

信用等级公告

联合〔2020〕2763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）股份有限公司主体长期信用等级为AAA，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。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十八日



中国南山开发（集团）股份有限公司

2020年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中国南山开发（集团）股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
17 南山开发 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18 南山开发 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 南山开发 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 南山开发 MTN001	15.00	15.00	2022/5/5
18 南山开发 MTN001	10.00	10.00	2021/4/3
19 南山开发 MTN001	13.00	13.00	2024/4/3

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

评级时间：2020年7月28日

本次评级使用的评级方法、模型：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
财务风险	F2	现金流	经营分析	1
			资产质量	2
			盈利能力	1
		现金流量	2	
		资本结构	2	
调整因素和理由				调整子级
股东实力雄厚，公司可获得较强的外部支持				+1

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

评级观点

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，随着房地产开发项目投入增加和物流园区的建成转入，公司资产总额保持快速增长趋势，公司运营物流园区面积不断增加，出租率继续保持较高水平；房地产业务继续深耕重点二线城市，签约销售面积持续增长，土地储备充足；公司整体经营状况正常。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、资本支出压力较大和债务规模上升等因素对公司信用基本面造成的压力。

公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力强。

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，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，并维持“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。

优势

1. 公司股东背景多元化且均实力雄厚。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、深圳市人民政府国有资产监督管理委员会、广东省人民政府国有资产监督管理委员会和中国海洋石油总公司，股东背景实力雄厚。
2. 公司持续保持国内领先的物流园区开发商地位，园区规模位居前列，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，综合物流业务盈利能

分析师：尹金泽 戴彤羽
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

力持续提升。

3. **公司房地产业务签约销售面积及金额持续增长，区域优势明显。**跟踪期内，公司房地产业务持续布局重点二线城市，签约销售面积及签约销售金额均有所增长。截至2020年3月底，公司未开工土地储备总面积为78.65万平方米，权益土地面积为56.43万平方米，且主要位于国内重要的二线城市，区域优势明显。
4. **公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力强。**2019年，公司经营活动现金流入量为194.14亿元，为存续债券余额的5.11倍。

关注

1. **房地产行业受政策影响较大。**房地产行业受政策影响较大，目前房地产业务为公司的主要收入来源之一，“房住不炒”的政策基调下区域政策、结构性调控可能会给公司经营业绩、财务状况和现金流量带来一定影响。
2. **仓储物流业竞争加剧。**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. **盈利能力有待提高。**跟踪期内，公司营业收入小幅下降，但期间费用持续增长，对公司利润形成一定侵蚀。2020年一季度，公司制造业和综合物流业务受疫情冲击影响，出现小幅亏损情况。
4. **公司债务规模持续上升，在建项目仍需大规模资金投入，未来面临一定的资金支出压力。**跟踪期内，公司有息债务规模持续增加，整体债务规模有所加重。随着公司房地产开发业务、物流园在建拟建项目的持续推进，公司未来面临一定的资金支出压力。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产 (亿元)	37.83	59.35	95.27	83.75
资产总额 (亿元)	362.30	451.89	552.79	599.14
所有者权益 (亿元)	134.95	154.32	167.97	167.12
短期债务 (亿元)	45.31	75.04	65.80	81.42
长期债务 (亿元)	84.28	99.31	157.95	194.48
全部债务 (亿元)	129.59	174.35	223.75	275.90
营业收入 (亿元)	118.09	137.84	132.92	16.53
利润总额 (亿元)	18.83	44.28	13.06	-1.71
EBITDA (亿元)	28.82	56.11	27.59	--
经营性净现金流 (亿元)	-10.01	-2.13	-16.10	-51.78
营业利润率 (%)	27.60	20.99	21.21	20.12
净资产收益率 (%)	9.96	18.49	4.94	--
资产负债率 (%)	62.75	65.85	69.61	72.11
全部债务资本化比率 (%)	48.99	53.05	57.12	62.28
流动比率 (%)	147.92	146.56	155.56	165.66
经营现金流动负债比 (%)	-7.50	-1.14	-7.51	--
全部债务/EBITDA (倍)	4.50	3.11	8.11	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.94	7.03	2.78	--

公司本部 (母公司) 口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	150.29	201.95	243.50	262.27
所有者权益 (亿元)	65.96	88.98	108.51	108.79
全部债务 (亿元)	68.31	88.81	100.74	118.68
营业收入 (亿元)	3.50	3.59	16.01	0.78
利润总额 (亿元)	6.02	47.30	19.52	0.36
资产负债率 (%)	56.11	55.94	55.44	58.52
全部债务资本化比率 (%)	50.87	49.95	48.14	52.17
流动比率 (%)	248.00	276.52	271.84	277.89
经营现金流动负债比 (%)	-4.34	-14.34	16.83	--

注: 1.2020 年一季度财务数据未经审计; 2.将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务; 3.将长期应付款中的有息债务调整至长期债务; 4. 2019 年及 2020 年一季度现金类资产扣除使用受限的货币资金; 5.集团类客户提供公司本部 (母公司) 财务信息

评级历史:

债项简称	债券级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 南山开发 MTN001/1 7 南山开发 MTN001/1 9 南山开发 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/07/ 30	张文选 尹金泽	工商企业信用评级方法 总论	阅读全文
18 南山开发 MTN001/1 7 南山开发 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/01/ 31	/	工商企业信用评级方法 总论	阅读全文

19 南山开发 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/01/30	王兴萍 尹金泽	工商企业信用评级方法总论	阅读全文
18 南山开发 MTN001	AA+	AA+	稳定	2018/03/20	王兴萍 尹金泽	联合资信工商企业主体评级方法	阅读全文
17 南山开发 MTN001	AA+	AA+	稳定	2017/01/20	姜雨彤 尹金泽	联合资信工商企业主体评级方法	阅读全文

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

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,符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

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

中国南山开发（集团）股份有限公司

2020年跟踪评级报告

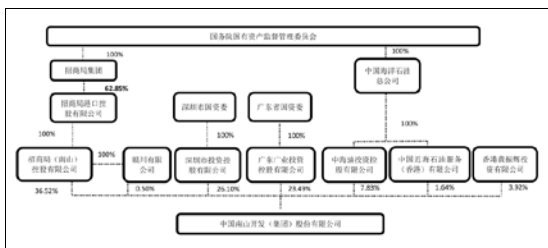
一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“南山开发”或“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

南山开发的前身是成立于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2020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。

图1 截至2020年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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2020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22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2019年底，公司（合并）资产总额552.79亿元，所有者权益合计167.97亿元（其中少数股东权益40.71亿元）；2019年公司实现营业收入132.92亿元，利润总额13.06亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额599.14亿元，所有者权益合计167.12亿元（其中少数股东权益41.26亿元）；2020年1—3月公司实现营业收入16.53亿元，利润总额-1.71亿元。

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，经联合资信评定的存续债券概况如下表所示。

表1 经联合资信评定的存续债券概况（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

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

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，

财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表 2），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为

3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长

10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1-2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口

更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1-3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市

场利率实质性下降。

2020年一季度,面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延,中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展,促进企业复工复产,全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面,主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等,大力减轻企业负担,增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元,提前下达总额达到1.29万亿元,截至3月底,各地专项债发行规模1.1万亿元,重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面,金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心,运用多种政策工具,保持流动性合理充裕,降低企业融资成本,推动银行加大信贷投放,并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款,给予临时性延期还本付息安排,开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施,为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日,一年期LPR报价二次下调30个基点,至3.85%;五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点,并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%,推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外,在疫情发生早期,央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款,主要用于重点企业抗疫保供,一半以上投向中小微企业;2月底,央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度,下调支农支小再贷款利率0.25个百分点;3月底,国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元,进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出,史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击,当前经济发展面临的挑战前所未有,

