信用评级公告

联合〔2021〕8443 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“21 南山开发 MTN004”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

二〇二一年八月三十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

中国南山开发（集团）股份有限公司
2021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
21 南山开发 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定

债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
21 南山开发 MTN004	5.00 亿元	5.00 亿元	2024/8/5

评级时间：2021 年 8 月 31 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	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

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

本次评级使用的评级方法、模型：

指示评级	aa+	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	2
		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

评级观点

中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“南山开发”）是以综合物流业务和房地产开发为核心主业的大型国有企业。跟踪期内，随着房地产开发项目投入增加和物流园区的建成转入，公司资产总额增长较快，公司运营物流园区面积不断增加，出租率继续保持较高水平；房地产业务继续深耕重点二线城市，签约销售业绩持续增长；公司整体经营状况正常。同时联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到房地产业务受政策影响大、仓储物流行业竞争激烈、资本支出压力较大和债务规模上升等因素对公司信用基本面造成的压力。

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

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“21 南山开发 MTN004”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司股东背景多元化且均实力雄厚。**公司前四大股东的实际控制人分别为招商局集团有限公司、深圳市人民政府国有资产监督管理委员会、广东省人民政府国有资产监督管理委员会和中国海洋石油总公司，股东背景实力雄厚。
2. **现代物流综合服务业务经营向好。**跟踪期内，公司运营物流园区面积持续增加，出租率保持较高水平，毛利率同比增长5.15个百分点，现代物流综合服务业务盈利能力持续提升。
3. **公司房地产业务销售业绩保持增长，项目区域分布较好。**2020年，公司房地产签约销售额为97.86亿元，同比增长22.75%；签约销售均价为1.99万元/平方米，同比增长25.16%。公司土地储备主要位于国内重点二线城市，

分析师：卢 瑞 曹梦茹

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：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

区域分布较好。

关注

1. **房地产行业调控趋于长期化。**房地产行业调控政策趋于长期化，未来房地产市场运行存在一定不确定性。
2. **公司期间费用持续增长，投资收益对公司利润总额贡献大。**2020 年公司期间费用为 23.27 亿元，同比增长 8.54%，公司取得投资收益 16.08 亿元，占利润总额比重为 56.78%
3. **公司债务规模持续上升，债务负担有所加重，在建项目仍需大规模资金投入，未来面临较大的资金支出压力。**截至 2020 年底，公司全部债务 309.84 亿元，较上年底增长 38.48%；全部债务资本化比率 62.53%，较上年底提高 5.56 个百分点，整体债务负担有所加重。随着公司房地产开发业务、物流园在建拟建项目及综合产城开发运营项目的持续推进，公司未来面临较大的资金支出压力。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	59.35	95.27	134.07	165.52
资产总额（亿元）	452.92	553.78	671.92	766.21
所有者权益（亿元）	155.37	169.00	185.65	195.77
短期债务（亿元）	75.04	65.80	96.34	112.65
长期债务（亿元）	99.31	157.95	213.50	265.46
全部债务（亿元）	174.35	223.75	309.84	378.10
营业收入（亿元）	137.84	132.92	156.27	20.64
利润总额（亿元）	50.02	13.02	28.32	-0.47
EBITDA（亿元）	61.84	27.58	44.64	--
经营性净现金流（亿元）	-2.13	-16.10	-13.53	-9.26
营业利润率（%）	20.99	21.21	22.34	16.82
净资产收益率（%）	22.06	4.89	10.21	--
资产负债率（%）	65.70	69.48	72.37	74.45
全部债务资本化比率（%）	52.88	56.97	62.53	65.89
流动比率（%）	146.60	155.60	164.81	173.13
经营现金流动负债比（%）	-1.14	-7.51	-5.27	--
现金短期债务比（倍）	0.79	1.45	1.39	1.47
全部债务/EBITDA（倍）	2.82	8.11	6.94	--
EBITDA 利息倍数（倍）	7.74	2.78	3.35	--
公司本部（母公司）口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	195.89	236.69	274.33	293.16
所有者权益（亿元）	82.95	101.73	113.88	120.88
全部债务（亿元）	90.19	100.74	118.97	133.16
营业收入（亿元）	3.59	16.01	4.59	0.63
利润总额（亿元）	47.30	18.61	5.40	8.14
资产负债率（%）	57.66	57.02	58.49	58.77
全部债务资本化比率（%）	52.09	49.75	51.09	52.42
流动比率（%）	276.73	272.17	215.16	218.25
经营现金流动负债比（%）	-14.35	16.85	-3.03	--

注：1. 2021 年一季度财务数据未经审计；2. 将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务；3. 将长期应付款中的有息债务调整至长期债务；4.本报告 2018 年和 2019 年财务数据分别为 2019 年和 2020 年审计报告期初数；5. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
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/评级模型（打分表）	--

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

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

中国南山开发（集团）股份有限公司
2021 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关于中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“南山开发”或“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

南山开发的前身是成立于 1982 年 9 月的中国南山开发股份有限公司。公司是经国务院批准，在深圳市工商行政管理局注册登记的股份公司，原注册资本为 2250 万元人民币。1994 年 10 月经国家工商行政管理局批准，公司更为现名。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本 180000 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%、广东省环保集团有限公司持股 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%、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。

2020 年，公司经营范围较上年无变化。

截至 2020 年底，公司内设 5 个职能部门，较上年无变化。公司合并范围内的主要子公司共 22 家。其中子公司深圳市新南山控股（集团）股份有限公司（以下简称“南山控股”），为深交所上市公司，股票代码 002314.SZ。

