

跟踪评级公告

联合〔2020〕1503号

深圳深业物流集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“20 深业 03”进行跟踪评级，确定：

深圳深业物流集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

深圳深业物流集团股份有限公司公开发行的“20 深业 03”信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：  李武明

二〇二〇年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

网址：www.unitedratings.com.cn

深圳深业物流集团股份有限公司 公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券期限	债券余额	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
20 深业 03	5 (2+1+2) 年	23 亿元	AA+	AA+	2020/3/14

担保方：深圳市钜盛华股份有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2020 年 6 月 19 日

主要财务数据：

发行人

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 (亿元)	394.29	684.82	771.65
所有者权益 (亿元)	198.41	289.96	291.11
长期债务 (亿元)	99.41	210.42	243.25
全部债务 (亿元)	110.70	253.59	316.63
营业收入 (亿元)	3.68	4.46	8.98
净利润 (亿元)	22.34	44.01	1.06
EBITDA (亿元)	32.12	68.26	28.08
经营性净现金流 (亿元)	0.43	-132.79	-33.43
营业利润率 (%)	59.86	60.79	20.90
净资产收益率 (%)	12.01	18.03	0.37
资产负债率 (%)	49.68	57.66	62.27
全部债务资本化比率 (%)	35.81	46.65	52.10
流动比率 (倍)	1.56	2.73	2.10
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.29	0.27	0.09
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.38	7.40	1.38
EBITDA/待偿债券本金合计 (倍)	1.40	2.97	1.22

担保方

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 (亿元)	3,662.58	3,800.54	4,634.77
所有者权益 (亿元)	733.72	763.16	897.55
营业收入 (亿元)	355.99	526.14	874.07
净利润 (亿元)	22.08	31.16	25.05
资产负债率 (%)	79.97	79.92	80.63

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

2019 年，深圳深业物流集团股份有限公司（以下简称“公司”或“深业物流”）加大力度发展现代物流综合业务，进行业务转型，物流业务规模增长较快，对收入提供一定补充，但新业务盈利能力弱，财务费用大幅侵蚀利润，公司盈利仍然非常依赖投资性房地产评估增值；公司部分项目列入深圳市城市更新改造的重点项目，租金有所下降。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司突发疫情及经济下行压力将影响公司物业租赁及物流业务，往来款和对外担保规模较大，利润主要来自公允价值变动损益，资产受限规模较大，债务规模增长较快且短期债务规模较大，大力投资物流园区建设存在较大资金压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着现代物流园区在建项目逐步竣工并投入运营，公司收入有望进一步提升。但未来公司对于物流业务投资规模大，其债务有进一步上升的压力。

“20 深业 03”的担保方深圳市钜盛华股份有限公司（以下简称“钜盛华”）作为深业物流的控股母公司，资产规模大，业务模式多样化，其所提供的担保对“20 深业 03”的按期偿付仍有一定正面作用。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”，同时维持“20 深业 03”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 品牌知名度仍较高且持有物业区位优势明显。公司经营的专业市场历史悠久、知名度高且持有物业项目主要集中于深圳市罗湖区核心商圈，区域发展较成熟，运营环境良好，部分项目是深圳市城市更新改造的重点项目。公司自持物业笋岗工艺城、清水河酒店用品城、

宝钜实业和深业物流大厦等运营成熟。

2. **控股股东提供担保。**担保方钜盛华资产规模大，持有较大规模优质权益类资产，其担保对于“20 深业 03”的按期偿付有一定正面作用。

关注

1. **公司处于业务转型期，租金收入受城市更新改造影响短期内或进一步下降，新增业务尚处于起步阶段毛利率较低。**公司目前处于业务转型期，加大力度发展物流业务，但物流业务处于拓展期，毛利率处于较低水平，且物流业务经营风险高于公司原有的物业出租业务。公司部分物业已被列入城市更新规划中，租金收入有所下降。未来该类项目进行城市更新改造期间，租金收入短期内或进一步下降。同时，深圳市商业物业出租率低且下降压力大，对公司租赁业务或产生不利影响。

2. **其他应收款中往来款规模大及对外担保规模大。**公司债务负担沉重且与其业务规模不匹配，债务偿还非常依赖关联方往来款项和再融资；公司部分款项以其他应收款中关联方及非关联方往来款方式被占用；公司对外担保规模较大，存在较大或有负债风险。

3. **存在较大的资金支出压力。**2019 年以来公司大力发展物流业务，在建物流园区规模较大，尚需投资规模较大，存在较大的资金支出压力。

4. **疫情或对公司经营产生不利影响。**公司目前营业收入主要来源于物业租赁业务及物流业务，易受宏观经济、区域经济及区域规划或不可抗力等因素影响，此次突发疫情对公司物业出租业务及物流业务或产生短期不利影响。此外，经济下行压力大，对于公司物流业务前景影响大。

5. **公允价值变动收益较大且资产受限规模大，财务费用对利润侵蚀严重，债务规模增长较快且存在短期偿付压力。**2019 年公司收入规模仍较小，财务费用对利润侵蚀严重，扣除非经常性损益后利润为负；公司利润和所有者权

益主要来源于投资性房地产的公允价值变动，质量差；公司资产受限规模较大，用于抵押类融资，资产流动性较差。公司债务规模增长较快，存在短期偿付压力。

6. **担保方债务负担重且存在一定或有负债风险。**担保方钜盛华债务负担较重且短期债务占比偏高，现金流偏紧且其存在较大规模对外担保，存在一定或有负债风险。

分析师

曹梦茹 登记编号（R0040218090002）

罗星驰 登记编号（R0040218050005）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师： 罗月云

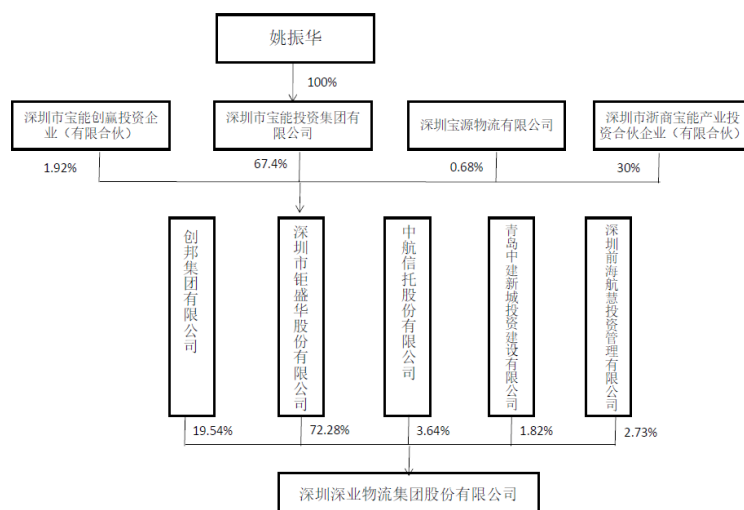
联合信用评级有限公司

一、主体概况

深圳深业物流集团股份有限公司（以下简称“深业物流”或“公司”）前身系中外合作企业笋岗仓库企业有限公司，该公司于1985年1月20日经深圳市人民政府批准，由深圳粤华企业公司与深圳笋岗仓库企业（香港）有限公司共同投资组建。1993年8月16日，公司改组为“深圳笋岗仓库企业股份有限公司”（以下简称“深圳笋岗仓库”）。2001年5月17日，深圳笋岗仓库改组并更名为“深圳深业物流集团股份有限公司”。历经多次增资和股权结构变更，截至2017年底，公司注册资本8.40亿元。2018年2月，公司引入战略投资者中航信托股份有限公司（以下简称“中航信托”）、青岛中建新城投资建设有限公司（以下简称“青岛中建”）及深圳前海航慧投资管理有限公司（以下简称“前海航慧”）三家金融机构，增资扩股后持股比例分别为3.63%、2.73%和2.73%，公司注册资本变更为9.23亿元。2019年9月29日，青岛中建将持有公司839.50万股股份转让给深圳市钜盛华股份有限公司（以下简称“钜盛华”）。截至2019年末，钜盛华、创邦集团有限公司、中航信托、青岛中建和前海航慧持股比例分别为72.28%、19.54%、3.64%、1.82%和2.73%。截至2019年末，公司控股股东为钜盛华，实际控制人为姚振华。

截至2020年4月6日，钜盛华持有公司的3.40亿股份已质押，占其持有公司股份的50.97%，占公司总股本的36.83%。

图1 截至2019年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司及其子公司主要从事专业市场¹运营、展示、配套服务及第三方高端物流与产业运营业务。

截至2019年末，公司内设计划财务部、开发拓展部、经营管理部、工程管理部、合同预算部等8个部门（见附件1）；公司拥有49家子公司；在职员工约350人。

截至2019年末，公司合并资产总额771.65亿元，负债合计480.54亿元，所有者权益（含少数股东权益）291.11亿元，其中归属于母公司所有者权益290.94亿元。2019年，公司实现营业收入8.98亿元，净利润（含少数股东损益）1.06亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润1.08亿元；经营活动产生的现金流量净额-33.43亿元，现金及现金等价物净增加额-25.24亿元。

¹专业市场：是指同类产品积聚于某一场所进行的交易、流通和配送，即相同系列的专业店、专卖店高度聚集的特色商业场所，以批发为主，兼营零售。

公司住所：深圳市罗湖区笋岗街道宝安北路2088号深业物流大厦8楼；公司法定代表人：孙莉。

二、债券发行及募集资金使用情况

2020年6月11日，公司发行“深圳深业物流集团股份有限公司公开发行2020年公司债券(第一期)”，证券简称“20深业03”，证券代码“163638.SH”。本期债券发行规模为23亿元，债券票面利率为7.50%，期限为5年，附第2年末及第3年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。“20深业03”采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。截至2020年6月19日，“20深业03”募集资金全部使用，募集资金用途与募集说明书约定一致。截至本报告出具日，“20深业03”尚未到第一个付息期。

三、行业及区域经济分析

公司主要从事物流产业园区经营管理、商贸物流、第三方物流等高端物流与产业运营业务，商贸物流行业对公司经营业绩及未来发展有重要影响。

1. 商贸物流行业分析

2019年，物流运行保持总体平稳、稳中有进的运行态势，物流需求规模不断扩大。受疫情等因素影响，2020年一季度，物流运行总体回落，但3月份有所改善，物流景气进一步回升。

