

信用等级公告

联合〔2019〕2343号

联合资信评估有限公司通过对中国南山开发（集团）股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国南山开发（集团）股份有限公司的主体长期信用等级为AAA，并维持“19南山开发CP001”信用等级为A-1，“17南山开发MTN001”“18南山开发MTN001”和“19南山开发MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月三十日



中国南山开发（集团）股份有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AAA

名称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 南山开发 MTN001	15 亿元	2022/5/5	AAA	AAA
18 南山开发 MTN001	10 亿元	2021/4/3	AAA	AAA
19 南山开发 MTN001	13 亿元	2024/4/3	AAA	AAA
19 南山开发 CP001	12 亿元	2020/4/10	A-1	A-1

注：“19南山开发MTN001”期限为3+2年，附第三年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019年7月30日

财务数据

项 目	2016年	2017年	2018年	19年3月
现金类资产(亿元)	54.10	37.83	59.35	104.61
资产总额(亿元)	296.13	362.30	451.89	473.47
所有者权益(亿元)	114.68	134.95	154.32	154.73
短期债务(亿元)	40.00	45.31	75.04	85.97
长期债务(亿元)	52.70	84.28	99.31	100.03
全部债务(亿元)	92.71	129.59	174.35	186.00
营业收入(亿元)	94.56	118.09	137.84	19.73
利润总额(亿元)	16.41	18.83	44.28	0.25
EBITDA(亿元)	23.97	28.82	56.11	--
经营性净现金流(亿元)	20.37	-10.01	-2.13	5.31
营业利润率(%)	28.21	27.60	20.99	16.02
净资产收益率(%)	9.04	9.96	18.49	--
资产负债率(%)	61.27	62.75	65.85	67.32
全部债务资本化比率(%)	44.70	48.99	53.05	54.59
流动比率(%)	135.62	147.92	146.56	144.22
经营现金流流动负债比(%)	17.11	-7.50	-1.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.87	4.50	3.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.58	4.94	7.03	--

注：2019年一季度报财务数据未经审计；其他应付款和长期应付款中的有息部分已分别计入短期债务和长期债务

分析师：张文选 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”）是以综合物流业务和房地产开发为核心主业的大型国有企业。跟踪期内，公司营业收入持续增长，同时受益于转让深圳赤湾港航股份有限公司的股权，公司投资收益和现金类资产大幅增长；公司运营物流园区面积不断增加，出租率保持较高水平；房地产业务继续深耕重点二线城市，签约销售面积有所增长，土地储备充足；公司整体经营状况良好。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到房地产业务受政策影响大、仓储物流行业竞争激烈、公司综合毛利率下降和债务负担上升等因素对公司信用基本面造成的压力。

未来，随着物流园区运营面积的不断增长，公司综合物流业务收入规模将进一步增长。

综合评估，联合资信确定维持中国南山开发（集团）股份有限公司的主体长期信用等级为AAA，并维持“19南山开发CP001”信用等级为A-1，“17南山开发MTN001”“18南山开发MTN001”和“19南山开发MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司前四大股东的实际控制人分别为招商局集团有限公司、深圳市国资委、广东省国资委和中国海洋石油总公司，股东背景多元化且均实力雄厚。
2. 跟踪期内，公司经营稳健，营业收入持续增长，同时受益于转让深圳赤湾港航股份有限公司的股权，公司投资收益和现金类资产大幅增长。
3. 公司是国内领先的物流园区开发商和运营商之一，园区规模位居前列，行业知名

度高，竞争优势明显。跟踪期内，公司运营物流园区面积不断增加，出租率保持较高水平。

4. 公司拥有的物流园区以历史成本计量，入账价值较低，运营成熟的园区具备较大的增值空间，资产质量良好。
5. 跟踪期内，公司房地产业务继续深耕重点二线城市，签约销售面积有所增长，土地储备充足。
6. 2018年6月，公司下属A股上市公司深圳市新南山控股（集团）股份有限公司完成对深基地的控股吸收合并，此次吸收合并后深基地的物流园区业务将纳入南山控股，有利于拓宽公司物流业务的融资渠道。

关注

1. 目前房地产业务为公司的主要收入来源之一，房地产行业受宏观调控政策影响大，未来公司收入存在一定的波动风险。
2. 近年来国际、国内资本加大对仓储物流业的布局，行业竞争加剧，或对公司仓储物流业务的未来发展带来冲击。
3. 跟踪期内，受房地产业务收入波动和贸易物流收入占比提升影响，公司综合毛利率有所下降。
4. 跟踪期内，公司有息债务规模持续增加，整体债务负担有所上升。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国南山开发(集团)股份有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本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。

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

中国南山开发（集团）股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于中国南山开发（集团）股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、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。公司是经国务院批准，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，公司更为现名。截至2019年3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。

公司主营业务为综合物流（运输、贸易物流和堆存仓储等）、房地产开发和制造业务（集成房屋业务、船舶舱室配套业务等）。

截至2019年3月底，公司本部内设综合管理中心、战略管理中心、财务管理中心、审计风控中心和人力资源中心共5个职能部门；公司合并范围内的主要子公司共24家。其中子公司深圳市新南山控股（集团）股份有限公司（以下简称“南山控股”），为深交所上市公司，股票代码002314.SZ。

截至2018年底，公司（合并）资产总额

451.89亿元，所有者权益154.32亿元（其中少数股东权益37.96亿元）；2018年公司实现营业收入137.84亿元，利润总额44.28亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额473.47亿元，所有者权益154.73亿元（其中少数股东权益38.04亿元）；2019年1—3月公司实现营业收入19.73亿元，利润总额0.25亿元。

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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至目前，本次跟踪评级债券概况如下表1所示。

表1 跟踪评级存续债券概况（单位：亿元）

名称	余额	存续期	用途
17南山开发MTN001	15.00	2017/5/5~2022/5/5	项目建设、补充营运资金（购置车辆）、偿还银行借款和其他金融机构借款
18南山开发MTN001	10.00	2018/4/3~2021/4/3	偿还银行借款、补充营运资金
19南山开发MTN001	13.00	2019/4/3~2024/4/3	归还金融机构贷款、补充营运资金
19南山开发CP001	12.00	2019/4/10~2020/4/10	归还金融机构贷款、补充营运资金

注：19南山开发MTN001期限为3+2年，附第三年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

资料来源：Wind

截至目前，上述债券募集资金均按照规定用途使用；跟踪期内，上述债券均已正常付息。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，

中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%—7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工

业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器

器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三

大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将进一步升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造

成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将进一步放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

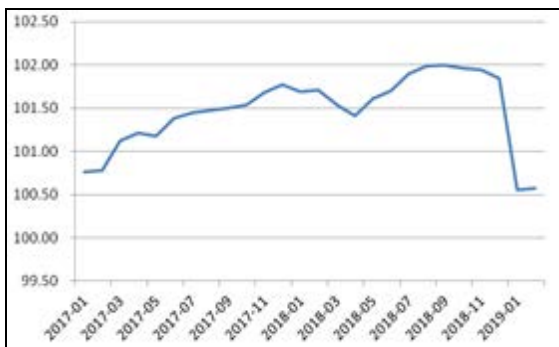
五、行业分析

1. 房地产行业

(1) 房地产行业概况

延续2017年以来房地产市场的严控形势，2018年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图1 2017年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2018年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资12.03万亿元，同比增长9.50%，增速较上年增加2.50个百分点；其中住宅投资8.52万亿元，同比增长13.40%，增速较上年增加4.00个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资

较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积20.93亿平方米，同比增长17.20%，其中住宅新开工面积15.34亿平方米，同比增长19.70%。全国房屋施工面积82.23亿平方米，同比增长5.20%；其中住宅施工面积为57.00亿平方米，同比增长6.30%。总体看，2018年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018年全年商品房销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.30%，增速较上年下降6.40个百分点；共实现销售额15.00万亿元，同比增长12.20%，增速较上年下降1.50个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2018年百城住宅平均价格累计上涨5.09%，较2017年增速下降2.06个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

(2) 土地市场与信贷环境

2018年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度。2018年，全国300城市共推出用地12.84亿平方米，同比增长20%，其中住宅用地共推出5.05亿平方米，同比增长26%；土地成交量10.55亿平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交3.89亿平方米，同比增长10%。进入2018年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较2017年明显增加。价格方面，2018年，全国300个城市土地出让金总额为41773亿元，同比增长2%，较2017年增长2%；300个城市成交楼面均价为2159元/平方米，同比下跌11%；平均溢价率为13%，较2017年同期下降16个百分点。总体看，进入2018年以来，全国300城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，

土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从地产开发资金到位情况来看，2018年1—9月，房地产开发企业开发资金12.19万亿元，同比增长7.8%，较2017年同期下降0.2个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的33.31%和33.03%，且两者的占比均进一步增长，分别增长11.4和16.3个百分点；国内贷款、利用外资和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的14.80%、0.04%和14.38%。

2018年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率各地区均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入2018年10月以来，金融市场上货币政策出现松动。11月15日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一、二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在7月31日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房企随着到期债务的增加和开发投资的持续

投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

（3）政策环境

2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。

此后，2018年5月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出3—5年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应50%以上。2018年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为1年。

