

信用等级公告

联合[2017] 164 号

联合资信评估有限公司通过对中国南山开发（集团）股份有限公司及其拟发行的 2017 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

中国南山开发（集团）股份有限公司
主体长期信用等级为

AA⁺

中国南山开发（集团）股份有限公司
2017 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年一月二十日



中国南山开发（集团）股份有限公司

2017年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AA⁺

本期中期票据发行额度：15 亿元

本期中期票据期限：5 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

发行目的：归还有息负债、购置经营性资产、
项目建设

评级时间：2017 年 1 月 20 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
现金类资产(亿元)	36.83	31.96	46.94	34.70
资产总额(亿元)	208.54	230.84	256.01	275.35
所有者权益(亿元)	88.97	87.23	107.29	110.54
短期债务(亿元)	6.53	19.60	27.93	33.95
长期债务(亿元)	57.11	65.08	41.95	47.29
全部债务(亿元)	63.64	84.68	69.88	81.24
营业收入(亿元)	60.08	67.81	72.64	63.57
利润总额(亿元)	15.76	4.80	13.61	10.28
EBITDA(亿元)	24.19	13.80	21.58	--
经营性净现金流(亿元)	0.73	-11.80	25.26	1.58
营业利润率(%)	21.63	21.27	21.17	27.43
净资产收益率(%)	11.64	2.88	9.36	--
资产负债率(%)	57.34	62.21	58.09	59.85
全部债务资本化比率(%)	41.70	49.26	39.44	42.36
流动比率(%)	232.43	204.04	163.62	142.15
经营现金流动负债比(%)	1.44	-17.61	26.67	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.63	6.14	3.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.06	2.95	4.95	--

注：2016 年前三季度财报财务数据未经审计；有息债务计算包含
长期应付款中的融资租赁款。

分析师

高利鹏 姜雨彤 尹金泽

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

评级观点

中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“南山开发”）主要从事房地产开发、仓储物流业务和集成房屋业务。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司通过房地产销售保持了收入及利润规模持续增长，现金类资产充足，债务负担轻等优势。同时联合资信也关注到房地产周期性、仓储物流竞争压力、未来投资规模较大等因素可能对公司信用基本面造成一定的压力。

未来，公司将在保持房地产业务稳步发展的同时，着力发展物流业，打造大物流和房地产相结合的发展模式。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险低，安全性高。

优势

1. 近年来，公司房地产业务稳步发展，保持了收入及利润规模持续增长。
2. 南山控股资产重组，发行股份以及配套融资，使得公司资产结构以及经营管理进一步优化；房地产板块装入上市公司，融资渠道进一步拓宽。
3. 公司在仓储物流和道路干线运输领域具有丰富的运营管理经验，宝湾物流和东方物流是全国知名物流品牌，园区规模位居国内前列。
4. 公司集成房屋业务规模国内第一，可快速满足客户大批量制作需求，具有较高市场知名度。
5. 公司现金类资产充足，债务负担较轻。

关注

1. 近年来，受中海油自营惠州基地投入运营的影响，公司石油后勤业务萎缩。
2. 近年来，受到经济环境影响，公司集成房地产业务持续萎缩。
3. 国际、国内资本进入仓储物流业以及国内租金下降、土地成本提高，或对公司仓储物流板块产生冲击。
4. 近年来，投资收益在营业利润中占比较高，利润稳定性较差。
5. 公司在建项目所需资金较大，公司未来存在一定融资压力及项目回款压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中国南山开发（集团）股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国南山开发（集团）股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因中国南山开发（集团）股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国南山开发（集团）股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、中国南山开发（集团）股份有限公司 2017 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国南山开发（集团）股份有限公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“南山开发”或“公司”）的前身是成立于 1982 年 9 月的中国南山开发股份有限公司。南山开发是经国务院批准，在深圳市工商行政管理局注册登记的股份公司，原注册资本为 2250 万元人民币。1994 年 10 月经国家工商行政管理局批准，南山开发更名为现名。截至 2016 年 9 月底，公司注册资本 90000 万元人民币，其中招商局（南山）控股有限公司（以下简称“招商局控股”）持股 36.52%、深圳市投资控股有限公司持股 26.10%、广东省广业投资控股有限公司持股 23.49%、中海石油投资控股有限公司（以下简称“中海油控股”）持股 7.83%、香港黄振辉投资有限公司持股 3.92%、中国近海石油服务（香港）有限公司持股 1.64%、银川有限公司（招商局国际有限公司下属子公司）持股 0.50%。招商局控股为公司第一大股东，公司无实际控制人。

公司经营范围：土地开发，发展港口运输，相应发展工业、商业、房地产和旅游业、保税仓库经营业务等，保税项目包括（纺织品原料、钢材、木材、轻工业品、粮食食品、机械设备及机电产品、电子电器产品、五金矿产、土特产品、工艺品、造纸原料、化肥、化工原料）。公司主要经营活动为投资业务、房地产业务、海洋石油后勤服务和物流园区业务、综合物流业务、集成房体系业务、赤湾内资产经营业务。在东莞市设立分支机构。

截至 2016 年 9 月底，公司设财务部、企业管理部、房地产部等十个职能部门。公司合并范围内一级子公司共 14 家；公司子公司中有两家上市公司，分别为深圳市新南山控股（集团）股份有限公司（以下简称“南山控股”，公司

直接和间接持股合计 75.78%，代码 002314）和深圳赤湾石油基地股份有限公司（以下简称“深基地”，持股 51.79%，代码 200053.SZ）。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 256.01 亿元，所有者权益 107.29 亿元（其中少数股东权益 24.31 亿元），2015 年公司实现营业收入 72.64 亿元，利润总额 13.61 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司（合并）资产总额 275.35 亿元，所有者权益 110.54 亿元（其中少数股东权益 25.66 亿元）；2016 年前三季度公司共实现营业收入 63.57 亿元，利润总额 10.28 亿元。

公司注册地址：深圳市南山区蛇口赤湾港赤湾大厦；法定代表人：王志贤。

二、本期中期票据概况

公司注册中期票据 38 亿元，本期计划发行 2017 年第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度 15 亿元，发行期限 5 年。本期募集资金用于归还有息负债、购置经营性资产、项目建设。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，中国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采

购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016 年前三季度，中国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016 年前三季度，中国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016 年前三季度，中国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革

势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016 年前三季度，中国固定资产投资完成额同比增长 8.2%，增速较上半年回落 0.8 个百分点，较 1-8 月回升 0.1 个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长 3.1%、2.5%，较去年同期分别下降 5.2、7.9 个百分点，但较今年 1-8 月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP 加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016 年前三季度，中国社会消费品零售总额同比增长 10.4%，保持稳健增长，对 GDP 增长的贡献率达到 71%，是 2009 年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016 年前三季度，中国居民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016 年前三季度，中国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度中国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016 年前三季度中国对外直接投资增速较快。

在 2016 年前三季度经济运行总体平稳的态势下，中国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

四、行业及区域经济环境

1. 房地产行业

(1) 行业概况

2014 年的中国房地产市场处于调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑；中央政策以“稳”为主，关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求，稳定住房消费；各地加速房地产市场化转型，限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。进入 2015 年，在延续上年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，房地产开工面积增速和投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。

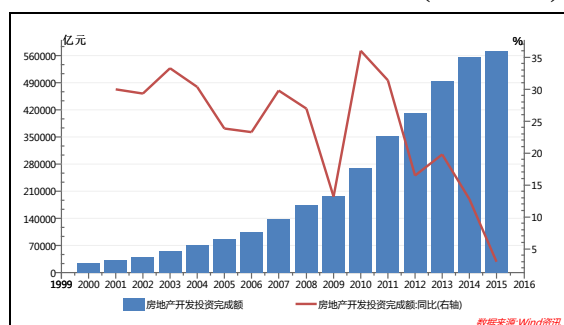
图 1 国房景气指数（频率：月）



资料来源：wind 资讯

房地产投资：2014 年，全国房地产开发投资 9.5 万亿元，同比增长 10.5%，增速较上年回落 9.3 个百分点，创近五年新低；其中住宅投资 6.4 万亿元，同比增长 9.2%（较上年回落 10.2 个百分点），商业营业用房和办公楼投资增速分别为 20.1% 和 21.3%（分别较上年回落 8.2 个和 16.9 个百分点）。2015 年，开发投资增速进一步回落，全年房地产开发投资 9.60 万亿元，同比增长 1.0%；其中住宅投资 6.46 万亿元，同比增长 0.4%。

图 2 房地产开发投资完成额及增长率（单位：亿元）



资料来源：wind 资讯

房屋开工/竣工面积：新开工面积增速持续下降，2014 年为 18.0 亿平方米，同比下降 10.7%，其中住宅新开工 12.5 亿平方米，同比下降 14.4%；全国房屋施工面积 72.6 亿平方米，同比增长 9.2%；全国房屋竣工面积 10.7 亿平方米，同比增长 5.9%。2015 年，全国房屋新开工面积 15.4 亿平方米，同比下降 14.0%，其中住宅新开工面积 10.7 亿平方米，同比下降 14.6%。

房地产销售：受政策因素影响，销售增速呈现先降后升。2014 年，全国商品房销售面积

为 12.1 亿平方米，同比下降 7.6%，销售额为 7.6 万亿元，同比下降 6.3%，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长；住宅销售面积（10.5 亿平方米）同比下降 9.1%，销售额（6.2 万亿元）同比下降 7.8%，办公楼的销售面积和销售额同比分别下降 13.4% 和 21.4%（2498 万平方米和 2944 亿元），商业营业用房的销售面积和销售额同比分别增长 7.2% 和 7.6%（9075 万平方米和 8906 亿元）。2015 年，受益利好政策的刺激，地产销售呈温和回暖，70 个大中城市房价同比上涨城市个数增加，房地产贷款稳步上升，全国商品房销售面积为 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%，销售额为 8.73 万亿元，同比增长 14.4%。

2016 年 1~10 月份，全年房地产开发投资 83975 亿元，同比名义增加 6.6%，其中住宅投资 56294 亿元，增长 5.9%；房屋施工面积 73.10 亿平方米，同比增长 5.0%，其中住宅施工面积 50.15 亿平方米，增长 1.8%；房屋新开工面积 13.74 亿平方米，增长 8.1%，其中住宅新开工面积 9.5 亿平方米，增长 8.3%；房屋竣工面积 6.52 亿平方米，增长 6.6%，其中住宅竣工面积 4.78 亿平方米，增长 5.7%。销售方面，2016 年 1~10 月份，全国商品房销售面积 12.03 亿平方米，同比增长 26.8%，其中住宅销售面积增长 2.7%；全国商品房销售额 91482 亿元，增长 41.2%，其中住宅销售额增长 42.6%。2015 年以来，相关房地产去库存政策的出台刺激了购房需求，一定程度减缓三、四线城市库存高企的压力；2016 年 1~10 月份，中国房地产市场延续回暖趋势。

（2）房地产供求与信贷环境

2014 年，市场整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。20 个代表城市成交量同比下降 8.6%，供应量同比增长 3.2%，销供比为 0.82，较 2013 年的 0.93 明显下降。其中，北京当年成交减少而供应增加，销供比仅为 0.64，与 2013 年 1.53 的水平差距较大；上海、广州、武汉也由 2013 年的供需基本平衡转为 2014 年的

供大于求，销供比分别下降至 0.80、0.70、0.88。2014 年前三季度，市场销售下降、供应增加，推动整体库存持续攀升，出清周期延长。进入四季度，销售有所回升，库存仍高位盘整，截至 2014 年底，20 个代表城市可售面积为 18782 万平方米，环比增长 1.8%，较 2013 年同期增长 25.5%，为近五年以来最高水平。

户籍、土地改革、不动产统一登记进程加快，长效机制顶层设计有序推进。2014 年 11 月，《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》出台，提出稳定完善农村土地承包关系，规范引导农村土地经营权有序流转。同时，国土资源部正式发布《节约集约利用土地规定》和《关于推进土地节约集约利用的指导意见》，对大力推进节约集约用地进行整体部署，实现“控总量、挤存量、提质量”，东部地区特别是优化开发的三大城市群地区将以盘活存量为主，率先压减新增建设用地规模。

