

信用等级公告

联合[2018] 163 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 2018 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

2018 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

二零一八年三月二十日

评级业务专用章

1101030046109

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

电话：（010）85679696

传真：（010）85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

中国南山开发（集团）股份有限公司

2018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：10 亿元

本期中期票据期限：3 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、购置运营资产、
补充营运资金

评级时间：2018 年 3 月 20 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
现金类资产(亿元)	31.96	46.94	54.10	58.51
资产总额(亿元)	230.84	254.35	296.13	344.20
所有者权益(亿元)	87.23	108.15	114.68	118.83
短期债务(亿元)	19.60	28.22	40.00	33.28
长期债务(亿元)	65.08	41.95	52.70	91.14
全部债务(亿元)	84.68	70.17	92.71	124.42
营业收入(亿元)	67.81	72.64	94.56	58.58
利润总额(亿元)	4.80	13.61	16.41	9.99
EBITDA(亿元)	13.80	21.42	23.97	--
经营性净现金流(亿元)	-11.80	25.26	20.37	-4.90
营业利润率(%)	21.27	21.17	28.21	28.75
净资产收益率(%)	2.88	9.36	9.04	--
资产负债率(%)	62.21	57.48	61.27	65.48
全部债务资本化比率(%)	49.26	39.35	44.70	51.15
流动比率(%)	204.04	162.46	135.62	151.49
经营现金流动负债比(%)	-17.61	26.48	17.11	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.14	3.28	3.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.95	4.91	5.58	--

注：2015 年财务数据采用 2016 年期初数；2017 年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。

分析师

王兴萍 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业务为多元化的发展格局，房地产板块收入及利润规模持续增长，现金类资产充足，债务负担适宜等优势。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带来的负面影响。

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很低，安全性很高。

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. 近年来，公司房地产业务稳步发展，毛利率近年来维持在业内较高水平；房地产土地储备充足，且主要位于国内热点二线城市，具有一定区位优势。
3. 公司为多元化的业务发展格局，雅致集成成为国内知名的集成房屋制造商；宝湾物流和东方物流是全国知名物流品牌，园区规模和运输效率位居行业前列。
4. 公司长期股权投资质量较好；部分投资性房地产获取时间较早，未来升值潜力大。
5. 公司资产规模持续增长，债务负担维持在

适宜水平；现金类资产充足。

关注

1. 目前，房地产业务为公司的主要收入来源，其他业务收入相对分散；运输业务毛利率水平较低。
2. 房地产行业受宏观政策调控影响大，未来房地产市场运行存在不确定性。
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. 公司地产和物流园区在建项目所需资金较大，未来存在一定融资压力及项目回款压力。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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

2018 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。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 2017 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 2017 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.SZ）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 2016 年底，公司（合并）资产总额 296.13 亿元，所有者权益 114.68 亿元（其中少

数股东权益 24.78 亿元），2016 年公司实现营业收入 94.56 亿元，利润总额 16.41 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司（合并）资产总额 344.20 亿元，所有者权益 118.83 亿元（其中少数股东权益 23.95 亿元）；2017 年 1~9 月公司实现营业收入 58.58 亿元，利润总额 9.99 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

公司于 2017 年注册了额度为 38 亿元的中期票据，本期计划发行 2018 年第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度 10 亿元，发行期限 3 年。本期募集资金用于归还本息、购置运营资产、补充营运资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，中国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较

快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0% 的温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年 1~9 月，中国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017 年前三季度，中国国内生产总值（GDP）增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017 年 1~9 月，中国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017 年 1~9 月，中国固定资产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际增速 2.2%），增速较 1~6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较 1~6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，

但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较 1~6 月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017 年 1~9 月，中国社会消费品零售总额 26.3 万亿元，同比增长 10.4%，增速与 1~6 月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9 月，全国居民人均可支配收入 19342 元，同比增长 9.1%（实际增速 7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017 年 1~9 月，中国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，但增速较 1~6 月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10% 以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为中国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对中国经济产生影响。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强

经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内中国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，中国经济增速短期内或将继续放缓，预计 2017 年全年经济增速将在 6.8% 左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

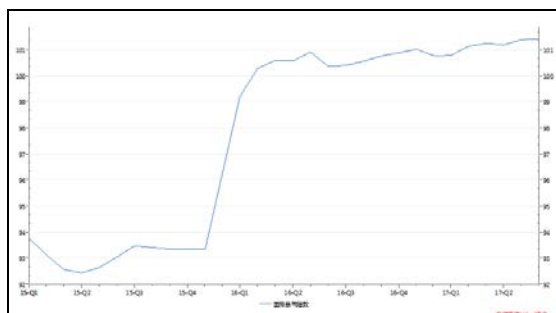
四、行业及区域经济环境

1. 房地产行业

行业概况

2015 年末以来，在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下，房地产市场持续升温，2016 年 9 月底开始，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地产市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

图 1 2015 年以来国房景气指数



资料来源：Wind 资讯

2016 年，房地产开发投资增速大幅增长，全年房地产开发投资 10.26 万亿元，同比增长

6.90%；其中住宅投资 6.46 万亿元，同比增长 6.40%。全国房屋新开工面积 16.69 亿平方米，同比增长 8.38%，其中住宅新开工面积 11.59 亿平方米，同比增长 8.32%。2017 年 1~6 月，全国房地产开发投资 5.06 万亿元，同比增长 8.50%；其中住宅投资 3.43 万亿元，同比增长 10.20%。全国房屋施工面积 69.23 亿平方米，同比增长 2.90%；新开工面积 8.57 万平方米，同比增长 10.60%，其中住宅 6.14 万平方米，同比增长 14.90%；竣工面积 4.15 亿平方米，同比增长 5.00%。从增速上看，房地产开发投资在 2017 年一季度迎来小高峰后增速持续回落，一线城市尤为明显。而新开工和施工面积增速相较 2016 年同期也有显著回落。2017 年 1~11 月份，全国房地产开发投资 10.04 万亿元，同比增长 7.5%，增速比 1~6 月份回落 1.0 个百分点。其中，住宅投资 68670 亿元，增长 9.70%，增速回落 0.5 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.4%。

房地产销售方面，2016 年销售增速呈现先升后降的态势。2016 年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016 年 10 月以来，受“因城施策、分类调控”基调政策影响，销售增速有所回落。2016 年全年商品房销售面积为 15.73 亿平方米，同比增长 22.41%，共实现销售额 11.76 万亿元，同比增长 34.80%。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，2016 年百城住宅价格累计上涨 18.71%，较 2015 年全年扩大 14.56 个百分点，创近年新高。四季度多城市调控政策密集出台，市场运行环境趋紧，10~12 月百城均价环比涨幅分别收窄 1.18 个、0.13 个和 0.21 个百分点。2017 年 1~6 月，全国商品房销售面积为 7.47 亿平方米，同比增长 16.10%，其中住宅销售面积 6.48 亿平方米，同比增长 13.50%；商品房销售额 5.92 万亿元，同比增长 21.50%，其中住宅销售额 4.93 万亿元，同比增长 17.90%。价格方面，2017 年 1~6 月，国家统计局 70 个大中城市新建商品住宅价格

指数当月同比增速逐月下降，2017年6月为9.60%。2017年1~11月份，商品房销售面积14.66亿平方米，同比增长7.90%，增速比1~6月份回落8.20个百分点。其中，住宅销售面积增长5.40%，增速比1~6月份回落8.10个百分点；商品房销售额11.55万亿元，同比增长12.70%，增速比1~6月份回落8.80个百分点。其中，住宅销售额增长9.90%，增速比1~6月份回落8.00个百分点。整体看，2017年，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

分类来看，与2015年全年相比，2016年一线城市商品房销售面积与2015年基本持平，但价格涨幅持续扩大，代表城市16年12月新建住宅同比涨幅27.10%；二线城市销售规模显著增长，价格方面增幅较大，二线代表城市16年12月新建住宅同比涨幅18.00%，四季度随调控政策出台，增幅有所回落；三线城市成交规模差异显著，核心城市周边区域成交大幅增长，普通三线城市成交量呈稳定增长态势，代表城市16年12月新建住宅同比涨幅6.00%，价格变化相对一二线城市较为稳定。进入2017年，一线城市新房销量较2016年同期大幅下降，价格保持稳定；二线城市新房销量较2016年同期有所下降，价格保持小幅增长，二线代表城市新建住宅价格各月环比增幅保持在0.50%-0.60%左右；三四线城市，受益于棚改货币安置和外溢效应，去库存效果显著，与一二线销售形成对冲，价格方面涨幅也大于一二线城市，三线代表城市新建住宅价格各月环比增幅保持在0.80%左右。

土地供给与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共推出各类用地18.2亿平方米，同比下降11.0%，降幅较2015年收窄7.8个百分点，整体仍处于较低水平。2016年全国300个城市各类

土地成交量同比持续下滑，共成交15.0亿平方米，同比下降5.7%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.9万亿元，同比增长30.3%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨38.7%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，土地市场热度不减，全国300个城市共推出4.60亿平方米，同比下降4%；其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）1.62亿平方米，同比增长12%；各类土地成交面积3.82亿平方米，同比下降2%，降幅继续收窄；住宅类用地成交1.37亿平方米，同比增长16%。2017年1~6月，全国300个城市各类用地成交楼面均价2242元/平方米，同比增长39%，平均溢价率36%，同比下降4个百分点；住宅类用地成交楼面均价3795元/平方米，同比增长29%。其中一线城市响应中央精神，土地供应显著增加，其中自住房土地供应比例增加，对土地价格、商品房销售条件和价格以及自持比例等条件限制较多，所以价格有所下跌。二线城市土拍政策也渐趋多元，土地价格涨幅明显收窄。三四线城市上半年的良好销售情况和热点城市的需求外溢，带动了三四线城市的土地市场升温，三线城市成交面积在推出面积同比有所减少的情况下同比增长1%，成交楼面价均较2016年同期增长79%。2017年1~11月份，房地产开发企业土地购置面积2.22亿平方米，同比增长16.30%，增速比1~6月份提高7.50个百分点；土地成交价款1.14万亿元，增长47.00%，增速比1~6月份提高8.50个百分点。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住建部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的

