

上海城地香江数据科技股份有限公司

公开发行可转换公司债券

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2020)010271】

评级对象: 上海城地香江数据科技股份有限公司公开发行可转换公司债券

主体信用等级: AA⁻

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁻

计划发行: 12 亿元

本期发行: 12 亿元

存续期限: 6 年

增级安排: 无

评级时间: 2020 年 3 月 2 日

发行目的: 沪太智慧云谷数字科技产业园项目一期及补充流动资金

偿还方式: 按年单利计息, 每年付息一次

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	2.36	2.00	1.02	1.42
刚性债务	0.28	0.92	2.69	4.01
所有者权益	6.88	7.64	8.75	29.39
经营性现金净流入量	-0.46	-1.28	-1.93	0.76
合并口径数据及指标:				
总资产	10.25	12.31	16.84	57.82
总负债	3.42	4.77	8.23	27.11
刚性债务	0.28	0.92	2.69	13.64
所有者权益	6.83	7.54	8.60	30.71
营业收入	5.66	8.13	12.60	20.21
净利润	0.55	0.66	0.72	2.50
经营性现金净流入量	-0.48	-1.36	-1.93	-0.73
EBITDA	0.69	0.97	1.06	—
资产负债率[%]	33.35	38.73	48.90	46.89
权益资本与刚性债务 比率[%]	2480.56	818.76	320.14	225.05
流动比率[%]	277.29	233.18	189.85	144.92
现金比率[%]	76.08	44.03	12.74	19.90
利息保障倍数[倍]	28.28	30.63	14.47	—
净资产收益率[%]	10.70	9.24	8.94	—
经营性现金净流入量与流 动负债比率[%]	-14.71	-34.14	-30.39	—
非筹资性现金净流入量与 负债总额比率[%]	-21.12	-38.93	-33.39	—
EBITDA/利息支出[倍]	31.74	33.66	15.98	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.78	1.63	0.59	—

注: 根据城地股份经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

宋联瑶 syy@shxsj.com
高珊 gs@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- IDC 行业前景较好。城地股份通过跨业并购香江科技进入的 IDC 业务, 近年来受互联网及大数据需求推动而快速发展, 行业前景较好。
- 在地基工程领域有一定的技术实力。城地股份在桩基、基坑围护领域拥有多项专利及国家级工法, 在桩基和基坑围护工程施工领域具有一定的技术实力。
- 财务杠杆水平尚合理。城地股份财务杠杆水平近年来上升较快, 但尚属合理。

主要风险:

- 工程施工业务回款压力大并导致现金流量状况持续较差。城地股份工程施工业务主要面向房地产开发企业, 经营环节占款规模随着经营扩张而持续增加, 经营性净现金流持续为负。公司面临着很大的工程款回款压力及相应的盈利质量提升压力。
- IDC 业务市场地位有限。城地股份通过并购香江科技进入的 IDC 业务领域主要为电信运营商及互联网巨头所主导, 公司市场地位有限。
- 并购整合风险。城地股份跨业并购香江科技, 新拓展的 IDC 业务与既有地基工程施工业务关联度很低, 在业务运营、人才、资金及投融资管理等方面或面临较大的整合风险。
- 商誉减值风险。尽管香江科技向城地股份作出了业绩承诺, 但市场环境不利变化、整合不达预期等均可能导致承诺无法兑现, 进而不仅影响到公司整体经营业绩, 并购形成的大规模商誉亦将面临减值风险。
- 即期偿债压力显著增大。城地股份并购香江科技后, 刚性债务规模显著扩大且偏短期, 即期偿债压力显著增大。

评级关注

- 2020 年第一季度爆发的新冠疫情导致城地股份地基工程业务复工延迟，新世纪评级将密切关注新冠疫情对公司经营的影响。

► 未来展望

通过对上海城地香江数据科技股份有限公司及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA-主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很强，并给予本次债券 AA-信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



上海城地香江数据科技股份有限公司

公开发行可转换公司债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

上海城地香江数据科技股份有限公司（简称“城地股份”、“该公司”或“公司”）成立于1997年，前身为上海市宜鑫市政基础工程有限公司，原由宜兴市基础工程公司和上海申兴达房地产开发公司共同出资组建。2003年9月，宜兴市基础工程公司和上海弘勋房地产开发有限公司（系上海申兴达房地产开发公司2002年6月18日更名）将合计持有的上海宜鑫市政基础有限公司100%股权，全部转让给自然人股东谢晓东和冯祝平。2009年3月公司更名为上海城地建设发展有限公司（简称“城地建设”）。2012年城地建设整体变更设立为股份有限公司，并更名为上海城地建设股份有限公司。2016年10月10日，经中国证券监督管理委员会证监许可核准，公司向社会公开发行人民币普通股（A股）2,460万股，在上交所上市，证券代码为603887.SH。2019年4月24日，公司以发行股份及支付现金方式¹收购香江科技股份有限公司（简称“香江科技”）100%股权，并于2019年5月14日向15名交易对方发行11,309.09万股股票，注册资本变更为25,729.09万元。2019年11月11日，公司募集配套资金非公开发行新股1,101.99万股，募集资金净额为16,250.00万元。2020年2月4日，公司更名为现名，注册资本增至26,827.16万人民币，自然人谢晓东和卢静芳夫妇合计持有公司26.08%股权，系公司实际控制人。

该公司系国内首家以地下工程为主业在A股主板上市企业，传统主业为桩基、基坑围护及岩土领域相关设计等地基与基础工程服务，所承接工程业务主要来自房地产行业。公司拥有地基与基础工程专业承包一级资质、土石方工程专业承包三级资质、房屋建筑工程施工总承包三级资质、岩土工程设计甲级资质、岩土工程勘察乙级资质等，具备总承包、专业承包、勘察、设计一体化施工能力。2019年4月成功并购香江科技后，公司新增IDC数据中心设备制造、销售、系统集成及后续运营维护等云基础设施服务业务。

¹ 香江科技评估价值为233,302.97万元，此次并购协商的交易金额为233,300.00万元，其中股份对价为195,081.81万元，现金对价为38,218.19万元。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司拟公开发行总额不超过 12.00 亿元可转换公司债券，方案经公司第三届董事会第十六次会议及 2020 年第一次临时股东大会审议通过。公司拟将本次可转换公司债券募集资金用于沪太智慧云谷数字科技产业园项目一期及补充流动资金。截至本评级报告日，公司未发行过债券或其他债务融资工具。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	上海城地香江数据科技股份有限公司公开发行可转换公司债券
总发行规模:	12.00 亿元人民币
本期发行规模:	12.00 亿元人民币
本次债券期限:	6 年
债券利率:	票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
定价方式:	按面值发行
付息方式:	每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息。在付息债权登记日前（包括付息债权登记日）申请转换成公司股票的可转换公司债券，公司不再向其持有人支付本计息年度及以后计息年度的利息。
转股期限:	本次发行的可转换公司债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。
转股价格:	本次发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。在本次发行之后，若公司发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况，导致公司股份和/或股东权益发生变化时，转股价格则相应调整。
赎回条款:	在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。
回售条款:	<p>本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。本次发行的可转换公司债券最后 2 个计息年度，可转换公司债券持有人可在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。</p> <p>若本次发行可转换公司债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告的该次附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权。</p>
下修条款:	在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提出转股价格

	<p>向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。</p> <p>上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票的交易均价之间的较高者，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。</p> <p>若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。</p>
增级安排：	无

资料来源：城地股份

(2) 募集资金用途

A. 沪太智慧云谷数字科技产业园项目一期

沪太智慧云谷数字科技产业园项目一期建成后主要为各类有 IDC 业务需求的企事业单位提供 IDC 和其他互联网综合服务。

该项目位于江苏省苏州市太仓市双凤镇（距上海虹桥交通枢纽 40 公里），一期总投资 10.54 亿元，拟使用本次转债募集资金 8.40 亿元。项目一期用地面积 24,516.4 平方米，规划总建筑面积 65,797.5 平方米，拟新增 6KW 通信机柜约 6,000 台。该项目实施主体为该公司全资子公司申江通科技有限公司（简称“申江通科技”）。申江通科技已取得“江苏省投资项目备案证”（太行审投备[2019]165 号）、《关于申江通科技有限公司新建沪太智慧云谷数字科技产业园项目节能报告的审查意见》（苏发改能评（2019）第 18 号），并就“申江通科技有限公司新建云数据数字通讯项目”进行了建设项目环境影响备案（备案号：201932058500000648）。2020 年 1 月，申江通科技竞得募投项目所需土地，2 月 10 日，申江通科技与太仓市自然资源和规划局签署《国有建设用地使用权出让合同》。该项目预计土地购置费用 0.18 亿元，工程建设费用 1.84 亿元，设备投资 8.00 亿元，人员招聘费用 0.12 亿元，基本预备费用 0.40 亿元，项目建设期为两年，静态投资回收期 8.10 年（含建设期，税后）。

B. 补充流动资金

该公司拟将本次债券募集资金不超过 3.60 亿元用于补充流动资金。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年，受贸易冲突及热点地缘政治因素影响，全球制造业收缩、贸易量下滑，发达经济体与新兴经济体增长同步放缓明显；全球大多数经济体货币政策由紧缩切换为宽松，主要经济体的利率水平大幅走低且资产价格已超过或明

显高于全球金融危机前的水平，全球经济金融的脆弱性进一步上升，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化；为对冲压力，我国持续加大逆周期调节力度，保证了经济增长在目标区间内运行。因 2020 年初爆发的新冠肺炎疫情影响，我国经济增长短期内企稳的势头将受到明显冲击，但会在多项新出台的应对疫情政策下实现平稳过渡。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的持续深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。

2019 年，受贸易冲突及热点地缘政治因素影响，全球制造业收缩、贸易量下滑，发达经济体与新兴经济体增长同步放缓明显，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化。为应对经济增长压力，全球大多数经济体货币政策由紧缩切换为宽松，主要经济体的利率水平大幅走低且创近年新低，全球主要资产价格已超过或明显高于全球金融危机前的水平，而全球杠杆水平亦明显上升、新兴经济体非金融企业部门债务压力凸显，全球经济金融的脆弱性进一步上升。在主要发达经济体中，美国经济增速由高位持续回落，美联储降息三次并快速扩表；欧盟核心成员国德国经济增长大幅放缓并拖累联盟经济增长，欧洲央行扩大负利率并重启了资产购买计划；日本因消费税上调导致消费提前，推动经济增长有所回升，但整体水平依然不高，日本央行货币政策持续保持宽松状态。在除中国外的主要新兴经济体中，普遍降息刺激经济，其中印度经济增速下降至全球金融危机以来的最低水平，俄罗斯、巴西经济增速持续在低位徘徊，南非经济则是在衰退的边缘挣扎。

2019 年，我国就业情况总体稳定、物价结构性上涨，经济增长压力加大但保持在目标区间内运行。汽车零售负增长拖累消费增速下降，而消费依然是拉动经济增长的最主要动力；在基建稳增长支持下投资增速小幅回升，房地产投资增长较快但面临地产融资收紧及土地购置增速下滑带来的压力，制造业投资受贸易冲突前景不定及需求不足影响表现低迷；因对美贸易下滑及内外需求疲弱，以人民币计价的进出口贸易增速双双下降明显，外贸区域结构则有所优化。我国工业生产增速放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；受益于减税降费，工业企业经营效益近期有所改善但仍低于上年，存在经营风险上升的可能。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会出现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略持续推进，新的增长极和新的增长带正在形成。

为应对国内外风险挑战明显上升的复杂局面，我国各类宏观政策逆周期调节力度加大。积极的财政政策提质增效，减税降费落实有力，财政支出结构优化，为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府债券发行及资金使用效率提升，专项债券对基建补短板及重大项目建设发挥重要作用；地方政府隐性债务化解开启置换试点，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，政府债

务风险总体可控。稳健的货币政策灵活适度，央行持续降准并下调了公开市场操作利率，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道，通过完善 LPR 形成机制等改革措施推动实体经济融资成本下降；宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，影子银行治理成效明显，防范化解重大金融风险攻坚战取得积极进展，货币供应、社会融资规模增长同经济发展相适应，债券市场违约风险改善且违约处置的配套机制在加快补齐。市场因素在汇率形成中的作用提升，人民币兑美元汇率波动幅度加大，在我国充足的外汇储备及长期向好的经济基本面的保障下，人民币汇率基本处于合理均衡水平。

同时，我国外商投资法及实施条例正式实施，商品进口关税进一步降低，外商投资环境持续优化；在逆全球化的大背景下我国坚持加大对外开放力度，为经济高质量发展提供了重要动力。跨境贸易中人民币结算量稳步上升，资本市场中外资持有规模快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。2020 年初，新冠肺炎疫情爆发，为应对疫情，我国春节假期延长、复工时间推迟，对各项经济活动形成较大影响，经济增长短期内企稳的势头将受到明显冲击。目前，在积极的应对措施下，疫情已逐步被控制，各项逆周期政策不断出台并落实，将确保经济增长的平稳过渡。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的持续深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