2015 年，中国房地产市场区域分化仍较为严重，整体仍呈现供大于求，库存升至历史高位。其中，一线城市仍房价畸高，部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩、库存较高，房价承压。同期的土地成交市场偏弱，全国房地产开发企业土地购置面积为 22811 万平方米，同比下降 31.70%，降幅扩大；土地成交价款为 7622 亿元，同比下降 23.9%。分季度看，随着销售好转，2~4 季度土地购置面积降幅逐步小幅收窄，全年土地投资呈现出前低后高的走势。

近年来，房地产贷款稳步上升，保障房信贷支持力度加大：2014 年，房地产贷款余额 17.37 万亿元，同比增长 18.9%，无论是开发型还是消费型房地产贷款均呈上升态势。2015 年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 21.0 万亿元，同比增长 21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款 3.6 万亿元，较上年增加 8434 亿元，占各项贷款新增额的 30.6%，较上年有所扩大。保障房信贷方面，截至 2015 年底，全国保障性住房开发贷款余额为 1.8 万亿元，同比增

长59.5%（增速提升2.3个百分点）；全年新增6761.3亿元，占同期房产开发贷款增量的92.7%，较上年提高37.7个百分点。截至2016年6月底，金融机构人民币房地产贷款余额23.94万亿元，同比增长24%，增幅扩大4.61个百分点，占各项贷款余额的23.6%；上半年新增2.93万亿元，同比多增1.05万亿元，增量占各项贷款增量的38.9%，占比较一季度情况提升6.4个百分点。

（3）政策环境

2015年，国家进一步导向稳增长、调结构，积极聚焦于促消费，鼓励自住和改善性需求。2015年2月5日，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施。2015年3月1日起，央行年内首次降息0.25个百分点。2015年3月30日，央行、住建部、银监会联合下发《中国人民银行住房城乡建设部中国银行业监督管理委员会关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，发布了二套首付降为40%，首套房公积金贷款首付降为20%，二套房公积金贷款首付降为30%，财政部、国税总局将个人出售住房免征营业税由5年调整为2年以上。2015年4月20日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015年5月11日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，这一调整使商业房贷利率调整到了5.65%，住房公积金贷款利率调整到3.75%。2015年以来，多次降息降准，提振了市场信心。2015年10月29日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对居住功能需求和住房的升级需求。

2016年以来，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2月2日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发

布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为25%，各地可向下浮动5个百分点。2月19日，财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为90平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为90平方米以上的，减按1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为90平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为90平方米以上的，减按2%的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足2年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买2年以上（含2年）的住房对外销售的，免征营业税。2016年6月，国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，明确指出支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房，有助于增强土地政策的适用性和灵活性，对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。

截至2016年10月12日，已有一线城市和部分二线城市出台房地产限购、限贷政策，2016年，中国新增限购限贷城市有上海、深圳、苏州、杭州、厦门、南京、武汉等。“十一”期间，中国21个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，包括，限购政策以限制本市户籍3套及以上住房及非本市户籍2套及以上住房购买为主，此外增加了对于非本市户籍购房者社保缴纳年限的要求；限贷政策方面，首套住房最低首付比例提高至30%，二套住房贷款最低首付比例为40%，暂停发放三套住房贷款；房价备案制度方面，21个城市中合肥、无锡、苏州、北京、福州、东莞、珠海、天津、南昌、上海出台房价备案管理政策，政策要求对于在售房源进行房价备案管理，在售房源需明码标价且不得高于备案价格；政策明确指出增加土地供给的城市有合肥、厦门、福州、深圳、无锡、南昌、上海；此外，对土地出让金支付期限提出限制

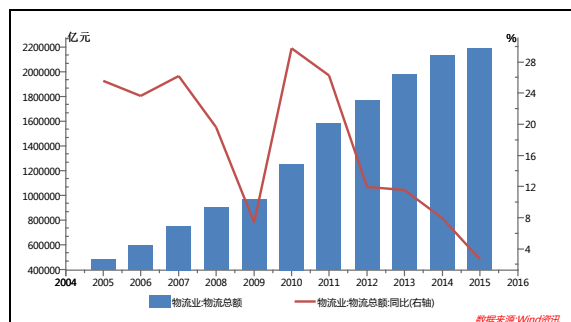
的城市有福州、厦门、佛山、合肥。

总体看，2015年以来房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。2016年以来，已有21个城市出台房地产调控政策，未来，房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。未来随着房地产调控力度进一步加大，同时随着市场传导效应不断显现，未来或将有更多城市加入政策收紧行列，房价上涨空间将紧缩，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

2. 物流行业

(1) 行业概况

图3 中国物流总额及增长率（单位：万亿元、%）



资料来源：wind资讯

近年来中国物流业总体规模不断增长，服务水平显著提高，发展的环境和条件不断改善。2015年全国物流总额219.20万亿元，按可比价格计算，同比增长5.8%，增幅比上年回落2.1个百分点。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额204.0万亿元，按可比价格计算，同比增长6.1%，增幅比上年回落2.2个百分点。进口货物物流总额10.4万亿元，同比下降0.2%，增幅比上年回落1.9个百分点。2015年

社会物流总费用10.8万亿元，同比增长2.8%，增速比上年回落4.1个百分点。2015年物流业总收入7.6万亿元，比上年增长4.5%。2016年1-10月，全国社会物流总额为187.2万亿元，按可比价格计算，同比增长6.1%，增速比上年同期提高0.4个百分点。

受宏观经济增速放缓影响，物流需求规模增速减缓、物流服务价格低位震荡、物流企业盈利能力偏弱，经济运行中的物流成本依然较高。与此同时，物流企业两级分化趋势加速，物流园区资源加速向知名品牌企业集中，在互联网+物流趋势的带动下，物流行业的信息化转型升级速度加快，智慧物流园区是未来的发展趋势，物业园区的运行效率将不断提升。

2014年9月12日，国务院印发了《物流业发展中长期规划（2014-2020年）》，《规划》明确指出物流业是融合运输、仓储、货代、信息等产业的复合型服务业，是支撑国民经济发展的基础性、战略性产业。加快发展现代物流业，对于促进产业结构调整、转变发展方式、提高国民经济竞争力和建设生态文明具有重要意义。

2014年11月18日，国家发改委、交通部、商务部、国家铁路局、中国民航局、国家邮政局及国家标准委联合印发《关于中国物流业信用体系建设的指导意见》。《意见》提出了加强物流信用服务机构培育和监管、推进信用记录建设和共享、积极推动信用记录应用、开展专业物流领域信用建设试点、加强物流信用体系建设的组织协调等十余项措施。《意见》对建立健全物流业信用体系，营造公平竞争、诚信经营的市场环境，发挥市场在物流资源配置中的决定性作用和更好地发挥政府作用，促进物流业加快转型升级；对于降低社会物流成本，提高物流效率，提升经济运行的质量和效益具有重要意义。

2015年《政府工作报告》强调促进“物流快递等新业态快速成长”；2015年9月，财政部发布《关于继续实施物流企业大宗商品仓储

设施用地城镇土地使用税优惠政策的通知》要求各地对物流企业自有的（包括自用和出租）大宗商品仓储设施用地，减按所属土地等级适用税额标准的 50% 计征城镇土地使用税。

2016 年 9 月 13 日，发改委下发了《物流业降本增效专项行动方案(2016-2018 年)》，《方案》提出要以创新体制机制为动力，以推广应用先进技术和手段为支撑，以完善落实物流管理和支持政策为路径，加快补齐软硬件短板，深入推进大众创业万众创新，大力发展新模式新业态，激发市场活力，优化物流资源配置，促进物流跨界融合，建立标准化、信息化、网络化、集约化、智慧化的现代物流服务体系，降低物流成本，提高社会物流运行效率。

（2）物流园区

物流园区作为联系产业链上下游的纽带，是各项物流活动开展的重要载体，通过产业的空间集聚、资源的有效整合、业务的流程优化，在促进区域经济发展，提升物流服务水平，提高土地集约化使用等方面发挥着重要的作用。近十年来物流园区快速发展，出现了货运服务、生产服务、商贸服务、综合服务和专业品类服务等多种类型。据 2015 年 7 月发布的《第四次全国物流园区（基地）调查报告》统计，截至调查结束全国包括运营、在建和规划的各类物流园区共计 1210 家，较 2012 年 754 家相比，增长 37.69%，其中运营的园区 857 家，在建的园区 240 家，规划的园区 113 家。从调查结果来看，目前我国物流园区以自主经营方式居多，园区业务功能日趋全面，增值服务收益稳步上升，园区服务范围逐渐扩大，功能日趋完善，集聚和辐射效应持续增强。

产业政策方面，2013 年 9 月 30 日，国家发改委发布了《全国物流园区发展规划（2013~2020 年）》（以下简称“《规划》”）。《规划》中提出，全国物流园区总体布局的基本思路是根据物流需求规模、综合交通体系规划和区域产业发展规划等因素，确定物流园区布局城市、物流园区建设数量、规划布局和用地规

模，因地制宜、合理确定物流园区的发展定位、功能布局、建设分期、配套要求等。预计到 2020 年，基本形成布局合理、绿色高效的全国物流园区网络体系。

总体看，行业政策长期向好，物流业战略振兴规划的出台和实施细则的逐步推出实施，将引导物流业走上中长期稳定发展的轨道。

3. 集成房屋

（1）行业概况

集成房屋业务是指开发、制造、销售、租赁集成化的轻钢结构房屋。集成房屋行业在中国尚属起步阶段，建筑工地临时办公和住宿是目前国内主要应用领域，行业总体仍处于成长期。国际市场需求旺盛，出口市场增长迅速。据联合国统计，每年因地震、海啸、飓风等自然灾害造成的灾后重建需集成房屋约 150-300 万套，约合 3.75 亿平方米建筑面积。行业发展前景良好。

从产品类别看，建筑临建房产品基本处于成熟期，市场已处于完全竞争状态，行业利润率已接近社会平均利润率；其它类型如农业、商业公用、旅游、军事类集成房屋尚处于发展初期。

从行业特征来看，行业门槛不高，竞争激烈，呈区域性特征。随着活动板房市场需求量的逐年放大，市场进入者增多，竞争加剧，各区域均已形成一些区域性企业参与市场竞争，区域市场的价格竞争日趋白热化。

近年来，随着中国经济进入新常态，固定资产投资增速不断下降，集成房屋的市场需求有所萎缩，给企业的盈利能力造成较大影响，客观上要求企业在巩固传统市场的基础上，加快培育新业务和积极开拓国际市场。

（2）行业关注

竞争激烈，行业利润受到压缩

由于初始资金、技术要求不高，行业准入门槛较低，国内集成房屋行业继续呈现“小、散、乱”的问题。进入该行业的企业数量不断

增长，竞争日益加剧。许多中小型企业不断以低价进行恶性竞争，加剧了行业的粗放发展；价格竞争以及人工成本的上升将使行业整体利润空间受到压缩。集成房屋行业较低的市场集中度和价格竞争态势使得其对客户的议价能力较弱。由于原材料需求总量不大，集成房屋行业对钢材等原材料供应商的议价能力整体上一一直处于弱势。

行业发展不平衡

集成房屋行业在中国起步较晚，目前大部分产品都是应用于房地产、基础建设项目（包括地铁、铁路、公路等）建设工地的临时建筑，其他市场尚待开拓。受经济发展水平及用户使用习惯的影响，国内各区域对活动房屋的认识和使用处于不同的发展阶段。从产品应用区域看，华南区处于平稳成熟期，华北、华东区处于成长期中期，西南区处于成长期初期，其他区域还处于导入期，行业整体处于成长期。

4. 区域经济发展概况

公司注册地位于广东省深圳市，深圳所处的珠江三角洲地区是中国改革开放的先行地区，是中国重要的经济中心区域。珠三角地区毗邻港澳的区位优势，率先建立开放型经济体系，成为中国外向度最高的经济区域和对外开放的重要窗口。

深圳目前集中了全国 90% 的供应链公司，是全国供应链管理行业的领军者。仅仅 10 年多的时间里，在市场与政府两只手的强力推动下，深圳市探索发展出一个新兴业态，涌现出一批技术和管理模式创新型企业，打造出“四流合一”的一站式服务平台和紧跟全球潮流的商业模式，大大加快了物流贸易行业转型升级的步伐，对整体产业和广大中小企业转型升级的引领和带动作用不断增强，展现出巨大的市场发展空间潜力。

2015 年，深圳市实现生产总值 17502.99 亿元，比上年增长 8.9%。其中，第一产业增加值 5.66 亿元，下降 1.7%；第二产业增加值 7205.53

