信 用 等 级 公 告

联合〔2020〕470 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深圳深业物流集团股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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拟公开发行 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年三月十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

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）信用评级报告

本期公司债券信用等级： AA+
公司主体信用等级： AA+
评级展望： 稳定
本期发行规模： 不超过30亿元（含）
债券期限： 不超过5年（含），在债券存续期第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
还本付息方式： 按年付息、到期一次还本
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连带责任保证担保
评级时间： 2020年3月14日

主要财务数据

深业物流

项目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
资产总额（亿元）	326.70	394.29	684.82	737.40
所有者权益（亿元）	173.73	198.41	289.96	296.75
长期债务（亿元）	74.83	99.41	210.42	244.69
全部债务（亿元）	92.08	110.70	253.59	283.59
营业收入（亿元）	3.33	3.68	4.46	3.80
净利润（亿元）	39.86	22.34	44.01	6.57
EBITDA（亿元）	56.16	32.12	68.26	--
经营性净现金流（亿元）	8.35	0.43	-132.79	-16.34
营业利润率（%）	75.24	59.86	60.79	41.29
净资产收益率（%）	25.93	12.01	18.03	--
资产负债率（%）	46.82	49.68	57.66	59.76
全部债务资本化比率（%）	34.64	35.81	46.65	48.87
流动比率（倍）	1.41	1.56	2.73	2.64
EBITDA全部债务比（倍）	0.61	0.29	0.27	--
EBITDA利息倍数（倍）	9.48	4.38	7.40	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.87	1.07	2.27	--

钜盛华

项目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
资产总额（亿元）	3,550.47	3,662.58	3,772.59	4,679.55
所有者权益（亿元）	666.82	733.72	763.16	926.61
营业收入（亿元）	244.13	355.99	526.14	727.70
净利润（亿元）	19.70	21.97	31.16	35.20
资产负债率（%）	81.22	79.97	79.77	80.20

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. 公司及钜盛华2019年1－9月财务数据未经审计，相关指标未年化

评级观点：

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对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”）的评级反映了其作为一家规模较大的区域性专业市场运营商，经营历史较久，主要运营项目均位于深圳、地理位置优越，部分项目是深圳市城市更新改造的重点项目；2019年以来，公司物流业务规模增长较快。同时，联合评级也关注到公司处于业务转型期，受拟开展城市更新改造影响租金收入下降，新增的物流和贸易业务毛利率较低，突发疫情短期内或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一定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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由深圳市钜盛华股份有限公司（以下简称“钜盛华”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。钜盛华资产规模大，持有较大规模优质权益类资产，其所提供的担保对本期债券的信用状况有一定正面作用。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1．**品牌知名度较高。**公司经营的专业市场历史悠久、知名度高。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．**持有物业区位优势明显。**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。

3．**物流和贸易业务增长较快。**2019 年以来公司加速发展现代物流综合业务中的物流和贸易类业务，业务规模增长较快，未来有望为公司带来可观的收入。

4．**控股股东提供担保。**本期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。钜盛华资产规模大，持有较大规模优质权益类资产，其所提供的担保对本期债券的信用状况有一定正面作用。

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。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。

2．**关联方资金往来及关联担保规模大。**公司其他应收款中往来款规模大，一定时期内对资金形成占用；公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

3．**疫情或对公司经营产生短期不利影响。**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因素影响，且此次突发疫情对公司物业出租业务及物流运输业务或产生短期不利影响。

4．**公允价值变动收益较大且资产受限规模大，债务规模增长较快且存在短期偿付压力。**公司收入规模较小，公允价值变动收益对公司利润及所有者权益有很大影响；公司资产受限规模较大，用于抵押类融资，资产流动性较差。近年来公司债务规模增长较快，短期债务规模较大存在短期偿付压力。

5．**存在一定的资金支出压力。**公司在建物流园区和部分被列为城市更新改造项目的租赁物业，尚需投资规模较大，存在一定的资金支出压力。

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
电话：010-85172818
邮箱：caomr@unitedratings.com.cn

卢　瑞
电话：010-85172818
邮箱：lur@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：

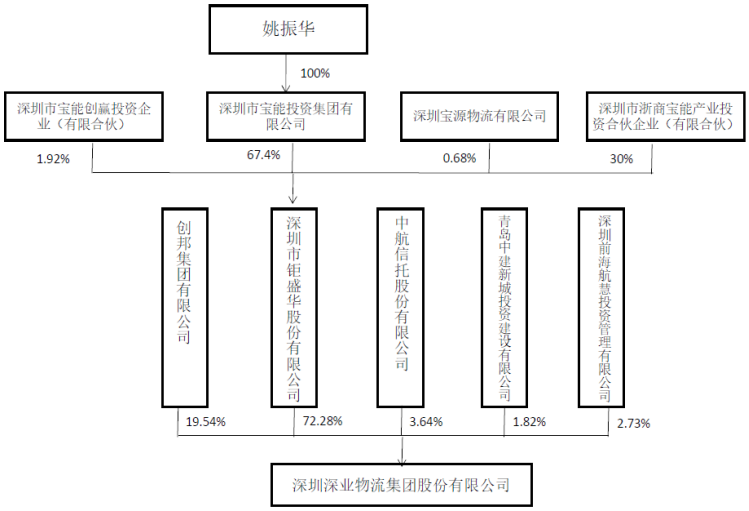
联合信用评级有限公司

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”），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 9 月底，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 9 月底，公司控股股东为钜盛华，实际控制人为姚振华。

截至 2019 年 10 月底，钜盛华持有的 28,290.47 万股份已质押，占其持有公司股份的 42.39%，占公司总股本的 30.64%。

图1　截至2019年9月底公司股权结构图



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 9 月底，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 11 家子公司；在职员工约 350 人。

截至2018年底，公司合并资产总额684.82亿元，负债合计394.86亿元，所有者权益（含少数股东权益）289.96亿元，其中归属于母公司所有者权益289.95亿元。2018年，公司实现营业收入4.46亿元，净利润（含少数股东损益）44.01亿元，其中归属于母公司所有者的净利润44.02亿元；经营活动产生的现金流量净额-132.79亿元，现金及现金等价物净增加额32.11亿元。

[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。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额 737.40 亿元，负债合计 440.65 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 296.75 亿元，其中归属于母公司所有者权益 296.58 亿元。2019 年 1－9 月，公司实现营业收入 3.80 亿元，净利润（含少数股东损益）6.57 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.58 亿元；经营活动产生的现金流量净额-16.34 亿元，现金及现金等价物净增加额-27.76 亿元。

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：姚建辉。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“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）”，发行规模为不超过 30.00 亿元（含 30.00 亿元）；本期公司债券的期限为 5 年期（2+1+2），在债券存续期第 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。本期债券每张票面金额为 100 元，按面值发行。本期债券为固定利率债券，票面利率将根据簿记建档结果，由公司与簿记管理人按照国家有关规定协商确定。本期债券采用单利按年计息，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。

本期债券由钜盛华提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于支持疫情防控及补充受疫情影响的业务板块的资金需求、偿还有息借款和其他法律法规允许的用途。

三、行业分析

公司主要从事现代物流行业，目前正在大力发展高端物流与产业运营综合服务，力求在产业内涵的拓展、过程的延伸、覆盖面的扩大以及运营管理的日益专业化、标准化、信息化方面推动产业服务向高端方向发展。公司目前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，与传统的商业物流模式不同，公司收入主要来源于物业租金收入及运营管理收入等，由于市场上存在较少的可比现代物流企业，不具有对比效应，因此参照商业地产的模式，对公司现代物流行业进行分析。

1. 行业概况

商业地产行业作为房地产行业的子行业，主要受到资金成本和经济增速的推动，近年来保持了较高增长，但增速明显下降；2018 年随着部分地区市场饱和，投资增速再度放缓。

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，主要受到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。

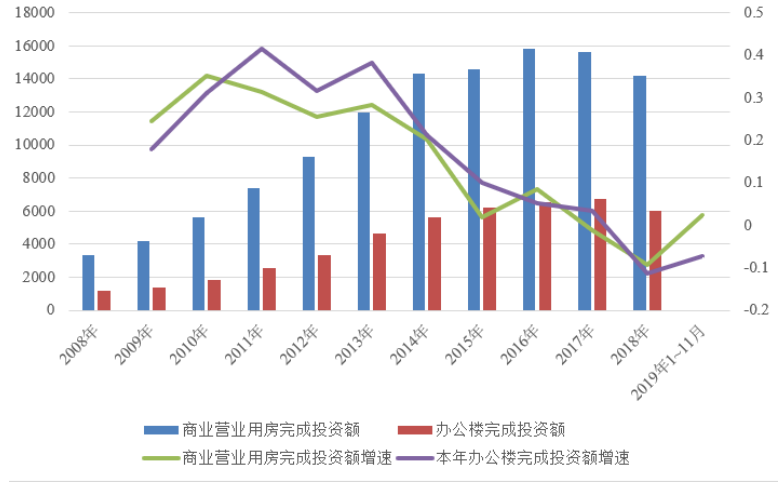
2016年，商业地产市场进一步回暖。我国商业营业用房完成投资额1.58万亿元，同比增长8.4%

（较上年提高6.6个百分点），占当年全国房地产行业投资完成总额的15.40%；办公楼开发投资完成额0.65万亿元，同比增长5.2%（较上年回落4.9个百分点），占当年全国房地产行业投资完成总额的6.34%。

2017年，随着部分地区市场逐渐饱和，商业地产投资增速有所放缓。我国商业营业用房完成投资额1.56万亿元，同比增长3.5%（较上年下降4.9个百分点），占当期全国房地产行业投资完成总额的14.24%；办公楼开发投资完成额0.68万亿元，同比下降1.2%（较上年下降6.4个百分点），占当期全国房地产行业投资完成总额的6.16%。

2018年商业不动产变革压力愈发迫切。全年商业不动产投资额、新开工面积、销售规模等主要指标较2017年均出现下降，其中，2018年商业营业用房投资完成额为1.42亿元，同比下降9.40%；写字楼开发投资完成额5,996.33亿元，同比下降11.30%。2019年1－11月，全国商业开发投资额为17,673亿元，同比下降4.4%，投资增速持续放缓，其中我国商业营业用房完成投资额1.21万亿元，同比增长2.5%；办公楼开发投资完成额5,556亿元，同比下降7.3%。

图 2　近十年全国办公楼和商业营业用房完成投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

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，可供应土地量相对较小，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REITS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，商业物业的管理统一，能够更好的进行物业的定位、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，能够实现快速资金回笼，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市场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。

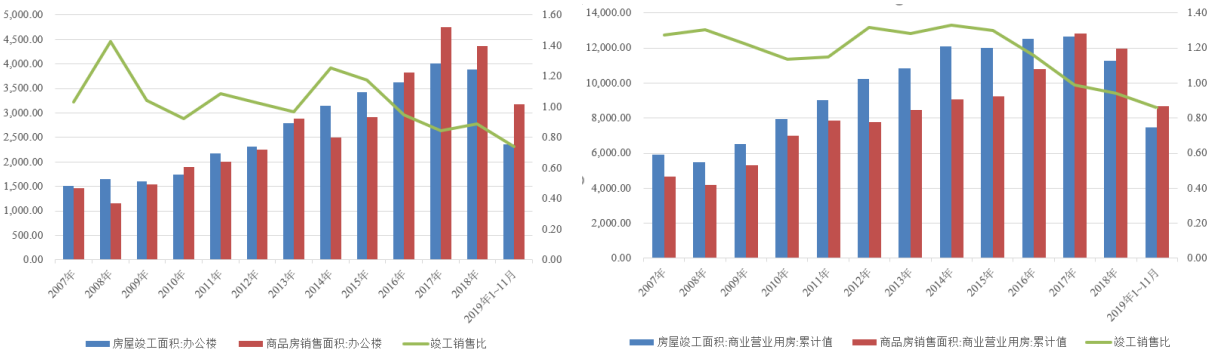
2. 市场供需

近年来，去库存效果有所显现，供求矛盾有所缓解，但整体库存压力依然较大；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，商业营业用房的竣工面积持续高于销售面积，整体上呈现供过于求的态势。2015 年以来，由于经济增速放缓导致商业地产景气度下降，居民购物、娱乐习惯改变导致商业地产景气度下降，开发商对商业营业用房开发增速大幅放缓，供过于求的状况有所缓解。2017 年，商业营业用房竣工面积 12,670.26 万平方米，销售面积 12,838.14 万平方米，供过于求的局面开始扭转。2018 年，我国商业营业用房竣工面积达 11,258.68 万平方米，同比下降 11.14%；增速较上年下降 12.36 个百分点。2018 年以来，调控政策趋于常态，且购房需求的释放也达到了阶段性瓶颈，我国商业营业用销售面积 11,971.33 万平方米，同比下降 6.80%，供应过剩压力仍存。2019 年 1－11 月，我国商业营业用房竣工面积达 7,481.22 万平方米，同比下降 10.20%；全国商业地产销售面积为 8,694.44 万平方米，同比下降 14.10%。

从办公楼供求情况看，2008 年以来，办公楼的竣工面积和销售面积呈波动下降态势。2018 年办公楼竣工面积 3,884.04 万平方米，同比增下降 3.06%，增速较上年下降 13.46 个百分点；办公楼销售面积 4,363.32 万平方米，同比下降 8.26%，增速较上年下降 32.57 个百分点。2019 年 1－11 月，办公楼竣工面积 2,356.87 万平方米，同比下降 9.70%；办公楼销售面积 4,556.39 万平方米，同比下降 11.90%。

图3　2007－2019年11月全国商业营业用房和办公楼供求情况（单位：万平方米、%）

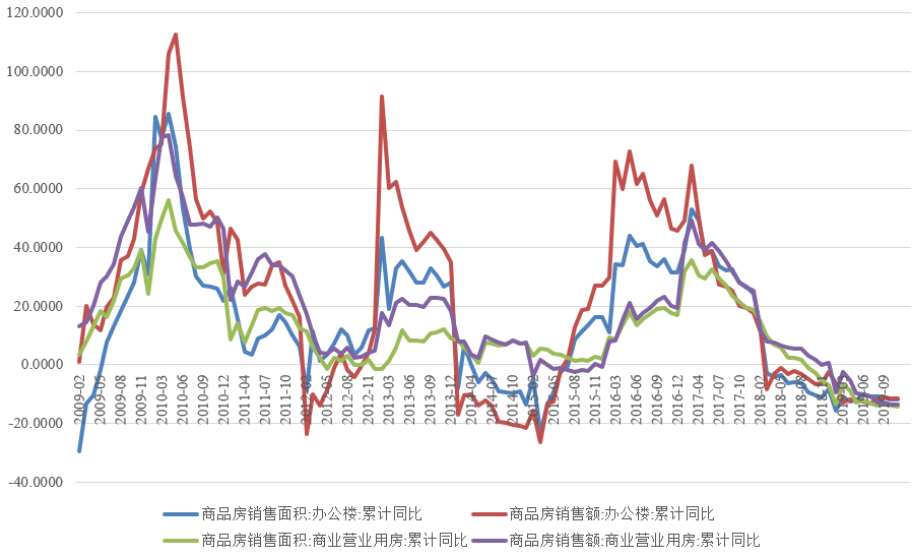


注：竣工销售比为竣工面积和销售面积的比值，小于 1 说明供不应求，大于 1 说明供大于求
资料来源：Wind，联合评级整理

从全国商业地产的增速来看，2008 年之后，由于“四万亿”刺激政策和宽松货币政策的共同作

用，我国经济保持较高增长速度，商业地产行业景气度随之提升，2009 年和 2010 年，全国商业营业用房销售面积同比大幅增加 24.20%和 29.90%，办公楼销售面积同比大幅增长 30.80%和 21.90%，远超同期 GDP 增速。随后，由于我国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，全国商业营业用房销售面积和销售金额分别较上年同期下降 13.60%和 9.40%；办公楼销售面积和销售金额分别同比下降 15.70%和 6.20%。2019 年 1－11 月，全国商业营业用房销售面积和销售金额分别较上年同期下降 14.10%和 13.50%；办公楼销售面积和销售金额分别同比下降 11.90%和 11.30%。具体如下图所示。

