信用等级公告

联合[2018] 2052 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 AA^+，维持“17 南山开发 MTN001”和“18 南山开发 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十六日

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
http://www.lhratings.com

中国南山开发（集团）股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：	AA^+	评级展望：稳定	
上次评级结果：	AA^+	评级展望：稳定	

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 南山开发 MTN001	15 亿元	2022/05/05	AA^+	AA^+
18 南山开发 MTN001	10 亿元	2021/04/03	AA^+	AA^+

评级时间：2018 年 7 月 26 日

财务数据

项　目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	46.94	54.10	37.83	47.43
资产总额(亿元)	254.35	296.13	362.30	394.31
所有者权益(亿元)	108.15	114.68	134.95	133.88
短期债务(亿元)	28.22	40.00	45.31	51.89
长期债务(亿元)	41.95	52.70	84.28	95.65
全部债务(亿元)	70.17	92.71	129.59	147.53
营业收入(亿元)	72.64	94.56	118.09	22.61
利润总额 (亿元)	13.61	16.41	18.83	0.74
EBITDA(亿元)	21.11	23.97	28.82	--
经营性净现金流(亿元)	25.26	20.37	-10.01	-23.02
营业利润率(%)	21.17	28.21	27.60	19.66
净资产收益率(%)	9.28	9.04	9.96	--
资产负债率(%)	57.48	61.27	62.75	66.05
全部债务资本化比率(%)	39.35	44.70	48.99	52.43
流动比率(%)	162.46	135.62	147.62	145.64
经营现金流动负债比(%)	26.48	17.11	-7.50	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.32	3.87	4.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.20	5.58	4.94	--

注：2015 年财务数据采用 2016 年期初数；2018 年一季度报财务数据未经审计；有息债务计算包含长期应付款中的融资租赁款。

分析师

黄 露　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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“南山开发”）的评级反映了公司通过房地产销售和物流业务保持了收入及利润规模持续增长，债务负担处于合理水平等优势。同时联合资信也关注到房地产业务受政策影响大、仓储物流竞争激烈、在建项目未来投资规模较大等因素可能对公司信用基本面造成一定的压力。

跟踪期内，公司持续加大对物流园区业务的投入，园区运营面积持续增长；房地产板块土地储备充足，区域分布具有一定优势；随着在建项目的持续投入和新增建设项目，公司外部融资规模不断增加，债务负担持续上升，但仍处于相对较轻水平。

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

优势

1. 跟踪期内，在房地产板块和物流板块营业收入增长的带动下，公司营业收入和利润规模保持持续增长。
2. 近年来，公司持续加大对物流园区的投入，园区运营面积持续快速增长，同时出租率保持在较好水平。
3. 2018年6月，公司下属A股上市公司南山控股完成对深基地的控股吸收合并，此次吸收合并后深基地的物流园区业务将纳入南山控股，有利于拓宽公司物流业务的融资渠道。
4. 公司在仓储物流和道路干线运输领域具有丰富的运营管理经验，拥有宝湾物流和东方物流两个全国知名物流品牌。

5. 公司经营活动现金流入量对存续期中期票据保障能力强。

关注

1. 目前公司收入主要来自房地产行业，房地产行业受宏观调控政策影响大，未来公司收入存在一定的波动风险。
2. 跟踪期内，公司集成房业务虽有所增长，但随着生产所需原材料价格持续上涨，后续发展面临一定成本控制压力；船舶舱室业务持续萎缩，面临较大经营压力。
3. 随着国际、国内资本加大对仓储物流业的布局，行业竞争加剧，或对公司仓储物流板块产生冲击。
4. 跟踪期内，公司存货和其他应收款增幅较大，资产流动性有所减弱；债务规模保持快速增长态势，债务负担有所加重；公司经营活动现金净流量由正转负，在建项目所需资金较大，未来存在较大融资需求。

声　明

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

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

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

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

五、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

中国南山开发（集团）股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、主体概况

中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“南山开发”或“公司”）的前身是成立于 1982 年 9 月的中国南山开发股份有限公司。公司是经国务院批准，在深圳市工商行政管理局注册登记的股份公司，原注册资本为 2250 万元人民币。1994 年 10 月经国家工商行政管理局批准，公司更为现名。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 90000 万元人民币，其中招商局（南山）控股有限公司（以下简称“招商局控股”）持股 36.52%、深圳市投资控股有限公司持股 26.10%、广东广业投资控股有限公司持股 23.49%、中海石油投资控股有限公司（以下简称“中海油控股”）持股 7.83%、香港黄振辉投资有限公司持股 3.92%、中国近海石油服务（香港）有限公司持股 1.64%、银川有限公司（招商局国际有限公司下属子公司）持股 0.50%。招商局控股为公司第一大股东，公司无实际控制人。

公司主要经营活动为房地产业务和物流园区业务、海洋石油后勤服务、综合物流业务、集成房屋业务、赤湾内资产经营业务。

截至 2018 年 3 月底，公司设财务部、企业管理部、房地产部等十个职能部门，合并范围内的子公司共 151 家，主要一级子公司 12 家。子公司中的深圳市新南山控股（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2017年底，公司（合并）资产总额362.30亿元，所有者权益134.95亿元（其中少数股东权益35.02亿元），2017年公司实现营业收入118.09亿元，利润总额18.83亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额394.31亿元，所有者权益133.88亿元（其中少数股东权益34.95亿元）；2018年1~3月公司实现营业收入22.61亿元，利润总额0.74亿元。

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，公司存续期债券为“17南山开发MTN001”和“18南山开发MTN001”，详见下表：

表1 公司存续债券概况（单位：万元）

债项	余额	期限	跟踪期付息日	用途	已使用募集资金
17南山开发MTN001	150000	2017/5/5~2022/5/5	2018/5/5	项目建设	5952.00
				偿还银行借款	49000.00
				偿还其他金融机构借款	25000.00
				补充营运资金（购置车辆）	13400.00
合计				--	**93352.00**

18南山开发MTN001	100000	2018/4/3~2021/4/3	--	偿还银行借款	15000.00
				补充营运资金	40000.00
合计				--	**55000.00**

资料来源：公司提供

截至目前，公司发行的债券募集资金均按照规定用途使用；跟踪期内，“17南山开发MTN001”已按时付息。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）

小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。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，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

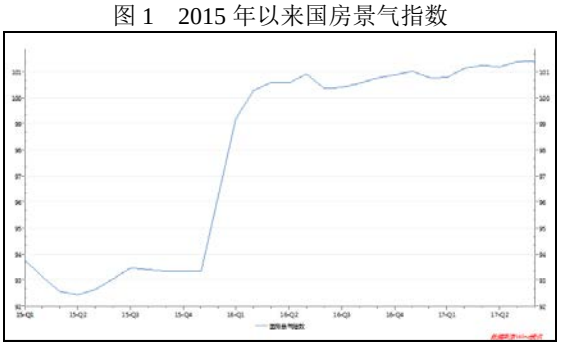
五、行业及区域经济环境

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

2017 年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资 10.98 万亿元，同比增长 7.00%；其中住宅投资 7.51 万亿元，同比增长 9.40%，增速较上年上升 3.00 个百分点。全国房屋新开工面积 17.87 亿平方米，同比增长 7.00%，其中住宅新开工面积 12.81 亿平方米，同比增长 10.50%。全国房屋施工面积 78.15 亿平方米，同比增长 3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为 53.64 亿平方米，同比增长 2.90%，增幅较上年上升 1.00 个百分点。总体看，2017 年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017 年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017 年全年商品房销售面积为 16.94 亿平方米，同比增长 7.70%，增速较上年下降 14.80 个百分点；共实现销售额 13.37 万亿元，同比增长 13.70%，增速较上年下降 21.20 个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2017 年百城住宅平均价格累计上涨 7.15%，较 2016 年增速下降 11.57 个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017 年以来，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。

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 10.32 亿平方米，同比下降 9.0%，整体处于较低水平。2016 年全国 300 个城市各类土地成交量同比下滑，共成交 8.59 亿平方米，同比下降 3%。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 2.90 万亿元，同比增长 31%。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 40%，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，全国 300 城市土地供应小幅回升热点城市增供稳定市场预期拉动成交量及出让金上涨楼面均价涨幅较去年有所收窄平均溢价率同比下降。2017 年，全国 300 个城市共推出各类用地 11.19 亿平方米，同比增长 8%；土地成交量 9.50 亿平方米，同比增长 8%；土地成交出让金 4.06 万亿元，同比增长 38%。2017 年全国 300 个城市各类用地成交楼面均价为 2374 元/平方米，同比增长 26%，增速有所放缓；平均溢价率为 29%，较 2016 年下降 14.13 个百分点。