中国物流与采购联合会通报数据显示，2019年全国社会物流总额298.0万亿元，按可比价格计算，同比增长5.9%，增速比上年同期回落0.5个百分点，其中一季度增长6.4%，上半年增长6.1%，前三季度增长5.7%，全年社会物流总额呈缓中趋稳，四季度小幅回升。从构成看，工业品物流总额269.6万亿元，按可比价格计算，同比增长5.7%，增速比上年回落0.5个百分点；进口货物物流总额14.3万亿元，增长4.7%，比上年提高1个百分点；农产品物流总额4.2万亿元，增长3.1%，比上年回落0.4个百分点；单位与居民物品物流总额8.4万亿元，增长16.1%；再生资源物流总额1.4万亿元，增长13.3%。2018年社会物流总费用与GDP的比率略有下降，2018年社会物流总费用14.6万亿元，同比增长7.3%，增速比上年回落2.5个百分点。社会物流总费用与GDP的比率为14.7%，比上年下降0.1个百分点。

从2019年变化趋势看，工业物流需求贡献率进一步趋缓，内需对物流需求增长的拉动继续增强，进口、消费相关等新动能物流需求贡献率继续提升，转型升级态势持续发展。以新产业、新业态、新模式为主要内容的新动能正在快速集聚，持续发展壮大，成为支撑物流需求结构调整的重要力量。单位与居民物流总额保持较快增长，新业态新模式仍是重要引擎。2019年消费相关物流需求仍保持平稳较快增长，单位与居民物品物流总额同比增长16.1%，增速比社会物流总额高出10.2个百分点。其中新业态新模式仍是拉动增长的重要引擎。2019年，直播电商、社交电商、生鲜电商等新业态快速壮大，相关物流需求继续保持快速增长。全国实物商品网上零售额比上年增长19.5%，增速比社会消费品零售总额快11.5个百分点，实物商品网上零售额的贡献率超过45%。快递业务量完成630亿件，同比增长24%。

物流市场主体规模扩大，吸纳就业能力不断增强，物流单位数快速增长，企业规模持续扩大。第四次全国经济普查数据显示，2018年末全国交通运输、仓储和邮政快递企业法人单位54.0万个，比2013年末增长126.2%，增速高于第二产业和第三产业活动的法人单位增速26个百分点。物流市场规模持续增长，2019年物流业总收入10.3万亿元，同比增长9.0%。物流业吸纳就业能力不断增

强，从业人员快速增长。物流相关行业从业人员数由 2016 年的 1,000 万人增至 2018 年 1,100 万人。其中，快递业从业人员数达 310 万人，占全国就业人员 0.7%，年均增长 12%，高于同期城镇就业人员增长 10 个百分点。2019 年上半年物流从业人员水平有所趋缓，但三季度以来指数持续回升，行业吸纳就业能力持续回暖。2019 年 12 月，物流业景气指数中的从业人员指数为 50.4%，中国仓储指数中的企业员工指数为 52.0%，均保持在扩张区间，显示物流从业人员保持增长，行业吸纳就业力度依然较强。

2020 年一季度，受疫情影响，全国社会物流总额 56.0 万亿元，按可比价格计算，同比下降 7.5%，与 1-2 月相比，降幅收窄 4.3 个百分点。物流市场规模降幅亦有所收窄，一季度物流业总收入为 1.9 万亿元，同比下降 12.1%，物流运行总体回落，3 月份有所改善，物流景气进一步回升。从结构看，需求结构持续调整，进口物流需求平稳增长，与民生相关的医药医疗、消费物流需求良好。农业生产和医药医疗等保障类需求保持稳定。疫情期间，各地加大对农资的生产、采购和调配，确保生产农资满足春耕需要，农产品物流总需求基本稳定，其中一季度种植业物流需求增长 3.5%。同时，医疗防疫、生活必需品等需求较快增长，3 月份医药行业物流需求同比增长 10.4%，食品制造增长 5.7%。2020 年一季度社会物流总费用同比下降 12%，一方面，疫情对实体经济特别是工业经济影响较大，物流业务量下降明显。另一方面，政府和相关企业积极作为，多部门出台措施形成合力，降低费用负担。高速公路免收通行费，降低运输成本，提高通行效率，政府定价的货物港务费和港口设施保安费收费标准分别降低 20%，对铁路保价、集装箱延期使用、货车滞留等部分铁路货运杂费，实施阶段性减半核收，各地也对中小企业采取多渠道资金纾困措施。

2. 深圳市区域经济及商业地产情况

2019 年以来深圳市经济增速放缓，租赁需求整体较为疲软，导致全市空置压力上升，租金水平出现较大幅度回落。

公司主要自持物业位于深圳地区，深圳地区的经济发展及商业地产市场情况对公司业务发展具有重要影响。

近年来，深圳市经济保持平稳增长。初步核算并经广东省统计局核定，2018 年，全年实现地区生产总值 24,221.98 亿元，比上年增长 7.6%。其中，第一产业增加值 22.09 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 9,961.95 亿元，增长 9.3%；第三产业增加值 14,237.94 亿元，增长 6.4%。第一产业增加值占全市地区生产总值的比重为 0.1%，第二产业增加值比重为 41.1%，第三产业增加值比重为 58.8%。截至 2018 年底，深圳市常住人口比上年净增 49.83 万人（2018 年深圳常住人口达 1,302.66 万人），增幅占同期全省以及珠三角核心区常住人口增量的 60.11%。2018 年，深圳出台了深圳普通高校毕业生引进和落户“秒批”等政策，常住户籍人口增加 19.98 万人，增幅为 4.6%。

2019 年，深圳地区生产总值 26,927.09 亿元，按可比价计算，GDP 增速为 6.7%。深圳统计局的数据显示，分产业看，第一产业增加值 25.20 亿元，增长 5.2%；第二产业增加值 10,495.84 亿元，增长 4.9%；第三产业增加值 16,406.06 亿元，增长 8.1%。三次产业结构由 2018 年的 0.1:39.6:60.3 调整为 2019 年的 0.1:39.0:60.9。

商业地产市场方面，近年来，深圳市的商业地产市场发展迅速，供求旺盛。2018 年，深圳累计供应经营性用地 79 宗，在商业用地方面，共出让 20 宗，其中流拍 3 宗，总计土地出让面积达 40.77 万平方米，共 273.37 亿元，吸引 17 家企业在深拿地。2019 年，在经济增速放缓、中美贸易战持续、金融监管进一步收紧等多重因素作用下，深圳甲级办公楼租赁需求整体较为疲软，但租赁活跃度在四季度稍有回升。不少中小企业由于经营困难或对盈利前景悲观，成本管控更为严格，不得不搬迁至

租金较低的办公楼。部分中小型金融企业因受到冲击较大，甚至出现退租的现象。2019年，200万平方米新增供应入市，其中接近四成位于前海片区，福田区最少。由于租赁需求疲软，深圳市空置压力迅速上升，至年底空置率达25%，

从深圳市商业物业的租金情况来看，2018年下半年，巨大的客流量带动东门步行街商业价值日益凸显，深圳重点监测的3条商业街租金上涨；但2019年以来，全市租金水平较大幅度回落。具体来看，2018年下半年，东门步行街租金环比上涨2%以上，涨幅最高；深圳湾步行街和华强北步行街租金涨幅在1%~2%之间。从租金绝对值来看，其租金位列各商业街首位，超90元/平方米·天；深圳湾步行街和华强北步行街租金相对较低，但仍在55.0元/平方米·天以上。2019年，不少业主为达成年底出租率目标，多选择以价换量以促进成交，其中以优质项目密集、竞争激烈的福田CBD租金下跌最多。前海片区因产业聚集效应，租户较为稳定，租金降幅较小。

四、管理分析

跟踪期内，公司管理人员有所变动，需关注人员变动对其业务经营的影响；管理制度延续以往。

2020年5月7日，公司聘任孙莉女士为公司董事长兼总经理；边峰先生、吴浩风先生为董事；许贤凤女士为监事。此外，公司其他董事、监事和高级管理人员未发生变化。公司管理制度连续。

公司董事长兼总经理孙莉女士，1976年出生，研究生学历。现任宝能投资集团副总裁，兼任昆明宝能置业有限公司执行董事、总经理，贵州双龙宝华置业有限公司执行董事、总经理，广州宝能新能源科技有限公司执行董事、总经理，宝能汽车有限公司监事，深圳宝能文旅有限公司监事，深圳市钜盛华股份有限公司董事长、总经理。2020年5月7日，担任深圳深业物流集团股份有限公司董事长兼总经理。

五、经营分析

1. 经营概况

2019年以来，公司自持物业被列入城市更新项目导致租赁收入同比大幅下降，但公司加大对物流业务的发展，收入得到了有效补充；净利润随公允价值变动收益减少而大幅减少；公司综合毛利率受新业务拓展期价格较低影响而大幅下降。

2019年以来，公司大力发展现代物流综合业务，该部分业务新增进口车项目收入、观致联动云运输项目以及跨贸直采业务（龙虾贸易业务）等，新增业务主要由子公司宝能物流集团有限公司（以下简称“宝能物流”）运营，未来公司将进一步加大对物流园区的开发投入，提升物流业务收入。

2019年，公司自持物业被列入城市更新项目导致租赁收入同比大幅下降，但公司加大对物流业务的发展，收入得到了有效补充，实现营业收入8.98亿元，同比增长101.41%；净利润由上年同期的44.01亿元下降至1.06亿元，2019年同比大幅下降97.59%，主要系公司投资性房地产公允价值变动收益大幅下降所致；综合毛利率大幅下降至23.96%，主要系进口车项目收入毛利率较低以及跨贸直采业务毛利率为负所致。

表 1 2017-2019 年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
现代物流综合收入	23,966.57	65.13	54.58	26,295.10	58.98	69.17	74,616.39	83.10	21.57
利息收入	5,277.58	14.34	63.07	10,469.63	23.48	44.59	6,346.46	7.07	35.20
其他业务收入	7,549.64	20.52	86.30	7,780.99	17.45	76.81	8,832.89	9.84	36.09
手续费及佣金收入	2.83	0.01	100.00	38.82	0.09	100.00	--	--	--
合计	36,796.62	100.00	67.62	44,584.54	100.00	77.77	89,795.74	100.00	23.96

注：公司内部各子公司间的租赁收入在合并财务报表中抵消列示；2019 年，现代物流综合收入中包含进口车项目、观致联动云运输项目以及跨贸直采（龙虾贸易业务）等业务收入和租赁收入

