

信用评级公告

联合〔2022〕6736号

联合资信评估股份有限公司通过对中国南山开发（集团）股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国南山开发（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 南山开发 MTN001”“21 南山开发 MTN001”“21 南山开发 MTN002”“21 南山开发 MTN003”“21 南山开发 MTN004”“22 南山开发 MTN001”和“22 南山开发 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年七月二十六日

中国南山开发（集团）股份有限公司

2022年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
中国南山开发（集团）股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
19 南山开发 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
21 南山开发 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
21 南山开发 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
21 南山开发 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
21 南山开发 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
22 南山开发 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
22 南山开发 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	到期 兑付日
19 南山开发 MTN001	13.00	2.20	2024/04/03
21 南山开发 MTN004	5.00	5.00	2024/08/05
21 南山开发 MTN003	10.00	10.00	2024/06/18
21 南山开发 MTN002	10.00	10.00	2024/06/11
21 南山开发 MTN001	5.00	5.00	2024/03/11
22 南山开发 MTN001	10.00	10.00	2025/02/23
22 南山开发 MTN002	5.00	5.00	2025/04/11

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；“22 南山开发 MTN002”及“21 南山开发 MTN004”为永续债，到期兑付日为最近一个行权日

评级时间：2022 年 7 月 26 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（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”）的评级反映了其作为以综合物流和房地产开发为主业的大型国有企业，主业突出，股东实力雄厚，在物流行业具备丰富的运营管理经验和较强的竞争优势。2021 年，公司资产总额快速增长，运营物流园区面积不断增加，出租率保持较高水平；房地产业务重点发展一二线城市，区位优势明显。同时，联合资信也关注到房地产业务受政策影响大、仓储物流行业竞争激烈、投资收益对营业利润影响明显、公司存在一定资本支出压力和债务规模上升等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着物流园区运营面积的不断增长，公司综合物流业务收入规模将进一步增长。

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“19 南山开发 MTN001”“21 南山开发 MTN001”“21 南山开发 MTN002”“21 南山开发 MTN003”“21 南山开发 MTN004”“22 南山开发 MTN001”和“22 南山开发 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司股东背景多元化且均实力雄厚。公司前四大股东的实际控制人分别为招商局集团有限公司、深圳市人民政府国有资产监督管理委员会、广东省人民政府和中国海洋石油集团有限公司，股东实力雄厚。

2. 公司物流园区运营管理经验丰富，仓储区域布局合理，竞争优势明显。公司运营物流园区面积不断增加，仓储业务已基本覆盖全国一、二线城市的核心物流节点，出租率保持较高水平。

3. 公司土地储备区域优势明显。公司土地储备主要位于国内重点二线城市，区域优势明显。同时，公司可开发的深圳南山赤湾片区已被划入广东省自贸区前海-蛇口片区，该片区也是粤港澳大湾区的核心区域，土地增值潜力大，未来发展前景良好。

本次评级模型打分表及结果：

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

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

分析师：蒋智超 曹梦茹 卢瑞

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

关注

1. 房地产行业受政策影响较大，房地产业务毛利率持续下滑。房地产业务为公司的主要收入来源之一，“房住不炒”的政策基调下区域政策、结构性调控或对公司经营业绩、财务状况和现金流量带来较大影响。

2. 仓储物流业竞争加剧。国际、国内资本加大对仓储物流业的布局，或对公司仓储物流业务的未来发展带来冲击。

3. 期间费用对利润形成一定侵蚀；投资收益对营业利润影响明显。2021 年，公司期间费用率 13.95%；2021 年，公司投资收益占营业利润比例为 105.23%，2021 年扣除投资收益公司营业利润为负值；投资收益对营业利润影响很大且不具有持续性。

4. 公司债务规模持续上升，在建项目仍需大规模资金投入，未来存在一定资金支出压力；综合产城开发运营开发业务销售或存在一定的不确定性。2021 年，公司全部债务同比增长 14.50%；投资活动净现金流持续净流出，且净流出规模持续增长。公司物流园区尚需投入资金较大且项目回报周期较长；综合产城开发运营开发周期长，项目销售或存在一定的不确定性。

主要财务数据：

项 目	合并口径			
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	95.27	134.07	178.78	188.64
资产总额（亿元）	553.78	671.92	882.56	923.78
所有者权益（亿元）	169.00	185.65	252.04	252.87
短期债务（亿元）	65.80	96.34	110.57	115.90
长期债务（亿元）	157.95	213.50	244.21	273.28
全部债务（亿元）	223.75	309.84	354.77	389.18
营业收入（亿元）	132.92	156.27	176.63	35.96
利润总额（亿元）	13.02	28.32	26.98	0.88
EBITDA（亿元）	27.58	44.64	46.30	--
经营性净现金流（亿元）	-16.10	-13.53	38.33	-19.26
营业利润率（%）	21.21	22.34	12.46	5.81
净资产收益率（%）	4.89	10.21	7.64	--
资产负债率（%）	69.48	72.37	71.44	72.63
全部债务资本化比率（%）	56.97	62.53	58.47	60.62
流动比率（%）	155.60	164.81	143.97	148.37
经营现金流动负债比（%）	-7.51	-5.27	10.38	--
现金短期债务比（倍）	1.45	1.39	1.62	1.63
EBITDA 利息倍数（倍）	2.78	3.35	2.91	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.11	6.94	7.66	--
公司本部（母公司）				

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	236.69	274.33	294.56	313.16
所有者权益(亿元)	101.73	113.88	130.77	131.19
全部债务(亿元)	100.74	118.97	129.77	137.98
营业收入(亿元)	16.01	4.59	12.05	0.71
利润总额(亿元)	18.61	5.40	19.21	0.57
资产负债率(%)	57.02	58.49	55.61	58.11
全部债务资本化比率(%)	49.75	51.09	49.81	51.26
流动比率(%)	272.17	215.16	312.51	277.15
经营现金流动负债比(%)	16.85	-3.03	17.89	--
现金短期债务比(倍)	2.92	1.95	3.66	3.88

注：1. 2019 年及 2020 年采用期初数据、2022 年一季度财务数据未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务；4. 将长期应付款中的有息债务调整至长期债务；5. 表格中“--”表示无意义

资料来源：公司提供，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 南山开发 MTN002	AAA	AAA	稳定	2022/03/04	卢瑞 曹梦茹	联合资信评估股份有限公司一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 联合资信评估股份有限公司一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
22 南山开发 MTN001	AAA	AAA	稳定	2022/02/14	卢瑞 曹梦茹	联合资信评估股份有限公司一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 联合资信评估股份有限公司一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
21 南山开发 MTN004	AAA	AAA	稳定	2021/08/31	卢瑞 曹梦茹	联合资信评估股份有限公司一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 联合资信评估股份有限公司一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
21 南山开发 MTN003 21 南山开发 MTN002 21 南山开发 MTN001 19 南山开发 MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/07/29	卢瑞 蒋旭 戴彤宇	联合资信评估股份有限公司一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 联合资信评估股份有限公司一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文

						表) (V3.0.201907)	
21 南山开发 MTN004	AAA	AAA	稳定	2021/02/25	尹金泽 戴彤羽 闫欣 张超	联合资信评估股份有限公司一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 联合资信评估股份有限公司一般工商企业主体信用评级模型(打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
21 南山开发 MTN003	AAA	AAA	稳定	2021/02/25	尹金泽 戴彤羽 闫欣 张超	联合资信评估股份有限公司一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 联合资信评估股份有限公司一般工商企业主体信用评级模型(打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
21 南山开发 MTN002	AAA	AAA	稳定	2021/02/25	尹金泽 戴彤羽 闫欣 张超	联合资信评估股份有限公司一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 联合资信评估股份有限公司一般工商企业主体信用评级模型(打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
21 南山开发 MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/02/25	尹金泽 戴彤羽 闫欣 张超	联合资信评估股份有限公司一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 联合资信评估股份有限公司一般工商企业主体信用评级模型(打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
19 南山开发 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/01/30	王兴萍 尹金泽	工商企业信用评级方法总论	阅读全文