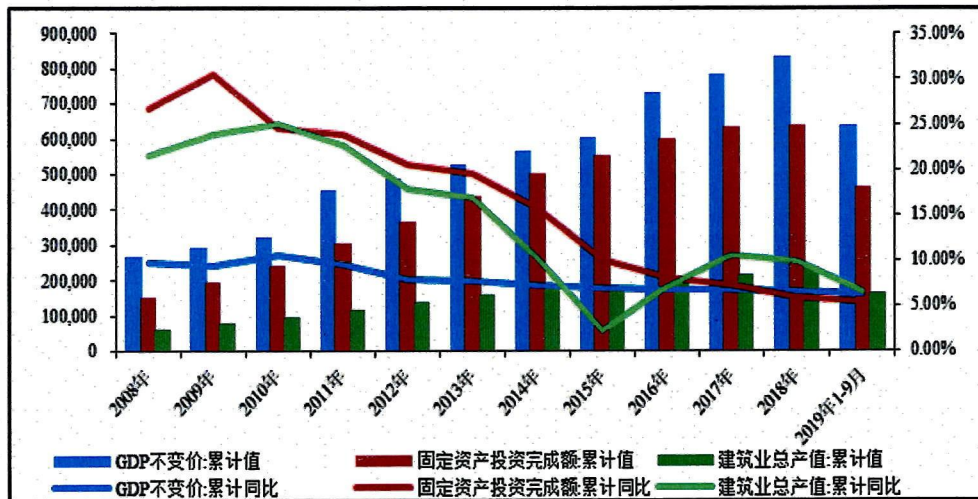
(2) 行业因素

地基与基础工程行业

A. 行业概况

地基与基础工程行业是隶属于土木工程建筑业下的细分行业，其发展态势与建筑施工业基本一致。近年来我国宏观经济下行压力加大，固定资产投资增速不断下滑，建筑施工业总产值增速亦不断承压。2018 年全国完成建筑施工业完成总产值 23.51 万亿元，同比增长 9.88%，增速较上年回落 0.62 个百分点；2019 年 1~9 月完成建筑施工企业完成总产值 16.25 万亿元，同比增长 6.66%，较上年同期下降 2.72 百分点，呈加速下滑态势。

图表 2. 近年来我国 GDP、固定资产投资及建筑施工业产值变化趋势



资料来源：Wind（单位：亿元）

2018 年，我国建筑施工企业新签合同金额 27.29 万亿元，同比增长 7.14%，增速较上年下降 12.56 个百分点；2019 年 1~9 月，我国建筑施工企业新签合同金额 18.71 万亿元，同比仅增长 4.38%。

图表 3. 近年来我国建筑施工行业新签合同额变化情况

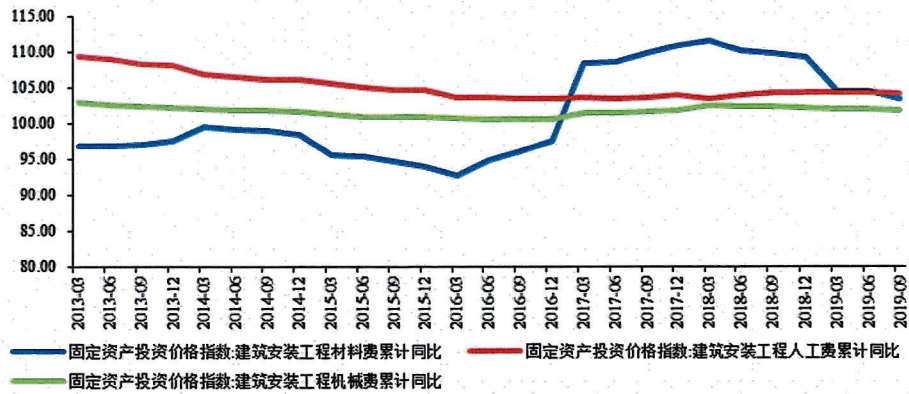
项目	单位	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 前三季度
新签合同额	万亿元	17.48	18.47	18.44	21.28	25.47	27.29	18.71
新签合同额累计同比	%	19.19	5.56	-0.12	15.38	19.70	7.14	4.38

资料来源：国家统计局、Wind

作为资金与劳动力密集型行业，我国建筑施工业在产业链体系内长期处于弱势地位，各种保证金、垫资施工、工程结算周期过长及业主支付能力易受信贷政策变动影响等因素导致建筑施工企业面临较大的营运资金压力和回款风险。自 2006 年以来，我国建筑施工业资产负债率总体维持在 65% 以上的水平，全行业财务负担较重，盈利能力持续偏弱。

建筑施工企业工程施工成本包括材料成本、人工成本、机械使用成本和其他成本，其中以水泥、钢材等为主的建筑原材料占生产成本比重较大，约为 40%~60%；人工成本占比约为 20%~30%。受供给侧改革及环保限产等因素影响，2016 年以来水泥、钢材主要建材价格指数上涨明显；且近年来劳动力价格不断攀升，2018 年建筑行业农民工月均收入为 4,209 元，同比增长 7.4%。

图表 4. 2013 年以来我国建筑安装工程材料费、人工费及机械费价格走势



资料来源: Wind (单位: %)

2016 年以来,我国房地产调控政策继续深化,商品房销售额和销售面积增速持续回落。2019 年我国商品房销售面积为 171,557.87 万平方米,销售额为 15.97 万亿元,分别同比增长-0.06%和 6.50%,增速较上年分别下降 1.39 和 5.67 个百分点。受土地购置成本上升的影响,2016 年以来房地产开发投资额增速保持增长,2019 年完成投资额 13.22 万亿元,其中建筑工程为 7.52 万亿元,同比分别增长 9.92%和 11.78%。同期,房屋新开工面积同比增长 8.50%,增速较上年回落 8.70 个百分点;竣工面积同比增长 2.60%,增速较上年下降 7.80%。截至 2019 年末,我国商品房待售面积降至 49,821 万平方米,较上年末减少 2,593 万平方米,延续去化趋势。当年房地产开发行业土地购置面积为 25,822 万平方米,同比下降 11.40%,但降幅较上年收窄 2.80 个百分点。

该公司主业桩基和基坑围护业务属于地基与基础工程的细分领域,主要下游客户是上海及华东区域内的房地产开发商。上海地区房地产市场景气度变化情况对公司业务影响较大。

2018 年上海市完成房地产开发投资 4,033.18 亿元,比上年增长 4.58%。其中,住宅投资 2,225.92 亿元,同比增长 3.40%。商品房施工面积 14,672.37 万平方米,同比下降 4.5%;竣工面积 3,115.76 万平方米,同比下降 8.0%;商品房销售面积 1,767.01 万平方米,同比增长 4.50%,其中住宅销售面积 1,333.29 万平方米,同比下降 0.60%。上海市 2018 年商品房销售额 4,751.50 亿元,同比增长 18.00%,其中住宅销售额 3,864.03 亿元,同比增长 15.80%。全年存量房买卖登记面积 1,547.11 万平方米,同比下降 1.10%。2018 年,上海市新增供应各类保障性住房 8 万套。全年新建和转化租赁房源 21.2 万套,新增代理经租房源 14.60 万套。2019 年度,上海市完成房地产开发投资 4,231.38 亿元,较上年同期增长 4.9%,占全社会固定资产投资的 52.8%;商品房施工面积 14,802.97 万平方米,同比增长 0.9%,其中,住宅施工面积 7,446.43 万平方米,同比下降 1.0%;商品房新开工面积 3,063.44 万平方米,同比增长 14.0%;竣工面积 2,669.67 万平方米,同比下降 14.3%;商品房销售面积 1,696.34 万平方米,同比下降 4.0%。总体看,在各类调控政策影响下,上海市房地产建筑施工面积持续缩减,且城市基础设施成熟度已达到很高的水平,房屋建筑施工市场增

量空间有限。

B. 政策环境

针对建筑行业无序竞争导致工程回款难、农民工工资拖欠等等问题，我国相关部门出台了一系列法律政策，近两年建筑行业规范日益加强。2017年起，政府出台多项措施规范促进建筑施工行业发展：优化资质资格管理、改善招投标制度、加快推行工程总承包、加强安全生产管理、规范工程价款结算、推广智能和装配式建筑、加强技术研发应用等。同年，国务院办公厅印发《关于促进建筑业持续健康发展的意见》，对规范工程价款结算进行明确规定，包括“建设单位不得将未完成审计作为延期工程结算、拖欠工程款的理由；未完成竣工结算的项目，有关部门不予办理产权登记；对长期拖欠工程款的单位不得批准新项目开工；严格执行工程预付款制度，及时按合同约定足额向承包单位支付预付款；通过工程款支付担保等经济、法律等手段约束建设单位履约行为，预防拖欠工程款”等。为推进施工行业“放管服”改革工作，2018年初国务院决定由住建部牵头负责工程建设项目审批制度改革工作；2019年3月，国务院办公厅印发《关于全面开展工程建设项目审批制度改革的实施意见》，从总体要求、统一审批流程、统一信息数据平台、统一审批管理体系和统一监管方式等方面进一步推进工程建设项目审批制度改革。2019年6月，住建部联合财政部等六部委联合下发《关于加快推进房屋建筑和市政基础设施工程实行工程担保制度的指导意见》，提出推行工程保函替代保证金；着力推行履约担保，招标人要求中标人提供履约担保的，应当同时向中标人提供工程款支付担保；加强建筑市场监管，建设单位在办理施工许可时，应当有满足施工需要的资金安排，政府投资项目所需资金应当按照国家有关规定确保落实到位，不得由施工单位垫资建设，对于未履行工程款支付责任的建设单位，将其不良行为记入信用记录。

工程安全监管方面，2018年初住建部针对房屋建筑和市政基础设施工程安全关键领域及薄弱环节进行集中治理，开展为期两年的建筑施工安全专项治理行动。2019年3月住房和城乡建设部办公厅发布《关于深入开展建筑施工安全专项治理行动的通知》，提出着力防范重大安全风险、加大事故查处问责力度、改革完善安全监督制度和提升安全综合治理能力四个方面，推动全国建筑施工安全生产。

C. 竞争格局/态势

建筑施工行业进入壁垒较低，业内企业数量庞大，行业竞争激烈。2018年末，建筑施工企业共计95,400家，从业人数5,563.30万人，较上年末分别增长8.34%和0.48%。2019年9月末，建筑施工企业数量为97,378家，较上年同期末增加7,163家；从业人数为4,679.25万人，较上年同期末减少90.70万人。从近两年数据来看，建筑施工行业集中度仍偏低。在经济形势变化、业主对施工企业资金实力要求更高及行业施工资质、招投标、安全管理日趋规范背景下，融资能力强的大中型建筑施工企业在重点工程承揽方面明显占优。

图表 5. 建筑施工行业概况

项目	单位	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年 前三季度
企业数量	家	79,528	81,141	80,911	83,017	88,059	95,400	97,378
从业人数	万人	4,499.31	4,960.60	5,003.40	5,185.24	5,536.90	5,563.30	4,679.25

资料来源：国家统计局

由于我国国土面积广大且地质构造各不相同，所需地基与基础工程技术要求差异大于地面主体工程，因此地基与基础工程行业目前仍以区域性竞争为主。各区域市场已形成一些区域性行业领先的企业，如中化岩土工程股份有限公司、上海市基础工程集团有限公司和浙江省地质矿产工程公司等，这些企业在当地有着较高的市场占有率及较强的影响力。作为专业性较强的细分行业，大多数地基与基础工程企业缺乏跨区域经营的实力，仅少数隶属于国有大型企业集团的企业具有在全国范围内开展业务的能力。

D. 风险关注

垫资施工现象普遍。我国施工企业长期处于弱势地位，各种保证金要求、垫资施工、工程结算周期过长及业主的信用意识薄弱等因素导致企业营运资金压力较大。尽管 2016 年起政府相关部门采取清理规范工程建设领域保证金，降低工程质量保证金预留比例，推行银行保函制度等多项措施以缓解建筑施工企业资金压力，但目前工程垫资比例仍较大。

回款风险持续积聚。我国建筑施工业负债经营程度相对较高，行业债务偿还能力仍然偏弱，同时财务费用亦对行业总利润形成一定侵蚀。此外，建筑施工行业工程款收取情况还易受国内金融环境，尤其是信贷政策调整的影响。随着地方政府债务管理的强化和房地产开发企业资金链趋紧，近年我国建筑施工企业应收工程款、存货占款规模逐年上升，回款风险进一步增加。

成本上升风险。建筑施工企业在工程施工中所需水泥及钢材等原材料占生产成本比重较大，这些原材料价格的波动会增大企业成本控制难度。2016 年第四季度以来水泥、钢材、玻璃等主要建材价格快速上涨并持续高位运行，建筑施工企业成本与资金压力上升。同时，建筑施工属于劳动力密集型行业，随着人口老龄化及社会经济发展水平的持续提升，建筑用工供给逐步趋紧，成本持续上升。

技术创新动力不足。地基与基础工程行业市场集中度较低，以中小企业居多，创新能力较弱。一方面，桩基和基坑围护的技术创新需要投入大量人力、物力和财力，中小企业普遍缺乏相应实力；另一方面在快速城市化时期，住宅建设的标准化或同质化也显著降低了行业技术创新的动力，目前行业内大部分企业仍沿用传统施工工艺。