城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。未来一段时间内，在政策引导下，一线及重点二线城市2017年住宅土地供应量有望稳步增加，为前期审慎拿地企业提供一定空间；但同时多元化的土拍政策，也对房地产企业的项目前期策划、后期运营和资金运作能力提出了更高的要求。收并购、特色小镇等非市场化拿地手段以及联合体拿地方式逐渐成为房地产拿地竞争力的重要体现，也使得房地产企业面临更多的法律、财务和运营风险。

从房地产开发资金来源来看，2016年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长，分别占房地产开发资金来源的14.92%、29.09%和16.92%，其中国内贷款占比有所下降，定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2015年，全国主要金融机构房地产贷款余额（含外资，主要由个人住房贷款、房地产开发贷款和保障性住房开发贷款构成）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3.60万亿元，较上年增加0.84万亿元，占各项贷款新增额的30.6%，较上年有所扩大。2016年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为26.68万亿元，同比增长27.00%，增速进一步上涨；全年新增房地产贷款5.67万亿元，较上年增加2.07万亿元，新增规模进一步扩大。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）。截至2016年底，全国保障性住房开发贷款余额为2.52万亿元，同比增长38.30%，增速有所回落。进入2017年，房地产开发贷款增速下降，证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧，一二线城市限购、限贷也将限制个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭压制。2017年1~11月，房地产开发企业到位资金13.95万亿元，同比增长7.7%，其中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款分别占房地产开发资金来源的16.24%、30.70%和15.49%，个人按揭贷款规模较2016年同期下降1.6%，定金及预收款较2016年同期增长15.0%。

行业竞争

2016年，销售额超过百亿元的房企达到131家，市场占有率快速提升。根据中国指数研究院的统计，2016年百强房企的市场占有率为40.8%，销售额增速为52.5%，行业集中度加速提升，而其中top30的房地产企业规模销售增速显著高于百强房企的平均水平。2016年房地产企业并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格高居不下、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

政策环境

2016年9月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过22个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范，至11月末调控政策仍在持续加码中。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限

购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。以深圳为例，楼市新政主要包括①限购：深圳市户籍单身（含离异）限购1套房，非深圳市户籍要满五年社保，限购一套；②限贷：无房无贷款记录首套首付比例最低30%，有房二套贷款首付比例不低于70%；③加大住房用地供应力度：加快落实“十三五”期间800公顷商品住房、人才住房和保障性住房用地供应目标，尽快完成2016年137公顷各类住房供地任务；④加强监督指导：房地产开发企业应当接受主管部门对商品住房和商务公寓项目销售价格的指导；对超出备案价格、擅自提价且不接受价格指导的企业，立即停止网签并责令整改。其他城市中合肥、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。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介

等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月以来，已经有40余个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议提出要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

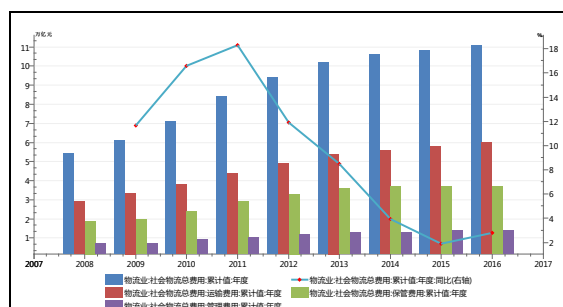
总体看，2016年一线城市及部分热点二线城市房地产销售量价齐升，房地产市场繁荣的热潮传导至三四线城市，一定程度上减轻了三四线城市的库存压力，但部分三四线城市库存压力仍较大。2016年9月末后，随着房地产调控政策的不断升级，热点城市销售情况出现增幅回落，三四线城市对地产市场销售形成支

撑。随着三四线城市库存压力减轻，后续市场热度或有所下降，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。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。

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 全社会物流费用及其构成变化情况



资料来源: Wind 资讯

据国家统计局公布的数据，2016年，社会物流总费用为11.10万亿元，同比增长2.78%。其中，运输费用为6.00万亿元，同比增长3.45%；保管费用3.70万亿元，同比持平。2016年，全国社会物流总额为229.70万亿元，同比增速为6.10%；2017年1~5月份，全国社会物流总额为96.00万亿元，同比增速为6.90%，增速有所回升。2017年1~11月份，全国社会物流总额为229.90万亿元，同比增速为10.11%，增速较前五个月提高3.21个百分点；

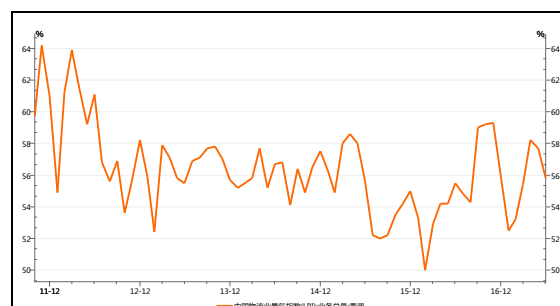
仓储物流

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。伴随着产业分工更加细化，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，据普洛斯最新年报数据，截至2017年3月底，普洛斯已完成建设投入运营的物业面积为1750万平方米，正在建设的物业面积为1120万平方米。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位。截至2017年9月底，宝湾物流运营物业面积为187万平方米。

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）、平安和万科为代表的国内资本纷纷加大布局。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。如本次私有化能够完成，交易总价约为 159 亿新加坡元，有望成为亚洲历史上最大的私募股权并购，万科也有望因此成为普洛斯重要股东。此次收购如顺利完成将产生强大的协同效应，未来仓储物流市场将面临更激烈的竞争。

近年来，随着部分区域市场短期新增大量仓储供应，部分区域仓储空置率有所上升。据世邦魏理仕统计，截至 2016 年底，其所覆盖的 16 个中国主要城市高标仓库总量为 2229 万平方米，全年新增供应 305 万平方米，总体空置率较 2015 年底上涨 1.5 个百分点至 16.9%。2016 年高标仓库净吸纳量约 260 万平方米，同比下滑 24%。

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。

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将长期向好。

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。

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，其他市场如高端箱式房、装配式建

筑等尚待开拓。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2017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（实际控制人深圳市国资委）持股26.10%、广东省广业投资控股有限公司（实际控制人广东省国资委）持股23.49%、中海油控股（实际控制人中国海洋石油总公司）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。

招商局控股的实际控制人为招商局集团有限公司，为公司国务院国资委直接管理的A级中央企业，经营总部位于香港，为香港四大中资企业之一，主营业务包括交通运输及相关基础设施建设、经营与服务（港口、公路、能源运输及物流、修船及海洋工程），以金融投资与管理、房地产开发和园区经营为三大核心领域。2016年，招商局集团总资产规模10157.29亿元，营业收入2138.43亿元，净利润420.92亿元，在各大央企中排名前列。

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房地产开发和物流园区、集成房屋体系、海洋石油后勤服务、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；公司拥有深基地和南山控股两家上市公司，全国范围内拥有 30 多个工业园。

物流园开发为公司的传统优势业务和未来重点发展业务，主要由深基地下属子公司宝湾物流控股有限公司（以下简称“宝湾物流”）经营。宝湾物流由深基地与公司于 2011 年共同投资成立，注册资本 5 亿元人民币，经过多

年运营，“宝湾物流”已经成为国内知名的物流品牌，截至 2017 年 9 月底，宝湾物流资产总额 71.48 亿元，总负债 33.80 亿元，所有者权益 37.68 亿元。

房地产业务的经营主体为南山控股，深耕于华东、华南和华中的一二线城市，由于公司拿地谨慎，部分土地储备于行业低谷期取得，成本较低，使公司近年来房地产业务在营业收入增长的同时，毛利率维持在业内较高水平。截至 2017 年 9 月底，公司开工土地储备土地面积合计 84.24 万平方米，建筑面积合计 130.95 万平方米。此外公司拥有赤湾 3.4 平方公里土地，具有一定的潜在开发空间，2014 年 12 月，公司总部所在地赤湾被划入广东省自贸区前海-蛇口片区，土地增值潜力大。

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。雅致集成事业部的前身为雅致集成房屋（集团）股份有限公司（以下简称“雅致股份”，2009 年登陆深交所上市），2015 年 6 月，雅致股份以发行股份购买资产的方式购买公司持有的下属从事房地产开发业务公司的股份，后雅致股份更名为南山控股，原集成房屋业务放在南山控股下属雅致集成事业部。雅致集成为国内国内集成房屋行业龙头，“雅致”品牌被评为“中国驰名商标”及“中国政府采购首选品牌”。公司在华南、华东、华中、西南、西北和华北等地区均拥有生产制造基地，主要销售客户为中建三局集团、中国建筑第五工程局及中交四航局等大型央企。

3. 人员素质

截至 2017 年 9 月底，公司董事长为王志坚先生，主要高级管理人员 4 人，包括总经理 1 人、副总经理 3 人（其中 1 人兼任财务总监）均具有较长的行业从业经历和较高的专业水平。

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，公司董事长。

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，现任公司总经理。

赵建潮先生，49 岁，1993 年获得河海大学港口与航道工程专业硕士学位。曾任职深圳南油储运有限公司总经理、深圳南油西部物流发展公司董事兼副总经理、招商局国际妈湾 0、5-7# 集装箱港口项目公司（副总监）、招商局集团重大办项目总监、招商局集团开发部主任及总经理助理。现任公司副总经理。

张建国先生，53 岁，毕业于山西财经学院会计学专业，获经济学学士学位。1997 年起担任深圳赤湾港航股份有限公司财务部经理，1999 年 9 月至 2012 年 12 月 31 日任深圳赤湾港航股份有限公司财务总监，2011 年 2 月至 2012 年 12 月 31 日任深圳赤湾港航股份有限公司副总经理，现任公司副总经理、财务总监。

