

信用评级公告

联合〔2021〕5135号

联合资信评估股份有限公司通过对深圳深业物流集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定下调深圳深业物流集团股份有限公司主体长期信用等级为AA，下调“20深业03”“20深业04”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二一年六月二十九日

深圳深业物流集团股份有限公司

2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
深圳深业物流集团股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
20 深业 04	AA	稳定	AA	稳定
20 深业 03	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 深业 04	27.00 亿元	27.00 亿元	2025-06-23
20 深业 03	23.00 亿元	23.00 亿元	2025-06-11

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	4
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	5
			盈利能力	1
			现金流量	3
		资本结构	1	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

2020 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”）进行业务转型，新增物业周边、零售业务且大力发展现代物流综合业务，物流业务规模增长较快，但现代物流综合业务主要为贸易类业务，风险较大且毛利率处于较低水平。2020 年，公司自持物业深业物流中心部分客户免租期到期导致租金收入有所增长。但目前公司短期债务压力较大，货币资金规模不足，且未来拟在物流业务投资规模较大。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司新业务盈利能力较弱，综合毛利率有所下降，财务费用侵蚀利润，盈利依赖投资性房地产评估增值及投资收益；往来款和对外担保规模较大，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一定的资金压力以及董事及高级管理人员变动较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2020 年，公司贸易类业务规模持续扩大，相较于自持物业出租业务风险较高。截至 2020 年底，若考虑回售，公司债将于 2021 年及 2022 年大额集中到期，公司往来款规模较大，偿债资金主要依赖往来款，届时将面临一定集中兑付压力。

“20 深业 03”和“20 深业 04”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股东，资产规模大，业务模式多样化，其所提供的担保对“20 深业 03”和“20 深业 04”的按期偿付仍有一定积极影响。

综合评估，联合资信确定下调公司主体长期信用等级为 AA，下调“20 深业 03”和“20 深业 04”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 持有物业区位优势明显且租金收入增加。公司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。受益于深业物流中心部分商户度过

分析师：曹梦茹 张文韬

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

免租期，公司自持物业租金收入有所增加。

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”和“20深业04”的按期偿付有一定积极影响。

关注

1. **公司综合现代物流业务及新增业务毛利率较低且风险相对较大。**2020年，全球经济环境存在不确定性，贸易业务面临市场风险、资金风险以及经营管理风险等，公司加大力度发展物流业务，但物流业务毛利率处于较低水平。同时，公司新增业务于2020年进入拓展初期，成本增加，毛利率处于较低水平。
2. **其他应收款中往来款规模大及对外担保规模大。**公司债务负担较重且与其业务规模不匹配，债务偿还依赖关联方往来款项和再融资；其他应收款对公司资金存在一定占用；公司对外担保规模较大，存在较大或有负债风险。
3. **存在一定的资金支出压力。**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，存在一定的资金支出压力。
4. **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一定集中偿付压力。**2020年，公司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收益和投资性房地产的公允价值变动；公司资产受限规模较大，用于抵押类融资，对资产流动性有一定影响。公司债务规模增长较快，存在一定集中偿付压力。
5. **董事及高级管理人员变动较大。**2020年，公司董事及高级管理人员变化较大，需持续关注人员变动对公司经营产生的影响。

主要财务数据:

合并口径			
项目	2018年	2019年	2020年
现金类资产(亿元)	32.75	8.29	10.94
资产总额(亿元)	684.82	835.77	1,035.16
所有者权益(亿元)	289.96	310.25	382.54
短期债务(亿元)	40.17	73.38	162.48
长期债务(亿元)	210.42	243.25	298.21
全部债务(亿元)	250.59	316.63	460.70
营业收入(亿元)	4.46	10.72	58.79
利润总额(亿元)	58.80	5.24	104.01
EBITDA(亿元)	68.26	25.47	135.20
经营性净现金流(亿元)	-132.79	8.24	30.67
营业利润率(%)	60.79	23.00	7.07
净资产收益率(%)	15.18	-0.46	26.18
资产负债率(%)	57.66	62.88	63.05
全部债务资本化比率(%)	46.36	50.51	54.63
流动比率(%)	273.12	165.88	108.95
经营现金流动负债比(%)	-125.45	4.29	11.61
现金短期债务比(倍)	0.82	0.11	0.07
EBITDA 利息倍数(倍)	7.40	1.25	4.05
全部债务/EBITDA(倍)	3.67	12.43	3.41
公司本部(母公司)			
项目	2018年	2019年	2020年
资产总额(亿元)	640.35	664.28	871.32
所有者权益(亿元)	271.44	260.20	340.29
全部债务(亿元)	242.83	290.71	381.23
营业收入(亿元)	2.49	14.27	3.68
利润总额(亿元)	56.59	0.82	88.79
资产负债率(%)	57.61	60.83	60.95
全部债务资本化比率(%)	47.22	52.77	52.84
流动比率(%)	291.59	238.08	149.24
经营现金流动负债比(%)	-141.01	-20.76	-10.33

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数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. 其他流动负债中短期债券部分已调整入短期债务

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 深业 03	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/6/19	曹梦茹、罗星驰	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018年）	阅读全文
20 深业 01	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/6/19	曹梦茹、罗星驰	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018年）	阅读全文
19 深业 01	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/6/19	曹梦茹、罗星驰	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018年）	阅读全文
20 深业 04	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/6/17	曹梦茹、卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018年）	阅读全文
20 深业 03	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/3/14	曹梦茹、卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018年）	阅读全文
20 深业 01	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/1/21	曹梦茹、卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018年）	--
19 深业 01	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2019/3/4	冯磊、曹梦茹	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018年）	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由深圳深业物流集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

分析师：


联合资信评估股份有限公司


深圳深业物流集团股份有限公司

2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于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”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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”）。2020 年，青岛中建新城投资建设有限公司将其持有公司 1.82% 的股份转让给钜盛华。截至 2020 年底¹，钜盛华、创邦集团有限公司（以下简称“创邦集团”）、中航信托和前海航慧持股比例分别为

74.46%、19.54%、3.64% 和 2.36%。截至 2020 年末，公司控股股东为钜盛华，实际控制人为姚振华。

截至 2020 年底，钜盛华将持有公司的 11833.00 万股股份质押用于为关联方、非关联方及其自身的融资活动提供担保，占公司总股本的 12.81%。

经营范围：供应链管理；投资兴办实业（具体项目另行申报）；经营和自有物业管理；物流信息咨询；家具的设计；室内装修设计；家具、装饰材料、灯饰、床上用品、针纺织品、家用电器、工艺品的销售；经营进出口业务（法律、行政法规、国务院决定禁止的项目除外，限制的项目须取得许可后方可经营）。许可经营项目是：从事货物的仓储（含保税仓库和出口监管仓库，不含危化品）、装卸、运输、加工、包装、配送、信息处理等物流业务；货运业务，承办本仓库内进出口货物的国际运输代理业务，包括：揽货、订舱、仓储、中转、集装箱拼装拆箱、结算运杂费、报关、报验、保险、相关的短途运输服务及咨询业务；建设、租赁、销售仓库；物流园区开发、建设；叉车维修；机动车停放服务（涉及许可经营项目的须取得许可证方可经营）；从事仓储业、装卸搬运、物流仓储代理和钢压延加工等服务；保税仓储业务。

截至 2020 年底，公司下设行政人事部、计划财务部、审计监察部、投资证券部、开发拓展部、经营管理部、工程管理部、合同预算部 8 个部门。截至 2020 年底，公司纳入合并范围的控股子公司 10 家。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 1035.16 亿元，所有者权益 382.54 亿元（含少

¹ 截至 2020 年底，公司签订股权转让协议，完成交割，但尚未工商变更

数股东权益 0.41 亿元)；2020 年，公司实现营业收入 58.79 亿元，利润总额 104.01 亿元。

公司注册地址：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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2020 年底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 截至 2020 年底联合资信评级的存续债券概况
(单位：亿元)

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限(年)
20 深业 04	27.00	27.00	2020-06-23	5 (2+1+2)
20 深业 03	23.00	23.00	2020-06-11	5 (2+1+2)
20 深业 01	14.90	14.90	2020-02-27	5 (2+3)
19 深业 01	15.10	15.10	2019-12-25	5 (2+3)

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同

比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平(5%~6%)，第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数(CPI)和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低

位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同

期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般

公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和

5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源

以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

五、行业及区域经济环境

1. 商业地产行业分析

(1) 行业概况

商业地产行业作为房地产行业的子行业，其发展受国民经济整体发展速度等宏观因素的影响，在开发模式和经营模式方面与住宅型物业、生产性物业开发有明显差异。

商业地产一般是指按照用途划分用于商业用途的房地产产品。广义上讲，商业地产包括各种非生产性和非住宅型的物业，包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等。狭义上看，商业地产主要指专用于商业的物业形式，包括商铺、专业市场、商业批发市场、酒店、商业街等。商业地产作为经营性物业，主要受国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力的影响；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。

从开发模式上看，相对于住宅物业，商业物业具有自身的特点。物业选址方面，住宅开发可选地块较多，区域分布较广；商业物业对城市规划和商圈依赖性较强，可供土地量相对较小，物业形态受经营规划和所在区位的影响较大。商业物业的个性化特点鲜明，各种不同业态对物业的设计规划要求不同；商业物业的客户结构与住宅物业差异较大，住宅物业以自住为主，投资需求占比不高；商业物业的投资属性远高于住宅物业，因此在规划设计上在考虑未来物业形象和定位的时候，既要考虑终端消费者的消费需求，也要保持对未来投资者的吸引力，因此商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从资金来源上看，商业物业开发过程中预售节点往往较晚，因此除了可以采用开发贷款和信

托借款外，还会采用预租、股权融资、债务融资等多种不同方式满足资金需求。从建成后的资金回笼情况看，商业物业由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产，因此会产生多种如资产证券化产品的新兴融资渠道，以降低开发商的资金压力。