IDC 行业

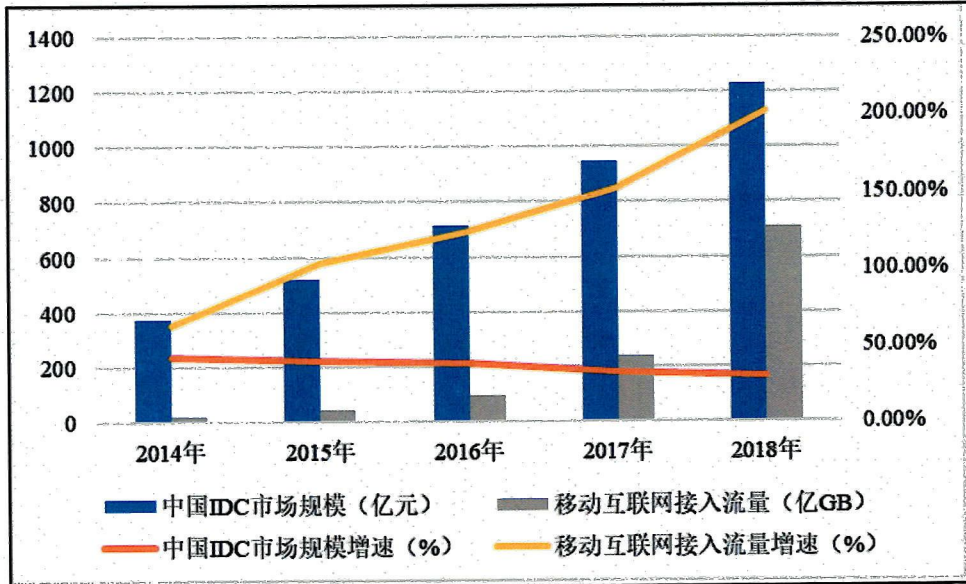
近年来受政府政策与互联网技术升级等多重因素的影响，IDC 行业的市场规模快速增长。目前国内 IDC 主要布局于互联网超核心节点，但电力能源与

土地资源约束正促使 IDC 布局向三地周边区域扩散。IDC 市场集中度较高，电信运营商和云计算服务商所占市场份额较大，第三方 IDC 服务提供商规模相对较小，竞争激烈且行业内并购频繁。

A. 行业概况

IDC（互联网数据中心）是数据计算、传输和存储的场所。互联网数据中心通过标准化机房、互联网通信线路以及网络带宽资源，主要为互联网内容提供商、企业、媒体、各类网站及其他有需要的客户提供机柜机位租用、服务器托管和租用、互联网带宽租用以及相关增值服务等的全方位服务。IDC 市场增长主要由网络流量及政府、企业互联网接入量需求推动。根据工信部数据，近五年我国移动互联网接入流量不断高速增长，2018 年达 711 亿 GB，同比增长 201.27%，截至 2019 年前 11 月接入流量累计 1,107 亿 GB，同比增长 77.4%。根据中国 IDC 圈²发布的数据显示，2018 年中国 IDC 业务市场总规模达 1,228 亿元，同比增长 29.8%；2019 年中国 IDC 业务市场规模为 1,560.8 亿元，同比增长 27.1%。2019 年 6 月，工信部正式对移动、电信、联通和和广电四大运营商发布 5G 商用牌照，目前已进入 5G 基础设施建设投入与应用推广阶段，预计 IDC 业务市场规模增速阶段性放缓后，随着 5G、物联网、虚拟现实等新兴技术商用逐步推开，预计 2021 年中国 IDC 业务市场规模将超过 2,700 亿元，同比增长 30%³。

图表 6. 近年来我国 IDC 市场规模及移动互联网接入流量变化趋势



资料来源：中国 IDC 圈、工信部

从具体需求层面来看，国内 IDC 市场的主要需求方包括云计算企业、互联网公司、金融企业以及政府机构。根据中国数据中心产业发展联盟统计，2018 年我国 IDC 市场主要云计算企业（如阿里云、腾讯云、百度云等）需求占比为 37%，其他互联网企业占比 25%，金融机构占比 12%，政府机构为 19%，

² 中国 IDC 圈是国内数据中心行业及云计算行业的媒体平台和产业市场研究机构。

³ 中国 IDC 圈预测数据。

互联网（含云计算）是 IDC 市场最主要需求。中国信息通信研究院于 2019 年 7 月公布的《云计算发展白皮书（2019）》显示，2018 年我国云计算整体市场规模为 962.8 亿元，增速 39.2%；其中公有云市场规模达到 437 亿元，较上年增长 65.2%，2019-2022 年预计仍处于高速增长阶段，IDC 市场规模也将随之快速增长。

目前，IDC 按照自身功能定位及位置选择可分为三类：①冷数据备份、离线计算分析以及其他对网络时延要求较低的应用优先选择能源充足、气候适宜地区；②面向特定区域、对时延敏感、以实时应用为主的业务可选择在用户聚集地区依市场需求灵活部署数据中心；③对于虚拟/增强现实、车联网等对时延极为敏感的业务，需要最大限度贴近用户分布式部署微型数据中心。从近两年实际分布来看，IDC 供给的区域分布并不均衡。北上广为互联网超核心节点，IDC 布点多集中于一线城市。根据中国信息通信研究院统计，2017 年互联网数据中心可用机架数量的全国前三名分别为北京及周边、上海及周边、广州及周边，北上广及其周边区域共同占据了整体市场 50%以上份额。但在土地资源及电力能耗约束之下，北京、上海、广州逐年加大了 IDC 限建政策的执行力度，新建增速正逐步放缓，可用资源有限并使得租用价格相对较高。因此，为满足北上广互联网企业及云计算服务商不断增长的需求，IDC 服务商多选择在三地周边区域布局。

B. 政策环境

作为信息产业重要基础设施，IDC 行业发展得到了国家产业政策的重点支持。2012 年 12 月，工业和信息化部发布《关于进一步规范因特网数据中心业务和因特网接入服务业务市场准入工作的通告》，落实“先照后证”改革并完善 IDC 业务准入要求。2016 年 7 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《国家信息化发展战略纲要》，明确提出要优化数据中心布局，加强大数据、云计算、宽带网络协同发展，增强应用基础设施服务能力。2017 年 7 月，修订后的《电信业务经营许可管理办法》颁布，取消了申请经营许可时提交企业名称预核准通知书的要求，删除了电信业务经营许可证作为工商变更登记前置程序的规定，进一步降低了 IDC 市场准入门槛。2018 年 1 月，工信部出台《清理规范 IDC、ISP、CDN 市场的通知》政策，对市场不合规商业行为集中整治，IDC 市场环境得到规范。同年 3 月，工信部首次发布《全国数据中心应用发展指引》，对我国当前数据中心建设发展、各区域供需关系等情况进行梳理，提出各区域数据中心布局引导方向和用户选择数据中心的方法指引，每年滚动更新。2019 年 11 月，国家发改委正式发布《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，数据中心、云计算及大数据等正式列入国家鼓励类产业目录。

图表 7. IDC 产业政策汇总

时间	发布机构	文件名称	主要内容
2012.12	工信部	《关于进一步规范因特网数据中心业务和因特网接入服务业务市场准入工作的通告》	明确 IDC、ISP 两项业务经营许可证申请条件和审查流程，同时进一步明确 IDC、ISP 申请企业资金、人员、场地、设施等方面的要求。

时间	发布机构	文件名称	主要内容
2013.1	工信部、发改委、国土资源部、电监会、能源局	《关于数据中心建设布局的指导意见》	将我国数据中心建设区域划分为四类地区，鼓励新建大型、超大型数据中心，特别是以灾备等实时性要求不高的应用为主的数据中心，重点考虑气候环境、能源供给等要素进行选址布局。
2016.7	中共中央办公厅、国务院办公厅	《国家信息化发展战略纲要》	强调最大程度发挥信息化的驱动作用，实施国家大数据战略，推进“互联网+”行动计划；推进物联网设施建设，优化数据中心布局，加强大数据、云计算、宽带网络协同发展，增强应用基础设施服务能力。
2017.7	工信部	《电信业务经营许可管理办法》	取消基础电信和跨地区增值电信业务经营许可网站备案管理，取消申请经营许可时提交财务会计报告和验资报告等要求，取消申请经营许可时提交企业名称预核准通知书的要求，删除电信业务经营许可证作为工商变更登记前置程序的规定。
2018.1	工信部	《清理规范 IDC、ISP、CDN 市场的通知》	提出对相关行业市场上无证运营、跨范围运营、层层转租等不合规商业行为集中整治，对网络接入、不良运营、失信企业、网络安全等状况进行统一处理与公示。
2018.3	工信部	《全国数据中心应用发展指引（2017）》	包括全国数据中心建设发展情况、分区域数据中心应用发展指引、用户选择数据中心指引三大部分，以促进全国各区域合理建设规划数据中心，指引用户科学合理选择资源。
2019.5	工信部	《全国数据中心应用发展指引（2018）》	依托开放数据中心委员会（ODCC）搭建全国数据中心信息开放平台，促进全国各地数据中心供需对接。
2019.11	发改委	《产业结构调整指导目录（2019年）》	将数据中心、云计算及大数据列入国家鼓励类产业目录。

资料来源：新世纪评级整理

地方政府政策层面，由于 IDC 行业在就业、税收产值等方面经济拉动作用较弱，但大量消耗电力能源及土地资源，北京、上海、深圳相继出台相关规定限制新建 IDC 机房。2018 年 9 月 26 日，北京市人民政府公布《北京市新增产业的禁止和限制目录》，北京中心城区禁止新建和扩建互联网数据服务中的数据中心；全市范围内除 PUE⁴ 值在 1.4 以下的云计算数据中心外，禁止新建和扩建数据中心。2019 年 1 月 4 日，上海市经信委、发改委发布《关于加强上海互联网数据中心统筹建设的指导意见》，要求到 2020 年上海市互联网数据中心新增机架数严格控制在 6 万架以内，新建互联网数据中心 PUE 值严格控制在 1.3 以下，改建互联网数据中心 PUE 值严格控制在 1.4 以下。2019 年 4 月，深圳发改委发布《关于数据中心节能审查有关事项的通知》，提出 PUE1.4 以上的数据中心不享有能源消费的支持，PUE 低于 1.25 的数据中心则可享受能源消费量 40% 以上的支持。

图表 8. 近两年一线城市 IDC 产业政策

时间	发布机构	文件名称	主要内容
2018.9	北京市人民政府	《北京市新增产业的禁止和限制目录》	北京全市范围内禁止新建和扩建互联网数据服务中的数据中心（PUE 值在 1.4 以下的云计算数据中心除外）；禁止新建和扩建信息处理和存储支持服务中的数据中心（PUE 值在 1.4 以下的云计算数据中心除外）；中心城区禁止新建和扩建互联网数据服务中的数据中心，信息处理和存储支持服务中的数据中心。

⁴ PUE: Power Usage Effectiveness 的简写，是评价数据中心能源效率的指标，是数据中心消耗的所有能源与 IT 负载使用的能源之比。

时间	发布机构	文件名称	主要内容
2019.1	上海市经信委、发改委	《关于加强上海互联网数据中心统筹建设的指导意见》	到 2020 年上海市互联网数据中心新增机架数严格控制在 6 万架以内，新建互联网数据中心 PUE 值严格控制在 1.3 以下，改建互联网数据中心 PUE 值严格控制在 1.4 以下。
2019.4	深圳市发改委	《关于数据中心节能审查有关事项的通知》	实施减量替代，加强数据中心建设政策引导，促进老旧数据中心(含公共机构数据中心)绿色化改造，新建数据中心需按照“以高代低、以大代小、以新代旧”等减量替代方式，严格控制数据中心年综合能源消费新增量；PUE1.4 以上的数据中心不享有能源消费的支持，PUE 低于 1.25 的数据中心则可享受能源消费量 40% 以上的支持。

资料来源：新世纪评级整理

C. 竞争格局/态势

IDC 行业集中度高，三大基础电信运营商占据主导地位。国内 IDC 服务提供商主要包括：以电信、联通、移动代表的运营商；以世纪互联、浙大网新、鹏博士等企业为代表的第三方 IDC 厂商；以阿里云、华为云、腾讯云为代表的云计算服务商。前瞻网《2019 年中国 IDC 产业全景图谱》的数据显示，截至 2019 年 1 月末三大基础电信运营商在 IDC 行业中所占市场份额比例达 73%，其中，电信市场份额最高，其占比达 42%；中国联通为 21%。

图表 9. IDC 行业内上市公司 2018 年数据对比（单位：亿元，%）

证券代码	证券名称	总资产	营业收入	资产负债率	流动比率	营业收入现金率	IDC 布局情况
600797.SH	浙大网新	67.34	35.58	30.03	1.58	105.23	截至 2019 年 6 月末，在杭州、上海等地拥有 6 个数据中心，近 1 万个机柜
603881.SH	数据港	26.59	9.10	62.11	0.71	90.67	截至 2019 年 6 月末，在上海、浙江、河北、北京、深圳等地拥有 15 个自建数据中心，共 10,467 个机柜
300383.SZ	光环新网	113.87	60.23	34.09	1.86	96.64	截至 2018 年末，在上海、北京及其周边拥有超 3 万个机柜
600804.SH	鹏博士	228.85	68.60	69.53	0.36	100.27	截至 2019 年 6 月末，在北京、上海、广州、深圳、武汉、成都等拥有约 3 万个机柜
VNET.O	世纪互联	111.51	34.01	51.90	2.13	--	截至 2019 年 9 月末，在北京、上海、广州等超过 20 个城市拥有近 40 个数据中心，总机柜数量为 32,116 个，2019 年第三季度的机柜利用率为 66.2%
GDS.O	万国数据	208.85	27.92	73.56	0.87	--	截至 2019 年 9 月末，数据中心机柜服务面积达到 19.8 万平方米，其中已上架面积为 13.8 万平方米，上架率 69.6%
603887.SH	城地股份	16.84	12.60	48.90	1.90	72.94	截至 2019 年 9 月末，在上海联通周浦数据中心二期机房内共设有 3,469 个机柜，上架率 62.26%