亿元，增长 7.3%；第三产业增加值 10291.80 亿元，增长 10.2%，二三产业结构由上年的 42.6:57.4 调整为 41.2:58.8。全年全市规模以上（下同）工业增加值 6785.01 亿元，同比增长 7.7%。全年全市固定资产投资 3298.31 亿元，增长 21.4%，增速创自 1999 年以来连续 17 年新高。

《深圳市国民经济和社会发展的十三五规划建议》中提出“十三五”期间要显著提升深圳的综合经济实力，发展方式实现根本性转变，成为中国经济“升级版”的标杆。到 2020 年，GDP 总量达 2.6 万亿元左右。现代产业体系核心竞争力进一步提升，高新技术、金融、物流、文化“四大支柱产业”地位更加巩固，战略性新兴产业引擎作用更加突出，服务业高端化特征更加明显，未来产业初具规模，传统优势产业实现转型升级。金融中心、国际物流枢纽城市功能显著增强，成为重要的生产要素配置中心、信息资源交流中心和高端商务活动聚集地。湾区经济形态和布局得到强化，成为粤港澳大湾区的战略枢纽城市。

总体上看，深圳市经济良好的发展前景将为公司持续稳定发展奠定基础。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年 9 月底，公司注册资本 90000 万元人民币，其中招商局控股持股 36.52%、深圳市投资控股有限公司持股 26.10%、广东省广业投资控股有限公司持股 23.49%、中海油控股持股 7.83%、香港黄振辉投资有限公司持股 3.92%、中国近海石油服务（香港）有限公司持股 1.64%、银川有限公司（招商局国际有限公司下属子公司）持股 0.50%。招商局控股为公司第一大股东，公司无实际控制人。

2. 企业规模

公司是国内最早一批成立的股份制公司之一，从开发经营赤湾港口、石油基地起步，现已发展成为一家以海洋石油后勤服务和物流园

区、房地产开发、集成房屋体系、综合物流为核心产业的跨行业、跨地区经营的综合性大型企业集团，集团拥有赤湾 3.4 平方公里土地，在全国拥有 32 个工业园，土地储备上万亩。

南山开发和控股子公司遍布全国，其中，深基地和南山控股为上市公司。2014 年 12 月，赤湾被划入广东省自贸区前海-蛇口片区，公司迎来了新的发展机遇。

3. 人员素质

截至 2016 年 9 月底，公司现有高级管理人员 7 人，包括总经理 1 人、副总经理 3 人（其中 1 人兼任财务总监）、总工程师 1 人、运营总监 1 人和高级顾问 1 人，均具有较长的行业从业经历和较高的专业水平。

公司董事长王志贤先生，51 岁，硕士学历。历任海虹老人牌涂料公司销售部经理，招商局国际有限公司工业管理部副总经理、企业规划部总经理，深圳妈湾港务有限公司副总经理，宁波大榭招商国际码头有限公司董事长兼行政总裁，招商港务（深圳）有限公司，深圳海星港口发展有限公司董事总经理。现任招商局国际有限公司董事副总经理，中国南山开发（集团）股份有限公司董事长。企业管理经验丰富，领导能力强。

公司总经理田俊彦先生，55 岁，华中科技大学工商管理硕士学位。曾任华中科技大学管理学院讲师、副教授，自 1995 年起历任公司研究发展部总经理、赤晓企业总经理等职务，对公司整体状况十分熟悉，具有丰富的企业管理经验和较高的管理水平。

截至2016年9月底，公司共有在职员工6012人。从岗位构成来看，生产人员占51.5%、销售人员占8.9%、管理人员占14.6%、研发及技术人员占9.7%、财务人员占5.7%、其他人员占9.6%；从教育程度来看，硕士及以上学历占4.2%、本科学历占22.2%、大专及大专以下占73.6%；从年龄构成来看，30岁以下的占32.3%、30至40岁的占35.7%、40至50岁的占24.9%、50岁以上

的占7.1%。

总体看，公司高层管理人员管理经验丰富；公司员工以生产人员为主，岗位布局合理，符合公司发展情况。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司严格按照《公司法》、《证券法》和其他有关规定，不断完善公司治理结构，建立健全内部控制制度，持续深入开展公司治理活动。

公司设有股东大会、董事会及监事会。董事会受股东大会委托，代行股东大会职权，公司实行董事会领导下的总经理负责制。公司董事会由七名董事组成，各股东分别委派一人，以其代表的股份份额行使表决权。公司监事会由5位监事组成，其中2人由公司职工代表担任，其产生和罢免由公司职工民主决定；另外3人为股东代表，由前三大股东各推选1名。总体看，公司股权结构合理，董事会和监事会的组成与职能设置兼顾权利和效率，法人治理结构完善。

总体来看，公司治理结构清晰明确，职能部门设置合理，内部职责分工明晰，组织结构设置能够满足公司经营管理的需要。

2. 管理水平

近年来，公司不断优化组织结构，目前公司下设办公室、企业管理部、研究发展部、人力资源部、财务部、审计部、规划建设部、房地产部、社会工作部、信息管理部 10 个职能部门，各部门职能明确。

对下属企业管理方面，公司制定了《中国南山开发集团主要管理原则及各级组织职能纲要》，明确企业各层级企业经营管理的责权关系。公司作为控股母公司，主要负责确定投资方向和资源配置，公司各业务平台主要负责投资策划与管理，公司各业务平台下属公司主要负责生产经营。公司对各业务平台采取直接调控管理体制，依据公司行政管理架构，在公司

董事会、总经理班子领导下，通过总部职能部门对所属企业行使集团集中、统一、协调的经营管理。公司对所属参资企业采取董事会制管理体制，按照有关公司管理法规要求，通过公司委派董事依法行使与维护股东权益，履行股东的产权经营管理责任，贯彻实施公司经营方针与战略规划。

战略管理方面，公司制定中长期规划，以确定公司在规划期内的发展方向、发展目标、发展水平及保障措施等整体战略，合理配置资源，实现规模效益与结构效益。公司中长期规划时限为五年，每年对中长期规划实施动态管理，根据内外部情况的变化制定进行适当的调整或修订。公司年度计划和项目投资方案等阶段性、局部性的策略和措施的制定与公司中长期规划相协调。

投资决策管理方面，公司的基本原则是：权限集中、逐级负责、统筹兼顾、科学决策。一切投资项目均必须严格执行项目申报、项目初评、项目论证、项目审核、项目审批的审批基本程序。公司下属企业均享有投资项目建议权，投资项目的策划权一般集中于各业务平台。公司设立了投资审核委员会，协助公司总经理办公会进行项目审批工作。

财务和资金管理方面，公司建立了完善的财务预算管理、监督和分析制度，实行制度化、规范化、经常化的财务预算与分析。公司通过中开财务有限公司对集团内子公司实行财务资金集中管理；通过集团财务部对集团内外部融资进行统一管理；公司整体资金调用力度和利用率较高。

内部审计方面，公司专门设立审计部，对公司的财务支出、经济活动及其经济效益进行内部审计监督，采用对子公司的年度例行内部审计和对参股公司的各股东联合审计的方式实现了公司治理结构对经营风险的监督控制要求。公司内部审计和内部控制机制较完善，能够有效控制财务风险。

人力资源管理方面，公司注重人才引进与

员工队伍的建设，全面推行“人才强企”战略。公司确定了“因事定位，以位聘人”的制度，根据实际需要选择适合人才，使岗位要求层次与人才实际能力相匹配，在机构设置和人员编制等方面做到精简高效，以降低用工成本。公司深入开展与业绩绩效紧密挂钩的分配体制改革，制定并出台了《中国南山集团总部员工绩效考核办法》等一系列规章制度，充分激发了广大员工和管理人员的积极性。

综合以上，公司法人治理结构完善，整体运作规范，管理水平较高，管理风险较低。

七、重大事项

1. 终止吸收合并

深基地于2016年7月2日发布《中国南山开发（集团）股份有限公司关于子公司深圳赤湾石油基地股份有限公司被吸收合并入新南山控股（集团）股份有限公司的公告》，披露南山控股拟向深基地所有换股股东发行股票交换股东所持有的深基地B股股票，本次换股吸收合并完成后，深基地将终止上市并注销法人资格，南山控股将承继及承接深基地的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。2016年7月28日，国务院国资委批准本次交易，2016年8月22日，商务部原则同意南山控股吸并深基地交易方案，2016年8月30日，深基地收到证监会关于本次交易申请文件的受理通知书。

由于本次交易所可能涉及的相关政策尚未明确，深基地、南山控股需要落实相关事宜。鉴于上述情况，经深基地和南山控股董事会研究，向证监会提出本次行政许可项目中止审核的申请。2016年10月17日，深基地收到《中国证监会行政许可申请终止审查通知书》（161271号），证监会根据《中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定》第二十四条的有关规定，决定同意深基地及南山控股提出的中止审查申请。联合资信将对此次事项的后

续进展保持关注。

2. 雅致股份重大重组

2015年,公司下属子公司雅致集成房屋(集团)股份有限公司(以下简称“雅致股份”)完成了重大资产重组,通过发行股份购买资产以及配套融资,将公司房地产业务注入雅致股份,公司房地产业务直接融资能力获得提升。

重大重组之前,雅致股份为赤晓企业有限公司(以下简称“赤晓企业”,南山开发之全资子公司)的子公司,赤晓企业持股48.77%,为控股股东。2015年5月,雅致股份向南山开发以人民币3.66元/股的价格发行普通股1139755018股的方式购买南山开发直接及间接持有的深圳市南山房地产开发有限公司(以下简称“南山地产”)100%股权,南通房地产开发有限公司(以下简称“南通地产”)100%股权以及上海新南山房地产开发有限公司(以下简称“上海新南山”,上海南山房地产开发有限公司持股80%,上海南山房地产系公司全资子公司)80%股权,构成重大资产重组。2015年6月17日,该重大资产重组发行的股份上市。

2015年7月,雅致股份以8.81元/股的价格向特定投资者发行普通股157775255股,配套资金净额(扣除发行费用)人民币

1342607166.47元,2015年8月5日发行股份上市。以上募集资金的到位情况已经天健会计师事务所(特殊普通合伙)审验,并出具了天健验【2015】3-78号验资报告。

本次发行股份购买资产以及配套融资发行后,雅致股份总股本1877530273股,南山开发持股50.03%,为雅致股份控股股东;赤晓企业股权稀释至15.07%;上海南山房地产开发有限公司持股10.68%。雅致股份控股股东由赤晓企业变更为南山开发。2015年11月,雅致股份更名为南山控股,母公司和最终控制人为南山开发。本次重组实施完成后,房地产开发业务与集成房屋业务将成为南山控股的两大主营业务。

八、经营分析

1. 经营现状

公司的主营业务为集成房屋、房地产开发和石油后勤服务及仓储物流。2014年以前,公司是以集成房屋制造为主,石油后勤服务和房地产开发并举的企业。近年来,受到国内经济低迷以及基础设施建设投资减缓影响,公司集成房业务持续亏损,使得公司该板块业务持续萎缩。2014年以来,公司的房地产开发业务已经成为对公司收入贡献最大的业务板块。

表1 2013~2016年9月底公司营业收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2013年			2014年			2015年			2016年1-9月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
房地产开发	18.41	30.64	14.57	31.56	46.54	21.86	37.92	52.21	20.97	35.56	55.93	29.46
石油后勤服务及仓储物流、海洋工程服务	13.44	22.38	34.46	13.18	19.44	35.05	13.60	18.72	27.93	14.15	22.26	22.23
集成房屋体系	21.16	35.22	17.44	17.33	25.56	2.60	15.67	21.57	7.22	10.44	16.42	18.64
其他	7.07	11.77	28.08	5.74	8.46	42.68	5.45	7.51	45.85	3.42	5.38	54.73
合计	60.08	100.00	21.62	67.81	100.00	21.27	72.64	100.00	21.17	63.57	100.00	27.43

资料来源:公司提供

注:集成房体系收入包括雅致集成、船舶、塔机和赤晓企业本部收入;其他板块收入包括房地产租赁收入、电站售电收入、工程及监理业务收入和中开财务收入;房地产业务包含南山控股房地产业务以及半岛一号和海湾发展房地产业务。