图4　全国商业营业用房和办公楼销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind

从租金水平上看，一线城市，尤其是核心商圈，由于人流巨大、新增地块有限，商业地产处于供不应求状态，多年以来优质写字楼和优质零售物业首层租金均保持持续稳步上涨趋势；二线城市零售物业则因供给较多、竞争手段有限，首层租金持续走低。而进入2015年以来，一线城市优质零售物业首层租金断崖式下跌，主要系新增商业物业项目较多、市场供过于求、实体零售业受电商冲击较大等因素所致。2017年，写字楼方面，除上海优质写字楼租金水平有所下跌以外，其他一线城市优质写字楼租金水平稳中有升；零售物业方面，除北京优质零售物业首层租金波动上涨以外，其他一线城市优质零售物业租金水平稳中有跌。2019年上半年，百街商铺[2]平均租金为25.6元/平米/天，环比上涨0.72%。2019年下半年，百街商铺平均租金为25.9元/平方米/天，环比上涨0.58%。分城市等级来看，2019年下半年，一线城市中租金环比上涨的商业街占74.1%，环比下跌的商业街占11.1%，14.8%的商业街租金与上期持平。二线城市中租金环比上涨的商业街占70.0%，环比下跌的商业街占30.0%。二线城市中，南昌主要商业街租金全部下跌，天津、苏州、重庆和海口主要商业街租金涨跌互现，成都、武汉、杭州等6个城市商业街租金较上期均全部上涨。其中，苏州龙湖狮山金街租金环比涨幅为3.24%，位列二线城市各商业街租金涨幅第一位。2019年下半年，百MALL商铺平均租金为27.2元/平方米/天，环比上涨0.44%。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，2019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4.9元/平米.天，跌幅为0.67%。从商圈来看，租金环比上涨的商圈

[2] 根据全国 15 个重点城市主要商业街商铺样本调查数据，由重点城市 100 条商业街商铺为样本标的，构成百大商业街（百街）商铺租金指数。

占38.8%，租金环比下跌的商圈占56.3%，5.0%的商圈租金与上期持平。

3. 行业竞争

商业地产行业竞争激烈，规模优势显著，目前拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

从商业物业价值来看，根据2018年中国房地产企业商业物业价值TOP100排行榜，TOP50集中度保持稳定，商业价值门槛整体提升。商业地产行业延续强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势。另一方面，商业地产行业的集中度仍属较低，行业竞争激烈。

表 1　2019 年中国房地产企业商业物业价值 Top10 排行榜

排名	企业名称	排名	企业名称
1	大连万达集团股份有限公司	6	龙湖集团控股有限公司
2	华润置地有限公司	7	太古地产有限公司
3	大悦城控股集团股份有限公司	8	奥园商业地产集团
4	绿地控股集团股份有限公司	9	九龙仓集团有限公司
5	新鸿基地产发展有限公司	10	世贸商业及主题娱乐

资料来源：亿翰智库

4. 行业关注

行业竞争激烈，集中度上升

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的共同影响，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shopping mall、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，供给量较高。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，对于开发商的资金周转产生一定的影响，加重其融资压力。

5. 行业发展

行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为投入的关键，技术性投入比重加大。

行业金融化、退出手段多样化

商业物业具有金融属性，对资本运作的要求非常高。商业地产在运营阶段将转向“资本和运营”，投资属性更加突出。未来的商业地产项目将更加关注运营阶段的投融资能力，具有较强投融资能力的商业地产项目具有更强的竞争实力。目前商业地产的产业链尚不完善，还没有成熟的退出机制，使众多的个人投资者、机构投资者都很难享受到商业地产所带来的投资红利。因为商业地产具有投资金额大、回报周期长、收益率高、运营管理难、退出方式少等特征，投资商业地产相对比较复杂，

这需要做好完善的物业尽职调查，包括房地产评估、市场分析、投资测算、工程尽职调查等。未来中国核心商圈的商业地产项目将以持有型为主流，随着中国房地产金融进一步的完善，资产证券化将为商业地产带来更好的发展前景。

6. 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，租金水平较大幅度回落。

公司业务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%。2019年一季度全市地区生产总值5,734.03亿元，按可比价计算，比上年同期（下同）增长7.6%。分产业看，第一产业增加值5.82亿元，增长1.9%；第二产业增加值2,296.49亿元，增长8.1%；第三产业增加值3,431.71亿元，增长7.2%。三次产业结构由上年同期的0.1:40.5:59.4调整为一季度的0.1:40.1:59.8。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年三季度，深圳GDP增速6.6%，比二季度下降了0.8个百分点。2019年1-3季度，深圳规模以上工业增加值增长5.3%，对比去年同期8.3%的增速，下降了3个百分点；2019年前三季度，深圳进出口总额下降1.8%，出口增长4.8%，进口下降9.3%；前三季度深圳民间投资仅增长3.0%，比全国水平(4.7%)低了50%。2019年三季度，深圳中低端制造业普遍下滑，橡胶和塑料制品业下降13.2%，金属制品业下降7.3%。

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，全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。具体来看，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/平米/天以上。2019年，全市租金水平较大幅度回落。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。后海片区因产业聚集效应，租户较为稳定，租金降幅较小。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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。公司自有物业共127万平方米，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，年均出租率在95%以上；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。目前，清水河酒店用品城和笋岗工艺城已经获得政府批复，被列入城市更新项目。

公司在建项目深业物流中心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。项目建设产业服务体系。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。目前该项目一期—六金广场已经开业，宝能中心正处于招商阶段。

2. 人员素质

公司高管人员具有较好的专业背景和丰富的管理经验，整体素质较高；员工构成符合所在行业特征，能够满足公司经营需要。

截至 2019 年 9 月底，公司共有董事、监事及高级管理人员 12 名。

公司董事长姚建辉先生，1971 年出生，硕士研究生学历。姚建辉先生 1992 年进入深圳特区工作，先后涉足食品、建材、综合物业开发、现代物流、文化旅游、民生产业、商业等行业，现任公司董事长以及宝能控股（中国）有限公司董事长。

公司总经理李俊锋先生，1980 年出生，本科学历。李俊锋先生历任深圳市宝能投资集团有限公

司资本管理中心经理、副总经理，现任公司董事兼总经理、深圳华利通投资有限公司监事。

截至 2019 年 9 月底，公司在职员工约 350 人。从文化素质来看，本科及以上占 54.00%，大专占 41.43%，高中及以下占 4.57%；从岗位来看，销售人员占 78.29%，财务人员占 5.71%，行政人员占 2.86%，物业及其他人员占 13.14%；从年龄来看，30 岁以下占 67.71%，30~40 岁占 24.29%，40 岁以上占 8.00%。

五、公司管理

1. 治理结构

公司法人治理结构较完善，符合相关法律法规要求，能够满足公司日常管理的需要。

公司依据《公司法》和《公司登记管理条例》的规定，制定了《公司章程》，并设立股东大会、董事会、监事会。

股东大会由全体股东会组成，为公司最高权力机构。

公司设立董事会，为生产经营活动的决策机构，由 9 名董事组成，设董事长 1 人，公司董事会负责执行股东大会决议，制定公司基本管理制度，决定公司的经营计划和投资方案和设置内部管理机构等相关事宜。董事每届任期三年，可以连选连任。

公司设监事会，监事会由 3 名监事组成，主要负责对公司财务和高管人员的任职行为进行监督。监事每届任期三年，任期届满，可连选连任。

公司采用总经理负责制，设总经理 1 人，负责主持公司经营管理工作，组织实施公司本年度经营计划和投资方案，拟定公司基本管理制度等事宜。

2. 管理体制

公司各部门职责明确，管理体制较为健全，能够支持公司的日常管理经营。

公司为现代物流集团公司，根据自身商业运营需要，设有计划财务部、开发拓展部、经营管理部、工程管理部、合同预算部等 8 个职能部门，各职能部门之间职责明确，运作有序。经过多年的发展和经验积累，公司已经形成了比较健全、有效的内部控制制度体系。公司在财务、资金、融资、法务、关联交易等方面建立了内部控制制度，涵盖公司经营管理的主要环节。

子公司管理方面，公司对子公司的管理主要通过《公司章程》等制度中确定的股东大会、董事会、总经理、监事会的职责实现对下属企业的集中管控，根据章程中确定的公司股东大会、董事会、总经理和监事会的职责来议定相关事项。

财务管理方面，公司计划财务部负责公司日常财务核算，参与公司的经营管理；组织各部门编制收支计划，编制公司的月、季、年度营业计划和财务计划，定期对执行情况进行检查分析；原物料进出账务及成本处理。外协加工料进出账务处理及成本计算。各产品成本计算及损益决算。预估成本协助作业及差异分析；负责公司现有资产管理工作等。

融资方面，为确保营运资金的需求，公司实施对各项资金的集中调配和统筹安排，根据各项资金需求合理安排还贷资金，对资金安全实施管理监控；根据新项目总控计划结合银行项目融资审批管理流程，合理编制新项目融资进度控制计划，确保开发项目信贷资金及时到位等。

在工程管理和成本控制方面，公司充分考虑到项目开发中的风险控制，明确规定处理各种经济业务的职责分工和程序方法。工程管理方面，对工程施工进度安排做出了详细和明确规定，对竣工标准和建设工程交楼标准进行了明确。同时，公司加强对项目管理，具体包括定期质量检查、不定

期检查等。下辖子公司需进行工序质检、日常巡查、月度检查、验收性检查等。

对外担保方面，公司规定担保均由公司统一管理，担保业务建立严格的审批制度，明确批准方式、权限、程序、责任和相关控制措施。公司担保业务一般由董事会授权董事长在权限范围内审批；重要业务由董事会集体决策。

关联交易方面，公司建立了较为完善的《关联交易管理制度》，制度明确了关联交易的决策程序，对拟进行的关联交易由公司职能部门提出议案，议案对该关联交易的具体内容、关联交易的必要性、定价的依据以及对公司股东利益的影响作出详细说明，通过财务主管领导、总经理审议，经董事长审批后方能执行。

六、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；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。

2016－2018 年，公司收入主要来源于物业租赁业务。2019 年 1－9 月，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。

近三年，公司分别实现营业收入 3.33 亿元、3.68 亿元和 4.46 亿元，2017 年公司实现营业收入同比增长 10.61%，主要系公司小额贷款业务规模扩大所致；2018 年营业收入同比增长 21.16%，主要系利息收入增长所致。2016－2018 年，公司净利润分别为 39.86 亿元、22.34 亿元和 44.01 亿元，波动增长 3.36%，主要系公司投资性房地产公允价值变动收益波动增长所致。

2017 年，公司对主营业务收入重新进行划分，并追溯调整 2016 年数据。2016－2018 年，公司收入构成变化不大，现代物流综合收入是公司最大收入来源，分别实现收入 2.23 亿元、2.40 亿元和 2.63 亿元，逐年小幅增长，主要系专业市场向好、租金有所增加以及新增平湖物流中心租金所致，2018 年收入占比为 58.98%。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”），2017 年两项业务合计收入大幅增长，主要系小贷业务市场行情较好，规模扩大所致；2018 年小幅增长主要系粤商小贷积极拓展业务，扩大客户群体，并且停止中长期贷款业务，减少风险的同时也增加资金的利用效率，从而促使收入增长所致。2016－2018 年，其他业务收入占 24.70%、20.52%和 17.45%，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），2018 年其他业务收入中利息收入为 0.42 亿元；水电费为 0.35 亿元，同比有所上升，主要系租户数量增长所致。

2016－2018 年，现代物流综合收入毛利率波动下降，2017 年较上年下降 22.48 个百分点，主要系笋岗工艺城、清水河酒店用品城等物业于 2017 年进行修缮和装修，当年成本较高所致。2016 年，利息收入和手续费及佣金收入由于按净额列示，毛利率为 100%。其他业务中，利息收入按净额列示，毛利率保持 100.00%；水电费收入毛利率保持负值，但对公司利润水平影响很小。

表 2　2016－2018 年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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	22,324.29	67.11	77.06	23,966.57	65.13	54.58	26,295.10	58.98	69.17
其他业务收入	8,218.38	24.70	77.00	7,549.64	20.52	100.00	7,780.99	17.45	100.00
利息收入	2,643.44	7.95	100.00	5,277.58	14.34	86.30	10,469.63	23.48	76.81
手续费及佣金收入	80.18	0.24	100.00	2.83	0.01	100.00	38.82	0.09	100.00
合计	**33,266.28**	**100.00**	**78.89**	**36,796.62**	**100.00**	**67.62**	**44,584.54**	**100.00**	**77.77**

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；公司对2016年数据进行调整；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1－9月，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 1—9 月，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 3.80 亿元，同比增长 25.00%，其中现代物流综合收入实现收入 3.16 亿元；净利润由去年同期的 1.87 亿元增长至 6.57 亿元，主要系公允价值变动增加所致；综合毛利率大幅下降至 44.80%，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。

2. 现代物流综合业务

（1）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。

目前，深业物流在深圳共拥有约 127 万平方米租赁物业（包含在建物业）。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。

2016—2018 年，现代物流业务收入主要来自于物业租赁收入。目前，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。

笋岗工艺城是公司旗下文化创意产业园区，涵盖创意设计、展示交易、学术交流、总部集群、时尚购物、文化休闲等综合性功能为一体，位于罗湖区宝安北路与桃园路交汇处、深圳工艺美术集聚区东大门。近三年，笋岗工艺城实现租金收入（含管理费）波动下降，2017 年小幅下降主要系部分物业内部装修调整所致，2018 年恢复正常水平。

清水河仓库区是深圳建设最早的物流园区之一，东起广深（布吉段）铁路线，西至红岗路，南至泥岗路，北至原特区管理线，其开办、管理的清水河酒店用品城建筑面积 6.32 万平方米。近三年，清水河酒店用品城租金收入波动增长，2017 年同比变化不大，2018 年增长主要系酒店专业市场向好，租金上涨所致。

宝钜实业大厦位于深圳龙岗中心城中心区，毗邻龙岗区政府、区文化中心，项目总用地面积 2 万平方米、总建筑面积 5 万平方米，分为商业主楼和办公副楼两部分，其中主楼高 4 层、面积为 35,653.3 平方米，地下室 1 层 9,447.52 平方米，附楼高 6 层、面积为 4,990.85 平方米。商业主楼整体为集团旗下宝能 All City 龙岗店，引进国际零售巨头沃尔玛等代表性主力商家。近三年，宝钜实业大厦实现

租金收入逐年增长，主要系租金水平上涨所致。

深业物流大厦定位于总部办公项目，位于深圳市罗湖区笋岗物流园区，占地面积 5,000 平方米，建筑面积约 2 万平方米，是笋岗片区内品质最高的写字楼之一，目前已引进中国银行、前海人寿等高端金融领域企业，为片区发展提供优质的金融配套服务。近三年，深业物流大厦租金收入逐年增长，主要系租金水平上涨所致。

平湖物流中心项目定位为深圳中轴产城生态专业市场中心，着重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。在产业载体建设上，项目为企业提供研发办公、配套设施、物流、展示空间，并整合资源，为企业提供包括技术转移、商务拓展、供应采购、行政代办等服务。2018 年 6 月，平湖物流中心正式投入运营，为了方便租户装修，公司给予新进租户一定期限的免租期。2018 年，平湖物流中心实现收入 467.75 万元。

深业物流中心项目位于罗湖区笋岗片区，项目总面积近 80 万平方米，西邻宝安北路，北靠梨园路，交通便利。目前，该项目以家居文化为产业主题，以“文化+金融”为核心，集奢华家具、高端建材、精品家饰、装饰设计和文化创意为一体。深业物流中心将通过对家居产业链上各个环节和模块进行梳理和整合，打造集资源共享、设计咨询、设计展示、互动交流为一体的信息化云平台，集采购交易、产品展示、创意设计为一体的产业聚集平台。深业物流中心由六金广场和宝能中心组成。其中，六金广场已经竣工开业，宝能中心正处于招商阶段。

2019 年 1－9 月，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[3]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 3,836.17 万元，同比大幅下降-131.33%；清水河酒店用品城实现租金收入 3,227.65 万元，同比大幅下降-76.15%。2019 年 1－9 月，宝钜实业大厦实现租金收入 3,796.99 万元，占 2018 年全年收入的 79.06%，变化不大；深业物流大厦实现租金收入 1,033.62 万元，占 2018 年全年收入的 47.37%，主要系该物业主要用于关联方公司及母公司办公，长期合同结算周期在四季度导致。深业物流中心租金收入规模较小，主要系自开业以来，公司给予客户最长不超过一年的免租期所致，2019 年 1－9 月，深业物流中心实现收入 3.96 万元。平湖物流中心实现收入 0.27 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 3　2016－2018 年及 2019 年 1－9 月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 1－9 月租金收入
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	3,836.17
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	3,227.65
宝钜实业	宝能 ALL CITY 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	3,796.99