商业地产的经营模式主要分为出租模式、出售模式和租售结合模式。其中出租模式主要指商业物业由开发商自行进行市场培育、招商运营，通过良好的运营和管理提升商业物业的价值，并承担经营风险。这种模式下，商业物业统一管理，能够实现更好的物业定位、提升物业价值，未来可以获取稳定的租金收益。但此模式资金投入量大，经营风险较高，对开发商的设计、规划、运营、管理等综合能力要求较高。

出售模式与出租模式相对，开发商在完成商业物业的建设之后直接销售，能够实现资金快速回笼，资金压力小，不承担物业后续的管理经营责任；但物业销售后产权分散，难以统一管理和经营，往往造成业态组合混乱无序，后期若经营不善极易导致品牌价值和影响力逐渐下降等问题。

租售结合模式下，开发商往往持有商业物业的主要部分，并出租给主力店和品牌店，同时销售一小部分商铺。主力店是商业物业的经营主体，起到聚集人气、提升物业经营水平和确立品牌形象的作用，部分商铺的销售有助于开发商平衡现金流，降低自身经营风险。但租售结合的经营模式在一定程度上分散了物业的经营权，开发商、主力店和商铺业主的关系相对复杂，管理难度较高，对后续长期经营形成一定挑战。

(2) 市场供需

近年来，商业地产投资持续放缓，投资规模有所回落，供求矛盾仍存在；2019年四季度受宏观经济持续下行影响，写字楼市场需求有所下降，租金亦环比下跌。

从商业地产供求情况看，近年来商业营业用房整体上呈现供过于求的态势，2019年以来办公楼供应亦出现供应过剩的现象。2018年，全国商业营业用房竣工面积 11258.68 万平方米，

销售面积 11971.33 万平方米，供应过剩压力仍存。2019 年，全国商业营业用房竣工面积 10814.18 万平方米，销售面积为 10172.87 万平方米，供应过剩压力未得到有效缓解。2020 年，全国商业营业用房竣工面积 8621 万平方米，销售面积 9288.46 万平方米，供应过剩的压力有一点缓解。从办公楼供求情况看，2018 年办公楼竣工面积 3884.04 万平方米，销售面积 4363.32 万平方米；2019 年，办公楼竣工面积 3923.39 万平方米，销售面积 3722.76 万平方米，竣工面积超过销售面积。2020 年，办公楼竣工面积 3042 万平方米，销售面积 3334.33 万平方米。

从全国商业地产的增速来看，近年来由于货币政策逐渐转向稳健，经济增速逐步回落，商业地产行业景气度也波动回落。2018 年，商业地产投资规模回落。其中，2018 年商业营业用房投资完成额为 1.42 万亿元，同比下降 8.97%；写字楼开发投资完成额 5996.33 亿元，同比下降 11.30%。2019 年，全国商业开发投资额进一步下降。其中，全国商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，同比下降 6.70%；办公楼开发投资完成额 6162.60 亿元，同比增长 2.80%。2020 年，商业地产投资规模有所上升，其中，全国商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，同比下降 1.13%；办公楼开发投资完成额 6494.10 亿元，同比增长 5.38%。

从租金水平看，2020 年上半年，百街商铺平均租金为 25.1 元/平米·天，环比下跌 2.41%；百 MALL 商铺平均租金为 26.8 元/平方米·天，环比下跌 1.09%。2020 年下半年，跌幅较上半年收窄，其中百街商铺评级租金为 24.96 元/平米·天，环比下跌 0.52%；百 MALL 商铺平均租金 26.76 元/平米·天，环比下跌 0.25%。分城市等级来看，2020 年下半年，一线城市中租金环比上涨的商业街占 30.8%，租金环比下跌的商业街占 50.0%，19.2% 的商业街租金与上期持平。2020 年下半年，二线城市中租金环比上涨的商业街占 35.0%，租金环比下跌的商业街占 45.0%，20.0% 的商业街租金与上期持平。二线城市中，杭州、南京、海口、长沙主要商业街租金环比上涨或持平；成

都、天津、苏州、青岛主要商业街租金环比涨跌互现；武汉、重庆、南昌主要商业街租金环比均下跌或持平。

写字楼方面，根据中国房地产指数系统写字楼租金指数对全国重点城市主要商圈写字楼租赁样本的调查数据，2020年四季度，全国重点城市主要商圈写字楼租金整体水平环比有所下跌，平均租金为4.76元/平方米·天，跌幅为0.43%。从商圈来看，租金环比上涨的商圈占18.8%，租金环比下跌的商圈占70.0%，11.3%的商圈租金与上期持平。

2020年，新冠肺炎疫情对商业地产的租售均产生较大影响，大量商业街和商圈购物中心业主向租户提供不同幅度的租金减免政策，造成一定租金损失。随着疫情的延续，部分项目出现租户退租、租金收缴率下降以及租金支付延期等问题，本次疫情或将对自持商业物业的出租率以及出售项目的销售进度造成一定影响。

(3) 行业关注

商业地产行业竞争激烈，行业集中度持续上升。

商业地产行业属于资金密集型行业，在过去相对宽松的货币环境下，行业进入门槛降低，导致市场集中度很低，参与者较多。行业内大型企业扩张较快，小型企业也在通过多种形式扩大企业规模。同时，受住宅地产限购政策和景气度下滑等因素共同影响，传统的住宅物业开发商也在逐步转型参与到商业物业的开发建设中。此外，主要的商业物业形态如购物中心、百货店、写字楼等同质化明显，部分核心商业区域商业楼宇密度大，供给量较大。上述因素均导致商业地产行业竞争激烈，近年来行业集中度持续上升。

投资回报期长，现金回笼慢

商业地产开发过程中预售节点往往较晚，而且由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产，投资回报期相对较长，对开发商的资金周转产生一定的影响，加重了其融资压力。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年末，钜盛华、创邦集团、中航信托和前海航慧持股比例分别为74.46%、19.54%、3.64%和2.36%。截至2020年末，公司控股股东为钜盛华，实际控制人为姚振华。

2. 企业规模及竞争力

公司是国内最早开展现代物流服务的企业之一，运营经验丰富，所持项目和在建项目均分布于深圳市，85%以上项目在罗湖区，区位优势较明显，具有较强的竞争力。

公司是国内最早开展现代物流服务的企业之一，运营经验丰富。公司开发运营的笋岗物流园区是国内建设最早、功能最全面的现代物流园区之一，曾获“中国第一仓”称号，并获得“全国最大的多功能现代化商业化仓库”和“全国设立最早规模最大的出口监管仓”等多项“中华之最”称号。

目前公司主营现代物流业务，主要包括专业市场运营，展示、配套服务及第三方高端物流产业运营业务等，其专业市场规模、效益以及旗下经营的多个园区均位于深圳市物流行业前列。公司自有物业均在深圳市，其中85%位于深圳市罗湖区，资产优质。公司多项资产位于深圳市城市更新热点区域，符合深圳市城市更新相关政策，具备开展城市更新的条件，物业市场价值存在进一步提升的空间。

公司已建成并持续运营的物业，分别为笋岗工艺城、清水河酒店用品城、宝钜实业、深业物流大厦、平湖物流中心和深业物流中心。其中笋岗工艺城为家居饰品与工艺文化创意产业园区，园区总建筑面积达15万平方米，地理位置优越；清水河酒店用品城为深圳最大的酒店及餐饮设备、用品的综合供应平台，建筑面积为10万平方米，是深圳规模最大、品种最全、市场占有率最大的酒店用品和物资调剂专业市场；宝钜实业大厦位于深圳龙岗中心城中心区，总建筑面积5万平方米，地理位置优越，该项目所处的片区是龙岗区的政治、金融、文化、商务中心，

项目定位高端，是当地最具特色的集购物、餐饮、金融服务、娱乐、休闲为一体的高品位的时尚购物中心。深业物流大厦位于深圳市罗湖区，建筑面积约2万平方米，是片区内的商务平台与总部基地，目前已引进中国银行、前海人寿保险股份有限公司（以下简称“前海人寿”）等高端金融领域企业，为片区发展提供金融配套服务。平湖物流中心项目是龙岗区平湖街道产业升级的重要载体，建筑面积近15万平方米，项目定位为深圳中心生态产城综合体。2020年7月，清水河酒店用品城已获得政府规划，开始对现有租户进行清理。

公司深业物流中心项目位于罗湖区核心商圈，毗邻宝安北路，总建筑面积80万平方米，与深圳的地标性建筑地王大厦、华润万象城处于同一城市景观轴心，连续多年被列入深圳市重大项目。项目同时建设金融中心，汇集国内知名金融服务机构，建设高端商务写字楼作为大型集团总部基地，并配套有宝能商业All City和莱华五星酒店等。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：914403006188009314），截至2021年5月20日，公司已结清和未结清信贷记录中，无关注类和不良类记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事及高级管理人员变动较大，需持续关注人员变动对公司经营产生的影响。

跟踪期内，公司董事成员由董事长姚建辉、董事叶伟青、周东明、孙莉、张子斌、伊丽红、李俊锋、邓祖明、梅思怡”变更为“董事长孙莉、董事边峰、周东明、李俊锋、刘文涛；监事成员由陈立业、樊春翔、肖增劲变更为陈立业、许贤凤、肖增劲；公司高管成员由总经理李俊锋变更为总经理孙莉”。公司董事及高级管理人员变动较大，主要系公司根据业务发展需要，调整相关

人员任职所致，新任职人员均在深圳市宝能投资集团有限公司有相关职务。公司主要管理制度未发生重大变化。

公司董事长兼总监理孙莉女士，中国国籍，1972年出生，硕士研究生学历，汉族。历任深圳市宝能投资集团有限公司人力资源中心总经理、副总裁。现任公司董事长、总经理。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，受公司新增物业周边、零售业务及大力发展综合现代物流业务影响，营业收入大幅增长。但综合毛利率随毛利率较低的业务规模扩大而大幅下降。

