

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

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020)101353】

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

城地转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2020年8月27日

首次评级: AA/稳定/AA/2020年3月2日

主要财务数据及指标

项 目	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	2.00	1.02	1.59	1.79
刚性债务	0.92	2.69	3.94	5.88
所有者权益	7.64	8.75	31.03	31.32
经营性现金净流入量	-1.28	-1.93	0.63	0.53
合并口径数据及指标:				
总资产	12.31	16.84	63.46	60.73
总负债	4.77	8.23	30.29	26.80
刚性债务	0.92	2.69	14.59	15.79
所有者权益	7.54	8.60	33.17	33.93
营业收入	8.13	12.60	29.24	5.18
净利润	0.66	0.72	3.31	0.74
经营性现金净流入量	-1.36	-1.93	1.44	-0.10
EBITDA	0.97	1.06	4.89	—
资产负债率[%]	38.73	48.90	47.73	44.12
权益资本与刚性债务 比率[%]	818.76	320.14	227.28	214.95
流动比率[%]	233.18	189.85	144.27	166.69
现金比率[%]	44.03	12.74	25.99	25.81
利息保障倍数[倍]	30.63	14.47	8.32	—
净资产收益率[%]	9.24	8.94	15.86	—
经营性现金净流入量与流 动负债比率[%]	-34.14	-30.39	8.13	—
非筹资性现金净流入量与 负债总额比率[%]	-38.93	-33.39	5.03	—
EBITDA/利息支出[倍]	33.66	15.98	9.54	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.63	0.59	0.57	—

注:根据城地股份经审计的2017~2019年及未经审计的2020年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

宋映瑶 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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对上海城地香江数据科技股份有限公司(简称“城地股份”、发行人、该公司或公司)及其发行的城地转债的跟踪评级反映了2019年以来城地股份在主业经营、行业前景及财务杠杆等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在资金回笼、市场竞争、资产减值及即期债务偿付等方面继续面临压力。

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。**伴随资本实力增强,尽管负债规模增长,城地股份财务杠杆水平依然控制在合理范围内。

主要风险:

- **工程施工业务回款压力大。**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,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IDC业务主要围绕上述头部企业提供产品、系统集成等服务,市场地位有限。
- **并购整合挑战。**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挑战。

- **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。

➤ 未来展望

通过对城地股份及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA-主体信用等级，评级展望为稳定，认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 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

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照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（简称“城地转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据城地股份提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对城地股份的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经证监会出具的《关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的批复》（证监许可[2020]1178 号）核准，该公司于 2020 年 7 月 28 日公开发行可转换公司债券 12.00 亿元，募集资金净额 11.93 亿元。该债券转股期为 2021 年 2 月 4 日至 2026 年 7 月 27 日。截至本报告出具日，公司已使用 3.50 亿元补充流动资金。

图表 1. 公司存续期债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限(年)	发行利率(%)	起息日期	本息兑付情况
城地转债	12.00	6	第一年 0.4%、第二年 0.6%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 2.0%、第六年 3.0%	2020-7-28	未到期

资料来源：城地股份

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年初以来，新冠肺炎疫情对全球经济造成了严重影响，后期修复周期漫长，中美关系等地缘政治问题进一步增加了全球经济的不确定性，我国经济发展面临的外部环境在未来一段时期内将持续呈复杂多变的状态，经济增长压力依然较大。我国疫情防控和经济恢复均走在世界前列，在一揽子宏观政策推动下预计我国经济将持续修复；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，经济基本面仍有望

长期向好。

2020年初以来，新冠肺炎疫情在全球范围内传播对全球经济造成了严重影响，国际贸易、投资萎缩，后期的修复将经历一个漫长的周期，且主要经济体的修复进程将呈现步调不一。经济衰退下，主权债务风险特别是新兴经济体的主权债务风险上升；全球性的货币政策宽松在缓解流动性风险和市场的悲观情绪的同时，助推美欧权益市场反弹明显，潜在的资产泡沫风险较大；而美国金融监管的放松，长期内会导致金融脆弱性进一步上升。全球疫情防控形势依然严峻，中美关系不稳定以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧进一步增加了全球经济的不确定性，我国经济发展面临的外部环境严峻、复杂多变。

我国疫情防控和经济恢复均走在世界前列，供需两端持续改善，而需求的好转弱于供给，物价指数回落较快、失业率处于高位，经济发展面临的压力依然较大。其中，在汽车等促消费政策的拉动下，商品零售降幅持续收窄，就业压力的缓解以及居民对疫情担忧心理的消除是后期消费重回正增长的关键；制造业投资表现疲弱，房地产开发投资回升，专项债资金的到位有利于基建发力并带动整体投资回稳；在外需缩减以及贸易环境不稳定的情况下，对外贸易面临的压力与挑战较大。规模以上工业企业的生产活动恢复节奏较快，工业结构转型升级成效正在逐步体现，其中高技术制造、设备制造以及新产品生产等表现强劲，但在需求不佳的情况下，工业企业存货压力上升、经营性现金回笼不畅，整体工业企业面临的经营管理压力仍较大。

为应对前所未有的风险挑战和稳住“经济基本盘”，各类宏观政策的调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，提高财政赤字率、重启特别国债并增加专项债规模，增加的资金直达地方、财政支出聚焦基本民生和重点领域，为经济社会稳定保驾护航；明显提高政府债务水平是非常时期的特殊举措，地方政府债务风险依然总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，随着经济的持续修复适时适度调整力度和节奏，结构性货币政策工具成为主要政策选项，更加强调直达和精准调控，缓解经济实体特别是中小微企业融资压力，并进一步引导融资成本下降。金融监管力度加强，打击资金“空转”套利，让资金真正流入实体、服务实体，金融系统的资本补充有利于提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

本次疫情是人类历史上规模最大的一次公共卫生事件，对全球经济已然产生了重大冲击，而对国际社会乃至国际秩序的影响尚待观察，这意味着我国经济社会发展的外部环境将在一定时期内持续呈复杂且多变的态势。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，短期内，预计在一揽子宏观政策推动下我国经济将持续呈修复态势；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业因素

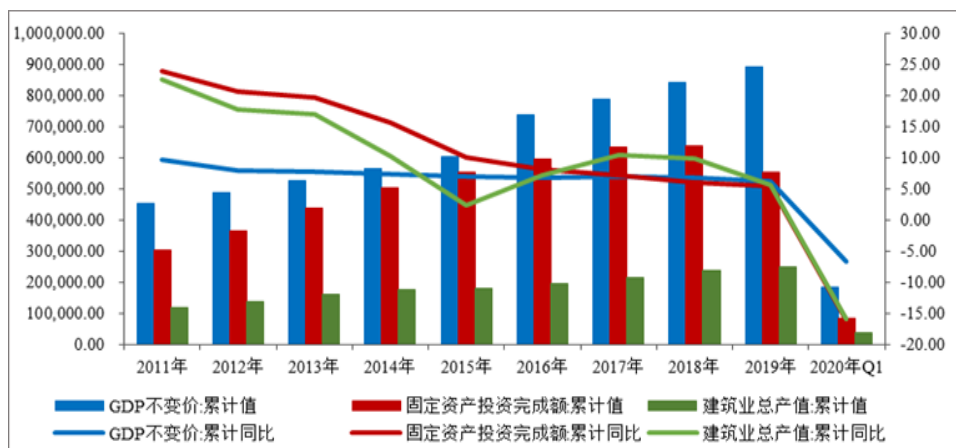
地基与基础工程行业

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，建筑工业总产值增速亦不断承压。2019年，全国实现国内生产总值89.16万亿元，累计完成固定资产投资55.15万亿元¹，分别同比增长6.1%和5.4%，增速均较上年下降0.5个百分点。同年，建筑工业完成总产值24.84万亿元，同比增长5.68%，增速较上年回落4.19个百分点，降至2016年以来最低点。

2020年初，我国爆发新冠肺炎疫情，为防止疫情扩散，出台延长春节假期、社区封闭管理、居家隔离等措施，同时各省级住建厅发布指导性的延后复工通知。受疫情影响，2020年第一季度我国GDP同比下降6.8%。同期，固定资产投资完成额和建筑业总产值分别为8.41万亿元和3.59万亿元，分别同比下降16.10%和16.00%。二季度经济增长由负转正，主要指标恢复性增长，经济运行稳步复苏，1-6月国内生产总值4.57万亿元，同比下降1.6%。分季度看，一季度同比下降6.8%，二季度同比增长3.2%。同期全国固定资产投资完成额和建筑业总产值分别为28.16万亿元和10.08万亿元，同比分别下降3.1%、0.76%，降幅比1-3月份收窄13个百分点和15.24个百分点。