[3] 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的备注为综合整治为主，可进行局部地块拆除重建。

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	1,033.62
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	0.27
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
合计	--	--	**23,672.18**	**24,075.41**	**26,295.10**	**11,898.65**

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，2017 年，清水河仓库和宝钜实业大厦出租率较 2016 年所下降，由 96.03%和 99.15%分别下降至 94.00%和 98.68%，主要系部分区域内部装修所致；深业物流大厦出租率保持 100.00%；笋岗工艺城出租率由 92.75%增长至 93.00%，变化不大。

2018 年，笋岗工艺城、清水河仓库出租率均小幅上升，宝钜实业大厦小幅下降至 97.75%，主要系部分区域内部装修所致；深业物流大厦出租率保持 100.00%；深业物流中心和平湖物流中心出租率较低主要系平湖物流中心处于招商阶段以及六金广场尚未开业所致。

2019 年 1－9 月，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%，宝钜实业大厦有所提高，公司物业出租率较高；深业物流中心部分已经开业，其中，六金广场出租率为 70%，宝能中心尚未出租。

表 4　2016－2018 年及 2019 年 1－9 月公司在营项目出租运营情况

在营项目	出租率（%）				可租面积（万平方米）
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1－9 月	
笋岗工艺城	92.75	93.00	98.60	100.00	6.51
清水河仓库	96.03	94.00	95.68	100.00	6.32
宝钜实业大厦	99.15	98.68	97.75	99.03	4.87
深业物流大厦	100.00	100.00	100.00	100.00	0.34
平湖物流中心	--	--	11.46	100.00	9.28
深业物流中心	--	--	2.75	--	80.00

注：按可租面积计算；截至 2019 年 9 月底，深业物流中心部分已经开业，六金广场出租率为 70%，宝能中心尚未出租
资料来源：公司提供

租金水平方面，2016－2018 年，受益于专业市场经营更加向好，公司物业单位租金均逐年增长。2018 年，笋岗工艺城单位租金同比增长 5.00%，清水河仓库租金同比增长 24.33%，宝钜实业大厦租金同比增长 26.68%，深业物流大厦租金同比增长 2.39%。2019 年 1－9 月，除宝钜实业大厦外，其他物业租金水平均大幅下降，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。

表 5　2016－2018 年及 2019 年 1－9 月公司在营项目租金水平情况（单位：元/平方米·月）

在营项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1－9 月
笋岗工艺城	131.00	138.00	144.90	79.77
清水河仓库	67.00	75.00	93.25	63.82
宝钜实业大厦	59.00	66.37	84.08	103.33
深业物流大厦	150.00	160.00	163.83	150.39
平湖物流中心	--	--	36.41	--
深业物流中心	--	--	145.00	--

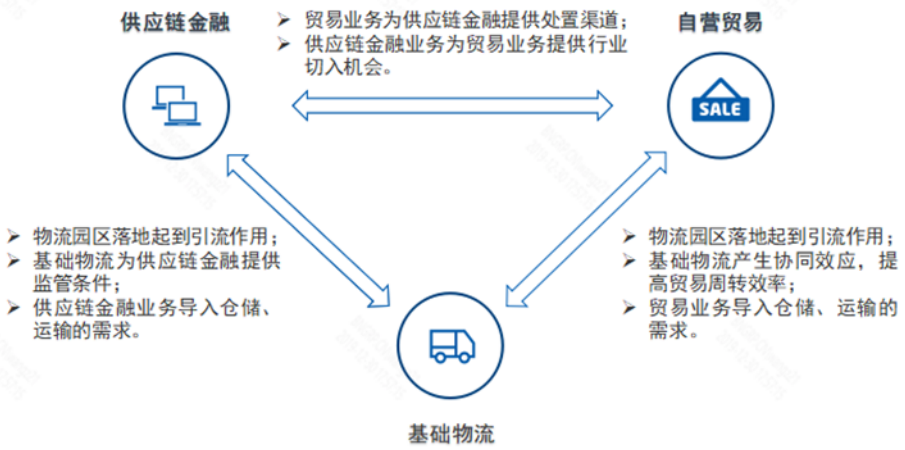
注：2019 年 1-9 月，深业物流中心及平湖物流中心无租金水平主要系部分客户处于免租期，无法测算租金水平
资料来源：公司提供

（2）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。

2018 年，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 5　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 9 月底，宝能物流注册资本 20 亿元，公司股份占比 99%，深圳宝源物流有限公司股份占比 1%。宝能物流集团实际控制人为姚振华。截至 2019 年 9 月底，宝能物流资产总额 57.35 亿元，所有者权益 18.22 亿元。

2018 年，宝能物流实现收入 801.25 万元，规模较小。2019 年 1—9 月，公司加大现代综合物流业务发展力度，实现收入 1.81 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 40.39%、30.24%和 21.70%。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影响，处于很低水平。

表 6　2018 年及 2019 年 1－9 月宝能物流收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2018 年			2019 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
平行进口车业务	--	--	--	7,292.97	40.39	4.62
观致联动云运输业务	757.02	94.48	9.56	5,461.26	30.24	10.21
跨贸直采业务（龙虾贸易业务）	--	--	--	3,918.08	21.70	-3.06
基础物流（华东零售/云仓）	--	--	--	177.13	0.98	27.85
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	301.94	1.67	-32.45
供应链金融（化工/钢材/芝麻/塑料原料等贸易业务）	--	--	--	905.95	5.02	0.52
合计	**801.25**	**100.00**	**8.95**	**18,057.33**	**100.00**	**1.38**

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 1—9 月，平行进口车业务实现收入 7,292.97 万元，毛利率 4.62%。

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 1—9 月，加拿大龙虾贸易业务实现收入 3,918.08 万元，毛利率-3.06%，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 1—9 月，观致联动云项目实现收入 5,461.26 万元，毛利率为 10.21%。

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 9 月底，公司已经在国内成功布局 20 余个城市，自建物流基地，将为客户提供物流仓储服务。2019 年 1—9 月，基础物流业务实现收入 177.13 万元，毛利率为 27.85%。

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 9 月底，宝能物流预计总投资 111.54 亿元，已投资 12.06 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 7　宝能物流物流园区拟建及在建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）	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	已开工	6.06
汕头 D09	2017.12	物流仓储用地	40.00	5.50	2.07	已开工	2.08
汕头 D10	2018.10	物流仓储用地	44.00	9.00	3.43	已开工	2.32
贵阳小碧	2018.01	物流仓储用地	495.00	43.00.	19.93	未开工	13.33
烟台物流	2018.05	物流仓储用地	194.00	24.00	9.94	未开工	10.00
昆明临空	2018.06	物流仓储用地	180.00	21.00	7.94	未开工	5.71
南通保税	2018.11	物流仓储用地	294.00	22.00	10.00	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	未开工	4.12
天津打通关	2019.05	物流仓储用地	266.00	5.45	6.52	未开工	4.03
长沙望城	2019.06	物流仓储用地	172.00	23.00	7.84	未开工	2.34
潍坊滨海	2019.07	物流仓储用地	318.00	21.00	5.31	未开工	4.18
长沙黄花	2019.08	物流仓储用地	111.00	14.80	3.16	未开工	2.41
成都青白江	2019.08	物流仓储用地	236.00	35.00	12.24	未开工	3.66
合计	--	--	**2,762.00**	**270.00**	**111.54**	--	**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

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；但公司主要客户为中小企业以及个人，存在一定的贷款坏账损失风险。

深业物流在经营物流仓储业务的同时，为了方便客户通过仓单质押等形式进行融资活动，公司在 2012 年 1 月经深圳市政府金融办批准成立了粤商小贷。粤商小贷注册资本 2 亿元，经过数年的经营形成了完善的业务体系与经营模式，且经营规模逐渐扩大。粤商小贷根据深圳市小额贷款行业协会制定的《关于进一步加强深圳市小额贷款行业自律规范的指引》对贷款进行了五级分类，分为正常、关注、次级、可疑和损失。本金或利息逾期 90 天以内的划分为关注，逾期 90 天至 180 天划分为次级类，逾期 180 天至 360 天划分为可疑类，逾期 360 天划分为损失类，坏账计提比例分别为 1.5%、3%、30%、60%和 100%。截至 2019 年 9 月底，公司期末贷款中，正常类贷款占比 92.60%，关注类贷款占比 0.01%，次级类贷款占比 6.21%，可疑类贷款占比 1.18%。

从小贷公司的经营情况看，2017 年，公司积极拓展小额贷款业务，2017 年较 2016 年整体业务量有所增长，相应贷款利息收入也有所增加，全年实现利息收入 5,277.58 万元。2018 年，粤商小贷主动拓展业务，并且转换经营模式，增加短期贷款的发放量，基本停止中长期贷款的发放，相应贷款利息收入也大幅增加，全年实现利息收入 10,523.65 万元。2016－2018 年，粤商小贷计提的减值准备分别为 270.92 万元、816.28 万元和 2,408.80 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。2019 年 1－9 月，粤商小贷实现利息收入 4,566.61 万元，占 2018 年全年收入的 43.39%。

表 8　2016－2018 年及 2019 年 1－9 月粤商小贷经营数据（单位：万元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1－9 月
期末贷款余额	18,061.00	53,273.86	63,175.64	59,386.08
减：减值准备	270.92	816.28	2,408.80	2,408.80
发放贷款及垫款期末余额	17,790.08	52,457.58	60,766.84	56,977.28
全年累计业务量	33,732.30	51,629.00	52,223.20	--
其中：个人贷款和垫款	28,847.30	47,079.00	17,395.20	1,810.30
其中：企业贷款和垫款	4,885.00	4,550.00	34,828.00	9,863.00
利息收入	2,723.62	5,277.58	10,523.65	4,566.61
利息成本（管理费用）	475.90	411.45	468.39	329.74

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. 重大事项

公司引进国有企业为战略投资者，股东实力有所增强。

2018 年 2 月，公司召开股东大会并作出决议，同意新增注册资本并引进中航信托、青岛中建及前海航慧，其中，青岛中建增资 15.00 亿元（2,518.50 万元计入注册资本），中航信托增资 20.00 亿元（3,358.00 万元计入注册资本），前海航慧增资 15.00 亿元（2,518.50 万元计入注册资本）；增资扩股后中航信托持股比例为 3.63%，青岛中建持股比例为 2.73%，前海航慧持股比例为 2.73%。2019 年 9 月 29 日，青岛中建将持有公司 839.50 万股股份转钜盛华。截至 2019 年 9 月底，中航信托、青

岛中建和前海航慧持股比例分别为3.64%、1.82%和2.73%。

中航信托是由国有特大型企业中国航空工业集团有限公司及境外战略投资者（新加坡）华侨银行有限公司等单位共同发起组建，是国内集央企控股、上市背景、中外合资及军工概念于一身的信托公司。中航信托先后获得“中国优秀信托公司”“中国优秀风控信托公司”等荣誉称号。截至2018年底，中航信托管理信托资产规模6,326.99亿元，主要经营指标进入行业前十。截至2018年底，中航信托资产总额153.81亿元；2018年，中航信托实现净利润18.47亿元。

青岛中建于2012年10月12日在即墨市工商行政管理局登记成立，经营范围包括房地产开发、商品房销售、物业管理、公路工程等。

前海航慧成立于2016年4月，经营范围包括投资管理、投资咨询、投资顾问、投资兴办实业等。

公司部分自持物业列入城市更新规划

截至2019年9月底，公司笋岗工艺城及清水河酒店用品城城市更新规划获批，目前尚未有具体实施规划，具体进行城市更新时间存在一定的不确定性。

5. 经营效率

公司的经营效率有所波动，总资产周转效率低。

2016－2018年，公司应收账款周转率波动上升，2018年为25.82次，主要系公司应收账款波动所致；存货周转率逐年上升，2018年为42.21次，主要系物业维护人工成本以及物业保险成本增加所致；总资产周转率无变化，近三年均为0.01次。

6. 关联交易

公司关联采购占比很小，但存在较大规模的关联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。

公司在日常经营活动过程中发生的关联交易，发生关联交易时，由相关业务部门发起申请，经业务部经理审批后提交给财务总监，财务总监审批通过后最终由总经理审批，总经理审批通过后方可执行相关交易。总经理或董事长认为有必要的，可提交董事长审批，董事长审批通过后方可执行相关交易。

定价方面，对于日常经营活动过程中发生的关联交易，公司根据市场价格进行定价。对于境外关联公司之间的资金往来采用了市场化的定价方式，收取利息等资金占用费；与境内关联公司的往来款为阶段性的资金支持，没有约定定价方式。

2016－2018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、提供劳务金额分别为6,594.81万元、7,347.17万元和7,359.12万元，占比较大。从关联担保情况来看，截至2018年底，公司对关联方担保余额合计187.81亿元，占所有者权益的64.77%。从关联方资金拆借情况来看，截至2018年底，公司其他应收款中关联方往来款金额为126.50亿元，占其他应收款的50.80%，主要为支持关联方业务发展。

7. 经营关注

业务区域集中度高

公司物业项目主要位于深圳市罗湖区，业务的区域集中度高，深圳市区域经济及房地产市场的发展对公司未来经营情况有重要影响，公司面临一定的区域集中度风险。

小贷业务经营风险加大

随着宏观经济增速放缓，中小企业的坏账风险加大。公司小贷业务的客户主要为中小企业，面临的经营风险有所加大。

公司关联方资金往来及担保规模较大

为支持关联方业务发展，截至2018年底，公司其他应收款中关联方往来款金额为126.50亿元，占其他应收款的50.80%。截至2018年底，公司对关联方担保余额合计187.81亿元，占所有者权益的64.77%。公司存在较大规模的关联担保和关联方往来款，一定时期内对公司资金形成占用。

疫情或对公司经营产生短期不利影响

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因素影响，此次突发疫情对公司物业出租业务及物流运输业务或产生短期不利影响。

资金支出压力较大

2018年以来，公司加速发展现代物流综合业务，截至2019年9月底，公司建设物流园区总投资111.54亿元，规模较大，同时考虑到公司笋岗工艺城和清水河酒店用品城城市更新获批，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9月底，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。

8. 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，未来将存在较大的资金需求。

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。

七、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2016 年及 2017 年度合并报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司提供的 2018 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 2019 年 1－9 月财务报表未经审计。公司按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号

修订）、于2006年2月15日及其后颁布和修订的42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，并参照中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号——财务报告的一般规定》（2014年修订）的披露规定编制。

从合并范围变化来看，2017年，公司处置2家子公司；截至2018年底，公司合并范围内子公司共30户，比上年底增加20户，减少7户。2019年1－9月，公司合并范围无变化。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为发生改变，财务数据可比性较好。

截至2018年底，公司合并资产总额684.82亿元，负债合计394.86亿元，所有者权益（含少数股东权益）289.96亿元，其中归属于母公司所有者权益289.95亿元。2018年，公司实现营业收入4.46亿元，净利润（含少数股东损益）44.01亿元，其中归属于母公司所有者的净利润44.02亿元；经营活动产生的现金流量净额-132.79亿元，现金及现金等价物净增加额32.11亿元。

截至2019年9月底，公司合并资产总额737.40亿元，负债合计440.65亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计296.75亿元，其中归属于母公司所有者权益296.58亿元。2019年1－9月，公司实现营业收入3.80亿元，净利润（含少数股东损益）6.57亿元，其中归属于母公司所有者的净利润6.58亿元；经营活动产生的现金流量净额-16.34亿元，现金及现金等价物净增加额-27.76亿元。

2. 资产质量

公司资产中投资性房地产占比较大，评估单价较高，资产价值较依赖深圳房地产市场价格；往来款规模较大，一定时期内对资金形成占用；公司资产受限规模较大，整体资产流动性较差。

2016－2018年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长27.98%。截至2018年底，公司合并资产总额684.82亿元，较年初增长73.68%，主要系流动资产的增长所致；流动资产占42.22%，非流动资产占57.78%。

（1）流动资产

2016－2018年，公司流动资产快速增长，年均复合增长104.25%。截至2018年底，公司流动资产289.11亿元，较年初增长474.62%，主要系货币资金和其他应收款的大幅增加所致；流动资产主要由货币资金（占11.33%）及其他应收款（占86.13%）构成。