截至2020年底，公司资产总额671.92亿元，所有者权益185.65亿元（其中少数股东权益35.65亿元）；2020年公司实现营业收入156.27亿元，利润总额28.32亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额766.21亿元，所有者权益合计195.77亿元（其中少数股东权益41.83亿元）；2021年1－3月，公司实现营业收入20.64亿元，利润总额-0.47亿元。

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33楼；法定代表人：王志贤。

三、债券概况及募集资金使用情况

2021年8月5日，公司成功发行“中国南山开发（集团）股份有限公司2021年度第四期中期票据”，截至2021年8月11日，公司未到第一个付息日。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
21 南山开发 MTN004	5.00	5.00	2021-08-05	3

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（拆最内为
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；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

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿

2为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

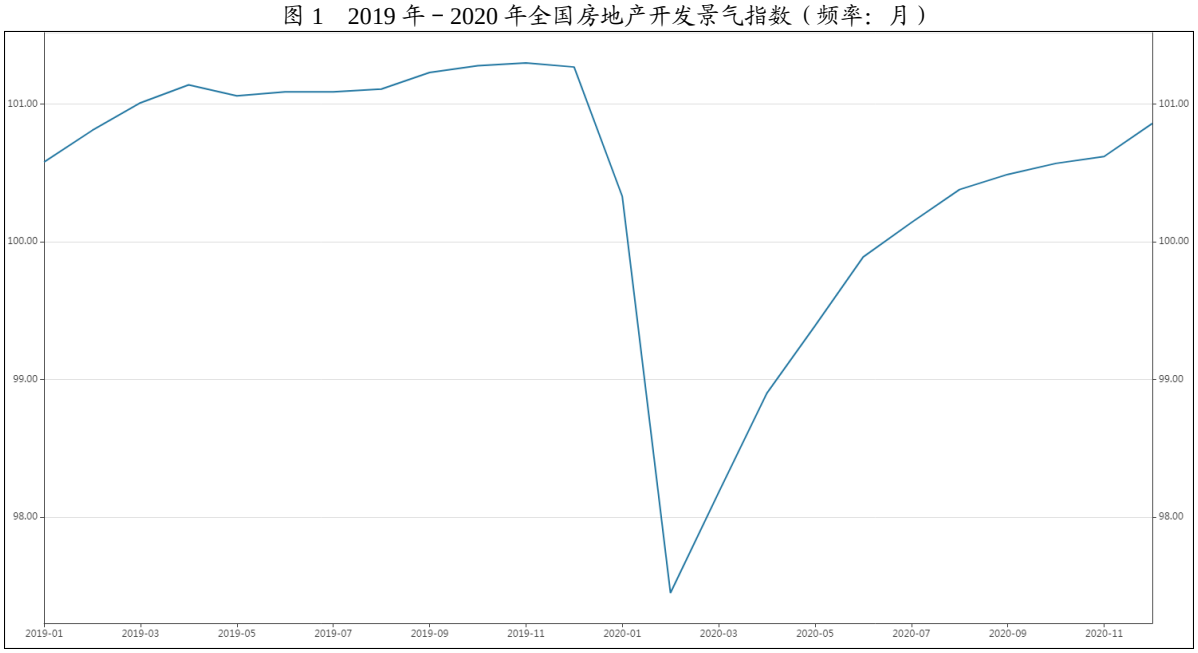
五、行业分析

1. 房地产行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020 年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图 1　2019 年－2020 年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020 年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额 0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，累计同比下降 1.1%，相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，增速相较 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋竣

工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

2. 土地市场与信贷环境

2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4 月起明显回升，房企到位资金增速较 2019 年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；土地成交价款 17268.83 亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1—3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

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	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合 计	**165962.89**	**100.00**	**178608.59**	**100.00**	**193114.85**	**100.00**

资料来源：Wind，联合资信整理

（3）政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 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
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
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

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2020 年以来房地产融资相关政策具体内容见表 4。

表 5　2020 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 1 月	央行	2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场工作电视电话会议要求，2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 4 月	银保监会	4 月 22 日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020 年 5 月	央行	《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 6 月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020 年 8 月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020 年 10 月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020 年 12 月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自 2021 年 1 月 1 日起实施

资料来源：联合资信整理

2. 物流行业

物流行业是国民经济中重要的服务行业，近年来，随着宏观经济增速放缓，物流行业增长速度随之放缓，但仍保持稳步增长趋势。

物流行业是国民经济中重要的服务行业，随着我国经济的快速发展和居民消费水平的不断升级，我国物流行业规模不断增长，特别是在电子商务迅猛发展的推动下，仓储物流行业和干线运输行业都获得了较为迅速的增长。虽然近年来随着宏观经济增速放缓，物流行业增长速度随之放缓，但仍保持稳步增长趋势。2020 年物流业总收入 10.5 万亿元，比上年增长 2.2%。

2020 年全国社会物流总额 300.1 万亿元，按可比价格计算，同比增长 3.5%。从构成看，工业品物流总额 269.90 万亿元，按可比价格计算，同比增长 2.80%；农产品物流总额 4.60 万

亿元，增长 3.00%；单位与居民物品物流总额 9.80 万亿元，增长 13.20%；进口货物物流总额 14.20 万亿元，增长 8.90%；再生资源物流总额 1.60 万亿元，增长 16.9%。