2018年6月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房

库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

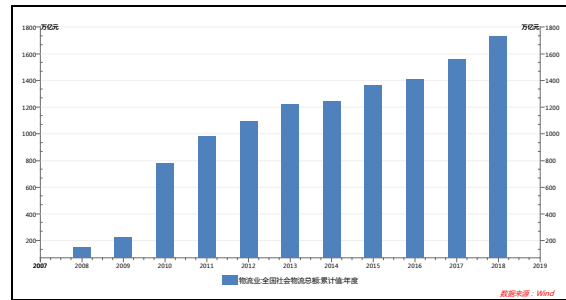
2018年7月31日，中共中央政治局会议提出，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了2018年下半年稳中求进的总基调。但同样在2018年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7月太原宣布取消二手房限售，12月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住房销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在2018年12月13日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

总体看，2018年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

2. 物流行业

物流行业是国民经济中重要的服务行业，随着我国经济的快速发展和居民消费水平的不断升级，我国物流行业规模不断增长，特别是在电子商务迅猛发展的推动下，仓储物流行业和干线运输行业都获得了较为迅速的增长。虽然近年来随着宏观经济增速放缓，物流行业增长速度随之放缓，但仍保持稳步增长趋势。

图2 全社会物流总额变动情况



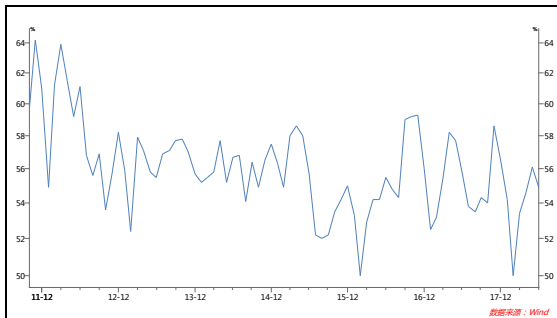
资料来源：Wind 资讯

仓储物流

仓储物流，是指物流企业依托物流园区为客户提供标准化、专业型和个性化定制的仓储设施及其配套服务。随着经济发展，产业分工更加细化，经济发展中的区域化、专业化和积聚化特征越来越突出，加之生产地和消费地的分离，客观上带动了对仓储物流的需求。

目前，我国仓储物流行业整体发展态势较为良好，行业集中度较高。我国大中型仓储地产企业有11家，其中，外资企业5家即普洛斯、嘉民、丰树、安博、维龙，内资企业6家即宝湾、宇培、新地、百利威、上海易商、广州富力。各家仓储物流企业基本已完成了全国重点城市的布局。其中普洛斯是全球领先的物流服务企业，借助于物流基金模式带来的融资优势，普洛斯在大中华区的布局最为广泛，拥有的物业面积规模处于第一位，截至2019年2月底，普洛斯已完成建设投入运营的物业建筑面积为3740万平方米，运营的园区数量达到336个，进入中国42个城市。其他物流企业的运营物业面积与普洛斯相比有较大差距，普洛斯的市场份额超过第2名到第10名的总和。宝湾物流和嘉民运营物业规模基本持平，基本均位于行业第二梯队。截至2019年3月底，宝湾物流运营物业面积为285.03万平方米。

图3 物流业景气指数



资料来源: Wind 资讯

近年来电子商务的飞速发展带来了支撑着对仓储物流的大量需求,物流行业景气指数始终处于50%以上。仓储物流行业成为房地产业、电商行业和传统物流行业的共同关注热点。当前以普洛斯、嘉民为代表的国际资本和以阿里巴巴(菜鸟)、京东、平安和万科为代表的国内资本纷纷加大布局。

菜鸟网络先后在15个城市布点仓储中心;京东已在全国34个城市拥有82个仓库,总建筑面积超过130万平方米;唯品会正在广东肇庆(900亩)、江苏昆山(300亩)、天津武清(300亩)、湖北鄂州(1500亩)、成都(1500亩)等地建设仓库。电子商务企业自建物流的目的在于对竞争生态形成补充,并未作为主要的盈利来源,但一定程度抑制对外部仓储的需求增长。

2017年7月14日,由万科、普洛斯现任CEO梅志明、厚朴投资、高瓴资本、中银投联合组成的财团与普洛斯发布联合公告称,该财团与普洛斯董事会已就全面私有化新加坡上市公司普洛斯达成一致,交易收购单价为每股3.38新加坡元。交易总价约为159亿新加坡元,2017年11月30日,普洛斯股东大会通过了此次收购方案,2018年1月23日,万科对外发布公告宣布此次交易完成。

随着资金雄厚的房地产企业和大型电商进入物流地产,市场参与方增加,仓储物流市场的竞争变得日趋激烈,部分区域市场,如武汉和成都等,短期新增大量仓储供应,仓储空置率有所上升,

行业政策

2014年9月,为促进物流业健康发展,国务院制定了《物流业发展中长期规划(2014-2020年)》,该文件确定了以降低物流成本、提升物流企业规模化及集约化水平、加强物流基础设施网络建设为发展重点,并以大力提升物流社会化和专业化水平、进一步加强物流信息化建设、推进物流技术装备现代化、加强物流标准化建设、推进区域物流协调发展、积极推动国际物流发展、大力发展绿色物流为主要任务。为物流行业的发展确立了方向。

2015年8月,为进一步促进物流业健康发展,财政部和国家税务总局联合发布《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》(以下简称“通知”),《通知》规定自2015年1月1日起至2016年12月31日止,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。有效的降低了物流企业运营成本,有利于物流企业的发展。

2016年2月,为改善中国物流业发展水平总体不高,发展方式较粗放,特别是物流基础设施建设仍然比较滞后,现代化仓储、多式联运转运、城乡配送等设施总量不足、布局不合理、衔接配套不够等不足,发改委颁布《关于加强物流短板建设促进有效投资和居民消费的若干意见》。指导思想为加大政策引导支持力度,鼓励社会资本投入,大力加强物流短板领域建设,加快健全完善物流基础设施网络,提高物流运行质量和效益,提升物流业整体发展和服务水平。

2017年8月,国务院办公厅印发《国务院办公厅关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》,提出要进一步深化“放管服”改革,激发物流运营主体活力,加大降税降费力度,切实减轻企业负担,加强重点领域和薄弱环节建设,提升物流综合服务能力,

并具体提到要加强对物流发展的规划和用地支持，布局和完善一批国家级物流枢纽。

总体看，物流经济作为现代经济运行的重要服务支撑行业，便捷的物流设施和服务对提高经济运行效率有极大的意义，政府历来注重物流行业的发展，物流行业未来的政策环境长期向好。

行业关注与未来发展

联合资信关注到，随着房地产、电商等资本集中进入物流行业，物流行业的竞争会进一步加剧，物流企业的拿地成本和仓库空置率都面临上升的压力，同时租金的增速会进一步放缓，这将给物流企业，特别是中小型物流企业带来一定的成本压力和运营压力，未来物流行业的集中度会进一步提升，拥有资金优势、规模优势和运营效率优势的企业将会得到长足发展，市场份额将会进一步上升。

从整体来看我国现代物流设施的供给仍落后于日益膨胀的需求，据统计我国物流人均仓库面积不足美国的十二分之一，长期看我国物流行业的发展还有长足空间，且随着消费升级及跨境电商的发展，我国物流企业仍然拥有重大的发展机遇。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年3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综合物流（运输、贸易物流和堆存仓储等）、房地产开发和制造业务（集成房屋业务、船舶舱室配套业务等）为主营业务的综合性大型企业集团。其中，仓储物流为公司未来的重点发展方向，截至2018年底，公司在中国32个经济热点城市拥有并管理着52个现代化物流园区，截至2018年底，公司物流园区投入运营的物流园区仓库面积为263.30万平方米，为国内领先的物流园区开发商和运营商之一。

七、重大事项

深圳赤湾石油基地股份有限公司（以下简称“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，深基地收到中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）关于本次交易申请文件的受理通知书。

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。

2017年10月31日，公司召开第五届董事会第五次会议，审议通过了《关于向中国证监会提交恢复审核深圳市新南山控股（集团）股份有限公司发行A股股份换股吸收合并深圳

赤湾石油基地股份有限公司并募集配套资金暨关联交易的申请的议案》，向证监会提交申请恢复本次交易的审核的相关申请文件。

2018年2月12日，证监会核发《关于核准深圳市新南山控股（集团）股份有限公司吸收合并深圳赤湾石油基地股份有限公司的批复》，核准南山控股发行A股股份换股吸收合并深基地暨关联交易事宜。

2018年6月15日，深圳证券交易所（以下简称“深交所”）对深基地股票予以摘牌，深基地股票终止上市，本次吸收合并的换股股权登记日为2018年6月15日。换股股权登记日收市后深基地换股股东持有的深基地股票将按照1:3.6004的比例转换为南山控股股票。根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司于2018年7月6日出具的《股份登记申请受理确认书》，南山控股在本次交易中发行的新增830252240股股份已在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司完成登记手续。南山控股已于2019年2月1日在深圳市市场监督管理局办理完毕注册资本变更、投资人变更、公司章程备案、高级管理人备案等事宜的变更登记手续。深基地已于2019年2月1日在深圳市市场监督管理局完成了注销手续，其全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务均由南山控股承继。