2020年，公司通过宝能物流的子公司宝能百货零售有限公司（以下简称“宝能零售”）开展物业周边、零售业务，同时，公司持续大力发展现代物流综合业务，公司业务规模大幅增长带动营业收入同比大幅增长448.22%。

从细分业务来看，2020年，公司综合现代物流业务包括自持物业租金收入及供应链金融、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，其中租金收入同比增长86.17%，主要系随着深业物流中心免租期到期，租金收入有所增加所致；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）业务收入规模随公司业务规模扩大而大幅增长。公司新增物业周边、零售业务收入，2020年实现收入14.93亿元，同比大幅增长。其他业务和利息收入规模较小，对营业收入产生影响较小。

毛利率方面，2020年，公司毛利率大幅下降14.14个百分点，主要系综合现代物流业务中贸易类业务规模扩大，毛利率较高的租金收入部分占比下降所致。物业周边、零售业务收入毛利率大幅下降9.34个百分点，主要系2020年进入拓展初期，随着生鲜、便利店、零售商店大规模开店，成本增加，毛利率降低。

表 3 公司营业收入和毛利率构成 (单位: 亿元、%)

业务类别	2019 年			2020 年		
	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
综合现代物流业务	7.38	68.91	20.73	42.15	71.71	7.59
其中: 租金收入	1.88	--	88.09	3.50	--	88.78
物业周边、零售业务收入	1.74	16.25	10.34	14.93	25.40	1.00
其他业务收入	0.96	8.96	41.67	0.89	1.51	50.56
利息收入	0.63	5.88	34.92	0.81	1.38	81.48
合计	10.72	100.00	21.74	58.79	100.00	7.60

注: 公司同一控制下的企业合并, 对2019年业务数据追溯调整, 故未列示2018年数据; 公司于2020年6月新增物业周边、零售业务, 营业收入中该部分业务调整至全年, 并追溯调整2019年数据; 合计小数后两位差异为四舍五入导致。

资料来源: 公司审计报告

2. 现代物流业务

(1) 宝能物流业务

2020年, 公司大力发展现代物流综合业务, 业务规模快速增长, 但贸易业务面临市场风险、资金风险以及经营管理风险等, 且毛利率处于较低水平。公司基础物流园区建设尚需投资规模较大, 公司面临一定的资金支出压力。

2020年, 公司现代物流业务仍由宝能物流运营。

2020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 38.79 亿元, 同比大幅增长 33.16 亿元, 但贸易业务面临市场风险、资金风险以及经营管理风险等。2020年, 宝能物流业务收入主要来源于供应链金融收入和战略客户业务, 分别占宝能物流总收入的 69.99% 和 17.83%。从毛利率来看, 宝能物流综合毛利率受基础物流 (华东零售/云仓) 以及平行进口车业务为负影响, 处于较低水平。

2020年, 公司平行进口车业务规模下降, 经营成本增加较大导致毛利率由正转负; 公司

跨贸直采业务毛利率转正, 主要系加大业务开展力度, 采购量增加, 平均成本下降所致; 基础物流业务毛利率转负, 主要系经营成本增加所致。2020年, 公司供应链金融业务规模大幅增长, 主要系大力发展供应链业务, 且大宗商品交易额本身相对较大所致。

公司供应链业务主要采用两种业务模式, 第一种为公司直接向上游供应商购货后再向下游进行货转, 部分交易先收后付, 收到下游款项后向上游支付货款进行货转, 部分交易先付后收, 向上游支付货款后拿到货权, 下游打款赎货, 收到货款后当天将货权转移至下游客户; 第二种为供应链公司作为托盘方, 公司先行向托盘方支付小部分预付款, 托盘方垫资向上游购货, 下游购货后向公司付款。上述两种模式利润主要来源于公司在上下游间赚取的价差。公司供应链业务采用总额法核算收入。目前已开展的项目有: 冻肉类、白酒类、化工类、钢材类、塑料原料类贸易等。

表 4 2018—2020 年宝能物流收入构成和毛利率情况 (单位: 万元、%)

业务类别	2018 年			2019 年			2020 年		
	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
平行进口车业务	--	--	--	11,338.00	20.13	0.95	7,584.03	1.96	-3.67
观致联动云运输业务	757.02	94.48	9.56	8,784.00	15.60	10.27	7,656.62	1.97	11.14
跨贸直采业务 (龙虾贸易业务)	--	--	--	4,383.00	7.78	-3.70	28,782.54	7.42	1.22
基础物流 (华东零售/云仓)	--	--	--	431.00	0.77	8.00	3,224.30	0.83	-8.42
战略客户 (A.O 史密斯/国华/央	44.23	5.52	-1.50	2,584.00	4.59	3.25	69,152.84	17.83	0.97

厨/国联水产/火龙果、五粮液项目)									
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	271,513.00	69.99	0.05
合计	801.25	100.00	8.95	56,322.00	100.00	1.70	387,913.33	100.00	--

资料来源：公司提供

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 2020 年末，宝能物流预计总投资

111.54 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，未来面临一定的资金支出压力。

表 5 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 2020 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	10.98	已开工	6.06
汕头 D09	2017.12	物流仓储用地	40.00	5.50	2.07	2.36	已开工	2.08
汕头 D10	2018.10	物流仓储用地	44.00	9.00	3.43	1.18	已开工	2.32
贵阳小碧	2018.01	物流仓储用地	495.00	43.00	19.93	3.77	未开工	13.33
烟台物流	2018.05	物流仓储用地	194.00	24.00	9.94	2.75	已开工	10.00
昆明临空	2018.06	物流仓储用地	180.00	21.00	7.94	1.80	未开工	5.71
南通保税	2018.11	物流仓储用地	294.00	22.00	10.00	2.55	一期已开工	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	2.23	未开工	4.12
天津打通关	2019.05	物流仓储用地	266.00	5.45	6.52	1.39	未开工	4.03
长沙望城	2019.06	物流仓储用地	172.00	23.00	7.84	1.62	已开工	2.34
潍坊滨海	2019.07	物流仓储用地	318.00	21.00	5.31	0.41	未开工	4.18
长沙黄花	2019.08	物流仓储用地	111.00	14.80	3.16	1.54	已开工	2.41
成都青白江	2019.08	物流仓储用地	236.00	35.00	12.24	0.68	一期已开工	3.66
合计	--	--	2,762.00	269.75	111.54	3	--	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

2020 年公司物业项目均位于深圳；受益于深业物流中心项目免租期到期，公司租金收入有所增长；清水河酒店用品城开始城市更新计划，对应物业租金收入有所下降。

截至 2020 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 2020 年末，笋岗工艺城未开始进行城市更新；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；清水河酒店用品城因所处地区被划入深圳市罗湖区清水河街道清水河生命健康创新基地城市更新单元规划，拟将该区域更新建设为产业园区，公司于 2020 年 7 月收到政府具体规划，到期租户不再进行续租。

2020 年，公司物业租赁收入同比有所增长，主要系深业物流中心收入有所增长所致。其中，笋岗工艺城实现租金收入同比增长 2.86%；清水河酒店用品城实现租金收入同比下降 36.02%。

主要系2020年下半年该物业启动城市更新规划，到期租户不再续租导致；宝钜实业大厦实现租金同比下降8.46%，主要系写字楼租赁竞争激烈，部分到期租户未续签所致；深业物流大厦实现租金收入同比下降4.36%；平湖物流中心实现租金收入同比增长105.47%，主要系部分商

户免租期到期，租金收入增加所致；深业物流中心租金收入规模有所增长至1.72亿元，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，2020年大部分免租期客户到期支付租金所致。

表6 2018—2020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	2018年租金收入	2019年租金收入	2020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	11,347.48	6,687.02	6,878.27
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	7,494.76	4,843.91	3,099.15
宝钜实业	宝能 ALLCITY 龙岗店、沃尔玛、国际知名品牌入驻	2006年	4,802.91	5,062.49	4,634.27
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	2,182.19	1,163.12	1,112.41
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	2,120.90
深业物流中心	集孵研发、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	17,193.38
合计	--	--	26,295.10	18,792.71	35,038.38

资料来源：公司提供

出租率方面，2020年，宝钜实业大厦出租率有所下降，主要系深圳写字楼竞争激烈，部分租户到期未续签所致。深业物流中心出租率为

80.00%，主要系宝能中心投入运营时间较短，部分楼层仍在招租过程中所致。公司其他物业出租率较高。

表7 2018—2020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）
	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年	
笋岗工艺城	98.60	100.00	100.00	144.90	79.77	101	6.51
清水河仓库	95.68	100.00	--	93.25	63.82	--	6.32
宝钜实业大厦	97.75	99.00	93.18	84.08	103.33	109.07	4.87
深业物流大厦	100.00	100.00	100.00	163.83	150.39	210	0.34
平湖物流中心	11.46	100.00	100.00	--	--	20	9.28
深业物流中心	2.75	80.00	80.00	--	--	200	80.00

注：按可租面积计算；深业物流中新可租面积为六金广场+宝能中心
资料来源：公司提供

租金水平方面，2020年，笋岗工艺城项目租金水平上升主要系该项目城市更新计划尚未获批，2019年公司对旧租户进行清退并于2020年整租给新客户，租金水平有所上调所致；清水河仓库由于城市更新项目预计将要启动，该物业不再进行出租；深业物流大厦租金水平增长，主要系新租户调整租金水平所致；平湖物流中心租金水平较低，主要系平湖物流中心2020年正在升级改造中；深业物流中心租金水平为200

元/平方米·月。

3. 物业周边、零售业务

2020年，公司通过子公司开展新业务，因处于业务拓展期，物业周边、零售业务规模较小，毛利率处于较低水平。

公司通过同一控制下企业合并了宝能百货零售有限公司（以下简称“宝能零售”）并通过宝能零售开展物业周边、零售业务。

宝能物流于2020年6月合并宝能零售，该公

司是集会员店、精品店、便利店、社区店、线上电商全业态布局的经营者，实现了各类消费主体的全覆盖。各业态之间互相引流，协同发展。物流板块和零售板块的连接减少了中间环节，提升了整个业务的周转率和服务效率。宝能零售从食材的选择、检测、分拣、配送都有严格流程把关，提供生鲜食品的采买、仓储、运输等一系列服务，一站式供应安全，新鲜，优质，高性价比的餐饮生鲜食材。2019年度和2020年度，物业周边、零售业务分别实现收入1.74亿元和14.93亿元，但该业务2020年进入拓展初期，随着生鲜、便利店、零售商店大规模开店，成本增加，毛利率处于较低水平。