2020 年社会物流总费用 14.9 万亿元，同比增长 2.0%。社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.7%，与上年基本持平。从结构看，运输费用 7.8 万亿元，增长 0.1%；保管费用 5.1 万亿元，增长 3.9%；管理费用 1.9 万亿元，增长 1.3%。

（1）政策环境

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

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

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

2019 年 3 月，为推动物流业高质量发展，发改委印发《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，发改委和交通运输部联合印发《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工作全面启动。

2020 年 6 月，为深入贯彻落实党中央、国务院关于统筹推进疫情防控和经济社会发展工作的决策部署，进一步降低物流成本、提升物流效率，加快恢复生产生活秩序，发改委和交通运输部联合印发《关于进一步降低物流成本的实施意见》（以下简称“意见”）。《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。

（2）行业关注与未来发展

随着房地产、电商等资本集中进入物流行业，物流行业的竞争会进一步加剧，行业的集中度会进一步提升。随着消费升级及跨境电商的发展，中国物流企业仍然拥有重大的发展机遇。

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

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

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底，公司注册资本180000万元人民币。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%、黄振辉投资有限公司持股3.92%、中国近海石油服务（香港）有限公司持股1.64%、银川有限公司（招商局国际有限公司下属子公司）持股0.50%。招商局控股为公司第一大股东，公司无实际控制人。

2. 企业规模

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

公司是国内最早一批成立的股份制公司之一，从开发经营赤湾港口、石油基地起步，现已发展成为一家以综合物流（运输、贸易物流和堆存仓储等）、房地产开发和制造业务（集成房屋业务、船舶舱室配套业务等）为主营业务的综合性大型企业集团。仓储物流为公司未来的重点发展方向，截至 2020 年底，公司在中国 36 个经济热点城市拥有并管理着 69 个现代化物流园区，截至 2020 年底，公司物流园区投入运营的物流园区仓库面积为 375.10 万平方米，为国内领先的物流园区开发商和运营商之一。

公司房地产业务的经营主体为南山控股。南山控股深耕华东、华南和华中的一二线城市。截至 2021 年 3 月底，公司未开工土地储备总面积为 36.50 万平方米，总建筑面积 105.72 万平方米；权益土地面积为 27.86 万平方米，建筑面积 86.63 万平方米，土地储备主要位于国内重要的二线城市，区域优势明显。

公司第一大股东为招商局控股，其实际控制人为招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）。第二大股东及第三大股东分别为

深圳市投资控股有限公司和广东广业投资控股有限公司，实际控制人分别为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会和广东省人民政府国有资产监督管理委员会。目前招商局集团业务主要涵盖综合交通、特色金融、城市与园区综合开发运营等产业。截至 2020 年底，招商局集团（合并）资产总额 22233.35 亿元，所有者权益 9025.97 亿元；2020 年公司实现营业收入 4159.38 亿元，利润总额 800.20 亿元。股东背景雄厚，综合实力强。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，受房地产业务收入增长的影响，公司收入有所上升；受现代综合物流业务及建筑模块化业务毛利率上升影响，综合毛利率水平有所提升，整体处于较好水平。

公司主营业务较上年未发生变化。2020年，公司实现营业收入156.27亿元，同比增长17.56%，主要是房地产业务收入增加所致；综合毛利率为26.26%，较2019年增长1.69个百分点，主要系现代物流综合服务业务及建筑模块化业务毛利率增长所致。

表6 公司营业收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
现代物流综合服务业务	62.89	45.63	10.64	54.07	40.68	13.63	45.59	29.17	18.78	14.23	68.94	16.64
房地产业务	47.18	34.23	51.87	47.72	35.90	33.94	86.17	55.14	28.44	1.65	8.00	2.45
建筑模块化业务	19.35	14.04	6.73	15.05	11.32	7.91	14.05	8.99	14.59	2.63	12.75	14.74
综合产城开发运营业务	4.88	3.54	62.57	14.01	10.54	49.62	9.07	5.81	55.84	1.89	9.18	51.68
其他业务	3.53	2.56	67.38	2.06	1.55	46.06	1.39	0.89	61.57	0.23	1.13	85.82
合 计	**137.84**	**100.00**	**27.49**	**132.92**	**100.00**	**24.57**	**156.27**	**100.00**	**26.26**	**20.64**	**100.00**	**19.25**

注：1. 房地产业务主要由南山控股下属地产事业部负责经营；2. 现代物流综合服务业务主要由宝湾物流控股有限公司和深圳市赤湾东方物流有限公司经营；3. 建筑模块化业务主要由南山控股下属雅致事业部、华南建材（深圳）有限公司负责经营；4. 其他业务中的其他业务主要来自中开财务有限公司和宝湾保理业务的营业收入
资料来源：公司提供

收入构成方面，2020年，公司现代物流综合服务业务、房地产开发业务和制造业务分别实现收入45.59亿元、86.17亿元和14.05亿元，同比分别下降15.68%、增长80.57%和下降6.64%。其中，现代物流综合服务业务有所下降主要原因为受疫情影响，运输业务收入有所下降；同时公司供应链业务于2020年6月不再纳入合并报告范围。受结转项目增加影响，公司房地产开发业务收入大幅增长。

毛利率构成方面，2020年，现代物流综合服务业务毛利率为18.78%，同比增长5.15个百分点，主要系毛利率较低的汽车贸易业务收缩，毛利率较高的仓储业务占比提升所致；公司房地产业务毛利率为28.44%，同比下降5.50个百分点；建筑模块化业务毛利率为14.59%，同比增长6.68个百分点，主要系毛利率较高的订单占比增长所致。