2013~2015年,随着集成房屋业务收缩及业务转型,公司收入增长较为缓慢,主营业务收

入年均复合增长率为9.96%;2015年实现主营业务收入72.64亿元,同比增长7.12%,增长主要

来自房地产开发业务。从收入构成看，房地产业务近年来占主营业务收入的比重增长较快，从2013年的30.64%增至2015年的52.21%；集成房业务逐年萎缩，占主营业务收入的比重从2013年的35.22%降至2015年的21.57%；石油后勤服务及仓储物流、海洋工程服务近三年始终为主营业务收入贡献第三的业务，占主营业务收入的比重波动下降，从2013年的22.38%下降至2015年的18.72%。

毛利率方面，近三年，公司综合毛利率有所下降，分别为21.62%、21.27%和21.17%，2014年的下降主要由集成房业务亏损所致。分板块来看，由于深基地近年在建项目较多，成本的提高致使石油后勤服务及仓储物流、海洋工程服务板块近年来毛利率持续下降，由2013年的34.46%下降至2015年的27.93%；房地产开发板块的毛利率近年来波动增长，主要受益于房地产市场向好以及公司上海、苏州项目交付，2015年毛利率为20.97%；集成房屋的毛利率波动下降，三年分别为17.44%、2.60%和7.22%，2014年大幅下降主要因公司集中处置了集成房业务的租赁资产，进而影响了新品销售与租赁业务所致，2015年毛利率的上升主要因公司压缩固定资产以及钢材的价格大幅下降所致；其他业务毛利率增长较快，近三年分别为28.08%、42.68%和45.85%。

2016年1~9月，公司营业收入同比增长63.97%至63.57亿元，占2015年的87.51%。其中，石油后勤服务及仓储物流、海洋工程服务实现营业收入14.15亿元，同比上升41.08%，占营业收入的比重为22.26%，主要因公司推进车队业务增长所致；房地产开发业务实现营业收入35.56亿元，同比增长106.90%，占营业收入的比重为55.93%，主要因项目结算集中所致；集成房屋业务实现收入10.44亿元，同比下降11.30%，占营业收入的比重为16.42%。2016年1~9月，公司综合毛利率为27.43%，同比提高7.3个百分点；石油后勤服务及仓储物流、海洋工程服务毛利率为22.23%，较上年同期减少4.61个百分点；房地产开发业务毛利率为29.46%，同比上升15.5个百分点；集成房业务毛利率

18.64%，同比增长6.35个百分点。

总体看，在房地产业务的带动下，公司收入规模稳步增长，盈利能力保持稳定。

2. 房地产开发

2015年重大重组之前，公司房地产业务主要通过子公司南山地产经营。2015年重大资产重组后，南山地产、南通地产和上海新南山注入南山控股，房地产业务的主要经营主体变更为南山控股。

资产重组后，南山控股业务以房地产开发为核心，同时结合集成房屋和船舶舾装等业务。南山控股房地产业务包含房地产开发、销售和物业管理。南山控股在着力于实现产品标准化系列化研发、快速复制、高周转规模扩张的同时，致力于围绕客户体验来设计产品和服务，打造公司核心竞争力。公司住宅产品曾获得诸多奖项，如南山檀香花园项目荣获“2011-2012年度第九届苏州十大明星楼盘”、“2012年度苏州值得期待楼盘”、“2013年江苏省文明工地”；南山金城家园项目荣获“2010-2011”年苏州十大明星楼盘”等。

截至2015年底，南山控股资产总额113.85亿元，所有者权益59.73亿元，全年营业收入48.83亿元，同比增长3.54%，利润总额4.08亿元（2014年-5.29亿元）。

（1）项目开发运营

公司在建项目主要为自营。2013~2015年，公司新开工面积波动下降，分别为30.35万平方米、25.34万平方米和24.74万平方米；2014年，受到全国库存压力较大影响，公司新开工面积有所放缓。公司从拿地到开工一般需要一年左右时间，近年来随着项目周转速度有所提升，竣工面积年均复合增长88.26%；其中2015年竣工面积55.22万平方米，同比增长94%。2016年1~9月，公司房屋新开工面积为3.61万平方米，为2015年的14.60%，主要因2015年拿地较少所致。截至2016年9月底，公司主要在建房地产项目面积309.15万平方米，开发规

模维持较高水平。

表 2 近年来公司房地产开发主要指标
(单位: 平方米)

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
新开工面积	303546.00	253436.20	247360.00	36118.80
房屋竣工面积	155802.00	284632.00	552179.37	--
可售面积	253267.00	280375.00	230096.37	128605.22
本年签约面积	207363.00	227859.00	359658.15	297730.22
本年结算面积	191740.08	207579.28	362649.65	255505.17

资料来源: 公司提供

注: 2016 年房屋竣工主要集中在第四季度。

产品定位方面, 公司房地产开发产品主要为商品住宅开发, 住宅项目定位于刚需和首改客户群体。2013~2015 年, 受益于签约面积较快增长, 南山控股房地产开发收入年均复合增长 48.77%, 三年实现房地产开发收入分别为 16.32 亿元、29.81 亿元和 36.12 亿元。

表 3 2013 年~2016 年 9 月底南山控股房地产业务收入
(单位: 亿元、%)

2013 年			2014 年		
收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
16.32	43.54	22.30	29.81	63.21	--
2015 年			2016 年 1~9 月		
收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
36.12	73.99	20.64	32.24	79.82	28.89

资料来源: 公司提供

注: 2014 年数据为追溯调整后数据, 占比表示南山控股房地产业务收入占南山控股营业收入比重。

区域分布方面, 华东区域为公司发展的重点区域。2013~2015 年, 华东区域(南通、苏州和上海)房地产结转收入占比有所下降, 分别为 76.91%、76.62%和 75.86%; 华南地区占比亦有所下降, 三年分别为 13.58%、6.97%和 4.75%; 华中地区的销售比重有所上升, 三年分

别为 9.51%、16.41%和 19.39%。

表 4 公司房地产开发结转收入区域分布
(单位: 亿元、万平方米、%)

2013 年				
地区	主营业务收入	占比	结算面积	占比
华东	14.16	76.91	14.68	76.58
华中	1.75	9.51	2.92	15.23
华南	2.50	13.58	1.57	8.19
合计	18.41	100.00	19.17	100.00
2014 年				
地区	主营业务收入	占比	结算面积	占比
华东	24.18	76.62	12.76	61.47
华中	5.18	16.41	6.53	31.45
华南	2.20	6.97	1.47	7.08
合计	31.56	100.00	20.76	100.00
2015 年				
地区	主营业务收入	占比	结算面积	占比
华东	28.77	75.86	26.36	72.70
华中	7.35	19.39	7.83	21.59
华南	1.80	4.75	2.07	5.71
合计	37.92	100.00	36.26	100.00

资料来源: 公司提供

注: 华东地区主要是上海、苏州、南通地区; 华中地区主要是长沙; 华南地区主要是惠州。

销售方面, 公司下辖项目以自主销售和代理销售相结合的方式销售。近年来受益于房地产市场的发展, 公司房屋销售面积、实际销售金额均呈逐年增长态势。2013~2015 年, 公司实现房屋销售面积分别为 20.74 万平方米、22.79 万平方米和 35.97 万平方米, 年复合增长率为 31.69%; 同期, 销售金额分别为 25.29 亿元、28.98 亿元和 38.75 亿元, 年复合增长率为 23.78%。销售价格方面, 近三年合约销售价格呈下降趋势, 年均复合下降 5.89%; 其中 2015 年销售均价为 1.08 万元/平方米, 同比下降 15.75%, 主要系长沙、南通等项目所占比重上升, 但售价相对较低所致。2016 年 1~9 月, 公司实现房屋销售面积 29.77 万平方米, 是 2015 年的 82.78%; 销售额 41.02 亿元, 是 2015 年的 105.84%, 同期销售均价 1.38 万元/平方米, 较 2015 年有所提高, 主要系上海、苏州销售价格快速上涨所致。

表5 近年来公司房地产开发投资和销售主要指标

项 目	2013	2014	2015	2016年 1~9月
房地产开发完成投资(万元)	209170.00	317778.00	167481.00	378145.10
房屋施工面积(平方米)	571274.00	631059.37	330310.00	358940.00
房屋销售面积(平方米)	207363.00	227859.00	359658.15	297730.22
实际销售额(万元)	252941.00	289779.00	387549.87	410198.27
净利润(万元)	17115.68	45919.91	64538.08	66809.87

资料来源：公司提供

截至2016年9月底，公司主要在建房地产项目建筑面积总计309.15万平方米，预计总投资为210.59亿元，截至2016年9月底已投资129.02亿元，尚余投资81.57亿元，计划分别于2016年10~12月、2017年、2018和2019年投资4.05亿元、19.36亿元和14.84亿元和10.91亿元。

表6 截至2016年9月底公司主要在建房地产项目(单位：亿元、平方米)

项目名称	区域分布	项目概况	规划建筑面积	计划总投资	资金筹措方案		截至2016年9月底已投	2016年10-12月	2017年计划	2018年计划	2019年计划
					贷款	自筹					
合肥美食公园-徽乡食镇	合肥汤池	旅游地产	38514.00	3.30	--	3.30	1.07	0.09	1.05	0.35	0.16
南通尚品名邸	南通港闸区	住宅、商业	270299.00	22.98	--	22.98	12.09	0.20	2.17	1.83	1.06
苏迪亚诺	长沙望城区	住宅	395000.00	13.60	--	13.60	12.63	0.26	0.56	0.08	0.00
雍江汇	长沙岳麓区	住宅	215588.00	17.06	1.90	15.16	15.89	0.39	0.20	0.26	0.00
白鹤天池	长沙岳麓区	住宅	441000.00	26.23	--	26.23	4.08	0.18	3.60	5.00	7.09
南山维拉	苏州吴中区	住宅	487520.00	42.95	--	42.95	20.27	0.46	5.83	5.62	2.53
南山水语金城	苏州高新区	住宅	357779.00	33.38	3.40	29.98	25.68	0.57	1.98	1.21	0.05
南山雨果	上海青浦区	住宅	159028.00	28.39	3.41	24.98	26.11	0.17	0.20	0.14	0.00
山语海	深圳南山区	住宅	65926.00	14.03	4.39	9.64	5.10	0.37	2.55	0.35	0.02
宝湾国际广场(合肥宝湾二期项目)	合肥长丰	商业服务	660848.00	8.67	--	8.67	6.10	1.36	1.22	--	--
合计	--	--	3091502.00	210.59	13.10	197.49	129.02	4.05	19.36	14.84	10.91

资料来源：公司提供

注：合肥宝湾二期项目在建商贸物流园项目主要用于销售，包括物流园区建材家居、汽车等业态的品牌总部、展览馆等，非住宅或写字楼销售

截至2016年9月底，公司主要在建房地产项目苏州、深圳、长沙和合肥的在建面积占比分别为27.34%、2.13%、34.01%和22.62%；一线城市在建面积占比为7.28%。从投资规模看，苏州、上海和长沙在建项目投资规模较大，2016年9月底总投规模占比分别为36.25%、13.48%和27.01%。

总体看，公司房地产业务保持稳步增长趋势，项目分布主要位于苏州、上海和长沙，区

位分布有一定优势，有利于抵御国内房地产行业调整的风险。

(2) 土地储备

拿地方面，公司采取谨慎的拿地原则；项目取得前，经过地产投委会上报地产办公会后由集团批准方可拿地。公司主要通过招拍挂等方式获得土地储备。2013~2015年，公司新增土地储备规模有所下降，分别为9.48万平方米、24.87万平方米和6.32万平方米，2015年

因土地价格持续上升，公司拿地较少，新增地块为合肥旅游地产用地，价格相对较低。2013~2015 年，公司土地购置支出分别为 6.1 亿元、20.2 亿元和 0.85 亿元，分别占当期签约销售金额的 24.12%、69.71%和 2.19%。同期，公司新购置土地均价分别为 0.28 万元/平方米、0.32 万元/平方米和 0.13 万元/平方米。近三年，公司签约销售均价为 1.22 万元/平方米，1.27 万元/平方米和 1.08 万元/平方米。

2016 年 1~9 月，公司新增土地规模 9.51 万平方米，购地支出 26.93 亿元，新增土地楼面均价约 1.42 万元/平方米，主要来自苏州项目的获取。

表 7 近年来公司新增购置土地情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
购置土地面积（万平方米）	9.48	24.87	6.32	9.51
购置土地均价（万元/平方米）	0.28	0.32	0.13	1.42
购置土地支出（亿元）	6.10	20.20	0.85	26.93