资料来源：城地股份公告、新世纪评级整理

国内第三方 IDC 格局相对分散，中小企业较多，同质化竞争日趋明显，产业链整合趋势明显，近两年 IDC 行业上市公司发起的并购已超过 10 起。与三大运营商相比，国内 IDC 行业上市公司机柜体量明显不足，但受 5G 建设占用运营商大量资金影响，运营商 IDC 资源获取速度放缓，而第三方 IDC 企业定制化服务能力强，更加能满足大型企业的定制化需求，上架率高，且能够同时供应电信、联通等多个运营商网络。未来随着越来越多第三方厂商的进入，传统 IDC 服务的同质化也将日渐明显，业务模式单一的第三方 IDC 服务商逐渐

面临盈利能力和发展空间挑战。

D. 风险关注

盈利能力下降风险。国内第三方 IDC 行业格局相对分散，中小企业较多，行业集中度有待提升，新进入者为获取市场份额而采取的低价策略，将导致行业 IDC 租金价格面临下行风险。

新兴技术发展不及预期风险。未来几年，5G、物联网、虚拟现实等新兴技术是 IDC 行业发展的重要驱动因素，这些新兴技术的发展速度放缓将对 IDC 市场发展带来不利影响。

2. 业务运营

该公司在传统主业地基与基础工程服务领域拥有多项专利及国家级工法，在上海区域拥有一定竞争实力，2016 年成功上市后经营规模快速增长，并将业务拓展至江浙等地区。2019 年公司跨业并购的香江科技 IDC 业务链较完整，与三大运营商及知名 IT 企业长期合作，IDC 业务规模呈现快速增长态势。公司盈利主要来自主业，并在香江科技并表后显著提升。但仍需关注到公司工程施工业务资金占用及回款风险持续加大，跨业并购香江科技的整合效果与 IDC 业务需求不达预期等风险。

该公司传统主业为桩基、基坑围护及岩土领域相关设计等地基与基础工程服务，具体包括静力压桩、钻孔灌注桩、水泥土搅拌桩、地下结构预制拼装构件应用等基础工程的施工服务，以及基坑围护挡土止水结构、地基加固改良、土石方工程施工等，业务领域涉及房地产、市政工程、公用设施、工业厂房等，以房地产为主。

鉴于既有业务前景趋弱及经营环节资金占用压力持续加大，该公司于 2019 年 4 月完成收购香江科技 100% 股权，跨业拓展至 IDC 业务。香江科技为一家从事 IDC 相关设备和解决方案、IDC 系统集成以及 IDC 运营管理和增值服务的高新技术企业，成立于 1999 年，初步具备数据中心投资建设、规划设计、解决方案、系统集成、运维管理全生命周期服务能力，是华为、施耐德、ABB、西门子等企业战略合作伙伴，曾参与北京奥运数字大厦、国家计算机信息安全中心、中国建设银行武汉灾备中心、中国信达安徽灾备中心以及三大运营商众多数据中心建设。

图表 10. 公司主业基本情况

主营业务	基础运营模式	业务的核心驱动因素
地基与基础工程	横向规模化	资本、技术、品牌
IDC 业务	纵向一体化	资本、资源、政策

资料来源：城地股份

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 11. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 前三季度
营业收入合计	5.66	8.13	12.60	20.21
核心业务营业收入	金额	5.61	7.99	12.26
	占比	99.14	98.34	97.27
(1) 地基与基础工程	金额	5.61	7.99	12.26
	占比	100.00	100.00	100.00
其中：单一桩基	金额	1.56	2.23	4.03
	占比	27.79	27.95	32.92
单一基坑围护	金额	1.27	1.02	2.93
	占比	22.64	12.72	23.92
桩基与基坑围护混合	金额	2.77	4.74	5.28
	占比	49.45	59.26	43.07
岩土工程设计	金额	0.01	0.01	0.01
	占比	0.11	0.07	0.09
(2) IDC 业务	金额	--	--	--
	占比	--	--	--

资料来源：城地股份

凭借技术优势及多年工程建设经验积累，尤其是 IPO 之后资本实力的增强，该公司业务规模快速扩张。2016~2018 年分别实现营业收入 5.66 亿元、8.13 亿元和 12.60 亿元，年复合增速为 49.20%。2019 年 4 月新增 IDC 业务，公司收入结构发生显著变化。2019 年前三季度，公司实现并表营业收入 20.21 亿元，较上年同期增长 97.72%，其中 IDC 业务收入贡献率达 44.79%。

2019 年以前，该公司主营业务按合同类型可分为单一桩基、单一基坑围护、桩基与基坑围护混合和岩土工程设计四类，其中岩土设计规模较小，主要通过设计带动施工。2018 年公司单一桩基、单一基坑围护以及桩基与基坑围护混合三类业务占地基与基础工程总收入的比重分别为 32.92%、23.92%和 43.07%。

A. 地基与基础工程业务

资质与技术

该公司及其子公司拥有地基与基础工程专业承包一级资质、土石方工程专业承包三级资质、房屋建筑工程施工总承包三级资质、岩土工程设计甲级资质、岩土工程勘察乙级资质等，具有总承包、专业承包、勘察、设计一体化的综合服务能力。在技术研发方面，公司系国家高新技术企业，注重技术创新，2016~2018 年研发费用分别为 2,583.80 万元、3,030.45 万元和 4,193.47 万元，技术研发投入不断增加。截至 2019 年 9 月末，公司在地基与基础工程领域共获得授权专利 74 项，其中发明专利 10 项，实用新型专利 56 项。公司主编了上海市建设规范 1 项、上海市建筑产品推荐性技术规程 3 项、省级工法 2 项、国家级工法 1 项，参编国家标准 1 项、上海市标准 1 项。同期末，公司传统的地基及基础工程业务板块共有职工 385 人，其中注册岩土工程师 4 人，注册一级结构师 2 人，一级注册建造师 36 人，二级注册建造师 16 人，注册造价工程师 2 人，注册安全工程师 2 人，中、高级工程师 31 人。

具体来看，该公司自主研发的 FCW 工法和 CLP 工法取得了上海市建筑建

材业市场管理总站颁发的《城地混凝土管桩芯孔内掘土注浆封底施工技术规范》和《城地五轴水泥土搅拌墙技术规范》，填补了国内空白，系行业内少数根据企业技术编制的省部级行业规程。其中，与 FCW 工法相关的五轴水泥土搅拌桩装置及施工方法于 2015 年 1 月获得发明专利，与 CLP 工法相关的中掘液压法预应力离心管桩沉桩装置及其沉桩方案等核心技术于 2015 年 9 月起陆续获得发明专利，CLP 工法于 2014 年 3 月取得国家级工法证书，公司在国内绿色环保桩基和基坑围护施工技术领域取得领先地位。此外，公司自主研发的“装配式 PC 构件综合管廊围护应用技术研究”科研项目，已列入上海市住房和城乡建设管理委员会科研计划。公司负责编制的“城地拼装式钢筋混凝土 H 型基坑围护构件图集”已于 2016 年 1 月通过上海市城乡建设和管理委员会科学技术委员会的专家技术审查，并通过了上海建筑建材业市场管理总站备案，该技术符合我国现代建筑业设计标准化、构件预制化的行业发展趋势。2017 年公司先后取得可调向多功能中掘搅拌钻机、钢管前撑锚索后拉 H 型构件围护结构等多个专利。2019 年公司自主研发了新式全套管清障机及其施工方法。相比现有技术，该全套管清障机具有安全可靠，对土体扰动小，动力扭矩大、可拔除桩径大，质量好等优点。截至 2019 年 9 月末，公司累计获得上海市明星工地 1 项、鲁班奖/白玉兰奖/优质结构奖等 70 余项。

规模因素

图表 12. 近年来公司工程施工主业新签合同情况（单位：个，亿元）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-9 月		2018 年 1-9 月	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
单一桩基	7	1.56	23	2.24	14	12.60	24	4.48	18	4.43
单一基坑围护	8	1.27	6	1.02	6	4.03	7	2.77	5	1.59
桩基与基坑围护混合	14	2.77	14	4.74	22	2.93	25	3.86	23	4.26
合计	29	5.61	43	7.99	42	19.57	56	11.10	46	10.29

资料来源：城地股份

该公司主要通过投标方式承揽业务，包括参与公开招标和邀请招标。2016~2018 年，公司新签合同额分别为 5.61 亿元、7.99 亿元和 19.57 亿元。2018 年公司中标多个大型单一桩基项目，新签合同额较上年增长 1.45 倍；2019 年前三季度合计签订 56 个项目，新签合同金额为 11.10 亿元，同比增长 7.87%。截至 2019 年 9 月末，公司桩基施工主业在手合同 63 个，合同造价 9.21 亿元。

从下游客户来看，该公司与恒大集团、金地集团、保利地产、融创地产、龙湖地产、碧桂园、绿地集团、凯德置业、旭辉集团、中国建筑、中铁建工、上海建工等大型开发商及建筑总承包商建立有长期合作关系。2018 年度，公司前五大客户销售收入为 4.42 亿元，占当期营业收入的 35.10%。公司大客户集中风险可控。

图表 13. 2016~2018 年公司前五大客户及销售收入⁵ (单位: 万元, %)

期间	序号	公司名称	销售收入	占当期营业收入比例
2018 年	1	中铁建工集团有限公司	11,225.58	8.91
	2	宁波穗华置业有限公司	8,554.61	6.79
		太仓熠泰旅游开发有限公司	2,301.14	1.83
	3	上海湖胤房地产有限公司	6,341.77	5.03
		上海可亿实业投资发展有限公司	2,571.25	2.04
		上海品胤房地产有限公司	1,546.87	1.23
		杭州龙韬置业有限公司	90.09	0.07
	4	中城建设有限责任公司	6,340.15	5.03
	5	上海建工一建集团有限公司	5,265.38	4.18
		合计	44,236.84	35.10
2017 年	1	上海合砚房地产有限公司	6,644.51	8.17
		杭州龙韬置业有限公司	3,478.93	4.28
	2	杭州禾睿房地产开发有限公司	4,803.38	5.91
	3	中铁建工集团有限公司	4,518.38	5.56
	4	芜湖融佳置业有限公司	3,372.83	4.15
	5	舜元建设(集团)有限公司	3,193.52	3.93
		合计	26,011.55	32.00
2016 年	1	上海浙铁绿城房地产开发有限公司	6,050.85	10.70
	2	上海旭泾置业有限公司	4,849.78	8.57
	3	上海恒逸房地产有限公司	4,792.03	8.47
	4	舜元建设(集团)有限公司	4,672.83	8.26
	5	上海嘉金房地产发展有限公司	3,153.32	5.58
		上海茸鑫房地产开发有限公司	995.85	1.76
		合计	24,514.66	43.34

资料来源: 城地股份

近年来, 该公司承建了一系列大型桩基与基坑围护业务, 如上海胸科医院项目、上海延安中学项目、上海浦东空港物流仓储作业区 A5、A6 项目、奉化国际滨海旅游健康小镇、吉祥航空服务产业国际中心和杭州亚运会亚运村技术官员公寓及商业配套、七宝宝龙项目、杭州华润万象城以及中国上海市百老汇等。截至 2019 年末, 公司重大在建施工项目有七莘路项目桩基维护工程、上海松江工业区东胜港路 1 号地块建设项目桩基基坑围护工程等。公司在建的前三大工程合同金额合计 2.27 亿元, 累计已确认收入 1.37 亿元, 回款 0.35 亿元。

图表 14. 截至 2019 年末公司在建前三大施工项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	业主	业务类型	合同起始时间	预计完工时间	合同金额	累计确认收入	累计结算	累计回款
七莘路项目桩基围护工程	上海平莘房地产开发有限公司	桩基围护	2019/7/30	2020/1/30	7,988.50	5,591.95	2,236.78	1,789.42
沪苏龙湖 3 号地块二标段桩基围护工程(奉贤南桥新城 10 单元 07B-02 地块项目)	上海湖壹房地产有限公司	桩基围护	2019/10/15	2020/4/15	7,599.67	4,559.80	1,367.94	1,094.35
湖州草田漾项目桩基工程(市北分区草田漾单元)	湖州融沪置业有限公司	桩基	2019/11/1	2020/5/1	7,119.15	3,559.58	711.92	569.53

⁵ 该公司客户中, 太仓熠泰旅游开发有限公司、宁波穗华置业有限公司均为恒大集团下属企业; 上海湖胤房地产有限公司、上海可亿实业投资发展有限公司、上海品胤房地产有限公司、杭州龙韬置业有限公司、上海合砚房地产有限公司、上海恒逸房地产有限公司为龙湖地产下属企业; 上海嘉金房地产发展有限公司、上海茸鑫房地产开发有限公司为金地集团下属企业。