2016－2018年，公司货币资金波动增长，年均复合增长83.23%。截至2018年底，公司货币资金32.75亿元，较年初大幅增长50.20倍，主要系收到新增借款尚未使用所致；公司货币资金由银行存款构成；货币资金无受限。

2016－2018年，公司其他应收款逐年快速增长，年均复合增长113.44%。截至2018年底，公司其他应收款账面价值249.00亿元，较年初增长476.35%，主要系公司应收往来款大幅增长所致；从款项性质来看，往来款余额占99.94%；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，该款项是公司与关联方之间的资金往来和拆借，非经营性款项的金额为124.59亿元，占其他应收款的比例为49.98%，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2018年底，公司按账龄组合计提坏账准备的其他应收款余额124.50亿元，其中账龄1年以内的占比84.51%，账龄较短，公司按账龄分析法累计计提坏账准备2.00亿元，计提比例为1.61%，计提较充分；前五大其他应收款余额合计占比60.07%，集中度很高。截至2019年9月底，公司前五大非经营性其他应收款占其他应收款76.98%，占比较大，一定时期内对资金形成占用。

表 9　截至 2019 年 9 月底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	账龄
深圳建业工程集团股份有限公司[4]	119.55	43.55	否	4-5 年
深圳市宝能投资集团有限公司	46.42	16.91	是	1 年以内
深圳鸿业装饰有限公司	21.45	7.81	否	4-5 年
深圳市盛广投资有限公司	12.52	4.56	是	1 年以内
深圳市太康工贸有限公司	11.38	4.15	否	4-5 年
合计	**211.32**	**76.98**	--	--

资料来源：公司提供

（2）非流动资产

2016－2018年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长10.57%。截至2018年底，公司非流动资产395.71亿元，较年初增长15.04%，主要系投资性房地产增长所致；公司非流动资产主要由投资性房地产（占94.35%）构成。

公司投资性房地产采用公允价值模式计量。2016－2018年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长12.71%。截至2018年底，公司投资性房地产373.36亿元，较年初增长23.70%，主要系公允价值增加67.58亿元所致。公司投资性房地产评估单价在2.90万元/平方米至12.26万元/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2018年底，公司受限资产为374.81亿元，占资产总额的54.73%，全部用于借款的抵、质押担保；其中受限的其他流动资产0.85亿元，其他非流动资产0.60亿元，投资性房地产373.36亿元，投资性房地产全部受限。

表 10　截至 2018 年底公司受限资产及占比情况（单位：亿元、%）

受限资产	金额	占比
其他流动资产	0.85	0.12
其他非流动资产	0.60	0.09
投资性房地产	373.36	54.52
合计	**374.81**	**54.73**

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，母公司单体资产总计 640.35 亿元，较年初增长 43.22%，主要系流动资产中其他应收款大幅增长所致。母公司资产主要由货币资金（占 5.07%）、其他应收款（占 36.91%）和投资性房地产（占 54.32%）构成。

截至2019年9月底，公司资产总额737.40亿元，较年初增长7.68%，主要系非流动资产小幅增长。截至2019年9月底，公司流动资产287.28亿元，较年初下降0.63%；其中其他应收款274.48亿元，较年初增长10.23%，主要系关联方的资金拆借增加所致。公司非流动资产450.12亿元，较年初增长13.75%，主要系其他非流动资产增加所致，其中其他非流动资产10.18亿元，较年初增长264.03%，主要系预付工程款增加所致。从资产结构来看，公司流动资产占比38.96%，较年初下降3.26个百分点。

[4] 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。

3. 负债及所有者权益

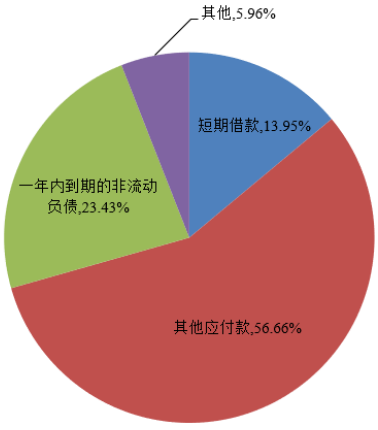
（1）负债

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。

2016－2018年，公司负债逐年增长，年均复合增长37.18%。截至2018年底，公司负债合计394.86亿元，较年初增长101.58%，主要系非流动负债增加所致；公司负债构成中，流动负债占26.81%，非流动负债占73.19%，以非流动负债为主。

2016－2018年，公司流动负债快速增长，年均复合增长63.80%。截至2018年底，公司流动负债合计105.85亿元，较年初增长227.68%，主要系其他应付款及一年内到期的非流动负债大幅增加所致；流动负债主要由短期借款（占13.95%）、其他应付款（占56.66%）和一年内到期的非流动负债（占23.43%）构成。

图 6　截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016－2018 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 154.08%。截至 2018 年底，公司短期借款 14.76 亿元，较年初大幅增长 105.80%，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（8.33 亿元）和抵押借款（6.43 亿元）构成。

2016－2018 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 133.93%。截至 2018 年底，公司其他应付款 59.97 亿元，较年初增长 235.67%，主要系关联方往来款增加所致；其他应付款主要由往来款（57.98 亿元）、保证金和押金（0.42 亿元）构成。

2016－2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 14.90%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 1.08 亿元，较年初下降 93.39%，主要系一年内到期的长期借款减少所致；截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 24.80 亿元，主要系“16 深业 01”将于 2019 年到期转入所致。

2016－2018 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 30.89%。截至 2018 年底，公司非流动负债 289.00 亿元，较年初增长 76.68%，主要系长期借款大幅增加所致；非流动负债由长期借款（占 71.43%）和递延所得税负债（占 27.19%）构成。

2016－2018 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 59.24%。截至 2018 年底，公司长期借款 206.43 亿元，较年初增长 188.23%，主要系公司加大融资力度所致，公司长期借款全部为抵押借款；从还款期限分布看，2020 年到期的占比 17.20%，2021 年到期的占比 40.42%，2022 年及以后到

期的占比 37.39%，公司的长期借款在未来三年内几乎将全部陆续到期，集中还款压力较大。

2016－2018 年，公司递延所得税负债逐年增长，年均复合增长 13.28%。截至 2018 年底，公司递延所得税负债 78.58 亿元，较年初增长 27.39%，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长所致。

2016－2018 年，公司全部债务年均复合增长 65.95%，债务规模逐年增加。截至 2018 年底，公司全部债务 253.59 亿元，较年初增长 129.08%，主要系长期借款大幅增加所致；其中短期债务占 17.02%，长期债务占 82.98%，以长期债务为主。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 57.66%、46.65%和 42.05%，较年初分别上升 7.98 个百分点、10.84 个百分点和 8.67 个百分点，债务负担大幅增加。

截至 2018 年底，母公司单体负债合计 368.90 亿元，较年初增长 99.89%，主要系其他应付款和长期借款增加所致。母公司负债主要由其他应付款（占 13.70%）、一年内到期的非流动负债（占 6.59%）、长期借款（占 54.15%）和递延所得税负债构成（占 19.69%）。截至 2018 年底，母公司资产负债率和全部债务资本化比率为 57.61%和 47.22%。

截至2019年9月底，公司负债合计440.65亿元，较年初增长11.60%，主要系非流动负债增加所致。公司流动负债109.00亿元，较年初增长2.97%，主要系短期借款增加所致；公司非流动负债331.65亿元，较年初增长14.76%，主要长期借款增加所致；流动负债占比为24.74%，较年初变化不大。截至2019年9月底，公司全部债务283.59亿元，较年初增长11.83%，主要系短期债务增加所致；其中，短期债务占13.72%，长期债务占86.28%，公司短期债务规模较大，存在一定的短期偿付压力。目前公司融资渠道主要为银行借款和信托借款。截至2019年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为59.76%、48.87%和45.19%，分别较年初上升2.10个百分点、2.21个百分点和3.14个百分点。

表 11　截至 2019 年 9 月底公司债务期限情况（单位：亿元）

项目	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	债务合计
2019 年 10－12 月	4.62	--	1.87	--	--	6.49
2020 年	28.41	--	4.00	41.67	--	74.08
2021 年	--	--	--	89.62	--	89.62
2022 年及以后	--	--	--	113.39	--	113.39
合计	**33.03**	--	**5.87**	**244.69**	**--**	**283.59**

资料来源：公司提供、联合评级整理

（2）所有者权益

近两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；2018 年公司引进战略投资者，资本实力进一步增强，但权益稳定性仍有待提升。

2016－2018 年，公司所有者权益年均复合增长 18.62%。截至 2018 年底，公司所有者权益 289.96 亿元，较年初增长 46.14%，主要系战略合作者增资 50.00 亿元所致；其中股本 9.23 亿元，较年初增长 10.00%；资本公积 53.80 亿元，较年初增长 655.03%；公司所有者权益中归属于母公司所有者权益 289.95 亿元，其中股本占 3.18%，资本公积占 18.56%，其他综合收益占 32.49%，盈余公积占 1.59%，未分配利润占 44.18%，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 2018 年底，母公司单体所有者权益 271.44 亿元，较年初增长 51.64%；其中，股本占 3.40%，资本公积占 19.82%，其他综合收益占 34.68%，盈余公积占 1.70%，未分配利润占 40.40%，权益稳

定性有待提升。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益合计 296.75 亿元，较年初增长 2.34%，主要系未分配利润增加所致。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益 296.58 亿元，其中股本占比 3.11%，资本公积占比 18.14%，其他综合收益占比 31.78%，盈余公积占比 1.56%，未分配利润占比 45.41%，未分配利润和其他综合收益占比较大，权益稳定性有待进一步提升。

4. 盈利能力

公司利润主要来自公允价值变动收益；公司财务费用规模较大，对利润侵蚀严重。

2016－2018年，受益于公司物业租金收入增加以及小贷业务规模扩大，公司营业收入年均复合增长10.25%；营业成本逐年增长30.81%，主要系物业维护人工成本以及物业保险成本增加所致；营业利润波动增长3.29%，主要系公司投资性房地产公允价值变动收益波动所致；净利润波动增长3.36%，2018年为44.01亿元。

从期间费用来看，2016－2018年，公司期间费用波动增长53.21%，主要系财务费用波动增加所致。2018年，公司费用总额9.88亿元，较上年增长295.19%；其中，销售费用占0.38%，管理费用占8.99%，财务费用占90.64%，以财务费用为主。2016－2018年，公司财务费用年均复合增长53.06%，2017年较上年下降14.50%，主要系利息支出减少所致；2018年较上年增长319.39%，主要系随债务规模扩大利息支出增加所致。2016－2018年，公司费用收入比分别为82.62%、67.98%和221.71%，2018年大幅上升，公司费用控制能力很弱，财务费用对利润侵蚀严重。

从利润构成来看，2016－2018年，公司分别实现公允价值变动收益54.13亿元、30.53亿元和67.58亿元，是当年营业利润的1.01倍、1.02倍和1.15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，2016－2018年，公司营业利润分别为-0.78亿元、-0.58亿元和-0.88亿元。公司利润主要来自公允价值变动收益。

从盈利指标来看，2016－2018年，公司营业利润率分别为75.24%、59.86%和60.79%，总资本收益率分别为17.75%、8.44%和12.49%，总资产报酬率分别为18.48%、8.84%和12.61%，净资产收益率分别为25.93%、12.01%和18.03%，均波动下降，主要系公允价值变动收益波动减少所致。

2018 年，母公司单体营业收入 2.49 亿元，较上年增长 5.87%，主要系租金收入增加所致；实现净利润 42.43 亿元，较上年增长 108.22%，主要系投资性房地产公允价值变动收益大幅增加所致。

2019 年 1－9 月，公司实现营业收入 3.80 亿元，同比增长 25.00%，主要系公司大力发展综合物流业务新增平行进口车业务以及跨贸直采业务所致；净利润由去年同期的 1.87 亿元增长至 6.57 亿元，主要系公允价值变动增加所致。

5. 现金流

公司为关联方提供往来款规模巨大，经营性现金流由净流入转为大额净流出，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。

从经营活动现金流来看，2016－2018年，公司经营性现金流入逐年增长，年均复合增长49.34%。2018年，公司经营活动现金流入86.76亿元，较上年增长194.65%，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3.04亿元，收到的往来款82.60亿元。2016－2018年，公司经营活动现金流出量逐年增加，年均复合增长131.51%，主要系支付的往来款金额逐年增加所致。其中，2018年公司支付的往来款216.13亿元。受此影响，2016－2018年，公司经营活动产生的现金流量净额逐年减少，2018年为-132.79亿元，由净流入转为大额净流出。2016－2018年，公司现金收入比

率分别为63.92%、49.93%和68.21%，处于较低水平。

2016－2018年，公司投资活动现金流入波动增加，年均复合增长10.90%，2017年较上年下降44.73%，主要系处置子公司收到现金减少所致；2018年，公司投资活动现金流入9.20亿元，较上年增长146.80%，主要系收回理财产品收到现金所致。2016－2018年，公司投资活动现金流出波动下降，年均复合下降17.68%，主要系在建项目投资波动所致。2018年，公司投资活动现金流出13.29亿元，较上年下降55.02%。受此影响，2016－2018年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-17.08亿元、-25.82亿元和-4.09亿元，净流出金额逐年减少。

2016－2018 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 50.07%，2017 年较上年减少 31.61%，主要系上期收到公司债券募集资金 23.68 亿元以及当期取得借款减少所致；2018 年，公司筹资活动现金流入 225.55 亿元，较上年增长 394.20%，主要系取得借款规模大幅增加以及收到战略投资 50.00 亿元所致。2016－2018 年，筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长 1.55%，主要系偿还借款规模波动所致。2016－2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 12.73 亿元、20.70 亿元和 169.00 亿元。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。

2018 年，母公司单体经营活动活动现金流量净额 9.50 亿元，由上年的净流出 40.68 亿元转为净流入，主要系销售回款增加以及收回往来款所致；投资活动现金流量净额 78.87 亿元；筹资活动现金流量净额-77.04 亿元，净流出规模较上年的-20.91 亿元进一步扩大，主要系取得借款规模下降所致。

2019 年 1－9 月，公司经营活动现金流量净额为-16.34 亿元，净流出规模较大，主要系支付的往来款规模较大所致；投资活动现金流量净额为-25.87 亿元，主要系公司大力发展物流业务，投资增加所致；筹资活动现金流量净额为 14.46 亿元。

6. 偿债能力

公司长期偿债能力指标较好，但受公允价值变动收益的影响较大；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来看，2016－2018 年，公司流动比率分别为 1.41 倍、1.56 倍和 2.73 倍，速动比率分别为 1.41 倍、1.56 倍和 2.73 倍，逐年上升，主要系应收关联方往来款逐年大幅增加所致；现金短期债务比分别为 0.31 倍、0.06 倍和 0.76 倍，波动上升，现金类资产对短期债务的保障程度较弱；2016－2018 年，公司经营现金流动负债比率为分别为 34.68%、1.33%和-125.45%。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标来看，2016－2018 年，公司 EBITDA 波动增长 10.25%，主要系公允价值变动收益波动导致利润总额波动所致。2018 年，公司 EBITDA 为 68.26 亿元，较上年增长 112.51%；EBITDA 由利润总额（占 86.14%）、计入财务费用的利息支出（占 13.51%）、折旧（占 0.03%）和摊销（占 0.32%）构成。2016－2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 9.48 倍、4.38 倍和 7.40 倍，EBITDA 对利息支出的保障程度较强；EBITDA 全部债务比分别为 0.61 倍、0.29 倍和 0.27 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度弱。整体看，公司长期偿债能力指标较强，但指标受公允价值变动收益的影响较大。

截至 2019 年 9 月底，公司获得的金融机构授信额度合计 337.67 亿元，其中已使用的额度 283.59 亿元，公司间接融资渠道有待拓展。

截至 2019 年 9 月底，公司无重大未决诉讼、仲裁案件。

截至 2019 年 9 月底，公司存在对外担保金额合计 167.75 亿元，占所有者权益的 56.53%，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，公司面临一定或有负债风险。