资料来源：公司提供

截至2016年9月底，公司土地储备总建筑面积110.15万平方米，预计可供未来3~4年开发销售。从城市分布来看，公司土地储备以苏州、长沙、南通区域为主。

总体看，近年来公司保持审慎的土地获取策略，区域聚焦于核心二线城市，土地储备充足。公司部分土地取得成本较低，但开发周转率相对较低，使得公司2015年房地产开发业务毛利率20.97%，处于业内平均水平。

3. 集成房业务

2015 年重大重组之前，公司的集成房业务由赤晓企业及其下属子公司雅致股份经营，重大重组后，该业务由南山控股旗下事业部雅致集成（前雅致股份）、华南建材、海邻机械以及南山开发全资子公司赤晓企业经营。

近年来，受制于国内固定资产投资放缓、集成房下游需求减少，雅致集成业务收缩较快。2013~2015 年，雅致集成收入分别为 14.1

亿元、9.00 亿元和 5.46 亿元，占公司集成房业务收入比重分别为 66.64%、51.93%和 34.84%，始终为集成房业务占比最大的收入来源。此外华南建材的板、门和赤晓企业的钢结构产品为该板块收入的补充，2015 年对收入的贡献分别为 36.12%和 23.66%。

雅致集成的业务为集成房屋的生产、租赁、销售，近年来渐渐拓宽至营地项目整体解决方案，目前为国内集成房屋行业龙头，公司在中国华南、华东、华中、西南、西北、华北等全国范围内拥有6个生产制造基地，产品的销售及服务网络覆盖全国近百个重点城市，年生产能力达到300万平方米。通过实施以珠江三角洲、长江三角洲和环渤海湾区域为中心的三大区域城市群带发展以及其它区域中心城市的发展战略，公司产品和销售服务网络遍布中国200多个重点城市和地区，产品远销港澳、东南亚、南亚、中亚、中东、非洲、拉丁美洲、澳洲等地区。

雅致集成的主要产品主要包括模方空间、雅居、易安居、打包箱、活动板房、特种集装箱、雅致配套等七大系列产品，使用领域为旅游营地、建筑工地、政府安置及各类商业活动临时用房等。公司主要产品K房、箱房和围墙始终保持着市场占有率第一的市场地位。

原材料采购方面，雅致集成所需原材料包括带钢、彩钢、油漆、玻璃棉、木夹板等，主要原材料占生产成本比重约为65%。从采购模式上看，公司采取集中招（议）标分散采购与集中招（议）标统一采购两种模式，集中招（议）标统一采购即对通用外购件由采购部根据招（议）标的相关原则与程序，确定入围供应商、采购范围、数量与价格进行统一采购。2015年两种采购模式占比分别为12%和78%。

在供应商集中度方面，雅致集成的供应商相对稳定，2015年前五大供应商占比24.61%，集中度一般。从采购价格来看，近年来随着钢价下降，公司主要原材料带钢、彩钢价格均有所下滑，2015年价格分别为2639元/吨和4594

元/吨；因近年来公司集成房业务萎缩，公司原材料采购量有所下滑。从结算方式看，公司对上游的付款期限一般为90天和120天，主要采

取银行存款现金和承兑汇票组合结算方式结算。

表8 雅致集成原材料采购（单位：吨、元/吨）

主要原材料		采购量				采购价格			
名称	占成本比重 (%)	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
带钢	27%	14307	8960	4054	3509	3470	3439	2639	2390
彩钢	23%	6750	4310	3800	3097	5781	5931	4594	4312
油漆	15%	10200	680	440	291	11398	12926	12610	14704

资料来源：公司提供

产品生产方面，公司集成房的生产模式为存货生产和订单生产结合，其中存货生产模式为各制造部根据销售计划、库存定额等要素采取精益、准时生产方式组织生产；订单生产模式为各制造部根据客户个性化需求采取准时生产方式组织生产。2015年两种生产模式占比分别占比88.50%和11.50%，以存货生产模式为主。公司集成房屋主要生产基地位于常熟和麻涌。

从产能产量来看，2013~2015年，雅致集成主要产品K房产能有所收缩，由2013年的25万平方米下降至2015年的10万平方米；同期，产能利用率分别为93.95%、84.60%和66.90%，产能利用率有所下降，主要系雅致集成业务收缩所致。

销售方面，公司采取直销销售模式。雅致在华东、华北、华南、西南、西北、新疆等区域建立分公司，主要负责落实营销策略、政策和计划。直销模式是根据公司发展的不同阶段，按照营销规划和营销升级的要求，针对重点客户和有重大影响力的行业客户由公司销售人员组建项目团队进行拓展与维护。

从销售区域上看，公司以国内销售为主，国内销售额占销售收入比重在80%以上。国内销售方面，公司销售客户在华东、华中、华北和华南等地区均有分布，其中华南地区是占国

内销售比重为30%左右。

从销售价格来看，2013~2015年雅致集成K房平均价格（含税）有所下滑，由2013年的520元/m²下降至2015年的480元/m²；同期雅致集成产销率均为100%，分别实现销售额12.21亿元、6.35亿元和3.21亿元。

从客户集中度看，2013~2015年，公司前五名客户合计销售收入占比在10%左右，销售集中度不高；下游客户主要为中建三局集团有限公司及其分公司，近三年保持稳定。

从结算方式看，雅致集成将客户分为三类，战略大客户的结算周期不超过6个月，B类客户结算周期不超过3个月，C类客户需全额预付款。主要结算方式为现金、银行存款和承兑汇票。

为应对集成房业务下游需求萎缩的情况，2015年，雅致集成围绕“旧品处置、业务转型”展开，采用各种方式处理消化了131.5万m²租赁资产，租赁资产规模由年初的147万m²压缩至15.5万m²，压缩比例达89.5%。

综上所述，2013~2015年，雅致集成的收入萎缩使得公司集成房业务收入有所下滑，三年复合下降13.95%，2015年收入15.67亿元；2014、2015年雅致集成毛利率为负拉动公司集成房业务毛利率下降至2015年的7.22%。由于雅致集成在2015年集中折旧，加之原材料采购

成本下降，使得雅致集成2016年1~9月毛利率转正（14%），由此拉动公司集成房业务毛利率有所上升至18.64%。

4. 石油后勤服务和物流园区业务

公司该板块的经营主体为深基地和深圳市赤湾东方物流有限公司（以下简称“东方物流”）。

深基地

石油后勤服务由深基地进行运营，深基地专门为中国南海海域从事石油及天然气勘探、开发、生产活动的作业提供全方位后勤服务，业务范围涵盖码头及堆场服务、海事后勤服务以及办公室出租管理等。近年来，中海油自营惠州基地全面运营，并且占据了中海油自营油田海上后勤服务的大部分市场份额，加之油价低迷，公司该板块业务持续下滑。

2013~2015 年，公司港口服务与装卸量大幅下降，年均下降 59.48%至 2015 年的 17.47 万吨；同期石油后勤仓库出租率和石油后勤堆场出租率同样呈下降趋势，2015 年两项指标分别为 65.48%和 72.64%。近三年，公司石油后勤服务收入年均复合下降 31.23%，2015 年实现收入 1.66 亿元，同比下降 51.03%；净利润 0.29 亿元，同比下降 80.13%；由于人工成本的提高，毛利率同比下降 7.12 个百分点至 27.93%。

表 9 近年来深基地主要经营指标完成情况表

项目	2013 年完成	2014 年完成	2015 年完成	2016 年 1~9 月完成
港口服务与装卸量（万吨）	106.40	82.70	17.47	9.94
石油后勤仓库出租率(%)	99.10	88.40	65.58	59.6
石油后勤堆场出租率(%)	99.00	95.10	72.64	73.09
物流园仓库出租率(%)	99.80	94.10	93.08	94.3
物流园延伸业务收入占比(%)	4.00	5.40	8.05	8.60

资料来源：公司提供

物流服务方面，宝湾物流是深基地的物流

服务品牌，是国内著名的物流园区开发商和运营商之一，经过 20 多年的发展，已经树立了良好的市场形象和品牌优势，与国内、国际重要客户建立了长期合作关系。近年来，在物流园区行业竞争的压力下，加上公司新园区投入运营处于招商阶段，宝湾物流出租率逐年递减，由 2013 年的 99.80%下降至 2015 年的 93.08%。从租金水平来看，近年来宝湾物流的平均租金波动下滑，由 2013 年的 31.06 元/月下降至 2015 年的 30.71 元/月。从仓库面积来看，公司仓库面积逐年增长，由 2013 年的 83.70 万平方米增至 2015 年的 130.20 万平方米；2015 年底公司在上海、天津、广州、武汉、成都、西安等 10 个城市拥有 12 个物流园项目，运营、在建、规划仓库面积约 430 万平米；2015 年公司签约包括绍兴滨海新城等在内的 6 个物流园项目（2014 年 7 个），签约土地面积 2000 亩左右；获得包括成都油气基地项目在内的项目共计 818 亩土地指标。截至 2016 年 9 月底，公司仓库面积 141.60 万平方米，其中除少数拿地时间较早外，均于 2016 年拿地，拿地成本较高，土地均为自持。2015 年以来，宝湾物流积极布局重点城市、重点网点的物流园区，致力于打造大物流产业，使得前期投资较多，对公司利润有一定影响。

表 10 2013 年~2016 年 9 月底宝湾物流合并物流园平均租金水平以及仓库面积情况（单位：元/m²、万平方米）

2013 年		2014 年	
平均月租金	仓库面积	平均月租金	仓库面积
31.06	83.70	33.80	104.70
2015 年		2016 年 9 月底	
平均月租金	仓库面积	平均月租金	仓库面积
30.71	130.20	30.40	141.60

资料来源：公司提供

结算方面，公司一般采用预收 1~3 个月费用或当月收取当月费用的方式。2013~2015 年，宝湾仓储物流板块收入年均复合增长 21.38%，2015 年实现收入 4.70 亿元。

截至 2015 年底，深基地资产总额 56.44

亿元，实现收入 6.50 亿元，同比下降 8.79%（2014 年同期收入增速为 3.10%）；归属于上市公司股东的净利润为 0.92 亿元，同比降低 58.07%；收入和利润的下降主要系石油后勤业务萎缩所致。深基地 2016 年 4 月 26 日公告 2015 年的分红计划，董事会决议因公司业务发展资金需求不断增长，当年度不进行现金分红和股本转增，全部用于公司运营及发展。截至 2016 年 9 月底，深基地资产总额 70.44 亿元，所有者权益 26.10 亿元；2016 年 1~9 月实现收入 5.01 亿元，同比增长 4.79%；利润总额 0.57 亿元，同比下降 53.24%；利润持续下滑一方面受到后勤业务持续萎缩的影响，另一方面因物流基地处于前期投入期，成本较高所致。

东方物流

东方物流也承担着南山开发的物流运输业务。东方物流系南山开发全资子公司，涉足物流园区经营，是一家集物流网络运营、供应链管理以及物流园区运作为一体，专业从事第三方物流、第四方物流服务的大型综合性现代物流企业。东方物流有自有车、挂靠车和外协车。

截至 2015 年底，东方物流在全国范围内设立 35 家分支机构，拥有园区及货运场站面积 100 万平方米。自有牵引车 580 台，槽罐车 225 台，半挂车 637 台，集装箱 203 个，东方物流长期合作的外协车辆近 3000 台。

截至 2015 年底，东方物流资产总额 7.30 亿元，全年营业收入 7.52 亿元，同比增长 24.40%；净利润 0.35 亿元，同比增长 168.56%，完成年度计划的 103.90%。截至 2016 年 9 月底，东方物流实现营业收入 9.35 亿元，同比增加 3.96 亿元；毛利率同比下降 1.62 个百分点至 6.83%，主要系东方物流实施大车队战略，收入上升，但成本有所提高所致。2016 年，东方物流提出大车队战略，即甩挂运输模式：通过车头与车架分离的运输模式、在重点区域布局集散网点，达到增强运力、降低客户成本的服务效果。

目前，公司仓储物流服务面临一定冲击：

近期普洛斯等国际巨头的不断扩张以及菜鸟、平安和万科为代表的新进入者快速布局，高端仓储业近几年的高出租率伴随着租金价格持续上涨的业态难以持久，空仓现象在 2015 年有所体现，为公司经营带来一定风险；同时平均租金下降、土地取得成本提高也为公司经营带来一定挑战。考虑到公司物流园在全国热点城市已铺开网络，且公司具备一定的物流园运营经验，宝湾物流和东方物流品牌效益明显，有利于抵御一定的行业风险。