形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除,依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务,国内消费投资难以在短时间内快速恢复;同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升,共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘;而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降,叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少,导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”,世界各国为加强疫情防控,居民消费和企业生产活动均受到限制,导致大量订单取消、外需严重收缩,同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继,对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势,对二季度经济恢复造成压力,预计二季度经济增长依然存在较大的压力,同比增速大概率在低位运行,但环比情况会有很大的好转,经济V字形反转难以实现,全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势,未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响,防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议,在强调要加大“六稳”工作力度的基础上,首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务,表示要坚定实施扩大内需战略,维护经济发展和社会稳定大局,为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出,积极的财政政策要更加积极有为,提高赤字率,发行抗疫特别国债,增加地方政府专项债券,提高资金使用效率,真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度,运用降准、降息、再贷款等手段,保持流动性合理充裕,引导贷款市场利率下行,把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上,会议确定要释放消费潜力,扩大居民消费,适当增加公共消费。要积极扩大有效投资,实施老旧小区改造,加强传统基础设施和新型基础设施投资,促进传统产业改造升级,扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过

难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

1. 房地产行业

(1) 房地产行业概况

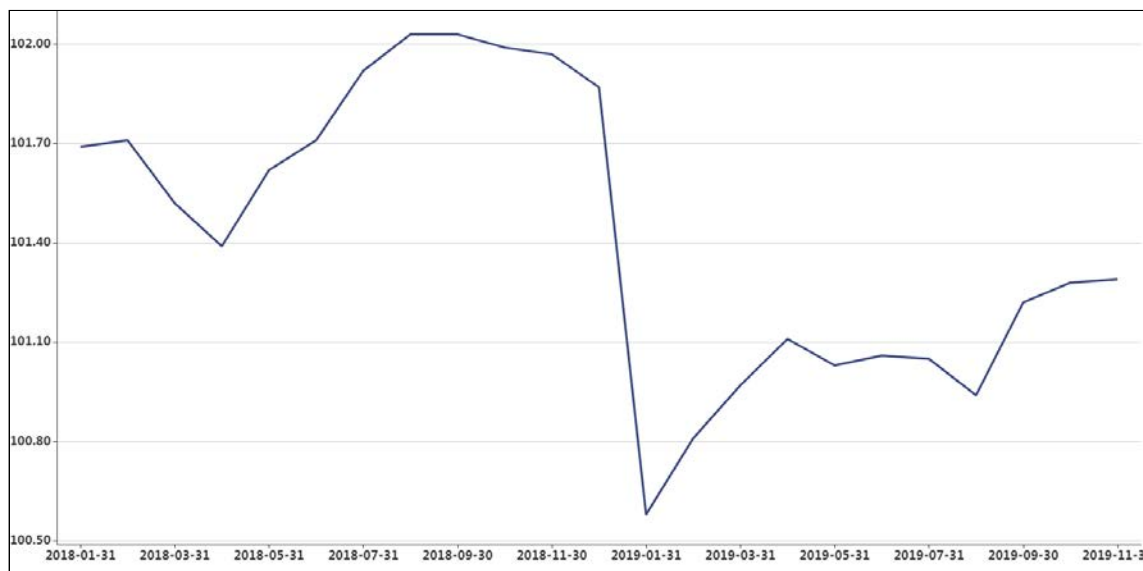
2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀

差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

图 2 2018 年—2019 年 11 月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增

速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分

点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入 2020 年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房

地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在在建项目复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

（2）土地市场与信贷环境

土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。受信贷政策维持紧缩的影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过 50%，且占比持续提升。

土地市场方面，2019 年，房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米，同比下降 11.40%，相较 2018 年累计同比增长 14.20% 的增速下滑 25.60 个百分点；土地成交价款 14709.28 亿元，累计同比下降 8.70%，相较于 2018 年累计同比增长 18.00% 的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019 年 1—3 月，土地市场较为冷清；4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始小阳春行情的消退以及行业融资再度收紧，土地市场同步降温。

从资金来源上看，2019 年，房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2018 年回升 1.20 个百分点。其中，国内贷款合计 2.52 万亿元，同比增长 5.10%，国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长，于 2019 年 3 月增速开始转正，全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点；自筹资金合计 5.82 万亿元，同比增长 4.20%，增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点；其他资金合计 9.50 万亿元，同比增长 10.49%，增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。

表 3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元）

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18%	24004.52	14.46%	25228.77	14.13%
利用外资	168.19	0.11%	107.98	0.07%	175.72	0.10%
自筹资金	50872.22	32.60%	55830.65	33.64%	58157.84	32.56%
其他资金	79770.46	51.12%	86019.74	51.83%	95046.26	53.21%
其中：定金及预收款	48693.57	31.20%	55418.17	33.39%	61359.00	34.35%
个人按揭	23906.31	15.32%	23705.89	14.28%	27281.00	15.27%
合计	156052.62	100.00%	165962.89	100.00%	178608.59	100.00%

资料来源：Wind，联合资信整理

（3）政策环境

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变。从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月

全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，政策或将根据市场情况进行逆周期微调，短期政策或将出现边际调整，但“房住不炒”仍然是硬约束，中长期来看仍将围绕总基调不变。（具体政策内容见表 4）

表 4 2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 3 月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019 年 4 月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019 年 7 月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019 年 9 月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019 年 11 月	央行	强调“因城施策”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托资金受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险

提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。（具体政策内容见表 5）

表 5 2019 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 5 月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019 年 7 月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019 年 7 月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率
2019 年 8 月	银保监会	银保监会决定在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019 年 9 月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

资料来源：联合资信整理

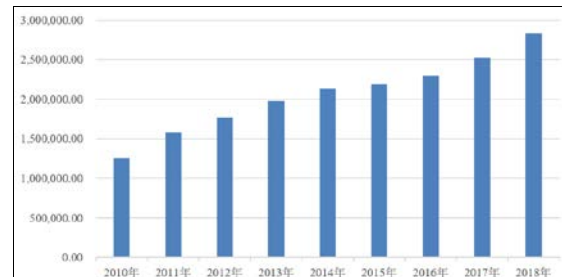
2. 物流行业

物流行业是国民经济中重要的服务行业，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。

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。

据国家统计局公布的数据，2019 年，全国社会物流总额为 298.00 万亿元，按可比价格计算，同比增长 5.90%。其中，工业品物流总额 269.60 万亿元，按可比价格计算，同比增长 5.7%；进口货物物流总额 14.30 万亿元，同比增长 4.70%。同期，农产品物流总额 4.20 万亿元，同比增长 3.10%；单位与居民物品物流总额 8.40 万亿元，同比增长 16.10%；再生资源物流总额 1.40 万亿元，同比增长 13.30%。

图 3 全社会物流总额变动情况



资料来源：Wind

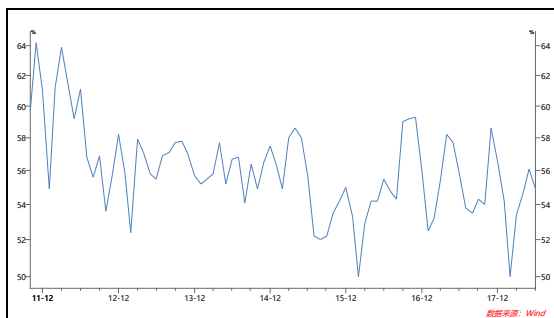
仓储物流

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。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。

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。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,普洛斯所持有仓储物流园总建筑面积为4206万平方米,运营的园区数量达到386个,进入中国43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。宝湾控股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年底,宝湾物流运营物业面积为265.60万平方米。

图4 物流业景气指数



资料来源: Wind

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。

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。除电商企业外,传统房地产开发企业持续加大对物流地产的投资。2018年1月,万科完成了对普洛斯的私有化,有力增强了其物流园区运营和投资能力。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。地产企业在传统住宅开发增速放缓的背景下,纷纷将物流地产作为未来发展重点之一,加大了物流地产行业的竞争压力。

行业政策

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。

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，加大降税清费力度，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。

2018年12月，国务院及交通运输部联合发布了《国家物流枢纽布局和建设规划》，提出到2020年，通过优化整合、功能提升，布局建设30个左右辐射带动能力较强、现代化运作水平较高、互联衔接紧密的国家物流枢纽，促进区域内和跨区域物流活动组织化、规模化运行，培育形成一批资源整合能力强、运营模式先进的枢纽运营企业初步建立符合我国国情的枢纽建设运行模式，形成国家物流枢纽网络基本框架。