表 12　截至 2019 年 9 月底公司对外担保情况（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
深圳市钜盛华股份有限公司	保证担保	5,390.00	2018/8/24	2019/10/17	是
宝能地产股份有限公司	保证担保	22,900.00	2015/12/4	2019/12/4	是
深圳市宝源商业经营管理有限公司	保证担保	22,900.00	2015/12/4	2019/12/4	是
深圳市宝能投资集团有限公司	保证担保	27,000.00	2018/1/22	2020/2/9	是
深圳建业工程集团股份有限公司	保证担保	80,000.00	2019/4/26	2020/4/25	否
鸿业装饰	保证担保	20,000.00	2019/7/31	2020/7/30	否
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
深圳市钜盛华股份有限公司	保证担保	195,600.00	2018/3/16	2021/3/15	是
宝能汽车有限公司	保证担保	220,000.00	2019/3/19	2021/3/18	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
深圳市宝能投资集团有限公司	保证担保	150,000.00	2019/6/11	2021/6/12	是
深圳前海深粤供应链有限公司	保证担保	18,000.00	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	12,000.00	2018/7/10	2021/7/9	否
深圳市宝能投资集团有限公司	保证担保	100,290.00	2019/8/9	2021/7/25	是
深圳建业工程集团股份有限公司	保证担保	52,420.00	2019/8/30	2021/8/29	否
中山润田投资有限公司	保证担保	60,190.00	2019/9/25	2021/9/24	是
宝能城有限公司	保证担保	99,840.00	2018/10/12	2021/10/11	是
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
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
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
深圳市宝钜实业有限公司	保证担保	67,940.00	2018/4/3	2033/3/30	是
合计	--	**1,677,470.00**	--	--	--

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：G10440303006602 90H），截至 2019 年 10 月 25 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。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年 9 月底，公司全部债务 283.59 亿元，本期发行债券规模不超过 30.00 亿元，本期债券的发行对目前债务有一定影响。

以 2019 年 9 月底的财务数据为基础，募集资金净额为 30.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 60.56%、50.16%和 44.40%，分别上升了 0.81 个百分点、1.30 百分点和 1.62 个百分点，债务负担有所加重。考虑到本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于支持疫情防控及补充受疫情影响的业务板块的资金需求、偿还有息借款和其他法律法规允许的用途，本期债券的发行对公司整体债务负担的影响将低于上述预测值。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2018 年的财务数据为基础，公司 EBITDA 为 68.26 亿元，为本期债券发行额度（30.00 亿元）的 2.28 倍，对本期债券的覆盖程度较高；经营活动产生的现金流入量为 86.76 亿元，为本期债券发行额度（30.00 亿元）的 2.89 倍，对本期债券的覆盖程度尚可。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内规模较大的区域性专业市场运营商，经营历史较久，经营模式稳健成熟，项目规模较大、位置优越，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

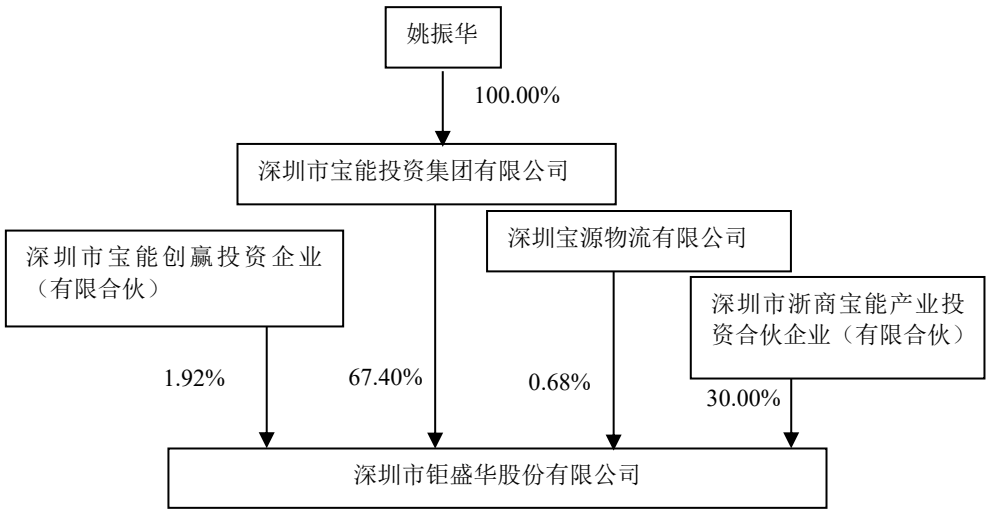
钜盛华与公司签署了《担保协议书》，并出具了《担保函》，为公司发行本期债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保范围为本期发行的票面金额不超过 30.00 亿元的债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的合理费用，担保期间为本期债券的存续期及债券到期日后两年止。

2. 担保人信用分析

（1）钜盛华概况

钜盛华原名深圳市钜盛华实业发展有限公司，成立于 2002 年 1 月，成立时注册资本为 1,200 万元，由深圳市宝能投资集团有限公司（以下简称“宝能集团”）100.00%控股；钜盛华成立后至改制前经历一系列股权变更，截至 2014 年 7 月，钜盛华注册资本 17.60 亿元，由宝能集团持股 99.00%，深圳宝源物流有限公司（以下简称“宝源物流”）持股 1.00%；2014 年 7 月，钜盛华实行股改，整体变更为股份有限公司；此后，经历多次股权变更，截至 2019 年底，钜盛华注册资本增资至 163.04 亿元，均为实缴资本，股东持股情况为：宝能集团持股 67.40%；宝源物流持股 0.68%；深圳市宝能创赢投资企业（有限合伙）持股 1.92%；深圳市浙商宝能产业投资合伙企业（有限合伙）持股 30.00%，宝能集团为钜盛华控股股东，自然人姚振华 100%持股宝能集团，钜盛华的实际控制人为姚振华。截至 2020 年 2 月底，钜盛华股权中已被用于质押的比例为 61.34%，子公司前海人寿股权被质押比例 71.90%，子公司深业物流股权被质押比例 56.38%。2019 年底，钜盛华股权结构如下图所示。

图 7　截至 2019 年底钜盛华股权结构图



资料来源：钜盛华提供，联合评级整理

钜盛华经营范围：投资兴办实业（具体项目另行申报）；计算机软件开发；企业营销策划、信息咨询（不含人才中介、证券、保险、基金、金融业务及其它限制项目）；建材、机械设备、办公设备、通信设备、五金交电、电子产品、家具、室内装修材料的购销；国内贸易，货物及技术进出口；自有物业租赁；供应链管理；为项目提供咨询、财务顾问服务。（以上法律、行政法规禁止的项目除外，法律、行政法规限制的项目须取得许可后方可经营）。

截至 2019 年 9 月底，钜盛华设有投行管理总部、股权基金部、供应链金融部、资本市场部、产品管理部、风险管理部、法律合规部、资产监控部、运营管理部、科技信息部、财务企划部、人力行政部等 14 个职能部门；纳入合并范围的子公司 52 家，其中全资子公司 39 家，控股子公司 13 家，钜盛华母公司口径在职员工 250 人。

截至 2018 年底，钜盛华合并资产总额 3,772.59 亿元，负债合计 3,009.43 亿元，所有者权益 763.16 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 588.97 亿元；2018 年钜盛华实现营业收入 526.14 亿元，净利润 31.16 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 34.87 亿元；经营活动现金流量净额 277.89 亿元，现金及现金等价物净增加额 63.42 亿元。

截至 2019 年 9 月底，钜盛华合并资产总额 4,679.55 亿元，负债总额 3,752.94 亿元，所有者权益 926.61 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 635.44 亿元；2019 年 1－9 月，钜盛华实现营业收入 727.70 亿元，净利润 35.20 亿元，其中归属于母公司的所有者净利润 36.51 亿元；经营活动现金流量净额 213.36 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.28 亿元。

钜盛华注册地址：深圳市罗湖区宝安北路 2088 号深业物流大厦八楼 802 室；法定代表人：叶伟青。

（2）经营分析概况

钜盛华营业收入主要来自于保险业务收入，近年来受保险业务收入增长影响，钜盛华营业收入规模快速增长；钜盛华利润受投资收益与公允价值变动收益的影响很大，利润波动性较大。

2016－2018 年，钜盛华营业收入分别为 244.13 亿元、355.99 亿元和 526.14 亿元，年均复合增长 46.80%，主要系保险业务收入增加所致；净利润分别为 19.70 亿元、21.97 亿元和 31.16 亿元，年均复合增长 25.75%，其中利润贡献主要源自钜盛华的投资业务，2018 年钜盛华投资收益与公允价值

变动收益合计为营业利润的 3.92 倍。2016－2018 年，钜盛华保险业务收入占营业收入的比重分别为 91.95%、89.86%和 90.31%，以保险业务为主，钜盛华保险业务主要由前海人寿保险股份有限公司（以下简称“前海人寿”）负责运营。

表 13　2016－2018 年钜盛华营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
主营业务收入	**223.65**	**92.64**	**323.85**	**90.97**	**489.47**	**93.03**
其中：保险业务	220.05	91.95	319.88	89.86	475.16	90.31
综合现代物流	2.23	0.92	2.41	0.68	2.51	0.48
其他金融类业务	1.08	0.45	1.46	0.41	1.26	0.24
房地产开发	--	--	--	--	9.92	1.89
其他主营业务	0.29	0.12	0.10	0.03	0.63	0.12
其他业务收入	**17.76**	**7.36**	**32.15**	**9.03**	**36.67**	**6.97**
其中：利息收入	1.77	0.73	5.15	1.45	2.47	0.47
其他业务	15.99	6.62	27.00	7.58	34.21	6.50
合计	**241.41**	**100.00**	**355.99**	**100.00**	**526.14**	**100.00**

资料来源：钜盛华审计报告，联合评级整理

主营业务方面，随着前海人寿业务规模的持续扩大，钜盛华保险业务收入增长较快，2016－2018 年分别为 220.05 亿元、319.88 亿元和 475.16 亿元，占比较为稳定，为钜盛华第一大收入来源，2017 年保险业务收入增长主要来源于传统型寿险业务增长，2018 年保险业务收入增长主要来源于分红险业务收入增长；综合现代物流业务收入主要来源于子公司深业物流的收入，2016－2018 年分别为 2.23 亿元、2.41 亿元和 2.51 亿元，占比分别为 0.92%、0.68%和 0.48%；其他金融类业务收入主要来自子公司深圳市粤商小额贷款有限公司的收入，2016－2018 年分别为 1.08 亿元、1.46 亿元和 1.26 亿元，占比分别为 0.45%、0.41%和 0.24%；其他主营业务收入 2016－2018 年分别为 0.29 亿元、0.10 亿元和 0.63 亿元，占比分别为 0.12%、0.03%和 0.12%；2018 年钜盛华新增房地产开发收入 9.92 亿元，占比 1.89%，房地产开发收入主要为子公司广州宝能文化娱乐有限公司 2018 年相关业务收入，该子公司已经于 2018 年 12 月处置，但当年仍需合并该公司处置前的利润表。其他业务收入方面，2016－2018 年利息收入分别为 1.77 亿元、5.15 亿元和 2.47 亿元，占比分别为 0.73%、1.45%和 0.47%。其他业务收入主要为前海人寿及其子公司的其他业务收入，主要为保险业务退保手续费收入及投资性房地产租金收入等。2016－2018 年分别为 15.99 亿元、27.00 亿元和 34.21 亿元，占比分别为 6.62%、7.58%和 6.50%。

2016－2018 年，钜盛华投资收益与公允价值变动收益合计金额小幅波动下降，年均复合变动-0.81%；2018 年钜盛华投资收益与公允价值变动收益合计 212.19 亿元，同比增长 6.71%，主要系钜盛华持有以及当年新增的投资性房地产公允价值增长所致。

2019 年 1－9 月，随着前海人寿业务规模的持续扩大，钜盛华主营业务收入仍持续增长趋势；实现收入 727.70 亿元，同比增长 68.78%，主要系保险业务收入增长所致；投资收益与公允价值变动收益合计金额 109.06 亿元，同比增长 50.64%，主要系长期股权投资按被投资单位的持股比例确认的投资收益（万科企业股份有限公司（以下简称“万科”）、 中国南玻集团股份有限公司（以下简称“南玻 A”）等）以及前海人寿实现的投资收益增长所致；净利润 35.20 亿元，同比增加 66.46 亿元，扭亏为盈，主要系钜盛华投资业务收入大幅增长所致及因新税收抵扣政策使得所得税费用大幅下降所

致。

（3）保险业务

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 2019 年 9 月底，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 2019 年 9 月底，前海人寿总资产 2,725.14 亿元，净资产 250.80 亿元，综合偿付能力充足率为 134.33%。

近年来，前海人寿持续推进布局全国的战略，截至 2019 年 9 月底，前海人寿下设二级分支机构 7 家，目前经营区域包括广东（含深圳）、上海、江苏、四川、湖北、山东等地区，在职员工 13,500 人。此外，前海人寿积极拓展销售渠道，完善销售体系。目前已构建了银行保险渠道、个人保险渠道、团体保险渠道、网络销售、电话销售、社区门店、独立代理人、客户自保等多元销售体系。

承保业务方面，近年来受监管处罚和行业竞争变化影响，前海人寿保险业务结构波动较大，目前以分红险和传统寿险为主；产品销售渠道较依赖于银保渠道，个险、中介和网销等渠道占比较小；前海人寿保险业务收入主要以趸缴业务为主，从 2017 年初开始，前海人寿制定了业务转型发展长期战略，期缴业务收入占比有所提升。

2016－2018 年，前海人寿分别实现规模保费为 1,003.10 亿元、326.85 亿元和 501.17 亿元，年均复合减少 29.31%，2017 年起大幅下降主要受万能险业务被暂停影响所致；同期，前海人寿原保险业务实现了较好的发展，分别实现原保费收入 220.45 亿元、320.39 亿元和 495.49 亿元，年均复合增长 49.92%；前海人寿原保费收入市场份额由 2016 年的 1.02%增至 2018 年的 1.89%，2018 年原保费收入行业排名位于第 12 位，较上年有较大提升。

表 14　前海人寿业务经营及市场份额、排名情况（亿元、%、位）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1－9 月
规模保费收入	1,003.10	326.85	501.17	702.94
原保费收入	220.45	320.39	495.49	700.14
原保费收入市场份额	1.02	1.23	1.89	--
原保费收入市场排名/市场家数	19/77	17/85	12/91	--

资料来源：前海人寿提供，保监会官网，联合评级整理

前海人寿提供的保险品种比较齐全，包括传统寿险、长期健康险、意外及短期健康险、分红险和万能险等。从产品结构来看，2016 年，由于前海人寿在成立初期主要依赖万能保险扩大保费收入规模，万能保险为前海人寿最大的收入来源，占规模保费收入的 76.11%。但 2016 年 12 月，随着保监会持续强化万能险监管，针对前海人寿万能险业务经营及产品开发管理中存在的问题，叫停前海人寿万能险业务开展，目前万能险业务重启时间不定；在此背景下，2017 年起前海人寿积极拓展保险品种以及经营导向趋于回归保险保障功能，使得产品结构更加多样化，结构更加合理，2017－2018 年，传统寿险在保费收入中占比分别为 95.92%和 63.77%，成为规模保费收入第一大来源；分红险占比分别为 0.52%和 34.09%，由于中短续期人身险产品销售受到限制，2018 年起，前海人寿根据市场需求，大幅提高了分红险的销售规模；万能险占比大幅下降，分别为 1.97%和 1.12%；健康险及其他占比分别为 1.59%和 1.02%。

近年来，宏观经济不确定增加、行业竞争加剧及监管政策的全面升级，前海人寿在转型发展中所面临的挑战增多。由于储蓄型传统寿险业务的保底利率较高，利率风险较大。在此大背景下，前

海人寿主动减少销售高保底的储蓄型传统寿险业务，转而销售保底收益较低且更加灵活的分红险业务。2019 年 1－9 月，得益于保险业务的较好转型，前海人寿保费规模持续增长，实现规模保费收入 702.94 亿元，原保费收入 700.14 亿元，已超过上年全年水平。2019 年 1－9 月，分红保险收入大幅增长，成为规模保费收入第一大来源，分红保险规模保费收入 606.91 亿元，占比 86.34%；传统寿险规模保费收入 89.75 亿元，占比 12.77%，收入和占比较去年同期均大幅下降；万能险和健康险及其他规模保费收入分别为 2.71 亿元和 3.57 亿元，占比分别为 0.39%和 0.51%，占比较低。