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

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

中国南山开发（集团）股份有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、主体概况

中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“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，1994 年 10 月更为现名。截至 2022 年 3 月底，公司实收资本 18.00 亿元，招商局（南山）控股有限公司（以下简称“招商局控股”）为公司第一大股东，公司无实际控制人。

跟踪期内，公司主营业务无重大变化。

公司子公司（截至 2021 年底，公司直接持股比例 57.99%）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 2021 年底，公司所持有的南山控股股份未质押。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 882.56 亿元，所有者权益 252.04 亿元（含少数股东权益 73.95 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 176.63 亿元，利润总额 26.98 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 923.78 亿元，所有者权益 252.87 亿元（含少数股东权益 73.51 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 35.96 亿元，利润总额 0.88 亿元。

公司注册地址：深圳市南山区招商街道赤湾社区赤湾六路 8 号南山开发集团赤湾总部大厦 33 楼；法定代表人：杨国林。

三、存续期债券概况及募集资金使用情况

公司经联合资信评定的存续债券募集资金均已按募集使用用途使用完毕，并在付息日正常付息（“22 南山开发 MTN001”和“22 南山开发 MTN002”尚未到付息日）。

表 1 公司经联合资信评定的存续期内债券情况
(单位：亿元)

名称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 南山开发 MTN001	13.00	2.20	2024/04/03
21 南山开发 MTN004	5.00	5.00	2024/08/05
21 南山开发 MTN003	10.00	10.00	2024/06/18
21 南山开发 MTN002	10.00	10.00	2024/06/11
21 南山开发 MTN001	5.00	5.00	2024/03/11
22 南山开发 MTN001	10.00	10.00	2025/02/23
22 南山开发 MTN002	5.00	5.00	2025/04/11

注：“22 南山开发 MTN002”及“21 南山开发 MTN004”为永续债，到期兑付日为最近一个行权日
资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的

拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30 (4.95)	7.90 (5.47)	4.90 (4.85)	4.00 (5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50 (6.79)	15.90 (6.95)	11.80 (6.37)	9.60 (6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60 (2.90)	12.60 (4.40)	7.30 (3.80)	4.90 (3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60 (7.60)	15.00 (8.20)	8.80 (7.20)	4.40 (5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70 (2.30)	7.80 (2.40)	1.50 (0.40)	0.40 (0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80 (-2.0)	19.20 (2.00)	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90 (4.14)	23.00 (4.39)	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70 (4.53)	12.00 (5.14)	9.70 (5.05)	8.10 (5.06)	5.10

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐

月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材

料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

1. 房地产行业概况

2021 年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。

2021 年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但 2021 年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021 年上半年，全国房地产开投资同比增长 14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021 年全年，全国房地产开发投资 14.76 万亿元，同比仅增长 4.4%，增速较 2020 年下降 2.6 个百分点，下滑明显。其中住宅投资 11.12 万亿元，同比增长 6.4%，增速较 2020 年下降 1.2 个百分点；办公楼投资 0.60 万亿元，同比下降 8.0%，出现负增长；商业营业用房投资 1.24 万亿元，同比下降 4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021 年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021 年上半年新开工面积同比增长 3.8%，进入 7 月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021 年全年新开工面积 19.89 亿平方米，同比下降 11.4%。从施工面积

看，2021 年全国房屋施工面积达 97.54 亿平方米，同比增长 5.2%，增速较 2020 年有所回升。由于 2017—2018 年新开工房屋逐步进入竣工期，2021 年全国房屋竣工面积 10.14 亿平方米，同比增长 11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021 年上半年商品房销售面积同比增长 27.70%，较 2019 年上半年增长 16.70%。但 2021 年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021 年 7—12 月，全国商品房单月销售面积同比增速连续 6 个月为负；但得益于上半年销售增长，2021 年全年全国商品房销售面积 17.94 亿平方米，同比增长 1.90%，增速较 2020 年下降 0.7 个百分点；住宅销售面积 15.65 亿平方米，同比增长 1.1%。

2. 土地市场与信贷环境

2021 年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍市场则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍市场有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。

土地市场方面，2021 年土地购置面积 2.16 亿平方米，同比下降 15.50%。受集中供地以及地产行业下行等多重因素影响，2021 年土拍市场出现了新景象；2021 年上半年的第一轮集中

供地，百强民营房企获取近 50%的土地，且部分城市地王频出；但下半年以来按揭贷款发放周期受到管控，销售情况持续恶化，叠加融资环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长；第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要来源；在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021 年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长 23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021 年 7—12 月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9 月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此 2021 年下半年房地产开发到位资金同比下降 10.51%。2021 年全年房地产开发到位资金合计 20.11 万亿元，同比增长 4.2%，增速较 2020 年下滑 3.4 个百分点。

表 3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021年初严查经营贷，2021年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的流动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，但2022年3月的国务院金融委会议表明房地产政策出现转向。

2021年初，房地产市场延续年初热度，针对个别城市出现“余热不降”的现象，政策坚定不

移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。2021年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见下表。

表4 2020年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年2月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且2021年发布住宅用地公告不能超过3次；二是集中组织出让活动
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难
2021年7月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题
2021年9月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021年12月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年2—3月	--	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022年3月郑州发布房地产新政19条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置
2022年3月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房住不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年3月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证

交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表5 2021年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年3月	银保监会、住建部和央行	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021年6月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展

2021 年 7 月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳定价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制
2021 年 9 月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益
2021 年 10 月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序
2021 年 12 月	央行、银保监会	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务
2022 年 1 月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定

资料来源：联合资信整理

2. 物流行业

(1) 行业概况

物流行业是国民经济中重要的服务行业，物流行业保持稳步增长趋势；但行业竞争有所加剧。

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。2021 年，全社会物流总额 335.2 万亿元，同比增长 9.2%。2021 年，物流业总收入 11.9 万亿元，同比增长 15.1%；各季度物流业总收入均保持 15%以上增速，两年年均增速在 8.5%以

上。

截至 2021 年底，全国 A 级物流企业近 8000 家，50 强物流企业收入合计 1.4 万亿元，同比增长 16.6%。物流行业各领域龙头企业加快兼并重组和上市步伐，央企物流重组整合拉开序幕，中国物流集团正式成立。市场集中度进一步提升，50 强物流企业收入合计占物流业总收入的比例提升至 13%。

(2) 行业政策

物流经济是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。

表 6 物流业相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2014 年 9 月	国务院	《物流业发展中长期规划（2014—2020 年）》，确定以降低物流成本、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。
2018 年 12 月	国务院 交通运输部	《国家物流枢纽布局和建设规划》，提出到 2020 年，布局建设 30 个左右辐射带动能力较强、现代化运作水平较高、互联互通紧密的国家物流枢纽，促进区域内和跨区域物流活动组织化、规模化运行，培育形成一批资源整合能力强、运营模式先进的枢纽运营企业，形成国家物流枢纽网络基本框架。
2019 年 3 月	发改委	《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》，就有关物流高质量发展的基础设施网络优化、服务实体经济能力提升、增强发展内生动力、完善营商环境、建立配套支撑体系、健全政策保障体系等六个方面提出了 25 项具体工作，并明确了相关工作的承担部门。
2019 年 4 月	发改委 交通运输部	印发《国家物流枢纽网络建设实施方案（2019-2020 年）》（发改经贸〔2019〕578 号（以下简称“实施方案”）。《实施方案》明确了国家物流枢纽网络建设的总体要求、重点工作、申报基本条件、实施程序和组织保障等，进一步加强对地方相关政府部门和国家物流枢纽承载城市的工作指导。《实施方案》的印发，标志着国家物流枢纽布局和建设全面启动。
2020 年 6 月	发改委 交通运输部	《关于进一步降低物流成本的实施意见》，分别从六个方面提出要求深化关键环节改革，降低物流制度成本；加强土地和资金保障，降低物流要素成本；深入落实减税降费措施，降低物流税费成本；加强信息开放共享，降低物流信息成本；推动物流设施高效衔接，降低物流联运成本；推动物流业提质增效，降低物流综合成本。