行业关注与未来发展

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，行业的集中度会进一步提升。随着消费升级及跨境电商的发展，中国物流企业仍然拥有重大的发展机遇。

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。

从整体来看中国现代物流设施的供给仍落后于日益膨胀的需求，据统计中国物流人均仓库面积不足美国的十二分之一，长期看中国

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，中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2020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

公司物流园区运营管理经验丰富，物流园区域布局合理，土地储备资源优质，区域优势明显，股东综合实力强。

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。公司主要子公司包括：深圳市新南山控股（集团）股份有限公司，中开财务有限公司和深圳市赤湾东方物流有限公司等。仓储物流为公司未来的重点发展方向，截至2019年底，公司在中国35个经济热点城市拥有并管理着55个现代化物流园区，截至2019年底，公司物流园区投入运营的物流园区仓库面积为265.60万平方米，为国内领先的物流园区开发商和运营商之一。

公司房地产业务的经营主体为南山控股。南山控股深耕于华东、华南和华中的一二线城市。2019年，公司新增土地储备31.61万平方米，分布在无锡、南通、福州、苏州和武汉等区域。截至2020年3月底，公司未开工土地

储备总面积为 78.65 万平方米，权益土地面积为 56.43 平方米，分布在无锡、福州、苏州、合肥、长沙、南通和武汉区域。公司土地储备主要位于国内重要的二线城市，区域优势明显。

公司第一大股东为招商局控股，其实际控制人为招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）。第二大股东及第三大股东分别为深圳市投资控股有限公司和广东广业投资控股有限公司，实际控制人分别为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会和广东省人民政府国有资产监督管理委员会。目前招商局集团业务主要涵盖综合交通、特色金融、城市与园区综合开发运营等产业。截至 2019 年底，招商局集团（合并）资产总额 19358.95 亿元，所有者权益 8116.81 亿元；2019 年公司实现营业收入 3393.84 亿元，利润总额 719.81 亿元。股东背景雄厚，综合实力强。

七、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。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，受综合物流业务及其他业务收入下降的影响，公司收入有所下降；综合毛利率水平受房地产业务毛利率下降影响而小幅下降。但整体处于较好水平。

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）。2019 年，公司实现营业收入 132.92 亿元，同比下降 3.60%，主要是综合物流及其他业务收入减少所致；综合毛利率为 24.57%，较 2018 年下降 2.92 个百分点，主要系收入占比较大的房地产开发业务毛利率下降所致。

表 6 公司营业收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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	37.75	31.96	12.16	62.79	45.56	10.46	52.34	39.38	15.07	9.19	55.60	18.44
其中：运输物流-运输业务	20.38	17.25	1.69	29.43	21.35	1.13	37.58	28.28	1.55	6.27	37.95	-3.54
仓储物流-装卸业务	0.28	0.24	-8.92	0.53	0.38	-4.37	0.57	0.43	10.81	0.13	0.80	38.55
仓储物流-堆存仓储业务	6.87	5.82	58.78	8.86	6.43	60.93	11.13	8.38	64.34	2.64	15.97	69.67
仓储物流-港务管理业务	0.19	0.16	70.57	0.23	0.17	71.92	0.22	0.16	64.69	0.04	0.25	20.16
贸易物流-车辆产品销售	10.02	8.49	0.97	23.74	17.23	2.91	2.84	2.13	-2.12	0.10	0.62	18.04
二、房地产开发业务	58.65	49.66	55.69	46.58	33.79	49.30	57.78	43.47	33.24	3.21	19.40	33.22
三、制造业务	13.91	11.78	12.65	16.97	12.31	7.39	14.23	10.71	8.90	2.22	13.46	35.63
其中：集成房屋业务	7.37	6.24	11.34	8.67	6.29	3.44	5.99	4.50	-0.23	0.76	4.61	35.63
船舶舱室配套业务	3.38	2.86	16.44	3.64	2.64	17.51	4.52	3.40	17.54	0.85	5.13	35.63

业务板块	2017年			2018年			2019年			2020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
钢结构及其他产品销售业务	3.15	2.67	11.66	4.67	3.38	6.86	3.72	2.80	13.08	0.61	3.72	10.77
四、其他业务	7.80	6.60	56.34	11.50	8.34	61.84	8.58	6.45	50.15	1.91	11.54	49.31
其中：经营租赁业务	2.58	2.18	80.17	3.00	2.18	82.54	3.28	2.47	44.78	0.74	4.46	50.63
电站业务（供电业务）	1.47	1.25	22.69	1.51	1.09	22.07	1.30	0.98	20.98	0.24	1.45	25.57
工程及监理业务	0.47	0.40	0.35	1.50	1.09	2.09	0.72	0.54	7.38	0.14	0.87	7.60
塔机租赁业务	1.05	0.89	7.77	0.88	0.64	1.80	--	--	--	--	--	--
其他业务	2.22	1.88	85.92	4.61	3.34	92.32	3.27	2.46	76.49	0.79	4.76	62.89
合计	118.09	100.00	36.67	137.84	100.00	27.49	132.92	100.00	24.57	16.53	100.00	23.77

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控股有限公司和深圳市赤湾东方物流有限公司经营；集成房屋、船舶舾装配套主要由南山控股下属雅致事业部、华南建材（深圳）有限公司负责经营；塔机租赁业务主要由深圳市海邻机械设备有限公司负责经营，2019年处置海邻机械，无塔机租赁业务收入；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有限公司和深圳市赤湾东方物流有限公司负责经营；其他业务中的其他业务主要来自中开财务有限公司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，2019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52.34亿元、57.78亿元和14.23亿元，同比分别下降16.64%、增长24.04%和下降16.15%。其中，综合物流业务有所下降主要原因为受“国六”排放标准出台等因素的冲击，平行进口车业务收入规模大幅下滑；房地产开发业务受结转周期影响而收入有所增长；制造业业务因船舶景气度下降且集成房屋市场竞争激烈而有所下降。

毛利率构成方面，2019年，公司房地产业务毛利率为33.24%，同比下16.06个百分点，主要系较高项目逐渐结转后项目毛利率降低所致；综合物流业务毛利率为15.07%，同比增长4.61个百分点，主要系毛利率较低的汽车贸易业务大幅收缩，毛利率较高的仓储业务占比提升所致；制造业务毛利率为8.90%，同比增长1.51个百分点。

2020年一季度，公司营业收入为16.53亿元，同比下降16.24%，主要系综合物流业务及

制造业务受疫情影响冲击较大所致；综合毛利率为23.77%，较上年下降0.80个百分点。同时，运输业务受疫情影响毛利率下降至-3.54%。

2. 综合物流业务

跟踪期内，公司运输物流及仓储物流业务均保持持续发展趋势，收入及毛利率均有所提高；受政策等相关因素影响，毛利率较低的贸易物流业务收入大幅下降，综合物流业务毛利率有所提升。

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。2019年，宝湾物流园前五位客户收入占比为18.05%，同比下降6.47个百分点。宝湾物流业务构成以堆存（仓储）业务为主，2019年，宝湾物流堆存仓储业务实现收入8.07亿元，同比增长27.09%，毛利率为63.97%，同比下降3.19个百分点。

表7 宝湾物流园区业务经营情况（单位：万元、%）

项目	2017年			2018年			2019年			2020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
堆存（仓储）业务	5.20	85.98	65.52	6.35	84.27	67.16	8.07	83.71	63.97	2.16	80.82	66.84
运输业务	0.27	4.54	7.58	0.29	3.81	1.40	0.48	4.98	0.12	0.26	9.66	0.30
办公租赁业务及代理业务	0.50	8.27	36.99	0.67	8.85	44.77	0.84	8.71	39.74	0.20	7.51	51.65
装卸业务	0.06	1.05	-18.70	0.16	2.16	-80.58	0.23	2.39	-18.14	0.04	1.68	-1.47
其他业务	0.01	0.17	97.88	0.07	0.91	85.25	0.02	0.21	76.72	0.01	0.33	14.66
合计	6.04	100.00	59.70	7.54	100.00	59.65	9.64	100.00	56.69	2.67	100.00	57.95