分城市来看，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。

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。

从房地产开发资金来源来看，2017 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主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017 年，房地产开发资金共计 156052.62 亿元。其中国内贷款 25241.76 亿元，占比为 16.18%；利用外资 168.19 亿元，占比为 0.11%；其他资金 79770.46 亿元，占比为 51.12%；自筹资金 50872.22 亿元，占比为 32.60%。

从房地产开发资金增速上看，2017 年以来，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资继续收紧。北京“317 新政”的出台，标志房地产调控加码。2017 年，其他资金增速降至 8.60%，比 2016 年下降 23.30 个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017 年，利用外资增速明显提升，2017 年，利用外资同比增速为 19.80%，较 2016 年同期上升 72.40 个百分点。

行业竞争

2017 年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达 144 家，较上年增加 13 家，销售额共计 8.21 万亿元，市场份额超过 60%，行业集中度快速提升。2017 年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017 年房地产企业收并购案例明显增多。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，在目前土地价格增长、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。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。

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，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确定要稳定房地产市场，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。

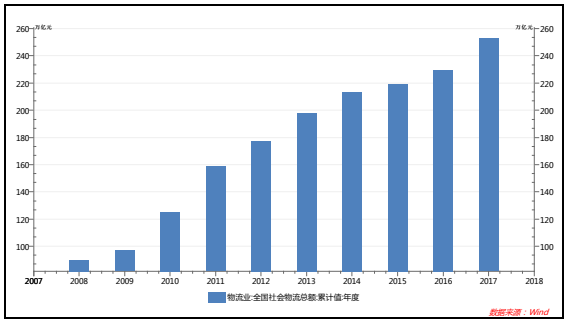
2017 年 10 月 18 日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12 月 8 日，中共中央政治局会议分析研究 2018 年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是 2018 年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

总体看，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　全社会物流总额变动情况



资料来源：Wind 资讯

据国家统计局公布的数据，2017 年，全国社会物流总额为 252.80 万亿元，同比增速为 10.06%，增速较 2016 年回升 5.27 个百分点。物流费用方面，2017 年，社会物流总费用为 12.10 万亿元，同比增长 0.94%。其中，运输费用为 6.60 万亿元，同比增长 10.74%；保管费用为 3.70 万亿元，同比增长 6.40%，管理物流费用为 1.60 万亿元，同比增长 11.11%。

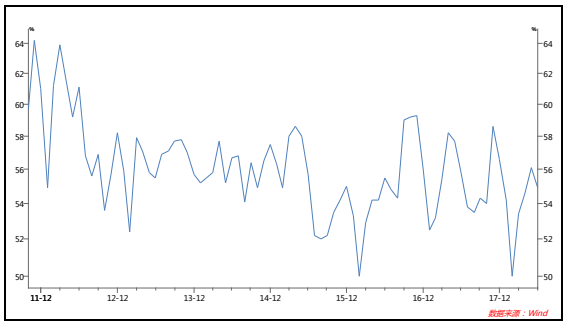
仓储物流

仓储物流，是指物流企业依托物流园区为客户提供标准化、专业型和个性化定制的仓储设施及其配套服务。随着经济发展，产业分工

更加细化，经济发展中的区域化、专业化和积聚化特征越来越突出，加之生产地和消费地的分离，客观上带动了对仓储物流的需求。

目前，我国仓储物流行业整体发展态势较为良好，行业集中度较高。我国大中型仓储地产企业有 11 家，其中，外资企业 5 家即普洛斯、嘉民、丰树、安博、维龙，内资企业 6 家即宝湾、宇培、新地、百利威、上海易商、广州富力。各家仓储物流企业基本已完成了全国重点城市的布局。其中普洛斯是全球领先的物流服务企业，借助于物流基金模式带来的融资优势，普洛斯在大中华区的布局最为广泛，拥有的物业面积规模处于第一位，截至 2018 年 3 月底，普洛斯已完成建设投入运营的物业建筑面积为 3340 万平方米，运营的园区数量达到 267 个，进入中国 38 个城市。其他物流企业的运营物业面积与普洛斯相比有较大差距，普洛斯的市场份额超过第 2 名到第 10 名的总和。宝湾物流和嘉民运营物业规模基本持平，基本均位于行业第二位。截至 2018 年 3 月底，宝湾物流运营物业面积为 204.40 万平方米。

图 3 物流业景气指数



资料来源：Wind 资讯

近年来电子商务的飞速发展带来了支撑着对仓储物流的大量需求，物流行业景气指数始终处于 50%以上。仓储物流行业成为房地产业、电商行业和传统物流行业的共同关注热点。当前以普洛斯、嘉民为代表的国际资本和以阿里巴巴（菜鸟）、京东、平安和万科为代表的国内资本纷纷加大布局。2017 年 7 月 14 日，由万科、普洛斯现任 CEO 梅志明、厚朴投资、高瓴资本、中银投联合组成的财团与普洛斯发布联合公告称，该财团与普洛斯董事会已就全面私有化新加坡上市公司普洛斯达成一致，交易收购单价为每股 3.38 新加坡元。交易总价约为 159 亿新加坡元，2017 年 11 月 30 日，普洛斯股东大会通过了此次收购方案，2018 年 1 月 23 日，万科对外发布公告宣布此次交易完成。

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

行业政策

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

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

行业关注与未来发展

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

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

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018年3月底，公司注册资本90000万元人民币，其中招商局控股持股36.52%、深圳市投资控股有限公司持股26.10%、广东省广业投资控股有限公司持股23.49%、中海油控股持股7.83%、香港黄振辉投资有限公司持股3.92%、中国近海石油服务（香港）有限公司持股1.64%、银川有限公司（招商局国际有限公司下属子公司）持股0.50%。招商局控股为公司第一大股东，公司无实际控制人。

2. 企业规模

公司是国内最早一批成立的股份制公司之一，从开发经营赤湾港口、石油基地起步，现已发展成为一家以房地产开发和物流园区运营、集成房屋制造、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 50 多个工业园。

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，深基地收到中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）关于本次交易申请文件的受理通知书。

2016 年 10 月 17 日，深基地收到《中国证监会行政许可申请终止审查通知书》（161271 号），证监会根据《中国证券监督管理委员会

行政许可实施程序规定》第二十四条的有关规定，决定同意深基地及南山控股提出的中止审查申请。

2017 年 10 月 31 日，公司召开第五届董事会第五次会议，审议通过了《关于向中国证监会提交恢复审核深圳市新南山控股（集团）股份有限公司发行 A 股股份换股吸收合并深圳赤湾石油基地股份有限公司并募集配套资金暨关联交易的申请的议案》，向证监会提交申请恢复本次交易的审核的相关申请文件。

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

2018 年 6 月 15 日，深圳证券交易所（以下简称“深交所”）对深基地股票予以摘牌，深基地股票终止上市，本次吸收合并的换股股权登记日为 2018 年 6 月 15 日。换股股权登记日收市后深基地换股股东持有的深基地股票将按照 1:3.6004 的比例转换为南山控股股票。本次重组现已进入换股实施阶段，南山控股正在积极办理本次重组所涉及的 B 股股份换股相关手续。

截至 2017 年底，公司直接持有深基地的股权比例为 51.79%，为深基地的实际控制人。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。本次换股前，公司及其一致行动人赤晓企业有限公司、上海南山房地产开发有限公司合计持有 1423059770 股南山控股股份（含公司因提供现金选择权增加持有南山控股股份 424752 股），占比 75.79%，为南山控股的控股股东及实际控制人。本次换股实施中，公司持有的 119420000 股深基地 B 股股份通过换股被全部转换为存续南山控股的 A 股股份，增加持有 429959768 股南山控股 A 股股份。本次换股完成后，南山控股总股本增加至 2707782513 股，公司及其一致行动人合计持有 1853019538 股南山控股股份，占比 68.43%，仍然为南山控股的控股股东及实际控制人。

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

八、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

九、经营分析

1. 经营概况

公司的主营业务为房地产、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。2017 年，公司实现营业收入118.09亿元，同比增长24.88%，主要是房地产、运输业务和产品销售业务收入增长所致；综合毛利率为36.67%，较2016年下降0.65个百分点。

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			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
房地产	37.82	54.43	58.65	6.00	52.07	57.56	49.66	26.55	30.36	45.76	55.69	55.43
物流板块	13.60	20.19	27.72	7.67	18.73	21.35	23.47	33.94	30.79	22.09	16.20	16.60