图表 2. 2011 年以来我国 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年以来，国内外经济形势严峻、复杂，在地方政府债务去杠杆、房地产行业维持高压调控政策、金融监管趋严、信用政策收紧等因素综合作用下，房建和基础设施建设等固定投资意愿降低，建筑行业景气度亦承压。2017~2019年，建筑行业新签合同额分别为25.47万亿元、27.29万亿元和28.92万亿元，新签合同额总体保持增长，但增速呈下滑态势。2020年第一季度，受疫情影

¹ 根据第四次全国经济普查、统计执法检查 and 统计调查制度规定，对2018年固定资产投资数据进行修订，2019年增速按可比口径计算。

响经济停滞，建筑行业新签合同额同比下降 14.76%。第二季度建筑行业生产经营秩序恢复，1-6 月建筑行业新签合同额为 12.60 亿元，较上年同期增长 4.73%。长期来看，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，近期伴随基建托底的一系列政策及规划加快落地，基建项目投资逐步回暖，基础设施建筑施工企业发展前景仍然稳固。

图表 3. 建筑施工行业概况

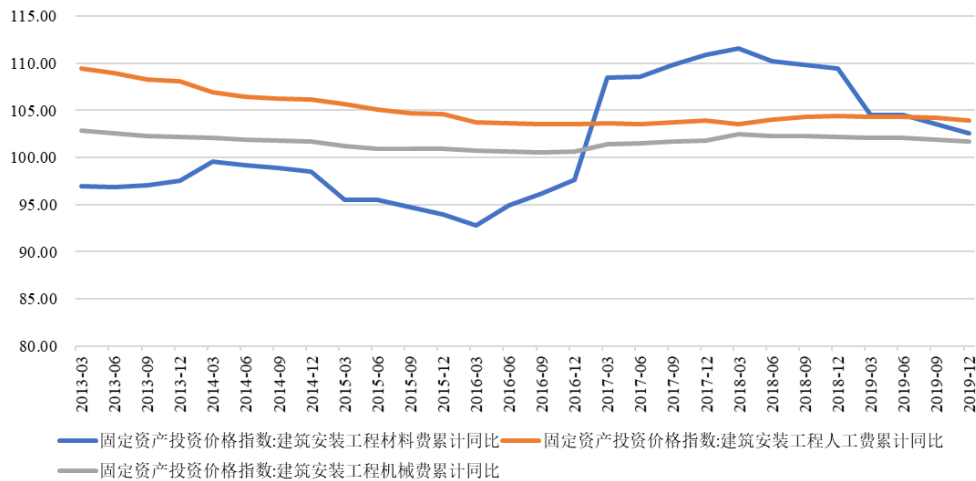
指标	单位	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一 季度	2020 年上 半年度
新签合同额	万亿元	21.28	25.46	27.29	28.92	4.71	12.60
新签合同额累计同比	%	15.38	19.70	7.14	6.00	-14.76	4.73

数据来源：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，2019 年建筑行业农民工月均收入为 4,567 元，同比增长 8.5%。

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。

受疫情影响，房地产相关指标均明显下降，2020 年第一季度，我国房地产销售面积为 21,978.32 万平方米，销售额为 2.04 万亿元，分别同比下跌 26.30% 和 24.70%。截至 2020 年 3 月末，我国商品房待售面积升至 52,727 万平方米，同比上涨 2.10%。投资方面，第一季度完成房地产开发投资 2.20 万亿元，同比增长-7.70%。同期，房屋新开工面积同比下降 22.60%，增速较上年同期下降 39.10 个百分点。2020 年第二季度，新冠疫情得到较好控制，房地产行业景气正逐步恢复。1-6 月，全国房地产销售面积 69,404 万平方米，同比下降 8.4%，降幅比 1-5 月份收窄 3.9 个百分点；6 月末，商品房待售面积 51,081 万平方米。房地产开发投资 62,780 亿元，同比增长 1.9%，投资增速与 1-5 月相比，由负转正；房屋新开工面积 97,536 万平方米，下降 7.6%，与 1-5 月相比降幅收窄 5.2 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。

2019，上海市完成房地产开发投资 4,231.38 亿元，较上年增长 4.9%。从房屋类型看，住宅投资 2,318.13 亿元，比上年增长 4.1%；办公楼投资 689.36 亿元，下降 0.5%；商业用房投资 457.23 亿元，下降 0.9%。同期房屋在建规模基本稳定，房屋施工面积为 14,802.97 万平方米，比上年增长 0.9%，其中住宅施工面积 7,446.43 万平方米，下降 1.0%。在商办项目开工量低位回升的带动下，上海市房屋新开工面积较快增长。全部房屋新开工面积 3,063.44 万平方米，比上年增长 14.0%。其中，住宅新开工面积 1,572.90 万平方米，增长 6.8%；商办新开工面积 675.70 万平方米，增长 30.5%。2019 年，上海新建商品房销售面积 1,696.34 万平方米，比上年下降 4.0%，其中，住宅销售面积 1,353.70 万平方米，增长 1.5%；办公楼销售面积 100.83 万平方米，下降 31.4%；商业营业用房销售面积 88.48 万平方米，下降 13.0%。从近十年数据看，新建商品房销售面积仍处于历史低位，为 2010 年以来的次低值，仅略高于 2017 年销售水平。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。

2020 年以来，受新型冠状病毒疫情的影响，上海市房地产行业受到一定的冲击，随着国内疫情逐步控制，上海市房地产市场逐步恢复。上半年度房地产开发投资较上年同期增长 7.0%，商品房新开工面积和商品房竣工面积均较上年同期有所增长，扭转了一季度负增长的态势；新建商品房销售面积较上年同期下降 12.6%。随着疫情逐步控制，预计后续房地产市场将继续得到

改善。

B. 政策环境

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。2018年初，住房和城乡建设部（简称“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，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》，进一步强调完善和强化工程建设项目审批和管理体系。2019年12月，住建部和国家应急管理部联合印发《关于加强建筑施工安全事故责任企业人员处罚的意见》，严格落实建筑施工企业主要负责人、项目负责人和专职安全生产管理人员等安全生产责任。

为稳定经济增长，促进基建投资，2019年国家加速专项债发行、审批并允许专项债用作符合条件的重大项目资本金、降低基建重点领域项目最低资本金比例等举措推动已批复项目的投资落地。2020年以来，为对冲疫情对经济造成的冲击，相关部门密集出台一系列宏观调控措施：积极的财政政策要更加积极有为，出台阶段性减税降费政策；稳健的货币政策要更加灵活适度，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本。同时，我国地方政府专项债发行使用进一步加快。5月6日，国务院常务会议提出，在年初已发行地方政府专项债1.29万亿元的基础上，再提前下达1万亿元专项债新增限额，力争5月底发行完毕。此前下达的专项债投向了交通基础设施、市政和产业园基础设施等七大领域。新一批专项债将体现疫情防控需要和投资领域需求变化，如国家重大战略项目；增加城镇老旧小区改造领域，允许地方投向应急医疗救治、职业教育、城市供热供气等市政设施项目；加快建设5G网络、数据中心、人工智能等新型基础设施。

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。截至2019年末，全国共有建筑业企业103,814个，同比增长8.82%。其中，国有及国有控股建筑业企业6,927个，较年初增加47个，占建筑业企业总数的6.67%。同年末，建筑业从业人数5,427.37万人，同比下降2.44%。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

指标	单位	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末
企业数量	家	81,141	80,911	83,017	88,059	95,400	103,814
从业人数	万人	4,960.60	5,003.40	5,185.24	5,536.90	5,563.30	5,427.37

数据来源：国家统计局、Wind

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。近年来水泥、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。

2020 年新冠疫情蔓延至全球，国内疫情得到控制但境外病毒的输入仍需防控，工地项目的防控措施或长期持续，防疫成本提升，此外项目赶工期亦将提高项目成本，对国内建筑施工企业整体成本控制或构成挑战。