2020 年 9 月	发改委 工信部等	《推动物流业制造业深度融合创新发展实施方案》，探索建立符合我国国情的物流业制造业融合发展模式，制造业供应链协同发展水平大幅提升，精细化、高品质物流服务供给能力明显增强，主要制造业领域物流费用率不断下降；培育形成一批物流业制造业融合发展标杆企业；初步建立制造业物流成本核算统计体系，对制造业物流成本水平变化的评估监测更加及时准确。
2021 年 2 月	中共中央、 国务院	《国家综合立体交通网规划纲要》，提出要构建完善的国家综合立体交通网、加快建设高效率国家综合立体交通网主骨架、建设多层级一体化国家综合交通枢纽系统、完善面向全球的运输网络、推进交通基础设施网与运输服务网、信息网、能源网融合发展、推进交通与相关产业融合发展等，对我国 2021 至 2035 年的交通运输业发展做出系统全面的规划。促进企业主体融合发展、设施设备融合联动。
2021 年 12 月	国务院	国务院批复同意《“十四五”现代流通体系建设规划》，提出要统筹推进现代流通体系硬件和软件建设，培育壮大现代流通企业，提升现代流通治理水平，全面形成现代流通发展新优势。

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月底，公司实收资本18.00亿元，招商局控股为公司第一大股东，公司无实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司已发展成为大型集团企业；公司物流园区运营管理经验丰富，物流园区区域布局合理，土地储备具备区域优势。

公司从开发经营赤湾港口、石油基地起步，现已发展成为一家以综合物流（运输、贸易物流和堆存仓储等）、房地产开发和制造业务（集成房屋业务、船舶舱室配套业务等）为主营业务的综合性大型集团企业。仓储物流为公司的重点发展方向；截至 2021 年底，公司在国内 40 个城市拥有并管理 75 个现代化物流园区。截至 2021 年底，公司全口径未开工土地储备总建筑面积 140.94 万平方米，权益建筑面积为 132.18 万平方米。土地储备主要分布于深圳、成都和武汉等主要城市，具有一定区域优势。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2022 年 7 月 7 日，公司无已结清及未结清关注类和不良类信贷记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录。

截至 2022 年 7 月 12 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制和组织结构等方面无重大变化。公司董事长变动系股东委派接替所致，公司总经理变动系退休所致。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，随着业务规模的扩大，公司营业收入有所增长，但综合毛利率水平下降明显。2022年1—3月，公司营业收入快速增长，综合毛利率下降至较低水平。

公司为涵盖综合物流（运输、贸易物流和堆存仓储等）、房地产开发业务、建筑模块化业务和综合产城开发运营业务的大型集团企业，综合物流（运输、贸易物流和堆存仓储等）和房地产业务为公司的主要业务。2021 年，公司营业收入同比增长 13.03%。

收入构成方面，公司营业收入主要来自房地产和现代物流综合服务板块。2021 年公司现代物流综合服务业务收入明显增长主要系公司网络货运业务收入增长所致。同期，公司房地产开发业务收入有所下降，主要系结转面积下降所致；公司建筑模块化业务收入相对平稳。综合产城开发运营业务收入主要为产业园物业租赁及销售收入，同期，综合产城开发运营业务大幅增长，主要系合肥双凤宝湾国际商贸物流产业园项目及无锡车联网小镇项目结转

收入所致。

表7 公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2019年			2020年			2021年			2022年1-3月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
现代物流 综合服务 业务	54.07	40.68	13.63	45.59	29.17	18.78	76.90	43.54	10.16	28.42	79.04	4.79
房地产业务	47.72	35.90	33.94	86.17	55.14	28.44	60.04	33.99	15.08	0.40	1.11	19.02
建筑模块 化业务	15.05	11.32	7.91	14.05	8.99	14.59	13.92	7.88	22.83	4.58	12.74	10.01
综合产城 开发运营 业务	14.01	10.54	49.62	9.07	5.81	55.84	24.79	14.03	21.14	2.35	6.54	37.07
其他业务	2.06	1.55	46.06	1.39	0.89	61.57	0.98	0.56	43.20	0.21	0.58	92.29
合 计	132.92	100.00	24.57	156.27	100.00	26.26	176.63	100.00	14.55	35.96	100.00	8.23

注：房地产业务主要由南山控股下属地产事业部负责经营
资料来源：公司提供

毛利率方面，2021年，公司房地产业务毛利率继续下降至较低水平，主要系长沙梅溪湖项目及苏州枫桥项目限价致使利润空间缩窄所致；物流综合服务业务毛利率下降明显，主要系公司新运行的网络货运平台服务处于运营初期，毛利率水平为负值所致；综合产城开发运营业务毛利率下降明显，主要系项目结转毛利率相对较低所致。受上述业务影响，公司综合毛利率下降明显。

2022年1-3月，公司营业总收入35.96亿元，同比增长74.22%，主要系网络货运收入增长所致；受网络货运毛利率水平较低影响，公司综合毛利率下降至较低水平。

2. 业务经营分析

(1) 综合物流业务

公司运输物流及仓储物流业务持续发展，物流园区经营规模保持增长，仓库出租率维持在较高水平；公司在建及拟建物流园区项目较多，存在一定的资本支出压力。2021年，东方物流呈现亏损状态。

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

宝湾物流

宝湾物流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。宝湾物流业务构成以堆存（仓储）业务为主。

2021年，随着宝湾物流业务规模的扩大，宝湾物流营业收入有所增长，综合毛利率水平小幅下滑，主要系成本增加所致。

表8 宝湾物流经营业绩情况

项目	2019年	2020年	2021年
营业收入（亿元）	9.64	11.80	14.72
综合毛利率（%）	56.69	53.46	51.32

资料来源：公司提供

截至2021年底，宝湾物流在国内40个城市拥有并管理75个现代化物流园区。宝湾物流的园区主要分布在上海、深圳和广州，随后又扩张至昆山、天津、成都、龙泉和廊坊等地，宝湾物流仓储业务已基本覆盖全国一二线城市的核心物流节点。2021年，宝湾物流园区仓库可租赁面积快速增长，园区出租率处于较高水平。

表9 宝湾物流物流园仓库面积及使用率情况

项目	2019年	2020年	2021年
仓库可租赁面积 (万平方米)	265.60	375.10	458.70
使用率（%）	91.70	92.70	94.50

资料来源：公司提供

2021 年，宝湾物流实现土地签约面积 1923 亩，落实土地指标面积 668 亩；主要区域包括北京、佛山和江门等城市。截至 2021 年底，宝湾物流在建及拟建物流园区仓储建筑面积约 233.45 万平方米，在建及拟建项目尚需投资 59.87 亿元，考虑到公司房地产及综合产城开发运营在开发项目规模较大，公司面临一定的资金支出压力。

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。

截至 2021 年底，东方物流在全国范围内设立 33 家分支机构，拥有园区及货运场站面积约 100 万平方米，基本搭建了覆盖全国的干线运输网络。2021 年，东方物流营业收入增长主要系新运行网络货运平台服务所致。2021 年，东方物流亏损系网络货运平台处于运行初期投入较大所致。