表 15　前海人寿保险业务规模保费构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1－9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
传统型寿险	229.34	22.86	313.52	95.92	319.61	63.77	89.75	12.77
分红保险	7.28	0.73	1.68	0.52	170.85	34.09	606.91	86.34
万能保险	763.43	76.11	6.44	1.97	5.60	1.12	2.71	0.39
健康险及其他	3.05	0.30	5.21	1.59	5.10	1.02	3.57	0.51
合计	**1,003.10**	**100.00**	**326.85**	**100.00**	**501.17**	**100.00**	**702.94**	**100.00**

资料来源：前海人寿提供

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，银保渠道为前海人寿占比最大的营销渠道，近三年一期，其占渠道的比例分别为 97.97%、95.90%、97.21%和 98.53%。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 2019 年 9 月底，前海人寿合作的银行网点达 16,983 家，主要集中在广东省，在广东省合作的银行网点数量达 6,735 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。从分公司的角度来看，近三年一期，前海人寿的广东分公司规模保费收入分别占前海人寿整体规模保费收入规模的 58.28%、53.42%、46.79%和 40.31%，保费收入地域集中度逐渐下降，但广东省内业务占比仍然较高。个险渠道方面，前海人寿于 2013 年建立个险渠道，建立之初就坚持以客户为中心，做好线上线下融合和渠道间的融合，持续推进多元化销售，近三年一期占比分别为 1.12%、2.51%、1.38%和 0.96%，占比波动下降。近三年一期中介机构渠道销售占比分别为 0.65%、1.40%、0.87%和 0.46%。其他渠道方面，近三年一期占比分别为 0.26%、0.19%、0.13%和 0.06%。整体看，前海人寿以银行代理渠道为主，其他渠道占比较小。

表 16　前海人寿渠道情况（单位：%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1－9 月
银行代理	97.97	95.90	97.62	98.53
中介机构	0.65	1.40	0.87	0.46
个人营销	1.12	2.51	1.38	0.96
互联网	0.26	0.19	0.13	0.06
合计	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**

资料来源：前海人寿提供，联合评级整理

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，2017 年初，前海人寿制定了业务转型发展的长期战略：一方面，推动业务的结构性调整，提升期缴及保障型业务占比，使前海人寿尽快建立价值型增长模式。另一方面，有序稳妥协调业务与转型，强化政策引导，落实约束激励机制，通过一定的储蓄型产品保证业务平稳增长，实现业务和资产稳定。近几年前海人寿期缴业务逐年增加，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。2018 年，前海人寿趸缴保费收入 377.30 亿元，占保险业务收入的 76.15%；期缴业务首年保费收入 42.31 亿元，占保险业务收入的 8.54%，占比较之前年度大幅下降；期缴业务续期保费收入 75.89 亿元，占保险业务收入的 15.32%，占比较之前年度大幅上升。2019 年 1－9 月，原保费收入规模快速增长，趸缴收入 563.48 亿元，期缴收入 136.65 亿元，均较去年同期有所增长，保险业务收入期限结构仍然以趸缴保费为主。

表 17　保险业务收入期限结构（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1－9 月
趸缴保费收入	206.40	239.84	377.30	563.48
期缴业务首年保费收入	10.81	68.93	42.31	52.01
期缴业务续期保费收入	3.23	11.59	75.89	84.64
合计	**220.45**	**320.36**	**495.49**	**700.14**

资料来源：前海人寿提供，联合评级整理

从监管通报与处罚情况来看，近年来前海人寿收到银保监会通报 2 次，分别系年度信息披露报告中偿付能力信息披露不完整（保监统信〔2016〕27 号）和费率厘定、精算假设不合规、不科学（银保监办发〔2019〕4 号）所致；收到银保监会处罚 3 次，2017 年 2 月 24 日，前海人寿因向银保监会提供虚假材料，被处以 50.00 万元罚款处罚，给予前前海人寿董事长姚振华撤销任职资格并禁止进入保险业 10 年的处罚；因违规运用保险资金的行为，前海人寿被处以 30 万元罚款处罚，直接责任人被处以不同金额罚款处罚（保监罚〔2017〕13 号）；2018 年 5 月 25 日，前海人寿苏州分公司因虚列费用，被处以 30.00 万元罚款；因违规挂单行为，被处以 20.00 万元罚款，直接责任人被处以不同金额罚款处罚（苏州保监罚〔2018〕9 号）；2018 年 6 月 2 日，前海人寿江苏分公司因虚列费用，被处以 50.00 万元罚款，直接责任人被处以罚款处罚（苏保监罚〔2018〕38 号）。

近年来前海人寿投资资产规模波动增长，投资收益受股票市场波动影响，近年小幅下降；目前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。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。2016－2018 年底，前海人寿投资资产总额分别为 2,195.62 亿元、2,086.40 亿元和 1,995.94 亿元，呈持续下降趋势，年均复合减少 4.66%。截至 2018 年底，前海人寿投资资产中，现金及流动性管理工具规模 345.07 亿元，占比 17.29%，较上年增幅较大，股票投资规模 207.04 亿元，占比 10.37%，长期股权投资规模 355.44 亿元，占比 17.81%；资产管理产品投资规模 134.00 亿元，占比 6.71%，信托计划投资规模 130.59 亿元，占比 6.54%，投资性房地产投资规模 537.05 亿元，占比 26.91%。从投资收益率来看，近三年前海人寿投资收益率波动下降，分别为 7.14%、7.17%和 3.19%，投资收益下降系股票市场波动所致。

表 18　前海人寿资产配置占比及收益率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年底		2017 年底		2018 年底		2019 年 9 月底	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
现金及流动性管理工具	526.23	23.97	155.70	7.46	345.07	17.29	435.80	18.38
定期存款类	39.30	1.79	38.89	1.86	65.58	3.29	56.14	2.37
债券	103.37	4.71	372.54	17.86	66.96	3.35	77.55	3.27
股票	320.43	14.59	238.91	11.45	207.04	10.37	211.62	8.92
基金	145.95	6.65	78.66	3.77	93.09	4.66	154.01	6.49
未上市股权投资	123.05	5.60	85.19	4.08	2.36	0.12	2.51	0.11
长期股权投资	334.96	15.26	385.93	18.50	355.44	17.81	344.08	14.51
股权投资基金	--	--	--	--	29.89	1.50	29.34	1.24
资产管理产品	65.06	2.96	64.66	3.10	134.00	6.71	268.39	11.32
信托计划	75.12	3.42	158.61	7.60	130.59	6.54	227.14	9.58
债权计划	4.62	0.21	3.76	0.18	3.35	0.17	2.99	0.13
资产支持证券	1.77	0.08	--	--	--	--	--	--
投资性房地产	416.50	18.97	473.24	22.68	537.05	26.91	544.74	22.97
保单质押贷款	39.27	1.79	30.31	1.45	23.51	1.18	13.20	0.56
其他	--	--	--	--	2.00	0.10	4.00	0.17
合计	**2,195.62**	**100.00**	**2,086.40**	**100.00**	**1,995.94**	**100.00**	**2,371.51**	**100.00**
投资收益率		**7.14**		**7.17**		**3.19**		**4.86**

资料来源：前海人寿提供

截至 2019 年 9 月底，前海人寿投资资产规模 2,371.51 亿元，较上年底增长 18.82%，主要系资产管理产品和信托计划增长所致。从投资结构来看，现金及流动性管理工具、基金、资产管理产品和信托计划占比有所上升，股票、长期股权投资和投资性房地产占比有所下降；平均投资收益率为 4.86%，较上年提高 1.67 个百分点。

偿付能力方面，随着业务的持续发展，前海人寿面临一定的资本补充压力，偿付能力有待提升。

近年来，受万能险业务叫停影响，保户储金及投资款规模明显下降，前海人寿的认可负债规模有所下降；受负债端保险业务规模收缩及资产配置策略调整影响，认可资产规模随之下降。截至 2018 年底，前海人寿认可资产余额 2,220.02 亿元，较 2017 年底增长 1.46%；认可负债余额 1,895.46 亿元，较 2017 年底增长 3.58%；认可资产负债率为 85.38%，较 2017 年底增长 1.75 个百分点，认可资产率 92.38%，较 2017 年底增长 0.28 个百分点；前海人寿实际资本余额 324.56 亿元，较 2017 年底下降 9.39%，主要系 2018 年以来上市权益类资产亏损对股东权益造成侵蚀所致；最低资本 230.76 亿元，较 2017 年底下降 8.31%，主要系受业务规模下降以及上市权益工具投资风险因子调整所致；核心偿

付能力充足率与综合偿付能力充足率分别为 70.33%和 140.65%。

截至 2019 年 9 月底，前海人寿认可资产余额 2,548.44 亿元，认可负债余额 2,192.23 亿元，认可资产负债率 86.02%，认可资产率 93.52%；实际资本余额 356.21 亿元，最低资本余额 265.18 亿元，核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率分别为 67.17%和 134.33%，2019 年三季度末银保监会网站披露寿险行业平均综合偿付能力充足率 235.00%，前海人寿偿付能力充足率低于行业平均水平。整体看，随着业务的持续发展，前海人寿面临一定的资本补充压力。

表19 前海人寿偿付能力情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年底	2017 年底	2018 年底	2019 年 9 月底
认可资产	2,246.89	2,118.14	2,220.02	2,548.44
认可负债	1,952.91	1,829.93	1,895.46	2,192.23
实际资本	293.98	358.21	324.56	356.21
其中：核心一级资本	146.99	183.11	162.28	178.11
附属一级资本	146.99	175.10	162.28	178.11
最低资本	261.40	250.84	230.76	265.18
认可资产负债率	86.92	83.63	85.38	86.02
资产认可率	92.05	92.10	92.38	93.52
核心偿付能力充足率	56.23	73.00	70.33	67.17
综合偿付能力充足率	112.47	142.80	140.65	134.33

资料来源：前海人寿偿付能力报告，联合评级整理

（4）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，2016 年至 2019 年 9 月底，前海人寿各季度风险综合评级结果结果均为 B 级。

前海人寿通过计算保险合同产生的预期未来现金流出与预期未来现金流入的差额为基础，进行准备金计量。预期未来现金流出主要包括保险合同承诺的保证利益（死亡给付、残疾给付、疾病给付、生存给付、满期给付等）、非保证利益（保单红利给付等）及管理保险合同或处理相关赔付必需的合理费用等；预期未来现金流入指前海人寿为承担保险合同相关义务而获得的现金流入。近三年，前海人寿保险合同准备金分别为 336.35 亿元、468.77 亿元和 816.12 亿元，年均复合增长 55.77%；当年提取保险责任准备金分别为 134.77 亿元、132.39 亿元和 326.90 亿元，年均复合增长 55.74%，主要系前海人寿保险业务规模增长所致。

表 20　保险合同准备金计提情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1－9 月
保险合同准备金	336.35	468.77	816.12	1,417.05
当年提取保险责任准备金	134.77	132.39	326.90	600.46

注：1、保险合同准备金包括未到期责任准备金、未决赔偿准备金、寿险责任准备金和长期健康险责任准备金；
2、当年提取保险责任准备金=提取保险责任准备金+提取未到期责任准备金-摊回保险责任准备金。
资料来源：前海人寿年度信息披露报告，Wind，联合评级整理

保险赔付方面，随着前海人寿业务规模的高速增长，赔付规模也相应持续增长，近三年一期，赔偿支出分别为 1.75 亿元、10.56 亿元、12.85 亿元和 8.82 亿元，赔偿支出变动存量保单逐年增加所致；退保金近三年一期分别为 90.06 亿元、171.09 亿元、132.87 亿元和 73.49 亿元；退保率近三年一期分别为 15.35%、23.64%、23.21%和 15.64%，退保金及退保率变动系存量保单逐步达到保单预期存续期所致。

表 21　前海人寿保险业务赔付情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1－9 月
赔付支出	1.75	10.56	12.85	8.82
退保金	90.06	171.09	132.87	73.49
退保率	15.35	23.64	23.21	15.64

资料来源：前海人寿提供，联合评级整理

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 2019 年 9 月底，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为 AA 级以上，其中 AAA 级占比 85.56%；企业债券（包含金融债、可转债，不含国开债）信用评级均为 AA 级以上，其中 AAA 级占比 77.90%（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，且主要由房地产行业龙头企业提供担保、项目公司股权质押；固定收益类信托计划信用级别主要为 AA-级和 AA 级，且均设置了增信措施，涵盖股票质押、房产抵押、股权质押、实际控制人担保等，增信作用明显。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。

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。截至 2018 年底，前海人寿净现金流 29.57 亿元，较 2017 年底下降 21.80%；一年内综合流动比率 371.00%，较 2017 年底增加 235 个百分点；压力情景一的流动性覆盖率 113.00%，较 2017 年底下降 136 个百分点；压力情景二的流动性覆盖率 645.00%，较 2017 年底下降 596 个百分点。

表22　前海人寿流动性监管指标（单位：亿元、%）

项目	2016 年底	2017 年底	2018 年底	2019 年 9 月底
净现金流	174.91	37.82	29.57	37.30
综合流动比率（一年内）	306.00	136.00	371.00	819.00
流动性覆盖率（压力情景一）	286.00	249.00	113.00	436.00
流动性覆盖率（压力情景二）	--	1,241.00	645.00	2,234.00

注：2016年底未披露压力情景
资料来源：前海人寿偿付能力报告，联合评级整理

截至 2019 年 9 月底，前海人寿净现金流 37.30 亿元，较年初增长 26.13%；一年内综合流动比率为 819.00%、压力情景一的流动性覆盖率为 436.00%，压力情景二的流动性覆盖率为 2,234.00%，均符合中国保监会关于保险公司资金运用的流动性监管要求。“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。

（4）现代物流业务

现代物流业务板块主要由深业物流经营，详细分析见本报告主体部分。

（5）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 9 月底，钜盛华合并范围内重大股权投资具体情况如下：

表 23　截至 2019 年 9 月底钜盛华合并范围内重大股权投资情况（单位：%）

被投资单位	持股比例	质押比例
宝能酒店投资有限公司	40.00	0.00%
宝能世纪有限公司	49.00	100%
佛山市宝能投资有限公司	49.06	0.00%
北京优朋普乐科技有限公司	12.13	0.00%
广东韶能集团股份有限公司	19.95	0.00%

中炬高新技术实业（集团）股份有限公司	24.92	79.97%
南宁百货大楼股份有限公司	14.65	78.97%
中山市天骄稀土材料有限公司	28.50	0.00%
中国南玻集团股份有限公司	25.61	93.50%
万科企业股份有限公司	13.43	90.64%
新疆前海联合财产保险股份有限公司	20.00	0.00%
新疆前海联合基金管理有限公司	30.00	0.00%
正大（深圳）发展有限公司	49.00	--
深圳市坪山新区红土创新发展创业投资有限公司	12.00	0.00%

注：正大（深圳）发展有限公司股权质押比例未提供
资料来源：钜盛华提供

截至 2019 年 9 月底，钜盛华重大股权投资资产中有五家上市公司（分别是广东韶能集团股份有限公司（以下简称“韶能股份”）、 中炬高新技术实业（集团）股份有限公司（以下简称“中炬高新”）、 南宁百货大楼股份有限公司（以下简称“南宁百货”）、“南玻 A”和“万科”），其中，钜盛华为韶能股份、中炬高新和南玻 A 的第一大股东。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。2016－2018 年，钜盛华投资的五家上市公司税前分红收益逐年增长，年均复合增长 14.15%，2018 年，钜盛华税前分红收益 14.56 亿元，同比增长 28.92%；2019 年 1－9 月，钜盛华税前分红收益 16.15 亿元。

（6）财务分析

钜盛华提供的2016年度合并财务报表经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，被出具了标准无保留的审计意见；2017年度合并财务报表经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018年度合并财务报表经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均被出具了无保留意见的审计结论。钜盛华提供的2019年1－9月财务数据未经审计。截至2019年9月底，钜盛华合并范围包括子公司52家。总体看，近三年及一期钜盛华合并范围变化不大。会计政策变更对财务数据可比性影响较小，因此财务数据可比性较好。

钜盛华资产规模较大，构成以其他应收款、长期股权投资和投资性房地产为主，资产价值易受金融市场及房产价值波动影响，且资产存在着一定规模受限情况。

近年来，随着经营规模的扩大，钜盛华资产总额逐年增长，三年复合增长率为 3.08%。截至 2018 年底，钜盛华资产总额 3,772.59 亿元，较上年底增长 3.00%。从构成看，流动资产占比 38.01%，非流动资产占比 61.99%，以非流动资产为主。