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。

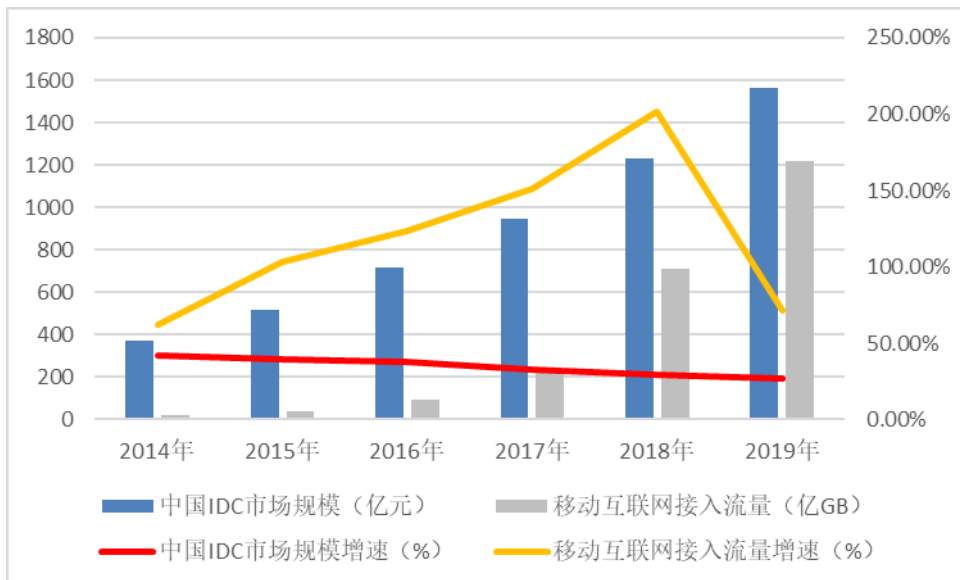
IDC 行业

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 布局向北上广周边区域扩散。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方面的全方位服务。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，近六年我国移动互联网接入流量不断增长，2019 年达 1,220 亿 GB，同比增长 71.59%，增速较上年收窄 116.7 个百分点。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 1,562.5 亿元，同比增长 27.2%，增速放缓 2.6 个百分点，市场规模绝对值相比 2018 年增长超过 300 亿元。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，未来新增需求则将集中体现在 5G、物联网、VR/AR 等新兴应用的广泛兴起，更多应用场景、更加复杂的数据结构以及更加频繁的数据处理及信息交互将推动 IDC 市场规模的增长。同时，2020 年初，全国新型冠状病毒疫情防控期间，政府和企事业单位积极推行科技防疫、远程办公、远程教育、电商生活等措施，培育了大量新兴客户需求，带动中国 IDC 行业客户需求急剧增加。预计 2022 年，中国 IDC 业务市场规模将超过 3,200.5 亿元，同比增长 28.8%³，IDC 业务市场将进入新一轮增长期。

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，其中以云计算、网络视频、电子商务、网络游戏为代表的互联网行业仍占据中国 IDC 业务市场主要市场份额，而随着信

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。

息化转型加快，以金融、制造等为代表的传统行业的市场份额将逐年扩大。中国信息通信研究院于 2020 年 7 月公布的《云计算发展白皮书（2020）》显示，2019 年我国云计算整体市场规模为 1,334 亿元，增速 38.6%；其中公有云市场规模达到 689 亿元，较上年增长 57.6%，2020-2022 年预计仍处于高速增长阶段，2023 年市场规模将超过 2,300 亿元，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，2019 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。2020 年 3 月，中央首次定调推进新建和 IDC 发展，提出要“加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，要注重调动民间投资积极性”，相关扶持政策密集出台，落地节奏大幅加快。

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。
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证备案管理，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，促进全国各地区数据中心供需对接。
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。
2020.1	工信部	《2020 年工业节能监察重点工作计划》	明确 2020 年将围绕重点工作，深入开展专项节能监察，包括：重点高耗能行业能耗专项监察、数据中心能效专项监察等。

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 PUE 值在 1.4 以上的数据中心不享有能源消费的支持，PUE 值低于 1.25 的数据中心则可享受能源消费量 40% 以上的支持。2020 年 3 月，在中央政府明确推进“新

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。

基建”建设后，地方政府纷纷出台鼓励 IDC 项目部署的政策和办法，一线城市对 IDC 项目能耗指标审批短期内有放开的趋势。2020 年 5 月，上海市明确指示统筹全市能耗指标，向 IDC 项目适当倾斜，区域内 IDC 项目能耗指标放开趋势明确。2020 年 6 月，北京市发布相关政策，聚焦 IDC 产业供给侧改革，促进小规模、低效率的零散 IDC 向集约型、高效率 IDC 转变。

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。
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；PUE 值在 1.4 以上的数据中心不享有能源消费的支持，PUE 值低于 1.25 的数据中心则可享受能源消费量 40% 以上的支持。
2020.5	上海市人民政府	《上海市推进新型基础设施建设行动方案（2020-2022）》	统筹好全是工业用能指标，向具有重要功能的互联网数据中心建设项目作适当倾斜，研究继续新增一批互联网数据中心机架数，持续优化云计算基础设施布局。
2020.6	广东省工业和信息化厅	《广东省 5G 基站和数据中心总体布局规划（2021-2025 年）》	推进数据中心从存储型到计算型的供给侧结构性改革，加强存量数据中心绿色化改造，鼓励数据中心企业高端替换、增减挂钩、重组整合。
2020.6	北京市发改委	《北京市加快新型基础设施建设行动方案（2020-2022 年）》	到 2020 年底，上架率达到 65% 以上，规划建设在用折合标准机架数累计约 47 万个。

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《2020-2025 年中国 IDC 行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》的数据显示，2019 年，三大基础电信运营商在 IDC 行业中所占市场份额比例达 62.3%，其中，电信市场份额最高，其占比达 30.6%；中国联通为 19.1%。

图表 9. IDC 行业内上市公司 2019 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	63.47	37.61	29.85	1.68	106.67	截至 2020 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	37.40	7.27	70.51	0.28	127.96	截至 2019 年末，在上海、浙江、河北、北京、深圳等地拥有 17 个自建数据中

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
							心, IT 负载合计约 141 兆瓦, 折算成 5 千瓦标准机柜约 28,200 个
300383.SZ	光环新网	122.33	70.97	31.78	1.83	101.54	截至 2019 年末, 在上海、北京及其周边拥有超 3 万个机柜, 上架率约 75%
600804.SH	鹏博士	157.90	60.50	95.20	0.19	88.09	截至 2019 年末, 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	142.74	37.89	63.35	1.17	--	截至 2019 年末, 在北京、上海、广州等超过 30 个城市拥有近 50 个数据中心, 总机柜数量为 36,291 个, 2020 年第一季度, 机柜复合利用率为 60.4%
GDS.O	万国数据	314.93	41.22	63.94	1.77	--	截至 2019 年末, 运营机柜数达 90,300 个, 数据中心机柜服务面积约 22.6 万平方米
603887.SH	城地股份	63.46	29.24	47.73	1.44	80.75	截至 2020 年 6 月末, 在上海联通周浦数据中心二期机房内设有月 3,700 个机柜, 上架率 70% 左右

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的挑战。

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

2019 年, 该公司桩基与基坑围护在上海以外地区业务拓展较好, 带动施工收入保持增长; 并购的香江科技迅速贡献收入及利润, 当年收入占比超 50% 以上, 公司盈利水平得到提升。2020 年第一季度, 新冠疫情对公司业务冲击可控, 加上并入的 IDC 业务, 公司收入、利润同比大幅增长。公司施工业务拥有一定技术优势, 其扩张与长三角房地产开发景气度紧密关联, 在目前房地产建筑施工业务增量有限的情况下, 公司业务持续快速增长将面临一定挑战。IDC 业务方面, 该领域主要为电信运营商及互联网巨头所主导, 公司 IDC 业务主要围绕上述头部企业提供产品、系统集成等服务, 市场地位有限, 未来仍

需关注公司跨业并购香江科技的整合效果以及 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⁵。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。

此外，该公司还从事 H 型钢租赁、材料销售及其他工程业务，近三年分别实现收入 0.13 亿元、0.35 亿元和 0.09 亿元，业务规模较小，对公司收入及利润影响有限。