表 10 东方物流经营业绩情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入	42.02	30.45	58.81
毛利润	1.23	1.24	-0.28

资料来源：公司提供

（2）房地产业务

跟踪期内，公司土地储备项目分布在国内重点二线城市，具有一定区域优势；公司在建项目尚需投资金额较大，面临一定资金支出压力；公司签约销售金额快速增长。

公司房地产业务的主要经营主体为南山控股。

土地储备

公司主要通过招拍挂拿地，项目业态以住宅为主。2021 年新增土地储备规模较大，主要系本期新增深圳南山 K104-0037 地块、武汉蔡甸 P（2021）027 地块及都江堰壹街区

DJY2021-05（0701）地块所致。截至 2021 年底，公司全口径未开工土地储备总建筑面积 140.94 万平方米，权益建筑面积为 132.18 万平方米。土地储备主要分布于深圳、成都和武汉等主要城市，具有一定区域优势（详见附件 1-3）。

表 11 公司新增土地储备情况（合并口径）

（单位：万平方米、亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
新增土地建筑面积	59.87	55.28	140.52
土地成本	60.56	62.61	84.09

资料来源：公司提供

此外，公司有权对赤湾 13.40 平方公里土地进行开发，2014 年 12 月，赤湾被划入广东省自贸区前海-蛇口片区，赤湾片区同时也是粤港澳大湾区的核心区域，土地增值潜力大。2018 年 11 月，深圳市人民政府正式批复《中国（广东）自由贸易试验区深圳前海蛇口片区及大小南山周边地区综合规划》。预计公司在赤湾片区中长期可开发及城市更新改造的建筑面积将超过 126 万平方米。

房地产开发

2021 年，受开发节奏影响，公司房地产业务新开工面积及竣工面积有所下降；期末房屋施工面积有所增长，公司施工面积较大。公司在建项目主要为自主开发。截至 2021 年底，公司主要在建房地产项目规划建筑面积总计 226.25 万平方米，预计总投资为 300.44 亿元，已投资 192.77 亿元，尚需投资 107.67 亿元，公司在建项目尚需投资金额较大，面临一定资金支出压力。

表 12 公司房地产开发主要指标（合并口径）

（单位：万平方米）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
新开工面积	51.25	70.71	59.01
期末房屋施工面积	71.74	85.96	114.01
当期竣工面积	42.54	56.50	30.96

注：公司房地产开发主要指标为合并口径
资料来源：公司提供

¹ 该片区涵盖市政及港口用地，规划方案持续推进，2016—2021 年确权的土地面积约 7 万平方米。

房产销售情况

2021 年，公司房地产签约面积有所下降；2021 年签约均价较高主要系上海虹桥凌峯项目签约均价较高所致；公司签约销售金额持续上升，年均复合增长 22.80%。受结算面积有所下降影响，公司结算金额有所下降。

表 13 公司房地产销售情况（合并口径）
（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
期末剩余可售面积	15.65	25.02	26.03
当期结算面积	32.96	51.58	36.76
当期结算金额	47.72	86.17	60.04
当期签约面积	50.13	49.22	38.55
签约销售额	79.72	97.86	120.21
签约均价	1.59	1.99	3.12

资料来源：公司提供

（3）综合产城开发运营业务²

公司围绕重点城市布局，逐步拓展综合

表 14 截至 2021 年底公司产城业务土地储备情况（单位：万平方米）

项目名称	城市	土地规划用途	土地面积	剩余可开发建筑面积	权益比例
岗集物流小镇	合肥	物流仓储	37.02	27.00	100%
合肥宝湾国际四期	合肥	建材 MALL、4S、汽车 mall、酒店及办公	9.08	11.50	100%
德阳科技园	德阳	工业厂房	31.40	12.40	100%
重庆汽车公园	重庆	汽车主题公园、文旅产业园及商业	52.60	65.30	100%
贵阳科技产业新城	贵阳	商业	10.20	15.90	100%
合计	--	--	140.30	132.10	--

资料来源：公司提供

公司在建综合产城开发运营项目主要为自主开发。公司主要在开发项目业态涵盖物流仓储、建材 MALL、工业厂房和影视城等。截至 2021 年底，综合产城开发运营项目剩余

产城开发运营模式但需持续关注后期运营风险。考虑到综合产城开发运营业务剩余投资额，公司未来面临一定支出压力。此外，综合产城开发运营开发周期长，项目销售或存在一定的不确定性。

产城综合开发运营作为公司的核心战略业务之一，运营项目主要以商贸物流、国际影视中心、汽车港、科技园和物流小镇等产业为主。截至 2021 年底，综合产城开发运营业务已落地项目主要包括合肥双凤宝湾国际商贸物流产业园、合肥岗集综合交通物流港、南京浦口智造园、上海松江长三角国际影视中心等项目。

公司主要通过招拍挂方式获得综合产城开发运营项目土地储备。截至 2021 年底，公司土地储备分布于重庆、深圳、合肥、德阳及南京等地。

投资额较大，公司未来面临一定支出压力。

公司自持的仓储及厂房项目整体出租率处于较好水平。

表 15 截至 2021 年底公司综合产城开发运营项目开发情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	城市	项目用途	开发进度	规划计容建筑面积	累计竣工面积	预计总投资额	累计投资金额	权益比例
岗集物流小镇	合肥	物流仓储	21%	39.30	7.20	11.00	2.32	100%
合肥宝湾国际四期	合肥	建材 MALL、4S、汽车 mall、酒店及办公	62%	11.10	1.63	3.54	2.21	100%
德阳科技园	德阳	工业厂房	73%	17.08	6.91	2.24	1.62	100%
长三角国际影视中心	上海	影视城	28%	10.20	0.00	8.31	2.30	50%

² 公司尚未对综合产城开发运营业务收入构成细分统计。

重庆汽车公园	重庆	汽车主题公园、文旅产业园及商业	33%	75.90	0.82	59.55	19.81	100%
南京浦口智芯科技港	南京	工业厂房	17%	6.51	0.00	2.23	0.37	90%
浦和智造园	南京	工业厂房	25%	8.09	0.00	1.21	0.30	60%
合计			--	168.17	16.56	88.08	28.94	--

资料来源：公司提供

表 16 截至 2021 年底公司主要项目出租情况（单位：万平方米）

项目名称	城市	项目业态	计容建筑面积	可出租物业面积	累计已出租物业面积	平均出租率	权益比例
新都产业园	成都	工业厂房	19.90	10.80	10.80	100%	100.00%
西安智造园	西安	工业厂房	5.64	4.28	4.28	100%	100.00%
合肥宝湾国际	合肥	仓储	21.32	21.32	21.32	100%	100.00%
岗集交通物流港	合肥	仓储	39.30	7.10	6.70	94%	100.00%
合计			86.16	43.50	43.10	--	--

资料来源：公司提供

（4）建筑模块化业务

2021 年，公司集成房屋收入和船舶舱室配套业务收入均有所下降。

公司建筑模块化业务主要包括集成房屋及船舶舱室配套业务。

集成房屋业务

雅致集成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、特种集装箱和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。2021 年实现销售收入 4.58 亿元，同比下降 33.33%，主要系疫情影响基建开工滞后订单减少及疫情亦影响国际海运出货所致。

船舶舱室业务

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（深圳）有限公司目前已经成为中国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。2021 年，公司船舶舱室业务销售收入 3.72 亿元，较上年下降 0.34 亿元。