4. 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；公司发放的贷款及垫款主要为保证贷款，坏账风险较高。

从小贷公司的经营情况看，2020年，受个人贷款和垫款增加影响，2020年整体业务量较2019年有所上升，相应贷款利息收入也有所上升。2020年，粤商小贷计提的减值准备2126.55万元。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。公司发放的贷款及垫款主要为保证贷款，且主要客户为中小企业及个人，坏账风险较高。

表 8 2018—2020 年粤商小贷经营数据
(单位：万元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
期末贷款余额	63175.64	58970.78	42370.03
减：减值准备	2408.80	1932.55	2126.55
发放贷款及垫款期末余额	60766.84	57038.23	40243.48
全年累计业务量	52223.20	12573.30	49304.40
其中：个人贷款和垫款	17395.20	2810.30	31704.40
其中：企业贷款和垫款	34828.00	9763.00	17600.00
利息收入	10523.65	6346.46	8134.51
利息成本（管理费用）	5801.02	4112.47	1489.36

资料来源：公司提供

5. 关联方往来

公司关联采购占比很小，但存在较大规模的担保和非经营性往来款，一定时期内对公司

资金形成占用，且存在较大或有负债风险。

2020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3.80亿元，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2020年末，公司对外担保余额合计366.07亿元，其中对关联方担保余额为318.98亿元，占比很大。从关联方资金拆借情况来看，截至2020年末，公司其他应收款中非经营性往来款金额为248.41亿元，占其他应收款的95.96%，一定时期内对公司资金形成占用。

6. 未来发展

公司发展战略明确，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。

公司以“先进性、综合性、专业性”为特征的高端产业运营商为战略目标。随着深圳与笋岗片区的不断发展，公司适时进行产业升级和战略升级，将打造以“先进性、综合性、专业性”为特征的现代化高端产业园，以建设发展高端服务业为新的战略目标。

公司以深圳为总部基地，推进现有物流园区的改造升级、开发。同时，根据市场需求，选择性地在国内其他区域及国外寻求投资机会，拓展产业网络。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，中兴财光华会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2020年，公司合并范围内新增子公司2家，减少子公司3家，合并范围内子公司共10家。根据合并财务报表编制方法，同一控制下的企业合并，应视同参与方合并各方在最终控制方开始实施控制时即以目前的状态存在。因此公司对2020年度合并财务报表期初数进行了追溯调

整。本报告2019数据采用2020年期初数，财务数据可比性较强。

截至2020年底，公司合并资产总额1035.16亿元，所有者权益382.54亿元（含少数股东权益0.41亿元）；2020年，公司实现营业收入58.79亿元，利润总额104.01亿元。

2. 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，面临价值波动风险；同时公司资产受限规模较大，整体资产流动性较差。

截至2020年底，公司合并资产总额1035.16亿元，较年初增长23.86%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占27.80%，非流动资产占72.20%。公司资产以非流动资产为主，非流动资产较年初占比上升较快。

（1）流动资产

截至2020年底，公司流动资产287.74亿元，较年初下降9.57%，主要系其他应收款减少所致。公司流动资产主要由其他应收款（合计）（占89.97%）构成。

截至2020年底，公司其他应收款（合计）258.88亿元，较年初下降13.31%，主要系往来款减少所致。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248.41亿元，占其他应收款的比例为95.96%，一定时期内对资金形成占用。公司未对关联方资金拆借计提坏账准备。截至2020年底，其他应收款余额前五名占其他应收款年末余额合计数的比例为51.23%，集中度仍很高。

表9 截至2020年末前五大非经营性其他应收款及占比情况（单位：万元、%）

名称	金额	占比	是否为关联方
深圳市丰辰投资有限公司	454,714.64	17.56	是
深圳鸿业装饰有限公司	256,600.00	9.91	否
深圳建业工程集团股份有限	254,575.25	9.83	否
深圳市远辰投资有限公司	238,832.38	9.23	是

深圳市宝能投资集团有限公	215,866.28	8.34	是
合计	1,420,588.55	54.87	--

资料来源：公司提供

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产747.42亿元，较年初增长44.40%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占18.71%）、投资性房地产（占56.08%）和其他非流动资产（占18.63%）构成。

截至2020年底，公司长期股权投资139.81亿元，较年初增长129.91%，主要系增加对中山朗劲投资有限公司投资所致。公司长期股权投资主要为对中山朗劲投资有限公司（以下简称“中山朗劲”）的投资，2020年初出于对业务清晰划分的考量，中山朗劲由中山思运投资有限公司转让给公司（100%股权转让）。但由于2020年底，深圳出台了关于香蜜湖片区的规划，该项目将进入实操阶段，由宝能地产对其增资，公司对中山朗劲的核算方式由并表变为长期股权投资，采用公允价值法计量。

截至2020年底，公司投资性房地产419.17亿元，较年初增长2.15%，较年初变化不大。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2020年底，公司投资性房地产账面价值419.17亿元用于抵押借款，受限比例为100%，全部用于抵押。2020年，公司自持物业租金实现收入3.50亿元，公司公允价值为租金收入的119.76倍，租金收入对公司自持物业评估值支撑不足。

截至2020年底，公司其他非流动资产139.23亿元，较年初增长1336.78%，主要系预付深圳建业工程集团股份有限公司关于昆明临空物流中心、宝能保税智慧物流园、宝能（汕头）国际供应链物流中心、长沙黄花智慧供应链项目及宝能物流华中区域总部等项目工程款增加所致。

截至2020年底，公司受限资产情况如下图所示，受限资产占总资产比例为42.32%，受限比例较高。

表 10 截至 2020 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值(亿元)	受限原因
货币资金	5.78	贷款保证金、诉讼冻结
其他流动资产	0.85	贷款保证金
可供出售金融资产	2.03	信托保障基金用于质押
投资性房地产	419.17	用于公司筹资活动的抵押
无形资产	9.66	用于公司筹资活动的抵押
其他非流动资产	0.60	用于公司筹资活动的抵押
合计	438.09	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 资本结构

(1) 所有者权益

公司所有者权益有所增长，其他综合收益和未分配利润占比较高，权益结构稳定性较弱。

截至2020年底，公司所有者权益382.54亿元，较年初增长23.30%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为99.89%，少数股东权益占比为0.11%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占2.42%、14.08%、22.36%和59.93%。所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性较弱。

(2) 负债

截至2020年底，公司负债规模有所上升；全部债务随业务规模扩大而有所增加，构成以长期债务为主，若考虑债券回售，公司债务2021年和2022年到期规模较大，公司货币资金规模不足，届时将存在一定的短期和集中偿付压力。

截至2020年底，公司负债总额652.62亿元，较年初增长24.19%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占40.47%，非流动负债占59.53%。公司负债结构相对均衡，负债结构较年初变化不大。

截至2020年底，公司流动负债264.10亿元，较年初增长37.69%，主要系其他流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占15.55%）、其他应付款（合计）（占32.55%）、一年内到期的非流动负债（占42.04%）构成。

截至2020年底，公司短期借款41.08亿元，较年初增长45.32%，主要系公司经营所需资金增加，加大借款力度所致。

截至2020年底，公司其他应付款（合计）85.97亿元，较年初下降23.76%，主要系往来款减少所致。

截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债111.02亿元，较年初增长161.17%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

截至2020年底，公司非流动负债388.53亿元，较年初增长16.43%，主要系应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占53.67%）、应付债券（占23.08%）、递延所得税负债（占22.80%）构成。

截至2020年底，公司长期借款208.52亿元，较年初下降8.63%，主要系转入一年内到期的非流动负债中所致。

截至2020年底，公司应付债券89.69亿元，较年初增长496.89%，主要系新增发行公司债券所致。

截至2020年底，公司递延所得税负债88.58亿元，较年初下降0.29%，较年初变化不大。

截至2020年底，公司全部债务460.70亿元，较年初增长45.50%，主要系短期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占35.27%，长期债务占64.73%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至2020年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为63.05%、54.63%和43.81%，较年初分别提高0.17个百分点、提高4.13个百分点和下降0.14个百分点。公司债务负担有所增加。公司债务负担沉重且与其业务规模不匹配。

从债务期限分布看，截至2020年底，若不考虑债券回售，公司债务2021年到期规模较大；若考虑债券回售，公司债务集中于2021年和2022到期，存在一定的集中偿付压力。具体情况如下表所示。

表 11 截至 2020 年底公司债务期限结构

(单位: 亿元、%)

项目	1 年以内 (含 1 年)		1-2 年 (含 2 年)		2-3 年 (含 3 年)		3 年以上		合计	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
银行贷款	74.74	46.11	12.90	17.77	10.00	31.41	82.50	42.58	180.15	39.14
其中: 担保贷款	74.74	46.11	12.90	17.77	10.00	31.41	82.50	42.58	180.15	39.14
债券融资	14.92	9.21	15.06	20.74	14.86	46.67	59.77	30.85	104.61	22.73
其中: 担保债券	14.92	9.21	15.06	20.74	14.86	46.67	59.77	30.85	104.61	22.73
信托融资	51.35	31.68	36.64	50.47	--	--	51.50	26.58	139.49	30.30
其中: 担保信托	51.35	31.68	36.64	50.47	--	--	51.50	26.58	139.49	30.30
其他融资	21.06	13.00	8.00	11.02	6.98	21.92	-	-	36.04	7.83
其中: 担保融资	14.67	9.05	8.00	11.02	6.98	21.92	-	-	29.65	6.44
合计	162.08	100.00	72.60	100.00	31.84	100.00	193.78	100.00	460.30	100.00
债券融资 (考虑回售)	29.98	9.21	74.63	20.74	--	--	--	--	104.61	22.73
合计 (考虑回售)	177.13	--	132.17	--	16.98	--	134.00	--	460.30	100.00