2021年一季度，公司营业收入为20.64亿元，同比增长24.87%，主要系现代物流综合服务业务收入增长所致；综合毛利率为19.25%，同比下降4.52个百分点，主要系房地产业务毛利率下滑所致。

2. 现代物流综合服务业务

跟踪期内，公司运输物流及仓储物流业务均保持稳定发展趋势，收入有所提高；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。

公司物流业务主要经营主体仍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”）

宝湾物流业务构成以堆存（仓储）业务为主，2020 年，宝湾物流堆存仓储业务实现收入 9.25 亿元，同比增长 14.62%，毛利率为 62.72%，同比下降 1.25 个百分点。

表 7　宝湾物流园区业务经营情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
堆存（仓储）业务	6.35	84.27	67.16	8.07	83.71	63.97	9.25	78.36	62.72	2.62	77.61	61.37
运输业务	0.29	3.81	1.40	0.48	4.98	0.12	1.25	10.59	2.76	0.37	10.90	5.44
办公租赁业务及代理业务	0.67	8.85	44.77	0.84	8.71	39.74	1.00	8.44	41.96	0.29	8.48	45.80
装卸业务	0.16	2.16	-80.58	0.23	2.39	-18.14	0.18	1.56	-14.03	0.05	1.45	9.83
其他业务	0.07	0.91	85.25	0.02	0.21	76.72	0.12	1.06	65.70	0.05	1.57	82.26
合计	**7.54**	**100.00**	**59.65**	**9.64**	**100.00**	**56.69**	**11.80**	**100.00**	**53.46**	**3.37**	**100**	**53.54**

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，宝湾物流园区仓库面积 401.60 万平方米，园区出租率 93.00%。2020 年，宝湾物流前五位客户收入占比为 21.27%，同比增长 3.22 个百分点，客户集中度一般。

表 8　宝湾物流物流平均租金水平以及仓库面积情况（单位：万平方米、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
仓库使用面积	263.30	265.60	375.10	401.60
使用率	93.20	91.70	92.70	93.00

资料来源：公司提供

2020 年公司主要物流园区除锡通宝湾外，平均使用率均在 90%以上。从公司目前主要运营园区的经营情况看，上海宝湾、昆山宝湾、廊坊宝湾、北京宝湾、嘉善宝湾等物流园区为成熟物流园区，收入规模较为稳定，仓库出租率维持在较高水平。其中，江阴和滨港物流园出租率较低，主要系投入运营时间较短，仓库出租率相对较低所致；嘉兴和武汉物流园出租率较低主要系部分租户租约到期导致出租率临时下降所致，目前均已回归正常水平；镇江物流园出租率有所下降，主要系园区区位布局条件相对偏弱，招商环境较差所致。2020 年 12 月宝湾物流以明江宝湾和广州宝湾作为底层资产进行资产证券化，明江宝湾和广州宝湾不再纳入合并范围。

2020 年，宝湾物流实现签约面积 1418 亩，落实土地指标面积 1120 亩，主要区域包括宁波、武汉、成都、重庆、漳州等城市。截至 2021 年 3 月底，宝湾物流在建及拟建物流园区仓储建筑面积约 324.12 万平方米。

表 9　宝湾物流主要物流园区经营情况（单位：亿元、%）

园区名称	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	营业收入	净利润	仓库出租率	营业收入	净利润	仓库出租率	营业收入	净利润	仓库出租率	营业收入	净利润	仓库出租率
上海宝湾	1.06	0.52	100.00	1.08	0.56	100.00	1.13	0.57	100.00	0.29	0.14	100.00
肥东宝湾	--	--	--	0.38	0.02	99.00	1.12	0.05	97.50	0.26	0.01	100.00

昆山宝湾	0.69	0.25	100.00	0.70	0.24	100.00	0.69	0.19	100.00	0.17	0.05	100.00
廊坊宝湾	0.35	0.13	100.00	0.41	0.18	100.00	0.43	0.21	100.00	0.11	0.06	100.00
龙泉宝湾	0.70	0.11	100.00	0.69	0.08	99.00	0.40	0.12	99.50	0.10	0.03	98.00
南京宝湾	0.38	0.10	98.00	0.40	0.12	100.00	0.40	0.14	99.50	0.10	0.04	100.00
天津宝湾	0.51	0.05	93.00	0.31	-0.02	70.00	0.39	0.05	90.90	0.10	-	99.40
嘉善宝湾	--	--	--	0.40	0.07	100.00	0.39	0.10	100.00	0.10	0.03	100.00
无锡宝湾	0.28	0.07	100.00	0.35	0.03	100.00	0.38	0.09	100.00	0.10	0.03	100.00
胶州宝湾	0.29	0.08	88.00	0.33	0.09	91.00	0.35	0.09	96.60	0.09	0.04	97.70
武汉宝湾	0.38	0.05	99.00	0.34	0.06	82.00	0.34	0.06	89.00	0.09	0.01	69.70
咸阳宝湾	--	--	--	0.26	-	90.00	0.29	0.01	93.30	0.07	0.01	100.00
北京宝湾	0.23	0.10	100.00	0.24	0.11	100.00	0.27	0.10	100.00	0.07	0.03	100.00
绍兴宝湾	--	--	--	0.25	0.06	83.00	0.24	0.05	93.20	0.07	0.02	100.00
新都宝湾	0.26	0.09	100.00	0.25	0.07	100.00	0.23	0.06	100.00	0.06	0.01	100.00
嘉兴宝湾	0.18	0.05	100.00	0.21	0.04	92.00	0.22	0.06	91.40	0.05	0.02	82.60
双龙宝湾	--	--	--	0.17	0.03	100.00	0.22	0.03	95.70	0.06	0.01	95.90
镇江宝湾	0.28	-0.13	58.00	0.27	-0.06	60.00	0.22	-0.01	70.50	0.06	0.01	68.70
天津津南宝湾	0.19	0.07	98.00	0.17	0.06	85.00	0.19	0.07	96.70	0.05	0.02	98.90
南通宝湾	0.17	0.04	98.00	0.15	0.06	83.00	0.16	0.03	93.80	0.04	0.01	95.40
德清宝湾	--	--	--	0.12	0.02	87.30	0.16	0.03	100.00	0.04	0.01	100.00
锡通宝湾	--	--	--	0.13	0.02	83.70	0.16	0.04	89.30	0.05	0.02	94.70
江阴宝湾	--	--	--	0.14	0.02	63.90	0.16	--	83.20	0.04	--	71.80
鄂州宝湾	--	--	--	0.12	--	89.20	0.14	0.01	94.80	0.03	0.01	93.30
滨港宝湾	--	--	--	0.13	-0.05	100.00	0.14	-0.03	74.00	0.04	--	85.00
广州 宝湾	0.60	0.16	100.00	0.63	0.16	100.00	--	--	--	--	--	--
明江宝湾	0.61	0.25	100.00	0.64	0.28	100.00	--	--	--	--	--	--
合计	**7.15**	**1.99**	--	**9.27**	**2.25**	--	**8.82**	**2.12**	--	**2.24**	**0.62**	--