3. 经营效率

公司整体经营效率尚可。

2021 年，从经营效率指标看，随着公司资产规模的扩大，公司总资产周转率有所下降；受结转成本上升影响，公司存货周转率有所上升。

表 17 公司经营效率指标（单位：次）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
存货周转次数	0.66	0.60	0.69
总资产周转次数	0.26	0.25	0.23

资料来源：联合资信整理

4. 未来发展

公司未来发展规划目标长远，如能实现，公司经营规模及综合竞争力将大幅提升，但需关注公司扩张过程中可能发生的经营及财务风险。

2022—2032 年，公司计划实现主营业务收入翻三番的目标，公司计划在 1~2 个核心产业处于行业领导地位，并培育出 1~2 个新兴产业。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 年财务报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的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。公司提供的 2022 年一季度财务报表未经审计。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 882.56 亿元，所有者权益 252.04 亿元（含少数股东权

益 73.95 亿元)；2021 年，公司实现营业总收入 176.63 亿元，利润总额 26.98 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 923.78 亿元，所有者权益 252.87 亿元（含少数股东权益 73.51 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 35.96 亿元，利润总额 0.88 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，随着房地产项目开发投入的增长和物流园区的继续建设运营，公司资产总额保持

增长态势，资产构成以流动资产为主。公司房地产项目储备主要布局深圳、成都和武汉等主要城市，具有一定区位优势；公司整体资产质量较好。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 882.56 亿元，较年初增长 31.35%，流动资产和非流动资产均有所增长。公司资产以流动资产为主。

表 18 公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	333.57	60.24	422.81	62.93	531.68	60.24	564.56	61.11
货币资金	87.49	26.23	128.13	30.31	159.60	30.02	181.07	32.07
其他应收款（合计）	24.75	7.42	19.76	4.67	62.60	11.77	47.53	8.42
存货	169.33	50.76	213.47	50.49	223.50	42.04	240.81	42.65
其他流动资产	21.58	6.47	26.82	6.34	41.79	7.86	65.41	11.59
非流动资产	220.20	39.76	249.11	37.07	350.88	39.76	359.22	38.89
长期股权投资	19.34	8.78	18.61	7.47	45.59	12.99	39.22	10.92
投资性房地产	48.67	22.10	62.15	24.95	87.01	24.80	94.08	26.19
固定资产（合计）	42.81	19.44	43.87	17.61	59.51	16.96	63.28	17.62
在建工程（合计）	28.87	13.11	41.94	16.84	60.30	17.18	58.27	16.22
无形资产	46.08	20.93	55.63	22.33	63.74	18.17	68.22	18.99
资产总额	553.78	100.00	671.92	100.00	882.56	100.00	923.78	100.00

注：科目占比数据为该科目所属类别的占比情况

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至2021年底，流动资产531.68亿元，较年初增长25.75%，主要系货币资金和其他应收款增长所致。

截至 2021 年底，公司货币资金 159.60 亿元，较年初增长 24.55%，主要系公司销售回款增长及融资规模增大所致。

截至 2021 年底，公司存货 223.50 亿元，较年初增长 4.70%。从构成上看，存货主要由房地产项目的开发成本（占 91.09%）构成，开发成本主要为房地产项目的土地使用权和在建房地产项目的工程成本。公司房地产项目储备主要布局深圳、成都和武汉等主要城市，具有一定区位优势。截至 2021 年底，公司存货共计计提跌价准备

0.08 亿元，主要为对原材料以及产成品计提的跌价准备。

截至 2021 年底，公司其他流动资产 41.79 亿元，较年初增长 55.80%，主要系将于一年内到期的债权投资³、预缴税金及待抵扣进项税增加所致。其他流动资产主要由债权投资（20.83 亿元）和待抵扣进项税（10.98 亿元）等构成。

截至 2021 年底，公司其他应收款（合计）62.60 亿元，较年初增长 216.81%，主要系合作方往来款增加所致。其他应收款主要为关联方往来款 46.68 亿元。

（2）非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产350.88亿元，

³ 截至 2021 年底，公司将于一年内到期的主要债权投资：CGL Investment Holdings Corporation Limited、苏州相茂置业有限公司和腾龙两江（重庆）科

技有限公司。

较年初增长40.85%。

截至 2021 年底，公司长期股权投资 45.59 亿元，较年初增长 144.90%；主要系增加联营或合营企业股权投资所致，2021 年公司权益法核算的长期股权投资收益 0.47 亿元。

公司投资性房地产主要由用于出租的物流园以及自持商业地产构成，采用成本法计量。截至 2021 年底，公司投资性房地产 87.01 亿元，较年初增长 39.99%，主要来自建成物流园转入所致。

2021 年底，公司固定资产（合计）59.51 亿元，较年初增长 35.65%，主要系物流园区转固及收购子公司所致。从构成来看，主要由房屋建筑物及库房设施、机械设备和汽车及运输设备等构成。公司固定资产累计计提折旧 20.70 亿元，成新率为 67.45%，成新率一般。

截至 2021 年底，公司在建工程（合计）60.30 亿元，较年初增长 43.77%，主要系物流园区建设推进所致。

截至 2021 年底，公司无形资产 63.74 亿元，较年初增长 14.58%，主要系新增购置的土地使用权及收购子公司股权获得无形资产所致。无形资产主要由土地使用权构成；公司部分运营成熟的物流园区土地使用权获取时间较早，具有较大增值空间。

截至2022年3月底，公司受限资产账面价值占总资产的比重为10.36%，受限比例一般。

表 19 截至 2022 年 3 月底公司受限资产情况

资产名称	账面价值（亿元）
货币资金	8.21
存货	35.16
无形资产	11.52
投资性房地产	26.44

表20 公司负债主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	214.38	55.72	256.55	52.76	369.31	58.57	380.51	56.72
短期借款	29.26	13.65	43.20	16.84	16.62	4.50	22.26	5.85
应付账款	27.29	12.73	25.94	10.11	48.43	13.11	47.21	12.41
预收款项	65.15	30.39	0.33	0.13	0.23	0.06	0.28	0.07
应交税费	12.99	6.06	15.46	6.03	20.45	5.54	12.71	3.34
其他应付款（合	38.95	18.17	48.34	18.84	72.73	19.69	70.05	18.41

固定资产	9.65
长期股权投资	3.68
在建工程	1.02
合计	95.68

资料来源：公司提供

截至2022年3月底，公司资产总额及结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

公司所有者权益持续增长；所有者权益构成中未分配利润、少数股东权益和其他权益工具占比较大，所有者权益稳定性一般。

截至2021年底，公司所有者权益252.04亿元，较上年底增长35.76%，主要系资本公积、未分配利润及少数股东权益增长所致。同期，公司资本公积较年初增长52.15%，主要系杭州萧山平安基石贰号股权投资有限公司对宝湾物流增资所致。公司其他权益工具为发行的永续债券。公司归属于母公司所有者权益占比为70.66%，少数股东权益占比为29.34%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占7.14%、11.05%、9.92%和36.47%。

截至2022年3月底，公司所有者权益总额及结构较上年底变化不大。

（2）负债

公司投资资金有所加大，债务规模继续上升，有息债务以长期债务为主，公司整体债务负担较重。

截至2021年底，公司负债总额630.52亿元，较年初增长29.67%，主要系流动负债增长所致。公司负债结构相对均衡。

计)								
一年内到期的非流动负债	22.48	10.48	34.71	13.53	76.15	20.62	70.43	18.51
合同负债	0.00	0.00	60.86	23.72	102.90	27.86	114.76	30.16
其他流动负债	12.29	5.73	22.03	8.59	25.60	6.93	37.57	9.87
非流动负债	170.40	44.28	229.72	47.24	261.22	41.43	290.41	43.28
长期借款	86.97	51.04	129.95	56.57	157.15	60.16	182.07	62.70
应付债券	68.76	40.35	81.98	35.69	85.95	32.90	90.19	31.06
其他非流动负债	8.57	5.03	7.86	3.42	7.87	3.01	7.63	2.63
负债总额	384.78	100.00	486.27	100.00	630.52	100.00	670.92	100.00