5. 经营效率

2013~2015 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数均有所增长，三年均值为 6.64 次和 0.30 次，2015 年销售债权周转次数和总资产周转次数分别为 7.26 次和 0.30 次；近三年，公司存货周转次数持续下降，三年均值为 0.75 次，2015 年为 0.71 次。

总体看，公司整体经营效率尚可，存货周转率偏低。

6. 未来发展

（1）在建工程

目前，公司在建工程较多，规划总投资 38.85 亿元，截至 2016 年 9 月底累计投入 18.52 亿元，尚需投资 20.33 亿元。未完成投资主要有南山宝湾物流中心、天津滨港宝湾物流园等物流地产项目。

南山宝湾物流中心项目位于深圳市南山区赤湾片区，项目定位为中高档化写字楼（公司自持经营物业）。赤湾地区东北至港湾大道—松湖路—兴海大道，西北至妈湾电厂—小南山，东南至蛇口海岸线，西南至赤湾海岸线，总用地面积为 6.52 平方公里，对该片区的功能定位为集水陆运输、货物仓储、临港工业等多种功能于一体的综合性港区；该片区对外联系的道路系统包括疏港道路和城市主干道，疏港道路为区港联络道路系统，包括兴海大道、港湾大道—赤湾二路、右炮台路，城市主干道为

兴海大道；片区相应配套设施有购物商超、赤湾小学、赤湾公园等。整体看，该区位符合城市规划及产业导向，且交通便利，配套齐全。

南山宝湾物流中心项目 2014 年 7 月份启动，预计 2018 年即可投入运营期。项目建筑面积 8.10 万平方米，建筑用地面积 0.71 万平方米。预计项目未来总收入 45.69 亿元，项目落成后前三年收入分别为 3.58 亿元、0.33 亿元和 0.41 亿元。（因长期租赁计划第一年一次性收取租金，故第一年集中确认收入）

天津滨港宝湾物流园区项目为自持物流

园，占地面积约 360 亩，规划建设内容包括普通仓库、装卸平台、石油后勤服务仓库、堆场以及其他生活办公配套设施。面向天津滨海新区的临港经济及渤海油气资源开发提供综合物流服务和海洋石油后勤服务。项目预计 2017 年 7 月完工，预计未来平均年营业收入 1.25 亿元，30 年平均年净利润 5886 万元。

总体看，公司未来投资规模较大，融资需求较大，且多涉及物流园区项目，回款存在一定不确定性。

表 11 截至 2016 年 9 月底公司主要在建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至 2016 年 9 月底累计	2016 年 10-12 月份累计	截至到 2017 年累计	截至到 2018 年累计	截至到 2019 年累计
赤湾石油基地工作船码头扩建工程（东岸线深水码头项目二期）	1.81	1.23	-	1.46	1.81	-
南山宝湾物流中心项目	10.46	1.23	0.86	2.90	7.47	10.46
小南山隧道口 01-09 保障房项目	3.31	1.74	0.46	2.31	3.31	-
南山临港新城一期国际现代物流基地	3.65	2.04	0.12	3.65	-	-
镇江深基地物流仓储项目	3.62	2.90	0.27	3.17	3.62	-
无锡宝湾仓储设施建设一期工程	3.62	2.61	0.30	3.09	3.18	3.62
天津滨港宝湾物流园区	4.29	2.14	0.45	2.99	3.05	4.29
青岛胶州宝湾国际物流中心	3.14	0.83	1.20	2.93	3.06	3.14
嘉兴宝湾国际物流供应链中心（一期）	1.50	0.72	0.36	1.36	1.50	-
北京顺义新建车间项目（现代仓储物流库）	3.45	3.10	0.28	3.43	3.43	3.45
合计	38.85	18.52	4.31	27.28	30.43	24.96

资料来源：公司提供

（2）发展规划

公司未来将定位为以物流业为核心主业、以物业开发与运营为支撑业务、以金融投资与资产管理为创新业务，成为在核心产业领域具有影响力的企业集团。业务组合上明确“2+1”的方向，即：“中国领先的仓储与公路运输综合运营商”、“独具特色的住宅与产业地产开发运营商”两个实业平台，集股权运作、金融投资、传统业务管理、新业务培育为一体的“资产管理平台”。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2013~2015 年合并财务报告，大华¹会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对该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；2016 年第三季度财务报告未经审计。

¹ 2016年5月，中国证券监督管理委员会决定对大华会计师事务所（特殊普通合伙）、北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）、瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“瑞华”）、银信资产评估有限公司、辽宁元正资产评估有限公司、中和资产评估有限公司正式启动立案调查的行政执法程序。2016年6月，中国银行间交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布公告，经自律处分会议复审决定，给予瑞华公开谴责处分，责令瑞华及时改正，并暂停瑞华相关业务，期限为一年。

从合并范围看，2013 年，公司合并范围内子公司 10 家，2014 年，公司合并范围内子公司新增 3 家，2015 年，公司合并范围内子公司增加 1 家。截至 2016 年 9 月底，公司合并范围内一级子公司 14 家。近年来公司合并范围有所变动，对报表可比性有一定影响。

截至2015年底，公司（合并）资产总额256.01亿元，所有者权益107.29亿元（其中少数股东权益24.31亿元），2015年公司实现营业收入72.46亿元，利润总额13.61亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司（合并）资产总额 275.35 亿元，所有者权益 110.54 亿元（其中少数股东权益 25.66 亿元）；2016 年前三季度公司共实现营业收入 63.57 亿元，利润总额 10.28 亿元。

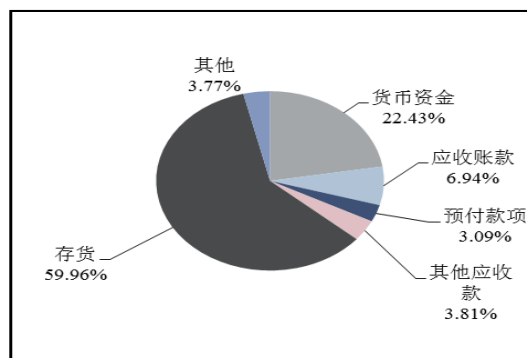
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产总额不断增长，年均复合增长率为 10.80%。截至 2015 年底，公司资产总额 256.01 亿元，同比增长 10.90%。从资产结构来看，近三年公司流动资产占比不断上升，由 2013 年的 56.23% 上升至 2015 年的 60.53%，公司资产结构始终以流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产不断增长，年均复合增长率为 14.94%。截至 2015 年底，公司流动资产合计 154.96 亿元，同比增长 13.35%，主要来自货币资金和存货的增长。2015 年底流动资产构成主要以货币资金（占 29.48%）、存货（占 48.08%）和其他流动资产（占 10.05%）为主。

图4 2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告整理

2013~2015 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长率为 16.12%。截至 2015 年底，公司货币资金 45.68 亿元，同比增长 51.73%，增长一方面来自房地产销售的现金流入，另一方面系南山控股发行股份收到现金所致。从构成来看，主要为银行存款（占 96.45%），其他为库存现金和其他货币资金。

2013~2015 年，公司应收账款有所下降，年均复合下降 7.50%。截至 2015 年底，公司应收账款 8.68 亿元，同比降低 8.57%。从账龄上看，1 年以内的应收账款占 68.70%，1~2 年的占 11.38%；应收账款部分账龄较长。截至 2015 年底，公司累计计提坏账准备 1.92 亿元，计提比例 18.14%，本年计提 0.33 亿元，转回即转销合计 0.02 亿元，其中按信用风险组合计提坏账准备的应收账款占 99.24%，计提坏账准备比例 17.70%。从集中度来看，应收账款前五名占比 7.66%，集中度低。

2013~2015 年，公司存货不断增长，年均复合增长 14.69%。截至 2015 年底，公司存货账面价值 74.51 亿元，同比增长 0.86%。从构成上看，存货主要为房地产的开发成本（占 67.79%）和开发产品（占 27.72%）等，变现能力较强。2015 年存货累计计提跌价准备 0.13 亿元，其中 2015 年计提 0.09 亿元，主要为对原材料以及产成品的计提。

2013~2015 年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长率为 40.01%。截至 2015 年底，公司其他流动资产 15.57 亿元，同比增长

18.05%。主要构成为银行理财产品（占88.44%）以及预交营业税金及附加费等。

非流动资产

2013~2015年，公司非流动资产有所增长，年均复合增长5.23%。截至2015年底，公司非流动资产101.05亿元，同比增长7.35%；主要构成以及增长来自：长期股权投资（占26.62%）、投资性房地产（占16.47%）、固定资产（占23.87%）和无形资产（占17.47%）。

2013~2015年，公司长期股权投资有所波动，年均复合增长率为0.97%。截至2015年底，公司长期股权投资26.90亿元，同比增长5.91%。本年增长部分主要来自联营公司投资收益的确认（联营公司深圳赤湾港航股份有限公司账面余额增加1.05亿元）；年末计提减值准备0.01亿元。

2013~2015年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长25.64%。截至2015年底，公司投资性房地产16.64亿元（成本法计量），同比增长9.50%，增长主要来自在建工程的转入。截至2015年底，投资性房地产累计计提折旧和摊销4.71亿元（2015年计提0.65亿元），未计提减值准备；未办妥产权证的投资性房地产账面价值5.23亿元。

2013~2015年，公司固定资产有所波动，年均复合下降2.14%。截至2015年底，公司固定资产账面价值24.12亿元，同比增长0.73%。从构成来看，主要由房屋建筑物及库房设备（占59.05%）和机械设备（占28.62%）等构成。截至2015年底累计折旧12.51亿元，累计计提减值准备1.44亿元，当期计提减值准备0.86亿元（融资租入的塔式起重机及其配件减值0.53亿元，集成房屋减值0.33亿元），因处置或报废集成房屋以及机械设备转出的准备1.05亿元。固定资产中，融资租入固定资产原价6.99亿元（塔式起重机及其配件占99.70%），累计折旧1.83亿元。

2013~2015年，公司在建工程波动中有所下降，年均下降12.01%。截至2015年底，公

司在建工程8.03亿元，同比增长16.66%，增长主要为当期物流园项目的投入，未计提减值准备。

2013~2015年，公司无形资产有所增长，年均复合增长率为8.42%。截至2015年底，公司无形资产17.65亿元，同比上升10.47%。无形资产主要为土地使用权（占98.02%），2015年购置2.23亿元，为当期无形资产增长的主要来源。截至2015年底，无形资产累计摊销4.87亿元，减值准备0.05亿元（全部为土地使用权的减值）。

截至2016年9月底，公司资产总额275.35亿元，较2015年增长7.55%，主要来自非流动资产的增加。从资产构成来看，流动资产占54.58%，非流动资产占45.42%，非流动资产占比较2015年有所上升，公司资产结构仍以流动资产为主。截至2016年9月底，公司流动资产150.28亿元，较2015年底降低3.02%，主要因货币资金和其他非流动资产下降所致；货币资金的下降主要是公司归还银行借款、购地支出和物流园投资支出增加所致。存货较2015年底增长20.93%至90.11亿元，主要因为随着在建项目推进房地产开发成本有所增加，应收账款较2015年底增长20.21%至10.43亿元，增长主要来自东方物流业务扩展，其中账龄在一年以内的占比71.20%，部分账龄较长，账龄较长部分主要为集成房业务应收，累计计提坏账准备2.03亿元。同期，非流动资产总额为125.07亿元，较2015年底增长23.76%，主要来自长期应收款、在建工程、无形资产和其他流动资产的增加；长期应收款4.46亿元，较2015年底增长760.18%，主要为成都地产项目拆迁款；在建工程13.77亿元，较2015年底增长71.41%，主要为物流园项目；无形资产23.91亿元，较2015年底增长35.48%，主要为2016年新购置的土地；其他非流动资产9.49亿元，较2015年底增长210.76%，主要为宝湾物流园土地保证金。