本次换股前，公司及其一致行动人赤晓企业有限公司、上海南山房地产开发有限公司合计持有1423059770股南山控股股份（含公司因提供现金选择权增加持有南山控股股份424752股），占比75.79%，为南山控股的控股

股东及实际控制人。本次换股实施中，公司持有的119420000股深基地B股股份通过换股被全部转换为存续南山控股的A股股份，增加持有429959768股南山控股A股股份。本次换股完成后，南山控股总股本增加至2707782513股，公司及其一致行动人合计持有1853019538股南山控股股份，占比68.43%，仍然为南山控股的控股股东及实际控制人。

总体看，本次换股吸收合并事项完成后，深基地从B股市场退市，其全部业务包括下属的宝湾物流园区业务纳入A股上市公司南山控股。物流业务为公司未来的战略发展方向之一，将宝湾物流纳入公司A股上市平台，有利于拓宽公司物流业务的融资渠道，满足公司物流业务发展的资金需求。

八、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

九、经营分析

1. 经营概况

公司的主营业务为综合物流（运输、贸易物流和堆存仓储等）、房地产开发和制造业务（集成房屋业务、船舶舱室配套业务等）。2018年，公司实现营业收入137.84亿元，同比增长16.72%，主要是综合物流中的运输业务和产品销售业务收入增长所致；综合毛利率为27.49%，较2017年下降9.18个百分点，主要系高毛利的房地产开发业务收入占比及毛利率下降所致。

表2 公司营业收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016年			2017年			2018年			2019年1-3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
一、综合物流业务	20.90	22.10	21.37	37.75	31.96	12.16	62.79	45.56	10.46	13.15	66.63	12.66

业务板块	2016年			2017年			2018年			2019年1-3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
其中：运输物流-运输业务	13.60	14.38	5.03	20.38	17.25	1.69	29.43	21.35	1.13	6.71	34.03	0.77
仓储物流-装卸业务	0.32	0.34	-4.67	0.28	0.24	-8.92	0.53	0.38	-4.37	0.14	0.70	-22.89
仓储物流-堆存仓储业务	6.10	6.45	60.33	6.87	5.82	58.78	8.86	6.43	60.93	2.26	11.47	70.75
仓储物流-港务管理业务	0.17	0.18	65.37	0.19	0.16	70.57	0.23	0.17	71.92	0.03	0.17	43.86
贸易物流-车辆产品销售	0.71	0.75	1.25	10.02	8.49	0.97	23.74	17.23	2.91	4.00	20.27	0.73
二、房地产开发业务	54.43	57.56	45.76	58.65	49.66	55.69	46.58	33.79	49.30	0.95	4.81	49.46
三、制造业务	12.03	12.73	18.88	13.91	11.78	12.65	16.97	12.31	7.39	3.71	18.82	11.05
其中：集成房屋业务	5.27	5.57	15.01	7.37	6.24	11.34	8.67	6.29	3.44	1.61	8.13	5.98
船舶舱室配套业务	4.00	4.23	24.54	3.38	2.86	16.44	3.64	2.64	17.51	1.00	5.08	19.7
钢结构及其他产品销售业务	2.76	2.92	18.06	3.15	2.67	11.66	4.67	3.38	6.86	1.11	5.60	10.55
四、其他业务	7.20	7.62	50.76	7.80	6.60	56.34	11.50	8.34	61.84	1.92	9.74	56.54
其中：经营租赁业务	2.66	2.82	75.14	2.58	2.18	80.17	3.00	2.18	82.54	0.49	2.50	68.61
电站业务（供电业务）	1.39	1.47	23.25	1.47	1.25	22.69	1.51	1.09	22.07	0.36	1.82	27.55
工程及监理业务	0.29	0.31	1.29	0.47	0.40	0.35	1.50	1.09	2.09	0.12	0.63	13.19
塔机租赁业务	1.18	1.25	8.91	1.05	0.89	7.77	0.88	0.64	1.8	0.10	0.53	-8.88
其他业务	1.67	1.77	72.95	2.22	1.88	85.92	4.61	3.34	92.32	0.84	4.27	76.31
合计	94.56	100.00	37.32	118.09	100.00	36.67	137.84	100.00	27.49	19.73	100.00	18.40

注：房地产业务主要由南山控股下属地产事业部负责经营；运输、装卸、堆存、港务管理业务主要由宝湾物流和东方物流经营；集成房屋、船舶舱室配套主要由南山控股下属雅致事业部、华南建材负责经营；塔机租赁业务主要由海邻机械负责经营；经营租赁业务和供电业务主要由集团总部负责经营；产品销售业务主要由赤晓企业和东方物流负责经营；其他业务中的其他业务主要来自中开财务和中开保理业务的营业收入

资料来源：公司提供

收入构成方面，2018年，公司综合物流业务、房地产开发业务和制造业务分别实现收入62.79亿元、46.58亿元和16.97亿元，同比分别增长66.33%、下降22.00%和增长12.31%。其中，综合物流业务大幅增长主要原因为东方物流

网络覆盖增加和宝湾物流园区运营面积增长分别使运输收入和堆存仓储收入增长，以及东方供应链的平行汽车进口业务规模增速较快；房地产开发业务受结转周期影响而收入有所下降。

毛利率构成方面，公司营业毛利主要来自房地产业务，其次为综合物流业务，此外公司其他业务毛利率较高，为公司盈利的有效补充。2018年，公司房地产业务毛利率为49.30%，同比下降6.39个百分点，主要系结转项目毛利率较低所致；综合物流业务毛利率为10.46%，同比下降1.70个百分点，主要系低毛利贸易物流的收入占比提升所致；制造业务毛利率受原材料成本上升而有所下降；其他业务毛利率受中开财务公司的收入占比提升而有所增长。

2019年一季度，公司营业收入为19.73亿元，综合毛利率为18.40%，较2018年下降9.09个百分点，主要系高毛利的房地产业务占比下降所致。

总体看，跟踪期内，在综合物流业务收入增长的带动下，公司收入规模持续增长；综合毛利率水平受房地产业务收入波动和贸易物流收入占比提升影响而有所下降。

2. 综合物流业务

公司物流业务主要包括堆存仓储业务，装卸、港务管理业务和干线运输业务，主要经营主体为南山控股子公司宝湾物流控股有限公司（以下简称“宝湾物流”）和深圳市赤湾东

方物流有限公司（以下简称“东方物流”）

宝湾物流

宝湾物流自2003年进入物流园区行业，凭借二十多年来经营国际著名石油后勤服务基地的丰富经验快速成长，相继在长三角、珠三角、环渤海等经济区域的战略城市自行开发、拥有并管理多个大型物流园区。“宝湾物流”现已成为全国范围内享有较高知名度的物流服务品牌。

宝湾物流可以提供的服务包括物流运营管理、标准设施开发与运营、定制仓储设施、运输与配送、电子商务仓储服务、供应链金融服务、冷链物流、医药物流等，经过多年发展，宝湾物流拥有一批稳定的优质客户，包括利丰供应链管理（中国）有限公司、大众汽车公司、广州顺丰速运有限公司、武汉屈臣氏个人用品商店有限公司等知名企业。2018年，宝湾物流园前五位客户收入占比为24.52%，同比上升5.09个百分点。宝湾物流业务构成以堆存（仓储）业务为主，2018年，宝湾物流堆存仓储业务实现收入6.35亿元，同比增长22.27%，毛利率为66.67%，同比上升1.15个百分点。

表3 宝湾物流园区业务经营情况（单位：万元、%）

行业	营业收入				收入占比				毛利率			
	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
堆存（仓储）	45351.98	51971.60	63547.14	18771.45	87.45	85.98	84.27	84.93	68.09	65.52	66.67	67.36
装卸	727.17	632.17	1629.24	796.83	1.40	1.05	2.16	3.61	17.43	-7.83	-60.3	-1.73
办公楼租赁	1053.55	1868.09	2621.75	662.10	2.03	3.09	3.48	3.00	67.9	72.03	74.69	78.4
代理	2280.41	3129.21	4011.85	1113.74	4.40	5.18	5.32	5.04	11.5	13.87	25.21	33.3
运输	2368.70	2745.71	2876.79	695.16	4.57	4.54	3.81	3.15	4.84	7.58	1.34	-1.76
其他	79.71	102.01	725.14	61.87	0.15	0.17	0.96	0.28	99.61	97.88	86.16	49.93
合计	51861.52	60448.79	75411.92	22101.14	100.00	100.00	100.00	100.00	62.05	59.70	59.69	61.26

资料来源：公司提供

截至2018年底，宝湾物流园区仓库面积为263.30万平方米，同比增长30.85%，主要是在建物流园项目投入使用所致；2018年，公

司仓库平均使用率为93.20%，同比上升7.10个百分点。

表 4 宝湾物流物流园平均租金水平以及仓库面积情况
(单位: 万平方米、%)

2016 年		2017 年	
仓库使用面积	使用率	仓库使用面积	使用率
162.10	94.00	201.22	86.10
2018 年		2019 年 1-3 月	
仓库使用面积	使用率	仓库使用面积	使用率
263.30	93.20	285.03	89.20