陈波先生，53 岁，长安大学公路运输管理专业工学学士。曾任长安大学管理工程系教师，自 1992 年起任职于中国南山集团，历任集团下属赤湾货运公司总经理、深圳赤湾港航股份有限公司助理总经理、深圳市赤湾东方物流有限公司总经理、董事长、中国南山集团助理总经理等职务。现任公司副总经理。

截至 2017 年 9 月底，公司共有在职员工 6317 人。从岗位构成来看，生产人员占 56.70%、销售人员占 7.84%、管理人员占 13.55%、研发及技术人员占 7.01%、财务人员占 5.32%、其他人员占 9.58%；从教育程度来看，硕士及以上学历占 3.66%、本科学历占 17.60%、大专及大专以下占 78.74%；从年龄构成来看，30 岁以下

的占35.76%、30至40岁的占36.30%、40至50岁的占21.48%、50岁以上的占6.46%。

总体看，公司高层管理人员管理经验丰富；员工岗位分布及年龄结构能够满足公司经营发展需要。

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、规建建设部、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，管理风险较低。

七、重大事项

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。

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》，将向中国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 1 月 24 日，本次交易经中国证监会上市公司并购重组审核委员会审核并获得无条件通过，2018 年 2 月 22 日，公司收到证监会核发的《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》，至此本次交易获得证监会正式核准。截至本报告出具日，本次交易尚未实施。联合资信将持续关注本次交易的后续进展及其对公司信用水平可能带来的影响。

八、经营分析

1. 经营概况

公司的主营业务为房地产、物流（以运输业务和堆存仓储为主，此外还有装卸和港务管理）、集成房屋业务和船舶舱室配套业务。

表2 公司营业收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	营业收入				收入占比				毛利率			
	2014年	2015年	2016年	2017年1-9月	2014年	2015年	2016年	2017年1-9月	2014年	2015年	2016年	2017年1-9月
房地产业务	31.36	37.82	54.43	22.03	46.24	52.07	57.56	37.61	32.81	30.36	45.76	65.96
运输业务	5.95	7.32	13.60	13.71	8.77	10.08	14.38	23.40	5.70	6.66	5.03	0.95
堆存仓储	4.88	5.71	6.10	4.86	7.20	7.87	6.45	8.30	61.52	63.51	60.33	58.42

集成房屋业务	9.30	5.51	5.27	5.31	13.71	7.59	5.57	9.06	-2.82	-1.44	16.65	7.01
船舶舱室配套业务	5.56	5.65	4.00	2.73	8.21	7.78	4.23	4.66	15.16	16.91	24.54	21.74
产品销售业务	1.65	3.06	3.47	5.04	2.44	4.22	3.67	8.60	-14.97	6.46	14.36	6.50
经营租赁业务	2.58	2.61	2.66	1.44	3.81	3.59	2.82	2.46	62.39	70.19	75.14	87.76
其他业务	1.07	1.15	1.67	0.88	1.58	1.59	1.77	1.50	66.95	54.01	72.95	78.71
电站业务	1.05	1.35	1.39	1.15	1.55	1.86	1.47	1.96	21.84	21.79	23.25	22.32
塔机租赁业务	2.14	1.44	1.18	0.73	3.15	1.98	1.25	1.25	9.43	15.86	8.91	15.93
装卸业务	1.19	0.40	0.32	0.22	1.76	0.55	0.34	0.38	61.80	9.62	-4.67	11.07
工程及监理业务	0.42	0.44	0.29	0.32	0.62	0.61	0.31	0.55	14.65	15.58	1.29	33.27
港务管理业务	0.66	0.17	0.17	0.16	0.97	0.23	0.18	0.27	76.11	20.78	65.37	77.33
合计	67.81	72.64	94.56	58.58	100.00	100.00	100.00	100.00	26.58	27.25	37.32	36.49

资料来源：公司提供

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、港务管理业务属于公司物流板块，主要由赤湾石油基地和东方物流经营；集成房屋、船舶舱室配套属于公司制造业板块，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；其他业务主要来自中开财务营业收入。

2014~2016年，在房地产和物流板块的运输业务收入增长的带动下，公司营业收入持续增长，2016年为94.56亿元，同比增长30.19%；公司综合毛利率持续上升，2016年为37.32%，同比上升10.07个百分点。

收入构成方面，房地产业务为公司重要收入来源，近三年收入占比持续提升。2016年，随着房地产行业景气回升，公司房地产业务实现收入54.43亿元，同比增长43.92%，收入占比进一步上升至57.56%；运输业务收入占比近年来持续提升，2016年公司运输业务实现收入13.60亿元，同比增长85.79%，收入占比升至14.38%，主要是东方物流大车队业务发展迅速所致；堆存仓储收入近年来有所波动，2016年为6.10亿元，同比增长6.83%，收入占比为6.45%；受行业不景气影响，公司集成房屋和船舶舱室配套业务收入近年来波动中有所下滑，2016年集成房屋业务收入为5.27亿元，同比下降4.39%，收入占比下降至5.57%，船舶舱室配套业务收入为4.00亿元，同比下降29.15%，收入占比下降至4.23%。

毛利率构成方面，公司营业毛利主要来自房地产业务和堆存仓储业务，其次为运输业务

和集成房屋业务，经营租赁和其他业务是公司盈利的有效补充。2014~2016年，公司房地产业务毛利率波动中有所上升，2016年为45.76%，同比增长15.40个百分点；公司堆存仓储业务分布在深基地下属的海洋石油后勤业务板块和仓储物流板块，近三年毛利率波动中有所下降。2016年仓储物流板块的堆存仓储业务毛利率稳中有升，但海洋石油后勤业务板块的堆存仓储毛利率下滑幅度较大，综合影响，导致公司堆存仓储综合毛利率较2015年下降3.18个百分点至60.33%；运输业务毛利率近三年波动中有所下降，2016年受成本上升影响，毛利率有所下滑，为5.03%，同比下降1.63个百分点；近年来，公司集成房屋业务出现萎缩，2014~2015年，毛利率均为负值，2016年随着前期处置租赁资产的结束，公司集成房屋业务逐步进入正常运营阶段，2016年毛利率由负转正，为16.65%；近年来公司经营租赁业务（房地产经营性租赁）和其他业务（主要来自下属财务公司中开财务有限公司的经营收入）保持较高毛利率水平，2016年分别为75.14%和72.95%，对公司利润形成有效补充。

2017年前三季度，公司营业收入为58.58

亿元，其中房地产板块收入为22.03亿元，占比37.61%，较2016年下降19.95个百分点；运输业务继续保持快速增长，前三季度实现收入13.71亿元，占比23.40%，较2016年上升9.02个百分点。2017年前三季度公司综合毛利率为36.49%，较2016年下降0.83个百分点，主要是高毛利率的房地产销售收入占比下降所致；受公路查超等因素影响，公司运输业务综合成本上升，2017年前三季度，公司运输业务毛利率较2016年下降4.08个百分点至0.95%。2017年前三季度，公司房地产业务毛利率为65.96%，较2016年上升20.20个百分点，主要系公司结转收入的项目毛利率较高所致。

总体看，近年来在房地产业务和物流板块收入增长的带动下，公司收入规模和毛利率稳步增长，盈利能力持续提升；房地产业务在公司收入中占比较大，其他业务较分散；运输业务毛利率在2017年前三季度下滑幅度较大，毛利率水平较低。

2. 房地产业务、集成房屋业务和船舶舱室配套业务

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；集成房屋业务、船舶舱室配套业务主要经营主体为南山控股下属雅致事业部和下属全资子公司华南建材经营，此外还有深圳市海邻机械设备有限公司。

(1) 房地产业务

房地产开发

2014~2016年，公司房地产新开工面积、施工面积和房地产开发完成投资金额均有所波动。随着行业景气度回升，2016年，公司加快房地产开发节奏，当年新开工面积30.24万平方米，同比增长22.25%；期末施工面积54.30万平方米，同比增长64.38%；房地产开发完成投资40.87亿元，同比增长144.00%。

受房地产行业回暖影响，2014~2016年，公司房地产签约面积和结算面积逐年上升，签

约均价波动上升。2016年公司签约销售面积为53.58万平方米，同比增长48.97%，签约均价为1.47万元/平方米，同比增长36.11%。2016年，公司房地产结算面积为44.48万平方米，同比增长22.67%。

2017年前三季度，公司新开工面积23.47万平方米，期末施工面积75.45万平方米，分别为2016年全年的77.61%和138.95%，房地产开发继续保持较快节奏；2017年前三季度，公司签约面积25.58万平方米，签约销售额39.46亿元，签约销售均价1.54万元/平方米，较2016年增长4.76%。

表3 近年来公司房地产开发主要指标（合并口径）
（单位：平方米、万元、万元/平方米）

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1~9月
新开工面积	253436.00	247360.00	302405.00	234670.00
期末施工面积	631059.00	330310.00	542963.00	754455.00
房屋竣工面积	284632.00	552179.00	147668.00	23177.00
期末可售面积	280375.00	481985.00	408588.00	265292.00
本年结算面积	207579.00	362650.00	444847.00	87511.00
本年签约面积	227859.00	359658.00	535774.00	255799.00
签约销售额	289779.00	387550.00	786171.00	394613.00
签约均价	1.27	1.08	1.47	1.54
房地产开发完成投资	317778.00	167481.00	408652.00	254050.85

资料来源：公司提供

区域分布方面，华东地区为公司房地产的主要销售区域，其次为华南和华中。2016年华东区域销售收入为34.36亿元，同比增长19.46%，收入占比为63.12%；华中区域销售收入有所下降，为6.57亿元，占比为12.07%。华南区域结算面积为9.11万平方米，为2015

年的 4.40 倍，同时销售均价较 2015 年有所上升，受此影响，华南区域 2016 年实现销售收入 13.51 亿元，为 2015 年的 7.51 倍，销售收入占比由 2015 年的 4.75%，提升至 24.81%。

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、%)