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		2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
营业收入合计		8.13	12.60	29.24	5.18
核心业务营业收入	金额	7.99	12.26	29.15	5.18
	占比	98.34	97.27	99.70	100.00
(1) 地基与基础工程	金额	7.99	12.26	14.49	2.90
	占比	100.00	100.00	49.70	56.08
其中：单一桩基	金额	2.23	4.03	6.23	0.84
	占比	27.95	32.92	42.99	16.32
单一基坑围护	金额	1.02	2.93	3.08	0.56
	占比	12.72	23.92	21.25	10.86
桩基与基坑围护混合	金额	4.74	5.28	5.15	1.49
	占比	59.26	43.07	35.53	28.72
岩土工程设计	金额	0.01	0.01	0.03	0.01
	占比	0.07	0.09	0.23	0.18

⁵ 2019 年，香江科技 4~12 月收入计入合并报表。

主导产品或服务		2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
(2) IDC 业务	金额	--	--	14.66	2.28
	占比	--	--	50.30	43.91
其中：IDC 设备及解决方案	金额	--	--	8.72	1.34
	占比	--	--	59.44	25.83
IDC 系统集成	金额	--	--	4.70	0.53
	占比	--	--	32.05	10.17
IDC 运营管理及增值服务	金额	--	--	1.25	0.41
	占比	--	--	8.51	7.91

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,2017-2018 年分别实现营业收入 8.13 亿元和 12.60 亿元。2019 年 4 月,公司新增 IDC 业务,收入结构发生显著变化。2019 年及 2020 年第一季度,公司实现并表营业收入 29.15 亿元和 5.18 亿元,分别较上年同期增长 132.01%和 44.72%。IDC 业务收入贡献率超 50%以上,公司形成“建筑施工+IDC”双主业经营格局。

在地基与基础工程施工方面,该公司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。2019 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 42.99%、21.25%和 35.53%。其中,单一桩基收入及收入占比比较上年保持增长,主要系当年承接了“太仓恒大童世界乐园”、“紫光南京集成电路基地桩基工程”、“湖州草田漾桩基工程”等金额较大的项目。IDC 业务中,IDC 设备及解决方案、IDC 系统集成为主要收入来源,同年两者收入占 IDC 业务收入总额的比重为 59.44%和 32.05%。

2020 年初,疫情导致该公司部分项目复工、验收结算延迟,对公司短期经营业绩造成一定影响。一季度,公司实现营业收入 5.18 亿元,其中母公司实现营业收入 2.90 亿元,较上年度 3.57 亿元有所下降。

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,该公司系国家高新技术企业,注重技术创新,2017~2019 年建筑板块研发费用分别为 3,030.45 万元、4,193.47 万元和 4,408.65 万元,技术研发投入不断增加。2019 年,公司继续就建筑行业倡导使用绿色、环保、低污染施工工艺的理念,加强对“复合地基”工艺、“装配式建筑”等技术的研究,对现有的工艺进行优化,对设备进行升级改造,形成了“标准化钢支撑技术”、“分段异型复合桩”“钻孔埋入式多介质桩施工技术”、“劲性桩优化

工艺”等核心技术群。截至 2019 年末，公司在地基与基础工程领域共获得授权专利 71 项，其中发明专利 10 项，实用新型专利 51 项。公司主编了上海市建筑产品推荐性技术规程 2 项、国家级工法 1 项，参编上海市标准 2 项。同期末，公司传统的地基及基础工程业务板块共有职工 379 人，其中注册岩土工程师 3 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 14 人，注册造价工程师 4 人，注册安全工程师 4 人，中、高级工程师 42 人。

规模因素

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。2019 年，公司累计签订施工及设计类合同 96 个，新签合同金额为 17.24 亿元，较上年增长 19.23%；2020 年 1-3 月，公司新签合同 28 个，金额为 4.89 亿元，较上年同期增长 68.71%。

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。2019 年度，公司建筑业前五大客户销售收入为 3.98 亿元，占当期业务收入总额的 27.46%。公司大客户集中风险可控。

图表 12. 2019 年公司前五大客户及销售收入（单位：万元，%）

期间	序号	公司名称	销售收入	销售占比
2019 年	1	太仓熠泰旅游开发有限公司	12,884.45	8.89
	2	南京紫光存储科技有限公司	8,798.76	6.07
	3	上海建工一建集团有限公司	6,827.58	4.71
	4	绍兴宝钜置业有限公司	5,771.54	3.98
	5	中国建筑第八工程局有限公司	5,513.30	3.81
		合计	39,795.63	27.46

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 13. 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）	上海湖壶房地产有限公司	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	湖州融沪置业有	桩基	2019/11/1	2020/5/1	7,119.15	3,559.58	711.92	569.53

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
(市北分区草田漾单元 SB-04-01-07-2 号地块)	限公司							
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

2016 年以前，该公司工程施工业务区域以上海为主，上海地区社区成熟、各类楼宇和建筑密集，地下工程对施工复杂度和施工工艺要求较高，公司积累了大量技术及经验。近年来，公司利用行业经验及技术优势，向江苏、浙江、湖北等其他区域进行业务拓展，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。

近三年，该公司上海地区分别实现营业收入 4.64 亿元、6.66 亿元和 6.04 亿元；同期，华东（不含上海）区域分别实现营业收入 3.35 亿元、5.60 亿元和 8.45 亿元，收入占比为 41.90%、45.69% 和 58.29%，增长显著，收入比重持续攀升。

图表 14. 近年来公司工程施工主业收入分布情况（单位：亿元）

区域	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
上海	4.64	6.66	6.04	1.94
华东（不含上海）	3.35	5.60	8.45	0.96
合计	7.99	12.26	14.49	2.80

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 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以抵消材料上涨的过大影响。

图表 15. 公司建筑施工主业成本构成（单位：亿元，%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
劳务分包	1.55	23.99	2.49	25.00	2.87	24.94
主要材料	3.96	61.18	6.22	62.42	6.89	59.98
直接人工	0.03	0.53	0.03	0.34	0.01	0.10
其他直接费	0.40	6.20	0.59	5.87	0.59	5.13
施工间接费	0.52	8.11	0.63	6.36	1.13	9.85
合计	6.47	100.00	9.97	100.00	11.49	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或工作节点支付工程款，在施工过程中按经确认工作量的 50%-75% 支付

进度款，竣工决算前付款至 60%-80%，竣工验收后支付至决算总价的 95%，剩余 5% 工程质保金在质保期结束后收回。公司桩基与基坑围护工程完工后，一般仍需等配套工程乃至整体项目完工后整体验收，故工程款回收期较长，且拆迁、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三项业务。2017~2019 年，香江科技分别实现营业收入 8.91 亿元、12.50 亿元和 16.16 亿元，净利润 0.81 亿元、1.99 亿元和 2.76 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、2019 年业绩承诺。截至 2019 年末，香江科技预计将于 2020 年完成的在手订单中，IDC 设备与解决方案业务销售金额（含税）约 4 亿元，IDC 系统集成业务销售金额（含税）约 17.42 亿元，IDC 运营管理及增值服务业务销售金额（含税）约 2 亿元，在手订单预计实现销售金额（含税）合计约 23.42 亿元，可为 2020 年完成业绩承诺提供一定保障。

IDC 设备与解决方案业务

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 2020 年 3 月末，香江科技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，建成微模块系列产品生产线 3 条，云动力系列产品生产线 12 条，接入网系列产品生产线 4 条。

对于 IDC 设备与解决方案业务，香江科技在发货后取得客户产品验收单时确认收入，发货至确认收入平均时间间隔依赖于销售协议和产品验收进度，一般为 1-3 个月左右。根据不同类型客户的资信状况，香江科技采取不同的信用政策。对三大运营商和中国铁塔等大型国有企业集团，销售收款政策主要为确认收货后收取 70%、初验完成后收取 20%、终验完后收取 10%（或终验完成后收取 30%）；对于华为等行业知名企业，销售收款政策主要为货到或服务完成 90 天内付款。

图表 16. 2019 年公司 IDC 设备与解决方案业务前五名客户情况（单位：万元，%）

客户名称	销售额	占收入比重	主要销售产品	截至 2020 年 3 月 31 日回款(含税)
中国移动通信集团有限公司	17,379.22	17.65	低压柜、开关柜、母线槽、机柜等	14,048.77
华为技术有限公司	12,673.31	12.87	机柜、低压柜、列头柜、三箱等	14,320.84
中国电信集团有限公司	6,481.95	6.58	低压柜、列头柜、三箱、母线槽等	5,608.47
ABB（中国）有限公司	4,440.36	4.51	低压柜	5,017.61
中国联合网络通信集团有限公司	3,060.99	3.11	低压柜、开关柜、母线槽、机柜等	2,216.08
合计	44,035.83	44.73	--	14,048.77