资料来源: 公司提供

宝湾物流的园区主要分布在上海、深圳、广州, 随后又扩张至昆山、天津、新都、龙泉、

上海明江和廊坊等地。2018 年公司主要物流园区除镇江宝湾外, 平均使用率均在 90% 以上; 镇江宝湾目前经营尚未稳定, 面临的招商压力较大。

2018 年, 宝湾物流实现签约面积 1545 亩, 落实土地指标面积 1274 亩, 主要区域包括淮安、宁波、漳州、杭州等城市; 2019 年 1-3 月, 公司实现签约面积约 737 亩, 落实土地指标面积 50 亩, 城市区域是天津武清区。截至 2019 年 3 月底, 宝湾物流在建及拟建物流园区仓储建筑面积约 251.35 万平方米。

表 5 各物流园区主要经营指标 (单位: 万元、%)

序号	园区	收入 (万元)	净利润 (万元)	仓库使用率 (%)	收入同比增减	净利润同比增减
1	上海宝湾	10576	5172	100	7%	2%
2	明江宝湾	6090	2547	100	6%	15%
3	昆山宝湾	6855	2536	100	6%	-4%
4	广州宝湾	6016	1603	100	7%	32%
5	廊坊宝湾	3543	1339	100	13%	44%
6	龙泉宝湾	6993	1059	100	2%	-8%
7	南京宝湾	3767	991	98	2%	-8%
8	北京宝湾	2336	972	100	58%	30%
9	新都宝湾	2627	889	100	5%	5%
10	胶州宝湾	2862	752	88	724%	3810%
11	津南宝湾	1941	748	98	11%	27%
12	无锡宝湾	2788	727	100	108%	449%
13	嘉兴宝湾	1781	517	100	238%	2020%
14	武汉宝湾	3791	505	99	2%	14%
15	天津宝湾	5064	472	93	25%	36%
16	南通宝湾	1738	371	98	-2%	-34%
17	镇江宝湾	2761	-1346	58	210%	757%

注: (1) 上述净利润中未扣除利息费用的影响;

(2) “仓库使用率”为年度累计平均使用率;

资料来源: 公司提供

东方物流

东方物流承担着公司的物流运输业务。东方物流系公司全资子公司, 主要发展国内陆运干线运输和区域配送业务, 是国内著名物流企业, 品牌效应明显, 多年连任深圳市集装箱拖

车运输协会会长单位, 是深圳市最大的集装箱运输企业之一。东方物流有自有车、挂靠车和外协车三种经营模式。

截至 2018 年底, 东方物流在全国范围内设立 45 家分支机构, 拥有园区及货运场站面

积 130 万平方米，基本搭建了覆盖全国的干线运输网络；东方物流自有牵引车 1830 台，槽罐车 264 台，半挂车 5137 台，集装箱 4334 个，拥有社会可控车辆约 3 万台。

东方物流下属全资子公司深圳市赤湾东方供应链管理有限公司经营车辆产品销售业务，即平行汽车进口业务，涵盖海内外采购、进口通关、保税展示、货运代理、售后保险、车辆维修综合服务。业务模式方面，公司接受国内经销商的企业客户的订单，根据客户的订单具体需求向国外汽车贸易商进行进口采购，货物到港后办理物流报关、运输和仓储保管等物流服务，客户在提货前完成所有款项支付。其主要客户是国内车辆经销商、销售公司。结算方式方面，主要采用现金结算，客户支付一定比例的预付款，货物一般在 3-6 个月内交付，客户在提货前结清货款。该业务主要供应商是海内外车商，国内主要采用现金结算，国外采购主要采用现金或 3-6 个月期限的信用证结算。

2018 年东方物流全年营业收入 54.44 亿元，同比增长 75.23%，其中运输物流业务营收 29.54 亿元，同比增长 45.79%，贸易物流车辆产品销售业务收入 23.74 亿元，同比增长 136.94%；2018 年东方物流毛利率为 3.04%，较 2017 年上升 0.69 个百分点。2019 年 1—3 月，东方物流实现营业收入 11.06 亿元，同比增长 13.88%，毛利率为 3.08%；其中运输物流业务收入 6.69 亿元，同比增长 18.57%，贸易物流车辆产品销售业务收入约 4.00 亿元，同比增长 5.6%。

总体看，跟踪期内公司仓储物流业务保持快速发展趋势，物流园区运营面积持续快速增长，同时出租率保持在较好水平，营业收入稳步增长，毛利率稳中有升；东方物流营业收入快速增长，但毛利率不高，整体对公司盈利贡献有限。

3. 房地产业务

公司房地产业务的主要经营主体为南山控股，此外还有深圳市半岛一号管理有限公司和深圳海湾发展管理有限公司等。

房地产开发

2018 年，公司房地产业务保持较快的开发节奏，新开工面积 58.08 万平方米，期末施工面积 95.89 万平方米，同比分别增长 57.19% 和 49.45%；2018 年，公司房地产竣工面积 27.77 万平方米，同比基本持平，房地产开发完成投资 75.12 亿元，同比增长 148.17%。

2018 年，公司房地产签约面积为 42.52 万平方米，同比增长 5.51%；签约销售额为 62.14 亿元，同比增长 14.52%；签约销售均价为 1.46 万元/平方米，同比增长 8.15%。

表 6 近年来公司房地产开发主要指标（合并口径）
（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
新开工面积	30.24	36.95	58.08	10.73
期末房屋施工面积	54.30	64.16	95.89	106.62
房屋竣工面积	45.17	27.08	27.77	0.00
期末可售面积	40.86	18.52	29.93	36.75
当期结算面积	44.48	38.62	34.46	0.22
当期签约面积	53.58	40.30	42.52	7.79
签约销售额	78.62	54.26	62.14	9.91
签约均价	1.47	1.35	1.46	1.27
房地产开发完成投资	40.87	30.27	75.12	12.47

资料来源：公司提供

区域分布方面，公司房地产开发的区域集中在华东、华中和华南，2018 年上述地区的房地产结算面积占比分别为 65.67%、27.68% 和 6.65%；销售收入占比分别为 56.97%、15.00%

和 28.03%。华东和华南依然为公司主要的开发区域和收入来源。

表 7 公司房地产开发结转收入区域分布
(单位: 亿元、万平方米、%)

2016 年				
地区	结转收入	占比	结算面积	占比
华东	34.37	63.12	27.75	62.40
华中	6.57	12.07	7.61	17.11
华南	13.51	24.81	9.11	20.49
合计	54.45	100.00	44.48	100.00
2017 年				
地区	结转收入	占比	结算面积	占比
华东	33.53	57.36	32.49	84.13
华中	1.66	2.82	2.41	6.24
华南	23.45	39.82	3.72	9.63
合计	58.65	100.00	38.62	100.00
2018 年				
地区	结转收入	占比	结算面积	占比

表 8 截至 2019 年 3 月底公司主要在建房地产项目 (单位: 亿元、万平方米、%)

项目区域	项目业态	总建筑面积	权益比例	计划总投资	截至 2019 年 3 月底已投资	计划 2019 年 4—12 月投资	计划 2020 年投资	计划 2021 年投资
南通尚品名邸 (二期)	住宅、商业	133800	100	11.00	10.00	0.40	0.60	0.00
白鹤天池一期	住宅	130270	100	5.67	5.53	0.61	0.05	0.04
白鹤天池二、三期	住宅	316785	100	15.45	1.99	3.60	4.57	3.24
苏州枫桥 (暂定)	住宅	152581	100	36.60	26.08	5.41	6.20	4.99
南山维拉	住宅	614087	100	43.31	33.96	4.29	0.80	0.25
南山楠	住宅	255013	100	43.62	36.20	3.94	1.89	0.68
柠檬郡	住宅	101163	100	10.18	7.45	1.51	1.22	0.00
十里星空	住宅	75508	100	6.78	4.82	0.85	0.68	0.15
梅溪湖	住宅	239321	100	31.00	17.41	5.79	5.36	4.50
合肥国际三期	商业、住宅	331783	100	15.23	9.89	3.52	1.37	0.00
海祥阁 (B5B6)	住宅	17412	100	5.40	1.75	1.80	0.60	1.25
合计	--	2367723	--	224.25	155.08	31.72	23.33	15.11

资料来源: 公司提供

华东	26.54	56.97	22.63	65.67
华中	6.98	15.00	9.54	27.68
华南	13.06	28.03	2.29	6.65
合计	46.58	100.00	34.46	100
2019 年 1-3 月				
地区	结转收入	占比	结算面积	占比
华东	0.68	71.19	0.22	100.00
华中	0.00	0.00	0.00	0.00
华南	0.27	28.81	0.00	0.00
合计	0.95	100	0.22	100

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、深圳
资料来源: 公司提供

在建项目和土地储备

公司在建项目主要为自主开发。截至 2019 年 3 月底, 公司主要在建房地产项目规划建筑面积总计 236.77 万平方米, 预计总投资为 224.25 亿元, 截至 2019 年 3 月底已投资 155.08 亿元, 尚需投资 69.17 亿元。

公司主要通过招拍挂等方式获得土地储备。2018年公司新增土地储备16.63万平方米，分布在苏州和武汉区域。截至2019年3月底，公司未开工土地储备总面积为54.62万平方米，权益土地面积为49.20万平方米，分布在苏州、合肥、长沙、南通和武汉区域。此外公司拥有赤湾3.4平方公里土地，2014年12月，赤湾被划入广东省自贸区前海-蛇口片区，赤湾片区同时也是粤港澳大湾区的核心区域，土地增值潜力大。2018年11月，深圳市人民政府正式批复《中国（广东）自由贸易试验区深圳