注：1. 上表中仓库出租率为年度加权平均出租率；2.. 因税务筹划，公司给镇江物流园区匹配了成本较高的资金，因此 2020 年处于亏损，2021 年一季度已盈利
资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司主要在建物流园区累计投资 24.62 亿元，尚需投资 25.77 亿元；拟建项目预计总投资 32.25 亿元。公司面临一定的资本支出压力。

表 10　截至 2021 年 3 月底公司主要在建工程项目情况（单位：亿元、万平方米）

在建项目名称	建筑面积	总投资	累计投资
宁波镇海宝湾	11.10	4.36	3.09
西安临潼宝湾	10.66	4.53	3.03
武汉青山宝湾	17.87	6.00	4.89
宁波奉化宝湾	19.43	6.20	3.05
浙江余姚宝湾	16.14	6.70	2.70
漳州角美宝湾	16.58	4.70	1.88
浙江义乌宝湾	26.07	7.20	1.80
重庆两江宝湾	10.18	3.50	1.76
东西湖宝湾	5.51	2.50	1.04
太仓雅鹿宝湾	8.04	3.70	1.10
肥东二期宝湾	4.34	1.00	0.28
合计	**145.92**	**50.39**	**24.62**

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
资料来源：公司提供

东方物流承担着公司的物流运输业务。截至 2020 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；东方物流自有牵引车 1540 台，槽罐车 172 台，半挂车 5240 台，集装箱 4797 个，拥有社会可控车辆约 4 万台。2020，东方物流全年实

现营业收入 30.45 亿元，同比下降 38.00%，主要系疫情影响及供应链业务不再纳入合并范围所致；毛利率为 3.39%，同比增长 0.46 个百分点。2021 年 1—3 月，东方物流实现营业收入 10.03 亿元，同比增长 56.03%。

3. 房地产业务

2020 年，公司房地产业务开发节奏有所加快，签约销售金额及均价均有所增长；公司土地储备主要分布在国内重点二线城市，区域分布较好，土地储备规模尚可。

公司房地产业务的主要经营主体为南山控股和深圳海湾发展管理有限公司等。

土地储备

公司主要通过招拍挂等方式获得土地储备。2020 年及 2021 年一季度，公司新增土地储备 26.61 万平方米，分布在成都、东莞、武汉、上海、深圳、重庆和苏州等区域，拿地均价较高，土地成本同比有所提升。截至 2021 年 3 月底，公司未开工土地储备总面积为 36.50 万平方米，总建筑面积 105.72 万平方米；权益土地面积为 27.86 万平方米，建筑面积 86.63 万平方米。此外公司有权对深圳南山赤湾片区 2.20 平方公里土地进行开发，目前该片土地已纳入广东前海蛇口自贸区、粤港澳大湾区发展统一规划范围内。截至 2021 年 3 月底，该片区可供开发及城市更新改造的建筑面积 38.51 万平方米。公司与政府商议签订土地协议，约定 2.20 平方公里土地开发事宜，根据各地块项目开发，补缴地价确权，发放土地证。

表 11　公司新增土地情况（单位：亿元、万平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
新增土地面积	16.63	31.61	17.72	8.89
新增建筑面积	53.54	59.87	55.28	22.60
土地成本	68.19	60.56	62.61	29.02

资料来源：公司提供

表 12　截至 2021 年 3 月底公司未开工土地储备情况（万平方米、亿元）

序号	地块名称	地理位置	取得时间	出让金总额	土地面积	权益面积	建筑面积	拟建项目类别
1	南山国际	南通	2013 年	2.51	1.26	1.26	27.03	住宅
2	白鹤天池	长沙	2012 年	2.23	22.74	14.50	43.93	住宅、商业
3	三食六巷	合肥	2015 年	0.85	2.30	2.30	1.83	商业
4	光谷自贸港	武汉	2016 年	0.58	1.30	0.90	10.33	厂房
5	东莞南山府	东莞	2021 年	11.87	4.30	4.30	12.89	住宅
6	苏州越溪	苏州	2021 年	12.07	3.54	3.54	7.07	住宅
7	东莞南山悦府	东莞	2021 年	5.08	1.06	1.06	2.64	住宅
合　计			--	**35.19**	**36.50**	**27.86**	**105.72**	--