资料来源：城地股份

IDC 机房建设与系统集成业务

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。截至 2020 年 3 月末，香江科技 IDC 机房建设与系统集成业务在手合同 55 个，合同金额 22.72 亿元。

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。确认收入的时间间隔依赖项目规模和进展，平均时间间隔 5-7 个月。

截至 2020 年 3 月末，该公司部分系统集成项目付款进度有所延期。其中汇天项目 13#、汇天项目 17#已验收，但由于汇天网络科技有限公司（简称“汇天网络”）建设单位园区总项目进度滞后，以及疫情影响导致资金回笼延迟。广州汇云数据中心项目受竣工结算业主审核时间长及疫情影响，验收款回款滞后。12#楼数据中心建设工程、二期市电工程以及云计算创新中心项目厂房 1 栋二单元装修工程受疫情影响，客户复工较晚，导致回款延迟。此外，北京大数据软件研发生产用房及配套设施建设项目受疫情影响，延期至 2020 年 11 月交付；6#楼、9#楼数据中心建设工程由于甲方设计变更，工期延期。

图表 17. 截至 2020 年 3 月末公司重大系统集成项目情况（单位：亿元）

项目名称	业主	合同施工周期	合同金额	累计确认收入	累计回款
北京大数据软件研发生产用房及配套设施建设项目	北京海湖云计算数据技术服务有限公司	2019/12/26-2020/5/31	8.77	--	--

项目名称	业主	合同施工周期	合同金额	累计确认收入	累计回款
汇天项目 13#	汇天网络科技有限公司	2018/7/05~2018/11/4	1.80	1.80	1.21
汇天项目 17#	汇天网络科技有限公司	2018/7/05~2018/11/4	1.80	1.80	0.49
广州汇云数据中心	广州云下科技有限公司	2018/9/20~2019/4/30	3.32	3.32	2.50
云计算创新中心项目厂房 1 栋二单元装修工程	深圳市云引擎网络科技有限公司	2019/2/20~2019/9/16	2.54	2.54	1.15
北京市通州区 IDC 数据研发中心 6#楼数据中心建设工程	汇天网络科技有限公司	2019/11/22~2020/7/30	2.20	--	--
北京市通州区 IDC 数据研发中心 9#楼数据中心建设工程施工	汇天网络科技有限公司	2019/11/22~2020/7/30	2.20	--	--
立昂旗云南沙数据中心项目	立昂旗云(广州)科技有限公司	2019/12/25~2020/5/30	1.78	--	0.50
二期市电工程施工合同	南京海基电力科技有限公司	2019/5/10~2019/12/31	1.12	1.12	0.30
北京市通州区 IDC 数据研发中心 12#楼数据中心建设工程	汇天网络科技有限公司	2019/10/20~2020/4/30	0.63	--	0.20
合计	--	--	26.17	10.59	6.35

资料来源：城地股份

IDC 运营管理及增值业务

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 2020 年 3 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。香江科技根据客户使用的机位、机柜等资源的数量以及所选用的增值服务的类型进行计费，获取服务费及其他运营增值收入，按月进行结算，按月确认收入。截至 2020 年 3 月末，香江科技拥有 3,649 个机柜，上柜率为 63.58%。

图表 18. 2019 年度公司 IDC 运营业务四大客户及其销售收入（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	15,825.18	97.36
扬州华云大数据科技有限公司	267.74	1.65
上海贵瀚云计算科技有限公司	95.04	0.58
华为技术有限公司	66.37	0.41
合计	16,254.33	100.00

资料来源：城地股份

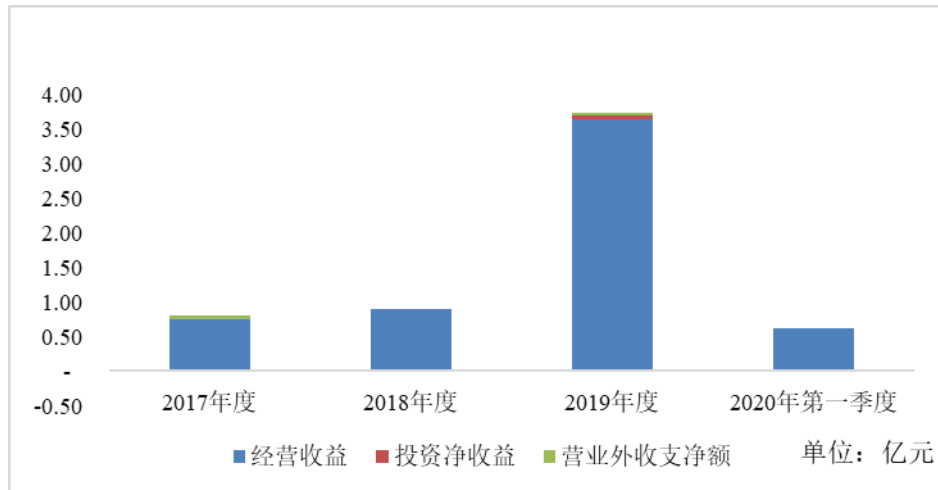
技术研发

香江科技对于研发较为重视，2017~2019 年，投入研发费用分别为 0.35 亿元、0.35 亿元和 0.69 亿元。2019 年，香江科技研发费用同比增长 97.66%，主

要系并购香江科技以后，公司加大对 IDC 行业的研发力度。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。

(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。2019 年公司实现经营收益 3.65 亿元，较上年大幅增长，主要系施工主业盈利保持增长以及当年并购香江科技新增 IDC 业务所致。

图表 20. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	8.13	12.60	29.24	5.18
毛利率 (%)	18.78	18.39	27.28	23.71
(1) 地基与基础工程 (%)	18.97	18.64	20.59	2.90
其中：单一桩基 (%)	16.97	17.47	21.14	0.84
单一基坑围护 (%)	22.06	24.32	19.77	0.56
桩基与基坑围护混合 (%)	19.26	16.26	20.15	1.49
岩土工程设计 (%)	12.19	74.76	60.19	0.01
(2) IDC 业务 (%)	--	--	33.64	38.29
其中：IDC 设备及解决方案 (%)	--	--	37.00	46.54
IDC 机房建设与系统集成 (%)	--	--	27.75	19.41
IDC 运营管理及增值 (%)	--	--	32.34	35.62
毛利 (亿元)	1.53	2.32	7.98	1.23
(1) 地基与基础工程 (亿元)	1.52	2.28	2.98	0.36

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
其中：单一桩基（亿元）	0.38	0.70	1.32	0.19
单一基坑围护（亿元）	0.22	0.71	0.61	0.10
桩基与基坑围护混合（亿元）	0.91	0.86	1.04	0.07
岩土工程设计（亿元）	0.001	0.01	0.02	0.001
(2) IDC 业务（亿元）	--	--	4.93	0.87
其中：IDC 设备及解决方案（亿元）	--	--	3.23	0.62
IDC 机房建设与系统集成（亿元）	--	--	1.30	0.10
IDC 运营管理及增值（亿元）	--	--	0.40	0.15
期间费用率（%）	9.32	10.07	11.61	16.06
其中：财务费用率（%）	0.12	0.47	1.68	2.68
全年利息支出总额（亿元）	0.03	0.07	0.51	--

资料来源：根据城地股份所提供数据绘制。

随着施工业务凭借技术及经验优势向上海外围延展，以及高盈利 IDC 业务纳入合并，2019 年该公司整体盈利水平较上年大幅提高。同年，公司毛利率为 27.28%，较上年增加 8.89 个百分点；实现营业毛利 7.98 亿元，同比增长 2.44 倍。具体来看，公司 IDC 业务毛利率高于施工业务，为 33.64%，当年毛利贡献率达 61.84%，成为公司盈利的重要支撑；其中由于 IDC 机房建设与系统集成涉及项目施工，毛利率较其他细分业务略低。施工方面，公司年施工项目数量较少，工程施工项目因施工方案、所处地理位置、面积、周边环境、客户要求等因素的不同，毛利率存在差异。