2016－2018 年底，钜盛华流动资产波动增长，年均复合增长 5.12%，主要受货币资金和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产波动影响。截至 2018 年底，钜盛华流动资产规模 1,433.97 亿元，较年初增长 60.78%，主要系货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产及其他应收款增加所致；钜盛华流动资产主要由货币资金（占比 14.73%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比 20.91%）、其他应收款（占比 41.57%）、买入返售金融资产（占比 8.63%）和存货（占比 6.97%）构成。

2016－2018 年底，钜盛华货币资金波动下降，年均复合减少 32.46%。其中，2017 年底货币资金较上年底大幅减少 73.95%，主要系前海人寿货币资金中协定存款减少所致；截至 2018 年底，货币资金 211.22 亿元，较上年底增长 75.14%，主要系 2018 年底融资款项放款增加所致。货币资金主要

由银行存款构成，银行存款占比 95.95%；货币资金中 6.38 亿元被用于钜盛华筹资活动的质押，占比 3.02%，受限资金占比较低。

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主要为前海人寿投资的基金投资、债券投资、权益工具及理财产品等金融资产，近三年波动下降，年均复合减少 1.39%。2017 年底较上年底大幅减少 30.91%，主要系钜盛华基金投资产品投资下降所致；截至 2018 年底，钜盛华以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产 299.80 亿元，较年初增长 40.75%，主要系钜盛华权益工具投资增加所致，其中，基金投资占比 0.29%，权益工具投资占比 73.62%，债券投资占比 2.31%，理财产品及资管计划占比 23.78%，基金投资占比持续大幅下降，权益工具投资占比大幅上升。

2016－2018 年底，钜盛华其他应收款大幅增长，年均复合增长 70.97%。2017 年底较上年底大幅增长 35.39%，截至 2018 年底，钜盛华其他应收款账面价值 596.11 亿元，较年初增长 115.90%，主要系关联方往来款增长所致；其他应收款账面余额中，账龄 1 年以内的占比 84.69%，账龄 1~2 年的占比 14.36%，账龄整体较短；钜盛华累计计提坏账准备 2.30 亿元，计提比例为 0.38%，考虑到账龄较短，计提较充分；期末余额前五名的其他应收款合计占比 59.41%，集中度较上年底下降 28.56%，但仍应注意其他应收款规模较大所带来的资金占用以及应收账款方集中度高的问题。

钜盛华买入返售金融资产主要是前海人寿所持有的质押式国债回购，近年来根据前海人寿资产配置需要，该金额波动较大。2016－2018 年底，钜盛华买入返售金融资产波动增长，年均复合增长 21.80%。2017 年底，钜盛华买入返售金融资产下降 54.03%；截至 2018 年底，钜盛华买入返售金融资产 123.71 亿元，较年初增长 222.69%，买入返售金融资产的期限均在 30 天以内。

2016－2018 年底，钜盛华存货波动增长，年均复合增长 14.16%。2017 年底，钜盛华存货账面价值增长主要系深业物流所开发项目规模扩大影响；截至 2018 年底，钜盛华存货账面价值 99.97 亿元，较年初下降 9.62%，主要系钜盛华 2018 年 12 月处置子公司广州宝能文化娱乐有限公司所致；其中，存货主要由子公司持有的在开发的地产项目构成，开发产品占比 99.98%，钜盛华未对存货计提跌价准备。存货中受限资产账面价值共计 10.41 亿元，占比 10.41%，用于钜盛华筹资活动的质押。

2016－2018 年底，钜盛华非流动资产波动增长，年均复合增长 1.89%，主要系长期股权投资、可供出售金融资产和投资性房地产波动所致。截至 2018 年底，钜盛华非流动资产 233.86 亿元，较年初下降 15.60%；非流动资产构成主要以可供出售金融资产（占比 14.19%）、长期股权投资（占比 30.90%）和投资性房地产（占比 39.18%）为主。

2016－2018 年底，钜盛华可供出售金融资产波动下降，年均复合减少 7.66%。2017 年底钜盛华可供出售金融资产账面价值大幅增长 71.94%，主要系投资可供出售债务工具增长所致；截至 2018 年底，钜盛华可供出售金融资产账面价值 331.90 亿元，较年初下降 50.41%，主要系投资可供出售的债务工具规模下降所致；账面余额中，可供出售债务工具占比 13.11%，可供出售权益工具占比 49.86%（其中按公允价值计量的占比 99.86%），理财产品等占比 37.03%；可供出售金融资产累计计提减值准备 3.30 亿元，主要为前海人寿所持有的南宁百货股权所计提的资产减值损失；可供出售金融资产中，受限资产 7.46 亿元，占账面价值的 2.23%，用于钜盛华筹资活动的质押。

2016－2018 年底，钜盛华长期股权投资波动下降，年均复合减少 8.91%。2017 年底钜盛华长期股权投资增长 6.08%，主要系对万科投资增加所致；截至 2018 年底，钜盛华长期股权投资 722.58 亿元，较年初下降 21.78%，主要系钜盛华对万科投资减少所致。长期股权投资按权益法进行核算，其中，对万科的投资 476.66 亿元（占比 65.67%）、对中国南玻集团股份有限公司的投资 72.88 亿元（占比 10.09%）、对正大（深圳）发展有限公司投资 60.62 亿元（占比 8.39%）等；长期股权投资中，受限资产 298.41 亿元，占账面价值的 41.30%，用于钜盛华筹资活动的质押。

钜盛华投资性房地产主要分布在北京、上海、广州、深圳等地区，其中深圳地区占比最高。2016－2018 年底，钜盛华投资性房地产持续增长，年均复合增长 15.87%。2017 年底钜盛华投资性房地产增长 14.39%，主要系购置在建投资性物业及公允价值增长所致；截至 2018 年底，钜盛华投资性房地产 916.26 亿元，较年初增长 17.37%，主要系投资性房产公允价值增长所致；投资性房地产中，受限资产 414.26 亿元，占账面价值的 45.21%，用于钜盛华筹资活动的抵押。处在在建阶段的投资性房地产 134.09 亿元，占账面价值的 14.63%。

截至 2018 年底，钜盛华使用权或所有权受到限制的资产 748.75 亿元，占资产总额的 19.85%，主要用于筹资活动的抵质押。

截至 2019 年 9 月底，钜盛华资产总额 4,679.55 亿元，较上年底增长 24.04%，主要系货币资金、以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产、其他应收款及存货大幅增长所致。资产构成方面，近年来钜盛华流动资产比例逐渐增长，期末流动资产占比增长至 46.93%，较上年底增长 8.92 个百分点，资产结构由原来以非流动资产为主转变为流动资产与非流动资产比例相近，非流动资产占比略高于流动资产，流动资产中存货和其他应收款合计占流动资产的 51.48%。

钜盛华负债规模较大，流动负债占比较高；钜盛华债务负担较重，其中短期债务占比较高，需加强流动性管理，2020 年存在很大集中偿付压力。

近年来，钜盛华负债规模持续增长，年均复合增长 2.16%，主要系其他非流动负债等增长所致。截至 2018 年底，钜盛华负债合计 3,009.43 亿元，较年初增长 2.75%；流动负债占比 51.91%，非流动负债占比 48.09%，流动负债占比较上年有较大增幅，非流动负债占比逐年下降，2018 年底占比下降明显，2018 年底钜盛华流动负债与非流动负债占比相近。

2016－2018 年底，钜盛华流动负债波动下降，年均复合减少 9.08%。2017 年底，钜盛华流动负债小幅增长 1.06%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。截至 2018 年底，钜盛华流动负债 1,562.19 亿元，较年初下降 18.20%，主要系其他非流动负债和一年内到期的非流动负债下降所致；流动负债主要由短期借款（占比 4.95%）、其他应付款（占比 12.89%）、一年内到期的非流动负债（占比 7.54%）和其他流动负债（占比 66.38%）构成。

2016－2018 年底，钜盛华短期借款波动增长，年均复合增长 7.01%。2017 年钜盛华短期借款下降 19.68%，主要系信用借款下降所致，截至 2018 年底，钜盛华短期借款 77.39 亿元，较年初增长 42.58%，主要系钜盛华母公司短期质押借款增长所致。

2016－2018 年底，钜盛华其他应付款波动增长，年均复合增长 21.18%。2017 年底其他应付款增长主要系往来款增加所致，截至 2018 年底，钜盛华其他应付款 201.40 亿元，较年初下降 9.71%，主要系支付往来款增加所致。

2016－2018 年底，钜盛华一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 140.65%。2017 年底一年内到期的非流动负债大幅增长 914.00%，主要系一年内到期的长期借款转入所致。截至 2018 年底，钜盛华一年内到期的非流动负债 117.87 亿元，较年初下降 42.89%，主要系一年内到期的长期借款到期偿还额增长所致。

2016－2018 年底，钜盛华其他流动负债持续下降，年均复合减少 20.03%，钜盛华其他流动负债主要为保户储金及投资款。截至 2018 年底，钜盛华其他流动负债 1,037.04 亿元，较年初下降 21.74%，主要系前海人寿停止新增万能险业务后保户储金及投资款减少所致。

2016－2018 年底，钜盛华非流动负债持续增长，年均复合增长 20.68%。截至 2018 年底，钜盛华非流动负债 1,447.24 亿元，较年初增长 42.03%，主要系长期借款和其他非流动负债增长所致；非

流动负债主要由长期借款（占比 25.81%）、递延所得税负债（占比 13.56%）和其他非流动负债（占比 56.24%）构成。

2016－2018 年底，钜盛华长期借款波动下降，年均复合减少 4.45%。2017 年底长期借款下降主要系转出至一年内到期的非流动负债所致，其中母公司增长 29.00 亿元，合并结构化产品--资管计划分类至一年内到期的非流动负债 157.50 亿元；截至 2018 年底，钜盛华长期借款 373.55 亿元，较年初增长 38.73%，主要系钜盛华抵押借款大幅增长所致。长期借款主要由信用借款（占比 12.59%）、质押借款（占比 22.08%）、抵押借款（占比 64.79%）组成；从期限分布来看，2019 年到期的长期借款占比 7.39%，2020 年到期的占比 20.55%，2021 年及以后到期的占比 72.06%。长期借款的兑付压力主要集中在 2021 年以后。

2016－2018 年底，钜盛华递延所得税负债持续增长，年均复合增长 9.48%。截至 2018 年底，钜盛华递延所得税负债 196.29 亿元，较年初增长 1.43%，较年初变化不大。

2016－2018 年底，钜盛华其他非流动负债持续增长，年均复合增长 20.68%。截至 2018 年底，钜盛华其他非流动负债 813.96 亿元，较年初增长 73.46%，主要系随着保险业务规模增长，寿险责任准备金增长所致；钜盛华其他非流动负债主要由寿险责任准备金组成，占比 100.11%。

近三年，随着业务发展中资金需求量增长,钜盛华债务规模持续扩大，全部债务年均复合增长 4.69%。截至 2018 年底，钜盛华全部债务 634.56 亿元，较年初增长 2.07%；其中短期债务占比 31.24%，长期债务占比 68.76%；近三年，钜盛华资产负债率、全部债务资本化率持续下降，长期债务资本化率波动下降。截至 2018 年底，钜盛华资产负债率为 79.77%，较年初下降了 0.20 个百分点；全部债务资本化率为 45.40%，较年初下降了 0.47 个百分点；长期债务资本化比率为 36.37%，较年初上升了 3.58 个百分点。

截至 2019 年 9 月底，钜盛华全部债务 723.38 亿元。从债务分布期限来看，一年以内到期占比 31.99%，1~2 年到期占比 25.30%，2~3 年到期占比 21.07%，3~5 年到期占比 12.72%，5 年以上 8.93%，债务期限结构以一年以内到期的债务为主，短期面临一定兑付压力。

截至 2019 年 9 月底，钜盛华负债总额 3,752.94 亿元，较上年底基本持平，其中，非流动负债占比 58.12%，占比较上年底大幅上升，主要系钜盛华长期借款和其他非流动负债大幅增长所致；流动负债占比 41.88%，较上年底有所下降。钜盛华短期借款 152.86 亿元，较年初增长 97.51%；其他应付款 448.88 亿元，较年初增长 122.88%；其他流动负债 746.23 亿元，下降 28.04%；长期借款 492.01 亿元，较上年底增长 31.71%；其他非流动负债 1,415.48 亿元，较年初增长 73.90%。

钜盛华所有者权益规模规模较大，近年来有所增加，整体稳定性一般。

2016－2018 年底，钜盛华所有者权益规模逐年增长，年均复合增长 6.98%。截至 2017 年底，钜盛华所有者权益增长 10.03%，主要系其他综合收益和未分配利润增加所致；截至 2018 年底，钜盛华所有者权益合计 763.16 亿元，较年初增长 4.01%，主要系公司持续盈利致资本公积增加和未分配利润增加所致；所有者权益中，归属于母公司所有者权益 588.97 亿元，占所有者权益合计的 77.18%；归属于母公司所有者权益中，股本占比 27.68%，资本公积占比 33.18%，未分配利润占比 41.74%，其他综合收益占比-5.10%，未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2019 年 9 月底，钜盛华所有者权益 926.61 亿元，较上年底增长 21.42%，主要系其他综合收益和未分配利润增长所致。

近年来钜盛华盈利水平持续增长，整体盈利能力尚可。同时，投资性房地产和长期股权投资的

收益状况受房地产市场、金融市场的波动影响较大，盈利波动性较大。

2016－2018 年，钜盛华营业总收入逐年增长，年均复合增长 46.80%，2018 年钜盛华实现营业总收入 526.14 亿元，同比增长 47.80%，主要系保险业务收入增加所致。

钜盛华营业总成本逐年增长，年均复合增长 26.92%，2018 年钜盛华营业总成本 684.88 亿元，同比增长 29.87%，主要系随着保险业务规模的增长，提取保险合同准备金净额增加所致。从期间费用来看，近三年，钜盛华费用总额持续增长，年均复合增长 4.31%。2018 年钜盛华费用总额 84.07 亿元，同比增长 1.87%，主要系销售费用增长所致；其中，销售费用占比 52.07%，管理费用占比 8.30%，财务费用占比 39.63%，以销售费用和财务费用为主。2018 年，钜盛华销售费用同比增长 14.70%，管理费用同比下降 9.00%，财务费用同比下降 9.20%。2016－2018 年，钜盛华费用收入比分别为 31.65%、23.18%和 15.98%，费用控制能力有一定提升。近三年，钜盛华资产减值损失波动增长，年均复合增长率 374.20%；2017 年钜盛华资产减值损失同比下降 5.99%，2018 年钜盛华资产减值损失 4.74 亿元，同比增长 4.54 亿元，主要为坏账损失和前海人寿可供出售金融资产中南宁百货股权所计提的资产减值损失大幅增长所致。

2016－2018 年，钜盛华公允价值变动收益分别为 83.94 亿元、62.44 亿元和 85.38 亿元，分别占当年营业利润的 235.20%、157.79%和 126.83%，2018 年公允价值变动损益增长主要系投资性房地产公允价值增长所致。2016－2018 年，投资收益分别为 131.72 亿元、136.39 亿元和 126.81 亿元，分别占当年营业利润的 513.74%、234.35%和 334.44%，2018 年钜盛华投资收益下降 7.03%，主要可供出售金融资产取得的投资收益下降所致。2018 年钜盛华投资收益与公允价值变动收益合计 212.19 亿元，为当年营业利润的 3.92 倍。

钜盛华净利润逐年增长，年均复合增长 25.75%，2018 年钜盛华实现净利润 31.16 亿元，较上年增长 41.82%，主要系营业利润增加所致。投资性房地产公允价值变动收益和长期股权投资产产生的投资收益是钜盛华的重要利润来源，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，2016－2018 年，钜盛华营业利润率分别为 54.07%、69.11%和 81.07%，总资本收益率分别为 4.10%、4.42%和 4.68%，总资产报酬率分别为 2.08%、1.79%和 2.46%，净资产收益率分别为 3.02%、3.14%和 4.16%，呈持续增长态势，钜盛华盈利水平尚可。

2019 年 1－9 月，钜盛华实现营业收入 727.70 亿元，同比增长 68.78%；公允价值变动收益 41.36 亿元，同比增长 126.38%；投资收益 109.06 亿元，同比增长 50.64%；净利润 35.20 亿元，与上年同期相比扭亏为盈，主要系公允价值变动收益和投资收益较去年同期大幅增长及因新税收抵扣政策使得所得税费用大幅下降所致。