前海蛇口片区及大小南山周边地区综合规划》（以下简称《综合规划》）。预计公司在赤湾片区中长期可开发及城市更新改造的土地面积将超过1平方公里，可开发业态包括产业、商业和居住功能，其中产业和商业将重点发展商务科技、信息服务等生产服务业、文化创意产业及现代物流业，建设科技创新服务区和文化创新聚集区。

整体看，公司土地储备充足且主要位于国内重要的二线城市，具有一定区域优势。

表9 截至2019年3月底，公司未开工土地储备情况（万平方米、万元、万元/平方米）

序号	地块名称	地理位置	取得时间	出让金总额	土地面积	权益面积	拟建项目类别
1	南山新程	苏州	2016年	269300	32000	32000	住宅
2	南山国际	南通	2013年	25100	12620	12620	住宅
3	白鹤天池	长沙	2012年	22324	286416	286416	住宅
4	三食六巷	合肥	2015年	8000	23000	23000	住宅
5	合肥新展	合肥	2017年9月	57700	640	640	住宅
6	光谷自贸港	武汉	2016年9月	5775	13018	9012	厂房
7	长沙梅溪湖	长沙	2017年12月	149175	33673	33673	住宅、商业
8	苏州枫桥	苏州	2018年1月	238567	42513	42513	住宅
9	武汉武船	武汉	2018年12月	437600	102274	52160	住宅、商业
合计			--	1213541	546154	492034	--

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司房地产业务保持较快的开发节奏，受结转周期影响，公司房地产收入有所下滑，但签约销售面积同比有所增长；公司土地储备面积充足，分布在国内重点二线城市，为公司未来发展提供了支撑。

4. 制造业板块

集成房屋业务

公司集成房屋业务的主要经营主体为南

山控股下属雅致集成事业部（以下简称“雅致集成”）。公司集成房屋主要生产基地位于常熟和麻涌。

雅致集成目前为国内集成房屋行业龙头，公司主要采用直销模式进行销售，主要产品包括模方空间、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。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。2018年，公司集成房屋销售量为116.79万平方米，同比下降21.40%；生产量为119.29万平方米，同比增长19.96%；2018年公司集成房屋销售收入为8.67亿元，同比增长17.54%；毛利率为3.44%，同比下降7.90个百分点，主要系原材料成本上升影响。

集成房屋制造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%。原材料成本变动对集成房屋生产成本影响较大。2018年，雅致集成主要原材料价格均呈上升趋势。

总体看，跟踪期内，受原材料采购价格持续上涨影响，公司集成房屋毛利率有所下降，面临一定的成本控制压力。

表10 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			
	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
带钢	3947	15559	3924.22	1363.72	1839	3529	4180	4206
彩钢	4336	5369	4408.17	637.42	4761	5871	6137	5816
油漆	598	831	514.94	78.64	20308	15648	17092	15560

资料来源：公司提供

船舶舱室业务

公司船舶舱室配套业务主要由南山控股下属全资子公司华南建材经营。船舶舾装业务主要包括船用配套复合岩棉板、舱室防火门、船用卫生单元以及船舶整体舱室等的生产和销售。华南建材目前已经成为中国最重要的船

舶耐火舱室提供商，其产品已通过世界主要船级社认证，并和全球30多个国家的几百家船舶制造企业建立了长期合作关系。2018年公司船舶舱室业务营业收入为3.64亿元，同比增长7.57%，毛利率为17.51%，同比上升1.07个百分点。

表11 船舶舱室配套业务主要产品情况

产品	项目	单位	2016年	2017年	2018年	2018年 同比变化(%)
船舶舱室配套业务-复合板	销售量	万平方米	131.96	104.01	115.82	11.35
	生产量	万平方米	134.09	108.90	114.01	4.69
	库存量	万平方米	42.13	47.02	45.21	-3.85
船舶舱室配套业务-防火门	销售量	扇	43481.00	35025.00	29634	-15.39
	生产量	扇	77454.00	54046.00	56373	4.31
	库存量	扇	6522.00	8154.00	8260	1.30
船舶舱室配套业务-卫生单元	销售量	套	9642.00	12539.00	12843	2.42
	生产量	套	14025.00	14654.00	12869	-12.18
	库存量	套	7264.00	9397.00	9405	0.28

注：产品销售量数据为对外销售数据，不包括内部自用数据；防火门部分用于内部生产卫生单元，资料来源：公司提供

近年来，船舶行业景气度不高，公司船舶舱室主要产品复合板、防火门和防火板的产能

利用率均不足100%，2018年分别为76.00%、70.47%和89.05%。

5. 经营效率

2018年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为8.68次、0.87次和0.34次，其中销售债权周转次数同比2017年的10.39次有所下降。公司整体经营效率尚可。

6. 在建工程

公司在建工程主要为物流园区项目。截至2019年3月底，公司主要在建工程累计投资7.68亿元，尚需投资17.15亿元，此外公司地产板块在建项目投资规模较大，公司存在一定对外融资需求。

表12 截至2019年3月底公司主要在建工程项目情况（单位：亿元、万平方米）

在建项目名称	建筑面积	总投资	累计投资
重庆西彭宝湾	10.21	2.62	1.45
天津津南宝湾	0.87	0.19	0.00
郑州宝湾	20.65	5.73	0.97
西安临潼宝湾	10.70	3.28	0.96
佛山三水宝湾	12.54	2.28	0.67
无锡宝湾	19.18	5.60	0.85
四川广汉宝湾一期	8.24	2.89	0.99
重庆珞璜宝湾	9.43	2.24	1.79
合计	91.82	24.83	7.68

注：项目总投资为可研报告规划数据，一般在项目规划投资初期确定且不再更改，与后续实际开发投资的累计数据可能存在差异

资料来源：公司提供

7. 未来发展

2018年公司提出了“百年南山，中国百强”这一奋斗目标，通过三个阶段的努力逐步实现：

第一阶段（2018-2022）：在当前转型发展成果的基础上奋斗五年，到2022年公司成立40周年时，建立规范化的公司治理结构；全面完成“2+1+1”战略阶段性目标，主营业务收入突破200亿，跨入中国500强门槛；新技术不断运用、业务模式不断创新，在物流产业等1-2个核心产业达到国内一流水平，成功打造出“中国领先的仓储与公路运输领域综合运营商”、“独具特色的产城综合开发运营商”。

第二阶段（2022-2032）：在上述基础上再奋斗十年，到2032年公司成立50周年时，实现主营业务收入翻三番，集团进入中国200强；行业地位更加突出，在1-2个核心产业处于行业领导地位，并培育出1-2个新兴产业；

集团社会影响力大幅提升，成为社会责任百强企业。

到公司成立100年时，成为行业领先的国际性、综合性企业集团，成为中国百强企业中有影响力的企业集团；同时，在国家战略型产业领域具有国际影响力。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2018年财务报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对公司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。公司2019年一季度财务报告未经审计。

从合并范围看，2018年，公司合并范围内因新设增加36家子公司，因注销减少2家子公司。截至2018年底，公司合并范围内的主要子公司共24家。2019年一季度，公司合并范围无变化。总体看，因增加和减少的子

公司经营规模较小，近年来公司合并范围变动对财务报表可比性影响较小。

截至2018年底，公司（合并）资产总额451.89亿元，所有者权益154.32亿元（其中少数股东权益37.96亿元）；2018年公司实现营业收入137.84亿元，利润总额44.28亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额473.47亿元，所有者权益154.73亿元（其中少数股东权益38.04亿元）；2019年1—3月公司实现营业收入19.73亿元，利润总额0.25亿元。

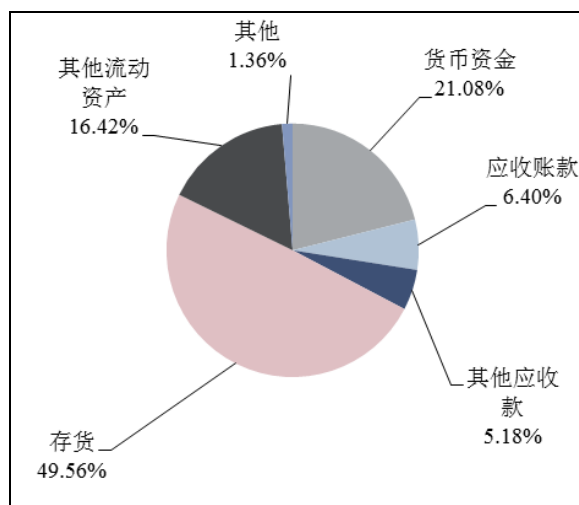
2. 资产质量

截至2018年底，公司资产总额为451.89亿元，同比增长24.73%，主要来自货币资金和投资性房地产的增加；资产总额中，流动资产占60.79%，非流动资产占39.21%，流动资产占比较2017年底有所上升。

流动资产

截至2018年底，公司流动资产合计274.69亿元，同比增长39.29%，构成以货币资金（占21.08%）、应收账款（占6.40%）、其他应收款（不含应收利息及股利，占5.18%）、存货（占49.56%）和其他流动资产（占16.42%）为主。