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2019 年，现代物流综合收入是公司最大收入来源。2019 年现代物流综合收入和占比均大幅提升，主要系新增物流业务所致。其中物业租赁收入为 1.88 亿元，同比下降 28.53%，主要系公司自持物业被列入城市更新项目导致租赁收入大幅下降。利息收入和手续费及佣金收入主要来自子公司深圳市粤商小额贷款有限公司（以下简称“粤商小贷”），2019 年两项业务合计收入同比下降 39.36%，主要系存量贷款结清及货币宽松大环境带来的贷款利率下降所致。2019 年，其他业务收入占 9.84%，主要为收取的水电费、停车费和利息收入（来自于同行业或上下游产业友商间的资金拆借取得的利息收入以及委托贷款利息收入），2019 年其他业务收入同比有所下降，主要系租户数量减少所致。

2019 年，公司综合毛利率为 23.96%，大幅下降，主要系现代物流综合收入毛利率下降所致。2019 年，公司现代物流综合业务毛利率由 2018 年的 69.17%下降至 21.57%，主要系新增进口车项目业务毛利率较低以及跨贸直采业务毛利率为负所致。2018 年，手续费及佣金收入由于按净额列示，毛利率为 100%；利息收入毛利率由 44.59%下降至 35.20%，主要系公司重点发展高信用等级用户，平均放款利率较 2018 年降低所致；其他业务收入毛利率下降至 36.09%，主要系随着深业物流中心陆续开业，公司向租户提供了较多的优惠减免支持与折扣，如水电费、管理费打折等所致。

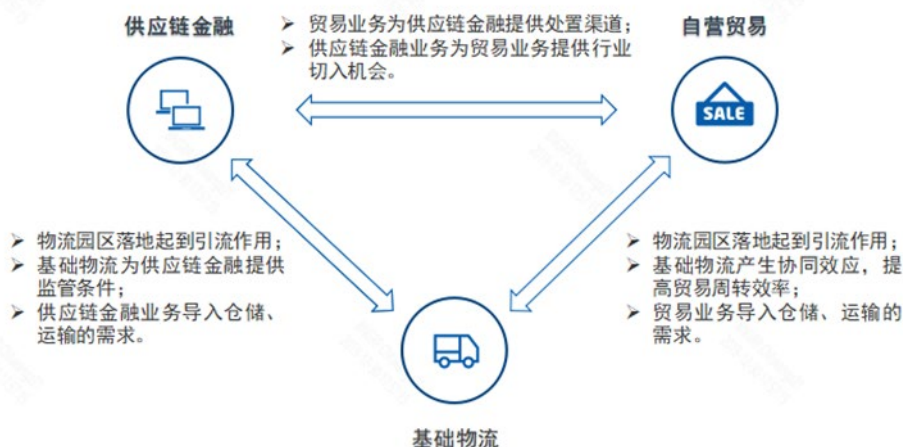
2. 现代物流业务

（1）宝能物流业务

公司大力发展现代物流综合业务，业务规模增长较快，但毛利率处于很低水平。未来，随着现代物流综合业务规模扩大，公司收入规模有望进一步提升，但基础物流园区建设尚需投资规模较大，公司面临较大资金支出压力。

2019 年以来，公司加大力度发展现代物流综合业务，宝能物流陆续开展了供应链金融、自营贸易、基础物流等业务。

图2 宝能物流业务情况



资料来源：公司提供

宝能物流成立于2014年7月，是公司发展国际物流事业的核心载体。截至2019年末，宝能物流注册资本20亿元，公司股份占比99%，深圳宝源物流股份有限公司股份占比1%。截至2019年末，宝能物流资产总额101.10亿元，所有者权益17.45亿元。

2019年，公司加大现代综合物流业务发展力度，宝能物流实现收入5.63亿元。宝能物流业务收入主要来源于进口车业务收入、观致联动云运输业务和跨贸直采业务，分别占宝能物流总收入的20.13%、15.60%和7.78%。从毛利率来看，宝能物流综合毛利率受跨贸直采毛利率为负以及平行进口车业务毛利率较低影响，处于很低水平。

表2 2018-2019年宝能物流收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
平行进口车业务	--	--	--	11,338.00	20.13	0.95
观致联动云运输业务	757.02	94.48	9.56	8,784.00	15.60	10.27
跨贸直采业务（龙虾贸易业务）	--	--	--	4,383.00	7.78	-3.70
基础物流（华东零售/云仓）	--	--	--	431.00	0.77	8.00
战略客户（A.O 史密斯/国华/央厨/国联水产/火龙果、五粮液项目）	44.23	5.52	-1.50	2,584.00	4.59	3.25
供应链金融（化工/钢材/芝麻/塑料原料等贸易业务）	--	--	--	28,802.00	51.14	0.03
合计	801.25	100.00	8.95	56,322.00	100.00	1.70

资料来源：公司提供

平行进口车业务

公司下属的天津平行进口车平台—天津渤海名车供应链管理有限公司，是试点平台类企业。未来拟打造集展示展销、办公、仓储一体的平行进口汽车展示中心。2019年，平行进口车业务实现收入11,338.00万元，毛利率为0.95%，处于较低水平。

加拿大龙虾贸易项目

公司通过全货机包机直航模式开展生鲜海外直采贸易业务。未来拟通过进入国内商超、社区生

鲜平台、农批市场等，加大国内销售力度，拓展下游销售渠道，扩大采购规模，以获得采购优势。2019 年，加拿大龙虾贸易业务实现收入 4,383.00 万元，毛利率为-3.70%，主要系该业务目前处于前期拓展阶段，价格优惠所致。

观致联动云项目

公司开展轿运车物流智能运力网络，以整车及零部件运输为主，逐步开拓业外市场。2019 年，观致联动云项目实现收入 8,784.00 万元，毛利率为 10.27%。

基础物流

公司拟通过联合战略大客户，构建全国云仓体系，网络覆盖一级和二级核心要地，形成全国仓储运营平台。公司联合区域城市配送平台，构建全国城市配送网络，联合生鲜、快消、家电等优秀品牌、经销商和连锁超市，共同搭建城市的民生消费品的城市统仓统配体系。截至 2019 年末，公司已经在国内成功布局 20 余个城市，通过自建物流基地为客户提供物流仓储服务。2019 年，基础物流业务实现收入 431.00 万元，毛利率为 8.00%。

宝能物流已进驻广州、汕头、贵阳、烟台、昆明、南通、重庆、天津、长沙、潍坊、成都等城市，截至 2019 年末，宝能物流预计总投资 111.54 亿元，已投资 22.05 亿元，预计建成后未来年产值 69.33 亿元。公司发展基础物流业务尚需投资规模较大，未来面临较大资金支出压力。

表 3 宝能物流物流园区投资及未来产值情况

项目名称	拿地时间	用途	土地面积(亩)	建筑面积(万平方米)	总投资额(亿元)	截至 2019 年末已投资(亿元)	项目状态	未来年产值(亿元)
广州空港	2017.06	物流仓储用地、工业用地	246.00	33.00	15.85	10.29	已开工	6.06
汕头 D09	2017.12	物流仓储用地	40.00	5.50	2.07	0.82	已开工	2.08
汕头 D10	2018.10	物流仓储用地	44.00	9.00	3.43	0.45	已开工	2.32
贵阳小碧	2018.01	物流仓储用地	495.00	43.00	19.93	3.12	未开工	13.33
烟台物流	2018.05	物流仓储用地	194.00	24.00	9.94	0.96	未开工	10.00
昆明临空	2018.06	物流仓储用地	180.00	21.00	7.94	0.83	未开工	5.71
南通保税	2018.11	物流仓储用地	294.00	22.00	10.00	0.78	未开工	9.09
重庆渝北区一期一批次	2019.04	物流仓储用地	166.00	13.00	7.33	1.00	未开工	4.12
天津打通关	2019.05	物流仓储用地	266.00	5.45	6.52	1.34	未开工	4.03
长沙望城	2019.06	物流仓储用地	172.00	23.00	7.84	0.82	未开工	2.34
潍坊滨海	2019.07	物流仓储用地	318.00	21.00	5.31	0.40	未开工	4.18
长沙黄花	2019.08	物流仓储用地	111.00	14.80	3.16	0.79	未开工	2.41
成都青白江	2019.08	物流仓储用地	236.00	35.00	12.24	0.45	未开工	3.66
合计	--	--	2,762.00	269.75	111.54	22.05	--	69.33

注：总投资额中包含土地支出，合计12.06亿元

资料来源：公司提供

(2) 物业租赁业务

公司物业项目均位于深圳，未来物业租赁将不再作为重点发展业务；目前列入城市更新计划的项目已改为短租且租金收入大幅下降，新建成的深业物流中心尚处于免租期，预计公司短期内租金收入会随城市更新项目启动而持续下降。

截至 2019 年末，公司主要经营项目位于深圳罗湖区，运营的项目有 6 个，分别为笋岗工艺城、

清水河仓库区、宝钜实业大厦、深业物流大厦、平湖物流中心和深业物流中心。公司共拥有 107.32 万平方米可租赁物业。租赁物业经营业态主要集中在创意设计、展示交易、汽车及汽车用品、建材、家居、工艺礼品、文化休闲等领域。截至 2019 年末，笋岗工艺城预计 2020 年 4—7 月开始进行城市更新；规划局现将笋岗工艺城备注为综合整治为主，可进行局部地块拆除重建，目前更新尚未启动，具体规划尚待确定；深业物流中心由六金广场和宝能中心组成，六金广场已经竣工开业，宝能中心正处于招商阶段，已部分入驻。

2019 年，公司物业租赁收入同比大幅下降，主要系公司笋岗工艺城及清水河酒店用品城因城市更新规划已获批，租户由按年收取租金的长期租户转变为按月支付的短期租户，同时给与新租户免租期所致。其中，笋岗工艺城实现租金收入 6,687.02 万元，同比大幅下降 41.07%；清水河酒店用品城实现租金收入 4,843.91 万元，同比大幅下降 35.37%。2019 年，宝钜实业大厦实现租金收入 5,062.49 万元，同比增长 5.40%，变化不大；深业物流大厦实现租金收入 1,163.12 万元，同比下降 46.70%，主要系该物业二层整体重新装修，暂无租金收入所致。深业物流中心租金收入规模较小，主要系六金广场自 2019 年 6 月开业以来，公司给予客户最长不超过一年的免租期所致；2019 年，深业物流中心实现收入 3.96 万元。平湖物流中心实现收入 1,032.22 万元，规模较小，主要系公司市场策略调整，采用整租方式运营，因新进租户的免租期较长，造成出租率 100%但租金收入较少。