伴随香江科技纳入合并范围，该公司期间费用规模及结构均较上年度发生较大变化。2019 年，公司期间费用总额 3.40 亿元，同比增长 1.67 倍；其中管理费用、研发费用、财务费用及销售费用占比分别为 32.21%、31.63%、14.49% 和 21.67%。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；2019 年，公司管理费用 1.09 亿元，其中施工板块 0.78 亿元，香江科技 0.31 亿元。公司研发费用 1.07 亿元，其中施工板块 0.44 亿元，IDC 板块 0.63 亿元。公司销售费用 0.74 亿元，其中施工板块 0.11 亿元，香江科技 0.63 亿元。为确保 IDC 板块订单充足性及收入稳定性，香江科技当年加大项目挖掘力度，以及在手项目集中于广州、深圳、北京等地，差旅费、运输费等销售费用规模相对较大。2019 年，公司期间费用率为 11.61%，费用控制情况较好，当年净利润增速高于营业毛利。同年，公司实现净利润 3.31 亿元，同比增长 3.59 倍。

2020 年第一季度，该公司实现经营收益 0.62 亿元，为上年同期的 2.16 倍，主要系合并范围变化所致；当期实现净利润 0.74 亿元，同比增长 2.11 倍。

(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，发挥公司资金优势、经营管理优势和融资渠道优势，通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

该公司是民营控股上市公司，股权结构清晰但较分散。跟踪期内，谢晓东、卢静芳夫妇仍为公司实际控制人；公司对香江科技组织结构、人员、内控、财务管理以及业务等方面进行了整合，但仍保留其相对独立的运营管理权。

截至 2020 年 6 月末，谢晓东及其一致行动人卢静芳合计持有城地股份 26.08% 的股权，仍为该公司实际控制人。公司最新产权状况详见附录一。

截至 2020 年 6 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。

自收购香江科技 100% 股权以来，该公司对香江科技组织结构、人员、内控、财务管理以及业务等方面进行了整合：（1）依照《公司章程》和自身组织结构设置规范，协助香江科技健全治理体系；（2）改组香江科技董事会和监事会，并委派董事、监事，同时保留其相对独立的运营管理权，由原核心管理团队负责日常业务的运营和管理；（3）结合业务模式特点，制定和实行与公司相统一的重大会计政策和财务管理制度。同时，香江科技纳入公司全面预决算体系和考核体系后，执行重大事项报告制度和预警制度。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2020 年 7 月 16 日，公司本部跟踪期内无信贷违约记录，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 8 月 25 日，香江科技跟踪期内无信贷违约记录，未结清信贷均为正常类。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。截至本报告出具日，公司存续债券待偿还本金余额合计 12.00 亿元。

财务

2019 年，该公司非公开发行股份购买资产并募集配套资金，资本实力大幅

增强，财务杠杆保持在合理水平。当年新增的 IDC 主业资金回笼及时，公司经营现金流状况获得一定程度改善。但并购带来的短期刚性债务激增及大额商誉资产，导致公司即期债务偿付及资产减值压力显著增加。IDC 业务未来仍有大规模资金需求，公司后续投融资压力大。

1. 数据与调整

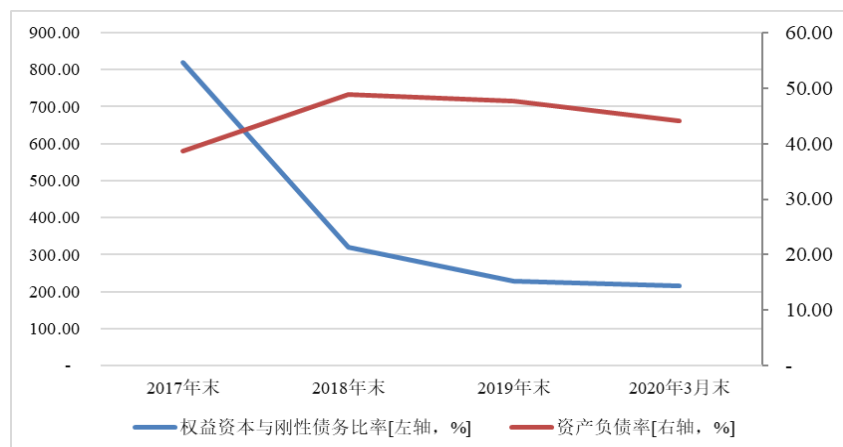
天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2019 年财务报表进行了审计，出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表以持续经营假设为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》及其后颁布和修订的具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定编制。2019 年起，公司执行财政部颁布或修订的《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号文）、新金融工具准则、《企业会计准则第 7 号非货币性资产交换》以及《企业会计准则第 12 号债务重组》。

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⁶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。由于合并范围发生重大变化，公司 2019 年财务数据缺乏可比性。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 21. 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。

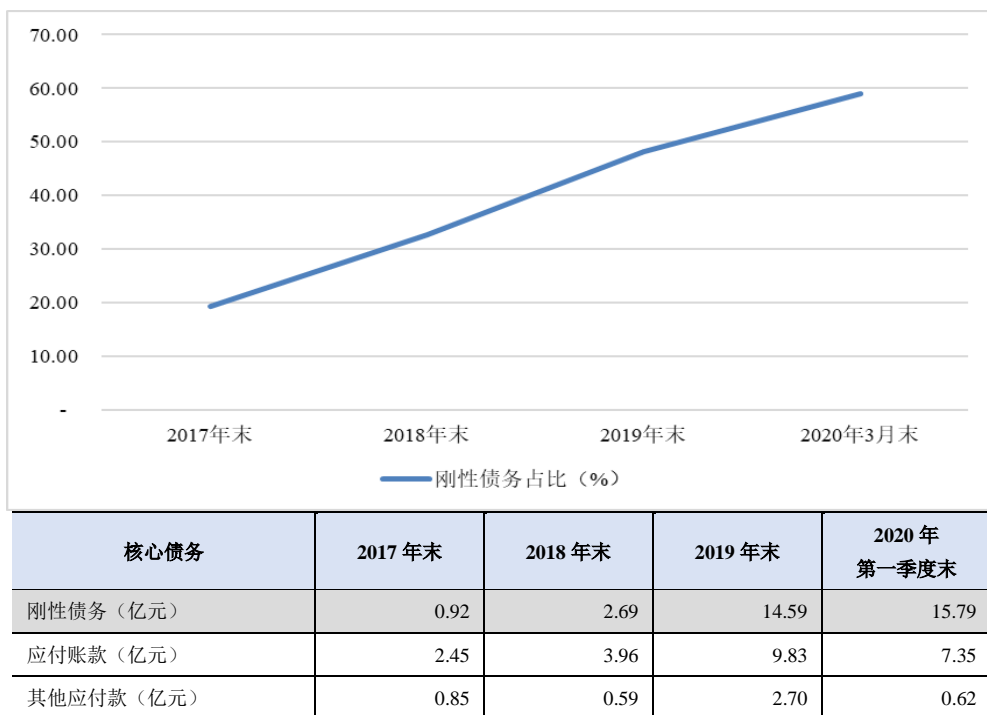
⁶ 2019 年 9 月 4 日，该公司以 20 万元交易对价收购盐城腾如 100% 股权。2019 年 12 月公司将盐城腾如转让给江苏硕海电气工程有限公司，不再纳入合并范围。

2019年末，该公司负债规模30.29亿元，资产负债率47.73%，财务杠杆水平控制在合理范围。权益资本方面，同年末公司所有者权益较上年末增加24.57亿元，至33.17亿元，主要系：（1）当年以发行股份为主的方式并购香江科技，增加实收资本1.13亿元、资本公积18.38亿元；（2）收到上年度诺德基金管理有限公司等3名投资者募集的配套资金，其中增加实收资本0.11亿元、资本公积1.51亿元；（3）摊销2017年实施的股票激励方案成本，当年增加资本公积0.14亿元；（4）当年经营积累情况较好，未分配利润较上年末增加3.05亿元。尽管资本实力大幅增强，但由于刚性债务规模增长更快，同年末公司权益资本对刚性债务的覆盖程度较上年有所下降，至2.27倍。

2019年上半年及2020年上半年，该公司合计以现金方式向全体股东派发股利（含税）0.29亿元，占2019年归属于母公司所有者权益净利润的8.71%。根据2020年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2020年3月末，公司所有者权益总额为33.93亿元，其中未分配利润为6.87亿元。

（2）债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 第一季度末
刚性债务占比 (%)	19.33	32.64	48.18	58.91
应付账款占比 (%)	51.45	48.08	32.44	27.43
其他应付款占比 (%)	17.80	7.21	8.92	2.32