2014 年				
地区	销售收入	占比	结算面积	占比
华东	24.08	76.62	12.76	61.47
华中	5.08	16.41	6.53	31.45
华南	2.20	6.97	1.47	7.08
合计	31.36	100	20.76	100.00
2015 年				
地区	销售收入	占比	结算面积	占比
华东	28.67	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	37.82	100	36.26	100.00
2016 年				
地区	销售收入	占比	结算面积	占比
华东	34.36	63.12	27.75	62.40
华中	6.56	12.07	7.61	17.11
华南	13.51	24.81	9.11	20.49
合计	54.43	100.00	44.48	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、深圳。

在建项目和土地储备

公司在建项目主要为自主开发。截至 2017 年 9 月底，公司主要在建房地产项目规划建筑面积总计 278.84 万平方米，预计总投资为 181.94 亿元，截至 2017 年 9 月底已投资 90.25 亿元，尚需投资 91.69 亿元。

表 5 截至 2017 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 2017 年 9 月底已投	2017 年 9-12 月	2018 年计划	2019 年计划	2020 年计划
					贷款	自筹					
南通尚品名邸	南通港闸区	住宅、商业	270299	11.00	--	11.00	4.45	0.29	1.76	3.61	0.68
白鹤天池	长沙岳麓区	住宅	441000	25.87	--	25.87	5.55	1.48	5.32	5.66	7.85
南山维拉	苏州吴中区	住宅	487520	43.31	3.20	40.11	23.27	1.76	6.81	7.00	3.11
南山水语金城	苏州高新区	住宅	357779	15.68	--	15.68	5.06	0.88	3.13	1.59	0.21
山语海	深圳南山区	住宅	65926	14.03	4.39	9.64	10.9	2.04	1.02	0.05	0.02
2016-WG-13	苏州高新区	住宅	190100	44.46	8.00	36.46	28.23	0.41	4.57	5.05	1.87
宝湾国际广场 (合肥宝湾二期项目)	合肥长丰	商业服务	635725	11.11	--	11.11	7.42	0.76	0.50	0.13	2.30
宝湾国际广场 (合肥宝湾三期项目)	合肥长丰	商业居住	340001	16.48	--	16.48	5.37	0.31	3.91	3.12	3.77
合计	--	--	2788350	181.94	15.59	166.35	90.25	7.93	27.02	26.21	19.81

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。截至 2017 年 9 月底，公司未开工土地储备土地面积合计 84.24 万平方米，建筑面积合计 130.95 万平方米，分布在苏州、南通、合肥、长沙、武汉和惠阳，业态以住宅为主。整体看，公司土地储备充足且主要位于国内热点二线城市，具有一定区域优势。

总体看，近年来公司保持较快的房地产开

发节奏，2015 年以来受房地产行业景气度回暖影响，公司房地产板块签约销售面积和销售均价有所上升；公司土地储备面积充足，区域分布合理，为公司未来发展提供了有效支撑。

(2) 集成房屋和船舶舱室配套业务

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。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。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，其中华南地区占国内销售比重为30%左右。公司集成房屋下游客户主要为中建三局及其分子公司，2016年前5名客户销售占比为23.62%，集中度一般。

2014~2016年，公司集成房屋业务处于收缩调整阶段，销售收入持续下降，分别为9.30亿元、5.51亿元和5.27亿元。2016年，公司集

成房屋销售量为95.47万平方米，同比增长22.26%；生产量为50.85万平方米，同比下降37.51%；产量的缩减叠加销量的增长带动公司库存快速下降，截至2016年底，公司库存为26.40万平方米，同比下降56.00%。2016年公司集成房屋毛利率为16.65%，毛利率同比由负转正，增加18.09个百分点，主要是由于雅致集成在2015年集中处置经营租赁资产和计提折旧导致2015年毛利率为负所致。2017年前三季度，公司集成房屋业务实现营业收入5.31亿元，为2016年全年的100.76%，受原材料成本上升影响，毛利率下降至7.01%。

公司集成房的生产模式为存货生产和订单生产结合，2016年两种生产模式占比分别为64.98%和35.01%，订单生产模式较2015年增长23.51个百分点。

表6 雅致集成原材料采购（单位：吨、元/吨）

采购量					采购价格			
名称	2014年	2015年	2016年	2017年1~9月	2014年	2015年	2016年	2017年1~9月
带钢	8960	4054	3947	6713	3439	2639	1839	3761
彩钢	4310	3800	4336	4293	5931	4594	4761	5684
油漆	680	440	598	1204	12926	12610	20308	14227

资料来源：公司提供

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%。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。2016年两种采购模式占比分别为31.72%和68.28%。

2014~2016年，公司集成房屋业务处于库存去化阶段，生产量较少，相应原材料采购也较少。随着前期租赁资产处置的结束和需求的回暖，公司集成房业务开始稳定运营并有所回暖，2016年公司原材料采购量基本保持稳定并略有上升，2017年前三季度，随着需求回暖，

公司加大了原材料采购量，带钢、彩钢和油漆采购量分别占2016年全年的170.08%、99.01%和201.34%。

2014~2015年，公司原材料采购价格保持在较低水平。随着钢铁行业去产能推进，钢材价格开始上涨，2017年前三季度公司带钢和彩钢采购均价分别为3761元/吨和5684元/吨，较2016年分别增长104.51%和19.39%。2016年和2017年前三季度，公司油漆采购均价分别为20308元/吨和14227元/吨，较2015年分别增长61.05%和12.82%。总体看，目前公司集成房屋原材料采购价格处于高位，面临一定成本控制

压力。

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。

表 7 船舶舱室配套业务主要产品情况

产品	项目	单位	2015 年	2016 年	同比变化 (%)
船舶舱室配套业务-复合板	销售量	万平方米	191	131.96	-30.91%
	生产量	万平方米	200.00	134.09	-32.96
	库存量	万平方米	40.00	42.13	5.33
船舶舱室配套业务-防火门	销售量	扇	77004.00	43481.00	-43.53
	生产量	扇	103040.00	77454.00	-24.83
	库存量	扇	5870.00	6522.00	11.12
船舶舱室配套业务-卫生单元	销售量	套	14293.00	9642.00	-32.54
	生产量	套	14270.00	14025.00	-1.72
	库存量	套	2881.00	7264.00	152.13%

资料来源：南山控股年报、公司提供

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，2015 年和 2016 年用于生产卫生单元的防火门数量分别为 33535.00 扇和 32961.00 扇。

2016 年，船舶行业景气度依然较低，公司船舶舱室业务面临的经营形势依然严峻，主要产品产销量下降幅度较大，库存量进一步上升。其中，防火门和卫生单元产销量较低，分别为 56.14%和 68.75%，导致产品库存同比分别上升 11.12%和 152.13%。2016 年公司船舶舱室业务营业收入为 4.00 亿元，同比下降 28.06%，受成本下降影响，毛利率为 24.54%，同比上升 7.63 个百分点。

总体看，2016 年以来公司集成房屋业务经营状况有所改善，逐步走出前期业务萎缩期，2017 年前三季度营业收入已超 2016 年全年；营业毛利率由负转正，盈利能力得到恢复；随着生产所需原材料价格上涨，公司集成房屋业务后续发展面临一定成本控制压力；近年来船舶舱室业务面临的经营环境没有改善，依然面临较大的经营压力。

2. 物流业务

公司物流业务包括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，主要经营主体为公司子公司深圳赤湾石油基地股份有限公司（以下简称“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

深圳赤湾石油基地股份有限公司成立于 1984 年，由中国南山开发（集团）股份有限公司与新加坡海洋联合服务有限公司共同投资兴建，注册地址为广东省深圳市蛇口赤湾，注册资本人民币 23060 万元。深基地位于珠江口，与蛇口赤湾深水港相连，毗邻香港，初始业务为在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者提供全方位的后勤保障服务，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。目前，深基地正在结合国家“一带一

路战略”和利用“大众创新、万众创业”的创业浪潮，利用赤湾园区现有物业，转型发展“科技创新、文化创意”新型产业园区的运营。

深基地自 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，在短短几年间快速成长，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”是深圳赤湾石油基地股份有限公司的物流服务品牌，在全国范围内享有较高知名度。宝湾物流控股有限公司（以下简称“宝湾物流”）是深基地物流业务的主要经营主体。

2016 年，深基地的营业收入构成中，石油后勤服务实现收入 1.42 亿元，净利润 2740 万元，同比下降 6.45%；宝湾物流业务实现营业收入 5.19 亿元，同比增长 10.99%，净利润 8451 万元，同比增长 0.56%。物流业务已经成为深

基地主要营业收入和利润来源。

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，2016 年，深基地前五大客户分别为利丰供应链管理（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和深圳海油工程水下技术有限公司，合计销售收入占深基地销售总收入的比重为 22.35%。

宝湾物流业务构成以堆存（仓储）业务为主，2016 年，宝湾物流堆存（仓储）业务实现收入 4.54 亿元，同比增长 10.34%，毛利率为 68.09%，同比增长 0.28 个百分点。2016 年，宝湾物流全年仓库累计使用率为 94.00%，同比增加 2.80 个百分点。2017 年 1~9 月，宝湾物流堆存（仓储）业务实现收入 3.72 亿元，毛利率为 65.78%，较 2016 年下降 2.31 个百分点。

表 8 宝湾物流园区业务经营情况（单位：万元、%）

行业	营业收入			营业成本			毛利率		
	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
堆存（仓储）	41101.27	45351.98	37175.44	13230.89	14472.14	12722.18	67.81	68.09	65.78
装卸	731.87	727.17	399.67	515.41	600.39	369.42	29.58	17.43	7.57
办公楼租赁	1024.16	1053.55	969.85	339.33	338.24	262.30	66.87	67.90	72.95
代理	1654.00	2280.41	2169.11	1524.72	2018.24	1830.51	7.82	11.50	15.61
运输	2167.03	2368.70	2033.55	1929.17	2254.06	1855.58	10.98	4.84	8.75
其他	46.84	79.71	33.44	0.70	0.31	--	98.51	99.61	100.00
合计	46725.16	51861.52	42781.06	17540.22	19683.39	17039.99	62.46	62.05	60.17