注: 此表为公司内部统计口径, 与联合资信存在差异
数据来源: 公司提供

4. 盈利能力

2020 年, 受公司新增物业周边、零售业务及大力发展综合现代物流业务影响, 营业收入大幅增长; 公司利润主要来自投资收益和公允价值变动收益; 财务费用对利润侵蚀严重。

2020 年, 公司实现营业收入 58.79 亿元, 同比增长 448.22%, 主要系公司新增物业周边、零售业务及大力发展综合现代物流业务所致; 营业利润率为 7.07%, 同比下降 15.93 个百分点, 主要系综合现代物流业务毛利率较低的业务占比大幅提升所致。

从期间费用看, 2020 年, 公司费用总额为 42.57 亿元, 同比增长 76.42%, 主要系销售费用和财务费用增加所致。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 22.95%、10.13%、0.13% 和 66.79%, 以财务费用为主。其中, 销售费用为 9.77 亿元, 同比增长 727.35%, 主要系新增业务人员职工薪酬大幅增加所致; 管理费用为 4.31 亿元, 同比增长 44.47%, 主要系职工薪酬增加所致; 财务费用为 28.44 亿元, 同比增长 42.87%, 主要系债务规模扩大利息支出增加所致。2020 年, 公司费用收入比为 72.42%, 较上年有所下降, 但财务费用对利润侵蚀严重。

2020 年, 公司实现投资收益 110.23 亿元, 同

比增加 114.04 亿元, 主要系公司对中山朗劲的核算方式由并表变为长期股权投资, 采用公允价值法计量, 其中, 丧失控制权后剩余股权公允价值重新计量产生利得 40.59 亿元, 由权益法变为成本法公允价值计量 38.87 亿元。投资收益占营业利润比重为 105.93%, 对营业利润影响很大, 且处置股权产生的投资收益不可持续。2020 年, 公司公允价值变动收益 37.31 亿元, 同比增加 9.65 亿元, 占营业利润比重为 35.85%, 对营业利润影响较大。若剔除公允价值变动及投资收益对营业利润的影响, 在其他因素不变的情况下, 2020 年, 公司营业利润为 -43.48 亿元。公司利润主要来自投资收益和公允价值变动收益。

2020 年, 公司总资产收益率和净资产收益率分别为 15.53%、26.18%, 同比分别提高 12.59 个百分点、提高 26.65 个百分点。公司各盈利指标有所提高。

5. 现金流分析

2020 年, 公司为关联方提供往来款规模较大, 经营性现金流净流入, 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。

表12 2018—2020年公司现金流量情况

(单位: 亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年
经营活动现金流入小计	86.76	153.08	282.93
经营活动现金流出小计	219.55	144.84	252.26
经营现金流量净额	-132.79	8.24	30.67
投资活动现金流入小计	9.35	0.67	1.33
投资活动现金流出小计	13.45	76.90	124.53
投资活动现金流量净额	-4.09	-76.23	-123.20
筹资活动前现金流量净额	-136.89	-67.99	-92.52
筹资活动现金流入小计	225.55	154.19	242.74
筹资活动现金流出小计	56.55	111.56	152.62
筹资活动现金流量净额	169.00	42.63	90.12

资料来源: 公司财务报告

从经营活动来看, 2020年, 公司经营活动现金流入282.93亿元, 同比增长84.83%, 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66.08亿元, 较上年增长426.01%, 主要系业务规模扩大所致; 收到的往来款215.99亿元。2020年, 经营活动现金流出252.26亿元, 同比增长74.16%, 主要系往来款增加所致。2020年, 公司经营活动现金净流入30.67亿元。

从投资活动来看, 2020年, 公司投资活动现金流入1.33亿元, 同比增长100.01%, 主要系处置子公司收到现金所致; 投资活动现金流出124.53亿元, 同比增长61.94%, 主要系物流园区建设支出增加所致。2020年, 公司投资活动现金净流出123.20亿元, 同比增长61.61%。

从筹资活动来看, 2020年, 公司筹资活动现金流入242.74亿元, 同比增长57.43%, 主要系发行债券收到现金所致; 筹资活动现金流出152.62亿元, 同比增长36.81%, 主要系偿还债务增加所致。2020年, 公司筹资活动现金净流

入90.12亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内, 公司长期和短期偿债能力指标均较弱, 受投资收益及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, 截至2020年底, 公司流动比率与速动比率分别由年初的165.88%和165.49%分别下降至108.95%和下降至107.18%, 考虑到公司流动资产主要为非经营性往来款, 保障程度偏弱。截至2020年底, 公司经营现金流动负债比率为11.61%, 同比提高7.32个百分点。截至2020年底, 公司现金短期债务比由年初的0.11倍下降至0.07倍, 现金类资产对短期债务的保障程度较弱。整体看, 公司短期偿债能力较弱。

2020年, 公司EBITDA为135.20亿元, 同比增长430.79%。从构成看, 公司EBITDA主要由计入财务费用的利息支出(占22.80%)、利润总额(占76.93%)构成。2020年, 公司EBITDA利息倍数由上年的1.25倍提高至4.05倍; 全部债务/EBITDA由上年的12.43倍下降至3.41倍。考虑到公司利润主要来源于投资收益和公允价值变动收益, 整体看, 公司长期债务偿债能力较弱。

截至2020年底, 公司对外担保余额366.07亿元, 占期末净资产的95.69%, 对外担保规模较大。截至2020年底, 被担保企业经营正常, 若未来被担保公司经营恶化, 公司面临较大或有负债风险。

表13 截至2020年底公司对外担保情况(单位: 亿元、%)

序号	被担保单位名称	担保本金余额	是否为关联方
1	深圳市宝能投资集团有限公司	76.40	是
2	宝能地产股份有限公司	80.87	是
3	深圳市钜盛华股份有限公司	19.00	是
4	宝能城有限公司	54.60	是
5	中山润田投资有限公司	10.50	是
6	杭州诚茂投资有限公司	50.66	是
7	宝能汽车有限公司	26.95	是

8	深圳鸿业装饰有限公司	2.00	否
9	深圳建业工程集团股份有限公司	15.75	否
10	深圳前海深粤供应链有限公司	3.54	否
11	深圳托吉斯科技有限公司	25.80	否
合计		366.07	--

资料来源：公司提供

截至2020年底，公司无重大未决诉讼。

截至2020年底，公司获得金融机构的授信额度为509.97亿元，未使用额度为48.95亿元，融资渠道有待拓宽。

7. 母公司财务分析

母公司经营性活动较少，收入规模小，利润主要来自投资收益，其资产主要为长期股权投资和其他应收款等。母公司负债以其他应付款和应付债券为主，整体债务负担较合理；所有者权益结构稳定性一般。

截至2020年底，母公司资产总额871.32亿元，较上年底增长31.17%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产304.40亿元（占比34.94%），非流动资产566.92亿元（占比65.06%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（合计）（占98.48%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占28.62%）和投资性房地产（占68.91%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为2.41亿元。

截至2020年底，母公司负债总额531.03亿元，较上年底增长31.42%。其中，流动负债203.96亿元（占比38.41%），非流动负债327.07亿元（占比61.59%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占12.36%）、其他应付款（合计）（占27.69%）、一年内到期的非流动负债（占54.43%）构成，非流动负债主要由长期借款（占47.48%）、应付债券（占27.42%）和递延所得税负债（占25.09%）构成。母公司2020年资产负债率为60.95%，较2019年提高0.12个百分点。截至2020年底，母公司全部债务381.23亿元。其中，短期债务占35.73%、长期债务占64.27%。截至2020年底，母公司短期债务为136.23亿元，存在短期的债务偿付压力。截至2020年底，母公司全部债务资本化比率52.84%。

截至2020年底，母公司所有者权益为340.29亿元，较上年底增长30.78%，主要系未分配利润增加所致。在所有者权益中，实收资本为9.23亿元（占2.71%）、资本公积合计57.41亿元（占16.87%）、未分配利润合计183.62亿元（占53.96%）、盈余公积合计4.62亿元（占1.36%）。母公司所有者权益稳定性较弱。

2020年，母公司营业收入为3.68亿元，利润总额为88.79亿元。同期，母公司投资收益为80.76亿元。

现金流方面，2020年，公司母公司经营活动现金流净额为-21.07亿元，投资活动现金流净额-61.23亿元，筹资活动现金流净额76.34亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2020年底，公司存续债券的短期偿债压力较大。

截至2020年底，公司存续债券余额共104.61亿元。其中若考虑回售金额，一年内到期的应付债券余额为29.98亿元。截至2020年底，公司现金类资产（剔除受限资金）5.16亿元；2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为282.93亿元、30.67亿元、135.20亿元。公司对存续债券保障情况如下表：

表 14 公司存续债券保障情况

项目	2020年
本年度剩余应到期债券金额（亿元）	29.98
未来待偿债券本金峰值（亿元）	74.63
现金类资产/本年度剩余应到期债券金额（倍）	0.17
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	3.79
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.41
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	1.81

注：1. 本年度剩余应到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用，已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA均采用上年度数据

资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十一、债权保护条款分析

“20 深业 03”和“20 深业 04”由钜盛华提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

1. 担保方经营分析

(1) 经营概况

2020年，钜盛华营业收入规模随分红险业务规模扩大有所增长。

2020年，钜盛华综合金融业务由子公司前海人寿负责运营，前海人寿经营相对独立。综合现代物流业务收入由公司负责运营，调味食品及其他业务收入由中炬高新技术实业(集团)股份有限公司运营。2020年，钜盛华营业收入为963.62亿元，同比增长10.03%，主要系综合金融业务收入增加所致；净利润为81.37亿元，同比大幅增长259.66%，主要系投资收益大幅增长所致。