资料来源：公司提供

房地产开发

2020 年，公司房地产业务新开工面积 70.71 万平方米，期末房屋施工面积 85.96 万平方米，同比分别增长 37.97%和 19.82%，主要系公司开发节奏加快所致；2020 年，公司房地产竣工面积 56.50 万平方米，同比下降 32.82%，房地产开发完成投资 112.78 亿元，同比增长 9.21%。

表 13　近年来公司房地产开发主要指标（合并口径）（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
新开工面积	40.63	51.25	70.71	18.75
期末房屋施工面积	63.03	71.74	85.96	104.71
房屋竣工面积	27.77	42.54	56.50	0.00
房地产开发完成投资	70.47	103.27	112.78	38.77

资料来源：公司提供

公司在建项目主要为自主开发。截至2021年3月底，公司主要在建房地产项目规划建筑面积总计232.79万平方米，预计总投资为358.47亿元，已投资225.18亿元，尚需投资133.29亿元。

表14　截至2021年3月底公司主要在建房地产项目（单位：亿元、万平方米、%）

项目区域	项目业态	总建筑面积	权益比例	计划总投资	截至 2021 年 3 底已投资	计划 2021 年 4—12 月投资	计划 2022 年投资	计划 2023 年投资
观枫四季花园	住宅	14.06	100%	43.10	34.19	8.91	--	--
云熹花园	住宅	12.47	55%	22.37	16.70	4.33	1.34	--
美锦雅园	住宅	10.98	100%	15.70	9.00	6.25	0.45	--
无锡车联网	住宅、商办	25.61	100%	24.00	16.74	4.41	2.20	0.65
虹桥领峯	住宅	12.92	100%	42.31	30.69	8.35	3.00	0.27
南山 十里天池（北地块）	住宅	17.62	100%	19.32	3.78	8.43	3.54	3.57
南山 梅溪一方	住宅、商业	30.39	100%	31.00	23.98	7.02	--	--
南山府	住宅	14.48	100%	21.00	16.25	2.17	2.58	--
南山天樾	住宅	10.38	100%	17.00	12.29	2.94	1.77	--
瀛洲府	住宅	11.39	51%	21.70	16.97	2.61	2.12	--
南山凌峯	住宅、商业	37.39	51%	46.37	22.65	10.13	8.99	4.60
宏昌西牛浦	住宅	12.73	51%	49.45	19.22	9.70	3.29	15.40
南山白鹤天池三期	住宅	22.37	100%	5.15	2.72	1.49	0.54	0.40
合计	--	**232.79**	--	**358.47**	**225.18**	**76.74**	**29.82**	**24.89**

资料来源：公司提供

房地产销售

2020 年，公司房地产签约面积略有下降，但受益于签约均价上升，签约销售金额持续增长。

表 15　公司房地产主要销售指标（合并口径）
（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
期末可售面积	18.15	15.65	25.02	14.31
当期结算面积	32.92	32.96	51.58	0.55
当期签约面积	31.13	50.13	49.22	11.38
签约销售额	51.37	79.72	97.86	27.60
签约均价	1.65	1.59	1.99	2.43

注：期末在建面积为权益口径已取得预售证面积
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和华中，2020 年上述地区的房地产结算面积占比分别为 93.61%和 6.39%；销售收入占比分别为 84.12%和 15.88%。

表 16　公司房地产开发结转收入区域分布

（单位：亿元、万平方米、%）

2018 年				
地区	结转收入	占比	结算面积	占比
华东	27.14	57.52	21.09	64.06
华中	6.98	14.80	9.54	28.98
华南	13.06	27.68	2.29	6.96
合计	**47.18**	**100.00**	**32.92**	**100.00**
2019 年				
地区	**结转收入**	**占比**	**结算面积**	**占比**
华东	38.20	80.05	22.64	68.69
华中	9.39	19.68	10.3	31.25
华南	0.13	0.27	0.02	0.06
合计	47.72	**100.00**	32.96	**100.00**
2020 年				
地区	**结转收入**	**占比**	**结算面积**	**占比**
华东	64.08	74.36	35.26	68.36
华中	11.86	13.77	14.90	28.88
华南	10.23	11.87	1.42	2.76
合计	**86.18**	**100.00**	**51.58**	**100.00**
2021 年 1－3 月				
地区	**结转收入**	**占比**	**结算面积**	**占比**
华东	1.39	84.12	0.51	93.61
华中	0.26	15.88	0.04	6.39
华南	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	**1.65**	**100**	**0.55**	**100.00**

注：华东地区主要是上海、苏州、南通地区；华中地区主要是长沙；华南地区主要是惠州、深圳
资料来源：公司提供

4. 建筑模块化业务板块

2020 年，建筑模块化业务收入略有下降，受益于毛利率较高的订单占比提升，毛利率有所增长。

（1）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。2020年公司集成房屋销售收入为6.49亿元，毛利率为14.95%。

集成房屋制造所需原材料包括带钢、彩钢、油漆、玻璃棉、木夹板等，主要原材料占生产成本比重约为65%。原材料成本变动对集成房屋生产成本影响较大。2020年，雅致集成主要原材料价格均呈下降趋势。2021年一季度，受钢材价格大幅上升影响，原材料价格有所上涨。