其中：运输业务	7.32	13.60	20.38	5.69	10.08	14.38	17.25	25.18	6.66	5.03	1.69	1.72
堆存仓储	5.71	6.10	6.87	1.87	7.87	6.45	5.82	8.27	63.51	60.33	58.78	61.06
装卸业务	0.40	0.32	0.28	0.07	0.55	0.34	0.24	0.31	9.62	-4.67	-8.93	5.11
港务管理	0.17	0.17	0.19	0.04	0.23	0.18	0.16	0.18	20.78	65.37	70.57	74.18
制造业板块	11.16	9.27	10.75	2.35	15.37	9.80	9.10	10.40	7.85	20.05	12.94	11.94
其中：集成房屋	5.51	5.27	7.37	1.62	7.59	5.57	6.24	7.17	-1.44	16.65	11.34	10.42
船舶舱室配套	5.65	4.00	3.38	0.73	7.78	4.23	2.86	3.23	16.91	24.54	16.44	15.31
产品销售	3.06	3.47	13.17	4.72	4.22	3.67	11.15	20.88	6.46	14.36	2.79	2.80
经营租赁	2.61	2.66	2.58	0.56	3.59	2.82	2.18	2.48	70.19	75.14	80.17	83.09
其他业务	1.15	1.67	2.22	0.29	1.59	1.77	1.88	1.28	54.01	72.95	85.92	52.23
电站业务	1.35	1.39	1.47	0.37	1.86	1.47	1.25	1.64	21.79	23.25	22.69	25.34
塔机租赁	1.44	1.18	1.05	0.19	1.98	1.25	0.89	0.84	15.86	8.91	7.77	14.07
工程及监理	0.44	0.29	0.47	0.45	0.61	0.31	0.40	1.99	15.58	1.29	0.35	2.82
合计	**72.64**	**94.56**	**118.09**	**22.61**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**27.25**	**37.32**	**36.67**	**25.50**

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、船舶舾装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。

收入构成方面，2017年，公司房地产业务实现收入58.65亿元，同比增长7.75%，收入占比为49.66%，较2016年下降7.90个百分点；物流业务（运输业务、堆存仓储、装卸业务和港务管理）实现收入27.72亿元，同比增长37.30%，主要系东方物流的运输业务增长所致，物流业务收入占比23.47%，较2016年增长2.12个百分点；集成房屋和船舶舱室配套业务收入分别为7.37亿元和3.38亿元，同比分别增长39.85%和下降15.50%，收入占比分别为6.24%和2.86%，同比分别上升0.67个百分点和下降1.37个百分点；产品销售业务实现收入13.17亿元，为2016年的3.80倍，主要系上海松尾钢结构有限公司销售的钢结构、深圳赤晓建筑科技有限公司销售的金属棉岩面夹芯板和深圳市赤湾东方供应链管理有限公司销售的进口汽车的收入增长所致，尤其是东方物流下属公司东方供应链的平行进口汽车业务增速较大，对产品销售收入的增长贡献较大。

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。2017年，公司房地产业务毛利率为55.69%，同比增长9.93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宝湾物流园板块，2017年堆存仓储综合毛利率较2016年下降1.55个百分点，为58.78%，主要系物流园区平均租金有所下降和新投运物流园区初期运营投入较高所致；运输业务受成本上升影响，毛利率持续下降至1.69%；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%，2017年受原材料成本上升影响，毛利率下滑至11.34%；跟踪期内，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）继续保持较高毛利率水平，分别为80.17%和85.92%，对公司利润形成有效补充；销售商品毛利率持续下降，主要系增速较快的平行进口汽车业务毛利率较低所致。

2018年一季度，公司营业收入为22.61亿元，为2017年全年的19.15%。其中房地产板块受结算周期影响，一季度仅实现收入6.00亿元；

产品销售业务实现收入4.72亿元，为2017年全年收入的35.84%，主要系平行进口汽车业务发展迅速且一季度高价车型销售占比较高所致。2018年一季度，公司综合毛利率为25.50%，较2017年下降11.17个百分点，主要系高毛利的房地产业务占比下降所致。

总体看，跟踪期内，在房地产、运输业务和产品销售业务收入增长的带动下，公司收入规模持续增长；综合毛利率水平有所下降，盈利能力有所减弱。

2. 房地产业务

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

房地产开发

2017 年，公司房地产业务保持较快的开发节奏，新开工面积 36.95 万平方米，期末施工面积 64.16 万平方米，同比分别增长 22.18%和 18.17%；2017 年，公司房地产竣工面积 27.08 万平方米，同比下降 40.05%，房地产开发完成投资 30.27 亿元，同比下降 25.93%。

2017 年，受开发进度和推盘节奏影响，公司房地产签约面积为 40.31 万平方米，同比下降 24.77%；签约销售额为 54.26 亿元，同比下降 30.99%；签约销售均价为 1.35 万元/平方米，同比下降 8.43%，主要系 2016 年公司深圳山语海项目销售单价较高所致。

2018 年一季度，公司房地产新开工面积 26.94 万平方米，为 2017 年全年新开工面积的 72.91%；签约销售面积 3.33 万平方米，签约销售均价 1.49 万元/平方米，较 2017 年有所上升。

截至 2018 年 3 月底，公司房地产可售面积为 7.47 万平方米，可售面积偏少，短期内公司房地产收入面临下滑风险。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
新开工面积	247360	302405	369467	269352
期末房屋施工面积	330310	542963	641617	910969
房屋竣工面积	552179	451728	270811	0.00
期末可售面积	481985	408588	85770	74686
当期结算面积	362650	444847	386198	31118
当期签约面积	359658	535774	403050	33336
签约销售额	387550	786171	542563	49788
签约均价	1.08	1.47	1.35	1.49
房地产开发完成投资	167481	408652	302684	201080

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，2017 年上述地区的房地产结算面积占比分别为 84.13%、6.24%和 9.63%；销售收入占比分别为 57.36%、2.82%和 39.82%。华东和华南依然为公司主要的开发区域和收入来源。

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、%）

2015 年				
地区	结转收入	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	结转收入	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**
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**

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2018年3月底，公司主要在建房地产项目规划建筑面积总计215.30万平方米，预计总投资为170.98亿元，截至2018年3月底已投资106.99亿元，尚需投资63.99亿元。

表5 截至2018年3月底公司主要在建房地产项目（单位：亿元、万平方米、%）

项目名称	区域分布	项目概况	规划建筑面积	持股比例	计划总投资	资金筹措方案		截至 2018 年 3 月底已投
						贷款	自筹	
白鹤天池	长沙岳麓区	住宅	44.10	100	25.87	--	25.87	6.73
南山维拉	苏州吴中区	住宅	63.48	100	43.31	3.20	40.11	28.02
柠府	苏州高新区	住宅	19.75	100	15.69	--	15.69	12.66
山语海苑	深圳南山区	住宅	10.18	100	14.03	--	14.03	16.81
南山楠	苏州高新区	住宅	25.50	100	43.62	8.00	35.62	29.87
南通南山国际社区二期	南通港闸区	住宅+商业	18.89	100	11.98	--	11.98	5.62
合肥宝湾三期	合肥长丰县	商业	33.40	100	16.48	--	16.48	7.28
合计	--	--	**215.30**	--	**170.98**	**11.20**	**159.78**	**106.99**

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。2017 年公司新增土地储备 12.87 万平方米，分布在长沙、合肥和武汉区域；2018 年 1 季度，公司新增土地储备 5.51 万平方米，该土地储备位于苏州区域。截至 2018 年 3 月底，公司土地储备总面积为 74.48 万平方米，合计建筑面积为 122.11 万平方米，分布在苏州、合肥、长沙、惠阳和武汉区域。整体看，公司土地储备充足且主要位于国内重要的二线城市，具有一定区域优势。

表 6 截至 2018 年 3 月底，公司未开工土地储备情况（万平方米、亿元、万元/平方米）

地块名称	规划经营业态	所在地	土地面积	建筑面积	获取时间	权益比例
南山维拉	住宅	苏州	6.42	13.27	2014 年	100%
南山楠	住宅	苏州	3.20	8.61	2016 年	100%
十里天池	住宅	长沙	33.37	34.06	2012 年	100%
三食六巷	住宅	合肥	3.42	3.03	2015 年	100%
半岛一号	住宅	惠阳	9.69	11.60	2004 年	100%
长沙梅溪湖	住宅、商业	长沙	4.75	24.25	2017 年	100%
南山柠檬郡	住宅	合肥	3.83	7.66	2017 年	100%

十里星空	住宅	武汉	2.54	5.34	2017 年	100%
苏州枫桥	住宅	苏州	5.51	10.99	2018 年	100%
苏地 2017-WG-36 号地块	住宅	苏州	0.55	0.66	2017 年	16.66%
苏地 2017-WG-44 号	住宅	苏州	1.20	2.64	2017 年	20.00%
合计	--	--	**74.48**	**122.11**	--	--