表 15 2018—2020 年钜盛华营业收入构成情况 (单位: 亿元、%)

营业总收入	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
综合金融业务收入	511.75	97.27	829.61	94.73	792.14	82.20
综合现代物流业务收入	2.51	0.48	10.09	1.15	56.81	5.90
调味食品及其他业务收入	11.88	2.26	34.44	3.93	51.23	5.32
城市复合产业运营及其他业务收入	--	--	1.62	0.19	63.43	6.58
合计	526.14	100.00	875.76	100.00	963.62	100.00

资料来源：钜盛华提供

(1) 保险业务

前海人寿保险业务结构持续优化原保险保费占比不断提升，保费收入持续增长但受2020年新冠肺炎疫情影响，2020年以来业务增速明显放缓；期缴业务首年保费收入规模持续增长，但保险业务期限仍以趸缴业务为主，保费期限结构仍有待持续改善；保险业务渠道以银行邮政渠道为主，业务渠道较为单一，有待丰富；保单继续率有所提升，续保情况有所改善。此外，由于前海人寿控股股东50%以上股份被冻结或质押，其对前海人寿的控制情况需保持关注；且前海人寿监管风险评级下降至C级，需关注公司治理和内部控制存在的问题。

钜盛华保险业务主要由前海人寿来运营。前海人寿成立于2012年2月，初始注册资本10.00亿元，后经数次增资，截至2020年末，前海人寿注册资本85.00亿元，钜盛华持有其51.00%的股权，为控股股东，深圳市深粤控股股份有限公司持股20.00%，深圳粤商物流有限公司持股19.80%，凯信恒有限公司持股4.60%，金丰通源有限公司持股4.60%。截至2020年末，前海人寿总资产3026.63亿元，净资产270.09

亿元，综合偿付能力充足率为132.99%。

近年来，前海人寿持续推进布局全国的战略，截至2020年末，前海人寿42家下属分支机构，分别位于：广东（含深圳）、上海、江苏、四川、湖北、山东。

此外，截至2020年末，前海人寿股东股权中44.66亿元股权被质押或冻结，股权结构存在较大不稳定性，且控股股东钜盛华持有股份中26.00亿股被质押或冻结，占其持有前海人寿全部股份的59.97%，已影响其形式股东权力，对前海人寿的实际控制情况需保持关注。此外，根据前海人寿2021年第一季度偿付能力信息披露显示，前海人寿2020年第三和第四季度监管风险综合评级结果均为C类，根据前海人寿信息披露显示主要为操作风险分数较低导致，但仍需关注前海人寿公司治理和内部控制存在的问题。

承保业务

从规模保费来看，2019年，前海人寿由于当年分红险业务大幅增长，致使当年保费规模明显增长，2020年以来，受新冠肺炎疫情影响加之万能险业务停售，公司规模保费收入增速明显放缓。但另一方面，随着万能险业务的停

售,前海人寿规模保费结构持续优化,原保险保费占比持续提升,原保险保费市场排名基本保持稳定(见表16)。

表16 前海人寿业务经营及市场份额、排名情况(亿元、%、位)

项目	2018年	2019年	2020年
规模保费收入	501.17	768.57	786.35
原保费收入	495.49	765.40	783.47
原保费收入市场份额	1.89	2.58	2.47
原保费收入市场排名/市场家数	12	9	10

资料来源:前海人寿提供,联合资信整理

从保险产品结构来看,前海人寿从2019年开始调整业务产品结构,2019年,传统型寿险规模和占比明显下降,分红保险呈大幅增长态势;2020年以来,前海人寿产品结构较上年度保持稳定。从各类产品占比看,2020年,前海

人寿分红保险占规模保费的84.23%,占比高,为规模保费收入最主要来源;传统型寿险占比为14.78%,规模和占比较上年基本稳定,健康险、万能险及其他类保险产品占比均较低。

表17 前海人寿保险业务规模保费构成情况(单位:亿元、%)

项目	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
传统型寿险	319.61	63.77	113.97	14.83	116.20	14.78
分红保险	170.85	34.09	646.98	84.18	662.33	84.23
万能保险	5.60	1.12	3.07	0.40	2.83	0.36
健康险及其他	5.10	1.02	4.55	0.59	4.98	0.63
合计	501.17	100.00	768.57	100.00	786.35	100.00

资料来源:前海人寿提供,联合资信整理

从保费期限结构来看,前海人寿保险业务收入以趸缴保费收入为主,趸缴业务占比仍处于较高水平,保单期限结构有待持续优化调整。期缴业务方面,近年来,由于前海人寿业务持续转型,期缴业务逐年增加,同时前海人寿建立了续收团体及相关的管理流程,提升了期缴业务的继续率,也进一步促进了续期保费的增长。此外,2020年以来,由于之前年度销售中短存续期产品到期,致使当年期缴续期保费收入较上年度有所下降。

表18 保险业务收入期限结构(单位:亿元)

项目	2018年	2019年	2020年
趸缴保费收入	381.65	599.96	615.35
期缴业务首年保费收入	41.15	62.51	70.72
期缴业务续期保费收入	78.37	106.09	100.28
合计	501.17	768.57	786.35

资料来源:前海人寿提供,联合资信整理

业务渠道方面,前海人寿的个人寿险主要通过保险营销员、银行网点和网销渠道等进行业务拓展;团体保险主要通过直接销售、中介分销等方式来销售。销售管理方面,前海人寿总部通过个险业务中心、银行保险中心、多元行销部和团险部对下属分公司进行业务条线管理。

具体渠道来看,银行邮政代理渠道为前海人寿占比最大的营销渠道,2018—2020年前海人寿银行邮政代理渠道保费收入占比均保持在97%以上,渠道集中度较高,渠道多样化程度有待提升。前海人寿主要的合作银行为工、农、中、建、交五大国有银行等,前海人寿凭借与这类大型全国性银行合作能够有效拓展营销网络,截至2020年末,前海人寿合作的银行网点达27336家,主要集中在广东省,在广东省合作的银行网点数量达3943家,前海人寿与省内多家银行签订渠道合作和产品准入,有效的巩固前

海人寿在广东省内的实力。

表 19 前海人寿渠道情况（单位：%）

项目	2018年	2019年	2020年
保险经纪代理	0.07	0.03	0.04
保险专业代理	0.81	0.52	0.60
个人代理	1.81	1.10	1.37
公司直销	0.14	0.08	0.09
其他兼业代理	0.04	0.00	0.00
银行邮政代理	97.13	98.27	97.91
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：前海人寿提供，联合资信整理

前海人寿基于中国精算师协会颁布的《精算实践标准：人身保险内含价值评估标准》的相关规定计算内含价值和一年新业务价值，并制定了年度内含价值报告，前海人寿内含价值情况见表 20。由于银保渠道主要销售期限相对较短的类储蓄型产品，加之趸缴业务占比偏高，整体业务的价值率较低，新业务价值亦处于较低水平。

表 20 前海人寿内含价值情况（单位：%）

项目	2018年	2019年	2020年
有效业务价值	/	/	47.49
内含价值	328.16	313.60	359.82
新业务价值	6.79	8.47	7.15
新业务价值率	1.61	1.28	1.05

资料来源：前海人寿提供，联合资信整理

前海人寿不断加强期缴保障型产品的研发及销售能力，保单期限结构持续调整，13个月保单继续率保持在较高水平。随着保单期限结构的持续调整，新保业务主要为中长期产品，未来保险风险相对可控（见表 21）。

表 21 前海人寿续保情况（单位：%）

项目	2018年	2019年	2020年
13个月保单继续率（银行邮政代理渠道）	97.58	96.92	97.04
25个月保单继续率（银行邮政代理渠道）	98.22	98.29	98.59
13个月保单继续率（个人代理渠道）	61.04	72.37	86.08
25个月保单继续率（个人代理渠道）	78.07	86.63	91.47

资料来源：前海人寿提供，联合资信整理

投资业务

近年来，前海人寿投资资产规模增长，投资收益受权益工具配置比重的提升以及国内权益投资市场景气度提升的影响，持续增长；但另一方面，前海人寿投资结构以权益类投资和投资性房地产投资为主要方向，占比相对较高，资本市场波动及房产价格波动会对前海人寿的资产及投资收益有一定影响。此外，从 2019 年开始，前海人寿信托计划和资产管理产品投资规模上升，受市场信用环境影响影响较大，需对此保持持续关注。

前海人寿设有资产管理中心，其具体的部门设置主要参照资产管理公司的模式，包括组合管理部、固定收益部、权益投资部、不动产投资部、股权投资部、综合金融部、研究发展部、风险管理部和运营保障部等。前海人寿根据自身的负债特点制定年度投资配置计划，包括大类资产配置比例与固定收益类产品久期目标等。在年度配置计划范围内，前海人寿资产管理中心根据自身对资产市场的判断，进行战术配置、组合投资。组合投资在满足寿险负债特性所要求得安全性、流动性以及监管机构要求等前提下，以获得与负债端所要求的回报率为目标，在控制风险的同时能够更灵活地进行配置。

前海人寿的投资品种方面，主要包括股票、现金及流动性管理工具、投资性房地产、长期股权投资等。随着投资牌照的逐渐齐全，前海人寿可投资品种拓宽。近年来，前海人寿投资规模持续增长，主要投向债券、权益工具和投资性房地产，另有一定规模的信托计划、理财产品、资管计划及其他权益工具投资。从具体投向看，截至 2020 年末，前海人寿所持有的定期存款主体外部信用评级均为 AAA 级别；债券投资方面，前海人寿持有的企业债券外部级别均为 AAA 级别；债权计划外部评级均为 AAA 级别，且有国有行或股份制银行担保；持有的固定收益类信托计划外部评级 AAA 占比 36.12%，外部评级 AA+ 占比 35.96%，外部评级 AA 占比 25.11%，外部评级 AA- 占比 2.81%，主要投向房地产、非银金融、建筑装饰等行业。根据前海人寿提供资