表17　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			
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
带钢	3924.22	2561.58	10152.68	2041.00	4180.00	4645.64	4703.00	5795.00
彩钢	4408.17	2391.76	2393.74	764.00	6137.00	6505.62	6007.00	6802.00
油漆	514.94	757.03	714.04	155.00	17092.00	18617.91	23969.00	29623.00

资料来源：公司提供

根据南山控股2019年6月29日发布公告，南山控股为优化资产结构、聚焦核心业务，拟通过上海联合产权交易所公开挂牌转让深圳雅致集成房屋有限公司（以下简称“深圳雅致”）不低于51%的股权。2019年7月2日，深圳雅致70%股权首次公开挂牌，挂牌底价为37610.31万元。未征集到合格意向受让方，项目挂牌至2020年7月2日后终结。公司经审慎考虑决定终止此次挂牌转让深圳雅致70%股权事项，未来仍将继续统筹经营集成房屋业务，进一步对其进行提质增效工作。

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（深圳）有限公司（以

下简称“华南建材”）经营。2020 年公司完成对华南建材的整体搬迁工作，但受搬迁影响产能尚未完全恢复，产销量同比有所下降 2020 年公司船舶舱室业务营业收入为 4.06 亿元，毛利率为 16.27%。

表 18 船舶舱室配套业务主要产品情况

产品	项目	单位	2018 年	2019 年	2020 年	2020 年同比变化
船舶舱室配套业务-复合板	销售量	万平方米	115.82	126.00	109.00	-13.49%
	生产量	万平方米	114.01	125.00	112.00	-10.40%
	库存量	万平方米	45.21	44.21	47.21.00	6.79%
船舶舱室配套业务-防火门	销售量	扇	29634.00	27571.00	24620.00	-26.66%
	生产量	扇	56373.00	52289.00	26520.00	-23.08%
	库存量	扇	8260.00	9168.00	11068.00	20.72%
船舶舱室配套业务-卫生单元	销售量	套	12843.00	22557.00	15642.00	-30.66%
	生产量	套	12869.00	21061.00	11148.00	-47.07%
	库存量	套	9405.00	7909.00	3415.00	-56.82%

注：1. 产品销售量数据为对外销售数据，不包括内部自用数据；2. 防火门部分用于内部生产卫生单元，
资料来源：公司提供

5. 综合产城开发运营业务

跟踪期内，公司持续围绕重点城市布局，但目前整体业务规模较小，仍处于前期建设及运营阶段，该类项目投资回报期较长，需关注后期项目去化情况。

公司综合产城开发运营业务主要包括租赁、商服服务业务和产城综合开发，主要经营主体为合肥宝湾国际物流中心有限公司（以下简称“合肥宝湾”）以及宝湾产城发展（深圳）有限公司（以下简称“宝湾产城”）。产城综合开发运营作为公司的核心战略业务之一，运营模式主要以“产业+配套”，配套以住宅及公寓为主。宝湾产城充分利用公司丰富的土地开发与园区运营经验，以长三角，粤港澳，长江经济带中、上游作为业务发展的重点布局区域，重点发展头部城市以及核心城市周边区域，并按照产业园区、产业小镇、产业新城的优先顺序，有重点地梯度推进业务开展。公司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。目前，综合产城开发运营业务已落地项目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 3 月底，公司累计取得土地储备总面积为 119.30 万平方米，分布于重庆、英山、合肥、德阳及上海等地。

表 19 截至 2021 年 3 月底公司产城业务取得土地情况（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	25.80	30.20	60
长三角国际影视中心	上海	影视城	5.10	--	50
合肥宝湾国际三期	合肥	建材 MALL	4.38	11.18	100
德阳科技园	德阳	工业厂房	31.40	21.40	100
重庆汽车公园	重庆	汽车主题公园、文旅产业园及商业	52.62	67.67	100
合计			119.30	130.45	--

资料来源：公司提供

公司综合产城开发运营项目以自主开发为主，截至 2021 年 3 月底，主要在开发项目共 4 个，业态涵盖物流仓储、建材 MALL、工业厂房和影视城等，计划总投资额 18.77 亿

元，尚需投资 14.50 亿元。

表 20　截至 2021 年 3 月底公司主要项目开发情况（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	30	43.01	--	8.70	1.80	60
合肥宝湾国际三期	合肥	建材 MALL	39	8.98	--	3.54	1.36	100
西安智造园	西安	工业厂房	100	4.28	2.23	0.53	0.11	100
长三角国际影视中心	上海	影视城	100	10.21	--	6.00	1.00	50
合计			--	**66.48**	**2.23**	**18.77**	**4.27**	--

资料来源：公司提供

综合产城开发运营项目通过部分出售和部分自持出租模式实现收益，截至 2020 年底，达到可销售状态的长三角国际影视中心预售金额 1.45 亿元。

表 21　截至 2021 年 3 月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	11.54	10.80	10.80	100	100
西安智造园	西安	工业厂房	4.28	4.28	4.28	100	100
合肥宝湾国际	合肥	仓储	21.32	21.32	20.83	98	100
合计			**37.14**	**36.40**	**35.91**	--	--

资料来源：公司提供

6. 经营效率

公司整体经营效率尚可。

2020 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 7.87 次、0.60 次和 0.25 次，分别较 2019 年增长 0.88 个百分点、下降 0.05 个百分点和下降 0.01 个百分点。与同业投资控股公司相比，公司经营效率指标整体处于中游水平。