资料来源：公司提供

2014~2016 年，宝湾物流园区仓库面积持续增长，截至 2016 年底，宝湾物流园区仓库面积为 162.10 万平方米，同比增长 24.50%，主要是在建物流园项目投入使用和新增物流园区投资所致；2014~2016 年，宝湾物流园区平均月租金处于持续下降趋势，2016 年，平均租金为 30.02 元/平方米，较 2015 年平均租金略有下降。截至 2017 年 9 月底，宝湾物流园区仓库面积为 186.80 万平方米，较 2016 年增长 15.24%，2017 年 1~9 月平均月租金 30.60

元/平方米，较 2016 年有所上升。

表 9 宝湾物流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）

2014 年		2015 年	
平均月租金	仓库面积	平均月租金	仓库面积
33.80	104.70	30.71	130.20
2016 年		2017 年 1~9 月	
平均月租金	仓库面积	平均月租金	仓库面积
30.02	162.10	30.60	186.80

资料来源：公司提供

宝湾物流的园区早期主要分布在上海、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。2016 年除深圳、天津、南通、武汉和部分新投入运营的宝湾仓库的出租率不足 90%外，其他地区的仓储出租

率都在 96%以上。2017 年前三季度，除天津宝湾因区域供给增长，市场竞争加剧影响，出租率出现较大幅度的下滑外，其他物流园区出租率基本保持稳定。各物流园的主要经营指标情况如下：

表 10 深基地主要物流园区主要经营指标

园区	2017年1~9月			2016年		
	收入（万元）	净利润（万元）	仓库使用率（%）	收入（万元）	净利润（万元）	仓库使用率（%）
上海宝湾	7295.00	3794.00	100.00	9621.00	4760.00	100.00
明江宝湾	4246.00	1700.00	100.00	5386.00	2621.00	100.00
昆山宝湾	4739.00	1953.00	100.00	5805.00	2534.00	98.20
廊坊宝湾	2265.00	706.00	100.00	2889.00	947.00	96.00
天津宝湾	2698.00	-49.00	64.10	5064.00	1941.00	87.30
新都宝湾	1847.00	630.00	90.70	2730.00	1136.00	99.60
龙泉宝湾	5118.00	950.00	92.10	6324.00	1911.00	98.10
广州宝湾	4174.00	1045.00	99.60	5393.00	1983.00	100.00
深圳宝湾	1573.00	93.00	76.10	2306.00	202.00	83.10
南京宝湾	2720.00	836.00	100.00	3385.00	1276.00	99.80
南通宝湾	1310.00	427.00	100.00	1381.00	304.00	80.90
武汉宝湾	2772.00	430.00	100.00	3190.00	865.00	89.00
无锡宝湾	731.00	-325.00	100.00	90.00	-558.00	14.70
镇江宝湾	310.00	-547.00	79.40	15.00	-182.00	15.00
津南宝湾	1298.00	482.00	97.10	260.00	111.00	90.80
合计	43097.00	12125.00	—	53839.00	19851.00	—

资料来源：公司提供

2016 年，宝湾物流共签约重庆珞璜、重庆北碚、云南昆明、成都新津等共 14 个项目，签约面积约 4600 余亩。全年取得包括重庆珞璜、西安临潼、咸阳、长沙雨花、鄂州葛店等共计 17 块项目用地，落实土地指标约 3600 余亩；2017 年 1~9 月，宝湾物流新获取的物流园包括浙江省湖州市德清一期/二期、重庆西彭三期、宁波奉化一期、合肥肥东、宁波余姚二期、南京高新和长江雨花二期，累计土地面积 559.47 亩。总体看，目前宝湾物流处于扩张期，土地储备不断增加，为公司物流业务未来扩大经营规模提供了保障。

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，公司是目前国内唯一拥有两家交通部甩挂运输试点单位的物流企业。东方物流有自有车、挂靠车和外协车三种经营模式。

截至 2017 年 9 月，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 58 万平方米。截至 2017 年 9 月，自有牵引车 960 台，槽罐车 433 台，半挂车 2649 台，集装箱 1994 个，东方物流长期合作的外协车辆近 3780 台。

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。

截至 2016 年底，东方物流资产总额 13.64 亿元，全年营业收入 14.63 亿元，同比增长 94.45%，其中干线收入 9.64 亿元，油品运输 2.26 亿元；2016 年东方物流净利润为 0.45 亿元，同比增长 28.66%，完成年度计划的 92.89%。2017 年 1~9 月，东方物流实现营业收入 14.1 亿元，同比增加 9.27 亿元；毛利率同比下降 2.24 个百分点至 4.59%，主要是东方物流实施大车队战略，业务扩张期成本有所提高所致。

2017 年 9 月，东方物流实施大车队战略，即用挂运输模式：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。

总体看，公司堆存仓储业务发展较为平稳，营业收入有所增长，但毛利率均有所下降；物流运输业务发展迅速，营业收入增幅较大，但毛利率下滑，整体对公司盈利贡献有限。

4. 经营效率

2016 年公司存货周转次数、销售债权周转次数和总资产周转次数分别为 0.74 次、9.68 次和 0.34 次，均较 2015 年有所上升。公司整体经营效率尚可。

5. 未来发展

(1) 在建工程

公司在建工程主要为物流园区项目，此外还包括赤湾石油基地工作码头扩建工程、南山宝湾物流中心项目和小南山隧道口 01-09 保障房项目，上述三个项目均位于公司总部所在的赤湾片区。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。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。

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）；小南山隧道口 01-09 保障房项目为政府保障性公共租赁住房项目，根据深圳市政府相关规定，该项目属于企事业单位利用自有闲置土地建设保障房项目，项目建成后将优先用于向本公司职工分配。

截至 2017 年 9 月底，公司主要在建工程累计投资 15.76 亿元，尚需投资 31.80 亿元，存在一定的对外融资需求。物流园项目前期建设资金需求较大，后期主要靠租金收入回收投资成本，为尽快推动宝湾物流完成战略布局，公司积极尝试探索新的股权融资方式。2017 年 4 月，公司下属子公司深基地发布《关于公司及宝湾物流与中保投招商国协仓储物流（深圳）股权投资基金合作公告》，拟与中保投招商国协仓储物流（深圳）股权投资基金合作，在国内重要节点城市共同开发、收购、持有及运营优质仓储物流项目，该基金计划投资 37.50 亿元，将根据深基地及宝湾物流的项目投资开发进度以及基金的投资需要在 3 至 5 年内完成投资，股权基金于计划投资期届满后 3 年内完成退出，退出方式包括公开发行、上市主体换股或项目公司权益出售；2017 年 6 月，公司发布《关于 20 家控股子公司增资扩股的公告》，对目前在建及拟建的 20 个宝湾物流园项目，拟采取增资扩股的方式引进一家战略投资者，战略投资者对各项目公司增资出资总金额不低于 20.09 亿元。目前，上述事项正在推进中，尚存在一定的不确定性。

表 11 截至 2017 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 2017 年 9 月底累计	2017 年 9-12 月份	2018 年	2019 年	2020 年
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）	1.95	1.76	0.17	0.02	0.00	0.00

南山宝湾物流中心项目	10.46	3.38	2.03	3.89	0.63	0.48
小南山隧道口 01-09 保障房项目	6.90	2.15	0.44	1.44	1.56	0.83
南山临港新城一期国际现代物流基地	3.00	2.59	0.41	0.00	0.00	0.00
嘉兴宝湾国际物流供应链中心（二期）项目	2.72	1.50	0.26	0.95	0.00	0.00
南通锡通宝湾物流园项目	2.13	0.62	0.19	1.32	0.00	0.00
绍兴宝湾国际物流供应链中心项目（一期）	3.56	0.42	0.78	2.36	0.00	0.00
宝湾物流(华东) 高端电子商务运营中心	2.64	0.46	0.30	1.88	0.00	0.00
鄂州葛店宝湾物流中心项目	5.25	0.60	0.23	4.43	0.00	0.00
咸阳宝湾物流中心项目	5.50	1.65	0.77	3.08	0.00	0.00
江阴宝湾国际物流新建仓储服务项目	3.45	0.63	0.20	2.62	0.00	0.00
合计	47.56	15.76	5.78	21.99	2.19	1.31

资料来源：公司提供

（2）战略规划

战略定位：

公司未来将定位为以物流业为核心主业、优化提升传统产业，积极培育新业务，打造南山百年基业，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+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、投资孵化、新业务培育平台”。

业务规划：

以物流业为核心主业、以物业开发与运营为支撑业务、以金融服务为培育业务、以资产管理为创新业务。

战略转型期（2016-2018年），集团将大力推进物流核心主业的发展和地产业务的优化，并对资管业务中集成房屋等部分亏损业务进行及时止损，通过不断优化产业结构，实现战略转型。

战略转型期后（2019-2020年），集团围绕物流、地产、金融和资管核心业务，延伸产业链服务，提升业务的市场竞争力；同时，推进以产融结合为方向的金融类业务发展，更好的服务于集团产业发展。

联合资信关注到，近期国际、国内资本加大仓储物流业的布局，短期内将加剧行业竞争，或对公司仓储物流板块产生冲击，公司未来战略转型或将面临一定压力。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2014~2016 年合并财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所对公司 2014 年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；安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2015~2016 年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 2017 年前三季度财务报告未经审计。

从合并范围看, 2015 年, 公司合并范围内子公司增加 1 家(莱州龙海货运有限公司)。2016 年公司合并范围新增 2 家子公司(武汉光谷微电子股份有限公司和天津海尔资产管理有限公司), 因处置注销减少 1 家子公司(赤湾发展(新加坡)有限公司), 因增加和减少的子公司经营规模较小, 故合并范围变动对财务报表可比性影响较小。

会计差错调整方面, 2016 年度公司审计报告对 2015 年度审计报告中财务报表部分科目的计量进行了差错调整(内部交易合并抵消), 影响较大的科目为无形资产、递延收益和其他非流动负债。以下财务分析所采用 2015 年度数据均为 2016 年度财务报表期初数。