图4 截至2018年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

截至2018年底，公司货币资金为57.91亿元，同比增长58.66%，主要系公司转让深圳

赤湾港航股份有限公司股份获取的投资收益金额较大所致；从构成来看，主要为银行存款（52.49亿元）和其他受限的货币资金（5.24亿元，其他受限的货币资金主要为工程保证金、履约保证金、票据保证金、预售监管资金以及存出投资款等），货币资金受限比例为9.07%，受限比例较低。

截至2018年底，公司应收账款为17.59亿元，同比增长53.85%，主要系东方物流营业收入增长的同时应收账款相应增长所致；其中，85.74%的应收账款按照账龄法计提坏账准备，该部分应收账款账龄集中在1年以内（占79.76%），共计提坏账准备2.49亿元，计提比例14.44%，计提比例尚可；应收账款前五名金额6.31亿元，占比31.41%，账款集中度一般。

截至2018年底，公司其他应收款（不含应收利息及股利）为14.23亿元，同比下降54.17%，主要系土地竞拍保证金下降所致；其他应收款主要由保证金及押金、合作方往来款（占15.03%）和关联方往来构成；96.13%的其他应收款按照账龄法计提坏账准备，从账龄分布看，该部分其他应收款1年以内占67.00%，1—2年占10.75%，2—3年占2.15%，3年以上占20.10%。截至2018年底，公司其他应收款共计提坏账准备0.14亿元。

截至2018年底，公司存货为136.13亿元，同比增长44.01%。从构成上看，存货主要为房地产的开发成本（占88.54%）以及产成品和开发产品等。截至2018年底公司存货共计提跌价准备0.13亿元，主要为对原材料以及产成品计提的跌价准备。

截至2018年底，公司其他流动资产为45.11亿元，同比增长118.42%，主要系银行理财产品增加所致；其他流动资产由银行理财产品（38.85亿元）、预交税金和待抵扣进项税等构成。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产177.20

亿元，同比增长7.34%；非流动资产构成以可供出售金融资产（占7.49%）、长期股权投资（占5.40%）、投资性房地产（占23.06%）、固定资产（占25.29%）、无形资产（占21.48%）、其他非流动资产（占7.28%）和在建工程（占4.64%）为主。

截至2018年底，公司可供出售金融资产为15.88亿元（按公允价值计量6.90亿元，按成本计量8.98亿元），同比增长66.83%，主要来自公司对上海太富祥中股权投资基金合伙企业(有限合伙)追加投资6.00亿元所致；2018年公司可供出售金融资产计提减值损失2.60亿元，累计计提减值损失2.60亿元。

2018年2月5日招商局集团有限公司下属企业招商局港通发展（深圳）有限公司（以下简称“招商局港通”）与公司签署了《中国南山开发（集团）股份有限公司与招商局港通发展（深圳）有限公司关于深圳赤湾港航股份有限公司之股份转让协议》，招商局港通拟以25.47元/股的价格协议受让公司持有的209687067股深圳赤湾港航股份有限公司（以下简称“深赤湾”）A股股份，截至2018年底，公司持有的深赤湾的股权账面价值为22.73亿元。2018年6月8日，公司完成标的股份过户，标的股份的转让价款50.64亿元。本次股权转让完成后，公司不再持有深赤湾股份。受此影响，截至2018年底，公司长期股权投资9.57亿元，同比下降68.39%。2018年公司权益法下长期股权投资共取得投资收益0.06亿元，同比减少1.48亿元。

截至2018年底，公司投资性房地产为40.87亿元，同比增长63.19%，增长主要来自新增购置，以及存货和在建工程的转入。

截至2018年底，公司固定资产账面价值44.82亿元，同比增长33.07%，主要系购置和从在建工程转入所致；从构成来看，主要由房屋建筑物及库房设施、机械设备和汽车及运输设备等构成。截至2018年底，固定资产累计计提折旧17.42亿元，固定资产整体成新

率为67.28%，成新率尚可。

截至2018年底，公司在建工程为8.23亿元，同比下降47.11%，主要系部分在建物流园区和中国南山大厦等在建工程转入固定资产所致；公司在建工程以物流园区项目为主。

截至2018年底，公司无形资产为38.06亿元，同比增长28.70%，主要来自新增购置的土地使用权的增加；无形资产由土地使用权构成；公司部分运营成熟的物流园区土地使用权获取时间较早，具有较大增值空间。

截至2018年底，公司其他非流动资产为12.90亿元，同比下降15.96%，主要由代垫拆迁补偿款（8.52亿元，为公司子公司成都恒璟源投资咨询有限公司代武侯区危房改造中心垫付的拆迁补偿款）、预付土地使用权出让款（0.94亿元）和预付资产购置款（3.07亿元）所致。

截至2019年3月底，公司资产总额为473.47亿元，较2018年底增长4.78%。其中，流动资产占63.30%，非流动资产占36.70%，流动资产占比较2018年底有所上升。截至2019年3月底，公司货币资金86.63亿元，较2018年底增长49.59%，主要系理财产品到期所致（同期其他流动资产较2018年底下降59.25%）；可供出售金融资产3.97亿元，较2018年底下降70.08%，主要系部分股权投资转入长期股权投资所致（同期长期股权投资较2018年底增长67.52%）。

截至2019年3月底，公司受限资产总计51.08亿元，其中货币资金受限金额为4.62亿元、借款抵质押资产为43.42亿元、融资租赁资产3.04亿元。

总体看，跟踪期内，受房地产开发和物流园区在建工程投入增加，以及深赤湾出售获取投资收益金额较大的影响，公司资产总额保持快速增长趋势，同时资产构成中流动资产占比有所提高；公司整体资产质量良好。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益为 154.32 亿元，同比增长 8.42%，其中归属于母公司所有者权益为 116.35 亿元，主要由股本（占 5.83%）、资本公积（占 9.82%，同比下降幅度较大，主要系出售深赤湾股权，部分资本公积结转至投资收益所致）、盈余公积（占 16.38%）和未分配利润（占 43.15%）构成，所有者权益构成较 2017 年底变化不大。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 154.73 亿元，所有者权益构成较 2018 年底变化不大。

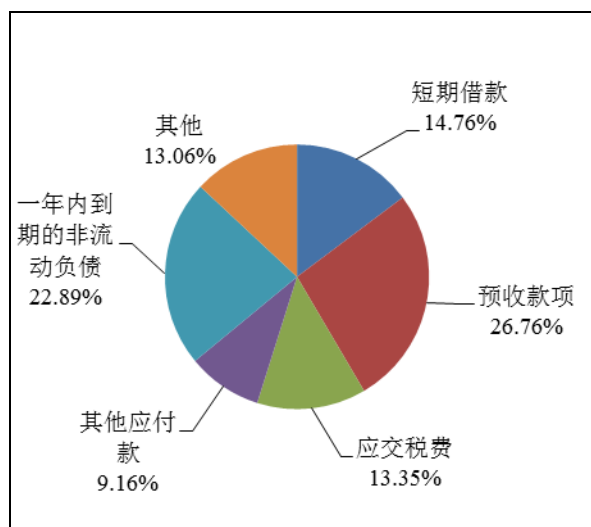
总体看，跟踪期内，公司所有者权益稳步增长；所有者权益构成中未分配利润、盈余公积和资本公积占比较大，所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 297.58 亿元，同比增长 30.89%，其中流动负债占 62.98%，非流动负债占 37.02%，非流动负债占比较 2017 年底有所下降。

流动负债方面，截至 2018 年底，公司流动负债为 187.42 亿元，同比增长 40.58%，构成以短期借款（占 14.76%）预收款项（占 28.76%）、应交税费（占 13.35%）、其他应付款（占 9.16%）和一年内到期的非流动负债（占 22.89%）为主。

图 5 截至 2018 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司短期借款为 27.67 亿元，同比增长 6.39%，其中保证借款 19.67 亿元，信用借款 0.80 亿元。

截至 2018 年底，公司预收款项为 50.16 亿元，同比增长 24.23%，增长主要来自预收售房款（占预收账款比重 94.26%）。

截至 2018 年底，公司应交税费为 25.03 亿元，同比增长 106.42%，主要是应交土地增值税和企业所得税增加所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款为 17.17 亿元，同比下降 2.96%；从构成看，主要为应付关联方往来款、保证金及押金和应付工程款等。

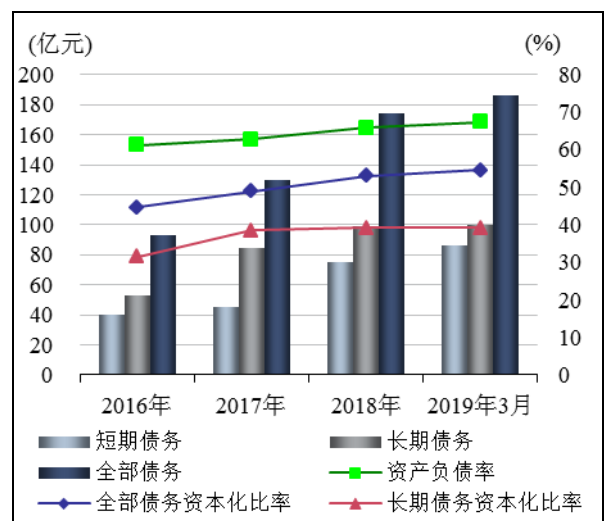
截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 42.91 亿元，同比增长 167.53%，主要是一年内到期的长期借款。