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，2019 年末长短期债务比为 10.45%。从债务构成上看，公司债务主要为刚性债务、应付账款、预收账款和其他应付款，同年末上述科目合计占负债总额的比例为 89.54%。

2019 年末，该公司应付账款余额 9.83 亿元，较上年末增幅较大，主要系：（1）施工板块业务规模扩大，应付账款规模随之增长，加上 2020 年春节偏早，公司将收款付款集中安排至 2020 年 1 月，造成年末余额偏高；（2）并入的香江科技应付账款余额 3.66 亿元，且当年随业务规模扩张而采购需求上升，期末余额较上年末增长 66.18%。同年末，公司一年以内（含 1 年）的应付账款占比为 90.44%。公司其他应付款主要为股权收购款以及股份激励确认的回购义务等。2019 年末，公司其他应付款余额 2.70 亿元，其中应付股权款 2.21 亿元。

2020 年 3 月末，该公司负债总额 26.80 亿元，较年初下降 11.55%；资产负债率 44.12%，较年初下降 3.61 个百分点。其中，期内建筑施工板块加大与下游企业结算力度，应付账款余额减少 3.01 亿元；支付香江科技股权转让款现金部分，其他应付款余额减少 2.08 亿元；当期新增长期借款 2.20 亿元，期末刚性债务规模较年初增加 1.19 亿元。

（3）刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 第一季度末
短期刚性债务合计	0.92	2.69	12.13	11.28
其中：短期借款	0.90	2.08	8.97	9.06
应付票据	0.03	0.61	3.16	2.23
中长期刚性债务合计	--	--	2.46	4.50
其中：长期借款	--	--	--	2.20
长期应付款-融资租赁款	--	--	2.46	2.31
综合融资成本（年化，%）	4.83	3.68	5.93	--

资料来源：根据城地股份所提供数据整理。

2019 年末，该公司刚性债务余额 14.59 亿元，刚性债务占比持续上升至 48.18%。从期限结构看，公司刚性负债短期化严重。同年末，公司短期刚性债务规模 12.13 亿元，其中短期借款 8.97 亿元、应付票据 3.16 亿元。中长期

刚性债务系香江科技“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，年末余额 2.46 亿元。

2020 年 3 月末，该公司刚性债务余额 15.79 亿元，其中短期刚性债务占比 71.46%。总体来看，公司刚性债务较集中于短期借款，面临较大的即期偿付压力。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
营业周期（天）	356.27	331.55	295.62	--
营业收入现金率（%）	71.57	72.94	80.75	122.11
业务现金收支净额（亿元）	-1.02	-1.20	2.64	-1.22
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.34	-0.73	-1.20	1.12
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-1.36	-1.93	1.44	-0.10
EBITDA（亿元）	0.97	1.06	4.89	--
EBITDA/刚性债务（倍）	1.63	0.59	0.57	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	33.66	15.98	9.54	--

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。

该公司施工板块受融资政策收紧导致房地产开发企业资金链承压、业主增加票据结算比例并延长账期等因素叠加影响，主业现金获取能力偏弱。2019 年，公司一方面加大账款回收力度，另一方面并购新增的 IDC 业务主要面向电信及互联网企业，收款情况较好，公司现金回笼能力有所增强。同年，营业收入现金率为 80.75%，较上年提高 7.81 个百分点；经营现金收支净额为 1.44 亿元，实现由负转正。2020 年一季度，公司建筑施工板块进入春节前的上下游款项集中结算期，当期现金回笼指标表现较好，经营活动现金净流出 0.10 亿元。

2019 年末，该公司 EBITDA 总额 4.89 亿元，同比增长 3.60 倍，主要系利润总额上升。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，上述科目占比分别为 76.78%、10.48%和 11.01%。由于刚性债务规模扩张迅速，同年末公司 EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度有所下降。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.06	--	-1.39	-2.21
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	-0.21	-0.24	-0.15	-0.46
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.03	--	1.00	--
投资环节产生的现金流量净额	-0.24	-0.24	-0.47	-2.67

资料来源：根据城地股份所提供数据整理。

该公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金规模并不大。2019 年，公司支付香江科技现金股权款 1.39 亿元、香江科技赎回短期理财产品 1 亿元，当年投资活动现金净流出 0.47 亿元。2020 年一季度，公司支付剩余现金股权款 2.21 亿元，投资活动现金净流出 2.67 亿元。目前，公司太仓沪太智慧云谷数字科技产业园项目一期已开工建设，计划总投资 10.54 亿元，后续投资性现金净流出规模将加大。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
筹资环节产生的现金流量净额	1.33	0.91	1.96	1.95

资料来源：根据城地股份所提供数据整理。

该公司主要通过新增银行及设备融资租赁借款、商业信用弥补资金缺口。2019 年，公司筹资活动现金净流入 1.96 亿元。其中债务融资（不含利息支付）净额为 3.68 亿元，系当期取得借款 10.46 亿元、到期偿还债务 6.78 亿元所致；其他因素对筹资环节现金流量影响净额-2.78 亿元，系当期受限资金解冻流入资金 2.81 亿元、存入受限资金流出 4.59 亿元以及归还借款 1.00 亿元所致。公司受限资金规模较大，截至 2019 年末，受限货币资金余额 2.97 亿元，占账面货币资金的 44.77%，存在一定的流动性压力。2020 年第一季度，公司筹资活动现金流量净额 1.95 亿元。

该公司工程施工业务回款压力短期内预计较难改善，而后续业务扩张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 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 第一季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	10.91	15.27	39.57	36.49
	88.64	90.68	62.35	60.10
其中：现金类资产（亿元）	2.06	1.02	7.13	5.65
应收票据（亿元）	0.48	1.03	2.36	2.86
应收账款（亿元）	2.97	4.51	17.22	14.21
存货（亿元）	4.79	7.80	10.85	11.17
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	1.40	1.57	23.89	24.23
	11.36	9.32	37.65	39.90
其中：固定资产（亿元）	0.84	0.86	5.85	6.17
商誉（亿元）	--	--	14.64	14.64
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.02	0.29	5.82	--
受限资产账面余额/总资产（%）	0.14	1.72	9.17	--

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。

由于并购香江科技形成大额商誉资产，该公司非流动资产占比上升。2019 年末，公司资产总额 63.46 亿元，其中流动资产和非流动资产在总资产中的比重为 62.35% 和 37.65%。

2019 年末，该公司流动资产合计 39.57 亿元，主要由现金类资产、应收款项和存货构成。同年末，现金类资产余额为 7.13 亿元，其中可动用货币资金 3.66 亿元、受限货币资金 2.97 亿元、理财产品余额 0.50 亿元。应收账款账面价值 17.22 亿元，其中施工板块 7.27 亿元，较上年末增长 61.19%，主要系当年结算项目多、且收款计划集中安排在 2020 年春节前所致；香江科技部分应收账款余额 9.95 亿元，主要系汇天项目已验收项目资金回笼延迟导致。同年末，公司前五大应收账款期末余额 6.80 亿元，占应收账款总额的比例为 36.20%；从账龄分布看，1 年以内的应收账款余额 15.07 亿元，占比 80.18%。同年末，公司存货账面价值为 10.85 亿元，其中建筑板块以原材料和建造合同形成的已完工未结算资产为主，年末账面价值分别为 0.20 亿元和 7.47 亿元；IDC 板块以发出产品、项目成本为主，年末账面价值分别为 1.59 亿元和 0.83 亿元。

图表 28. 2020 年 3 月期末余额前五名的应收账款情况（单位：万元，%）

公司名称	期末余额	占应收账款 总额的比例	产品或服务内容	账龄比例		
				1 年以内	1-2 年	2 年以上
深圳市云引擎网络科技有限公司	35,025.20	22.53	IDC 系统集成、 IDC 设备	35,025.20	--	--
汇天网络科技有限公司	20,020.53	12.88	IDC 系统集成	20,020.53	--	--
中国移动通信集团有限公司	13,567.57	8.73	IDC 设备	10,738.44	1,821.07	1,008.07

公司名称	期末余额	占应收账款总额的比例	产品或服务内容	账龄比例		
				1年以内	1-2年	2年以上
中铁建工集团有限公司	4,893.86	3.15	桩基围护工程	4,163.21	353.34	377.32
龙湖地产	3,236.20	2.08	桩基围护工程	1,060.42	1,965.06	210.71
合计	76,743.36	49.37	--	71,007.80	4,139.47	1,596.10