料显示,截至本报出具日,前海人寿投资资产无逾期及违约情况,但由于前海人寿信托及资管计划规模投资规模持续增长,未来仍需关注投资资产质量及资产到期回收进度。

投资收益方面,随着投资资产规模的增长

以及投资资产结构的调整,前海人寿投资收益率呈持续增长态势,2020年投资收益水平明显增长,主要是得益于权益工具配置规模和占比的明显提升,且当年国内权益市场景气度较高。

表 22 前海人寿资产配置占比及收益率情况(单位:亿元、%)

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
货币资金	345.07	17.29	256.60	11.57	33.09	1.35
定期存款	65.58	3.29	38.93	1.76	168.80	6.89
债券	66.96	3.35	220.55	9.95	298.66	12.20
信托计划、理财产品、资管计划及其他权益工具	267.94	13.42	419.26	18.91	443.36	18.11
权益工具	330.02	16.53	527.60	23.79	908.22	37.09
长期股权投资	357.80	17.93	156.93	7.08	131.53	5.37
存出资本保证金	2.00	0.10	17.04	0.77	17.01	0.69
投资性房地产	537.05	26.91	568.43	25.63	436.84	17.84
保护质押贷款	23.51	1.18	12.30	0.55	10.94	0.45
合计	1995.93	100.00	2217.64	100.00	2448.46	100.00
投资收益率		3.19		4.97		6.96

资料来源:前海人寿提供,联合资信整理

偿付能力情况

近年来,受业务规模持续增长影响,前海人寿认可资产和认可负债规模均呈持续增长态势,且由于业务和投资规模的增长,其最低资本规模亦持续增长(见表 23)。近年来,前海人寿未进行增资扩股,所有者权益增长主要依赖于利润留存。且由于保险业务及投资业务的持续开

展,前海人寿资本消耗较大,其偿付能力充足率虽然均满足监管要求,但核心偿付能力充足率低于 100%,低于行业平均水平,资本面临一定补充压力,同时若偿付能力充足率水平持续下降未来将影响前海人寿保险业务和投资业务开展。联合资信将对前海人寿偿付能力充足水平保持持续关注。

表 23 前海人寿偿付能力情况(单位:亿元、%)

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
认可资产	2,220.02	2530.79	3104.73
认可负债	1,895.46	2146.63	2712.28
实际资本	324.56	384.16	392.45
其中:核心一级资本	162.28	192.08	281.24
附属一级资本	162.28	192.08	111.21
最低资本	230.76	266.50	295.10
认可资产负债率	85.38	84.82	87.36
核心偿付能力充足率	70.33	72.08	95.30
综合偿付能力充足率	140.65	144.15	132.09

资料来源:前海人寿偿付能力报告,联合资信整理

(2) 风险管理

保险风险

保险风险是指由于对保险事故发生的频率、

严重程度、退保情况等因素估计不足,导致实际赔付超出预期赔付的风险。前海人寿从条款费率厘定、核保、理赔等环节对保险风险进行把

控,并通过再保险安排、责任准备金提取等措施管理保险风险。前海人寿准备金评估、产品定价等精算工作严格执行保监会的相关规定,以保证各项工作的流程、方法合理有效。

前海人寿保险风险主要由精算部、运营管理部、计划财务中心、风险合规部等相关部门负责,保险风险管理包括至少每半年向高级管理层报告保险风险报告;建立保险风险管理的工作程序和流程,明确风险管理、财会、精算、产品、核保、理赔、再保险等相关的岗位职责分工;从产品开发、核保核赔、产品管理、准备金评估、再保险管理等环节管理保险风险,包括制定各环节的保险风险管理制度;确定保险风险容忍度和风险限额定期监测和计量保险风险;明确各环节责任人和审批流程。

保险赔付方面,2020年,受之前年度中短存续其产品到期影响,前海人寿退保金及赔付支出均较2019年有所增长(见表24);但随着业务转型的成效逐步显现,中短存续期产品的退保压力有所缓解,前海人寿的退保率持续下降。

表 24 前海人寿保险业务赔付情况(单位:亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年
赔付支出	12.85	10.54	12.96
退保金	132.87	78.36	115.33
退保率	23.21	19.40	11.38

资料来源:前海人寿提供,联合资信整理

信用风险

前海人寿信用风险管理涉及资产管理中心、产品精算部、保费部、风控合规部等相关部门。前海人寿建立了基于内部评级基础上的标准化信用评估体系,通过信用风险评估和授信管理,有效控制投资过程中可能引发的信用风险。截至2020年末,前海人寿所持固定收益类信托计划外部评级AAA占比36.12%,外部评级AA+占比35.96%,外部评级AA占比25.11%,外部评级AA-占比2.81%,主要投向房地产、非银金融、建筑装饰等行业。截至本报告出具日,根据前海人寿提供资料显示,前海人寿持有的投资资产未出现逾期和违约情况,风险可控;但仍需

持续关注,投资资产未来到期赎回情况。

市场风险

市场风险是指由于利率、权益价格、房地产价格、汇率等不利变动导致保险公司遭受非预期损失的风险。为防范市场风险,加强资产端和负债端的联动,前海人寿已建立较为完善的资产负债管理体系,包括资产负债管理组织架构、工作制度、工作流程、考核机制等,为控制市场风险提供支持。

资产端,通过优化资产配置结构,较高风险资产敞口有所下降,但极端情形下,权益类资产及不动产的市值波动仍可能对前海人寿偿付能力造成较大影响,需持续加强市场风险监控与有效应对。在市场利率下行的环境下,前海人寿正努力调整业务结构,降低销售费用,下调存量万能业务的结算利率,减少高保底的储蓄型传统业务,转而销售保底收益较低且负债成本随投资收益率联动的分红险业务,同时前海人寿也在积极推动长期期缴和保障型等价值型业务,分散和降低市场风险。

流动性风险

流动性风险是指保险公司无法及时获得充足资金或无法及时以合理成本获得充足资金以支付到期债务或履行其他支付义务的风险。前海人寿面临的流动性风险主要源于各种赔款和偿付债务。前海人寿流动性风险管理包括流动性风险管理架构、流动性风险偏好、容忍度和限额、日常现金流管理、投资管理及再保险管理等。流动性风险监管指标包括净现金流、综合流动比率和流动性覆盖率,前海人寿以母公司财务报表为基础计算流动性风险监管指标。从前海人寿流动性风险分析可以看出,前海人寿整体流动性风险可控。

表 25 前海人寿流动性监管指标(单位:亿元、%)

项目	2018年末	2019年末	2020年末
净现金流	29.57	46.67	-112.28
综合流动比率(一年内)	371.00	1320.00	1484.00
流动性覆盖率(压力情景一)	113.00	658.00	1616.00

资料来源:前海人寿偿付能力报告,联合资信整理

“偿二代”下，前海人寿根据监管要求按季度报送流动性风险指标，通过基本情景和多种压力测试情景对未来一段时间内的流动性风险进行预测和评价。根据前海人寿偿付能力报告，在各类测试情景下，前海人寿整体未来各期现金流均为流入，流动性风险较小。

2. 担保方财务分析

钜盛华资产规模较大，资产结构相对均衡；受前海人寿保险行业特点的影响，资产负债率较高；钜盛华投资活动的资金需求较大，存在一定的融资需求。钜盛母公司资产以其他应收款和长期股权投资为主，母公司营业收入规模较小，利润主要依靠投资收益，2020年净利润为负，相较于母公司货币资金规模，其短期债务兑付压力较大。

截至2020年底，钜盛华合并资产总额5259.66亿元，所有者权益949.91亿元（含少数股东权益261.80亿元）；2020年，钜盛华实现营业收入963.62亿元，利润总额80.78亿元。

截至2020年底，钜盛华合并资产总额5259.66亿元，较上年底增长13.23%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占41.75%，非流动资产占58.25%。钜盛华资产结构相对均衡，非流动资产较上年底占比上升较快。

截至2020年底，钜盛华负债总额4309.75亿元，较上年底增长15.04%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占31.42%，非流动负债占68.58%。钜盛华负债以非流动负债为主，非流动负债占比上升较快。2020年，钜盛华资产负债率为81.94%。

截至2020年底，钜盛华所有者权益949.91亿元，较上年底增长5.70%。其中，归属于母公司所有者权益占比为72.44%，少数股东权益占比为27.56%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占17.16%、25.24%、-2.38%和30.87%。所有者权益结构稳定性尚可。

2020年，钜盛华实现营业收入963.62亿元，同比增长10.03%，主要系分红险业务规模扩大有所增长所致；净利润为81.37亿元，同比大幅

增长259.66%，主要系投资收益大幅增长所致。

从经营活动来看，2020年，钜盛华经营活动现金净流入301.37亿元，同比增长259.19%，主要系钜盛华收到原保险合同保费取得的现金和收到的其他与经营活动有关的现金大幅增长所致；投资活动现金净流出160.35亿元，主要系随着前海人寿保费收入逐年增长，根据银保监会资金运用管理要求及市场行情，钜盛华增加了对股票、基金、理财产品及资管计划等金融资产投资配置导致投资支付的现金持续增加所致。筹资活动现金净流入99.44亿元，主要系借款规模增加所致。

钜盛华母公司财务情况方面，截至2020年底，钜盛华母公司资产总额774.51亿元，较上年底下降3.85%。其中，流动资产460.03亿元（占比59.40%），非流动资产314.47亿元（占比40.60%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（合计）（占99.00%）构成；非流动资产主要由可供出售金融资产（占5.12%）、长期股权投资（占84.61%）和其他非流动资产（占7.68%）构成。截至2020年底，钜盛华母公司货币资金为4.31亿元。

截至2020年底，钜盛华母公司负债总额397.10亿元，较上年底增长7.46%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债180.91亿元（占比45.56%），非流动负债216.19亿元（占比54.44%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占28.86%）、其他应付款（合计）（占38.28%）、一年内到期的非流动负债（占19.90%）和其他流动负债（占11.02%）构成；非流动负债主要由长期借款（占69.22%）、应付债券（占28.57%）构成。钜盛华母公司2020年资产负债率为51.27%，较2019年提高5.39个百分点。截至2020年底，母公司全部债务299.62亿元。其中，短期债务占29.44%、长期债务占70.56%。截至2020年底，母公司短期债务为88.20亿元，相较于货币资金规模，存在较大的短期债务偿付压力。