非流动负债方面，截至 2018 年底，公司非流动负债为 110.15 亿元，同比增长 17.15%，主要由长期借款（占 57.02%）和应付债券（占 30.73%）和其他非流动负债（占 7.71%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款为 62.81 亿元，同比增长 10.37%，增长主要来自信用借款的增加。

截至 2018 年底，公司应付债券为 33.85 亿元，同比增长 32.34%，主要系公司发行中期票据和公司债券所致。

图 6 公司债务结构变化情况



资料来源：公司财务报告

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部有息债务总额为 174.35 亿元，同比增长 34.54%，从构成看，短期债务占 43.04%，长期债务占 56.96%，长期债务占比较 2017 年底下降 8.07 个百分点。

从债务指标来看，截至 2018 年底，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分别为 39.16%、53.05% 和 65.85%，均较 2017 年底有所上升。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 318.75 亿元，较 2018 年底增长 7.11%；流动负债占 65.20%，非流动负债占 34.80%，非流动负债占比较 2018 年底有所下降。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 186.00 亿元，较 2018 年底增长 6.69%；长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 39.27%、54.59% 和 67.32%。

总体看，跟踪期内，公司债务负担有所上升，但仍处于合理水平。

4. 盈利能力

2018 年公司营业收入为 137.84 亿元，同比增长 16.72%；营业成本为 99.94 亿元，同比增长 33.63%。

期间费用方面，2018 年公司期间费用为 19.59 亿元，同比增长 23.04%，主要系管理和财务费用增长所致；期间费用率为 14.21%，较 2017 年上升 0.73 个百分点。

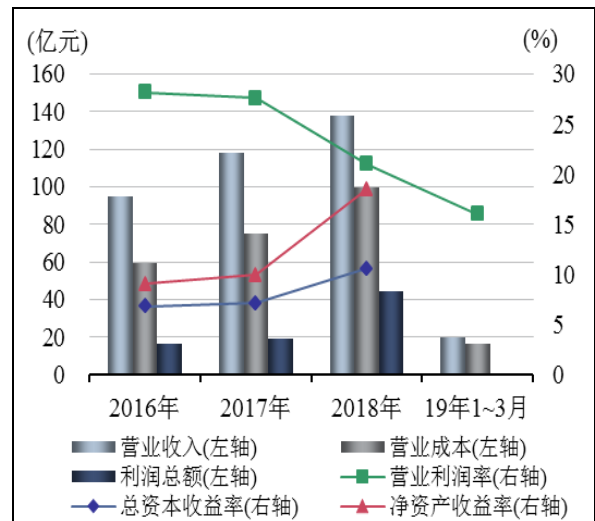
非经常性损益方面，公司非经常性损益主要是资产减值损失、其他收益、营业外收入和营业外支出，除其他收益外，整体金额较小，对利润总额影响不大。2018 年公司取得其他收益 1.75 亿元，主要是税收补贴款。

2018 年，公司取得投资收益 36.08 亿元，同比大幅增长，主要是处置长期股权投资（深赤湾股权）产生的投资收益 34.69 亿元和理财产品收益 1.26 亿元。受此影响，2018 年，公司营业利润和利润总额分别为 44.42 亿元和 44.28 亿元，同比分别增长 135.58% 和

135.16%。

盈利指标方面，2018 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 20.99%、10.60% 和 18.49%，其中营业利润率同比下降 6.61 个百分点。公司整体盈利能力较强。

图 7 公司营业收入和利润变动情况



资料来源：公司财务报告

2019 年 1—3 月，受房地产业务波动影响，公司营业收入 19.73 亿元，同比下降 12.74%；利润总额为 0.25 亿元，去年同期为 0.74 亿元，同比大幅下降。

总体看，跟踪期内，公司营业收入持续增长，但营业利润率有所下降；受益于投资收益的大幅增长，公司利润总额大幅增长。公司整体盈利能力保持在良好水平。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2018 年公司经营活动现金流入量为 177.37 亿元，同比增长 48.09%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金。2018 年经营活动现金流出量为 179.50 亿元，同比增长 38.31%，主要系新增土地储备支付地价款和毛利率较低的运输业务和产品销售业务规模扩大使得购买商品、接受劳务支付的现金增长所致。2018 年，公司经营活动现金净流量为 -2.13 亿元，同比增加 7.88

亿元。2018年，公司现金收入比为109.38%，同比提升13.30个百分点，收入实现质量好。

投资活动现金流方面，2018年公司投资活动现金流入57.16亿元，同比大幅增长，主要为收到深赤湾股权转让价款；2018年投资活动现金流出62.88亿元，同比增长46.02%，主要为购建固定资产、无形资产支付现金26.26亿元（同比增长92.27%）和支付其他与投资活动有关现金26.18亿元（购买理财产品）。2018年公司投资活动净现金流为-5.72亿元，净流出规模同比下降85.62%。

筹资活动现金流方面，2018年公司筹资活动现金流入80.69亿元，同比下降4.06%，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出52.18亿元，同比增长2.98%，主要为偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿还利息支付的现金。2018年，公司筹资活动净现金流为28.52亿元，同比下降14.74%。

2019年1-3月，公司经营活动、投资活动和筹资活动净现金流分别为5.31亿元、12.81亿元和11.21亿元。

总体看，跟踪期内，随着公司收入规模的扩大，公司经营活动现金流入和流出规模持续增长，同时由于产品销售及运输业务规模增长占用资金增加等因素影响，公司经营活动净现金流表现为净流出；同期，公司物流园区业务尚处于业务拓展阶段，新增及在建物流园区的投入不断增加，公司存在较大的融资需求。

6. 母公司财务报表分析

公司本部主要经营赤湾片区内自持物业的出租和向赤湾片区内客户销售电力等业务，同时也承担集团部分对外融资功能。

资产构成方面，截至2018年底，公司本部资产总额201.95亿元，其中流动资产占56.84%，非流动资产占43.16%；流动资产构成以货币资金（28.00亿元）和其他流动资产

（76.64亿元）为主；非流动资产以对子公司的长期股权投资（62.02亿元）为主。

资本结构方面，截至2018年底，公司本部资产负债率为55.94%。从负债构成看，截至2018年底，公司本部负债总额为112.97亿元，其中流动负债占39.95%，非流动负债占60.05%，负债结构以非流动负债为主；流动负债中有息部分为短期借款5.00亿元和一年内到期的非流动负债25.72亿元；非流动负债中有息部分为长期借款28.08亿元和应付债券30.00亿元。从所有者权益构成看，截至2018年底，公司本部所有者权益为88.98亿元，构成以实收资本9.00亿元、盈余公积22.41亿元和未分配利润52.08亿元为主。截至2018年底，公司本部全部债务资本化比率为49.95%，债务负担适中。

盈利能力方面，2018年，公司本部实现营业收入3.58亿元，利润总额47.30亿元，主要是处置深赤湾股权的投资收益。2018年，公司本部经营活动、投资活动和筹资活动的净现金流分别为-6.47亿元、-2.04亿元和15.31亿元。

总体看，跟踪期内，公司本部经营性业务收入较少，利润总额主要来自投资收益；债务负担适中，债务结构以长期债务为主；本部负债主要以贷款等形式用于下属子公司的经营，自身经营性现金流入对债务保障能力弱，债务偿还依赖对子公司贷款的收回和再融资。

7. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别为146.56%和73.93%，同比略有下降；2018年，公司经营现金流动负债比为-1.14%。截至2019年3月底，公司流动比率和速动比率分别为144.22%和76.23%。截至2018年及2019年3月底，公司现金类资产/短期债务分别为0.79倍和1.22倍，公司现金类资产对短期债务覆盖倍

数高。考虑到公司流动负债中预收款项占比较高，公司短期偿债能力良好。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA分别为7.03倍和3.11倍，均同比向好。

截至2019年3月底，公司银行综合授信额度为324.16亿元，尚未使用额度198.88亿元，公司授信总额规模大，间接融资渠道畅通。同时公司子公司南山控股为A股上市公司，直接融资渠道畅通。

截至2019年3月底，公司无对外担保。

总体看，公司偿债能力很强。

8. 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2019年6月5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。

9. 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，公司已发展成为多元化经营的大型综合性集团企业，股东背景实力雄厚；公司拥有“宝湾物流”、“东方物流”和“雅致集成”三个业内知名品牌，近年来资产总额和营业收入持续增长，资产质量和盈利水平良好，同时多元化的经营模式能够对行业周期变化有较强的应对能力。公司整体抗风险能力极强。

十一、存续债券偿还能力分析

截至目前，公司发行的存续期债券如下表所致，假设“19南山开发MTN001”“18南集01”在首个回售日被全部回售，则公司2022年面临集中兑付压力最大，集中兑付金额为28亿元。现选取该金额作为测算额度来测算公司对存续债券的偿还能力。