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司房地产业务保持较快的开发节奏，受推盘进度影响，公司签约销售面积有所下滑。目前，公司房地产可售面积少，未来短期内销售面积存在下滑的可能。公司土地储备面积充足，分布在国内重点二线城市，为公司未来发展提供了一定支撑。

3. 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，由公司与新加波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。深基地主要业务为海洋石油后勤业务和物流园区运营。

深基地下属的赤湾石油基地位于珠江口，毗邻香港，与蛇口赤湾深水港相连，拥有优良的码头、仓库等基础设施，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。赤湾石油基地有着三十一年的石油后勤服务经验，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，石油后勤业务持续下滑。2015 年，赤湾石油基地园区被划入广东省自贸区前海蛇口片区内，深基地现正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。

2017 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，同比上升 0.66%，净利润 3995 万元，同比上升 45.82%；宝湾物流业务实现营业收入 6.04 亿元，同比增长 16.56%，净利润 5826 万元，同比下降 31.06%，主要系新投入运营园区开始计提资产折旧、土地费用开始摊销、缴纳房产税以及利息支出增加等因素影响所致。

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。

宝湾物流业务构成以堆存（仓储）业务为

主，2017 年，宝湾物流堆存仓储业务实现收入 5.20 亿元，同比增长 14.54%，毛利率为 65.52%，同比下降 2.57 个百分点。2017 年，宝湾物流全年仓库累计使用率为 86.10%，同比下降 7.90 个百分点。

表 7　宝湾物流园区业务经营情况（单位：万元、%）

行业	营业收入				收入占比				毛利率			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
堆存（仓储）	41101.27	45351.98	51971.60	14774.50	75.43	73.52	85.98	72.51	67.81	68.09	65.52	67.18
装卸	731.87	727.17	632.17	113.57	2.94	3.05	1.05	2.34	29.58	17.43	-7.83	-38.05
办公楼租赁	1024.16	1053.55	1868.09	629.25	1.93	1.72	3.09	2.15	66.87	67.90	72.03	77.20
代理	1654.00	2280.41	3129.21	908.03	8.69	10.25	5.18	10.94	7.82	11.50	13.87	19.45
运输	2167.03	2368.70	2745.71	827.33	11.00	11.45	4.54	11.99	10.98	4.84	7.58	3.05
其他	46.84	79.71	102.01	208.34	0.00	0.00	0.17	0.07	98.51	99.61	97.88	97.80
合计	**46725.16**	**51861.52**	**60448.79**	**17461.02**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**62.46**	**62.05**	59.70	61.70

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，宝湾物流园区仓库面积为 201.22 万平方米，同比增长 24.12%，主要是在建物流园项目投入使用所致；2017 年，公司仓库平均租金较 2016 年平均租金有所下降。

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：元/m^2、万平方米）

2015 年		2016 年	
仓库面积	出租率	仓库面积	出租率
130.20	91.40	162.10	94.00
2017 年		**2018 年 1~3 月**	
仓库面积	出租率	仓库面积	出租率
201.22	86.10	204.40	93.80

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。2017 年，公司位于天津、新都和龙泉的物流园的出租率出现下滑，2018 年一季度上述物流园区的出租率出现明显上升，分别为 89.09%、100.00%和 100.00%。2018 年一季度，除胶州宝湾、镇江宝湾、天津宝湾和深圳宝湾的出租率较低外，其余宝湾物流园区均基本处于满租状态。

2017 年，公司物流园业务前 5 名客户分别是利丰供应链管理（中国）有限公司、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、大众汽车（中国）销售有限公司和深圳海油工程水下技术有限公司，合计收入占比 19%，集中度一般。

2017 年，宝湾物流实现签约土地面积 1700 亩，落实土地指标面积 1500 亩，为公司物流业务持续扩大经营规模提供了保障。

表 11　各物流园区主要经营指标（单位：万元、%）

园区	2015 年			2016			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	净利润	仓库使用率	收入	净利润	仓库使用率	收入	净利润	仓库使用率	收入	净利润	仓库使用率
上海宝湾	9329	4709	100	9621	4760	100	9875	5053	100	2533	1289	100
明江宝	5563	2496	100	5686	2621	100	5766	2685	100	1466	609	100

湾												
昆山宝湾	5769	2811	95.6	5805	2534	98.2	6441	2860	100	1665	722	100
廊坊宝湾	2592	677	88.2	2889	947	96	3134	1217	100	884	339	100
天津宝湾	5779	2255	100	5064	1941	87.3	4058	1661	73.3	1235	171	89.09
新都宝湾	2308	724	100	2730	1136	99.6	2499	1093	93.9	665	245	100
龙泉宝湾	6075	1923	98.4	6324	1911	98.1	6867	1997	96.2	1858	270	100
广州宝湾	4769	1537	100	5393	1983	100	5621	2007	99	1454	438	99.27
深圳宝湾	1699	135	82.5	2306	202	83.1	1954	178	78.8	416	81	78.5
南京宝湾	2337	611	100	3385	1276	99.8	3712	1404	100	983	307	100
南通宝湾	1180	174	83.4	1381	304	80.9	1766	558	100	465	160	100
武汉宝湾	1018	29	78	3190	865	89	3709	1054	96	926	161	98.3
无锡宝湾	--	--	--	90	-558	14.7	1343	-208	54.3	548	114	99.76
镇江宝湾	--	--	--	15	-182	15	891	662	32.2	227	-162	53.5
津南宝湾	--	--	--	260	111	90.8	1745	820	93.4	468	174	97.92
嘉兴宝湾	--	--	--	--	--	--	527	24	89.1	217	43	100
北京空港宝湾	--	--	--	--	--	--	1481	831	100	572	248	100
胶州宝湾	--	--	--	--	--	--	347	-20	41.5	440	182	69.23
合计	**48418**	**18081**	--	**54139**	**19851**	--	**61736**	**23876**	**86.1**	**17022**	**5391**	**94.00**

资料来源：公司提供

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；

（3）无锡宝湾于 2016 年 10 月投入运营；镇江宝湾于 2016 年 12 月投入运营；津南宝湾为股权收购项目，于 2016 年 10 月 31 日纳入公司合并范围；嘉兴宝湾一期于 2017 年 4 月投入运营；北京空港宝湾于 2017 年 5 月投入运营；胶州宝湾于 2017 年 12 月部分投入运营。

（4）深圳宝湾非宝湾控股子公司，未纳入宝湾物流业务合并范围内。

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。

2016 年，东方物流提出大车队战略（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。实施大车队战略后，公司物流运输业务发展迅速。截至 2018 年 3 月底，东方物流在全国范围内设立 35 家分支机构，拥有园区及货运场站面积 130 万平方米，同比增加了 1.24 倍，基本搭建了覆盖全国的干线运输网络。跟踪期内，东方物流加大了车辆和集装箱采购，截至 2018 年 3 月，东方物流自有牵引车 1060 台，槽罐车 386 台，半挂车 3295 台，集装箱 2523 个，拥有社会可控车辆约 3 万台，均较 2015 年有较大幅度增加。

2017 年，东方物流继续推进“一网三平台”战略，重点拓展了快递、快运及电商类客户。截至 2017 年底，东方物流资产总额 17.46 亿元，全年营业收入 31.07 亿元，同比增长 112.37%，

其中干线收入 13.25 亿元，油品运输 1.99 亿元；2017 年东方物流毛利率为 2.36%，较 2016 年下降 3.27 个百分点，主要系行业竞争激烈、运输成本上升、低毛利的销售商品业务占比上升和龙海货运公司受危险品运输政策管制影响当年收入大幅下降等因素综合影响所致。2018 年 1~3 月，东方物流实现营业收入 9.71 亿元，毛利率为 2.27%，较 2017 年下降 0.09 个百分点.。

总体看，跟踪期内公司仓储物流业务保持快速发展趋势，物流园区运营面积持续快速增长，同时出租率保持在较好水平，营业收入稳步增长，但受平均租金水平下降和初期运营成本较高影响，毛利率有所下降；东方物流营业收入快速增长，但利润规模下滑幅度较大，整体对公司盈利贡献有限。