资料来源：城地股份

2019年末，该公司非流动资产主要由固定资产及商誉构成。年末，公司固定资产账面价值 5.85 亿元，其中香江科技固定资产账面价值 4.29 亿元，主要为周浦数据中心运维所需的机器设备。同年末，香江科技机器设备账面原值 5.15 亿元，采用年限平均法折旧，折旧年限 10 年，残值率 5%，累计已计提折旧 1.66 亿元。同年末，公司并购香江科技形成商誉 14.64 亿元，占当年总资产的 23.07%、净资产的 44.15%，截至 2020 年 3 月末尚未计提减值。公司商誉资产规模大，若发生减值将较大程度影响公司利润水平，需持续关注商誉减值风险。

2020 年一季度，该公司资产总额 60.73 亿元，资产总额及结构较年初变化不大。

5. 流动性

图表 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年第一季度末
流动比率 (%)	233.18	189.85	144.27	166.69
速动比率 (%)	129.90	91.86	102.67	111.90
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	223.66	38.11	58.76	50.09

资料来源：根据城地股份所提供数据整理。

截至 2019 年末，该公司受限资产总额 5.82 亿元，占总资产的比重为 9.17%。其中，账面价值为 2.97 亿元的货币资金受限，主要系票据保证金和保函保证金；2.35 亿元固定资产和 0.50 亿元无形资产受限，系抵押贷款形成。

2019 年，该公司并购香江科技导致合并口径新增大额负债，且形成的大规模商誉迅速拉低资产流动性，同年末，公司流动比率下降至 144.27%。由于刚性债务规模攀升，且集中于短期借款，同年末短期刚性债务现金覆盖率仅 58.76%；若剔除受限货币资金，可动用现金类资产对短期刚性债务的覆盖程度减少至 34.32%，公司即期债务偿付存在较大压力。

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，2019 年末余额分别为 1.59 亿元、2.36 亿元、7.25 亿元和 7.67 亿元，合计占流动资产余额 96.70%；非流动资产主要系长期股权投资和固定资产，期末余额分别为 24.22 亿元和 1.13 亿元，合计占非流动资产余额 98.21%。同年末，母公司刚性债务主要为 2.66 亿元的短期借款和 1.28 亿元的应付票据，占合并口径刚性债务的 27.00%。2019 年，母公司营业收入延续增长，当期实现营业收入 14.53 亿元，净利润 1.06 亿元；经营性现金流转正，当期净流入 0.63 亿元，投资活动现金净流出 2.68 亿元，筹资活动现金净流入 2.39 亿元。

外部支持因素

截至 2020 年 3 月末，该公司合并口径获得银行综合授信额度总额 22.66 亿元，其中已使用授信额度为 10.93 亿元，尚未使用的授信额度为 11.73 亿元，存在一定融资空间。

跟踪评级结论

该公司是民营控股上市公司，股权结构清晰但较分散。跟踪期内，谢晓东、卢静芳夫妇仍为公司实际控制人；公司已对香江科技组织结构、人员、内控、财务管理以及业务等方面进行了整合，但仍保留其相对独立的运营管理权。

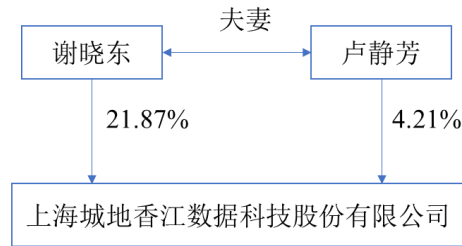
2019 年，该公司桩基与基坑围护在上海以外地区业务拓展较好，带动施工收入保持增长；并购的香江科技迅速贡献收入及利润，当年收入占比超 50% 以上，公司盈利水平得到提升。2020 年第一季度，新冠疫情对公司业务冲击可控，加上并入的 IDC 业务，公司收入、利润同比大幅增长。公司施工业务拥有一定技术优势，其扩张与长三角房地产开发景气度紧密关联，在目前房地产建筑施工业务增量有限的情况下，公司业务持续快速增长将面临一定挑战。IDC 业务方面，该领域主要为电信运营商及互联网巨头所主导，公司 IDC 业务主要围绕上述头部企业提供产品、系统集成等服务，市场地位有限，未来仍需关注公司跨业并购香江科技的整合效果以及 IDC 业务需求不达预期等风险。

2019 年，该公司非公开发行股份购买资产并募集配套资金，资本实力大

幅增强，财务杠杆保持在合理水平。当年新增的 IDC 主业资金回笼及时，公司经营性现金流状况获得一定程度改善。但并购带来的短期刚性债务激增及大额商誉资产，导致公司即期债务偿付及资产减值压力显著增加。IDC 业务未来仍有大规模资金需求，公司后续投融资压力大。

附录一：

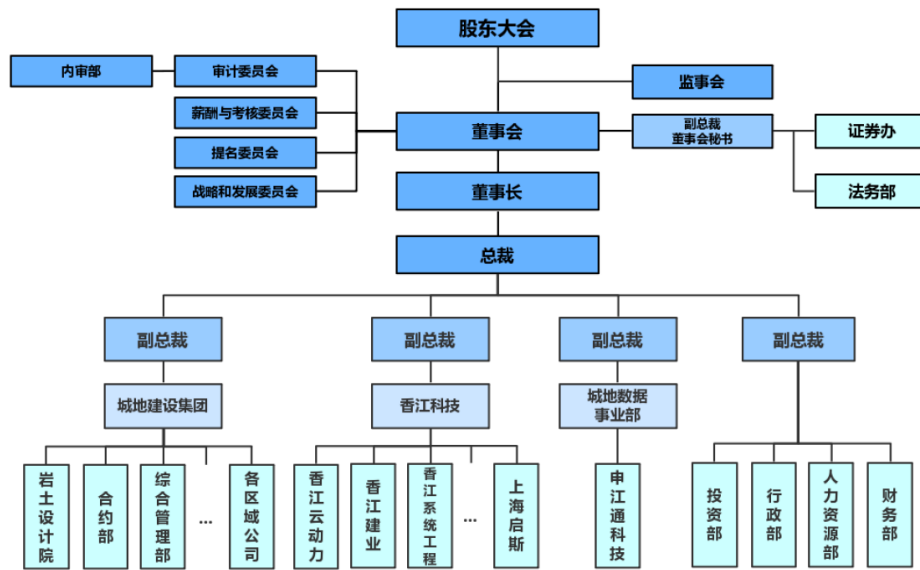
公司与实际控制人关系图



注：根据城地股份提供的资料绘制（截至 2020 年 6 月末）。

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 2020 年 6 月末）。

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	2019 年末主要财务数据					备注
					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)	经营环节现金净 流入量 (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	3.94	31.03	14.53	1.06	0.63	
香江科技股份有限公司	香江科技	核心子公司	100.00	IDC	10.65	10.92	16.16	2.76	1.03	

注：根据城地股份 2019 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]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	12.31	16.84	63.46	60.73
货币资金 [亿元]	2.01	1.02	6.62	5.06
刚性债务[亿元]	0.92	2.69	14.59	15.79
所有者权益 [亿元]	7.54	8.60	33.17	33.93
营业收入[亿元]	8.13	12.60	29.24	5.18
净利润 [亿元]	0.66	0.72	3.31	0.74
EBITDA[亿元]	0.97	1.06	4.89	—
经营性现金净流入量[亿元]	-1.36	-1.93	1.44	-0.10
投资性现金净流入量[亿元]	-0.24	-0.24	-0.47	-2.67
资产负债率[%]	38.73	48.90	47.73	44.12
权益资本与刚性债务比率[%]	818.76	320.14	227.28	214.95
流动比率[%]	233.18	189.85	144.27	166.69
现金比率[%]	44.03	12.74	25.99	25.81
利息保障倍数[倍]	30.63	14.47	8.32	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	356.27	331.55	295.62	—
毛利率[%]	18.78	18.39	27.28	23.71
营业利润率[%]	9.83	7.14	12.74	17.57
总资产报酬率[%]	7.84	6.60	10.62	—
净资产收益率[%]	9.24	8.94	15.86	—
净资产收益率*[%]	9.24	8.94	15.88	—
营业收入现金率[%]	71.57	72.94	80.75	122.11
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-34.14	-30.39	8.13	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-38.93	-33.39	5.03	—
EBITDA/利息支出[倍]	33.66	15.98	9.54	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.63	0.59	0.57	—

注：表中数据依据城地股份经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、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%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=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%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。