资料来源：公司提供

截至2019年底，宝湾物流园区仓库面积为265.60万平方米，同比增长0.87%；2019年，公司仓库平均使用率为91.70%，同比下降1.50个百分点。

表8 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、%）

2017年		2018年	
仓库使用面积	使用率	仓库使用面积	使用率
201.22	86.10	263.30	93.20
2019年		2020年1-3月	
仓库使用面积	使用率	仓库使用面积	使用率
265.60	91.70	275.40	96.00

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。2019年公司主要物流园区除、津南宝湾、南通宝湾、天津宝湾及镇江宝湾外，平均使用率均在90%以上；其中镇江宝湾目前经营尚未稳定，面临的招商压力较大。

2019年，宝湾物流实现签约面积1945.40亩，落实土地指标面积983亩，主要区域包括宁波、合肥、漳州、天津、淮安、无锡等城市。截至2020年3月底，宝湾物流在建及拟建物流园区仓储建筑面积约290.56万平方米。

表9 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	10810.49	5601.47	100%	2.22%	8.31%
2	明江宝湾	6435.67	2828.79	100%	5.67%	11.05%
3	昆山宝湾	6964.91	2411.54	100%	1.60%	-4.92%

4	广州宝湾	6337.80	1635.60	100%	5.35%	2.03%
5	廊坊宝湾	4148.06	1789.52	100%	17.09%	33.65%
6	龙泉宝湾	4030.71	995.48	99%	-42.36%	-5.97%
7	南京宝湾	4016.80	1207.01	100%	6.63%	21.83%
8	北京宝湾	2416.32	1124.41	100%	3.45%	15.67%
9	新都宝湾	2507.06	743.35	100%	-4.55%	-16.39%
10	胶州宝湾	3288.48	941.95	91%	14.89%	25.31%
11	津南宝湾	1712.85	604.75	85%	-11.77%	-19.11%
12	无锡宝湾	3472.01	295.06	100%	24.55%	-59.39%
13	嘉兴宝湾	2112.15	405.46	92%	18.59%	-21.64%
14	武汉宝湾	3435.58	642.56	100%	-9.37%	27.26%
15	天津宝湾	3139.08	-4.60	70%	-38.01%	-100.97%
16	南通宝湾	1458.52	59.42	83%	-16.10%	-84.00%
17	镇江宝湾	2733.50	-579.12	60%	-0.98%	-56.99%

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，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 2019 年底，东方物流在全国范围内设立 32 家分支机构，拥有园区及货场站面积 100 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 1752 台，槽罐车 173 台，半挂车 5451 台，集装箱 4860 个，拥有社会可控车辆约 4 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。

2019 年东方物流全年实现营业收入 42.02 亿元，其中运输物流业务营收 37.26 亿元，同比增长 26.94%，贸易物流车辆产品销售业务收入 2.83 亿元，同比下降 88.07%，主要系政策及行业景气度下滑等因素的影响，收入大幅下降；2019 年东方物流毛利率为 2.93%，较 2018 年下降 0.28 个百分点。2020 年 1-3 月，受疫情带来的交通封闭等因素影响，东方物流实现营业收入 6.43 亿元，同比下降 41.85%，毛利率下降至-2.61%。

3. 房地产业务

跟踪期内，公司房地产业务开发节奏有所放缓，签约销售面积同比均有所增长，公司房地产收入有所上升；公司土地储备面积充足，分布在国内重点二线城市，具有一定区域优势。

公司房地产业务的主要经营主体为南山控股和深圳海湾发展管理有限公司等。

房地产开发

2019年，公司房地产业务新开工面积51.25万平方米，期末房屋施工面积81.56万平方米，同比分别下降11.76%和14.92%，主要系公司放缓开发节奏所致；2019年，公司房地产竣工面积57.77万平方米，同比增长108.03%，房地产开发完成投资85.13亿元，同比增长13.33%。2020年一季度，受疫情影响公司新开工面积和竣工面积有所滞后，目前已全面复工。

2019年，公司房地产签约面积为53.96万平方米，同比增长26.90%；签约销售额为82.68亿元，同比增长33.05%；签约销售均价为1.53万元/平方米，同比增长4.79%。

表10 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	2017年	2018年	2019年	2020年 1-3月
新开工面积	36.95	58.08	51.25	0.00
期末房屋施工面积	64.16	95.89	81.56	81.56
房屋竣工面积	27.08	27.77	57.77	0.00
期末可售面积	18.52	29.93	31.86	27.76
当期结算面积	38.62	34.46	43.62	2.29
当期签约面积	40.30	42.52	53.96	4.13
签约销售额	54.26	62.14	82.68	6.3
签约均价	1.35	1.46	1.53	1.52
房地产开发完成投资	30.27	75.12	85.13	14.58

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，2019年上述地区的房地产结算面积占比分别为76.34%、23.61%和0.05%；销售收入占比分别为83.21%、16.60%和0.19%。华东和华中为公司主要的开发区域

表12 截至2020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2020年3月底已投资	计划2020年4-12月投资	计划2021年投资	计划2022年投资
南通尚品名邸（二期）	住宅、商业	13.38	100	11.00	10.77	0.07	0.09	0.01

和收入来源。

表11 公司房地产开发结转收入区域分布
（单位：亿元、万平方米、%）

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
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				
地区	结转收入	占比	结算面积	占比
华东	47.08	83.21	33.30	76.34
华中	9.39	16.60	10.30	23.61
华南	0.11	0.19	0.02	0.05
合计	56.58	100.00	43.62	100.00
2020年1-3月				
地区	结转收入	占比	结算面积	占比
华东	2.73	94.46	2.15	93.89
华中	0.16	5.54	0.15	6.55
华南	0.01	0.35	0.00	0.00
合计	2.89	100.00	2.29	100.00

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2020年3月底，公司主要在建房地产项目规划建筑面积总计254.87万平方米，预计总投资为250.55亿元，截至2020年3月底已投资190.09亿元，尚需投资60.46亿元。

白鹤天池一期	住宅	13.03	100	5.30	4.87	0.12	0.20	0.11
白鹤天池二、三期	住宅	31.68	100	15.45	6.40	3.60	3.00	2.00
苏州枫桥(暂定)	住宅	15.26	100	38.04	30.06	5.45	2.23	0.25
南山维拉	住宅	61.41	100	43.31	38.64	1.95	6.40	0.04
南山楠	住宅	25.5	100	43.62	41.54	2.91	0.00	0.16
柠檬郡	住宅	10.54	100	10.97	9.84	0.82	0.31	0.00
十里星空	住宅	7.55	100	6.78	5.20	0.70	0.38	0.00
梅溪湖	住宅	23.93	100	31.00	20.20	5.16	2.90	2.00
合肥宝湾三期	住宅、商业	23.83	100	11.68	8.97	0.40	1.96	0.35
海祥阁(B5B6)	住宅	3.15	50.98	5.40	2.70	1.50	0.00	0.00
无锡车联网	住宅、商业	25.61	100	28.00	10.90	5.45	6.10	2.20
合计	--	254.87	--	250.55	190.09	28.13	23.57	7.12

资料来源：公司提供

公司主要通过招拍挂等方式获得土地储备。2019年，公司新增土地储备31.61万平方米，分布在无锡、南通、福州、苏州和武汉等区域。截至2020年3月底，公司未开工土地储备总面积为78.65万平方米，权益土地面积为56.43万平方米，分布在无锡、福州、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，公司土地储备主要位于国内重要的二线城市，具有一定区域优势。