3. 制造业板块

集成房屋业务

公司集成房屋业务的主要经营主体为南山控股下属雅致集成事业部（以下简称“雅致集成”）。公司集成房屋主要生产基地位于常熟和麻涌。

雅致集成目前为国内集成房屋行业龙头，公司主要采用直销模式进行销售，主要产品包括模方空间、雅居、易安居、打包箱、活动板房、特种集装箱、雅致配套等七大系列产品，使用领域为旅游营地、建筑工地、政府安置及各类商业活动临时用房等。从销售区域上看，公司以国内销售为主，国内销售额占销售收入比重在80%以上。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2017年华南地区是占国内销售比重为40%。公司集成房屋下游客户主要为中建三局及其分子公司，2017年前5名客户销售集中度为28.80%，集中度一般。2017年，公司集成房屋销售量为148.58万平方米，同比增长56.00%；生产量为99.44万平方米，同比增长96.00%；销量的增长带动库存快速下降，截至2017年底，集成房屋库存为9.18万平方米，同比下降65.00%。2017年公司集成房屋销售收入为7.37亿元，同比增长39.85%；毛利率为11.34%，同比下降5.31个百分点，主要系原材料钢材成本上升影响。

公司集成房的生产模式为存货生产和订单生产结合，2017年两种订单模式占比大概在56.80%和43.20%，较2016年变化不大。

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，2017年两种采购模式占比分别为34.55%和65.45%，较2016年变化不大。

2017年，雅致集成主要原材料价格除油漆外均呈上升趋势，其中带钢采购均价上涨幅度较大，同比增长106.58%至3799元/吨。

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，2017年公司主要原材料采购数量均明显增长，其中带钢和彩钢的采购量分别为5648吨和5369吨，同比分别增长43.10%和23.82%。

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

表9 雅致集成原材料采购（单位：%、吨、元/吨）

主要原材料	采购量				采购价格			
名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
带钢	4054	3947	5648	4863	2639	1839	3799	4145

彩钢	3800	4336	5369	1003	4594	4761	6115	6547
油漆	440	598	831	162	12610	20308	15648	15758

资料来源：公司提供

船舶舱室业务

公司船舶舱室配套业务主要由南山控股下属全资子公司华南建材经营。船舶栖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 10　船舶舱室配套业务主要产品情况

产品	项目	单位	2015 年	2016 年	2017 年	2017 年同比变化（%）
船舶舱室配套业务-复合板	销售量	万平方米	191.00	131.96	104.01	-21.00
	生产量	万平方米	200.00	134.09	108.90	-19.00
	库存量	万平方米	40.00	42.13	47.02	12.00
船舶舱室配套业务-防火门	销售量	扇	77004.00	43481.00	35025.00	-19.00
	生产量	扇	103040.00	77454.00	54046.00	-30.00
	库存量	扇	5870.00	6522.00	8154.00	25.00
船舶舱室配套业务-卫生单元	销售量	套	14293.00	9642.00	12539.00	30.00
	生产量	套	14270.00	14025.00	14654.00	4.00
	库存量	套	2881.00	7264.00	9397.00	29.00

资料来源：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。

2017 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，主要产品中除卫生单元外，复合板和防火板的产销量均出现下滑。2017 年公司船舶舱室业务营业收入为 3.38 亿元，同比下降 15.56%，受成本上升影响，毛利率为 16.62%，同比下降 7.92 个百分点。

4. 经营效率

2015~2017 年，公司销售债权周转次数逐年上升，三年分别为 7.26 次、9.68 次和 10.39 次；存货周转次数稳中有升，三年分别为 0.71 次、0.74 次和 0.83 次；总资产周转次数稳中有升，三年分别为 0.30 次、0.34 次和 0.36 次。公司整体经营效率尚可。

5. 在建工程

公司在建工程主要为物流园区项目，此外还包括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公司职工分配。

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建工程累计投资 16.16 亿元，尚需投资 39.33 亿元，此外公司地产板块在建项目投资规模较大，综合考虑，公司存在较大的对外融资需求。

表 12　截至 2018 年 3 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 2018 年 3 月底累计投资	2018 年 4-12 月计划投资	2019 年计划投资	2020 年计划投资
南山宝湾物流中心项目	10.46	4.79	3.01	2.13	0.48
小南山隧道口 01-09 保障房项目	3.31	2.06	1.94	1.58	0.83
赤湾科苑项目	7.60	0.02	2.00	2.50	2.50
天津滨港宝湾物流园区	4.29	2.72	0.38	0.00	0.01
鄂州葛店宝湾物流中心	5.25	1.10	0.78	0.33	0.07
宝湾物流（华东）高端电子商务运营中心（肥东项目一期）	2.64	0.76	0.60	.0.00	0.05
锡通宝湾物流园区项目	2.13	1.18	0.73	0.00	0.06
江阴宝湾物流园区项目	3.45	1.07	0.79	0.33	0.07
嘉兴合资项目（物流园）	9.33	0.50	1.31	1.39	0.00
珞璜宝湾物流园	3.37	1.01	1.10	0.68	0.00
雨花宝湾物流园	3.66	0.95	1.10	1.56	0.16
合计	**55.49**	**16.16**	**13.74**	**10.50**	**4.23**

资料来源：公司提供

注：项目总投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。

6. 未来发展

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

战略转型期（2016-2018年），公司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），公司围绕物流、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。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2015~2017 年合并财务报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2015~2017 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 2018 年一季度财务报告未经审计。

从合并范围看，2016 年公司合并范围因收购股权新增 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）；2017 年，公司合并范围内因新设增加 12 家子公司，因注销减少 3 家子公司。2018 年一季度，公司合并范围因新设增加 4 家子公司，因收购股权增加 1 家

子公司，因注销减少 1 家子公司。截至 2018 年 3 月底，公司合并范围内的子公司共 151 家，主要一级子公司共 12 家。总体看，因增加和减少的子公司经营规模较小，近年来公司合并范围变动对财务报表可比性影响较小。

会计差错调整方面，2016 年度公司财务报告对部分会计科目的期初数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2017年底，公司（合并）资产总额362.30亿元，所有者权益134.95亿元（其中少数股东权益35.02亿元），2017年公司实现营业收入118.09亿元，利润总额18.83亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 394.31 亿元，所有者权益 133.88 亿元（其中少数股东权益 34.95 亿元）；2018 年 1~3 月公司实现营业收入 22.61 亿元，利润总额 0.74 亿元。

2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额不断增长，年均复合增长 19.35%。截至 2017 年底，公司资产总额为 362.30 亿元，同比增长 22.34%，主要来自存货、其他流动资产、其他应收款、可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产和无形资产的增加；2017 年公司资产总额中，流动资产占 54.43%，非流动资产占 45.57%，资产构成较 2016 年底变化不大。

流动资产

2015~2017年，公司流动资产不断增长，年均复合增长12.81%。截至2017年底，公司流动资产合计197.21亿元，同比增长22.19%，构成以货币资金（占18.51%）、应收账款（占5.80%）、其他应收款（占15.74%）、存货（占47.93%）和其他流动资产（占10.47%）为主。

2015~2017年，公司货币资金波动中有所下降，年均复合下降10.61%。截至2017年底，公司货币资金为36.50亿元，同比下降31.19%，从构成来看，主要为银行存款（31.96亿元）和其他受限的货币资金（4.54亿元，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），货币资金受限比例为12.41%，受限比例一般。

2015~2017年，公司应收账款不断增长，年均复合增长14.78%。截至2017年底，公司应收账款为11.43亿元，同比增长24.12%，主要系东方物流营业收入增长的同时应收账款相应增长所致；账龄集中在1年以内（占77.07%），1~2年占6.29%，2~3年占4.48%，3年以上占12.22%；共计提坏账准备2.40亿元，计提比例17.35%，计提比例尚可；应收账款前五名金额2.51亿元，占比18.15%，账款集中度一般。

2015~2017年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长125.76%。截至2017年底，公司其他应收款为31.05亿元，同比增长487.23%，主要系竞拍土地保证金大幅增加所致；其他应收款主要由保证金及押金（占75.58%）、合作方往来款（占15.03%）和关联方往来（占4.01%）构成，从账龄分布看，1年以内占91.03%，1~2年占6.60%，2~3年占1.19%，3年以上占1.22%；截至2017年底，公司其他应收款共计提坏账准备0.16亿元，计提比例0.52%。

2015~2017年，公司存货不断增长，年均复合增长12.63%。截至2017年底，公司存货为94.53亿元，同比增长11.46%。从构成上看，存货主要为房地产的开发成本（占80.14%）和开发产品（占10.29%）等，其余为原材料、在产品、产成品和周转材料等。截至2017年底公司存货共计提跌价准备0.22亿元，主要为对原材料以及产成品计提的跌价准备。

2015~2017年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长15.16%。截至2017年底，公司其他流动资产为20.65亿元，同比增长