表 4 2017—2019 年公司主要经营物业情况介绍（单位：万元）

名称	主要业务	建成时间	2016 年租金收入	2017 年租金收入	2018 年租金收入	2019 年租金收入
笋岗工艺城	创意、展示交易、学术交流、总部集群、时尚购物、文化休闲、家居饰品、工艺礼品	2009 年	11,462.19	11,248.70	11,347.48	6,687.02
清水河仓库	餐厨设备、酒店用品、制冷设备、商用及民用家私、办公自动化设备、机电设备、电器等	2010 年	6,442.76	6,420.18	7,494.76	4,843.91
宝钜实业	宝能 ALLCITY 龙岗店、沃尔玛、国际知名品牌入驻	2006 年	4,379.25	4,575.15	4,802.91	5,062.49
深业物流大厦	高端写字楼、商务平台与总部平台：中国银行、前海人寿等金融机构入驻	2007 年	1,387.98	1,831.38	2,182.19	1,163.12
平湖物流中心	引入以智能技术及电子商务为代表的高新技术和战略性新兴产业	2018 年	--	--	467.75	1,032.22
深业物流中心	集研发、商务交流、培训认证、办公居住、文化休闲为一体的产业配套平台	2019 年	--	--	--	3.96
合计	--	--	23,672.18	24,075.41	26,295.10	18,792.71

注：租金收入下降而出租率较高主要系部分客户处于免租期所致
资料来源：公司提供

出租率方面，2019 年，公司笋岗工艺城、清水河仓库、深业物流大厦和平湖物流中心出租率均为 100.00%，宝钜实业大厦出租率有所提高，深业物流中心部分已经开业，其中，六金广场出租率为 80.00%，宝能中心尚未出租。公司物业出租率较高。

表 5 2017-2019 年在营项目出租运营情况

在营项目	出租率 (%)			租金水平 (元/平方米·月)			可租面积 (万平方米)
	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年	
笋岗工艺城	93.00	98.60	100.00	138.00	144.90	79.77	6.51
清水河仓库	94.00	95.68	100.00	75.00	93.25	63.82	6.32
宝钜实业大厦	98.68	97.75	99.00	66.37	84.08	103.33	4.87
深业物流大厦	100.00	100.00	100.00	160.00	163.83	150.39	0.34
平湖物流中心	--	11.46	100.00	--	--	--	9.28
深业物流中心	--	2.75	80.00	--	--	--	80.00

注：按可租面积计算；截至 2019 年末，深业物流中心部分已经开业，六金广场出租率为 80%，宝能中心尚未出租；深业物流中新可租面积为六金广场+宝能中心；六金广场目前处于免租期，平湖物流中心处于整租调整中，故无租金水平

资料来源：公司提供

租金水平方面，2019 年，除宝钜实业大厦外，其他物业租金水平均大幅下降，笋岗工艺厂和清水河仓库租金水平分别下降 44.95%和 31.56%，主要系城市更新项目预计将要启动，公司给予短期租户价格优惠所致；深业物流大厦租金水平下降 8.20%，主要系部分出租给关联方办公，租金水平有所下降；深业物流中心及平湖物流中心因部分客户处于免租期，目前无法测算租金水平。

3. 小额贷款业务

作为公司附属产业，公司小额贷款业务规模较小。

从小贷公司的经营情况看，2019 年，受存量贷款结清及货币宽松大环境带来的贷款利率下降影响，2019 年整体业务量较 2018 年有所下降，相应贷款利息收入也有所下降，全年实现利息收入 6,346.46 万元。2018—2019 年，粤商小贷计提的减值准备分别为 2,408.80 万元和 1,932.55 万元，公司主要客户为中小企业，受国内实体经济增速放缓影响，仍存在一定的贷款坏账损失风险。

表 6 2018-2019 年粤商小贷经营数据（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年
期末贷款余额	63,175.64	58,970.78
减：减值准备	2,408.80	1,932.55
发放贷款及垫款期末余额	60,766.84	57,038.23
全年累计业务量	52,223.20	12,573.30
其中：个人贷款和垫款	17,395.20	2,810.30
其中：企业贷款和垫款	34,828.00	9,763.00
利息收入	10,523.65	6,346.46
利息成本（管理费用）	5,801.02	4,112.47

资料来源：公司提供

目前，粤商小贷的业务绝大多数仅限于与公司商业物业租赁相配合的租赁客户的小贷业务。通过公司的渠道，粤商小贷对租赁客户的状况了解较为全面，所以贷款安全系数较高，同时，粤商小贷要求绝大部分客户为贷款提供资产抵押或质押担保，以降低坏账风险。

4. 关联交易

公司关联采购占比很小，但存在较大规模的担保和关联方往来款，一定时期内对公司资金形成占用，且存在一定或有负债风险。

2019 年，公司向关联方购买商品、接受劳务主要为商服服务，占当年公司购买商品、接受劳务

金额比重均较小；出售商品、提供劳务金额为2.41亿元，占比较大，主要为商业服务和资金利息收入。从关联担保情况来看，截至2019年末，公司对外担保余额合计293.02亿元，占所有者权益的100.66%。从关联方资金拆借情况来看，截至2019年末，公司其他应收款中关联方往来款金额为112.21亿元，占其他应收款的37.73%，主要为支持关联方业务发展。

5. 经营关注

公司处于业务转型期，新业务经营风险高

公司目前处于业务转型期，租金收入受城市更新改造影响短期内或进一步下降，新增业务尚处于起步阶段毛利率较低。公司目前处于业务转型期，加大力度发展物流业务，但物流业务处于拓展期，毛利率处于较低水平，且物流业务经营风险高于公司原有的物业出租业务。公司部分物业已被列入城市更新规划中，租金收入有所下降。未来该类项目进行城市更新改造期间，租金收入短期内或进一步下降。

公司与关联方、非关联方资金往来及担保规模较大

截至2019年末，为支持关联方业务发展以及锁定物流业务战略合作方，公司其他应收款中非经营性其他应收款规模较大，前五大非经营性其他应收款占其他应收款75.47%，占比较大。公司其他应收款中，非经营性往来款规模较大，一定时期内对公司资金形成占用。截至2019年末，公司存在较大规模的对外担保，存在较大的或有负债风险。

疫情或对公司经营产生不利影响

公司目前营业收入主要来源于物业租赁业务及物流业务，易受宏观经济、区域经济及区域规划等或不可抗力等因素影响，此次突发疫情对公司物业出租业务及物流业务或产生不利影响。

资金支出压力较大

2019年以来，公司加速发展现代物流综合业务，截至2019年末，公司建设物流园区总投资111.54亿元，规模较大，公司未来面临较大资金支出压力。

租金收入及综合毛利率水平短期内或持续下降

截至2019年末，公司笋岗工艺城及清水河酒店用品城城市更新规划获批，租户结构发生转变。由于城市更新具体时间计划尚未出具，存在不确定性，上述两项物业中原有长期租户转为短期租户，同时公司给与新租户免租期导致笋岗工艺城和清水河酒店用品城租金收入大幅下降，未来随着城市更新项目启动，公司租金收入存在持续下降风险。公司加大物流业务发展，但目前该类业务处于业务拓展期，毛利率处于较低水平，公司综合毛利率存在持续下降风险。

6. 未来发展

公司未来发展目标明确，但考虑到公司逐步推进物流园区的改造升级且城市更新项目存在不确定性，未来公司发展面临一定的挑战。

未来公司拟在全国各重点及经济发展潜力城市战略性布局高端仓储和冷链物流，业务包括战略性国际采购、国内采购，食品加工及配送，将对零售、仓储及供应链产生颠覆性变化。以美国的 SYSCO 和 USF00D 为目标，争取利用十年时间，成为中国最强的冷链配送服务供应以冷链物流为龙头、仓储运营为核心，向干线运输、城市配套等上下游产业链延伸。目前，物流板块布局已经进入 15 个省、30 个重要节点城市。

公司及旗下宝能物流将做为物流战略的主要载体，通过自持、自主经营的运营方针，打造并形成包括保税物流中心、综合物流中心、城市物流中心、多式联中心、空港物流中心、汽车展示展销

中心、跨境电商线下体验中心等物流中心产业群。

六、财务分析

公司提供的 2018—2019 年度合并报表已经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司按照财政部于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布的《企业会计准则-基本准则》和各项具体会计准则、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。

从合并范围变化来看，截至 2019 年末，公司合并范围内子公司共 49 户，较上年底增加 19 户。公司近两年合并范围变化较大，但新增子公司业务规模较小且业务未生改变，财务数据可比性较好。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 771.65 亿元，负债合计 480.54 亿元，所有者权益（含少数股东权益）291.11 亿元，其中归属于母公司所有者权益 290.94 亿元。2019 年，公司实现营业收入 8.98 亿元，净利润（含少数股东损益）1.06 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 1.08 亿元；经营活动产生的现金流量净额-33.43 亿元，现金及现金等价物净增加额-25.24 亿元。

1. 资产质量

公司资产中其他应收款和投资性房地产占比较大，其他应收款主要为非经营性款项，占用公司资金；投资性房地产评估单价高且与租金规模比较很高；同时公司资产受限规模较大，整体资产流动性较差。

截至2019年末，公司合并资产总额771.65亿元，较年初增长12.68%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占40.99%，非流动资产占59.01%。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

截至2019年末，公司流动资产316.29亿元，较年初增长9.40%，主要系其他应收款增加所致。公司流动资产主要为其他应收款（占93.41%）。

截至2019年末，公司货币资金8.23亿元，较年初下降74.87%，主要系支付关联方往来款以及对外投资规模较大所致；货币资金中有0.72亿元受限资金，受限比例为8.75%，主要为保证金。

截至2019年末，公司其他应收款（合计）账面价值297.74亿元，较年初增长19.58%，主要系公司应收往来款大幅增长所致；公司其他应收款分为经营性款项和非经营性款项，经营性款项主要包括押金、保证金和代垫款等；公司其他应收款主要是非经营性款项，该款项是公司关联方之间的资金往来和拆借，非经营性款项的金额为294.48亿元，占其他应收款的比例为99.68%，对资金形成较大的占用。公司未对关联方资金拆借计提坏账准备。截至2019年末，公司按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款余额185.19亿元，其中账龄1年以内的占比90.49%，账龄较短，公司按账龄分析法累计计提坏账准备1.95亿元，计提比例为1.05%，计提较充分；截至2019年末，公司前五大非经营性其他应收款占其他应收款的75.47%，占比较大，一定时期内对资金形成占用。