表 13 截至 2020 年 3 月底，公司未开工土地储备情况（万平方米、万元）

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	南山国际	南通	2013 年	25100	12620	12620	住宅	
2	白鹤天池	长沙	2012 年	22324	227376	144970	住宅、商业	
3	三食六巷	合肥	2015 年	8530	23000	23000	商业	
4	光谷自贸港	武汉	2016 年 9 月	5775	13018	9012	厂房	
5	长沙梅溪湖	长沙	2017 年 12 月	149175	17672	17672	住宅、商业	
6	无锡车联网	无锡	2019 年 6 月	88800	100473	100473	住宅、商业	
7	浒茂置业	苏州	2019 年 8 月	138676	41743	22959	住宅	
8	南山纵横·瀛洲府	福州	2019 年 9 月	140900	36711	18723	住宅、商业	
9	光谷南山府	武汉	2019 年 10 月	122235	39550	39550	住宅	
10	南通旭南	南通	2019 年 12 月	65960	73208	73208	住宅	
11	成都南横置业	成都	2020 年 1 月	178714	74425	37957	住宅、商业	
12	武汉武船	武汉	2018 年 12 月	437600	102274	52160	住宅、商业	
13	宁波东钱湖	宁波	2019 年 4 月	100046	24452	11981	住宅	
合计				--	1483835	786522	564285	--

资料来源：公司提供

4. 制造业板块

集成房屋业务

跟踪期内，受市场竞争激烈、公司战略调整、原材料采购价格持续上涨等因素影响，公司集成房屋收入及毛利率均有所下降。

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。2019年公司集成房屋销售收入为5.99亿元，同比下降30.91%；毛利率为-0.23%，同比下降3.67个百分点，主要系市场竞争激烈、公司战略调整、原材料成本上升所致。

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。2019年，雅致集成主要原材料价格均呈上升趋势。

表14 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			
	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
带钢	15559.00	3924.22	2561.58	311.32	3529.00	4180.00	4645.64	4987.91
彩钢	5369.00	4408.17	2391.76	933.14	5871.00	6137.00	6505.62	5703.48
油漆	831.00	514.94	757.03	131.65	15648.00	17092.00	18617.91	23297.91

资料来源：公司提供

根据南山控股2019年6月29日发布公告，南山控股为优化资产结构、聚焦核心业务，拟通过上海联合产权交易所公开挂牌转让深圳雅致集成房屋有限公司（以下简称“深圳雅致”）不低于51%的股权。2019年7月2日，深圳雅致70%股权首次公开挂牌，挂牌底价为37610.31万元。该事项目前尚无进展，联合资信将对此次股权转让事项保持关注。

船舶舱室业务

跟踪期内，公司船舶舱室配套业务持续保持竞争优势，收入有所提升，盈利能力保持稳定。

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（深圳）有限公司（以下简称“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。2019年公司船舶舱室业务营业收入为4.52亿元，同比增长24.18%，毛利率为17.54%，同比上升0.03个百分点。

表 15 船舶舱室配套业务主要产品情况

产品	项目	单位	2017 年	2018 年	2019 年	2019 年 同比变化 (%)
船舶舱室配套业务-复合板	销售量	万平方米	104.01	115.82	126	8.79
	生产量	万平方米	108.90	114.01	125	9.64
	库存量	万平方米	47.02	45.21	44.21	-2.21
船舶舱室配套业务-防火门	销售量	扇	35025.00	29634	27571	-6.96
	生产量	扇	54046.00	56373	52289	-7.24
	库存量	扇	8154.00	8260	9168	10.99
船舶舱室配套业务-卫生单元	销售量	套	12539.00	12843	22557	75.64
	生产量	套	14654.00	12869	21061	63.66
	库存量	套	9397.00	9405	7909	-15.91

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

5. 经营效率

公司整体经营效率尚可。

2019 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 7.00 次、0.66 次和 0.26 次，分别较 2018 年下降 1.69 个百分点、0.21 个百分点和 0.07 个百分点。与同业投资控股公司相比，公司经营效率指标整体处于中游水平。

表 16 2019 年公司同行业对比情况

(单位：%、次)

项目	公司	苏州新区高新技术产业股份有限公司	万科企业股份有限公司
存货周转率	0.66	0.28	0.28
应收账款周转率	7.41	19.82	205.86

总资产周转率	0.26	0.22	0.23
流动比率	155.56	201.79	113.07
速动比率	76.60	71.24	42.59
经营现金流负债比	-7.51	-13.87	3.59

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

6. 在建工程

公司在建工程主要为物流园区项目。截至 2020 年 3 月底，公司主要在建工程累计投资 34.76 亿元，尚需投资 40.87 亿元，公司面临一定的资本支出压力。

表 17 截至 2020 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
长沙望城宝湾	5.91	1.92	1.10
佛山三水宝湾	12.54	2.70	2.60
重庆珞璜宝湾	9.43	3.70	2.17
重庆西彭宝湾	10.10	3.90	2.80
嘉兴供应链宝湾	6.73	2.71	1.30
四川广汉宝湾	16.47	4.67	2.30
西安临潼宝湾	10.66	4.53	1.50
长沙雨花宝湾	9.88	3.88	1.40
武汉青山宝湾	17.87	4.50	2.40

郑州宝海宝湾	17.86	5.00	3.40
南京高新宝湾	17.50	4.15	2.20
浙江余姚宝湾	16.14	6.70	1.60
无锡供应链宝湾	17.08	6.25	3.10
云南滇中宝湾	8.10	3.10	1.24
宁波镇海宝湾	11.10	4.36	1.46
宁波奉化宝湾	15.79	7.59	1.40
江苏淮安宝湾	5.87	1.67	0.81
成都青白江宝湾	7.71	2.20	1.03
天津滨海宝湾（二期）	8.37	2.10	0.95
合计	225.11	75.63	34.76

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

公司未来发展战略清晰。

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2019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2020年一季度财务报表未经审计。

从合并范围看，2019年公司合并范围内因新设增加28家子公司，处置子公司4家，注销减少2家子公司。截至2019年底，公司合并范围内的主要子公司共252家。2020年一季度，合并范围内因新设增加6家子公司，注销减少1家子公司。总体看，因增加和减少的子公司经营规模较小，公司合并范围变动对财务报表可比性影响较小。

截至2019年底，公司（合并）资产总额552.79亿元，所有者权益167.97亿元合计（其中少数股东权益40.71亿元）；2019年公司实现营业收入132.92亿元，利润总额13.06亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额599.14亿元，所有者权益合计167.12亿元（其中少数股东权益41.26亿元）；2020年1—3月公司实现营业收入16.53亿元，利润总额-1.71亿元。

2. 资产质量

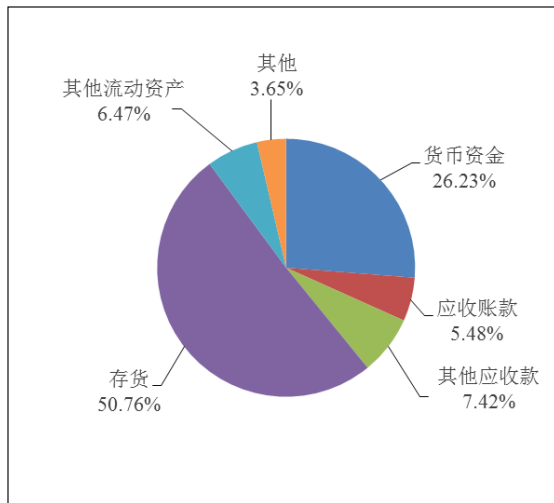
跟踪期内，受房地产开发投入增加和物流园区的建成转入，公司资产总额保持快速增长趋势，同时资产构成中仍以流动资产为主；公司整体资产质量很好。

截至 2019 年底，公司资产总额 552.79 亿元，较上年底增长 22.33%，主要系货币资金及存货增长所致。其中，流动资产占 60.34%，非流动资产占 39.66%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 333.55 亿元，较上年底增长 21.43%，主要系货币资金、其他应收款及存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 26.23%）、应收账款（占 5.48%）、其他应收款（占 7.42%）、存货（占 50.76%）及其他流动资产（占 6.47%）、构成。

图5 截至2019年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司货币资金 87.49 亿元，较上年底增长 51.07%，主要系公司发行中期票据、公司债券及子公司宝湾物流发行 CMBS 后现金留存所致。货币资金主要由银行存款构成（77.86 亿元），受限资金 6.27 亿元，受限比例为 7.17%，受限比例较低。