表 13 公司存续债券概况

证券名称	发行日期	起息日	到期日期	剩余期限	当前余额(亿元)	特殊条款	回售日	下一行权日
19南山开发CP001	2019-04-08	2019-04-10	2020-04-10	0.7158	12	--	--	--
19南山开发MTN001	2019-04-01	2019-04-03	2024-04-03	2.6986+2	13	调整票面利率回售	2022-04-03	2022-04-03
18南集01	2018-12-11	2018-12-13	2023-12-13	2.3945+2	5	回售调整票面利率	2021-12-13	2021-12-13
18南山开发MTN001	2018-03-30	2018-04-03	2021-04-03	1.6967	10	--	--	--
17南山开发MTN001	2017-05-03	2017-05-05	2022-05-05	2.7842	15	--	--	--

注：剩余期限为截至2019年7月23日的剩余期限

资料来源：Wind

2016—2018年，公司经营活动现金流入量分别为114.15亿元、119.77亿元和177.37亿元，分别为测算额度的4.08倍、4.28倍和6.33倍；同期公司经营活动现金净流量分别为20.37亿元、-10.01亿元和-2.13亿元，分别为测算额度的0.73倍、-0.36倍和-0.08倍。公司经营现金流入量对测算额度保障能力强。

2016—2018年，公司EBITDA分别为23.97亿元、28.82亿元和56.11亿元，分别为测算额度的0.86倍、1.03倍和2.00倍。公司EBITDA对测算额度保障能力较好。

2016—2018年，公司现金类资产分别为54.10亿元、37.83亿元和59.35亿元，分别为测算额度的1.93倍、1.35倍和2.12倍。公司

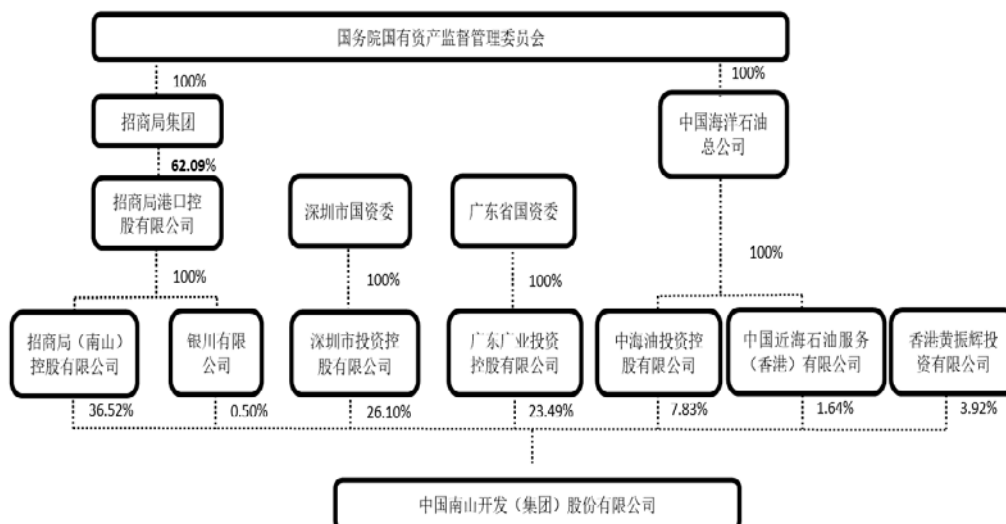
现金类资产对测算额度保障能力较好。

总体看，公司经营活动现金流入量公司存续债券的保障能力强；考虑到公司充足的现金类资产和银行授信，公司整体对存续债券保障能力极强。

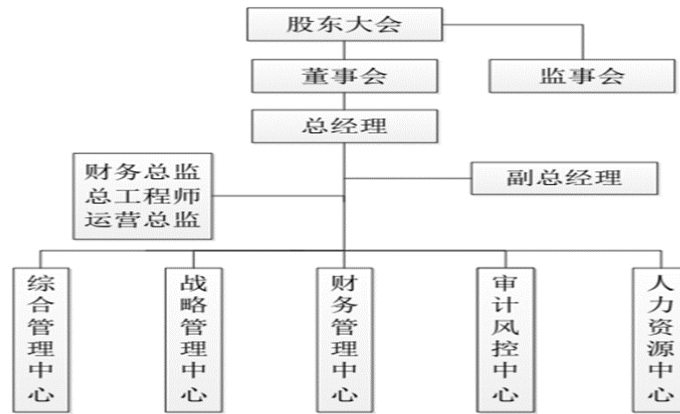
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持中国南山开发（集团）股份有限公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“19 南山开发 CP001”信用等级为 A-1，维持“17 南山开发 MTN001”“18 南山开发 MTN001”和“19 南山开发 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

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 1-3 截至 2019 年 3 月底纳入公司合并范围的重要子公司概况

名称	主要经营地	注册地	业务性质	注册资本	持股比例(%)	
					直接	间接
深圳市新南山控股(集团)股份有限公司	深圳	深圳	综合	人民币 2707782513.00	50.58	18.20
中开财务有限公司	深圳	深圳	金融服务	人民币 500000000.00	60.00	40.00
深圳市赤湾东方物流有限公司	深圳	深圳	物流	人民币 500000000.00	100.00	-
弘湾资本管理有限公司	深圳	深圳	投资与资产管理	人民币 200000000.00	100.00	-
赤晓企业有限公司	深圳	深圳	制造业	人民币 200000000.00	100.00	-
合肥宝湾国际物流中心有限公司	合肥	合肥	物流	人民币 300000000.00	100.00	-
湖北鄂州南山临港新城发展有限公司	湖北	湖北	综合	人民币 150000000.00	100.00	-
深圳市海鹏锦投资发展有限公司	深圳	深圳	综合开发	人民币 50000000.00	100.00	-
深圳市半岛一号管理有限公司	深圳	深圳	投资咨询	人民币 30000000.00	100.00	-
深圳市海湾发展管理有限公司	深圳	深圳	房地产业	人民币 20000000.00	100.00	-
南山开发(香港)有限公司	香港	香港	其他	港币 500000.00 欧元 33000000.00	100.00	-
深圳市海臻锦实业发展有限公司	深圳	深圳	综合开发	人民币 100000000.00	100.00	-
深圳市海研锦实业发展有限公司	深圳	深圳	综合开发	人民币 250000000.00	100.00	-
深圳市海泓锦实业发展有限公司	深圳	深圳	综合开发	人民币 100000000.00	100.00	-
深圳市海曜锦实业发展有限公司	深圳	深圳	综合开发	人民币 100000000.00	100.00	-
深圳市海山锦实业发展有限公司	深圳	深圳	综合开发	人民币 50000000.00	100.00	-
深圳市海世锦实业发展有限公司	深圳	深圳	综合开发	人民币 50000000.00	100.00	-
深圳市海越锦实业发展有限公司	深圳	深圳	综合开发	人民币 100000000.00	100.00	-
深圳市海文锦实业发展有限公司	深圳	深圳	综合开发	人民币 400000000.00	100.00	-
深圳市海荣锦实业发展有限公司	深圳	深圳	综合开发	人民币 10000000.00	100.00	-
深圳市赤湾商业发展有限公司	深圳	深圳	综合开发	人民币 10000000.00	100.00	-
深圳市海城锦实业发展有限公司	深圳	深圳	综合开发	人民币 10000000.00	100.00	-
赤湾科技(深圳)有限公司	深圳	深圳	综合开发	人民币 10000000.00	100.00	-
深圳市筑梦创新投资有限公司	深圳	深圳	其他服务业	人民币 50000000.00	100.00	-

附件2 主要财务数据及指标

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
财务数据				
现金类资产(亿元)	54.10	37.83	59.35	104.61
资产总额(亿元)	296.13	362.30	451.89	473.47
所有者权益(亿元)	114.68	134.95	154.32	154.73
短期债务(亿元)	40.00	45.31	75.04	85.97
长期债务(亿元)	52.70	84.28	99.31	100.03
全部债务(亿元)	92.71	129.59	174.35	186.00
营业收入(亿元)	94.56	118.09	137.84	19.73
利润总额(亿元)	16.41	18.83	44.28	0.25
EBITDA(亿元)	23.97	28.82	56.11	--
经营性净现金流(亿元)	20.37	-10.01	-2.13	5.31
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.68	10.39	8.68	--
存货周转次数(次)	0.74	0.83	0.87	--
总资产周转次数(次)	0.34	0.36	0.34	--
现金收入比(%)	112.35	96.08	109.38	166.08
营业利润率(%)	28.21	27.60	20.99	16.02
总资本收益率(%)	6.82	7.14	10.60	--
净资产收益率(%)	9.04	9.96	18.49	--
长期债务资本化比率(%)	31.49	38.44	39.16	39.27
全部债务资本化比率(%)	44.70	48.99	53.05	54.59
资产负债率(%)	61.27	62.75	65.85	67.32
流动比率(%)	135.62	147.92	146.56	144.22
速动比率(%)	64.36	77.02	73.93	76.23
经营现金流流动负债比(%)	17.11	-7.50	-1.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.58	4.94	7.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.87	4.50	3.11	--

注：2019年一季度报财务数据未经审计；其他应付款和长期应付款中的有息部分已分别计入短期债务和长期债务

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	
总资产收益率	(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

注：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 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

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。

附件 4-4 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