截至2016年底, 公司(合并)资产总额296.13亿元, 所有者权益114.68亿元(其中少数股东权益24.78亿元), 2016年公司实现营业收入94.56亿元, 利润总额16.41亿元。

截至2017年9月底, 公司(合并)资产总额344.20亿元, 所有者权益118.83亿元(其中少数股东权益23.95亿元); 2017年1~9月公司实现营业收入58.58亿元, 利润总额9.99亿元。

2. 资产质量

2014~2016年, 公司资产总额不断增长, 年均复合增长13.26%。截至2016年底, 公司资产总额为296.13亿元, 同比增长16.43%, 主要来自货币资金、投资性房地产、在建工程、无形资产和其他非流动资产的增加; 2016年公司资产总额中, 流动资产占54.50%, 非流动资产占45.50%, 流动资产占比较高, 非流动资产占比较2015年上升6.42个百分点。

流动资产

2014~2016年, 公司流动资产有所增长, 年均复合增长8.65%。截至2016年底, 公司流动资产合计161.40亿元, 同比增长4.16%, 构成以货币资金(占32.86%)、存货(占52.54%)

和应收账款(占5.71%)为主。

2014~2016年, 公司货币资金快速增长, 年均复合增长32.73%。截至2016年底, 公司货币资金为53.04亿元, 同比增长16.11%, 从构成来看, 主要为银行存款(45.53亿元)和其他货币资金(7.51亿元, 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)。货币资金中受限部分金额为4.39亿元, 受限比例较低。

2014~2016年, 公司应收账款有所波动, 年均复合下降1.49%。截至2016年底, 公司应收账款为9.21亿元, 同比增长6.14%, 共计计提坏账准备2.25亿元, 计提比例为19.63%, 其中单独计提坏账准备的应收账款金额为0.14亿元, 计提比例100%; 按账龄分析法计提坏账准备的应收账款金额为11.32亿元(1年以内占70.59%、1至2年占10.48%、2至3年占4.70%、3年以上占14.23%), 计提比例为18.67%, 计提比例尚可。从集中度来看, 应收账款前五名占比12.74%, 应收账款集中度一般。

2014~2016年, 公司其他应收款有所波动, 年均复合下降2.08%。截至2016年底, 公司其他应收款为5.29亿元, 同比下降13.21%, 主要由关联方往来款、保证金及押金和其他构成, 从账龄分布看, 1年以内占66.73%、1至2年占19.09%、2至3年占8.30%, 3年以上占5.88%。截至2016年底, 公司其他应收款共计计提坏账准备0.13亿元, 整体计提比例2.39%。

2014~2016年, 公司存货有所增长, 年均复合增长7.14%。截至2016年底, 公司存货账面价值84.80亿元, 同比增长13.82%。从构成上看, 存货主要为房地产的开发成本(占81.99%)和开发产品(占11.96%)等, 其余为原材料、在产品、产成品和周转材料等。截至2016年底公司存货共计计提跌价准备0.13亿元, 主要为对原材料以及产成品的计提。

非流动资产

2014~2016年, 公司非流动资产快速增长, 年均复合增长19.64%。截至2016年底,

公司非流动资产 134.73 亿元，同比增长 35.56%，主要来自投资性房地产、在建工程和其他非流动资产的增加；非流动资产构成以长期股权投资（占 21.51%）、投资性房地产（占 15.30%）、固定资产（占 18.23%）、无形资产（占 16.89%）、其他非流动资产（占 13.87%）和在建工程（占 9.36%）为主。

2014~2016 年，公司长期股权投资有所增长，年均复合增长 6.83%。截至 2016 年底，公司长期股权投资 28.98 亿元，同比增长 4.44%，主要来自权益法下投资收益的确认。公司长期股权投资主要包括苏州招商南山地产有限公司、深圳赤湾胜宝旺工程有限公司和深圳赤湾港航股份有限公司（以下简称“深赤湾”），2016 年上述三家公司分别贡献投资收益 0.44 亿元（2015 年为 2.04 亿元）、0.26 亿元（2015 年为 0.55 亿元）和 1.74 亿元（2015 年为 1.73 亿元）。整体看，公司长期股权投资质量较好。

2014~2016 年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长 16.48%。截至 2016 年底，公司投资性房地产为 20.62 亿元，同比增长 23.91%，增长主要来自购置以及存货和在建工程的转入和非同一控制下企业合并，公司投资性房地产采用成本法进行后续计量，已累计计提折旧 5.43 亿元。公司部分投资性房地产获取时间较早，具备一定升值潜力。

2014~2016 年，公司固定资产保持相对稳定，年均复合增长 1.27%。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 24.56 亿元，同比增长 1.81%。从构成来看，主要由房屋建筑物及库房设备（占 61.12%）、机械设备（占 23.00%）和汽车及运输设备（占 11.07%）等构成。截至 2016 年底，固定资产累计计提折旧 13.73 亿元，固定资产整体成新率为 65.36%，成新率尚可；累计计提减值准备 1.35 亿元，当期计提 0.39 亿元，转回 0.47 亿元，公司固定资产减值准备来自闲置的机械设备（9151.17 万元）和经营租赁集成房屋构件（4357.58 万元）。

2014~2016 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 35.32%。截至 2016 年底，公司在建工程为 12.61 亿元，同比增长 56.97%，增长来自在建物流园工程的新增投入；公司在建工程以物流园区项目为主，其他在建项目还包括东岸线深水码头项目二期工程、山海逸居一期保障房项目、中国南山大厦地铁口项目和常熟雅致生产基地。

2014~2016 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 19.36%。截至 2016 年底，公司无形资产为 22.76 亿元，同比增长 53.79%，主要来自新增购置的土地使用权的增加。公司无形资产由土地使用权（占 98.98%）和软件及其他（占 1.02%）构成。

2014~2016 年，公司其他非流动资产快速增长，年均复合增长 159.18%。截至 2016 年底，公司其他非流动资产为 18.68 亿元，同比增长 510.78%，主要是 2016 年公司新增代垫拆迁补偿款（6.31 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）、预付资产竞拍款（5.67 亿元）、预付资产购置款（3.07 亿元）所致。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额为 344.20 亿元，较 2016 年底增长 16.23%，其中流动资产占 55.78%，非流动资产占 44.22%，流动资产占比较 2016 年底有所提升。截至 2017 年 9 月底，流动资产中货币资金 57.74 亿元，较 2016 年底增长 8.86%；应收账款 12.55 亿元，较 2016 年底增长 36.25%，主要是东方物流和雅致集成的营业收入增长及中开财务应收保理款增加所致；存货 107.50 亿元，较 2016 年底增长 26.77%，主要是在产品未完工程（93.13 亿元，其中 91.60 亿元为房地产开发成本）增长所致。截至 2017 年 9 月底，非流动资产中可供出售金融资产 8.25 亿元，较 2016 年底增长 430.87%，主要是公司下属投资公司对外股权投资增加所致；固定资产 27.83 亿元，较 2016 年底增长 13.33%；在建工程 14.91 亿元，较 2016 年底增长 18.23%；

无形资产 25.40 亿元，较 2016 年底增长 11.58%。

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 股深赤湾 A 股股份，本次收购已获得公司董事会审议通过，尚需经招商局港口控股有限公司股东大会审议通过、国务院国资委批复以及中国证监会豁免收购人及其一致行动人因本次收购导致的要约收购义务。截至本报告出具日，公司及有关各方仍在推进本次重大资产重组各项事宜，本次重大资产重组事项尚存在较大不确定性。此次收购如最终完成，公司长期股权投资的构成将发生变化，对未来公司投资收益的稳定性将造成一定影响，联合资信对此次收购的后续进展将保持持续关注。

总体看，近年来公司资产总额不断增长，资产构成中流动资产占比较高；流动资产中货币资金和存货占比高，现金类资产充足，资产流动性较好；非流动资产中长期股权投资、投资性房地产和无形资产占比较高，长期股权投资收益性良好；总体看，公司整体资产质量和流动性良好。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长 14.66%。截至 2016 年底，公司所有者权益为 114.68 亿元，同比增长 6.04%，其中归属于母公司所有者权益为 89.91 亿元（占 78.40%），同比增长 7.24%；所有者权益以股本（占 10.01%）、资本公积（占 25.45%）、盈余公积（占 28.02%）和未分配利润（占 36.48%）为主。所有者权益构成较 2015 年底变化不大。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益为 118.83 亿元，较 2016 年底增长 3.62%，构成

较 2016 年底变化不大。

总体看，公司所有者权益中，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

2014~2016 年，公司负债总额不断增长，年均复合增长 12.40%。截至 2016 年底，公司负债合计 181.45 亿元，同比增长 24.11%，主要来自短期借款和长期借款的增长；负债结构中流动负债占 65.59%，非流动负债占 34.41%，负债结构较 2015 年底变化不大。

流动负债方面，2014~2016 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 33.27%。截至 2016 年底，公司流动负债为 119.01 亿元，同比增长 24.77%，构成以短期借款（占 24.42%）、预收款项（占 37.73%）和其他应付款（占 11.56%）为主。

2014~2016 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 27.06%。截至 2016 年底，公司短期借款为 29.06 亿元，同比增长 1352.90%，主要是 2016 年公司新增信用借款 26 亿元和保证借款 1.06 亿元所致；公司短期借款的年利率为 0.59%~4.79%（2015 年底短期借款全部为 2 亿元的信用借款，借款利率为 4.61%，）。

2014~2016 年，公司预收款项快速增长，年均复合增长 56.98%。截至 2016 年底，公司预收款项为 44.90 亿元，同比增长 50.51%，增长主要来自预收售房款（占预收账款比重 96.28%）。

2014~2016 年，公司其他应付款有所波动，年均复合下降 1.88%。截至 2016 年底，公司其他应付款为 13.76 亿元，同比下降 13.98%；从构成看，主要为应付关联方往来款、应付子公司合营方款项、应付股权收购款、保证金及押金和应付工程款等。