总体看，2013~2015年，随着公司房地产

业务在营收中占比逐渐增高，流动资产占比不断上升，公司资产结构以流动资产为主，流动资产中货币资金和存货占比较大，资产流动性较好。2016 年前三季度，资产规模有所增长，存货和在建工程有所增长，同时应收项目增长较快，均对公司资产流动性有一定影响。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益波动中有所增长，年均复合增长 9.82%。截至 2015 年底，公司所有者权益为 107.29 亿元，同比上升 23.00%，增长主要来自资本公积、未分配利润和少数股东权益的增加。截至 2015 年底，公司资本公积 22.02 亿元，同比增长 46.28%，主要因南山控股定增募集配套资金 13.43 亿元，归属于南山开发资本溢价为 7.30 亿元。从构成来看，实收资本占 8.39%，资本公积占 20.52%，其他综合收益占 -0.08%，盈余公积占 23.48%，未分配利润占 24.98%，少数股东权益占 22.66%；较 2014 年底变化不大。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益为 110.54 亿元，构成较 2015 年底变化不大。

总体看，公司所有者权益中，未分配利润和少数股东权益占比较大，所有者权益稳定性一般。

负债

2013~2015 年，公司负债总额不断增长，年均复合增长 11.52%。截至 2015 年底，公司负债合计 148.72 亿元，同比增长 3.56%，主要来自流动负债的增长。近三年，公司流动负债比重分别为 42.20%、46.56%和 63.68%，2015 年公司债务结构转为以流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长率为 36.99%。截至 2015 年底，公司流动负债 94.71 亿元，同比增长 41.35%，增长主要来自应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债的增加；上

述科目占流动负债的比重分别为 12.01%、31.50%、16.89%和 26.97%，为流动负债的主要构成。

2013~2015 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 41.12%。截至 2015 年底，公司应付账款 11.37 亿元，同比增长 106.47%，主要增长来自对供应商材料款（10.39 亿元），同比增长 122.32%。

2013~2015 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 27.38%。截至 2015 年底，公司预收账款 29.83 亿元，同比增长 63.72%，主要增长来自预收售房款（占预收账款比重 94.52%）。

2013~2015 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 24.58%。截至 2015 年底，公司其他应付款 15.99 亿元，同比上升 11.91%；从构成看，主要为应付合营/联营企业款（占 34.83%）、应付工程款（占 28.14%）、保证金及押金（占 12.76%）等。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 25.55 亿元（2014 年 0.86 亿元），主要增长来自公司 2011 年发行的两期中票 2016 年到期，合计 25.00 亿元，已纳入有息债务计算。

2013~2015 年，公司非流动负债波动中有所下降，年均复合下降 11.59%。截至 2015 年底，公司非流动负债 54.02 亿元，同比降低 29.49%，减少系应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。截至 2015 年底，公司非流动负债主要由长期借款（42.91%）、应付债券（31.76%）和递延收益（21.78%）构成。

2013~2015 年，公司长期借款波动下降，年均复合下降 24.29%。截至 2015 年底，公司长期借款 23.18 亿元，同比增长 13.8%，主要增长来自信用借款（13 亿元），同比增加 50.46%。

2013~2015 年，公司应付债券波动中有所增长，年均复合增长 12.55%。截至 2015 年底，公司应付债券 17.16 亿元，同比下降 59.71%，

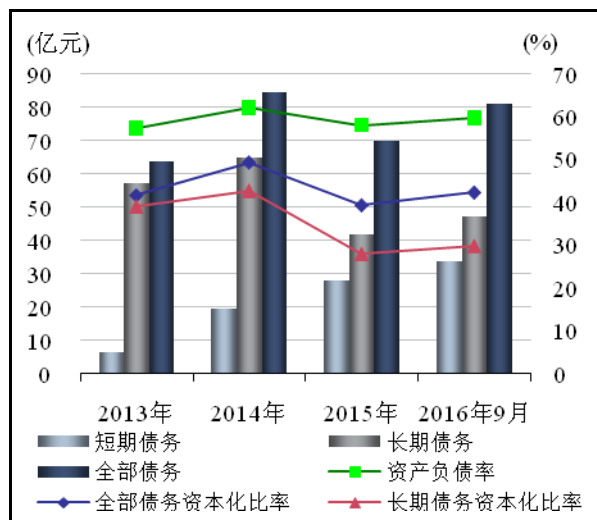
主要系公司 2011 年发行的两期中票 2016 年到期，合计 25.00 亿元。

2013~2015 年，公司递延收益有所波动，年均复合下降率为 0.16%。截至 2015 年底，公司递延收益 11.76 亿元，同比增长 5.61%，主要由与资产相关的政府补助（9.38%）和预收土地租金（90.62%）构成。

截至 2016 年 9 月底，公司负债合计为 164.80 亿元，较 2015 年增长 10.81%，增长主要来自短期借款、预收款项和长期借款的增加。短期借款为 19.14 亿元，较 2015 年底增长 216.23%；预收款项 38.23 亿元，较 2015 年底增长 28.16%，主要为房地产预收款；长期借款 35.13 亿元，较 2015 年底增长 51.55%。

截至 2016 年 9 月底，公司负债从构成看，流动负债占 64.15%，非流动负债占 35.85%，结构较去年底变化不大。

图 5 公司债务结构



资料来源：公司审计报告整理

有息债务方面，2013~2015 年，公司全部债务波动中有所增长，年均复合增长 4.79%，截至 2015 年底，公司全部有息债务总额 69.88 亿元，同比下降 17.49%，主要系大量短期借款到期所致。从构成看，短期债务占比 39.97%，长期债务占比 60.03%，公司债务以长期债务为主，债务结构较合理。

从债务指标来看，2013~2015 年，公司长

期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均有所下降，三年均值分别为 34.69%、42.84%和 59.18%，2015 年底上述指标分别为 28.11%、39.44%和 58.09%，整体看，公司债务负担较轻。

截至 2016 年 9 月底，由于银行长期借款和短期借款的增长，公司全部有息债务增至 81.24 亿元，较 2015 年底增长 16.27%，其中长期债务占比 58.20%，短期债务占比 41.80%，短期债务占比继续上升。债务指标方面，截至 2016 年 9 月底，长期债务资本化比率、全部债务资本化和资产负债率分别为 29.96%、42.36%和 59.85%，均较去年底有所上升。

总体看，2013~2015 年，公司有息债务规模波动中有所上升，债务负担有所加重。2016 年前三季度，公司债务规模继续上升，偿债压力增大，但整体债务负担仍较轻。

4. 盈利能力

2013~2015 年，在房地产以及物流板块拉动下，公司营业收入有所增长，年均复合增长率为 9.95%；同期，营业成本年均复合增长率为 8.79%，略低于营业收入增长；同时由于近年来土地增值税增加较快，使得公司营业利润率有所下降，近三年营业利润率均值为 21.36%，2015 年为 21.17%。

2013~2015 年，公司营业税金及附加快速增长，年均复合增长 34.56%，主要是公司土地增值税和营业税的增加所致。2015 年，公司营业税金及附加为 4.41 亿元，同比增加 9.24%。

期间费用方面，2013~2015 年，公司期间费用不断增长，年均复合增长率为 12.95%，其中财务费用随着公司有息债务规模的增长而不断增长，年均复合增速达到 24.47%；期间费用占营业收入的比重也不断上升，三年分别为 16.90%、17.50%和 17.84%，期间费用占比较高，对经营利润的侵蚀较大。2015 年公司期间费用为 12.96 亿元，同比增长 9.17%，

期间费用中，销售费用、管理费用和财务费用分别占比 20.71%、50.30%和 28.99%，占比变化不大。

2013~2015 年，公司资产减值损失波动增长，年均复合增长率为 20.10%。2013 年，公司资产减值损失仅为 0.74 亿元，2014 年，公司资产减值损失大幅增加至 2.51 亿元，主要系集成房屋大幅计提减值所致。2015 年，公司计提资产减值损失 1.07 亿元，同比降低 57.51%，资产减值损失主要为对机械设备减值准备的计提。

2013~2015 年，公司投资收益波动中有所下降，年均复合下降 8.1%。2013 年，公司投资收益为 13.10 亿元，主要来自于处置联营企业深圳赤湾港航股份有限公司 25%股权投资所得；2014 年，公司投资收益仅为 3.72 亿元，主要是当年公司未处置长期股权投资，相应投资收益较低。2015 年，公司获得投资收益 11.06 亿元，同比增幅长 197.67%，主要来自于 ①公司将参股的深圳平南铁路有限公司股权（20.60%）和债权转让于深圳市地铁集团有限公司，确认投资收益 5.98 亿元，现金已到账；②公司合营企业苏州招商南山地产有限公司（以下简称“苏州招商”）贡献投资收益 2.04 亿元，现金已到账；③公司合营企业深圳赤湾港航股份有限公司（公司参股 32.52%）贡献投资收益 1.73 亿元。公司投资收益占 2015 年全年利润总额的 81.26%，占比较大。总体看，近年来，公司投资收益在营业利润中占比较高，且绝大部分来自于处置股权投资所得，波动幅度很大，导致公司营业利润的稳定性较差。

2013~2015 年，公司营业外收入快速增长，年均复合增长率 14.97%。2015 年公司取得营业外收入 1.40 亿元，较 2014 年增加 0.18 亿元，其中政府补助 1.27 亿元，同比减少 0.06 亿元。

2013~2015 年，公司利润总额波动中有所下降，年均复合下降 7.05%。2015 年，公司

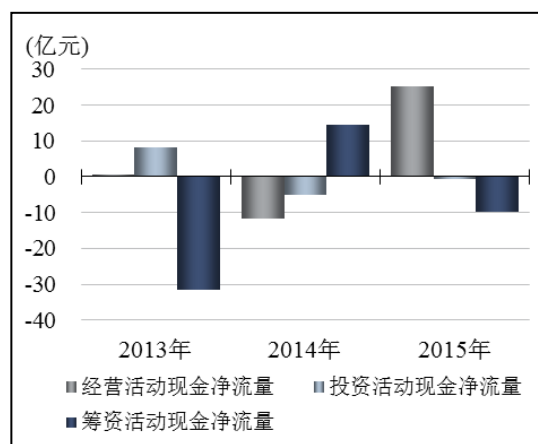
实现利润总额 13.61 亿元，同比上升 183.60%，增幅较大主要是 2014 年公司减值准备计提较大以及投资收益处于历年来较低水平使得 2014 年当期利润总额较低所致。受净利润大幅增长影响，公司当期总资本收益率和净资产收益率较 2014 年底提高较大，分别提高 4.13 个百分点和 6.48 个百分点至 7.96%和 9.36%。公司盈利能力好转。

2016 年 1~9 月，公司营业收入 63.57 亿元，为 2015 年全年的 87.52%；投资收益 2.17 亿元，营业外收入 0.59 亿元。实现利润总额 10.28 亿元，为 2015 年全年的 75.51%，同比增长 257.4%。公司营业利润率为 27.43%。

总体看，近年来，公司营业收入有一定增长，但期间费用增速快于营业收入增速，且期间费用占营业收入比重较高，对公司利润侵蚀较大；公司营业利润中投资收益占比高，投资收益的波动对营业利润影响很大。

5. 现金流

图 6 公司现金流分析



资料来源：公司审计报告整理

2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 0.72 亿元、-11.80 亿元和 25.26 亿元，波动幅度较大，2015 年现金流量净额由净流出转为净流入，主要是因为房地产预收款的增加以及房地产开发成本和开发产品同比去年大幅下降所导致。2013~2015 年，公司经营活动现金流入不断增大，年均

复合增长 13.82%；2015 年，公司经营活动现金流入合计 89.56 亿元，同比增长 26.05%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金 84.11 亿元。2013~2015 年，公司经营活动现金流出波动中有所下降，年均复合下降 3.05%，2015 年公司经营活动现金流出合计 64.30 亿元，同比下降 22.39%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 41.02 亿元，同比降低 27.49%。从收入实现质量来看，2013~2015 年，公司现金收入比波动中有所上升，分别为 107.60%、96.93%和 115.8%。2015 年由于公司房地产预售规模扩大，公司现金收入比较上年提高了 18.87 个百分点。

从投资活动来看，2013~2015年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为8.18亿元、-5.09亿元和-0.54亿元，现金流量净额由2013年的净流入转为净流出，主要是因为2014年以来公司投资支付的现金和支付的其他与投资活动有关的现金大幅增加所致。2013~2015年，公司投资活动现金流入波动中有所下降，年均复合下降3.93%，2015年公司投资活动现金流入100.37亿元，同比下降12.41%，下降主要来自收回投资收到的现金同比减少13.14亿元；投资活动现金流入中收到其他与投资活动有关的资金81.03亿元，主要为出售联营公司平南铁路收到大额转让款以及收回到期银行理财产品。2013~2015年，公司投资活动现金流出有所波动，年均复合增长率为0.17%。2015年，投资活动现金流出100.92亿元，同比降低15.68%，其中支付其他与投资活动有关的现金81.42亿元，同比降低21.98%。