近年来钜盛华现金流波动较大，经营活动呈净流出趋势、投资活动规模收缩、资金回流，筹资活动呈净流出状态，整体现金流偏紧，对外融资需求较大。

从经营活动来看，2016－2018 年，经营活动产生的现金流量净额分别为 691.07 亿元、-255.74 亿元和-277.89 亿元，由净流入转为净流出。钜盛华 2017 年经营性现金流净流入转净流出主要系前海人寿保户储金及投资款净增加额减少所致。2018 年流入增长主要系收到原保险合同保费取得的现金增长所致；经营活动现金流出持续增加，主要系钜盛华支付合作单位往来资金增加所致。

从投资活动来看，2016－2018 年，投资活动产生的现金流量净额分别为-786.63 亿元、273.70 亿元和 347.06 亿元，由净流出转为净流入状态。2016-2018 年，钜盛华投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 3.53%，主要系钜盛华收回投资收到的现金波动增长所致；投资活动现金流出持续下降，

年均复合下降 9.63%，主要系钜盛华投资支付的现金减少所致。

从筹资活动来看，2016－2018 年，筹资活动产生的现金流量净额分别为 7.98 亿元、-11.44 亿元和-6.25 亿元，由净流入转为净流出状态。2016－2018 年，钜盛华筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长 67.66%，主要系钜盛华取得借款所收到的现金增长以及少数股东对子公司增资所致；筹资活动现金流出持续增长，年均复合增长 73.97%，主要系偿还债务规模增长所致。

2019 年 1－9 月，钜盛华经营活动产生的现金流量净额 213.36 亿元；投资活动产生的现金流量净额-324.15 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 115.97 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.28 亿元。

钜盛华母公司口径资产主要以其他应收款和长期股权投资为主，资产流动性一般，且易受到市场环境影响；杠杆率整体保持稳定，债务规模波动增长，一年内到期债务规模较大，需关注其流动性；母公司盈利主要依靠投资收益，盈利水平波动很大；钜盛华与关联方往来款较为频繁，筹资现金流流出较大。

2016－2018 年底，钜盛华母公司口径资产总额整体呈波动增长趋势，截至 2018 年底为 842.10 亿元，较年初下降 5.41%；资产结构以其他应收款（占比 32.65%）和长期股权投资（占比 61.14%）为主。2016－2018 年底，钜盛华母公司口径负债总额呈波动增长趋势，截至 2018 年底为 366.63 亿元，较年初下降 1.79%；负债来源以短期借款（占比 11.49%）、其他应付款（占比 26.93%）、一年内到期的非流动负债（占比 15.91%）、长期借款（占比 37.37%）和递延所得税负债（占比 8.08%）为主；2016－2018 年底，钜盛华母公司全部债务波动增长，截至 2018 年底，母公司全部债务 237.48 亿元，较年初下降 17.35%；其中短期债务占比 17.74%，长期债务占比 82.26%；截至 2018 年底，钜盛华母公司资产负债率为 43.54%，较年初上升了 1.61 个百分点；母公司全部债务资本化率为 33.31%，较年初下降了 2.42 个百分点；母公司长期债务资本化比率为 29.12%，较年初下降了 3.15 个百分点。2016－2018 年底，钜盛华母公司口径所有者权益整体呈波动增长趋势，截至 2018 年底为 475.47 亿元，较年初下降 8.03%。母公司的利润主要来源于投资收益，2016－2018 年，母公司投资收益持续增长，2018 年为 101.40 亿元，同比增长 3.39 倍，投资收益大幅增长主要系 2018 年钜盛华本部清算了持有万科股权的九个资管计划，母公司口径与合并口径投资收益变化趋势不同主要系合并层面对资管计划按长期股权投资核算，分期确认投资收益，母公司口径对资管计划按可供出售金融资产核算，出售当年一次确认投资收益所致；净利润波动较大，2018 年为 62.70 亿元，同比增加 61.47 亿元，投资收益对利润贡献度很高。

钜盛华母公司口径经营活动现金流量净额 2017 年由净流入转变为净流出，2017 和 2018 年净流出规模分别为 2.58 亿元和 96.37 亿元，母公司口径经营活动现金流主要是关联方往来款；母公司口径投资活动现金流量净额 2017 年由净流出转变为净流入，2017 和 2018 年净流入规模分别为 7.88 亿元和 126.73 亿元；母公司口径筹资活动现金流量为持续净流出，2018 年净流出额为 25.79 亿元，母公司对于外部资金依赖程度较大。

截至 2019 年 9 月底，钜盛华母公司口径资产总额 915.91 亿元，较年初增长 8.76%，主要系预付款项（占比 5.67%）和其他应收款（占比 35.60%）增长所致；负债总额 457.71 亿元，较年初增长 24.84%，主要系短期借款和长期借款增长所致。钜盛华母公司口径全部债务 343.12 亿元。从债务分布期限来看，一年以内到期占比 41.69%，1~2 年到期占比 18.41%，2~3 年到期占比 26.21%，3~5 年到期占比 13.70%，债务期限结构以一年以内到期的债务为主，短期面临一定短期兑付压力。母公司口径资产负债率 49.97%，较年初大幅增长 6.44 个百分点。2019 年 1－9 月，母公司口径实现投资收

益和净利润分别为-1.89 亿元和-3.43 亿元，净利润大幅减少主要系财务费用大幅上升及投资亏损所致；经营现金流仍为净流出，投资活动仍表现为净流入，流入规模大幅减少，筹资活动现金流由净流出转为净流入，主要系钜盛华银行借款大幅增长所致。

钜盛华偿债能力指标一般，存在较大规模对外担保，股权质押比例较高；考虑到钜盛华自身资本实力很强，其持有可变现的上市公司股权资产规模很大以及核心子公司前海人寿行业排名靠前等因素，钜盛华整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标来看，2016－2018 年，钜盛华流动比率分别为 0.69 倍、0.47 倍和 0.92 倍，速动比率分别为 0.65 倍、0.41 倍和 0.85 倍，2017 年上述指标下降主要系流动资产大幅减少所致，2018 年上述指标增长系钜盛华流动资产增大，且同时流动负债减少所致；现金短期债务比分别为 8.77 倍、1.27 倍和 2.58 倍，该指标 2018 年增长主要系短期债务小幅下降并且现金类资产小幅上涨所致。整体看，钜盛华短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2016－2018 年，钜盛华 EBITDA 分别为 65.49 亿元、67.80 亿元和 94.27 亿元，年均复合增长 19.97%，2018 年同比增长 39.03%，主要系利润总额增长所致，2018 年钜盛华 EBITDA 中，利润总额占比 61.72%，计入财务费用的利息支出占比 35.24%，折旧和摊销合计占比 3.04%。2016－2018 年，钜盛华 EBITDA 利息倍数[5]波动上升，分别为 2.07 倍、1.65 倍和 2.84 倍，EBITDA 对利息的保障程度尚可；EBITDA 全部债务比呈上升趋势，分别为 0.11 倍、0.11 倍和 0.15 倍，但 EBITDA 对全部债务的保障程度仍较低。整体看，钜盛华长期偿债能力一般。

截至 2019 年 9 月底，钜盛华合并范围内获得的金融机构授信额度合计 620.44 亿元，其中未使用的额度 239.45 亿元，均为钜盛华母公司的未使用授信额度，间接融资渠道有待拓展。

截至 2019 年 9 月底，钜盛华对外担保金额合计 575.09 亿元，占所有者权益的 62.06%，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 3 月 6 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 年底，钜盛华无重大未决诉讼、仲裁案件。

（7）债权保护效果

以 2019 年 9 月底财务数据测算（假设本期发行规模为 30.00 亿元），本期公司债券发行规模占钜盛华的资产总额（4,679.55 亿元）、所有者权益总额（926.61 亿元）的比例分别为 0.64%和 3.24%。2019 年 1－9 月，钜盛华实现营业收入 727.70 亿元，对本期债券本金保障倍数为 24.26 倍，考虑到钜盛华资本实力雄厚、资产规模较大，其担保对于本期债券信用水平有一定保障。

十、综合评价

公司作为一家规模较大的区域性专业市场运营商，经营历史较久，主要运营项目均位于深圳、地理位置优越，部分项目是深圳市城市更新改造的重点项目；2019 年以来，公司物流业务规模增长较快。同时，联合评级也关注到公司处于业务转型期，受拟开展城市更新改造影响租金收入下降，新增的物流和贸易业务毛利率较低，突发疫情短期内或影响公司物业租赁及物流业务，应收关联方往来款和关联担保规模较大，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

[5] EBITDA 利息倍数分母中资本化利息金额不包含前海人寿部分，实际 EBITDA 利息倍数要小于该数值。

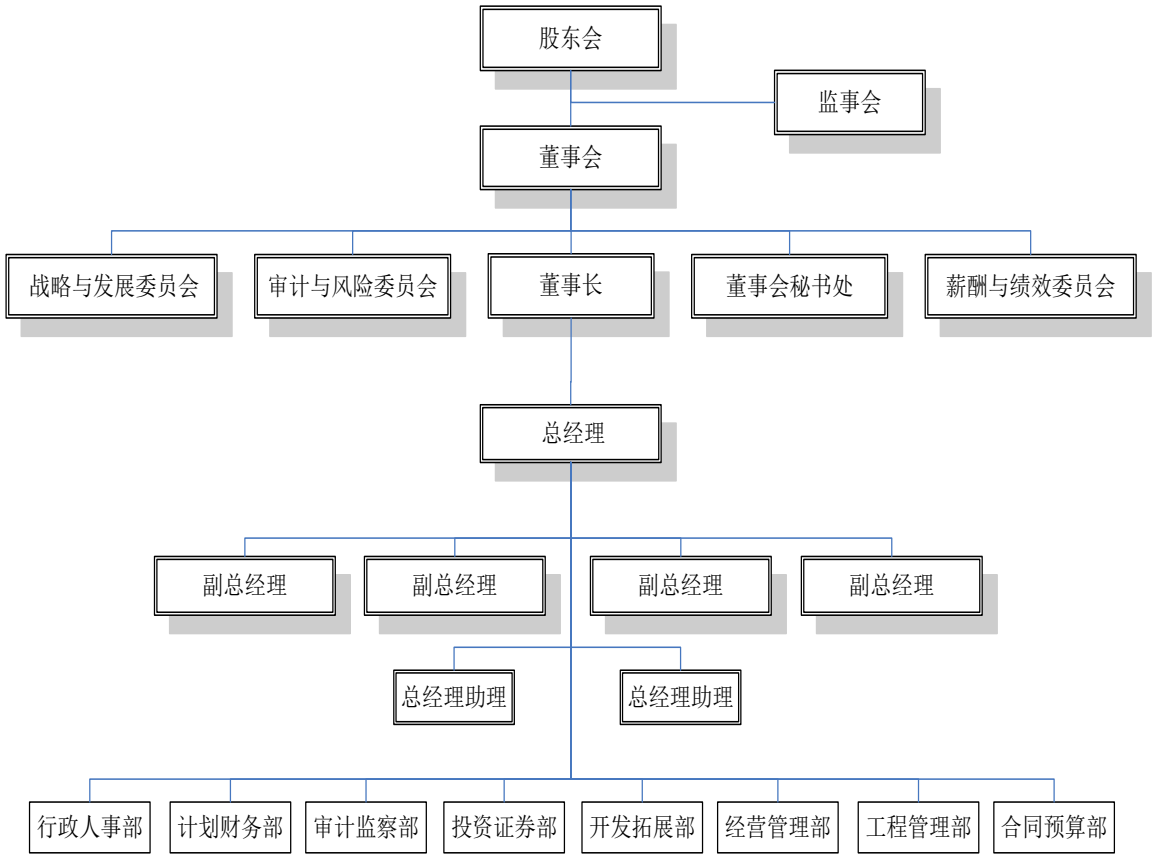
较快且短期债务规模较大，大力投资物流园区建设存在一定资金压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由钜盛华提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。钜盛华资产规模大，持有较大规模优质权益类资产，其所提供的担保对本期债券的信用状况有一定正面作用。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1　截至 2019 年 9 月底深圳深业物流集团股份有限公司组织架构图



附件 2　深圳深业物流集团股份有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	326.70	394.29	684.82	737.40
所有者权益（亿元）	173.73	198.41	289.96	296.75
短期债务（亿元）	17.25	11.29	43.17	38.90
长期债务（亿元）	74.83	99.41	210.42	244.69
全部债务（亿元）	92.08	110.70	253.59	283.59
营业收入（亿元）	3.33	3.68	4.46	3.80
净利润（亿元）	39.86	22.34	44.01	6.57
EBITDA（亿元）	56.16	32.12	68.26	--
经营性净现金流（亿元）	8.35	0.43	-132.79	-16.34
应收账款周转次数（次）	25.27	48.48	25.82	--
存货周转次数（次）	20.07	38.48	42.21	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比率（%）	63.92	49.93	68.21	90.17
总资本收益率（%）	17.75	8.44	12.49	--
总资产报酬率（%）	18.48	8.84	12.61	--
净资产收益率（%）	25.93	12.01	18.03	--
营业利润率（%）	75.24	59.86	60.79	41.29
费用收入比（%）	82.62	67.98	221.71	408.81
资产负债率（%）	46.82	49.68	57.66	59.76
全部债务资本化比率（%）	34.64	35.81	46.65	48.87
长期债务资本化比率（%）	30.11	33.38	42.05	45.19
EBITDA 利息倍数（倍）	9.48	4.38	7.40	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.61	0.29	0.27	--
流动比率（倍）	1.41	1.56	2.73	2.64
速动比率（倍）	1.41	1.56	2.73	2.63
现金短期债务比（倍）	0.31	0.06	0.76	0.13
经营现金流动负债比率（%）	34.68	1.33	-125.45	-14.99
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.87	1.07	2.27	--

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. 公司 2019 年 1－9 月财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 3　深圳市钜盛华股份有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	3,550.47	3,662.58	3,772.59	4,679.55
所有者权益（亿元）	666.82	733.72	763.16	926.61
短期债务（亿元）	87.93	263.66	198.26	233.34
长期债务（亿元）	491.10	358.01	436.30	550.99
全部债务（亿元）	579.03	621.67	634.56	784.34
母公司短期债务（亿元）	25.20	41.04	42.14	98.53
母公司长期债务（亿元）	201.89	246.30	195.34	244.59
母公司全部债务（亿元）	227.09	287.34	234.48	343.12
营业收入（亿元）	244.13	355.99	526.14	727.70
净利润（亿元）	19.70	21.97	31.16	35.20
EBITDA（亿元）	65.49	67.80	94.27	--
经营性净现金流（亿元）	694.66	-255.74	-277.89	213.36
总资产周转次数（次）	0.08	0.10	0.14	0.17
现金收入比率（%）	1.07	0.91	0.67	2.64
总资产报酬率（%）	2.08	1.79	2.46	0.78
净资产收益率（%）	3.02	3.14	4.16	4.17
营业利润率（%）	54.07	69.11	81.07	93.09
费用收入比（%）	31.65	23.18	15.98	9.21
资产负债率（%）	81.22	79.97	79.77	80.20
全部债务资本化比率（%）	46.48	45.87	45.40	45.84
长期债务资本化比率（%）	42.41	32.79	36.37	37.29
母公司全部债务资本化比率（%）	34.79	35.72	33.31	--
母公司长期债务资本化比率（%）	32.17	32.27	29.12	--
EBITDA 利息倍数（倍）[6]	2.07	1.65	2.84	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.11	0.15	--
流动比率（倍）	0.69	0.47	0.92	1.40
速动比率（倍）	0.65	0.41	0.85	1.23
现金短期债务比（倍）	8.77	1.27	2.58	3.95
经营现金流动负债比率（%）	36.76	-13.39	-17.79	13.58

[6] EBITDA 利息倍数分母中资本化利息金额不包含前海人寿部分，实际 EBITDA 利息倍数要小于该数值。

附件 4　有关财务指标的计算公式

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]
现金收入比率	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+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	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/（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	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
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）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次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/本次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/本次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

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+应付短期债券+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 5　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。

联合信用评级有限公司关于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）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年深圳深业物流集团股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

深圳深业物流集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。深圳深业物流集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注深圳深业物流集团股份有限公司的相关状况，如发现深圳深业物流集团股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如深圳深业物流集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至深圳深业物流集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送深圳深业物流集团股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年三月十四日