截至 2019 年底，公司应收账款 18.26 亿元，较上年底增长 3.83%，其中，79.79 %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 80.23%），共计提坏账准备 1.82 亿元，计提比例 11.36%，计提比例尚可；应收账款前五名金额 7.25 亿元，占比 36.11%，账款集中度一般。

截至 2019 年底，公司其他应收款 24.75 亿元，较上年底大幅增长 73.97%，主要系应收拍地保证金和押金、应收暂付款及合作方往来款增加所致；从账龄分布看，其他应收款 1 年以内占 78.93%，1—2 年占 11.79%，2—3 年占 3.56%，3 年以上占 5.93%。截至 2019 年底，公司其他应收款共计提坏账准备 0.05 亿元。

截至 2019 年底，公司存货 169.31 亿元，较上年底增长 24.38%，主要系土地储备增加所致。从构成上看，存货主要由房地产的开发成本（占 88.88%）及开发产品（8.27%）等构成。截至 2019 年底公司存货共计提跌价准备 0.18 亿元，主要为对原材料以及产成品计提的跌价准备。

截至 2019 年底，公司其他流动资产 21.58 亿元，较上年底下降 52.17%，主要系银行理财产品减少所致。其他流动资产主要由代垫拆迁款补偿款（11.33 亿元）和待抵扣进项税（7.28 亿元）等构成。

非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 219.24 亿元，较上年底增长 23.73%，公司非流动资产主要由债权投资（占 6.26%）、长期股权投资（占 8.82%）、投资性房地产（占 22.20%）、固定资产（占 19.52%）、在建工程（占 13.17%）、无形资产（占 20.58%）构成。

截至 2019 年底，公司新增债权投资 13.73 亿元，主要由大额存单及信托贷款构成。

截至 2019 年底，公司长期股权投资 19.34 亿元，较上年底大幅增长 102.20%，主要系增加联营或合营企业股权投资所致；公司

未对长期股权投资计提减值准备，目前尚未出现减值迹象。

公司投资性房地产主要由用于出租的物流园以及自持商业地产构成。截至 2019 年底，公司投资性房地产 48.67 亿元，较上年底增长 19.07%，增长主要来自建成物流园转入所致。

截至 2019 年底，公司固定资产 42.81 亿元，较上年底下降 4.49%，主要系处置部分闲置、性能落后车辆所致。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。公司固定资产累计计提折旧 18.68 亿元，成新率为 69.50%，成新率一般。

截至 2019 年底，公司在建工程 28.87 亿元，较上年底大幅增长 250.98%，主要系物流园区建设推进所致。

截至 2019 年底，公司无形资产 45.12 亿元，较上年底增长 18.54%，主要系自新增购置的土地使用权及收购子公司股权所致。无形资产主要由土地使用权构成；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 2019 年底，公司其他非流动资产 6.16 亿元，较上年底下降 52.28%，主要系代武侯区危房改造中心垫付的拆迁补偿款收回所致。

截至 2019 年底，公司受限资产账面价值合计 44.90 亿元，主要为受限存货、无形资产和投资性房地产，占总资产的 8.12%，受限资产占比较低。

表 18 截至 2019 年底公司受限资产情况
(单位：亿元)

资产名称	账面价值
货币资金	6.27
存货	28.62
无形资产与投资性房地产	8.31
固定资产	1.70
合计	44.90

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 599.14 亿元，较上年底增长 8.39%，主要系其他应收款及其他非流动资产增长所致。其中，流动资产占 60.09%，非流动资产占 39.91%。资产结构较上年底变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司其他应收款 47.95 亿元，较 2019 年底增长 97.34%，主要系一季度拿地保证金支出增加所致；债权投资 18.97 亿元，较 2019 年底增长 38.12%，主要系大额存单投资及信托基金投资所致。其他非流动资产 20.82 亿元，较上年底大幅增长 238.10%，主要系物流园区及非地产类项目预付土地款增加所致。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

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。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 167.97 亿元，较上年底增长 8.85%，主要系子公司宝湾物流发行 10.00 亿元永续债所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 75.76%，少数股东权益占比为 24.24%。归属于母公司所有者权益 127.26 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 7.07%、12.03%、0.13% 和 53.02%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 167.12 亿元，所有者权益构成较 2019 年底变化不大。

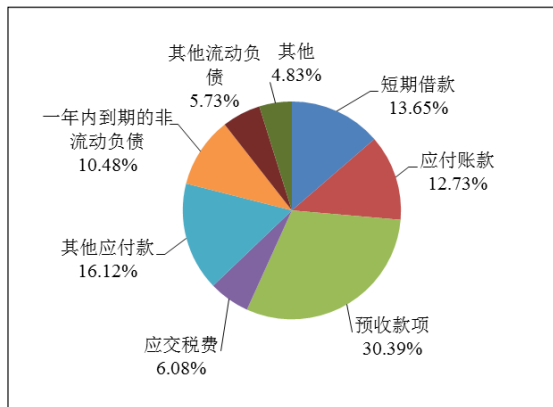
负债

跟踪期内，公司有息债务结构仍以长期债务为主，整体债务规模持续上升。

截至 2019 年底，公司负债总额 384.82 亿元，较上年底增长 29.32%，主要系其他应付款、长期借款及应付债券增长所致。其中，流动负债占 55.72%，非流动负债占 44.28%。非流动负债占比较上年底有所上升。

截至 2019 年底，公司流动负债 214.42 亿元，较上年底增长 14.40%，主要系预收款项及其他应付款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 13.65%）、应付账款（占 12.73%）、预收款项（占 30.39%）、应交税费（占 6.08%）、其他应付款（占 16.12%）、一年内到期的非流动负债（占 10.48%）及其他流动负债（占 5.73%）构成。

图 5 截至 2019 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司短期借款 29.26 亿元，较上年底增长 5.76%，其中保证借款 16.32 亿元，信用借款 12.94 亿元。

截至 2019 年底，公司预收款项 65.15 亿元，较上年底增长 29.89%，主要系预收售房款（占预收账款比重 95.89%）增加所致。

截至 2019 年底，公司其他应付款 34.57 亿元，较上年底增长 101.27%，主要系应付工程款及合作开发地产项目往来款所致。

截至 2019 年底，公司新增其他流动负债 12.29 亿元，主要系 2019 年 4 月发行短期融资券所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债 170.40 亿元，较上年底增长 54.69%，主要系长期借款及应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 51.04%）及应付债券（占 40.35%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 86.97 亿元，较上年底增长 38.45%，主要系保证借款增加所致。

截至 2019 年底，公司应付债券 68.76 亿元，较上年底增长 103.13%，主要系公司及子公司发行中期票据、CMBS 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

截至 2019 年底，公司全部债务 223.75 亿元，较上年底增长 28.34%。其中，短期债务占 29.41%，长期债务占 70.59%，债务结构较上年底变化不大。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.61%、57.12%和 48.46%，较上年底分别提高 3.76 个百分点、提高 4.07 个百分点和提高 9.30 个百分点。公司债务规模有所上升，但仍处于合理水平。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 432.02 亿元，较上年底增长 12.27%，主要系长期借款及应付债券增长所致。其中，流动负债占 50.31%，非流动负债占 49.69%。负债结构较上年底变化不大。

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 275.90 亿元，较上年底增长 23.31%。其中，短期债务 81.42 亿元（占 29.51%），较上年底增长 23.74%。长期债务 194.48 亿元（占 70.49%），较上年底增长 23.13%。截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.11%、62.28%和 53.78%，较上年底分别提高 2.49 个百分点、提高 5.16 个百分点和提高 5.32 个百分点。

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 275.90 亿元，其中 2020—2022 年到期债务规模分别

为 54.15 亿元、48.51 亿元和 75.11 亿元，公司到期债务规模分布较均匀。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入小幅下降，营业利润率有所提升，公司整体盈利能力仍保持在良好水平，但期间费用持续增长，对公司利润形成一定侵蚀。投资收益对公司利润总额贡献大。2020 年一季度，受疫情影响，公司收入和利润下滑，并出现小幅亏损的情况。