254.70%，主要系银行理财产品增加所致；其他流动资产有银行理财产品（17.42亿元）、预交税金和待抵扣进项税等构成。

非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长28.88%。截至2017年底，公司非流动资产165.09亿元，同比增长22.53%；非流动资产构成以可供出售金融资产（占4.82%）、长期股权投资（占18.33%）、投资性房地产（占15.17%）、固定资产（占20.40%）、无形资产（占17.91%）、其他非流动资产（占9.30%）和在建工程（占9.42%）为主。

2015~2017年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长211.50%，可供出售金融资产为对企业的股权投资。截至2017年底，公司可供出售金融资产为7.96亿元（按公允价值计量5.65亿元，按成本计量2.31亿元），同比增长411.79%，系本期新增按公允价值计量的可供出售金融资产所致，为对新疆独山天利高新技术股份有限公司的股权投资。

2015~2017年，公司长期股权投资有所增长，年均复合增长4.44%。截至2017年底，公司长期股权投资30.27亿元，同比增长4.43%；长期股权投资为对合营和联营企业的股权投资，投资对象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”），2017年上述三家公司分别贡献投资收益0.34亿元、-0.27亿元和1.65亿元。截至2017年底，公式持有的深赤湾的股权账面价值为22.73亿元。2018年2月5日招商局集团有限公司下属企业招商局港通发展（深圳）有限公司（以下简称“招商局港通”）与公司签署了《中国南山开发（集团）股份有限公司与招商局港通发展（深圳）有限公司关于深圳赤湾港航股份有限公司之股份转让协议》，招商局港通拟以25.47元/股的价格协议受让公司持有的209687067股深赤湾A股股份，2018年6月8日，公司完成标的股份过户，标的股份的转让价款50.64亿元。本次股权转让完成后，公司不再持有深赤湾股份。

2015~2017年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长22.68%。截至2017年底，公司投资性房地产为25.04亿元，同比增长21.46%，增长主要来自购置、存货和在建工程的转入，公司投资性房地产采用成本法进行后续计量，部分投资性房地产获取时间较早，具有一定升值潜力。

2015~2017年，公司固定资产快速增长，年均复合增长18.17%。截至2017年底，公司固定资产账面价值33.68亿元，同比增长37.16%，主要系购置和从在建工程转入所致；从构成来看，主要由房屋建筑物及库房设施（占65.08%）、机械设备（占16.78%）和汽车及运输设备（占8.08%）等构成。截至2017年底，固定资产累计计提折旧15.12亿元，固定资产整体成新率为69.80%，成新率尚可；累计计提减值准备1.26亿元，当期计提0.22亿元，其中机械设备计提2017.88万元、经营租赁集成房屋构件计提221.83万元。

2015~2017年，公司在建工程快速增长，年均复合增长39.15%。截至2017年底，公司在建工程为15.55亿元，同比增长23.36%，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中国南山大厦、东岸线深水码头项目二期工程和成都油气基地工程。

2015~2017年，公司无形资产快速增长，年均复合增长41.35%。截至2017年底，公司无形资产为29.57亿元，同比增长29.92%，主要来自新增购置的土地使用权的增加；无形资产由土地使用权（占98.44%）和软件及其他（占1.56%）构成。

2015~2017年，公司其他非流动资产波动增长，年均复合增长124.03%。截至2017年底，公司其他非流动资产为15.35亿元，同比下降17.83%，主要由代垫拆迁补偿款（7.84亿元，

为公司子公司成都恒璟源投资咨询有限公司代武侯区危房改造中心垫付的拆迁补偿款）、预付土地使用权出让款（3.97亿元）和预付资产购置款（3.07亿元）所致。

截至2017年底，公司受限资产合计34.84亿元，其中货币资金4.35亿元、存货28.93亿元，无形资产0.50亿元，投资性房地产1.06亿元，受限比例9.62%，受限比例不高。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 394.31 亿元，较 2017 年底增长 8.84%，其中流动资产占 57.28%，非流动资产占 42.72%，流动资产占比较 2017 年底有所提升。截至 2018 年 3 月底，流动资产中货币资金 46.31 亿元，较 2017 年底增长 26.87%；其他应收款 9.69 亿元，较 2017 年底下降 68.80%；存货 116.59 亿元，较 2017 年底增长 48.53%。

总体看，跟踪期内，受房地产开发和在建工程投入增加的影响，公司资产总额保持快速增长，资产构成中流动资产占比较高；跟踪期内，公司货币资金有所下降，同时存货和其他应收款增幅较大，资产流动性有所减弱；公司整体资产质量尚可。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长 11.70%。截至 2017 年底，公司所有者权益为 134.95 亿元，同比增长 17.67%，其中归属于母公司所有者权益为 99.93 亿元，主要由股本（占 9.01%）、资本公积（占 22.90%）、盈余公积（占 25.29%）和未分配利润（占 42.93%）构成。所有者权益构成较 2016 年底变化不大。截至 2017 年底，公司少数股东权益为 35.02 亿元，同比增长 41.33%，主要是深基地下属子公司宝湾物流接受华润深国投信托有限公司的永续债权投资所致。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益为 133.88 亿元，较 2017 年底下降 0.79%，主要系其他综合收益和少数股东权益略有下降所致；所有者权益构成较 2017 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

2015~2017 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 24.70%。截至 2017 年底，公司负债合计 227.35 亿元，同比增长 25.30%，其中流动负债占 58.64%，非流动负债占 41.36%，非流动负债占比较 2016 年底增长 6.95 个百分点。

流动负债方面，2015~2017 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 18.23%。截至 2017 年底，公司流动负债为 133.33 亿元，同比增长 12.03%，构成以短期借款（占 19.51%）、应付账款（占 8.87%）、预收款项（占 30.28%）、应交税费（占 9.09%）、其他应付款（占 13.27%）和一年内到期的非流动负债（占 12.03%）为主。

2015~2017 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 260.62%。截至 2017 年底，公司短期借款为 26.01 亿元，同比下降 10.49%，其中保证借款 14.01 亿元，信用借款 12.00 亿元，借款年利率为 1.70~5.22%。

2015~2017 年，公司应付账款有所波动，年均复合增长 1.97%。截至 2017 年底，公司应付账款为 11.83 亿元，同比增长 20.97%，主要由应付供应商材料款 9.33 亿元和应付运费 2.24 亿元构成。

2015~2017 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 16.34%。截至 2017 年底，公司预收款项为 40.38 亿元，同比下降 10.07%，下降主要来自预收售房款（占预收账款比重 93.31%）。

2015~2017 年，公司应交税费快速增长，年均复合增长 65.46%。截至 2017 年底，公司应交税费为 12.12 亿元，同比增长 137.95%，主要是应交土地增值税增加所致；应交税费

主要由土地增值税 8.23 亿元和企业所得税 3.06 亿元构成。

2015~2017 年，公司其他应付款波动中有所增长，年均复合增长 5.19%。截至 2017 年底，公司其他应付款为 17.70 亿元，同比增长 28.63%；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、保证金及押金和应付工程款等。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降 21.22%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 16.04 亿元，同比增长 64.19%，主要是一年内到期的长期借款。

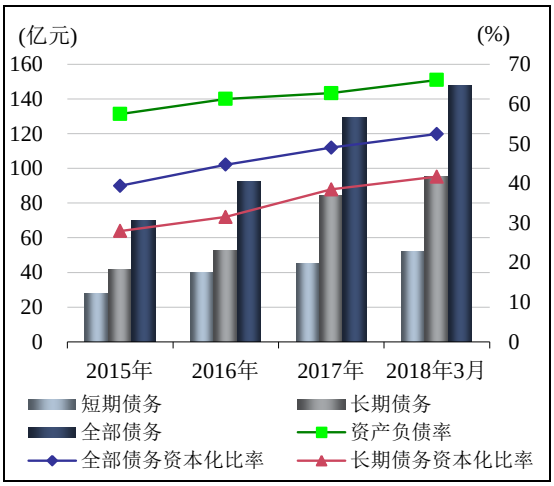
非流动负债方面，2015~2017 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 36.03%。截至 2017 年底，公司非流动负债为 94.02 亿元，同比增长 50.58%，主要由长期借款（占 60.53%）、应付债券（占 27.20%）和其他非流动负债（占 7.71%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 56.69%。截至 2017 年底，公司长期借款为 56.91 亿元，同比增长 39.86%，主要增长来自信用借款的增加；由抵押借款 8.65 亿元、保证借款 12.65 亿元和信用借款 50.43 亿元构成；长期借款年利率为 4.28%~5.46%。

2015~2017 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 22.10%。截至 2017 年底，公司应付债券为 25.58 亿元，同比增长 139.90%，主要系公司 2017 年发行了 15 亿元的“17 南山开发 MTN001”所致。