注：科目占比数据为该科目所属类别的占比情况

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2021年底，公司流动负债369.31亿元，较年初增长43.95%，主要系应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债及合同负债增长所致。

截至2021年底，公司短期借款16.62亿元，较年初下降61.52%，主要系公司优化债务结构并偿还部分短期借款所致。

截至2021年底，公司应付账款48.43亿元，较年初增长86.67%，主要系应付供应商工程款增长所致。

截至2021年底，公司其他应付款70.98亿元，较年初增长53.53%，主要系关联方往来款、保证金及押金增长所致；公司其他应付款主要为关联方往来款38.72亿元和工程设备款19.67亿元。

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债76.15亿元，较年初增长119.38%，主要系公司一年内到期的长期借款、一年内到期的应付债券增长所致。

截至2021年底，公司合同负债102.90亿元，较年初增长69.07%，主要系房地产项目预售房款增长所致。

截至2021年底，公司其他流动负债25.60亿元，较年初增长16.17%，主要系待转销项税增长

所致；公司其他流动负债主要为短期融资券16.07亿元。

截至2021年底，公司非流动负债261.22亿元，较年初增长13.71%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占60.16%）和应付债券（占32.90%）构成。

截至2021年底，公司长期借款157.15亿元，较年初增长20.93%，主要系业务扩张及优化债务结构所致；长期借款主要由保证借款（占46.66%）和信用借款（占48.01%）构成。

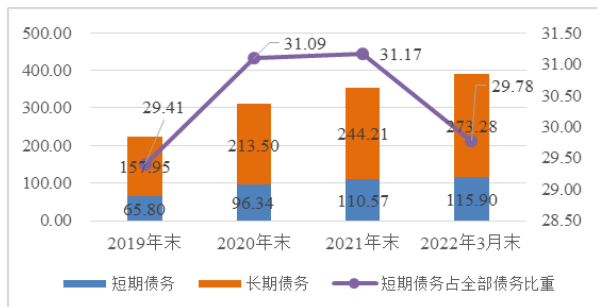
截至2021年底，公司应付债券85.95亿元，较年初增长4.84%，主要系发行中期票据所致。

截至2022年3月底，公司负债总额和结构较上年底变化不大。

截至2021年底，公司全部债务354.77亿元，较上年底增长14.50%。截至2021年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较上年底分别下降0.93个百分点、4.07个百分点和4.28个百分点。

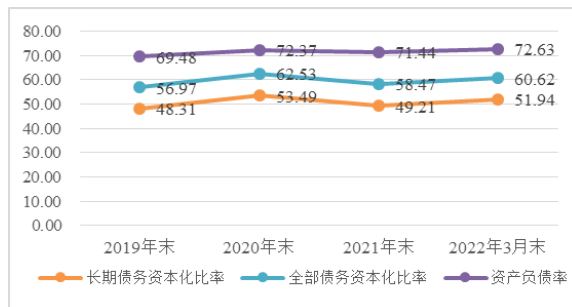
截至2022年3月底，公司全部债务较上年底增长9.70%，公司债务结构变化不大，债务负担略有上升。

图 1 2019 - 2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务结构
(单位: 亿元、%)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

图 2 2019 - 2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务杠杆水平 (单位: %)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

表 21 截至 2021 年底公司有息债务期限结构

期限	有息债务金额 (亿元)
1 年以内	108.56
2~3 年	180.08
3~4 年	23.24
4 年以上	38.74
合 计	350.62

注: 公司有息债务计算口径不含应付票据及债务利息

资料来源: 公司提供

4. 盈利能力

公司期间费用继续增长, 对公司利润形成一定侵蚀, 投资收益对公司利润总额贡献较大但持续性较差; 2021 年, 扣除投资收益后公司营业利润为负值。

公司 2021 年及 2022 年一季度营业收入分析详见经营概况。公司利润总额同比变化不大。

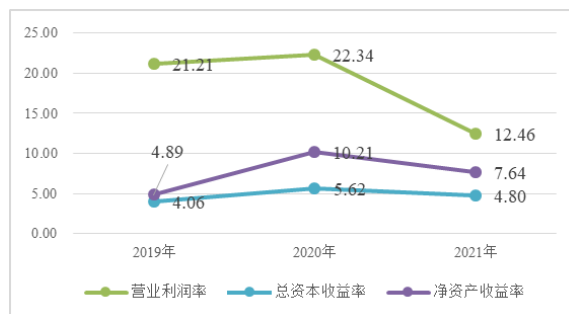
从期间费用看, 2021 年, 公司费用总额为 24.64 亿元, 同比增长 5.87%, 主要系管理费用增长所致, 公司期间费用率 13.95%。

非经常性损益方面, 2021 年, 公司投资收益 24.58 亿元, 同比增长 52.92%, 主要系处置深圳市赤湾房地产开发有限公司 40.02% 的股权所致。2021 年, 公司投资收益占营业利润比例为 105.23%, 扣除投资收益公司营业利润为负值; 投资收益对营业利润影响很大但不具有持续性。

盈利指标方面, 2021 年, 公司营业利润率为 12.46%, 较上年下降 9.88 个百分点, 主要系项目限价所致。2021 年, 公司总资本收

益率和净资产收益率分别为 4.80% 和 7.64%, 较上年分别下降 0.82 个百分点和 2.57 个百分点。

图 3 2019 - 2021 年公司盈利指标 (单位: %)



资料来源: 公司财务报告

5. 现金流分析

2021 年, 受益于地产项目销售资金回笼, 公司经营活动现金净额由净流出转为净流入。随着公司房地产及物流园建设项目的持续推进, 公司筹资需求持续加大, 公司存在一定的对外筹资压力。

从经营活动来看, 2021 年, 公司经营活动现金净额由净流出转为净流入, 主要系地产项目销售增长所致。

从投资活动来看, 2021 年, 公司投资活动现金净流出规模同比增长 424.56%, 主要系公司综合物流服务板块的持续扩张和对非并表房地产合作开发项目的投入增长所致。

2021 年, 公司筹资活动前现金流量净额继续净流出, 净流出规模同比增长 109.66%, 公司存在一定的对外筹资压力。

从筹资活动来看, 2021年, 公司筹资活动现金流入同比增长50.09%, 主要系借款规模增长及收到的少数股东借款增长所致; 公司业务扩张对资金的需求较大带动筹资活动净现金流快速增长。

2022年1—3月, 公司实现经营活动现金净流出19.26亿元, 同比增长107.91%, 主要系本期房地产项目支付增值税、所得税及其他税费有所增长所致; 公司投资活动现金净流入5.70亿元, 筹资活动现金净流入34.93亿元。

表 22 公司现金流量情况 (单位: 亿元)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年 1—3月
经营活动现金流入小计	194.14	187.54	267.74	51.12
经营活动现金流出小计	210.24	201.07	229.42	70.38
经营现金流量净额	-16.10	-13.53	38.33	-19.26
投资活动现金流入小计	33.53	53.89	27.75	27.81
投资活动现金流出小计	44.54	75.07	138.85	22.11
投资活动现金流量净额	-11.01	-21.18	-111.10	5.70
筹资活动前现金流量净额	-27.11	-34.71	-72.78	-13.56
筹资活动现金流入小计	164.65	215.06	322.79	75.92
筹资活动现金流出小计	112.20	141.14	210.72	40.99
筹资活动现金流量净额	52.45	73.92	112.07	34.93