2019 年公司营业收入为 132.92 亿元，同比下降 3.57%；营业成本为 100.26 亿元，同比增长 0.32%。

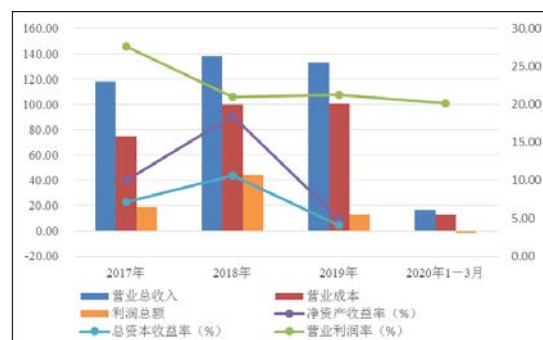
期间费用方面，2019 年公司期间费用为 21.40 亿元，同比增长 9.25%，主要系管理和财务费用增长所致；期间费用率为 16.10%，较 2018 年上升 1.89 个百分点，公司费用控制能力有待提升。

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、投资收益、营业外收入和营业外支出，除其他收益及投资收益外，整体金额较小，对利润总额影响不大。2019 年公司取得其他收益 1.73 亿元，主要是税收补贴款。公司投资收益近年来波动较大，2018 年，由于处置长期股权投资（深圳赤湾港航股份有限公司的股权）产生投资收益和理财产品收益共 36.08 亿元；2019 年，公司取得投资收益 5.12 亿元，同比大幅下降，主要为处置深圳市海邻机械设备有限公司、深圳市半岛一号管理有限公司等子公司股权产生的投资收益以及权益法计量的参股公司投资收益和银行理财的收益。受以上因素影响，2019 年，公司营业利润和利润总额分别为 12.83 亿元和 13.06 亿元，同比分别下降 71.12% 和 70.50%。

盈利指标方面，2019 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 21.21%、4.08% 和 4.94%。公司整体盈利能力

仍保持在良好水平。

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

2020 年 1—3 月，受疫情影响，制造业板块复工延迟、市场供应及需求较低；公路运输业务受交通封闭等因素影响，公司营业收入 16.53 亿元，同比下降 16.22%；利润总额为 -1.71 亿元，去年同期为 0.25 亿元，同比大幅下降，公司出现小幅亏损情况。

5. 现金流

跟踪期内，随着公司房地产及物流园区业务规模的扩大，公司经营活动现金流入和流出规模持续增长，公司经营活动净现金流持续净流出；同期，公司新增及在建项目的投入不断增加，公司存在一定的对外筹资压力。

经营活动现金流方面，2019 年公司经营活动现金流入量为 194.14 亿元，同比增长 9.45%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金。2019 年经营活动现金流出量为 210.24 亿元，同比增长 17.13%，主要系公司购地和建设支出大幅增长所致。2019 年，公司经营活动现金净流量为 -16.10 亿元。2019 年，公司现金收入比为 114.93%，同比提升 5.56 个百分点，收入实现质量良好。

投资活动现金流方面，2019 年公司投资活动现金流入 33.53 亿元，同比下降 41.35%，主要系收回投资收到的现金减少所致；2019 年投资活动现金流出 44.54 亿元，同比下降 29.17%，主要为购建固定资产、无形资产支

付现金 26.36 亿元（同比增长 0.38%）和支付其他与投资活动有关现金 4.96 亿元（购买理财产品）。2019 年公司投资活动净现金流为 -11.01 亿元，同比大幅增长 92.59%。

2019 年，公司筹资活动前现金流量净额为 -27.11 亿元，公司投资活动现金流出规模较大，公司经营活动现金流入不能覆盖投资活动资金需求，存在一定的对外筹资压力。

筹资活动现金流方面，2019 年公司筹资活动现金流入 164.65 亿元，同比大幅增长 104.05%，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出 112.20 亿元，同比大幅增长 115.03%，主要为偿还债务支付的现金。2019 年，公司筹资活动净现金流为 52.45 亿元，同比增长 83.95%。

2020 年 1—3 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动前现金流量净额分别为 -51.78 亿元、-12.64 亿元和 -64.42 亿元，筹资活动净现金流为 54.28 亿元。

表 19 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
经营活动现金流入量	119.77	177.37	194.14	36.42
现金收入比	96.08	109.38	114.93	169.88
经营活动现金流量净额	-10.01	-2.13	-16.10	-51.78
投资活动现金流量净额	-39.75	-5.72	-11.01	-12.64
筹资活动前现金流量净额	-49.76	-7.85	-27.11	-64.42
筹资活动现金流量净额	33.44	28.52	52.45	54.28

资料来源：联合资信整理

6. 偿债能力

跟踪期内，公司整体偿债能力指标一般，但考虑到公司融资渠道畅通，股东实力雄厚且对公司给予一定支持，公司实际偿债能力高于指标值。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 155.56% 和 76.60%，同比略有增长；2019 年，公司经营

现金流负债比为 1.45%。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 165.66% 和 82.93%。截至 2019 年及 2020 年 3 月底，公司现金类资产/短期债务分别为 1.45 倍和 1.03 倍，公司现金类资产对短期债务覆盖倍较好。考虑到公司流动负债中预收款项占比较高，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 27.59 亿元，同比下降 50.83%；公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 2.78 倍和 8.11 倍，同比均有所下降。公司长期偿债能力一般。

截至 2020 年 3 月底，公司银行综合授信额度为 535.52 亿元，尚未使用额度 353.49 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 2020 年 3 月底，公司合并口径对外担保 3.46 亿元，被担保方苏州宏景置业房地产有限公司和武汉崇鸿裕业房地产开发有限公司均为合作开发地产项目的项目公司。

7. 母公司财务报表分析

跟踪期内，公司本部收入规模较小，利润总额主要来自投资收益；母公司整体债务负担适中。

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 2019 年底，公司本部资产总额 243.50 亿元，其中流动资产占 42.08%，非流动资产占 57.92%；流动资产构成以货币资金（34.73 亿元）和其他流动资产（54.63 亿元）为主；非流动资产以对子公司的长期股权投资（74.11 亿元）和债券投资（52.09 亿元）为主。

资本结构方面，截至 2019 年底，公司本部资产负债率为 55.44%。从负债构成看，截至 2019 年底，公司本部负债总额为 134.99 亿

元，其中流动负债占 27.92%，非流动负债占 72.08%，负债结构以非流动负债为主；流动负债中有息部分主要为短期借款 9.45 亿元和一年内到期的非流动负债 3.07 亿元；非流动负债中有息部分为长期借款 39.94 亿元和应付债券 47.96 亿元。从所有者权益构成看，截至 2019 年底，公司本部所有者权益为 108.51 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 61.76 亿元为主。截至 2019 年底，公司本部全部债务资本化比率为 48.14%，债务负担一般。

盈利能力方面，2019 年，公司本部实现营业收入 16.01 亿元，利润总额 19.52 亿元，其中投资收益 11.46 亿元，主要由长期股权投资收益、债权投资收益和处置长期股权投资产生的投资收益构成。

2019 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 6.34 亿元、-27.56 亿元和 54.50 亿元。

9. 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 2020 年 5 月 8 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。

10. 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

公司经营活动现金流入量对经联合资信评定的存续债券保障能力强。考虑到公司充足的现金类资产和银行授信，公司整体对单独年度最高偿付额存续债券的保障能力极强。

截至目前，经联合资信评定的“19 南山开发 MTN001”“18 南山开发 MTN001”和“17 南山开发 MTN001”债券余额合计 38.00 亿元（以下简称“存续债券”）。2019 年，公司经营活动现金流入量为 194.14 亿元，为存续债券的 5.11 倍；公司经营活动净现金流为-16.11 亿元，为存续债券的-0.42 倍；公司 EBITDA 为 27.59 亿元，为存续债券的 0.73 倍。

集中兑付方面，假设“19 南山开发 MTN001”“19 南山开发 MTN002”和“19 南集 01”在首个回售日被全部回售，则公司 2022 年度集中偿付金额为 43.00 亿元（以下简称“单独年度最高偿付额”）。