非流动负债方面，2014~2016 年，公司非流动负债波动中有所下降，年均复合下降 9.72%。截至 2016 年底，公司非流动负债为

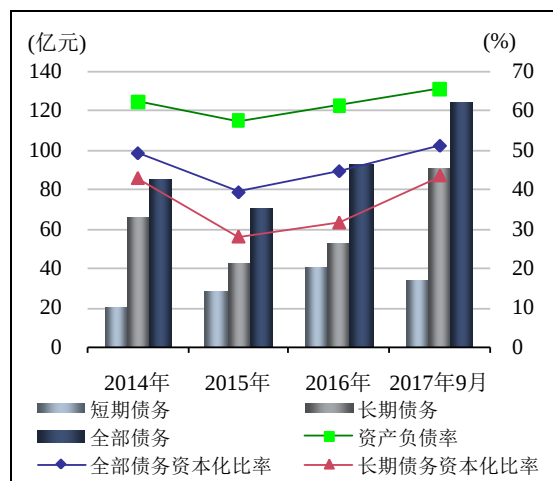
62.44 亿元，同比增长 22.89%，主要由长期借款（占 65.17%）、应付债券（占 17.08%）和其他非流动负债（占 11.77%）构成。

2014~2016 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 41.35%。截至 2016 年底，公司长期借款为 40.69 亿元，同比增长 75.56%，主要增长来自信用借款和抵押借款的增加；截至 2016 年底，公司长期借款由抵押借款（占 8.65%）、保证借款（占 22.30%）和信用借款（占 69.05%）构成；公司长期借款年利率为 4.28%~5.10%（2015 年底，借款利率为 4.41%~5.15%）。

2014~2016 年，公司应付债券快速下降，年均复合下降 49.96%。截至 2016 年底，公司应付债券为 10.66 亿元，同比下降 37.85%，主要系公司 2012 年发行的 5 年期债券和 5 年期中票即将到期重分类所致。

2014~2016 年，公司其他流动负债波动增长，年均复合增长 381.15%。截至 2016 年底，公司其他非流动负债为 7.35 亿元，同比下降 3.76%；其他非流动负债为预收租金。

图 4 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，2014~2016 年，公司全部债务波动中有所增长，年均复合增长 4.63%。截至 2016 年底，公司全部有息债务总额为 92.71 亿元，同比增长 32.12%，从构成看，短期债务占比 43.15%，长期债务占比 56.85%，

长期债务占比较高。

从债务指标来看，2014~2016 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波动中有所下降。截至 2016 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均同比有所上升，分别为 31.49%、44.70%和 61.27%，整体看，公司债务负担适宜。

截至 2017 年 9 月底，公司负债总额为 225.37 亿元，较 2016 年底增长 24.20%，主要来自预收款项、长期借款和应付债券的增长，其中流动负债占 56.24%，非流动负债占 43.76%，非流动负债占比较 2016 年底有所上升。截至 2017 年 9 月底，公司预收款项为 61.25 亿元，较 2016 年底增长 36.42%，主要为预收房款；长期借款为 64.55 亿元，较 2016 年底增长 58.64%，均为长期银行借款；应付债券为 25.68 亿元，较 2016 年底增长 140.87%（新增 15 亿元的“17 南山开发 MTN001”）。

截至 2017 年 9 月底，公司有息负债总额为 124.42 亿元，较 2016 年底增长 34.21%，其中短期债务占 26.75%，长期债务占 73.25%，长期债务占比较 2016 年底有所上升；债务指标方面，截至 2017 年 9 月底，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均有所上升，分别为 43.41%、51.15%和 65.48%，公司债务负担有所上升，但仍处在合理范围。

总体看，公司债务结构以长期债务为主，债务结构合理；近年来公司债务负担有所上升，但整体债务负担仍处于适宜水平。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 18.09%。2016 年公司营业收入为 94.56 亿元，同比增长 30.19%，主要来自房地产和运输服务的营收增长；营业成本为 59.27 亿元，同比增长 12.16%；2016 年公司营业利润率为 28.21%，同比增加 7.04 个百分

点。

期间费用方面,2014~2016年,公司期间费用有所增长,年均复合增长4.84%。2016年公司期间费用为13.05亿元,同比变化不大,其中销售费用占21.00%、管理费用占52.80%、财务费用占26.13%,期间费用构成较2015年底变化不大;期间费用率为13.80%,较2015年下降4.04个百分点。2016年公司财务费用为3.41亿元,同比下降9.10%,从财务费用构成看,利息支出为4.30亿元,较2015年增长5.91%(2016年公司有息债务较2015年增长32.12%,但公司负债成本下降,导致利息支出上升幅度相对较小),同期公司利息收入、利息资本化金额、汇兑收益和手续费等均较2015年有所增长,综合影响下,公司财务费用较2015年出现下降。

2014~2016年,公司投资收益波动中有所下降,年均复合下降14.51%。2016年公司投资收益为2.72亿元,主要来自权益法核算的长期股权投资收益,同比下降75.45%,主要是2015年公司因处置部分股权投资导致投资收益总额较高所致(2015年,公司获得投资收益11.06亿元,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)。2016年公司投资收益占利润总额的比例为16.58%,该部分投资收益主要是权益法下核算的长期股权投资收益。

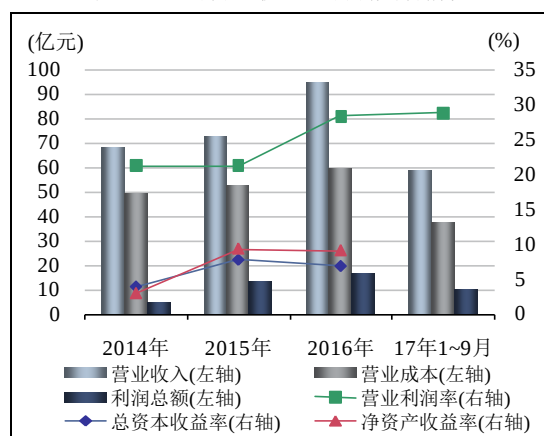
非经常性损益方面,2014~2016年,公司非经常性损益主要是营业外收入和营业外支出,整体金额较小,对利润总额影响不大。2016年公司非经常性损益主要是营业外收入1.36亿元(主要是政府补助)和营业外支出0.44亿元(主要来自非流动资产处置损失和

赔偿与罚款支出)。

2014~2016年,公司营业利润和利润总额均快速增长,年均复合增长率分别为103.13%和84.88%。2016年公司营业利润为15.49亿元,同比增长24.74%;利润总额为16.41亿元,同比增长20.52%。考虑到2015年同期投资收益对利润总额贡献较大,2016年公司主营业务盈利能力实际提升幅度较大。2016年公司所得税费用为6.05亿元,同比增长69.15%,受此影响2016年公司净利润为10.36亿元,同比小幅增长3.21%。

盈利指标方面,2014~2016年,公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率波动中有所上升,三年均值分别为23.55%、6.13%和7.07%。2016年公司营业利润率为28.21%,同比增加7.04个百分点;总资本收益率和净资产收益率同比略有下降,分别为5.00%和9.04%。公司整体盈利能力较强。

图5 公司营业收入和利润变动情况



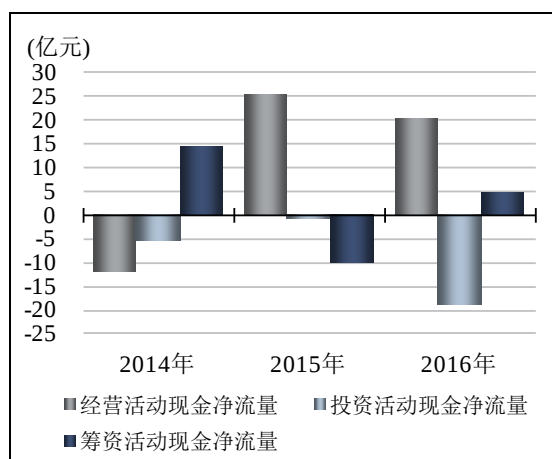
资料来源：公司财务报告

2017年1~9月,公司营业收入为58.58亿元,利润总额为9.99亿元;营业利润率为28.75%,较2016年上升0.54个百分点。

总体看,近年来公司营业收入和利润总额均持续增长;营业利润率波动上升,盈利能力较强。

5. 现金流

图6 公司现金流分析



资料来源：公司审计报告

经营活动现金流方面，2014~2016年，公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长26.75%。2016年公司经营活动现金流入量为114.15亿元，同比增长27.46%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金106.24亿元，同比增长26.31%。2014~2016年，公司经营活动现金流出量波动中有所增长，年均复合增长6.39%。2016年经营活动现金流出量为93.78亿元，同比增长45.84%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金67.09亿元，同比增长65.53%；支付的各项税费17.09亿元，同比增长96.48%。2016年公司现金收入比为112.35%，较2015年有所下降。2014~2016年，公司经营活动净现金流分别为-11.80亿元、25.26亿元和20.37亿元。2014~2016年，公司现金收入比分别为96.93%、115.80%和112.35%，收入实现质量好。

投资活动现金流方面，2014~2016年，公司投资活动现金流入量快速下降，年均复合下降35.09%。2016年公司投资活动现金流入48.28亿元，同比下降51.90%，主要为收到其他与投资活动有关的现金，同比下降48.82%（2015年公司收到其他与投资活动有关现金为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到到期银行理财产品）；2014~2016年，公司投资活动现金流出量快速下降，年均复合下降25.11%。2016年

投资活动现金流出67.12亿元，同比下降33.49%，主要为购建固定资产、无形资产支付现金22.13亿元（同比增长127.82%）和支付其他与投资活动有关现金34.80亿元（同比下降57.25%）。2014~2016年，公司投资活动净现金流均呈净流出，净流出规模波动增长，年均复合增长92.35%。2016年公司投资活动净现金流为-18.85亿元，净流出规模增加18.30亿元。