表 7 截至 2019 年末前五大非经营性其他应收款及占比情况（单位：亿元、%）

名称	金额	占比	是否为关联方
深圳建业工程集团股份有限公司 ²	124.90	42.00	否
深圳市宝能投资集团有限公司	44.56	14.98	是
深圳市丰辰投资有限公司	22.04	7.41	是

² 主要是工程预付款，公司根据协议提前将部分后续将会陆续发生的工程款以往来款的形式转给深圳建业工程集团股份有限公司，以锁定双方的战略合作关系及优惠条件。由于双方尚未对具体项目的建设签署相关工程类合同，故公司次款项目目前为往来款，待后续签订协议后将陆续调整计入预付款、工程款类别中。

深圳鸿业装饰有限公司	21.45	7.21	否
深圳市盛广投资有限公司	11.52	3.87	是
合计	224.46	75.47	--

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司非流动资产455.36亿元，较年初增长15.07%，主要系投资性房地产增加所致。公司非流动资产主要由投资性房地产（占90.11%）构成。

公司投资性房地产采用公允价值模式计量。截至2019年末，公司投资性房地产账面价值410.33亿元，较年初增长9.90%，主要系公允价值增加所致。公司投资性房地产全部位于深圳市，评估单价在2.59万元/平方米~16.58万元/平方米区间，单价较高，需关注未来深圳市房地产市场变化情况以及公司投资性房地产的后续评估情况。截至2019年末，公司投资性房地产账面价值410.33亿元用于抵押借款，受限比例为100%，全部用于抵押。

截至2019年末，公司受限资产为420.69亿元，占资产总额的54.52%，全部用于借款的抵、质押担保。

表8 截至2019年末公司受限资产及占比情况（单位：亿元、%）

受限资产	金额	占总资产比例
货币资金	0.72	0.09
存货	0.13	0.02
应收账款	0.44	0.06
可供出售金融资产	2.31	0.30
投资性房地产	410.33	53.18
固定资产	0.76	0.10
在建工程	2.63	0.34
无形资产	2.78	0.36
其他非流动资产	0.60	0.08
合计	420.69	54.52

资料来源：公司审计报告

2. 负债及所有者权益

（1）负债

受短期借款大幅增加影响，公司整体负债规模有所上升，债务负担大幅增加；公司债务结构以长期债务为主，但短期债务规模较大，存在一定短期偿付压力。

截至2019年末，公司负债总额480.54亿元，较年初增长21.70%，流动负债和非流动负债均有所增加。其中，流动负债占31.28%，非流动负债占68.72%。公司负债以非流动负债为主。

截至2019年末，公司流动负债150.30亿元，较年初增长41.99%，主要系短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占18.81%）、其他应付款（占47.95%）和一年内到期的非流动负债（占28.28%）构成。

截至2019年末，公司短期借款28.27亿元，较年初增长91.48%，主要系公司经营所需资金增加，加大借款力度所致；公司短期借款主要由质押借款（占18.70%）和抵押借款（占81.30%）构成。

截至2019年末，公司其他应付款（合计）72.07亿元，较年初增长20.18%，主要系关联方往来款增加所致；其他应付款主要由往来款（占98.74%）、保证金和押金（占1.05%）构成。

截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债42.51亿元，较年初增长71.38%，主要系一年内到期的长期借款大幅增加所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债 330.24 亿元，较年初增长 14.27%，主要系公司成功发行“19 深业 01”以及长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 69.11%）和递延所得税负债（占 25.86%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款 228.23 亿元，较年初增长 10.56%，主要系公司加大融资力度所致；长期借款主要由质押借款（占 97.65%）构成。应付债券 15.03 亿元，较年初增长 276.05%，主要系公司发行“19 深业 01”（发行规模 15.10 亿元）所致。递延所得税负债 85.40 亿元，较年初增长 8.67%，主要系投资性房地产公允价值上升产生的应纳税暂时性差异增加所致。

截至 2019 年末，公司全部债务 316.63 亿元，较年初增长 26.35%，长期债务和短期债务均有所增加。其中，短期债务占 23.17%，长期债务占 76.83%，以长期债务为主。公司短期债务 73.38 亿元，较年初增长 82.65%；长期债务 243.25 亿元，较年初增长 15.60%；相较于公司货币资金规模，公司短期债务规模较大，存在一定的短期偿付压力。截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.27%、52.10%和 45.52%，较年初分别提高 4.62 个百分点、提高 5.74 个百分点和提高 3.47 个百分点，债务负担大幅增加。从债务到期期限来看，公司 2021 年债务到期规模较大，存在集中兑付压力。

表 9 截至 2019 年末公司债务期限情况（单位：亿元）

项目	短期借款	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	债务合计
2020 年	30.87	42.51	--	--	73.38
2021 年	--	--	129.05	--	129.05
2022 年	--	--	22.78	--	22.78
2023 年及以后	--	--	76.40	15.03	91.42
合计	30.87	42.51	228.23	15.03	316.63

资料来源：公司提供、联合评级整理

（2）所有者权益

2019 年，公司所有者权益有所增长，归属于母公司的所有者权益中其他综合收益和未分配利润占比较大，权益稳定性有待提升。

截至 2019 年末，公司所有者权益为 291.11 亿元，较年初增长 0.40%，变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.94%，少数股东权益占比为 0.06%。归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 3.17%、18.49%、32.35%和 44.40%，其他综合收益和未分配利润占比较大，且主要由投资性房地产评估增值产生，权益稳定性弱。

3. 盈利能力

公司利润主要来自公允价值变动收益，财务费用对利润侵蚀严重，整体盈利能力较弱。

2019 年，受益于公司大力发展物流业务，公司营业收入 8.98 亿元，较上年增长 101.41%。营业成本为 6.83 亿元，较上年增长 334.53%，主要系新增物流业务成本较大所致。公司实现营业利润 8.01 亿元，较上年下降 86.37%，主要系公允价值变动收益较 2018 年下降所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 21.63 亿元，较上年增长 117.44%，主要系财务费用大幅增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 0.11%、7.58%、0.29%和 92.02%，以财务费用为主。其中，销售费用为 0.02 亿元，较上年下降 38.07%，主要系广告宣传费用减少所致；管理费用为 1.64 亿元，较上年增长 84.57%，主要系职工薪酬增加所致；研发费用为 0.06 亿元，较上年增长 1.29%，变化不大；财务费用为 19.90 亿元，较上年增长 122.16%，主要系随

着债务规模持续扩大利息费用大幅增加所致。2019年，公司费用收入比为240.17%，较上年提高18.46个百分点，公司费用控制能力弱，财务费用对利润侵蚀严重。

从利润构成来看，2018—2019年，公司分别实现公允价值变动收益67.58亿元和27.66亿元，是当年营业利润的1.15倍和3.45倍。若剔除公允价值变动对营业利润的影响，在其他因素不变的情况下，2018—2019年，公司营业利润分别为-8.79亿元和-19.65亿元。公司利润主要来自公允价值变动收益。

从盈利指标看，2019年，公司营业利润率为20.90%，较上年下降39.90个百分点，主要系物流业务处于前期发展阶段，成本较高所致；2019年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为3.65%、3.83%和0.37%，较上年分别下降8.92个百分点、下降8.78个百分点和下降17.66个百分点。公司各盈利指标均下降，主要系公允价值变动收益减少所致。

4. 现金流

公司为关联方提供往来款规模巨大，经营性现金流持续大额净流出，同时，公司大力发展现代物流综合业务，投资规模大幅增加，未来随着该业务规模扩大，公司尚有一定的融资需求。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入102.92亿元，较上年增长18.63%，主要系收到的往来款金额增加所致；其中，销售商品、提供劳务收到的现金10.40亿元，较上年增长241.93%，主要系新增物流业务收入增加所致；收到的往来款91.85亿元。经营活动现金流出136.36亿元，较上年下降37.89%，主要系支付的往来款金额减少所致。受此影响，2019年，公司经营活动现金净流出33.43亿元，较上年下降74.82%。2018—2019年，公司现金收入比率分别为68.21%和115.79%，较2018年有所提升。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入0.67亿元，较上年下降92.88%，主要系收到其他与投资活动有关的现金减少所致；投资活动现金流出32.60亿元，较上年增长142.45%，主要系工程建设投入增加所致。2019年，公司投资活动现金净流出31.93亿元，净流出规模有所扩大。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入151.69亿元，较上年下降32.75%，主要系2018年公司收到战略投资50.00亿元同时本年度取得借款收到的现金下降所致；筹资活动现金流出111.56亿元，较上年增长97.27%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。受上述影响，2019年，公司筹资活动现金净流入40.13亿元，较上年下降76.25%。考虑公司在建拟建项目仍需较大的开发投资金额，公司融资需求较大。

5. 偿债能力

公司偿债能力指标弱，受公允价值变动收益的影响较大；但考虑到未来随着在建物流园区竣工投入运营，公司收入规模有望获得提升，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2018—2019年，公司流动比率和速动比率均分别为2.73倍和2.10倍，有所下降。考虑到公司流动资产主要为非经营性往来款，保障程度偏低。2018—2019年，公司现金短期债务比分别为0.82倍和0.11倍，有所下降，现金类资产对短期债务的保障程度弱。整体看，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标看，2018—2019年，公司EBITDA分别为68.26亿元和28.08亿元，2019年较上年下降58.87%，主要系利润总额大幅下降所致。从构成看，公司EBITDA由计入财务费用的利息支出（占70.95%）和利润总额（占28.41%）构成。2019年，公司EBITDA利息倍数由上年的7.40倍下降至1.38倍，EBITDA对利息的覆盖程度一般；公司EBITDA全部债务比由上年的0.27倍下降至0.09倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度弱。整体看，公司长期偿债能力指标弱。