项目名称	业主	业务类型	合同起始时间	预计完工时间	合同金额	累计确认收入	累计结算	累计回款
SB-04-01-07-2 号地块)								
合计	--	--	--	--	22,707.32	13,711.33	4,316.64	3,453.30

资料来源：城地股份

区域分布

该公司工程施工业务区域以上海为主，近年拓展至江苏、浙江、湖北等其他区域，目前设立有上海、浙江、江苏、沪浙、沪苏、华中共 6 个区域公司和机施分公司。

2016~2018 年，该公司施工主业主要来自上海区域，上海地区分别实现营业收入 5.14 亿元、4.64 亿元和 6.66 亿元。同期，华东（不含上海）区域分别实现营业收入 0.48 亿元、3.35 亿元和 5.60 亿元，收入占比为 8.49%、41.90% 和 45.69%，增长显著，收入比重逐年上升。2019 年前三季度，上海和华东区域分别实现营业收入 4.31 亿元和 6.82 亿元。

图表 15. 近年来公司工程施工主业收入分布情况（单位：亿元）

区域	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年前三季度
上海	5.14	4.64	6.66	4.31
华东（不含上海）	0.48	3.35	5.60	6.82
合计	5.61	7.99	12.26	11.13

资料来源：城地股份

项目管理

该公司工程施工业务成本以材料和劳务分包为主，分别约占 60%和 20%。受单位人工成本上升较快的影响，2016 年以来占比逐年攀升至 2018 年的 25%。工程材料包含预制桩、钢材、水泥、混凝土等，材料成本规模大，公司主要采取以下两种措施应对原材料价格波动的影响：（1）签订上下游供货框架协议“锁定价格”，集中采购；（2）在设计阶段就采用最新的技术抵消材料上涨的过大影响。

图表 16. 公司建筑施工主业成本构成（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
劳务分包	0.93	20.64	1.55	23.99	2.49	25.00
主要材料	2.75	61.05	3.96	61.18	6.22	62.42
直接人工	0.03	0.66	0.03	0.53	0.03	0.34
其他直接费	0.32	7.13	0.40	6.20	0.59	5.87
施工间接费	0.47	10.53	0.52	8.11	0.63	6.36
合计	4.51	100.00	6.47	100.00	9.97	100.00

资料来源：城地股份

该公司工程款结算方式以具体项目合同约定为准，通常由业主按照施工进度支付工程款，在施工过程中按照每月进度的 70%支付进度款，竣工验收后支付至工程结算额的 95%，剩余 5%工程质保金在质保期结束后收回。总体上，

公司工程款回收期较长，拆迁、设计变更、自然条件变化等因素导致工程项目暂停及进度拖延也会在一定程度上进一步延长回款周期。

B. IDC 业务

该公司 IDC 业务经营主体为全资子公司香江科技，涵盖 IDC 设备与解决方案、IDC 机房建设与系统集成、IDC 运营管理及增值服务等三项业务。2016~2018 年和 2019 年前三季度，香江科技分别实现营业收入 4.90 亿元、8.91 亿元、12.50 亿元⁶和 10.52 亿元，净利润 0.15 亿元、0.81 亿元、1.99 亿元和 1.77 亿元。根据公司与业绩承诺方签署的《盈利补偿协议》，2018~2020 年度香江科技承诺实现的扣非归母净利润分别不低于 1.80 亿元、2.48 亿元和 2.72 亿元。香江科技已完成 2018 年业绩承诺，业绩承诺完成比例为 101.48%。

IDC 设备与解决方案业务系为 IDC 及通信行业相关设施提供硬件解决方案和各类设备，产品应用范围涵盖数据中心、智能电气、接入网等诸多领域，主要产品包括数据中心机房内的高低电压配电柜、智能数据母线、UPS 电源输入输出柜、精密配电柜、微模块（标准机柜、冷通道）、精密节能制冷系统、机房监控软件、综合布线系统（光纤槽道、走线架）等，以及数据中心机房外的户外机柜、光缆交接箱、光缆分纤箱等。公司该项业务面向运营商及其他 IDC 系统集成商，通过投标方式进行市场开拓及产品销售。在取得客户订单或中标运营商集中采购合同后，公司根据订单对数量、规格和型号商务部分具体需求安排生产，并按进度供货。截至 2019 年末，香江科技共有微模块系列产品生产线 3 条，云动力系列产品生产线 2 条，接入网系列产品生产线 6 条，拥有数控激光切割机、精密液压矫直机、精密配电柔性装配系统、电动单梁起重机等生产设备。

IDC 机房建设与系统集成业务指根据机房选址位置和客户要求，综合考虑建设规模、机房可靠性标准、PUE、单机柜功率、供配电系统和冷却系统等因素，进行前期工程咨询和规划设计；设计完成后，按照制定的技术标准进入数据中心工程建设阶段，并提供系统集成服务，主要包括机柜、供配电系统、UPS、空调系统、监控系统和综合布线系统等的采购、安装和其他相关服务。通过对 IDC 项目的前期规划以及施工过程中的进度、质量、施工成本、工程验收等环节的统筹管理，香江科技确保项目质量、项目进度的实现以及工程项目投资处于受控状态。香江科技拥有机电工程施工总承包一级、电子与智能化工程专业承包一级、建筑装饰装修工程专业承包一级、消防设施工程专业承包二级等资质，拥有较为丰富的 IDC 设计、施工经验，在 IDC 施工建设细分领域，有一定竞争力。

IDC 机房建设与系统集成业务通常需经过咨询、方案设计、设备采购、系统工程搭建、安装调试、试运行、系统工程验收等过程，香江科技在系统集成项目完工并经验收后确认收入。

⁶ 香江科技 2016~2018 年财务数据经审计。

图表 17. 截至 2019 年 9 月末公司重大系统集成项目情况（单位：亿元）

项目名称	业主	合同起始时间	预计完工时间	合同金额	累计确认收入	累计结算	累计回款
番禺云下数据机房	广州云下科技有限公司	2019.03	2019.10	3.50	3.40	3.50	2.50
深圳云引擎数据机房	深圳市云引擎网络科技有限公司	2019.05	2019.12	13.00	2.50	2.70	1.80
北京汇天云数据机房	汇天网络科技有限公司	2019.06	2019.11	2.00	1.50	1.60	1.20
合计	--	--	--	18.50	7.40	7.80	5.50

资料来源：城地股份

IDC 运营管理及增值业务是指香江科技在整合基础电信运营商网络资源的基础上，向客户提供机位、服务器、带宽等资源，以及全天候安全监控、技术支持等增值服务。截至 2019 年 9 月末，香江科技 IDC 运营管理和增值服务主要依托上海联通周浦数据中心二期项目，由孙公司上海启斯云计算有限公司（简称“上海启斯”）负责运营。该项目按照美国 TIA-942 及国家 GB50174-2008 的 A 级数据中心标准建造，配备高端网络设备和完善的机房物理设施，建筑面积约 2.2 万平方米，符合 Tier3+ 标准建设要求，设计 PUE \leq 1.6，符合绿色 IDC 标准。机房定位为政府机构、金融、电子商务、互联网等行业的客户提供安全、可靠、高速的 IDC 机房服务，并可提供灾难备份(DR)以及业务可持续性(BCP)服务。目前周浦数据中心二期机房已吸引腾讯、银联、万国、华为等企业入驻，成为联通云计算华东区域混合云的核心节点。截至 2019 年 9 月末，香江科技拥有 3,649 个机柜，上柜率为 62.26%。

图表 18. 2018 年度公司 IDC 运营业务五大客户⁷及其销售收入（单位：万元，%）

客户名称	运营收入	占当期营业收入比例
中国联合网络通信有限公	5,200.00	47.71
华为技术有限公司	3,100.00	28.44
京东商城电子商务有限公司	1,050.00	9.63
万国数据服务有限公司	750.00	6.88
上海银联电子支付服务有限公司	800.00	7.34
合计	10,900.00	100.00

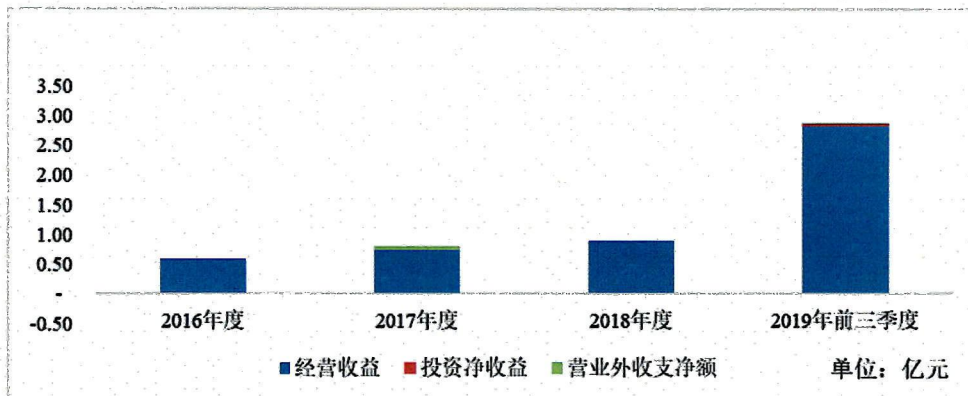
资料来源：城地股份

香江科技对于研发较为重视，206~2018 年，投入研发费用分别为 0.20 亿元、0.35 亿元和 0.35 亿元。截至 2019 年末，香江科技共拥有已获授权的专利 230 项，其中发明专利 10 项、实用新型专利 204 项、外观设计专利 16 项。此外，香江科技还拥有“基于 Hadoop 的云存储系统”、“香江数字能源机柜监控系统软件”、“香江数据中心模块化机房用相变储能空调机组性能分析及优化软件”等 27 项软件著作权。

⁷ 根据公司提供资料并检验其机柜出租价格，截至 2018 年末，公司 IDC 运营业务仅 5 个客户。

(2) 盈利性

图表 19. 公司盈利来源结构



资料来源：根据城地股份所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要来自主业，投资净收益、营业外收支净额规模相对较小。2016~2018 年公司分别实现经营收益 0.60 亿元、0.75 亿元和 0.89 亿元，呈稳步增长态势。2019 年前三季度公司实现经营收益 2.83 亿元，为上年同期的 3.47 倍，主要得益于香江科技当期纳入合并范围。

图表 20. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 前三季度
营业收入合计 (亿元)	5.66	8.13	12.60	20.21
毛利率 (%)	19.55	18.78	18.39	26.10
(1) 地基与基础工程 (%)	19.56	18.97	18.64	20.38
其中：单一桩基 (%)	16.04	16.97	17.47	21.22
单一基坑围护 (%)	19.41	22.06	24.32	20.35
桩基与基坑围护混合 (%)	21.49	19.26	16.26	19.19
岩土工程设计 (%)	68.94	12.19	74.76	56.08
(2) IDC 业务 (%)	--	--	--	32.99
毛利 (亿元)	1.11	1.53	2.32	5.28
(1) 地基与基础工程 (亿元)	1.10	1.52	2.28	2.27
其中：单一桩基 (亿元)	0.25	0.38	0.70	0.95
单一基坑围护 (亿元)	0.25	0.22	0.71	0.56
桩基与基坑围护混合 (亿元)	0.60	0.91	0.86	0.74
岩土工程设计 (亿元)	0.004	0.001	0.01	0.02
(2) IDC 业务 (亿元)	--	--	--	2.98
期间费用率 (%)	8.13	9.32	10.07	10.21
其中：财务费用率 (%)	0.34	0.12	0.47	1.49
全年利息支出总额 (亿元)	0.02	0.03	0.07	0.33

资料来源：根据城地股份所提供数据绘制。

随着工程施工主业的拓展和经营规模的扩大，近年来该公司整体盈利水平

逐年提高，2016~2018 年分别实现毛利 1.11 亿元、1.53 亿元和 2.32 亿元，毛利率基本保持在 18.5%左右。从具体业务看，公司单一桩基和单一基坑围护业务毛利率随着项目管理成熟度的提高而逐年上升；桩基与基坑围护混合业务毛利率水平则因近年来上海以外的其他区域市场时经营策略调整而较快下滑，2016~2018 年分别为 21.49%、19.26%和 16.26%，2019 年前三季度回升至 19.19%。2019 年前三季度公司实现毛利 5.28 亿元，同比增长 1.83 倍；其中 IDC 业务实现毛利 2.98 亿元，占比 56.45%，迅速成为公司盈利的重要支撑。

2016~2018 年，该公司期间费用以管理费用和研发费用为主。管理费用包括管理人员工资及社保、股份支付成本、中介机构及咨询费和业务招待费等。近三年公司管理费用分别为 0.16 亿元、0.41 亿元和 0.72 亿元，增长主要系（1）公司于 2017 年实施限制性股票激励计划，2017-2018 年分别确认股份支付成本 0.16 亿元和 0.29 亿元；（2）2018 年度启动香江科技收购计划，向相关专业服务机构支付中介和咨询费用 0.16 亿元所致。近年来公司研发投入力度加大，2018 年研发费用较上年增长 38.38%至 0.42 亿元。2016~2018 年公司期间费用分别为 0.46 亿元、0.76 亿元和 1.27 亿元，期间费用率分别为 8.13%、9.32%和 10.07%，呈逐年上升态势。公司于 2019 年 4 月完成香江科技股权交割并将其纳入合并范围，前三季度期间费用显著上升至 2.06 亿元，同比增加 121.20%，期间费用率为 10.21%；由于新增大量短期借款，期内公司财务费用率升至 1.49%，仍处于较低水平。