筹资活动现金流方面，2014~2016年，公司筹资活动现金流入量快速增长，年均复合增长28.65%。2016年公司筹资活动现金流入51.25亿元，同比增长45.71%，主要为取得借款收到的现金51.02亿元，同比增长136.64%；2014~2016年，公司筹资活动现金流出量快速增长，年均复合增长68.69%。2016年筹资活动现金流出46.56亿元，同比增长3.66%，主要为偿还债务支付的现金35.91亿元（同比下降1.03%）和分配股利、利润或偿还利息支付的现金9.55亿元（同比增长20.06%）。2016年公司筹资活动净现金流为4.70亿元，2015年为-9.74亿元，筹资活动现金流由净流出转为净流入。

2017年1~9月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的净现金流分别为-4.90亿元、-22.65亿元和24.95亿元，筹资活动产生净现金流增幅较大。2017年1~9月，公司现金收入比为114.38%，收入实现质量好。2017年1~9月，公司收到和支付的其他与经营活动有关的现金分别为20.26亿元和27.33亿元，金额较大，主要是土地竞拍保证金以抵消前金额列示所致。

总体看，近年来公司现金流状况波动较大；随着公司对物流板块的投入增加，投资活动净现金流持续为净流出，公司有一定的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016年，

公司流动比率和速动比率均持续下降。截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率均较 2015 年底有所下降，分别为 135.62% 和 64.36%；2016 年公司经营现金流动负债比为 17.11%，较 2015 年底下降 9.37 个百分点。截至 2017 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 151.49% 和 66.67%。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 的平均值分别为 4.94 倍和 4.16 倍。2016 年，公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 5.58 倍和 3.87 倍，较 2015 年底变化不大。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2017 年 9 月底，公司银行综合授信额度 264.60 亿元，尚未使用额度 177.99 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 2017 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 2017 年 12 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。

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，公司已发展成为多元化经营的大型综合性集团企业，股东背景多元化且实力雄厚；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，盈利水平良好。

整体看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 10 亿元，占 2017 年 9 月底全部债务和长期债务的比重分别为 8.04% 和 10.97%，对现有债务规模具有一定影响。

以公司 2017 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 65.48% 上升至 66.45%，全部债务资本化比率将由 51.15% 上升至 53.08%，长期债务资本化比率将由 43.41% 上升至 45.98%。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偿还有息债务，公司实际债务指标或将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016 年，公司经营活动现金流入量分别为 71.05 亿元、89.56 亿元和 114.15 亿元，分别为本期中票发行额度的 7.11 倍、8.96 倍和 11.42 倍；同期公司经营活动现金净流量分别为 -11.80 亿元、25.26 亿元和 20.37 亿元，分别为本期中票发行额度的 -1.18 倍、2.53 倍和 2.04 倍。公司经营现金流入量对本期中票发行保障能力强。

2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 13.80 亿元、21.11 亿元和 23.97 亿元，分别为本期中票发行额度的 1.38 倍、2.11 倍和 2.40 倍。公司 EBITDA 对本期中票发行保障能力较强。

总体来看，公司经营活动现金流入量对本期中票保障能力强。

十一、结论

公司目前以房地产业务为支撑，未来着力发展仓储物流、道路干线运输等综合物流业务，保持集成房屋业务稳定发展和转型升级，已经形成了地产与物流相结合的多元化发展

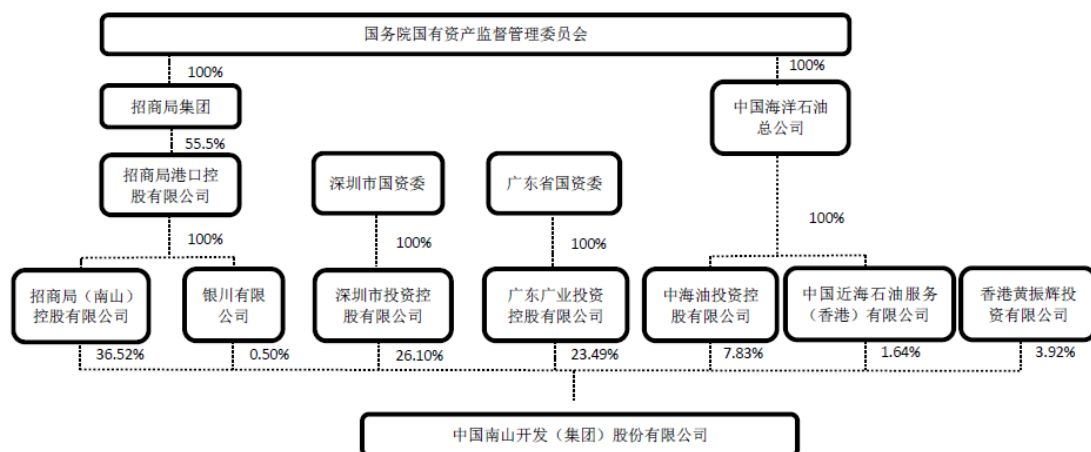
模式。公司下属的宝湾物流、东方物流和雅致集成房屋在业内都具有领先的规模优势和较高的市场知名度。

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了一定支撑；宝湾物流的园区运营面积持续增长，且拥有充足的在建及储备物流园区面积，为未来业绩增长奠定基础。

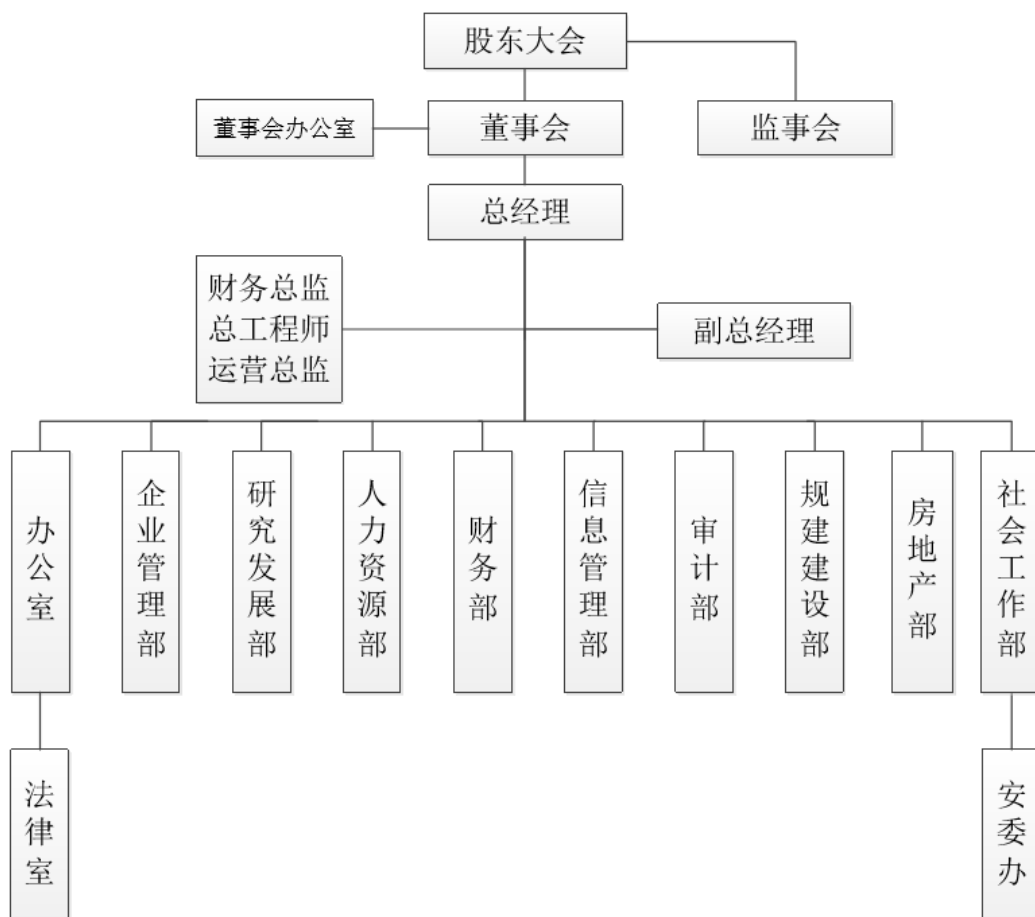
公司营业收入和资产规模持续增长，盈利水平和资产质量良好；债务结构合理，有息债务负担处于适宜水平。公司目前在开发项目较多，以物流园区建设为主，未来开发投资规模较大，具有一定的融资压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合分析，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	31.96	46.94	54.10	58.51
资产总额(亿元)	230.84	254.35	296.13	344.20
所有者权益(亿元)	87.23	108.15	114.68	118.83
短期债务(亿元)	19.60	28.22	40.00	33.28
长期债务(亿元)	65.08	41.95	52.70	91.14
全部债务(亿元)	84.68	70.17	92.71	124.42
营业收入(亿元)	67.81	72.64	94.56	58.58
利润总额(亿元)	4.80	13.61	16.41	9.99
EBITDA(亿元)	13.80	21.42	23.97	--
经营性净现金流(亿元)	-11.80	25.26	20.37	-4.90
销售债权周转次数(次)	6.29	7.26	9.68	--
存货周转次数(次)	0.76	0.71	0.74	--
总资产周转次数(次)	0.31	0.30	0.34	--
现金收入比(%)	96.93	115.80	112.35	114.38
营业利润率(%)	21.27	21.17	28.21	28.75
总资本收益率(%)	3.83	7.96	5.00	--
净资产收益率(%)	2.88	9.36	9.04	--
长期债务资本化比率(%)	42.73	28.11	31.49	43.41
全部债务资本化比率(%)	49.26	39.35	44.70	51.15
资产负债率(%)	62.21	57.48	61.27	65.48
流动比率(%)	204.04	162.46	135.62	151.49
速动比率(%)	93.79	84.34	64.36	66.67
经营现金流动负债比(%)	-17.61	26.48	17.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.95	4.91	5.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.14	3.28	3.87	--

注：2015 年财务数据采用 2016 年期初数；2017 年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 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

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及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

中国南山开发（集团）股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中国南山开发（集团）股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，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、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现中国南山开发（集团）股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国南山开发（集团）股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

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中国南山开发（集团）股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中国南山开发（集团）股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。