截至2020年底，母公司所有者权益为377.41亿元，较上年底下降13.43%，主要系未

分配利润大幅下降所致。在所有者权益中，实收资本为 163.04 亿元（占 43.20%）、资本公积合计 161.32 亿元（占 42.74%）、未分配利润合计 31.33 亿元（占 8.30%）、盈余公积合计 14.71 亿元（占 3.90%）。钜盛华母公司所有者权益稳定性较好。

2020 年，钜盛华母公司营业收入为 1.03 亿元，利润总额为-66.34 亿元。同期，母公司投资收益为-35.90 亿元。

现金流方面，2020 年，钜盛华母公司经营活动现金流净额为-93.72 亿元，投资活动现金流净额 105.22 亿元，筹资活动现金流净额-10.97 亿元。

3. 担保效果评价

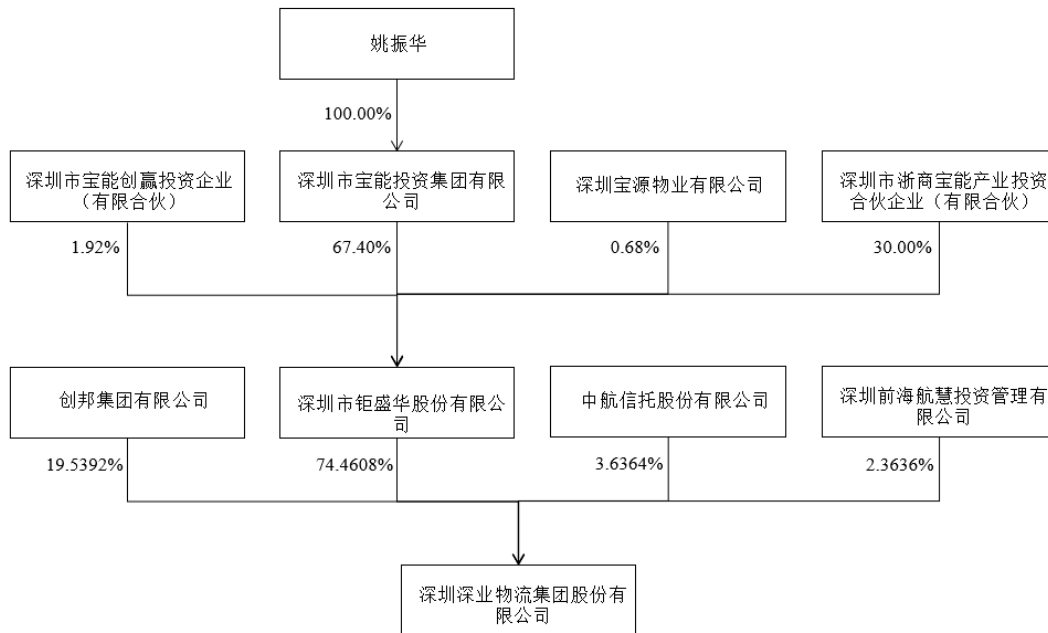
钜盛华的担保对于“20 深业 03”和“20 深业 04”的按期偿付有一定积极影响。

以 2020 年底财务数据测算，“20 深业 03”和“20 深业 04”债券余额 50.00 亿元占钜盛华所有者权益总额的 5.26%。2020 年，钜盛华经营活动现金流入为 1955.78 亿元，为“20 深业 03”和“20 深业 04”债券余额的 39.92 倍，钜盛华经营活动现金流入量对“20 深业 03”和“20 深业 04”债券覆盖程度很高。以 2020 年财务数据测，2020 年，钜盛华 EBITDA 为 151.69 亿元，为“20 深业 03”和“20 深业 04”债券余额的 3.03 倍，EBITDA 对“20 深业 03”和“20 深业 04”的覆盖程度一般。

十二、结论

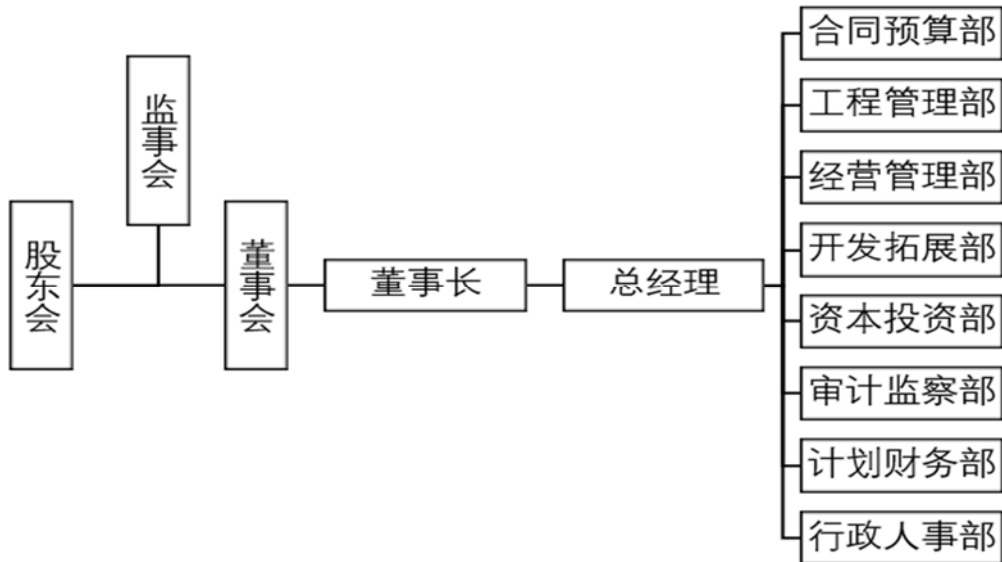
综合评估，联合资信确定下调公司主体长期信用等级为 AA，下调“20 深业 03”和“20 深业 04”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年底深圳深业物流集团股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年深圳深业物流集团股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底深圳深业物流集团股份有限公司子公司情况

序号	企业名称	注册地	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
1	深圳市宝钜实业有限公司	深圳	9,500.00	100.00
2	宝能国际(香港)有限公司	香港	7,500.00 (万港元)	100.00
3	深圳市宝顺物流信息科技有限公司	深圳	10,000.00	100.00
4	芜湖市宝能物流有限公司	芜湖	20,000.00	100.00
5	深圳市粤商小额贷款有限公司	深圳	20,000.00	100.00
6	深圳市粤商财务信息咨询有限公司	深圳	500.00	100.00
7	宝能物流集团有限公司	深圳	600,000.00	99.00
8	深圳市深业物流物业管理有限公司	深圳	300.00	50.00
9	深圳吉富物业服务服务有限公司	深圳	500.00	100.00
10	深圳吉富安保服务有限公司	深圳	500.00	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	32.75	8.29	10.94
资产总额 (亿元)	684.82	835.77	1035.16
所有者权益 (亿元)	289.96	310.25	382.54
短期债务 (亿元)	40.17	73.38	162.48
长期债务 (亿元)	210.42	243.25	298.21
全部债务 (亿元)	250.59	316.63	460.70
营业收入 (亿元)	4.46	10.72	58.79
利润总额 (亿元)	58.80	5.24	104.01
EBITDA (亿元)	68.26	25.47	135.20
经营性净现金流 (亿元)	-132.79	8.24	30.67
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	29.77	15.23	25.00
存货周转次数 (次)	42.21	20.31	19.95
总资产周转次数 (次)	0.01	0.01	0.06
现金收入比 (%)	68.21	117.15	112.40
营业利润率 (%)	60.79	23.00	7.07
总资本收益率 (%)	9.85	2.95	15.53
净资产收益率 (%)	15.18	-0.46	26.18
长期债务资本化比率 (%)	42.05	43.95	43.81
全部债务资本化比率 (%)	46.36	50.51	54.63
资产负债率 (%)	57.66	62.88	63.05
流动比率 (%)	273.12	165.88	108.95
速动比率 (%)	273.09	165.49	107.18
经营现金流动负债比 (%)	-125.45	4.29	11.61
现金短期债务比 (倍)	0.82	0.11	0.07
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.40	1.25	4.05
全部债务/EBITDA (倍)	3.67	12.43	3.41

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数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. 其他流动负债中短期债券部分已调整入短期债务

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	32.44	7.18	2.41
资产总额 (亿元)	640.35	664.28	871.32
所有者权益 (亿元)	271.44	260.20	340.29
短期债务 (亿元)	39.09	68.16	136.23
长期债务 (亿元)	203.75	222.55	245.00
全部债务 (亿元)	242.83	290.71	381.23
营业收入 (亿元)	2.49	14.27	3.68
利润总额 (亿元)	56.59	0.82	88.79
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	-130.48	-22.48	-21.07
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	19.67	55.71	4.38
存货周转次数 (次)	/	/	/
总资产周转次数 (次)	0.00	0.02	0.00
现金收入比 (%)	79.10	11.89	65.40
营业利润率 (%)	84.82	-31.36	76.98
总资本收益率 (%)	8.25	-0.49	10.62
净资产收益率 (%)	15.63	-1.03	22.52
长期债务资本化比率 (%)	42.88	46.10	41.86
全部债务资本化比率 (%)	47.22	52.77	52.84
资产负债率 (%)	57.61	60.83	60.95
流动比率 (%)	291.59	238.08	149.24
速动比率 (%)	291.59	238.08	149.24
经营现金流动负债比 (%)	-141.01	-20.76	-10.33
现金短期债务比 (倍)	0.83	0.11	0.02
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--

注：1. 公司本部有息债务未经调整；2. 公司本部未提供资本化利息、费用化利息、折旧、摊销等数据，相关指标未进行计算；3. 表格中“/”表示未能获取的数据，“--”表示计算后无意义的数字

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。