2016~2018 年，该公司分别实现净利润 0.55 亿元、0.66 亿元和 0.72 亿元，年复合增长率为 14.20%。2019 年前三季度公司新增 IDC 业务，净利润增至 2.50 亿元。

（3）运营规划/经营战略

未来 2-3 年内，该公司将在地基与基础工程行业节能环保施工技术方面加快技术创新；在业务开展的重点地区积极扩大市场份额，并通过不同方式开拓国内其他重点区域的业务，扩大市场区域覆盖面；依托技术创新优势，加快进入市政工程、公用设施、工业厂房等其他领域，逐步改变工程施工业务收入来源结构。

在 IDC 领域，该公司将协助香江科技充分利用自身平台，加大研发投入和市场拓展力度，在提高 IDC 设备市场占有率的同时借助自身全产业链优势进一步强化在 IDC 系统集成和运营维护领域的竞争力。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司是民营控股上市公司，股权结构清晰但较分散。2019 年 4 月，公司

收购香江科技全部股权，目前已对香江科技董事会、监事会进行改选，并向香江科技委派财务经理。

(1) 产权关系

该公司大股东为谢晓东先生，实际控制人为谢晓东、卢静芳夫妇。2016~2018年间，谢晓东所持公司股份比例基本保持稳定。2019年4月，公司向自然人沙正勇等交易对方发行股票购买香江科技100%股权后，沙正勇成为公司新进第二大股东，谢晓东持股比例由该次交易前的31.31%降至22.80%，一致行动人卢静芳持股比例由7.83%被动稀释至4.39%。截至2020年2月10日，谢晓东直接持有城地股份21.87%的股权比例，沙正勇持股比例为11.05%，其余股东持股比例均不超过5%。公司最新产权状况详见附件一。

截至2019年9月末，谢晓东将其所持有的该公司股份中累计3,024万股用于质押，占其持有公司股份数的51.54%；卢静芳将其所持有的股份中累计856万股用于质押，占其持有公司股份数的75.84%。实际控制人质押股份所获资金主要用于香江科技股份的收购⁸。

2019年4月，该公司收购香江科技100%股权，已对香江科技董事会、监事会进行了改选，并向香江科技委派了资金管理人员（财务经理）。

(2) 公司治理

该公司按《公司法》和《证券法》及其他相关规定，制订了《公司章程》，设有股东大会、董事会和监事会，并就其人员构成、职权、选聘程序和议事规则等做出了明确规定。公司股东大会是公司最高权力机构，董事会对股东大会负责。截至2019年末，董事会由7名董事组成⁹（包括独立董事3名），董事由股东大会选举产生，董事长由董事会选举产生；监事会由3名监事组成，包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于1/3，监事会主席由监事会选举产生。公司董事会下设战略及发展委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会和提名委员会4个专业委员会，并不断完善各项议事规则和内部管理制度。公司按照《公司章程》的规定，独立开展经营活动，控股股东通过股东大会依法行使自己的权利。

2. 运营管理

该公司内部组织架构与控制体系设置较为合理，经营管理方面规章制度较为严密且具可执行性，可为各项经营活动的顺利开展提供基本保障。但仍需关注跨业并购香江科技后的管理整合进展与效果。

⁸ 2018年4月，香江科技对外转让38.13%股权，由5家私募基金、三位自然人及香江科技管理层所组成公司购得，其中城地股份实际控制人谢晓东以私人名义出资2.33亿元购得香江科技10%股份。

⁹ 2019年8月，香江科技法定代表人、总经理王志远先生入选董事会。

(1) 管理架构/模式

该公司根据自身业务特点及经营管理需要采取三级管理模式，第一级为公司本部，第二级为区域分公司，第三级为项目部。公司本部设有经营部、合约成本部、技术中心、设备管理部、质量安全部、项目管理部、财务部等职能部门。同时，公司设立“三大带两小”的区域业务分组（沪浙、沪苏、上海大区、江苏大区、浙江大区）主导经营业务及项目现场工作。公司组织架构详见附录二。

该公司制定了较完善的内部控制制度和各项业务操作规范，在财务、项目成本、合同管理、项目招投标、物资采购、施工分包、安全质量等方面实行制度化、精细化管理，以加强经营风险管控，确保公司战略目标的实现。

香江科技的经营管理实行董事会领导下的总经理负责制，该公司与香江科技签订业绩对赌协议，如承诺期（2018~2020年）完不成业绩承诺可更换总经理。公司跨业并购香江科技后续管理整合进展与效果仍有待观察。

(2) 经营决策机制与风险控制

在项目投标方面，该公司投标形式包括清单定额和综合单价两种，其中清单定额适用于国企及公开招标，综合单价是各大房产公司内部招标时采用。经营部或合约预算部购买标书，缴纳保证金并踏勘现场；标书领取后交由合约预算部编制商务标，根据招标文件及图纸编制投标成本，经营部、项管部填写意见后交副总或执行总裁审定；最后编制完整的商务标及技术标交给经营部，由经营部对外送达。若需要询标，则由经营部组织，合约预算部和项管部予以配合。投标成本取决于工程量的大小、付款方式和施工难易程度，若遇外地项目还需根据外地市场行情调整材料、税金、施工费等。

在项目生产管理方面，该公司项目实施包含各类交底：（1）图纸会审。取得施工图纸后，仔细查阅图纸，汇总出图纸不明、疑问的地方，并要求甲方联系设计单位、监理单位组织图纸会审。图纸会审形成书面形式的会议纪要，需由各参与方签字盖章。（2）管线交底。开工前要求甲方召集管线相关管理部门、监理、总包及公司进行管线交底会议，并形成书面纪要以原件存档。（3）项目部对分包交底。招集各分包项目负责人进行现场交底，明确项目主合同工期、质量要求、工程概况及设计技术质量要求，由项目部现场实际计划安排，划分各单位、人员责任，明确项目现场管理制度并签订安全协议。（4）技术质量交底。区域项管部经理、区域技术主管向项目经理、技术员进行施工技术难点交底，并招集劳务分包及各施工班组进行技术质量交底并形成书面记录。此外，公司还建立安全、设备材料台账，对工程材料进行复式台账管理。材料进、退场以及材料的消耗和库存均需做好台账，经材料员、施工员和项目经理同时签字确认。若发生安全事故，视情节轻重，公司对项管部经理、项目经理、安全员作经济处罚外，或进行降级或调离岗位处分。

在劳务分包方面，由项管部、区域合约部对分包商的资质、资信、业绩、机械设备、综合实力进行资料审查和必要的现场考察，审核通过后上报至总公司，建立合格分包商名录并定期维护。对于金额 50 万以下的单项劳务合同，其招标、开标、评标、定标由分公司区域总审查定标；分公司对自行招标的中标价格、分包单位的选定负责，招标后分公司上报“开定标记录表”，公司审核后备案，并定期抽查招标情况；每次招标必须确保四家以上单位参与。若单项劳务合同金额超过 50 万，则由总裁办审查通过。

（3）投融资及日常资金管理

在对外投资管理方面，该公司股东大会或董事会为公司投资行为的决策机构。决策的流程是：（1）有关部门、子公司的主管人员或部门，对投资项目进行初步评估后，向总经理提出投资建议，总经理审查后报董事会战略委员会初审。（2）初审通过后，有关部门、子公司的主管人员或部门组建工作小组，编制项目正式的可行性报告、协议性文件草案、章程草案等材料提交公司总经理，总经理评审后上报至董事会战略委员会审议，由股东大会、董事会按其相应权限进行审批。（3）若决议通过，由股东大会、董事会明确出资时间、金额、出资方式及责任人员等内容。

在融资管理上，该公司实行统一管理，财务部为融资事项的管理部门。公司有关部门、分支机构及控股子公司申请融资时，需提交《融资申请报告》，内容包括拟提供融资的金融机构名称、金额、期限、融资获得资金的用途、还款来源、还款计划、为融资提供担保的担保机构、关于公司的资产负债状况的说明及其他相关内容。在资金管理上，公司采取岗位责任制，明确相关部门和岗位的职责权限，确保办理货币资金业务的不相容岗位相互分离、制约和监督。货币资金支付业务依据货币资金授权制度和审核批准制度，按照规定的权限和程序办理。

在对外担保管理上，该公司对外担保事项由总经理组织财务部依照相关法律法规、行政法规、规范性文件及管理规定进行审查，审查通过后由总经理以议案的形式提交董事会审议。非经公司董事会或股东大会批准、授权，任何人无权以公司名义签署对外担保的合同、协议或其他类似的法律文件。公司对外担保必须要求被担保人提供反担保，反担保的提供方应当具有实际承担能力且反担保具有可执行性。

（4）不良行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2020 年 1 月 7 日，公司本部近三年无信贷违约记录，未结清信贷均为正常类。根据香江科技提供的《企业信用报告》，截至 2020 年 1 月 20 日，香江科技近三年无信贷违约记录，未结清信贷均为正常类。公司合并范围内无存续期债券。截至 2019 年末，公司涉及两起诉讼，涉及金额相对较小，对公司正常经营不构成重大不利影响。

图表 21. 2016 年以来公司重大不良行为记录列表

信息类别	信息来源	查询日期	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020.1.7 (母公司) 2020.1.20 (子公司)	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	--	不涉及	不涉及	不涉及
诉讼	公开信息披露	--	无	无	不涉及
工商	公开信息披露	--	无	无	不涉及
质量	公开信息披露	--	无	无	不涉及
安全	公开信息披露	--	无	无	不涉及

资料来源：根据上海城地香江数据科技股份有限公司所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

近年来该公司工程施工业务规模扩张较快，但经营环节资金占用压力随之增大。尽管受益于较好的经营积累，公司财务杠杆仍控制在较合理水平，但经营环节现金流状况持续较差，盈利质量不高，商业信用及融资依赖度不断上升。2019 年 4 月完成并购的香江科技 IDC 业务资金回笼较及时，公司经营性现金流状况获得一定程度改善；但香江科技刚性债务规模大且主要为短期债务，公司即期债务偿付压力显著加大，且 IDC 业务后续资本性支出压力大。

1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016-2017 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告；天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 年财务报表进行了审计，出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表以持续经营假设为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》及其后颁布和修订的具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定编制。2018 年，根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会【2018】15 号）的相关规定，公司对财务报表格式进行调整；同时，公司进行应收款项会计估计变更，变更应收款项账龄区间和部分账龄的坏账准备计提比例，增加当期净利润 606.61 万元。

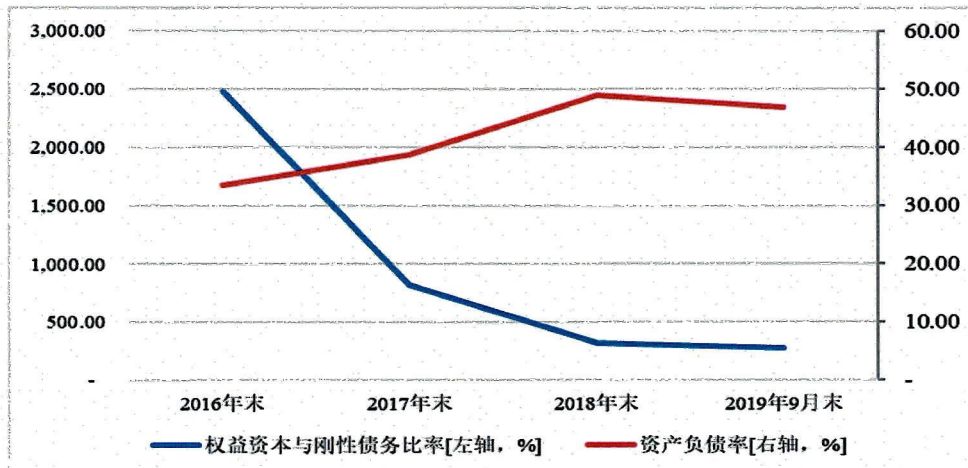
2019 年度，该公司非同一控制下合并增加子公司 6 家，分别为香江科技、镇江威熙建筑工程有限公司、江苏鼎锐尚建设工程有限公司、盐城腾如建设工程有限公司（简称“盐城腾如”）、盐城世立锐建设工程有限公司和镇江兮之信建设工程有限公司；新设子公司 2 家，分别为申江通科技和镇江益鼎建

筑工程有限公司；注销镇江威熙建筑工程有限公司，转让盐城腾如¹⁰全部股权。截至 2019 年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共 17 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 22. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据城地股份所提供数据绘制。

该公司工程施工业务主要面向房地产领域，垫资金量大且结算周期长。随着业务规模的扩大，近年来公司资金需求不断增加，负债规模也较快速扩大。2016~2018 年末负债总额分别为 3.42 亿元、4.77 亿元和 8.23 亿元；资产负债率分别为 33.35%、38.73%和 48.90%，财务杠杆水平持续上升，但仍处于合理范围。

从权益资本方面来看，该公司经营积累情况良好，资本实力逐步增强，2016~2018 年末所有者权益总额分别为 6.83 亿元、7.54 亿元和 8.60 亿元。但同期债务规模随着经营扩张而更快增长，权益资本对刚性债务的覆盖程度逐年下降至 2018 年末的 3.20 倍。

