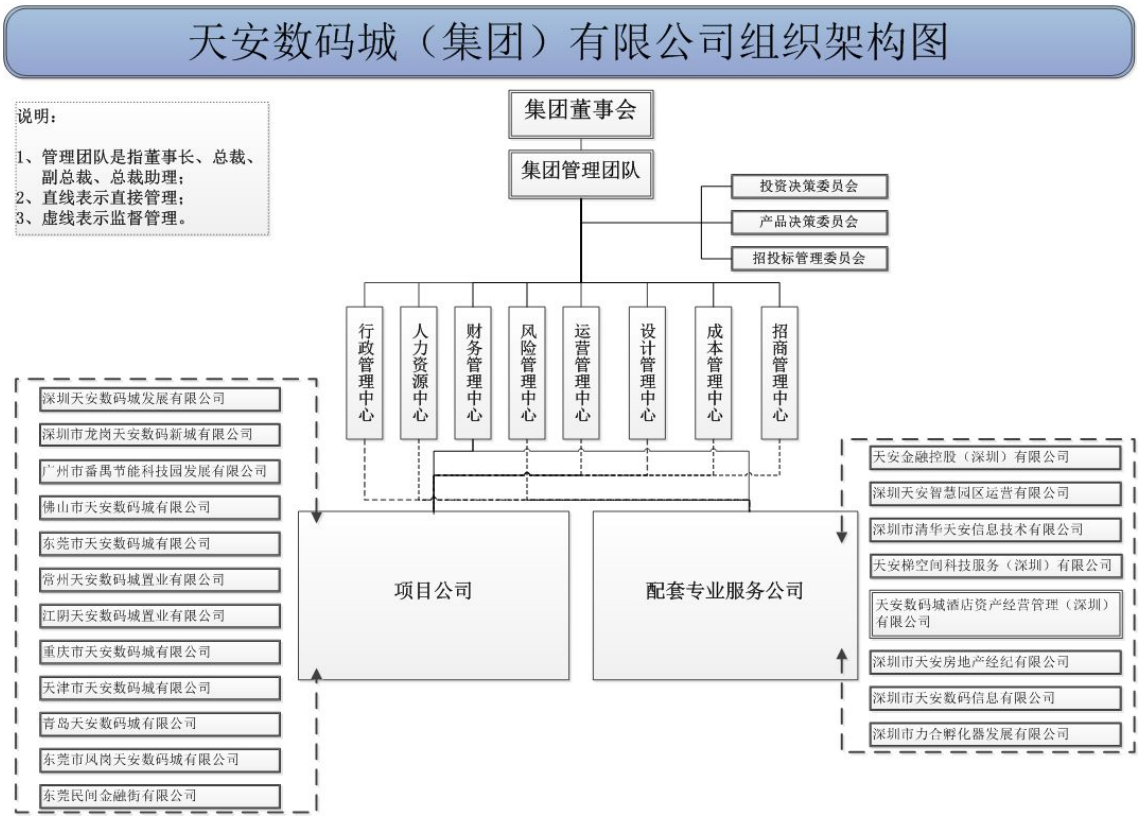
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持天安数码城（集团）有限公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“15 天安数码 MTN001”和“16 天安数码 MTN001”信用等级为 AA。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.98	16.06	23.04	25.01
资产总额(亿元)	147.35	148.75	167.73	172.66
所有者权益(亿元)	46.50	51.69	56.46	56.68
短期债务(亿元)	20.50	19.52	24.72	38.78
长期债务(亿元)	34.59	27.69	31.13	24.89
全部债务(亿元)	55.08	47.22	55.85	63.68
营业收入(亿元)	22.11	26.04	25.65	3.35
利润总额(亿元)	5.59	5.02	6.30	0.46
EBITDA(亿元)	8.43	6.10	7.58	--
经营性净现金流(亿元)	1.37	14.39	2.32	-5.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.53	5.03	6.90	--
存货周转次数(次)	0.13	0.20	0.17	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.18	0.16	--
现金收入比(%)	101.56	121.25	103.39	121.99
营业利润率(%)	35.11	26.48	38.15	41.94
总资本收益率(%)	7.24	5.06	4.66	--
净资产收益率(%)	10.06	7.99	7.72	--
长期债务资本化比率(%)	42.65	34.89	35.54	30.52
全部债务资本化比率(%)	54.23	47.74	49.73	52.91
资产负债率(%)	68.44	65.25	66.34	67.17
流动比率(%)	181.98	168.39	164.90	148.20
速动比率(%)	33.89	38.45	47.53	46.01
经营现金流动负债比(%)	2.30	23.21	3.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.45	2.05	2.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.53	7.74	7.36	--

注：公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+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+其他流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。