筹资活动方面，2013~2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-3.16亿元、14.60亿元和-9.74亿元。公司筹资活动现金流入主要系取得借款收到的现金和发行债券收到的现金。公司筹资活动现金流出主要系偿还债务和分配股利、利润或偿还利息支付的现金。2015年，公司筹资活动现金流入35.17亿元，同比增长13.59%，主要是公司吸收投

资收到现金13.61亿元所致。2015年，公司筹资活动现金流出44.91亿元，同比大幅增加174.52%，主要是公司偿还债务支付现金36.28亿元（2014年为6.91亿元）。2015年筹资活动前，公司现金流量净额为24.72亿元（2014年为-16.89亿元），对外融资需求一般。

2016年1~9月，公司经营活动产生的现金流量净额为1.58亿元，仅为2015年全年的6.25%，主要是公司新增存货和应付项目的减少所致；公司投资活动产生的现金流量净额为-16.68亿元，净流出规模较2015年大幅增加，主要是公司收回投资、处置固定资产和其他长期投资收回的现金和收到其他与投资活动有关的现金大幅减少所致；筹资活动产生的现金流净额为3.07亿元，由2015年的净流出转为净流入，主要是公司偿还债务支付的现金减少所致。

总体看，2014 年以来，在房地产预售规模的扩大和物流园区业务的增长带动下，公司经营活动现金流表现为净流入，同比有较大改善，对未来投资需求有一定支撑。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年，公司流动比率和速动比率均有所下降，三年均值分别为 189.51%和 94.64%，2015 年底分别为 163.62%和 84.95%。截至 2016 年 9 月底，公司上述两项指标分别为 142.15%和 56.92%。同期，公司经营现金流动负债比分别为 1.44%、-17.61%和 26.67%。近三年，公司现金类资产分别为 36.83 亿元、31.96 亿元和 46.94 亿元。综合考虑，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2013~2015 年，随着公司利润规模的波动，公司 EBITDA 有所波动，分别为 24.19 亿元、13.80 亿元和 21.58 亿元。同期，公司 EBITDA 利息倍数分别为 4.06 倍、2.95 倍和 4.95 倍，全部债务/EBITDA 分别为 2.63 倍、6.14 倍和 3.24 倍。整体看，

公司长期偿债能力较强。

截至 2016 年 9 月底，公司获得银行综合授信额度 160.30 亿元，尚未使用额度 108.89 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时公司拥有深基地和南山控股两家上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2016 年 9 月底，公司无对外担保。

7. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行企业基本信用信息报告（公司机构信用代码：G1044030500471580J），截至 2016 年 11 月 18 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

作为国内最早一批成立的股份制公司之一，经过三十余年经营发展，公司已发展成为一家业务涉及多行业、多地区、多元化经营的大型综合性集团企业。稳步发展的房地产业务以及国内知名的集成房屋体系使得公司拥有较强的规模和竞争实力，能够对行业周期变化有较强的应对能力和抗风险能力。公司整体抗风险能力较强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 15 亿元，占 2016 年 9 月底全部债务和长期债务的比重分别为 18.46%和 31.72%，对现有债务规模具有较大影响。

以公司 2016 年 9 月底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行成功后，公司资产负债率将由 59.85%上升至 61.93%，全部债务资本化比率将由 42.36%上升至 46.54%，长期债务资本化比率将由 29.96%上升至 36.04%。公司债务负担有所上升。考虑到公司本期中期票据募集资金部分

将用于置换到期债务，公司实际负债水平或将低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 69.14 亿元、71.05 亿元和 89.56 亿元，分别为本期中期票据的 4.61 倍、4.74 倍和 5.97 倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度较强；公司经营活动产生的现金流量净额分别为 0.73 亿元、-11.80 亿元和 25.26 亿元，分别为本期中期票据的 0.05 倍、-0.79 倍和 1.68 倍，经营活动现金流量净额对本期中期票据保障程度较弱；公司 EBITDA 分别为 24.19 亿元、13.80 亿元和 21.58 亿元，分别为本期中期票据的 1.61 倍、0.92 倍和 1.44 倍，EBITDA 对本期中期票据保障程度一般。

2013~2015 年，公司现金类资产分别为 36.83 亿元、31.96 亿元和 46.94 亿元，分别是本期中期票据的 2.46 倍、2.13 倍和 3.13 倍，现金类资产对本期中期票据保障程度较强。

总体来看，公司经营活动现金流入量和现金类资产对本期中期票据保障程度较强。

十一、结论

公司目前以房地产业务为支撑，同时着力发展仓储物流、道路干线运输等综合物流业务，并保持集成房屋业务稳定发展，已经形成了地产与物流相结合的多元化发展模式。公司下属的宝湾物流、东方物流和雅致集成房屋在业内都具有领先的规模优势和较高的市场知名度。

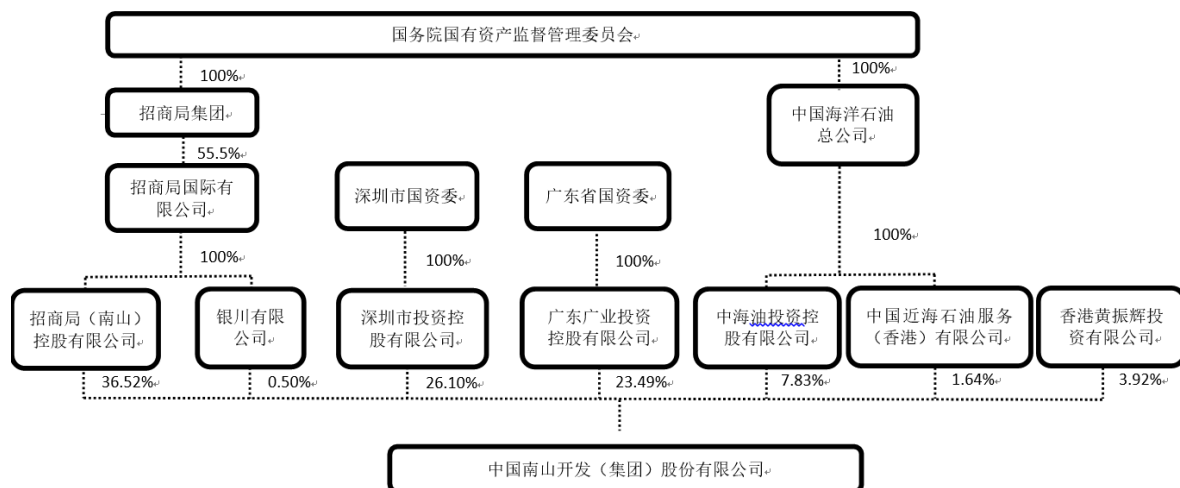
近年来，公司房地产板块销售业绩逐年提升，项目及土地储备充足，为未来收入持续增长提供有力支持。

公司资产规模稳定增长，资产质量良好，债务结构合理，有息债务负担处于行业较低水平。公司目前在开发项目较多，未来开发投资

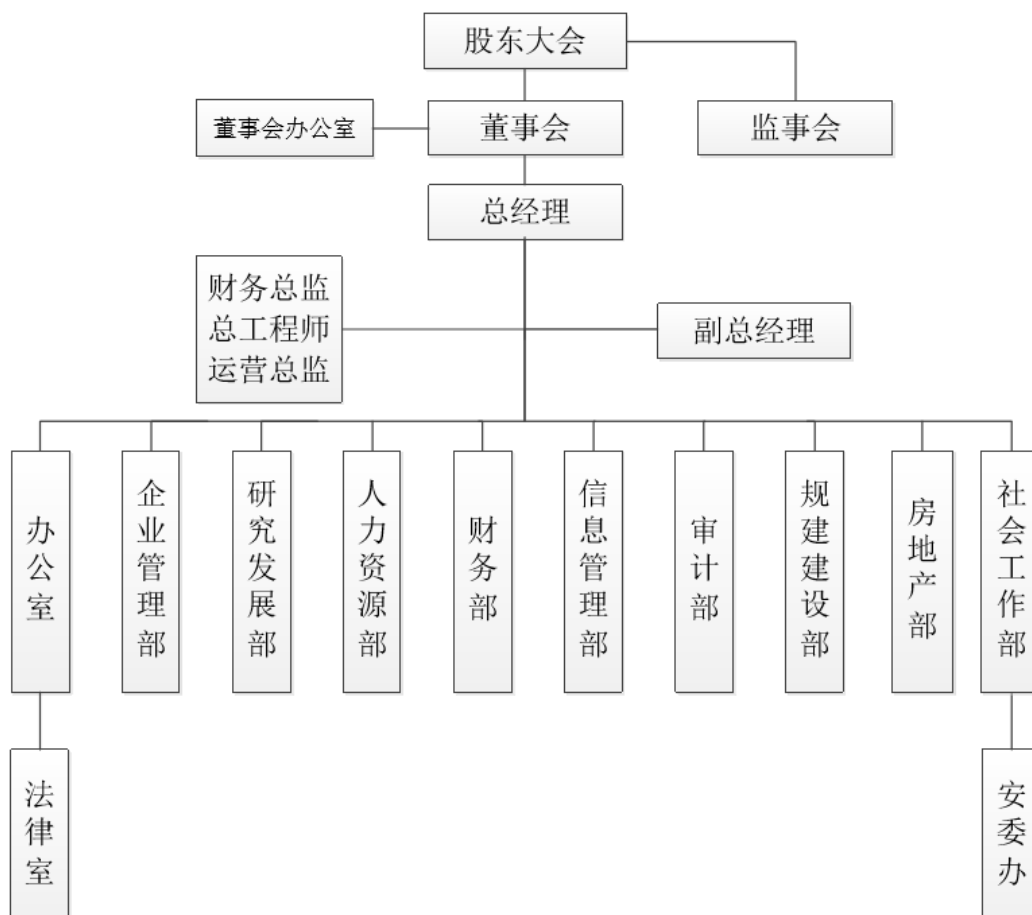
规模较大，具有一定的融资压力。

结合公司主体长期信用状况以及对本期中期票据偿还能力分析，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



注：公司在东莞市设有分公司

附件2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	36.83	31.96	46.94	34.70
资产总额(亿元)	208.54	230.84	256.01	275.35
所有者权益(亿元)	88.97	87.23	107.29	110.54
短期债务(亿元)	6.53	19.60	27.93	33.95
长期债务(亿元)	57.11	65.08	41.95	47.29
全部债务(亿元)	63.64	84.68	69.88	81.24
营业收入(亿元)	60.08	67.81	72.64	63.57
利润总额(亿元)	15.76	4.80	13.61	10.28
EBITDA(亿元)	24.19	13.80	21.58	--
经营性净现金流(亿元)	0.73	-11.80	25.26	1.58
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.62	6.29	7.26	--
存货周转次数(次)	0.82	0.76	0.71	--
总资产周转次数(次)	0.28	0.31	0.30	--
现金收入比(%)	107.60	96.93	115.80	100.93
营业利润率(%)	21.63	21.27	21.17	27.43
总资本收益率(%)	9.47	3.83	7.96	--
净资产收益率(%)	11.64	2.88	9.36	--
长期债务资本化比率(%)	39.09	42.73	28.11	29.96
全部债务资本化比率(%)	41.70	49.26	39.44	42.36
资产负债率(%)	57.34	62.21	58.09	59.85
流动比率(%)	232.43	204.04	163.62	142.15
速动比率(%)	120.17	93.79	84.95	56.92
经营现金流动负债比(%)	1.44	-17.61	26.67	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.06	2.95	4.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.63	6.14	3.24	--

注：公司 2016 年前三季度财务数据未经审计；有息债务计算包含长期应付款中的融资租赁款。

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-营业税金及附加) / 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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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 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

附件 4-3 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。

联合资信评估有限公司关于 中国南山开发（集团）股份有限公司 2017 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

中国南山开发（集团）股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。中国南山开发（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，中国南山开发（集团）股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国南山开发（集团）股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现中国南山开发（集团）股份有限公司出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如中国南山开发（集团）股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送中国南山开发（集团）股份有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一七年一月三十日