受以发行股份为主的方式并购香江科技影响，该公司 2019 年 9 月末资本公积较年初增加 18.34 亿元¹¹，权益资本实力得到增强，资产负债率也较年初下降 2.01 个百分点至 46.89%。但香江科技刚性债务规模较大且占比高，导致期内并表口径刚性债务增加 10.96 亿元，期末权益资本对刚性债务的覆盖倍数降至 2.25 倍。

该公司分红力度较大，2016-2017 年及 2019 年上半年度分别以现金方式向全体股东派发股利（含税）0.11 亿元、0.21 亿元和 0.15 亿元，分别占当期归属于母公司所有者权益净利润的 19.50%、31.03%和 11.89%。根据 2020 年

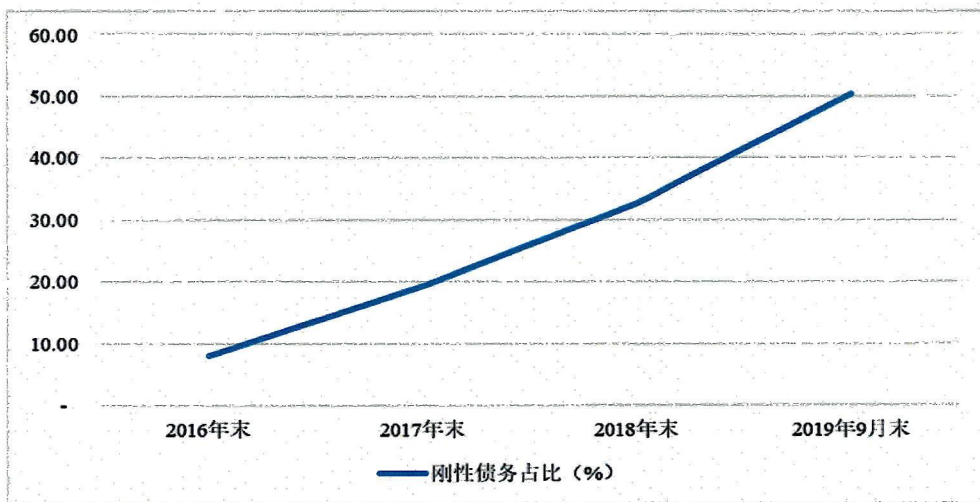
¹⁰ 2019 年 9 月 4 日，该公司以 20 万元交易对价收购盐城腾如 100%股权。2019 年 12 月公司将盐城腾如转让给江苏硕海电气工程有限公司，不再纳入合并范围。

¹¹ 2019 年 4 月，该公司发行股份购买香江科技 100.00%股权，股份对价总额为 19.51 亿元，增加股本 1.13 亿元，增加资本公积 18.38 亿元。

1月4日发布的《上海城地香江数据科技股份有限公司未来三年(2020年-2022年)股东分红回报规划》:在满足公司正常资金需求、并有足够现金用于股利支付的情况下,优先采取现金方式分配股利;在保证足额现金分红及公司股本规模合理的前提下,可以在公司营收增长快速、且董事会认为公司股票价格与公司股本规模不匹配时采用发放股票股利方式进行利润分配,具体分红比例由公司董事会审议通过后,提交股东大会审议决定;2020-2022年进行利润分配时,在满足现金分红条件的情况下,现金分红在当年利润分配中所占比例不低于20%。截至2019年9月末,公司所有者权益总额为30.71亿元,其中未分配利润为5.42亿元。

(2) 债务结构

图表 23. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 前三季度末
刚性债务 (亿元)	0.28	0.92	2.69	13.64
应付账款 (亿元)	2.79	2.45	3.96	6.58
预收账款 (亿元)	--	--	--	0.76
其他应付款 (亿元)	0.002	0.85	0.59	4.32
长期应付款 (亿元)	--	--	--	2.60
刚性债务占比 (%)	8.06	19.33	32.64	50.33
应付账款占比 (%)	81.53	51.45	48.08	24.28
预收账款占比 (%)	--	--	--	2.81
其他应付款占比 (%)	0.05	17.80	7.21	15.92
长期应付款占比 (%)	--	--	--	9.59

资料来源:根据城地股份所提供数据绘制。

注:本文所指“其他应付款”不包含应付利息和应付股利。

从债务期限结构看,该公司负债以流动负债为主,近三年期末长短期债务比分别为4.76%、1.88%和2.38%,债务结构短期化程度高。从债务构成上看,公司债务主要为刚性债务、应付账款、预收账款、其他应付款和长期应付款,2018年末上述科目合计占负债总额的比例为87.93%。

随着业务规模扩大，近年来该公司应付账款波动上升，主要为应付劳务分包款和原料采购款。2018年末公司应付账款余额为3.96亿元，其中一年以内（含1年）的应付账款占比为92.63%；其他应付款主要为代扣代缴款和股份支付确认的回购义务。2017年末公司其他应付款余额较上年末增加0.85亿元，主要系当期实施股权激励确认了回购义务。

2019年9月末，主要因香江科技并表，该公司负债总额增至27.11亿元，较年初增长2.29倍。期内净增短期借款6.18亿元，期末刚性债务余额升至13.64亿元。同期末应付账款较年初增长66.26%至6.58亿元，主要系应付上游材料款；公司除发行股份支付香江科技对价外，尚需支付现金对价3.82亿元计入其他应付款，导致余额较年初大幅增加至4.32亿元。2019年9月末，公司长期应付款余额2.60亿元，系香江科技“上海联通周浦数据中心二期”项目IDC机房设备等融资租赁款。

(3) 刚性债务

图表 24. 公司刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2016年末	2017年末	2018年末	2019年前三季度末
短期刚性债务合计	0.20	0.92	2.69	11.04
其中：短期借款	0.20	0.90	2.08	8.26
应付票据	--	0.03	0.61	2.73
中长期刚性债务合计	0.08	--	--	2.60
其中：长期借款	0.08	--	--	--
综合融资成本（年化，%）	5.60	4.83	3.68	--

资料来源：根据城地股份所提供数据整理。

2016~2018年末，该公司刚性债务余额分别为0.28亿元、0.92亿元和2.69亿元，其中2018年短期借款增加明显，主要系工程施工业务扩张过程中经营占款增加所致。2017~2018年公司无中长期刚性债务，短期刚性债务主要由短期银行借款和应付票据构成。

该公司2019年9月末刚性债务余额快速上升至13.64亿元，主要系新纳入并表范围的香江科技短期银行借款及应付融资租赁规模较大。公司刚性偿债规模显著，且较集中于短期借款，面临较大的即期偿付压力。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年前三季度
营业周期（天）	420.87	356.27	331.55	--
营业收入现金率（%）	90.09	71.57	72.94	88.69

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年 前三季度
业务现金收支净额（亿元）	-0.01	-1.02	-1.20	1.95
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.47	-0.34	-0.73	-2.68
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-0.48	-1.36	-1.93	-0.73
EBITDA（亿元）	0.69	0.97	1.06	--
EBITDA/刚性债务（倍）	1.78	1.63	0.59	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	31.74	33.66	15.98	--

资料来源：根据城地股份所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司工程施工业务下游客户多为房地产开发企业，2017年之前账期与建筑行业惯例基本一致，竣工决算前能够收款60%~80%，竣工决算完毕收款至95%。2016年公司营业收入现金率为90.09%，尚处于合理水平。但近两年来，一方面融资政策进一步收紧导致房地产开发企业资金链承压并传导至施工企业，账期进一步拉长且部分工程款由现金改为票据结算；另一方面公司在江浙地区市场拓展力度加大，垫资程度加深，综合影响之下主业现金获取能力持续弱化。2017~2018年，公司营业收入现金率分别为71.57%和72.94%。公司2016~2018年经营现金收支净额分别为-0.01亿元、-1.02亿元和-1.20亿元。

该公司收购的香江科技所从事的业务主要面向电信及互联网企业，收款情况较好，并表后公司营业收现水平有所提升，2019年前三季度营业收入现金率为88.69%，营业现金收支净额为1.95亿元，但经营性现金仍继续呈现净流出状态，主要系支付其他与经营活动有关现金3.25亿元所致，包括支付的销售与管理费用1.22亿元，往来款2.02亿元。

该公司EBITDA主要由利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧构成，2018年占比分别为84.27%、6.26%和9.21%。近年来公司EBITDA随着利润总额和利息支出规模的增长而扩大，但增幅小于刚性债务，EBITDA对刚性债务的覆盖程度逐年降低。

（2）投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年 前三季度
回收投资与投资支付净流入额	--	-0.06	--	1.03
其中：理财产品投资回收与支付净额	--	--	--	1.03
其中：与主业有关的投资净额	--	--	--	--
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.26	-0.21	-0.24	-0.23
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.02	0.03	--	0.24

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年 前三季度
投资环节产生的现金流量净额	-0.24	-0.24	-0.24	1.04

资料来源：根据城地股份所提供数据整理。

2016~2018年，该公司主业工程施工主业为轻资产行业，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金规模并不大。2019年前三季度，因纳入并表范围的香江科技期内赎回短期理财产品而收回投资1亿元，公司投资活动产生的现金流量净额转正为1.04亿元。公司IDC业务后续面临的资本性支出压力加大，其中太仓沪太智慧云谷数字科技产业园项目一期计划总投资10.54亿元。

(3) 筹资环节

图表 27. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年1-9 月
权益类净融资额	2.80	0.61	-0.20	-0.27
债务类净融资额	-0.25	0.59	1.12	1.14
其中：现金利息支出	0.02	0.03	0.07	0.33
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.06	--	--	0.11
筹资环节产生的现金流量净额	2.51	1.33	0.91	0.87

资料来源：根据城地股份所提供数据整理。

该公司2016年IPO时募集资金规模为2.76亿元，在近年来的工程施工业务扩张过程中快速消耗，经营环节资金缺口主要通过新增银行借款和商业信用加以弥补。2016~2018年公司分别通过借款取得现金0.58亿元、0.90亿元和2.67亿元。

2019年前三季度，该公司银行借款收到现金大幅增至6.76亿元。收到其他与筹资活动有关现金、支付其他与筹资活动有关现金分别为2.37亿元和2.36亿元，主要为并购的香江科技所产生。

该公司工程施工业务回款压力短期内预计较难改善，预计后续仍存在增量融资需求；IDC业务现金流较好，但香江科技仍面临这自身短期刚性债务偿付压力较大等问题，中短期内难以在现金流层面回补工程施工业务。此外，随着沪太智慧云谷数字科技产业园项目的实施，预计将使得公司融资规模进一步显著扩张。

4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016年末	2017年末	2018年末	2019年 前三季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	9.05	10.91	15.27	34.90
	88.28	88.64	90.68	60.36

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 前三季度末
其中：现金类资产（亿元）	2.48	2.06	1.02	4.79
应收账款（亿元）	2.98	2.97	4.51	15.03
存货（亿元）	3.27	4.79	7.80	10.13
其他应收款	0.19	0.34	0.24	0.59
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	1.20	1.40	1.57	22.92
	11.72	11.36	9.32	39.64
其中：固定资产（亿元）	0.82	0.84	0.86	5.70
在建工程（亿元）	0.05	0.09	0.19	0.53
无形资产（亿元）	0.11	0.10	0.10	1.02
商誉（亿元）	--	--	--	14.64
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.42	0.02	0.29	4.77
受限资产账面余额/总资产（%）	4.08	0.14	1.72	8.25

资料来源：根据城地股份所提供数据整理。

注：现金类资产=期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额。

该公司资产总额近年来随着业务扩张而快速增长，2016~2018 年末分别为 10.25 亿元、12.31 亿元和 16.83 亿元，年复合增长率为 28.19%。受业务规模增长、期末跨期项目增加影响，公司工程施工业务占款快速增加，以应收账款和存货为主的流动资产在总资产中的占比上升 2018 年末的 90.68%。

2018 年末，该公司流动资产合计为 15.27 亿元，其中现金类资产、应收账款、其他应收款和存货合计占比为 88.87%。同年末，现金类资产余额为 1.02 亿元，期内现金存量大幅下降，主要承接项目金额较大、项目营运资金投入增加所致；应收账款余额为 4.51 亿元，较上年末增长 51.99%，主要系业务规模扩大，资金回笼放缓所致；计提坏账准备 0.44 亿元，计提比例 8.82%；存货余额为 7.80 亿元，同比增长 138.98%，主要为原材料和建造合同形成的已完工未结算资产，其中已完工未结算施工产值和原材料账面价值占比分别为 99.01%和 0.99%，未计提存货跌价准备；其他应收款余额为 0.24 亿元，包括投标保证金、履约保证金、押金等。

2016~2018 年，该公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和在建工程构成。公司固定资产主要包含机器设备、房屋及建筑物等，2018 年末账面价值为 0.86 亿元；无形资产主要为土地使用权和软件著作权，年末账面价值为 0.10 亿元。在建工程主要为外岗研发基地项目，该项目为公司首次公开发行时“技术中心”募投项目，该项目预算投入 0.27 亿元，截至 2018 年末累计投入 0.19 亿元。