截至 2019 年末，公司获得的金融机构授信额度合计 374.22 亿元，其中已使用的额度 297.61 亿元，公司间接融资渠道有待拓展。

截至 2019 年末，公司无重大未决诉讼、仲裁案件。

截至 2019 年末，公司存在对外担保金额合计 324.45 亿元，占所有者权益的 111.45%，占比较大。公司对杭州诚茂投资有限公司（以下简称“杭州诚茂”）的担保为芜湖信致投资中心（有限合伙）作为委托人通过受托人南洋商业银行（中国）有限公司深圳分行向杭州诚茂发放委托贷款 41.3 亿元用于投资并购观致汽车有限公司，为了保证杭州诚茂履行投资并购观致汽车项目的相关约定及南商行委托贷款项下的义务，公司向芜湖信致出具不可撤销承诺函，承诺在杭州诚茂投资有限公司完成收购观致汽车股权后，增加公司为共同债务人。被担保方目前经营和财务状况正常，但若未来被担保企业经营恶化，公司面临较大或有负债风险。

表 10 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保类型	担保金额	担保起始日	担保到期日	是否为关联方
深圳市宝能投资集团有限公司	保证担保	15,000.00	2018/1/22	2020/2/9	是
深圳市宝能投资集团有限公司	保证担保	60,000.00	2019/9/30	2020/9/29	是
深圳市宝能投资集团有限公司	保证担保	147,630.00	2019/8/9	2021/7/25	是
深圳市宝能投资集团有限公司	保证担保	237,460.00	2019/6/11	2021/12/30	是
深圳市宝能投资集团有限公司	共同债务人/ 抵押担保	120,000.00	2017/9/18	2021/5/17	是
深圳市宝能投资集团有限公司	抵押担保	187,500.00	2016/12/1	2020/12/1	是
宝能地产股份有限公司	抵押担保	87,500.00	2016/12/1	2020/12/1	是
宝能地产股份有限公司	保证担保	57,300.00	2019/11/29	2034/11/28	是
深圳市钜盛华股份有限公司	保证担保	195,600.00	2018/3/16	2021/3/15	是
深圳市钜盛华股份有限公司	保证担保	190,000.00	2019/5/24	2021/8/1	是
深圳市钜盛华股份有限公司	保证担保	48,510.00	2019/11/27	2020/12/26	是
宝能城有限公司	保证担保	598,000.00	2018/10/12	2021/10/11	是
安徽宝能置地有限公司	抵押担保	28,321.00	2018/2/12	2020/2/11	是
深圳前海深粤供应链有限公司	保证担保	17,100.00	2018/7/10	2021/7/9	否
深圳前海深粤供应链有限公司	保证担保	22,000.00	2019/2/22	2022/2/22	否
深圳建业工程集团股份有限公司	保证担保	28,000.00	2019/3/8	2022/3/8	否
深圳建业工程集团股份有限公司	保证担保	10,400.00	2018/7/10	2021/7/9	否
深圳建业工程集团股份有限公司	保证担保	60,000.00	2019/4/26	2020/4/25	否
深圳建业工程集团股份有限公司	保证担保	121,710.00	2019/8/30	2021/8/29	否
深圳建业工程集团股份有限公司	保证担保	14,000.00	2019/7/11	2020/7/10	否
中山润田投资有限公司	保证担保	105,000.00	2019/9/25	2021/9/24	是
杭州诚茂投资有限公司	共同债务人	231,500.00	2018/3/22	2021/3/21	是
杭州诚茂投资有限公司	共同债务人	19,000.00	2018/1/5	2023/12/24	是
杭州诚茂投资有限公司	共同债务人	162,500.00	2017/12/25	2022/12/24	是
鸿业装饰	保证担保	20,000.00	2019/7/31	2020/7/30	否
宝能汽车有限公司	保证担保	220,000.00	2019/3/19	2021/3/18	是
前海力能世纪/前海深粤供应链	保证担保	6,000.00	2019/6/28	2020/6/28	否
宝能地产股份有限公司	抵押担保	219,368.00	2019/5/1	2021/10/31	是
冯国岭	保证担保	500.00	2019/9/26	2023/3/26	否
汤小森	保证担保	500.00	2019/11/1	2023/5/1	否

朱海磊	保证担保	90.00	2019/12/18	2023/6/18	否
深圳建业工程集团股份有限公司	连带责任担保	14,000.00	2019/7/11	2020/7/10	否
合计	--	3,244,489.00	--	--	--

资料来源：公司提供

根据公司提供的中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G1044030300660290H），截至 2020 年 6 月 3 日，公司无未结清的不良或关注类信贷信息，已结清的贷款中，有一笔关注类贷款以及两笔欠息记录，主要系因银行结算时间差异，当日未成功扣息，第二日扣息成功所致。

6. 母公司财务分析

受益于现代综合物流收入大幅增加，母公司收入规模随之增加；利润来源主要为公允价值变动收益；债务规模增加，债务负担有所提升；权益稳定性有待提升。

截至 2019 年末，母公司单体资产总计 664.28 亿元，较年初增长 3.74%，变化不大。母公司资产主要由其他应收款（占 37.53%）、长期股权投资（占 5.49%）和投资性房地产（占 53.08%）构成。

截至 2019 年末，母公司单体负债合计 404.08 亿元，较年初增长 9.53%，主要系短期借款和一年内到期的流动负债增加所致。母公司负债主要由短期借款（占比 6.47%）、其他应付款（占 9.50%）、一年内到期的非流动负债（占 10.40%）、长期借款（占 51.36%）和递延所得税负债构成（占 18.13%）。截至 2019 年末，母公司资产负债率和全部债务资本化比率为 60.83%和 52.77%。

截至 2019 年末，母公司单体所有者权益为 260.20 亿元，较年初下降 4.14%，变化不大。母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 3.55%、20.68%、32.88%和 41.12%，其他综合收益和未分配利润占比较大，权益稳定性有待提升。

2019 年，母公司单体营业收入 14.27 亿元，较上年增长 472.14%，主要系现代综合物流收入大幅增加所致；实现净利润-2.67 亿元，较上年下降 106.30%主要系投资性房地产公允价值变动收益大幅减少所致。

2019 年，母公司单体经营活动现金流量净额-22.48 亿元，净流出规模有所缩小，主要系支付往来款规模减小所致；投资活动现金流量净额-29.85 亿元，净流出规模进一步扩大；筹资活动现金流量净额 26.40 亿元，仍为净流入。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年末，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 8.23 亿元，为“20 深业 03”待偿本金合计（23.00 亿元）的 0.36 倍，公司现金类资产无法覆盖“20 深业 03”；净资产达 291.11 亿元，约为“20 深业 03”待偿本金合计（23.00 亿元）的 12.66 倍，但公司净资产主要由投资性房地产评估增值产生，公司净资产对“20 深业 03”的覆盖程度一般。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 28.08 亿元，约为“20 深业 03”待偿本金合计（23.00 亿元）的 1.22 倍，公司 EBITDA 对“20 深业 03”的覆盖程度较低。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 102.92 亿元，约为“20 深业 03”待偿本金合计（23.00 亿元）的 4.47 倍，公司经营活动现金流入量对“20 深业 03”的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为规模较大的区域性专业市场运营商，经营历史较长，项目规模较大、位置优越、未来经营前景良好，联合评级认为，公司对“20 深业 03”的偿还能力很强。

八、债权保护条款分析

“20 深业 03”债券由钜盛华提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。截至 2019 年末，钜盛华股权结构及实际控制人未发生变化，主要从事寿险、财险、现代物流、基金、资产管理、实业投资、战略投资、小额贷款等业务。

1. 钜盛华经营分析

2019 年，钜盛华营业收入规模随保险业务规模扩大快速增长。

2019 年，钜盛华营业收入为 874.07 亿元，同比增长 66.13%，主要系保险业务收入增加所致；净利润为 25.05 亿元，同比下降 19.60%，主要系公允价值变动收益及投资收益减少所致。

表 11 2017 - 2019 年钜盛华营业收入构成情况（单位：亿元、%）

营业总收入	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
主营业务收入	3.97	1.12	14.31	2.72	45.17	5.17
其他业务收入	31.62	8.88	35.62	6.77	43.55	4.98
利息收入	0.53	0.15	1.05	0.20	0.63	0.07
已赚保费	319.88	89.86	475.16	90.31	784.72	89.78
合计	355.99	100.00	526.14	100.00	874.07	100.00

资料来源：钜盛华提供

从收入构成来看，保险业务收入占比为 89.78%，对钜盛华收入贡献较大。2019 年，钜盛华保险业务收入为 784.72 亿元，同比增长 65.15%，主要系保险业务规模扩大所致。

（1）保险业务

前海人寿产品结构已转型为以传统型寿险为主，业务稳定性有所提升。

截至 2019 年末，前海人寿注册资本 85.00 亿元，总资产 2,711.67 亿元，净资产 258.25 亿元，综合偿付能力充足率为 144.45%。2019 年，前海人寿实现总收入 941.38 亿元，同比 46.17%，主要系保费收入增加所致。从总收入构成上看，保费收入占比 83.36%，投资收益占比 8.33%。

承保业务

2019 年，前海人寿实现规保 768.57 亿元，同比增长 55.11%；实现原保费收入 765.40 亿元，同比增长 52.72%，市场份额 3.69%，市场排名第 9 名。

从产品结构来看，根据监管机构对行业的指导，行业内万能险业务目前均处于暂停状态。前海人寿已无万能险。近年来，前海人寿经营导向趋于逐渐回归保险保障功能，价值保险业务实现大幅增长，2019 年，分红险规模有所扩大，占比达 84.18%，为前海人寿第一大产品类别，实现收入 646.98 亿元，同比大幅增长。同时，前海人寿传统型寿险规模有所下降，实现收入 113.97 亿元。从业务期限结构来看，2019 年，前海人寿长期业务占比 99.76%、短期业务占比 0.24%。从交费方式来看，2019 年前海人寿保险交费方式以趸交为主，趸交占比 77.98%、期交占比 22.02%，其中续期业务占比 13.88%。

表 12 前海人寿保险业务规模保费构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
万能险	6.44	1.97	5.60	1.12	--	--
传统型寿险	313.52	95.92	319.64	63.78	113.97	14.83

分红险	1.68	0.52	170.85	34.09	646.98	84.18
健康险及其他	5.21	1.59	5.10	1.02	4.44	0.58
合计	326.85	100.00	501.19	100.00	765.40	100.00

资料来源：前海人寿提供

保险赔付和退保方面，随着前海人寿业务规模的高速增长，赔付支出规模也相应增长，2019 年赔付支出 10.54 亿元，同比下降 17.98%。赔付支出结构以年金支出为主。2019 年，前海人寿退保金 78.36 亿元，退保率为 19.40%，较 2018 年有所下降，退保率较高系前海人寿已售产品的存续期到期所致。