资料来源: 公司财务报告

6. 偿债指标

公司短期偿债指标较好, 同时考虑到公司融资渠道畅通, 公司整体偿债能力极强。

表 23 公司偿债指标

项目	项目	2019年	2020年	2021年
短期偿债指标	流动比率 (%)	155.60	164.81	143.97
	速动比率 (%)	76.61	81.60	83.45
	经营现金/流动负债 (%)	-7.51	-5.27	10.38
	经营现金/短期债务 (倍)	-0.24	-0.14	0.35
	现金类资产/短期债务 (倍)	1.45	1.39	1.62
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	27.58	44.64	46.30
	全部债务/EBITDA (倍)	8.11	6.94	7.66
	经营现金/全部债务 (倍)	-0.07	-0.04	0.11
	EBITDA/利息支出 (倍)	2.78	3.35	2.91
	经营现金/利息支出 (倍)	-1.62	-1.01	2.41

注: 经营现金指经营活动现金流量净额, 下同

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

公司现金类资产对短期债务覆盖程度较好。EBITDA对利息的覆盖程度较高; EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。

对外担保方面, 截至2021年底, 公司对外担保13.47亿元, 占净资产的5.35%; 对外担保为对控股股东及其他关联方提供的担保。

未决诉讼方面, 截至2021年底, 公司无重大未决诉讼。

银行授信方面, 截至2021年底, 公司共计获得银行授信额度796.91亿元, 尚未使用额度500.65亿元, 公司授信总额规模大, 间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

公司本部收入规模较小, 利润总额主要来自投资收益; 母公司整体债务负担适中; 母公司偿债能力很强。

公司本部主要经营赤湾片区内自持物业等业务, 同时也承担集团部分对外融资功能。

资产构成方面, 截至2021年底, 母公司资产总额294.56亿元。资产结构相对均衡。流动资产主要由货币资金 (占48.48%) 和其他流动资产 (占39.39%) 构成, 其中其他流动资产主要由银行理财、对下属子公司的应收贷款和委托贷款组成; 非流动资产主要由债权投资 (占30.75%) 和长期股权投资 (占56.69%) 构成, 其中长期股权投资主要为对南山控股等子公司的投资。截至2021年底, 母公司货币资金为77.83亿元。

截至2021年底, 母公司所有者权益为130.77亿元, 母公司所有者权益中未分配利润合计66.27亿元 (占50.68%), 母公司所有者权益中含25.00亿元永续中期票据。

截至2021年底, 母公司负债总额163.79亿元。负债主要为非流动负债112.41亿元 (占比68.63%)。从构成看, 流动负债主要由一年内到期的非流动负债 (占44.72%) 和其他流动负债 (占31.27%) 构成; 非流动负债主要由长期借款 (占38.94%) 和应付债券 (占55.13%) 构成。母公司2021年底资产负债率为55.61%, 较2020年底下降2.88个百分点。截至2021年底, 母公司全部债务129.77亿

元。其中，短期债务占 18.51%、长期债务占 81.49%。截至 2021 年底，母公司短期债务为 24.03 亿元，现金短债比为 3.66 倍。截至 2021 年底，母公司全部债务资本化比率 49.81%。母公司再融资能力强和对子公司的管控能力强，母公司偿债能力很强。

现金流方面，公司母公司经营业务较少，经营活动现金流净额规模较小；母公司承担部分融资及集团资金统筹功能，投资活动现金流主要为与子公司的资金往来，融资活动净现金流随子公司的融资需求波动。

九、外部支持

公司股东背景雄厚，综合实力强。

公司第一大股东为招商局控股，其实际控制人为招商局集团。第二大股东及第三大股东分别为深圳市投资控股有限公司和广东省环保集团有限公司，实际控制人分别为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会和广东省人民政府。公司股东背景雄厚，综合实力强。

十、债券偿还能力分析

1. 普通优先债券

截至2022年7月20日，公司存续期普通优先债券122.28亿元。

2. 永续债

截至 2022 年 7 月 20 日，公司合并口径存续永续债券“22 南山开发 MTN002”、“21 南山开发 MTN004”、“19 南山开发 MTN002”、“20 南山开发 MTN003”及“21 宝湾物流 MTN002”金额合计 37.00 亿元。公司永续债券具有公司可赎回权、票面利率重置、利息递延累积及破产清算时清偿顺序劣后等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为公司存续期永续债券赎回条款设置使其不赎回的可能性较小。2021 年，公司经营现金流入对

长期债务的偿还能力指标表现一般，经营现金和 EBITDA 对长期债务的偿还能力指标表现较弱。

表 24 公司次级债券偿还能力指标

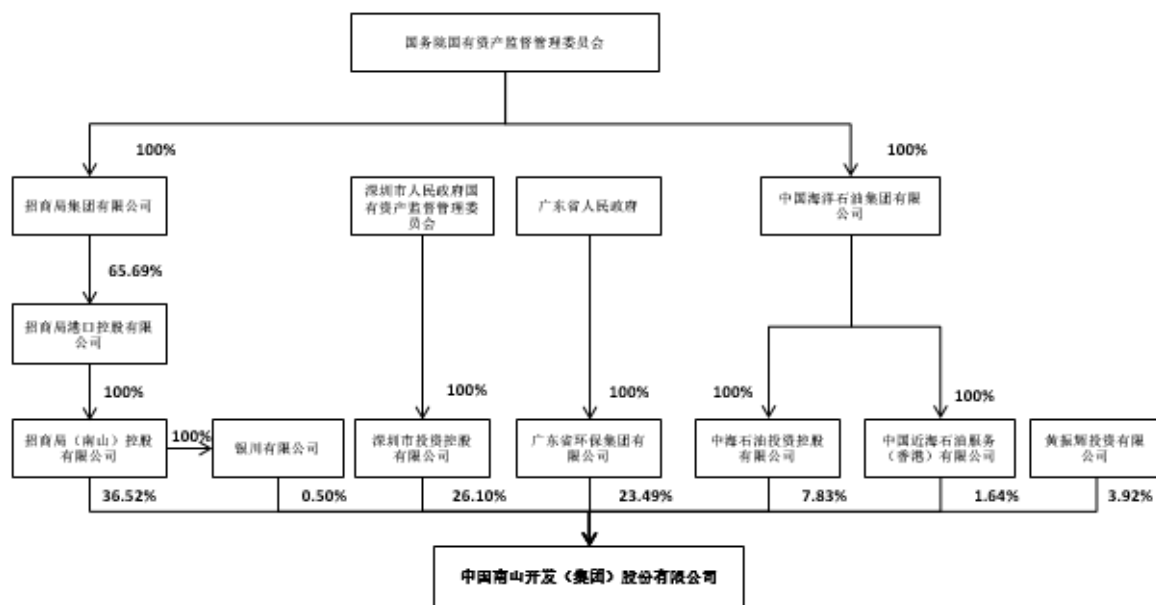
项目	指标值
长期债务*（亿元）	281.21
经营现金流入/长期债务（倍）	0.95
经营现金/长期债务（倍）	0.14
长期债务/EBITDA（倍）	6.07

注：1. 上表中的长期债务为将永续债、次级债计入后的金额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