2015~2017 年，公司其他非流动负债有所波动，年均复合下降 2.56%。截至 2017 年底，公司其他非流动负债为 7.25 亿元，同比下降 1.35%；其他非流动负债主要为预收租金。

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，2015~2017 年，公司全部债务快速增长，年均复合增长 35.90%。截至 2017 年底，公司全部有息债务总额为 129.59 亿元，同比增长 39.79%，从构成看，短期债务占比 34.97%，长期债务占比 65.03%，长期债务占比较 2016 年底上升 8.18 个百分点。

从债务指标来看，2015~2017 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持续上升。截至 2017 年底，上述三个指标分别为 38.44%、48.99%和 62.75%。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额为 260.43 亿元，较 2017 年底增长 14.55%，主要来自短期借款、预收款项和长期借款的增长；流动负债占 59.55%，非流动负债占 40.45%，负债结构较 2017 年底变化不大。截至 2018 年 3 月底，公司短期借款为 35.78 亿元，较 2017 年底增长 37.57%；预收款项为 59.32 亿元，较 2017 年底增长 46.91%，主要为预收房款；长期借款为 68.27 亿元，较 2017 年底增长 19.97%。

截至 2018 年 3 月底，公司有息债务总额为 147.53 亿元，较 2017 年底增长 13.85%，其中短期债务占 35.17%，长期债务占 64.83%，债务结构较 2017 年底变化不大；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 41.67%、52.43%和 66.05%，公司债务负担快速上升，但仍处在合理范围。

总体看，跟踪期内，公司负债总额持续快速增长，有息债务结构以长期债务为主；债务负担快速上升，但仍处于合理水平。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 27.51%。2017 年公司营业收入为 118.09 亿元，同比增长 24.88%；营业成本为 74.79 亿元，同比增长 26.19%；2017 年公司营业利润率为 27.60%，同比下降 0.61 个百分点。

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用不断增长，年均复合增长 10.84%。2017 年公司期间费用为 15.92 亿元，同比增长 22.03%，其中销售费用占 16.77%、管理费用占 51.82%、财务费用占 31.41%，期间费用构成较 2016 年变化不大；期间费用率为 13.48%，较 2016 年下降 0.32 个百分点。2017 年公司财务费用为 5.00 亿元，同比增长 46.63%；管理费用为 8.25 亿元，同比增长 19.74%；销售费用为 2.67 亿元，同比下降 2.59%，主要是宣传费、代理中介费和运输装卸费有所下降所致。

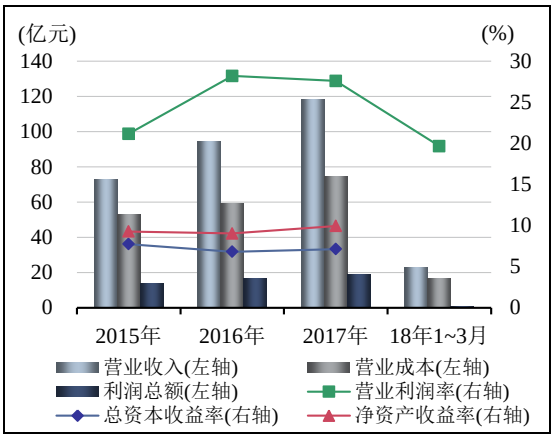
2015~2017 年，公司投资收益快速下降，年均复合下降 59.04%。公司投资收益主要是权益法下核算的长期股权投资收益。2016 年公司投资收益为 2.72 亿元，同比下降 75.45%，主要是 2015 年公司因处置部分股权投资导致投资收益总额较高所致（2015 年，公司获得投资收益 11.06 亿元，主要来自于 ①公司将参股的深圳平南铁路有限公司股权（20.60%）和债权转让于深圳市地铁集团有限公司，确认投资收益 5.98 亿元，现金已到账；②公司合营企业苏州招商南山地产有限公司贡献投资收益 2.04 亿元，现金已到账；③公司合营企业深圳赤湾港航股份有限公司（公司参股 32.52%）贡献投资收益 1.73 亿元）。2017 年公司投资收益为 1.86 亿元，同比下降 31.67%，主要系从苏州招商南山地产有限公司和深圳赤湾胜宝湾工程有限公司等联营公司取得的投资收益下降所致。

非经常性损益方面，2015~2017 年，公司非经常性损益主要是资产减值损失、营业外收入和营业外支出，合计金额分别为 1315.25 万元、520.56 万元和-6827.47 万元，整体金额较小，对利润总额影响不大。

2015~2017 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 23.23%和 17.61%。2017 年，公司营业利润和利润总额分别为 18.85 亿元和 18.83 亿元，同比分别增长 21.75%和 14.77%。

盈利指标方面，2015~2017 年，公司营业利润率波动中有所上升，分别为 21.17%、28.21%和 27.60%；总资本收益率波动中有所下降，分别为 7.74%、6.82%和 7.14%；净资产收益率波动中有所上升，分别为 9.28%、9.04%和 9.96%。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

2018 年 1~3 月，公司营业收入为 22.61 亿元，同比增长 73.79%；利润总额为 0.74 亿元，同比增长 19.35%；营业利润率为 19.66%，较 2017 年下降 7.94 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司营业收入和利润总额持续增长；营业利润率有所下降，但

整体盈利能力仍较强。

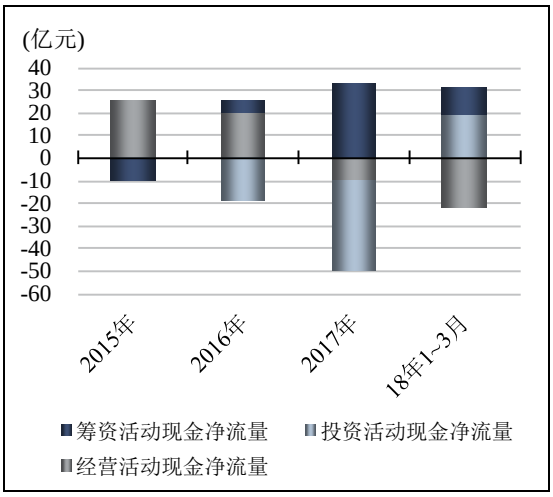
5. 现金流

经营活动现金流方面，2015~2017 年，公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长 15.64%，2017 年经营活动现金流入量为 119.77 亿元，同比增长 4.93%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金。2015~2017 年，公司经营活动现金流出量快速增长，年均复合增长 42.07%。2017 年经营活动现金流出量为 129.78 亿元，同比增长 38.39%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金；支付其他与经营活动有关的现金为 27.49 亿元，同比大幅增长，主要是支付的土地竞拍保证金。2015~2017 年，公司经营活动净现金流分别为 25.26 亿元、20.37 亿元和-10.01 亿元。2015~2017 年，公司现金收入比分别为 115.80%、112.35%和 96.08%，现金收入比持续下降，收入实现质量尚可。

投资活动现金流方面，2015~2017 年，公司投资活动现金流入量快速下降，年均复合下降 81.83%。2017 年公司投资活动现金流入 3.31 亿元，同比下降 93.14%，主要为收到其他与投资活动有关的现金（收回理财产品）大幅下降所致（2015 年公司收到其他与投资活动有关现金为 81.03 亿元，规模较大，主要为出售联营公司平南铁路收到大额转让款以及收回到期银行理财产品）；2015~2017 年，公司投资活动现金流出量快速下降，年均复合下降 34.68%。2017 年投资活动现金流出 43.06 亿元，同比下降 35.84%，主要为购建固定资产、无形资产支付现金 13.66 亿元（同比下降 38.29%）和支付其他与投资活动有关现金 20.59 亿元（用于购买理财产品，同比下降 40.84%）。2015~2017 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 754.27%。2017 年公司投资活动净现金流为-39.75 亿元，净流出规模同比增长 110.93%。

筹资活动现金流方面，2015~2017年，公司筹资活动现金流入量快速增长，年均复合增长54.64%。2017年公司筹资活动现金流入84.11亿元，同比增长64.11%，主要为取得借款收到的现金和发行债券收到的现金；2015~2017年，公司筹资活动现金流出量快速增长，年均复合增长6.21%。2017年筹资活动现金流出50.67亿元，同比增长8.83%，主要为偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿还利息支付的现金。2015~2017年，公司筹资活动净现金流分别为-9.74亿元、4.70亿元和33.44亿元，净流入规模持续增长。

图 6 公司现金流分析



资料来源：公司财务报告

2018年1~3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-23.02亿元、19.13亿元和14.45亿元。2018年1~3月，公司现金收入比为110.23%，收入实现较2017年有所提高。2018年1~3月，公司收回投资收到的现金为16.02亿元，来自转让深赤湾股权收到的预付款；收到其他与投资活动有关的现金10.27亿元，来自财务公司和集团本部收回的理财资金。