截至 2019 年 9 月末，该公司资产总额 57.82 亿元，较年初增长 2.43 倍，主要系香江科技并表所致。同期末，公司货币资金较年初增加 3.76 亿元；应收账款 15.03 亿元，较上年同期末增长 233.30%，主要是应收地基工程款、IDC 系统集成工程款及应收 IDC 相关设备货款；存货账面价值分别为 10.13 亿元，

较上年同期末增长 29.98%，其中已完工未结算合同资产 7.15 亿元；固定资产账面价值 5.70 亿元，较上年同期末增长 559.70%，其中房屋建筑物净值 1.38 亿元，机器设备净值 4.22 亿元，成新率分别为 84.22%和 65.73%；因并购香江科技形成商誉 14.64 亿元，目前尚未发生减值。

截至 2018 年末，该公司受限货币资金余额 0.29 亿元，系银行承兑汇票及履约保函保证金。2019 年前三季度末，公司账面价值总额为 2.34 亿元货币资金受限，主要为票据保证金和保函保证金；2.43 亿元应收票据因用于贷款抵押受限。

5. 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 前三季度末
流动比率 (%)	277.29	233.18	189.85	144.92
速动比率 (%)	175.95	129.90	91.86	97.32
现金比率 (%)	76.08	44.03	12.74	19.90

资料来源：根据城地股份所提供数据整理。

近年来，该公司业务规模扩大，而短期债务增加，流动性趋紧但仍处于合理水平，2016~2018 年，公司流动比率分别为 277.29%、233.18%和 189.85%。受制于存货规模过大，同期末速动比率分别为 175.95%、129.90%和 91.86%。2018 年末，公司货币资金存量较上年同期减少 49.03%，期末现金比率下降至 12.74%，即期偿付存在一定压力。2019 年 4 月并购完成后，香江科技大量短期债务并表，9 月末，公司流动比率进一步降至 144.92%。

6. 表外事项

截至 2019 年末，该公司涉及两宗诉讼，均尚未了结。一宗为公司作为原告起诉上海金闵房地产开发有限公司，具体事由为上海金闵房地产开发有限公司开具 1,400 万元商业承兑汇票无法兑付，该案件一审尚未开庭。第二宗为上海航源机电设备安装有限公司起诉公司下属全资子公司上海启斯，上海启斯与“周浦二期数据中心项目 35kV 变电站供电配套工程”承包方——上海航源机电设备安装有限公司就 249 万元工程款支付事宜产生纠纷，该案件一审尚未开庭。上述两宗案件涉及金额相对较小，对公司正常经营影响较小。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司传统业务地基与基础工程的主要经营主体为母公司。母公司流动资产集中在货币资金、应收票据、应收账款和存货科目，2018 年末余额分别为 1.02 亿元、1.03 亿元、4.48 亿元和 7.78 亿元，合计占流动资产余额 93.69%；非流动资产主要系固定资产和在建工程，期末余额分别为 0.86 亿元和 0.19 亿元。同年末，母公司刚性债务主要为 2.08 亿元的短期借款，偿付压力可控。

2018年，母公司营业收入延续快速增长态势，当期实现营业收入12.59亿元，净利润0.77亿元；而垫资规模也相应扩大，经营性现金流持续净流出，当期净流出1.93亿元，投资活动现金净流出0.24亿元，筹资活动现金净流入0.91亿元。2019年公司并购香江科技，9月末母公司长期股权投资余额由年初的0.14亿元增至24.22亿元。同期末，母公司总资产增至43.67亿元。2019年前三季度，母公司实现营业收入11.14亿元，盈利水平有所提升，当期实现净利润1.07亿元。现金流方面，母公司经营性现金净流入0.76亿元，投资性现金净流出1.04亿元，筹资性现金净流入0.42亿元。

外部支持因素

截至2019年9月末，该公司合并口径获得银行综合授信额度总额16.90亿元，其中已使用授信额度为12.82亿元，尚未使用的授信额度为4.08亿元，后续融资空间有限。

图表 30. 截至2019年9月末母公司授信及使用情况（单位：万元）

银行	授信额度	已使用额度
南京银行	8,000.00	7,220.32
中信银行	6,000.00	6,000.00
招商银行	6,000.00	3,662.80
光大银行	10,000.00	4,492.27
浦发银行	6,000.00	4,477.37
宁波银行	10,000.00	4,165.75
兴业银行	10,000.00	9,551.43
合计	56,000.00	39,569.94

资料来源：根据城地股份所提供数据整理。

图表 31. 截至2019年9月末香江科技授信及使用情况（单位：万元）

公司名称	银行授信	授信额度	已贷款金额
上海启斯	中信金融	37,500.00	25,640.98
香江科技	大港中信	22,000.00	15,000.00
香江科技	交通银行	10,000.00	10,000.00
香江科技	民生扬中	8,000.00	8,000.00
香江科技	南京银行	4,000.00	4,000.00
香江科技	浦发扬中	9,000.00	9,000.00
香江科技	中行扬中	15,000.00	15,000.00
香江云动力	华夏大港	3,000.00	2,000.00
香江云动力	江苏银行	4,500.00	—
合计		113,000.00	88,640.98

资料来源：根据香江科技所提供数据整理。

债项信用分析

1. 本次债券特定条款

本次发行的可转换公司债券期限为 6 年，转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。本次可转换公司债券设置了赎回条款、回售条款。其中回售条款约定，本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司（具体条款请参见债项概况）。回售条款的设置，使公司面临一定的提前偿付压力。。

2. 其他偿付保障措施

2016~2018 年及 2019 年前三季度，该公司分别实现营业收入 5.66 亿元、8.13 亿元、12.60 亿元和 20.21 亿元，净利润 0.55 亿元、0.66 亿元、0.72 亿元和 2.50 亿元。同期，公司权益资本对刚性债务的覆盖程度保持较高水平，分别为 24.81 倍、8.19 倍、3.20 倍和 2.25 倍，可为本次债券的还本付息提供一定保障。

评级结论

该公司是民营控股上市公司，股权结构清晰但较分散。公司内部组织架构与控制体系设置较为合理，经营管理方面规章制度较为严密且具可执行性，可为各项经营活动的顺利开展提供基本保障。2019 年 4 月，公司收购香江科技全部股权，目前已控制香江科技董事会、监事会，并向香江科技委派财务经理，基本实现了对香江科技的控制。公司还与香江科技签订业绩对赌协议，如承诺期（2018 年~2020 年）完不成业绩承诺可更换总经理。公司跨业并购香江科技后续管理整合进展与效果仍有待观察。

该公司在传统主业地基与基础工程服务领域拥有多项专利及国家级工法，在上海区域拥有一定竞争实力，2016 年成功上市后经营规模快速增长，并将业务拓展至江浙等地区。2019 年公司跨业并购的香江科技 IDC 业务链较完整，与三大运营商及知名 IT 企业长期合作，IDC 业务规模呈现快速增长态势。公司盈利主要来自主业，并在香江科技并表后显著提升。但仍需关注到公司工程施工业务资金占用及回款风险持续加大，跨业并购香江科技的整合效果与 IDC 业务需求不达预期等风险。近年来公司工程施工业务规模扩张较快，但经营环节资金占用压力随之增大。尽管受益于较好的经营积累，公司财务杠杆仍控制在较合理水平，但经营环节现金流状况持续较差，盈利质量不高，商业信用及融资依赖度不断上升。2019 年 4 月完成并购的香江科技 IDC 业务资金回笼较及时，公司经营性现金流状况获得一定程度改善；但香江科

技刚性债务规模大且主要为短期债务，公司即期债务偿付压力显著加大，且 IDC 业务后续资本性支出压力大。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

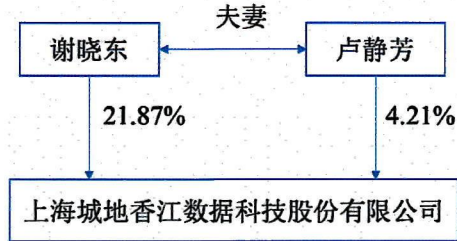
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

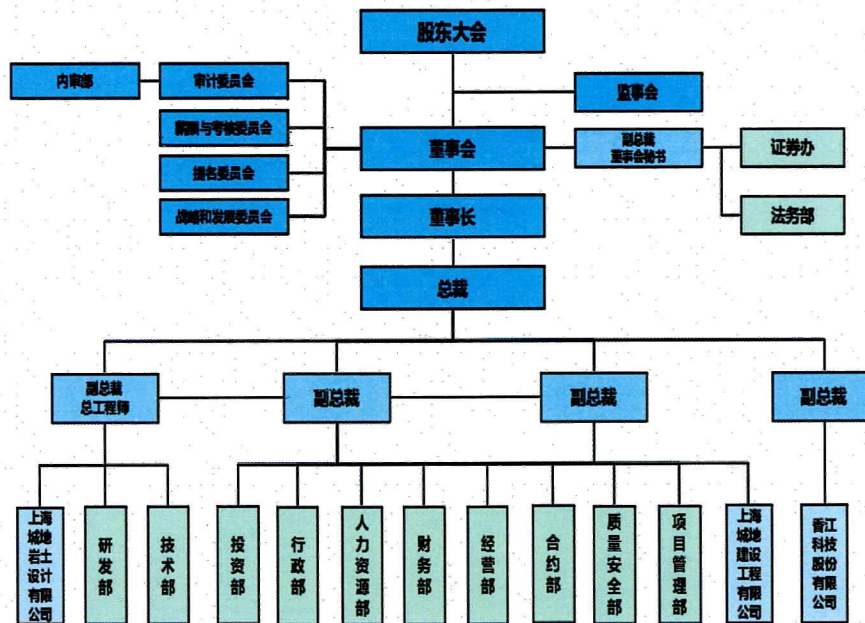
公司与实际控制人关系图



注：根据城地股份提供的资料绘制（截至 2020 年 2 月 4 日）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据城地股份提供的资料绘制（截至 2019 年末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018 年末主要财务数据 (亿元)					
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金流量 (亿元)	EBITDA (亿元)
上海城地香江数据科技股份有限公司	城地股份	本级	--	地基与基础工程	2.69	8.60	12.60	0.72	-1.93	1.06
香江科技股份有限公司	香江科技	核心子公司	100.00	IDC	6.59	7.53	8.10	1.46	-2.85	2.77

注：根据城地股份 2018 年度审计报告及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 前三季度
资产总额 [亿元]	10.25	12.31	16.84	57.82
货币资金 [亿元]	2.37	2.01	1.02	4.26
刚性债务[亿元]	0.28	0.92	2.69	13.64
所有者权益 [亿元]	6.83	7.54	8.60	30.71
营业收入[亿元]	5.66	8.13	12.60	20.21
净利润 [亿元]	0.55	0.66	0.72	2.50
EBITDA[亿元]	0.69	0.97	1.06	—
经营性现金净流量[亿元]	-0.48	-1.36	-1.93	-0.73
投资性现金净流量[亿元]	-0.24	-0.24	-0.24	1.04
资产负债率[%]	33.35	38.73	48.90	46.89
权益资本与刚性债务比率[%]	2,480.56	818.76	320.14	225.05
流动比率[%]	277.29	233.18	189.85	144.92
现金比率[%]	76.08	44.03	12.74	19.90
利息保障倍数[倍]	28.28	30.63	14.47	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	420.87	356.27	331.55	—
毛利率[%]	19.55	18.78	18.39	26.10
营业利润率[%]	10.54	9.83	7.14	14.31
总资产报酬率[%]	7.18	7.84	6.60	—
净资产收益率[%]	10.70	9.24	8.94	—
净资产收益率*[%]	10.70	9.24	8.94	—
营业收入现金率[%]	90.09	71.57	72.94	88.69
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	-14.71	-34.14	-30.39	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-21.12	-38.93	-33.39	—
EBITDA/利息支出[倍]	31.74	33.66	15.98	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.78	1.63	0.59	—

注：表中数据依据上海城地香江数据科技股份有限公司经审计的2016~2018年度及未经审计的2019年第三季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人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级	发行人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级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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级	发行人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级	发行人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级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年6月）
- 《建筑施工行业信用评级方法（2018版）》（发布于2018年4月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。



营业执照

统一社会信用代码 91310110132206721U

证照编号 10000000201608180124

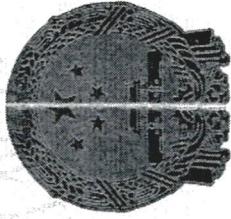
名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
类型 有限责任公司(国内合资)
住所 上海市杨浦区控江路 1555 号 A 座 103 室 K-22
法定代表人 朱荣恩
注册资本 人民币 3000.0000 万元整
成立日期 1992 年 7 月 30 日
营业期限 1992 年 7 月 30 日至 不约定期限
经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供
投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2016年 08 月 18 日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：朱荣恩

注册地址：上海市杨浦区控江路1555号A座103室K—22

编号：ZPJ003

中国证券监督管理委员会(公章)

2012年11月2日



仅限于上海城地香江数据科技股份有限公司公开
发行可转换公司债券使用

中国证券业执业证书



姓名：宋映瑶

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号：R0070214030003

执业注册记录



证书取得日期 2014-03-29



2018年11月19日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

仅限于上海城地香江数据科技股份有限公司开发

行可转换公司债券使用

执业注册记录



姓名：高珊

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号：R0070219020003



证书取得日期 2019-02-23



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。