十一、结论

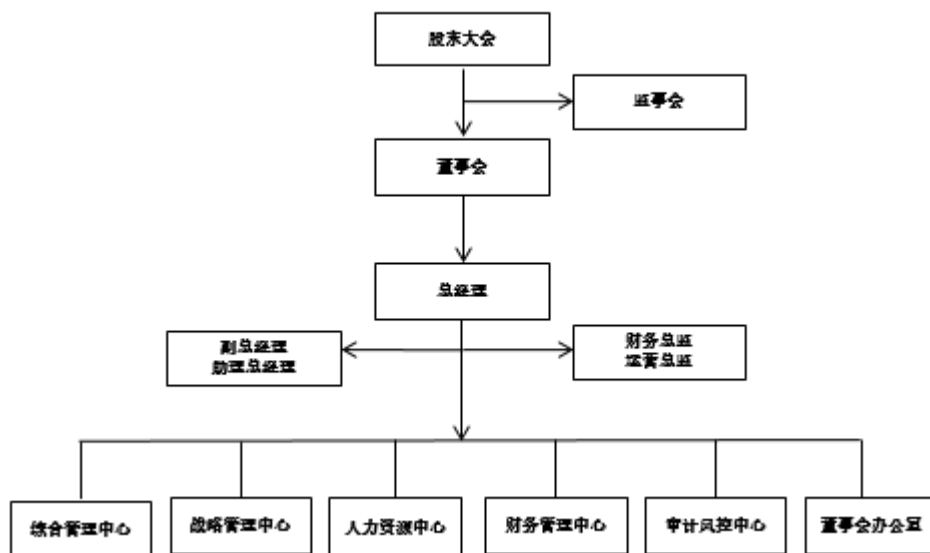
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“19 南山开发 MTN001”“21 南山开发 MTN001”“21 南山开发 MTN002”“21 南山开发 MTN003”“21 南山开发 MTN004”“22 南山开发 MTN001”和“22 南山开发 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底中国南山开发（集团）股份有限公司
股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底中国南山开发（集团）股份有限公司
组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底,公司未开工土地储备情况 (单位:平方米、万元)

地块名称	地理位置	取得时间	出让金额	土地面积	权益面积	计容建筑面积	拟建项目
南通湾玺壹号	南通	2021 年	36874	64578.00	64578.00	122684.43	住宅
合肥三食六巷	合肥	2015 年	8530	23000.00	23000.00	18343.42	商业
南通南山国际社区	南通	2013 年	25100	12620.00	12620.00	29902.00	住宅
武汉悦时光	武汉	2021 年	55055	87463.00	87463.00	197200.00	住宅、商业
武汉南山樾府	武汉	2021 年	73050	11972.53	11972.53	25141.86	住宅、商业
十里天池	长沙	2012 年	22324	152954.48	152954.48	78769.11	住宅、商业
光谷自贸港	武汉	2016 年	5775	13018.00	13018.00	37706.20	厂房
成都红牌楼	成都	2020 年	178714	32025.50	16333.03	123348.00	住宅、商业
都江堰观山樾	成都	2021 年	31268	41563.40	29094.38	60442.86	住宅
都江堰南山府	成都	2021 年	67695	69430.57	69430.57	173576.43	住宅
成都四河	成都	2021 年	50649	30242.00	27217.80	90609.00	住宅、商业
深圳悦时光	深圳	2021 年	117800	20431.93	20431.93	81724.00	住宅、商业
庙北三 (琅玥湾佳园)	深圳	2021 年	26620	11154.49	11154.49	50206.00	住宅
地铁口综合体	深圳	2021 年	91726	34169.71	34169.71	319794.82	商业、住宅、办公
合计	--	--	791179.42	604623.61	573437.92	1409448.13	--

资料来源: 公司提供

附件 1-4 截至 2022 年 3 月底公司合并范围内主要子公司

子公司名称	注册地	注册资本（元/万）				持股比例（%）	
						直接	间接
深圳市新南山控股（集团）股份有限公司	深圳	人民币 2707782513.00				57.99	10.79
中开财务有限公司	深圳	人民币 500000000.00				60	27.51
深圳市赤湾东方物流有限公司	深圳	人民币 600000000.00				100	--
合肥宝湾国际物流中心有限公司	合肥	人民币 300000000.00				100	--
弘湾资本管理有限公司	深圳	人民币 200000000.00				100	--
赤晓企业有限公司	深圳	人民币 200000000.00				100	--
湖北省鄂州南山临港新城发展有限公司	湖北	人民币 150000000.00				100	--
深圳市海湾发展管理有限公司	深圳	人民币 20000000.00				100	--
南山开发（香港）有限公司	香港	港币 50.00 万	欧元 3296.58 万	美元 3415.00 万	人民币 28441.28 万	100	--

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	95.27	134.07	178.78	188.64
资产总额(亿元)	553.78	671.92	882.56	923.78
所有者权益(亿元)	169.00	185.65	252.04	252.87
短期债务(亿元)	65.80	96.34	110.57	115.90
长期债务(亿元)	157.95	213.50	244.21	273.28
全部债务(亿元)	223.75	309.84	354.77	389.18
营业收入(亿元)	132.92	156.27	176.63	35.96
利润总额(亿元)	13.02	28.32	26.98	0.88
EBITDA(亿元)	27.58	44.64	46.30	--
经营性净现金流(亿元)	-16.10	-13.53	38.33	-19.26
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.88	7.64	9.40	--
存货周转次数(次)	0.66	0.60	0.69	--
总资产周转次数(次)	0.26	0.25	0.23	--
现金收入比(%)	114.93	111.41	144.31	133.43
营业利润率(%)	21.21	22.34	12.46	5.81
总资本收益率(%)	4.06	5.62	4.80	--
净资产收益率(%)	4.89	10.21	7.64	--
长期债务资本化比率(%)	48.31	53.49	49.21	51.94
全部债务资本化比率(%)	56.97	62.53	58.47	60.62
资产负债率(%)	69.48	72.37	71.44	72.63
流动比率(%)	155.60	164.81	143.97	148.37
速动比率(%)	76.61	81.60	83.45	85.08
经营现金流动负债比(%)	-7.51	-5.27	10.38	--
现金短期债务比(倍)	1.45	1.39	1.62	1.63
EBITDA 利息倍数(倍)	2.78	3.35	2.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.11	6.94	7.66	--

注：1. 2019 年及 2020 年采用期初数据、2022 年一季度财务数据未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务；4. 将长期应付款中的有息债务调整至长期债务；5. “--”表示无意义

资料来源：公司财务报告，联合资信搜集整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	37.45	60.58	87.94	113.07
资产总额（亿元）	236.69	274.33	294.56	313.16
所有者权益（亿元）	101.73	113.88	130.77	131.19
短期债务（亿元）	12.83	31.12	24.03	29.12
长期债务（亿元）	87.90	87.85	105.75	108.86
全部债务（亿元）	100.74	118.97	129.77	137.98
营业收入（亿元）	16.01	4.59	12.05	0.71
利润总额（亿元）	18.61	5.40	19.21	0.57
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	6.34	-1.95	9.19	-0.04
财务指标				
销售债权周转次数（次）	108.48	5.56	15.01	--
存货周转次数（次）	1.75	0.78	1.03	--
总资产周转次数（次）	0.07	0.02	0.04	--
现金收入比（%）	99.14	73.72	114.88	48.03
营业利润率（%）	81.05	74.43	84.71	73.18
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	14.46	4.06	12.08	--
长期债务资本化比率（%）	46.35	43.55	44.71	45.35
全部债务资本化比率（%）	49.75	51.09	49.81	51.26
资产负债率（%）	57.02	58.49	55.61	58.11
流动比率（%）	272.17	215.16	312.51	277.15
速动比率（%）	268.95	212.86	309.21	274.49
经营现金流动负债比（%）	16.85	-3.03	17.89	--
现金短期债务比（倍）	2.92	1.95	3.66	3.88
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 2022 年一季度财务数据未经审计；2. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息，未对母公司债务数据进行调整；3. “--”表示无意义，“/”表示数据未获取

资料来源：公司财务报告，联合资信搜集整理

附件 3 主要财务指标计算公式

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持