表 13 前海人寿保险业务赔付情况（单位：万元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
赔付支出	105,639.29	128,540.37	105,426.80
其中：赔款支出	14,529.77	18,690.47	16,051.76
死伤医疗给付	5,586.71	10,739.40	19,638.10
年金支付	79,128.66	89,472.47	62,547.93
满期给付	6,394.15	9,638.03	7,189.01
退保金	1,710,855.28	1,328,717.87	783,621.35
退保率	23.64	23.21	19.40

资料来源：前海人寿提供

业务渠道方面，2019 年，银保渠道仍为前海人寿占比最大的营销渠道，其占渠道的比例为 98.29%。个险渠道方面，2019 年个人营销渠道占比 0.54%，同比变化不大，仍有较大的发展空间。2016 年以来，保监会针对互联网保险领域万能险存在的问题，叫停了前海人寿等 6 家公司的互联网渠道保险业务，造成前海人寿互联网销售渠道 2019 年占比仅为 0.07%。2019 年中介机构渠道营销占比小幅下降，由 2018 年的 2.38%下降至 1.10%。

表 14 前海人寿销售渠道结构（单位：%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
银行代理	95.90	97.05	98.29
中介机构	1.40	2.38	1.10
个人营销	2.51	0.51	0.54
互联网	0.19	0.07	0.07
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：前海人寿提供

投资业务

整体来看，目前前海人寿所持固定收益类资产面临的信用风险较小，风险可控。

2019 年，前海人寿所持固定收益类资产中，银行存款主体信用评级均 AA+级及以上，其中 AAA 级占比 74.76%；企业债券（包含金融债、可转债，不含国开债）信用评级均为 AA 级及以上，其中 AAA 级占比 74.16%（含主体评级为 AAA 级的超短融债券）；债权投资计划信用级别均为 AAA 级及以上，AAA 级占比 100%，且主要由大型国有及股份制银行、前海人寿所属省份大型国有企业提供担保；固定收益类信托计划信用级别主要为 AA+级及以上，且均设置了增信措施，涵盖股票质押、股权质押、实际控制人担保、不动产抵押、第三方/集团公司担保等。

风险管理

前海人寿根据监管要求和自身发展需要开展风险管理，目前各项风险总体可控。

前海人寿保险业务发展初期以万能险为主，退保给付可能对其流动性产生较大影响。前海人寿近年来积极推动业务转型，大力发展长期储蓄型产品和长期保障型产品，传统型寿险的占比近年来快速提升；同时通过强化流动性预测和应急管理，保持各项风险在可控水平。

（2）现代物流业务

现代物流业务板块主要由深业物流经营，详细分析见主体部分。

（3）重大投资

钜盛华维持规模较大的重大股权投资，是三家上市公司的第一大股东，具有一定的市场影响力；虽然主要被投资公司经营情况较好，但仍需关注市场价格波动带来的风险。

为契合金融控股平台的发展规划，满足投资需求，实现投资的分散化，截至 2019 年末，钜盛华合并范围内重大股权投资具体情况如下：

表 15 截至 2019 年末钜盛华合并范围内重大股权投资情况

被投资单位	持股比例
新疆前海联合基金管理有限公司	20.00%
新疆前海联合财产保险股份有限公司	30.00%
正大（深圳）发展有限公司	49.00%
佛山市宝能投资有限公司	49.06%
宝能酒店投资有限公司	40.00%
宝能世纪有限公司	49.00%
北京优朋普乐科技有限公司	12.13%
广东韶能股份有限公司	19.95%
中国南玻集团股份有限公司	25.61%
深圳市坪山区红土创新发展创业投资有限公司	12.00%
南宁百货大楼股份有限公司	18.85%
中山市天骄稀土材料有限公司	28.50%
杭州弘筑置业有限公司	32.80%

资料来源：钜盛华提供

截至 2019 年末，钜盛华资产中以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产中含权益工具投资 354.08 亿元，可供出售金融资产中按公允价值计量的可供出售权益工具 312.80 亿元，钜盛华持有上市公司股权规模较大，资产价值受股票二级市场波动影响较大。

2. 钜盛华财务分析

钜盛华提供的 2019 年度财务报表经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。钜盛华财务报表编制执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》及其后续颁布和修订的企业会计准则。2019 年，钜盛华处置 2 家子公司，新增 5 家子公司。

截至 2019 年末，钜盛华合并资产总额 4,634.77 亿元，负债总额 3,737.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）897.55 亿元，其中归属于母公司所有者权益 598.04 亿元。2019 年，钜盛华实现营业总收入 874.07 亿元，净利润（含少数股东损益）25.05 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 13.87 亿元；经营活动产生的现金流量净额 81.30 亿元，现金及现金等价物净增加额 23.14 亿元。

（1）资产质量

钜盛华资产规模较大；钜盛华非流动性资产以长期股权投资和投资性房地产为主，资产价值受金融市场波动及房产价值影响较大；此外，钜盛华金融资产和投资性房地产存在被质押的情况，债务偿还情况对资产端可能形成一定影响。

截至 2019 年末，钜盛华资产总额 4,634.77 亿元，较年初增长 21.95%，主要系流动资产增加所致；流动资产占比 51.80%，非流动资产占比 48.20%，流动资产占比上升 13.34 个百分点。

流动资产

截至 2019 年末，钜盛华流动资产 2,401.03 亿元，较年初增长 64.24%，主要系其他应收款及以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产增加所致；流动资产主要由货币资金（占比 12.09%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比 27.98%）、其他应收款（占比 39.72%）和存货（占比 10.04%）构成。

截至 2019 年末，钜盛华货币资金 290.32 亿元，较年初增长 37.45%，主要系融资规模较大所致；主要由银行存款构成；货币资金中 11.92 亿元被用于钜盛华筹资活动的质押，受限资金占比较低。

截至 2019 年末，钜盛华以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 671.92 亿元，主要为钜盛华和前海人寿为主体投资的金融资产，较年初增长 124.12%，主要系权益工具和理财产品及资管计划大幅增加所致；主要由权益工具投资和理财产品及资管计划构成。

截至 2019 年末，钜盛华其他应收款账面价值 953.61 亿元，较年初大幅增长 50.10%，主要系往来款增加所致；其他应收款账面余额中，账龄 1 年以内的占比 92.54%，账龄整体较短；钜盛华累计计提坏账准备 2.27 亿元，考虑到账龄较短，计提较充分。

截至 2019 年末，钜盛华存货账面价值 241.03 亿元，较年初增长 141.10%，主要系开发成本增加所致；其中，开发成本占比 59.53%，钜盛华对存货计提跌价准备 71.82 万元。

非流动资产

截至 2019 年末，钜盛华非流动资产 2,233.74 亿元，较年初下降 4.48%；非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 25.33%）、长期股权投资（占比 9.96%）、投资性房地产（占比 44.42%）和在建工程（占比 5.99%）构成。

截至 2019 年末，钜盛华可供出售金融资产账面价值 565.72 亿元，较年初大幅增长 70.45%，主要系可供出售债务工具和可供出售权益工具增加所致；账面余额中，可供出售债务工具占比 20.73%，可供出售权益工具占比 55.82%；钜盛华针对按成本计量的可供出售权益工具累计计提减值准备 133.07 万元。

截至 2019 年末，钜盛华长期股权投资 222.49 亿元，较年初下降 69.21%，主要系对万科 A 的投资减少所致；长期股权投资按权益法进行核算，主要包括对中国南玻集团股份有限公司的投资 73.29 亿元等；用于质押或被冻结的长期股权投资为 16.42 亿元，受限程度一般。

截至 2019 年末，钜盛华投资性房地产 992.16 亿元，较年初增长 8.28%，主要系购置在建投资性物业及公允价值增长所致；其中，417.74 亿元用于筹资活动抵押担保，占比为 42.10%，受限程度较高。

截至 2019 年末，钜盛华在建工程账面价值 133.74 亿元，较年初增长 9.49%，主要系上海青浦区西虹桥潘臻路西侧 27-04 地块投入增加以及新增德仲广场 8-17 层写字楼等投入所致。

截至 2019 年末，钜盛华使用权或所有权受到限制的资产 614.58 亿元，占资产总额的 13.26%，占比一般，主要用于融资活动的抵质押。

（2）负债

钜盛华负债规模较大，流动负债占比较高，受前海人寿保险行业特点的影响，资产负债率较高；短期债务规模较大，存在短期偿付压力；债务负担较重，但尚属可控。

截至 2019 年末，钜盛华负债合计 3,737.22 亿元，较年初增长 23.04%，主要系非流动负债增加所致；流动负债占比 38.65%，非流动负债占比 61.35%，流动负债占比下降 13.71 个百分点。

截至 2019 年末，钜盛华流动负债 1,444.28 亿元，较年初下降 9.17%，主要系其他流动负债减少所致；流动负债主要由短期借款（占比 6.68%）、其他应付款（占比 30.65%）、一年内到期的非流动负债（占比 6.98%）和其他流动负债（占比 45.16%）构成。

截至 2019 年末，钜盛华短期借款 96.42 亿元，较年初增长 24.59%，主要系抵、质押借款增加所致。

截至 2019 年末，钜盛华其他应付款 442.72 亿元，较年初增长 88.67%，主要系往来及押金增加所致，其他应付款主要为往来款及押金。

截至 2019 年末，钜盛华一年内到期的非流动负债 100.80 亿元，较年初下降 14.48%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

截至 2019 年末，钜盛华其他流动负债 652.24 亿元，较年初下降 37.11%，主要系寿险责任准备金（原保险合同）减少所致；钜盛华其他流动负债主要为寿险责任准备金。

截至 2019 年末，钜盛华非流动负债 2,292.94 亿元，较年初增长 58.44%，主要系其他非流动负债增加所致；非流动负债主要由长期借款（占比 22.24%）、递延所得税负债（占比 10.02%）和其他非流动负债（占比 64.38%）构成。

截至 2019 年末，钜盛华长期借款 510.06 亿元，较年初增长 36.54%，主要系业务规模扩大新增借款增加所致；主要由信用借款、质押借款和抵押借款构成。截至 2019 年末，钜盛华递延所得税负债 229.70 亿元，较年初增长 17.02%。