表 20 公司全部存续债券偿付测算明细（单位：亿元）

证券名称	发行日期	到期日期	当前余额(亿元)	特殊条款	下一行权日
19 南集 01	2019-08-22	2024-08-26	5.00	赎回,回售,调整票面利率	2022-08-26
19 南山开发 MTN002	2019-08-02	2022-08-06	10.00	持有人救济,调整票面利率,赎回,延期,利息递延权	2022-08-06
19 南山开发 MTN001	2019-04-01	2024-04-03	13.00	调整票面利率,回售	2022-04-03
17 南山开发 MTN001	2017-05-03	2022-05-05	15.00	--	--
合计			43.00	--	--

资料来源：Wind，联合资信整理

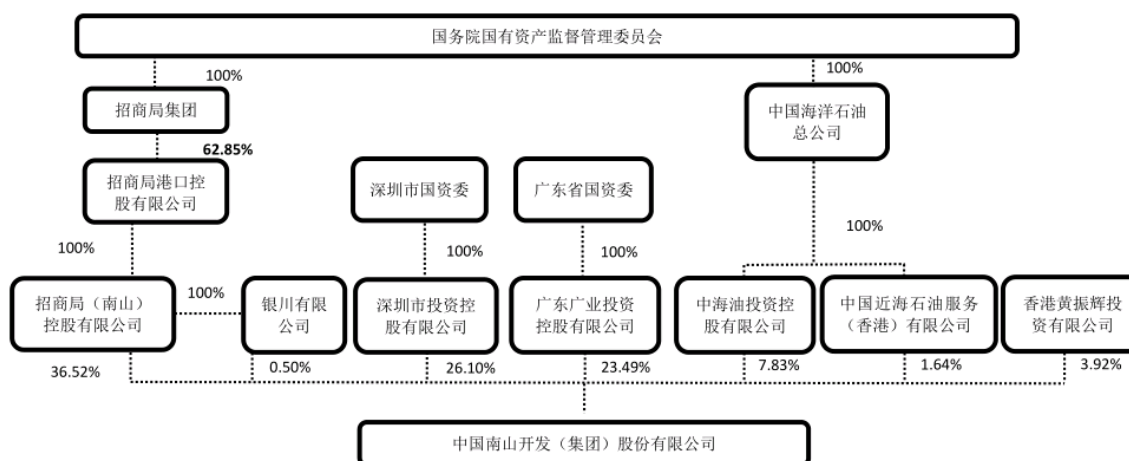
2019 年公司经营活动现金流入量为 194.14 亿元，为单独年度最高偿付额的 4.51 倍；同期公司经营活动现金净流量为-16.10 亿元，为单独年度最高偿付额的-0.37 倍。公司经营现金流入量对单独年度最高偿付额保障能力强。公司 EBITDA 为 27.59 亿元，为单独年度最高偿付额的 0.64 倍。公司经营活动现金流入量对单独年度最高偿付额的保障能力强，但 EBITDA 的保障能力较弱，有一定的集中兑付压力。

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的保障能力极强。

十二、结论

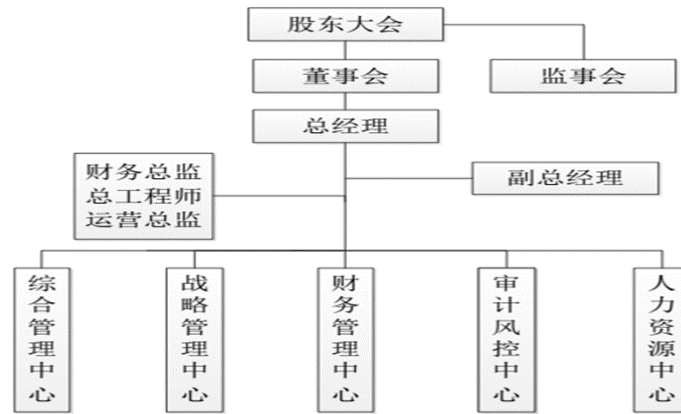
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“17 南山开发 MTN001”“18 南山开发 MTN001”和“19 南山开发 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



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（人民币）	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	2707782513.00	50.58	18.20
中开财务有限公司	深圳	深圳	金融服务	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	600000000.00	100.00	--
弘湾资本管理有限公司	深圳	深圳	投资与资产管理	200000000.00	100.00	--
赤晓企业有限公司	深圳	深圳	制造业	200000000.00	100.00	--
合肥宝湾国际物流中心有限公司	合肥	合肥	物流	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	150000000.00	100.00	--
深圳市海湾发展管理有限公司	深圳	深圳	房地产业	20000000.00	100.00	--
南山开发（香港）有限公司	香港	香港	其他	173217785.00	100.00	--
深圳市海臻锦实业发展有限公司	深圳	深圳	综合开发	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	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	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	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	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	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	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	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	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	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	10000000.00	100.00	--
赤湾科技（深圳）有限公司	深圳	深圳	综合开发	10000000.00	100.00	--
深圳市赤湾产业发展有限公司	深圳	深圳	其他服务业	50000000.00	100.00	--

附件2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	37.83	59.35	95.27	83.75
资产总额(亿元)	362.30	451.89	552.79	599.14
所有者权益(亿元)	134.95	154.32	167.97	167.12
短期债务(亿元)	45.31	75.04	65.80	81.42
长期债务(亿元)	84.28	99.31	157.95	194.48
全部债务(亿元)	129.59	174.35	223.75	275.90
营业收入(亿元)	118.09	137.84	132.92	16.53
利润总额(亿元)	18.83	44.28	13.06	-1.71
EBITDA(亿元)	28.82	56.11	27.59	/
经营性净现金流(亿元)	-10.01	-2.13	-16.10	-51.78
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.39	8.68	7.00	/
存货周转次数(次)	0.83	0.87	0.66	/
总资产周转次数(次)	0.36	0.34	0.26	/
现金收入比(%)	96.08	109.38	114.93	169.88
营业利润率(%)	27.60	20.99	21.21	20.12
总资本收益率(%)	7.14	10.60	4.08	/
净资产收益率(%)	9.96	18.49	4.94	/
长期债务资本化比率(%)	38.44	39.16	48.46	53.78
全部债务资本化比率(%)	48.99	53.05	57.12	62.28
资产负债率(%)	62.75	65.85	69.61	72.11
流动比率(%)	147.92	146.56	155.56	165.66
速动比率(%)	77.02	73.93	76.60	82.93
经营现金流流动负债比(%)	-7.50	-1.14	-7.51	/
EBITDA 利息倍数(倍)	4.94	7.03	2.78	/
全部债务/EBITDA(倍)	4.50	3.11	8.11	/

注：1.2020 年一季度财务数据未经审计；2.将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务；3.将长期应付款中的有息债务调整至长期债务；

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	21.19	28.00	37.45	51.88
资产总额（亿元）	150.29	201.95	243.50	262.27
所有者权益（亿元）	65.96	88.98	108.51	108.79
短期债务（亿元）	19.05	30.72	12.83	15.93
长期债务（亿元）	49.26	58.08	87.90	102.75
全部债务（亿元）	68.31	88.81	100.74	118.68
营业收入（亿元）	3.50	3.59	16.01	0.78
利润总额（亿元）	6.02	47.30	19.52	0.36
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-1.08	-6.47	6.34	-1.36
财务指标				
销售债权周转次数（次）	29.61	30.00	108.48	/
存货周转次数（次）	/	/	/	/
总资产周转次数（次）	0.03	0.02	0.07	/
现金收入比（%）	86.28	88.12	99.14	94.86
营业利润率（%）	47.77	38.26	81.05	56.36
总资本收益率（%）	/	/	/	/
净资产收益率（%）	9.08	40.39	14.39	--
长期债务资本化比率（%）	42.75	39.49	44.75	48.57
全部债务资本化比率（%）	50.87	49.95	48.14	52.17
资产负债率（%）	56.11	55.94	55.44	58.52
流动比率（%）	248.00	276.52	271.84	277.89
速动比率（%）	243.20	272.91	268.70	275.03
经营现金流动负债比（%）	-4.34	-14.34	16.83	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

注：1. 2020年一季度财务数据未经审计；2. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

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+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

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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