总体看，跟踪期内，受公司房地产板块投入较大和现金收入质量波动影响，公司经营活动现金流由净流入转为净流出；随着在建项目的持续投入，筹资活动现金净流入持续增长，公司有较大的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率波动中有所下降，分别为 162.46%、135.62%和 147.92%；速动比率波动中有所下降，分别为 84.34%、64.36%和 77.02%；经营现金流动负债比持续下降，分别为 26.48%、17.11%和-7.50%。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 147.92%和 77.02%。总体看，考虑到公司流动负债中预收款项占比较高，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数波动中略有下降，分别为 5.20 倍、5.58 倍和 4.94 倍；全部债务/EBITDA 持续上升，三年分别为 3.32 倍、3.87 倍和 4.50 倍。总体看，跟踪期内，公司长期偿债能力有所下降，但整体仍较强。

截至 2018 年 3 月底，公司银行综合授信额度为 250.04 亿元，尚未使用额度 130.67 亿元，公司间接融资渠道畅通。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 2018 年 3 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 2018 年 6 月 28 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。

十一、存续债券偿还能力分析

截至目前，公司发行的存续期债券为 15 亿元的“17 南山开发 MTN001”和 10 亿元的“18 南山开发 MTN001”，分别于 2022 年和 2021 年到期。现选取年度最高偿付金额 15 亿元作为测算额度来测算公司对存续债券的偿还能力。

2015~2017 年，公司经营活动现金流入量分别为 89.56 亿元、114.15 亿元和 119.77 亿元，分别为测算额度的 5.97 倍、7.61 倍和 7.98 倍；同期公司经营活动现金净流量分别为 25.26 亿元、20.37 亿元和-10.01 亿元，分别为测算额度的 1.68 倍、1.36 倍和-0.67 倍。公司经营现金流入量对测算额度保障能力强。

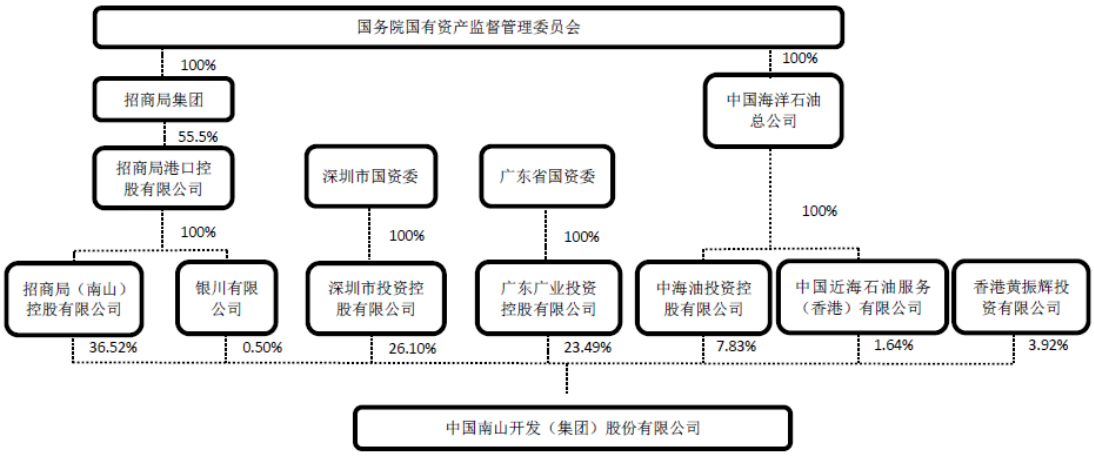
2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 21.11 亿元、23.97 亿元和 28.82 亿元，分别为测算额度的 1.41 倍、1.60 倍和 1.92 倍。公司 EBITDA 对测算额度保障能力尚可。

总体看，公司经营活动现金流入量公司存续债券的保障能力强。

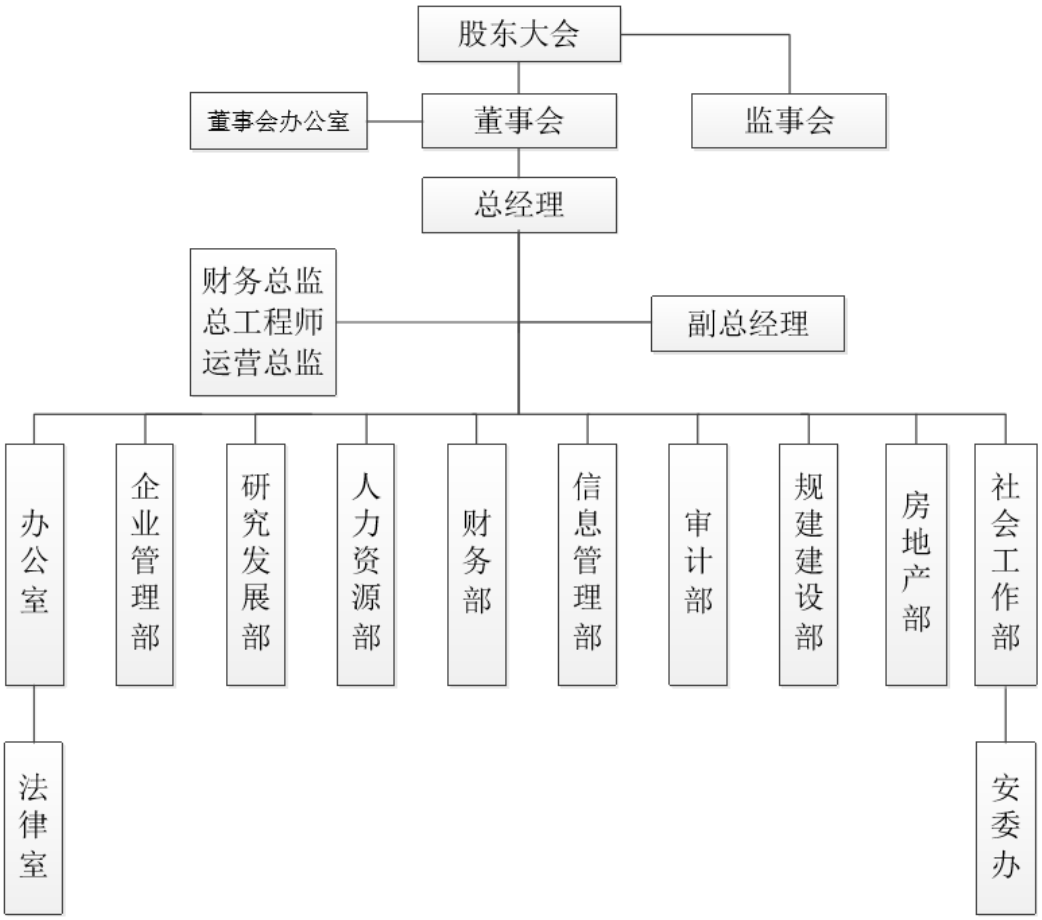
十二、结论

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

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	46.94	54.10	37.83	47.43
资产总额(亿元)	254.35	296.13	362.30	394.31
所有者权益(亿元)	108.15	114.68	134.95	133.88
短期债务(亿元)	28.22	40.00	45.31	51.89
长期债务(亿元)	41.95	52.70	84.28	95.65
全部债务(亿元)	70.17	92.71	129.59	147.53
营业收入(亿元)	72.64	94.56	118.09	22.61
利润总额(亿元)	13.61	16.41	18.83	0.74
EBITDA(亿元)	21.11	23.97	28.82	--
经营性净现金流(亿元)	25.26	20.37	-10.01	-23.02
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.26	9.68	10.39	--
存货周转次数(次)	0.71	0.74	0.83	--
总资产周转次数(次)	0.30	0.34	0.36	--
现金收入比(%)	115.80	112.35	96.08	110.20
营业利润率(%)	21.17	28.21	27.60	19.66
总资本收益率(%)	7.74	6.82	7.14	--
净资产收益率(%)	9.28	9.04	9.96	--
长期债务资本化比率(%)	27.95	31.49	38.44	41.67
全部债务资本化比率(%)	39.35	44.70	48.99	52.43
资产负债率(%)	57.48	61.27	62.75	66.05
流动比率(%)	162.46	135.62	147.92	145.64
速动比率(%)	84.34	64.36	77.02	55.11
经营现金流动负债比(%)	26.48	17.11	-7.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.20	5.58	4.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.32	3.87	4.50	--

注：2015 年财务数据采用 2016 年期初数；2018 年一季度报财务数据未经审计；有息债务计算包含长期应付款中的融资租赁款。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。