截至 2019 年末，钜盛华其他非流动负债 1,476.09 亿元，较年初增长 81.35%，主要系寿险责任准备金（原保险合同）大幅增长所致。

截至 2019 年末，钜盛华全部债务 784.49 亿元，较年初增长 23.51%，主要系钜盛华业务发展中资金需求量增长所致；其中短期债务占比 25.54%，长期债务占比 74.46%，以长期债务为主，但短期债务规模较大，存在短期偿付压力；资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 80.63%、46.64%和 39.42%，资产负债率、全部债务资本化率较年初分别上升了 0.71 个百分点、上升了 1.22 个百分点和上升了 3.05 个百分点。受前海人寿保险行业特点的影响，资产负债率较高，公司债务负担加重，但尚属可控。

（3）所有者权益

钜盛华所有者权益规模有所增加，少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般。

截至 2019 年末，钜盛华所有者权益合计 897.55 亿元，较年初增长 17.61%，主要系未少数股东权益增加所致；归属于母公司所有者权益 598.04 亿元，占所有者权益合计的 66.63%；归属于母公司所有者权益中，股本占比 27.26%，资本公积占比 31.09%，其他综合收益为-1.66 亿元，盈余公积占比 2.46%，未分配利润占比 40.83%，权益结构稳定性一般。

（4）盈利能力

保险业务收入、投资性房地产公允价值变动收益和投资收益是钜盛华的重要利润来源，收益状况受房地产市场波动以及金融市场波动对其利润影响较大。

2019 年，钜盛华营业收入为 874.07 亿元，同比增长 66.13%，主要系保险业务收入增加所致；

净利润为 25.05 亿元，同比下降 19.60%，主要系公允价值变动收益及投资收益减少所致。

从期间费用来看，2019 年，钜盛华费用总额 101.41 亿元，较上年增长 20.62%，主要系财务费用增长所致；其中，销售费用占比 38.91%，管理费用占比 10.25%，财务费用占比 49.68%，研发费用占比 1.16%，以销售费用和财务费用为主。2019 年，钜盛华销售费用较上年下降 9.87%，管理费用较上年增长 49.09%，主要系职工薪酬增加所致；财务费用较上年增长 51.20%，主要系债务规模扩大所致。

从利润构成来看，2018—2019 年，钜盛华公允价值变动收益分别占当年营业利润的 157.79%和 448.76%，主要来自投资性房地产公允价值增长。2018—2019 年，钜盛华投资收益占当年营业利润的 234.35%和 771.06%，主要来自长期股权投资产生的投资收益。投资性房地产公允价值变动收益和投资收益是钜盛华的重要利润来源，但容易受到房地产市场尤其是深圳地区房地产市场波动以及金融市场波动的影响。

从盈利能力指标来看，2018—2019 年，钜盛华营业利润率分别为 81.18%和 87.97%，总资产收益率分别为 4.68%和 4.79%，总资产报酬率分别为 2.45%和 1.51%，净资产收益率分别为 4.16%和 3.02%，盈利指标均有所下降。

（5）现金流

钜盛华经营活动现金流转为净流出，投资活动的资金需求仍较大，钜盛华存在一定的融资需求。

从经营活动来看，2019 年，钜盛华经营活动现金流入 1,104.77 亿元，较上年增长 89.76%，主要系收到原保险合同保费取得的现金和保护储金及投资款增加所致；经营活动现金流出 1,023.47 亿元，较上年增长 19.00%，主要系支付其他与经营活动有关的现金增加所致；受此影响，经营活动产生的现金流量净额 81.30 亿元，持续净流入。

从投资活动来看，2019 年，钜盛华投资活动现金流入 4,691.08 亿元，较上年下降 12.94%，主要系收到其他与投资活动有关的现金增加所致；投资活动现金流出 4,845.29 亿元，较上年增长 27.29%，主要对外投资增加所致；受此影响，投资活动产生的现金流量净额-154.22 亿元，转为净流出。

从筹资活动来看，2019 年，钜盛华筹资活动现金流入 400.32 亿元，较上年增长 0.85%；筹资活动现金流出 304.38 亿元，较上年下降 24.51%，主要系偿债规模减少所致；受此影响，筹资活动产生的现金流量净额 95.94 亿元。

（6）偿债能力分析

钜盛华偿债能力指标一般，间接融资渠道有待拓展，存在一定或有负债风险；考虑到钜盛华持有可变现的上市公司股权资产规模很大，经营活动现金流状况较好，钜盛华整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标来看，2018—2019 年，钜盛华流动比率分别为 0.92 倍和 1.66 倍，速动比率分别为 0.86 倍和 1.50 倍，均有所增长；现金短期债务比分别为 2.57 倍和 4.80 倍，指标上升，主要系现金类资产快速增长所致。

从长期偿债能力指标来看，2019 年钜盛华 EBITDA 为 68.20 亿元，较上年下降 27.65%，主要系利润总额大幅减少所致；其中，利润总额占比 21.69%，计入财务费用的利息支出占比 71.45%，折旧和摊销合计占比 6.86%。2018—2019 年，钜盛华 EBITDA 利息倍数分别为 2.70 倍和 1.35 倍，EBITDA 对利息的保障程度一般；EBITDA 全部债务比为 0.15 倍和 0.09 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度较低。整体看，钜盛华长期偿债能力指标一般。

截至 2019 年末，钜盛华合并范围内获得的金融机构授信额度合计 1,132.69 亿元，其中已使用的额度 783.97 亿元，间接融资渠道有待拓展。

截至 2019 年末，钜盛华对外担保金额合计 378.29 亿元，占所有者权益的 42.15%，被担保方均

与钜盛华存在关联关系。钜盛华对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

根据钜盛华提供的《企业信用报告》（机构信用代码：G1044030300786960C），截至 2020 年 6 月 1 日，钜盛华未结清和已结清信贷信息中不存在关注类或不良类信息。

截至 2019 年末，钜盛华无重大未决诉讼、仲裁案件。

3. 债权保护效果评价

从资产情况来看，截至 2019 年末，钜盛华现金类资产和净资产分别为“20 深业 03”待偿本金（23.00 亿元）的 41.84 倍和 33.24 倍；从盈利情况来看，2019 年，钜盛华 EBITDA 为待偿本金的 2.97 倍；从现金流情况来看，2019 年，钜盛华经营活动产生的现金流入为待偿本金的 48.03 倍。钜盛华的担保对于“20 深业 03”的按期偿付有一定正面作用。

九、综合评价

2019 年，公司加大力度发展现代物流综合业务，进行业务转型，物流业务规模增长较快，对收入提供一定补充，但新业务盈利能力弱，财务费用大幅侵蚀利润，公司盈利仍然非常依赖投资性房地产评估增值；公司部分项目列入深圳市城市更新改造的重点项目，租金有所下降。同时，联合评级也关注到公司突发疫情及经济下行压力将影响公司物业租赁及物流业务，往来款和对外担保规模较大，利润主要来自公允价值变动损益，资产受限规模较大，债务规模增长较快且短期债务规模较大，大力投资物流园区建设存在较大资金压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着现代物流园区在建项目逐步竣工并投入运营，公司收入有望进一步提升。但未来公司对于物流业务投资规模大，其债务有进一步上升的压力。

“20 深业 03”的担保方钜盛华作为深业物流的控股母公司，资产规模大，业务模式多样化，其所提供的担保对“20 深业 03”的按期偿付仍有一定正面作用。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”，同时维持“20 深业 03”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1 深圳深业物流集团股份有限公司

主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	394.29	684.82	771.65
所有者权益（亿元）	198.41	289.96	291.11
长期债务（亿元）	99.41	210.42	243.25
全部债务（亿元）	107.70	250.59	316.63
营业收入（亿元）	3.68	4.46	8.98
净利润（亿元）	22.34	44.01	1.06
EBITDA（亿元）	32.12	68.26	28.08
经营性净现金流（亿元）	0.43	-132.79	-33.43
应收账款周转次数（次）	48.48	25.82	12.58
存货周转次数（次）	38.48	42.21	42.06
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01
现金收入比率（%）	49.93	68.21	115.79
总资本收益率（%）	8.48	12.58	3.65
总资产报酬率（%）	8.84	12.61	3.83
净资产收益率（%）	12.01	18.03	0.37
营业利润率（%）	59.86	60.79	20.90
费用收入比（%）	67.98	221.71	240.17
资产负债率（%）	49.68	57.66	62.27
全部债务资本化比率（%）	35.18	46.36	52.10
长期债务资本化比率（%）	33.38	42.05	45.52
EBITDA 利息倍数（倍）	4.38	7.40	1.38
EBITDA 全部债务比（倍）	0.30	0.27	0.09
流动比率（倍）	1.56	2.73	2.10
速动比率（倍）	1.56	2.73	2.10
现金短期债务比（倍）	0.08	0.82	0.11
经营现金流动负债比率（%）	1.33	-125.45	-22.24
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.40	2.97	1.22

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 2 深圳市钜盛华股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	3,662.58	3,800.54	4,634.77
所有者权益（亿元）	733.72	763.16	897.55
短期债务（亿元）	263.70	198.87	200.34
长期债务（亿元）	355.53	436.30	584.15
全部债务（亿元）	619.23	635.17	784.49
营业收入（亿元）	355.99	526.14	874.07
净利润（亿元）	22.08	31.16	25.05
EBITDA（亿元）	67.92	94.27	68.20
经营性净现金流（亿元）	-255.74	-277.89	81.30
应收账款周转次数（次）	620.37	585.64	363.74
存货周转次数（次）	1.15	0.91	0.58
总资产周转次数（次）	0.10	0.14	0.21
现金收入比率（%）	0.91	0.67	6.20
总资本收益率（%）	4.44	4.68	4.79
总资产报酬率（%）	1.80	2.45	1.51
净资产收益率（%）	3.15	4.16	3.02
营业利润率（%）	69.11	81.18	87.97
费用收入比（%）	23.16	15.98	11.47
资产负债率（%）	79.97	79.92	80.63
全部债务资本化比率（%）	45.77	45.42	46.64
长期债务资本化比率（%）	32.64	36.37	39.42
EBITDA 利息倍数（倍）	1.82	2.70	1.35
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.15	0.09
流动比率（倍）	0.47	0.92	1.66
速动比率（倍）	0.41	0.86	1.50
现金短期债务比（倍）	1.27	2.57	4.80
经营现金流动负债比率（%）	-13.39	-17.48	5.63

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	自由负债/自有资产 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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：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：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：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。