表 22　2020 年公司同行业对比情况（单位：%、倍）

项目	公司	苏州新区高新技术产业股份有限公司	上海复星高科技（集团）有限公司
存货周转率	0.60	0.33	0.99
应收账款周转率	8.14	17.14	12.27
总资产周转率	0.25	0.20	0.25
流动比率	164.81	190.63	100.70
速动比率	81.60	76.96	59.40
经营现金流动负债比	-5.27	18.72	4.94

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

7. 未来发展

公司未来发展战略清晰。

2018年公司提出了百年南山，中国百强这一奋斗目标，通过三个阶段的努力逐步实现：

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

第二阶段（2022－2032）：在上述基础上再奋斗十年，到2032年公司成立50周年时，实现主营业务收入翻三番，公司进入中国200强；行业地位更加突出，在1~2个核心产业处于行业领导地位，并培育出1~2个新兴产业；集团社会影响力大幅提升，成为社会责任百

强企业。

第三阶段：到公司成立100年时，成为行业领先的国际性、综合性企业集团，成为中国百强企业中有影响力的企业集团；同时，在国家战略型产业领域具有国际影响力。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的 2020 年度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 2021 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围看，截至 2020 年底，公司纳入合并范围的控股子公司 268 家，较 2019 年底增加合并单位 40 家，减少合并单位 9 家；截至 2021 年 3 月底，公司纳入合并范围的控股子公司 279 家，较 2019 年底增加合并单位 14 家，减少合并单位 3 家。总体看，因增加和减少的子公司经营规模不大，公司合并范围变动对财务报表可比性尚可。

截至2020年底，公司资产总额671.92亿元，所有者权益185.65亿元（其中少数股东权益35.65亿元）；2020年公司实现营业收入156.27亿元，利润总额28.32亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额766.21亿元，所有者权益合计 195.77 亿元（其中少数股东权益 41.83 亿元）；2021 年 1－3 月公司实现营业收入 20.64 亿元，利润总额-0.47亿元。

2. 资产质量

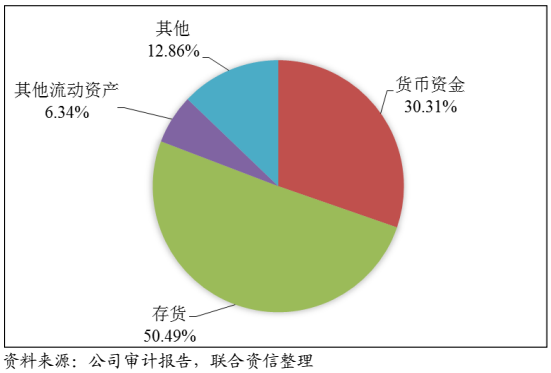
跟踪期内，随着房地产开发投入和物流园区的建成转入节奏加快，公司资产总额保持快速增长态势，资产构成仍以流动资产为主；公司资产质量较好。

截至 2020 年底，公司资产总额 671.92 亿元，较年初增长 21.33%，主要系货币资金及存货增长所致。其中，流动资产占 62.93%，非流动资产占 37.07%。公司资产仍以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 422.81 亿元，较年初增长 26.75%，主要系货币资金、存货及其他流动资产增长所致。公司流动资产主要构成如下图所示。

图2 截至2020年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司货币资金 128.13 亿元，较年初增长 46.46%，主要系 2020 年公司发行多期中期票据、超短期融资券及宝湾物流发行 CMBN、类 REITS 后资金结存所致。货币资金主要由银行存款构成（117.17 亿元），受限资金 10.60 亿元，受限比例为 8.27%，受限比例较低。

截至 2020 年底，公司存货 213.47 亿元，较年初增长 26.07%，主要系开工投入增加所致。从构成上看，存货主要由房地产的开发成本（占 86.77%）及开发产品（11.51%）等构成，其中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。截至 2020 年底，公司存货共计提跌价准备 0.23 亿元，主要为对原材料以及产成品计提的跌价准备。

截至 2020 年底，公司其他流动资产 26.82 亿元，较年初增长 24.29%，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

3 截至 2020 年底，公司将于一年内到期的主要债权投资：CGL Investment Holdings Corporation Limited、武汉南山华中投资发展有限公司、深圳市赤湾东方供应链管理有限公司和上海松尾钢结构有限公司。

税增加所致。其他流动资产主要由债权投资（11.40 亿元）和待抵扣进项税（8.59 亿元）等构成。

非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 249.11 亿元，较年初增长 13.13%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 7.47%）、投资性房地产（占 24.95%）、固定资产（占 17.61%）、在建工程（占 16.84%）及无形资产（占 22.33%）构成。

截至 2020 年底，公司长期股权投资 18.61 亿元，较年初下降 3.77%，主要系减少联营或合营企业股权投资所致；公司未对长期股权投资计提减值准备，目前尚未出现减值迹象。

公司投资性房地产主要由用于出租的物流园以及自持商业地产构成，采用成本法计量。截至 2020 年底，公司投资性房地产 62.15 亿元，较年初增长 27.71%，增长主要来自建成物流园转入所致。

截至 2020 年底，公司固定资产 43.87 亿元，较年初增长 2.50%。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 19.27 亿元，成新率为 69.70%，成新率一般。

截至 2020 年底，公司在建工程 41.94 亿元，较年初增长 45.27%，主要系物流园区建设推进所致。

截至 2020 年底，公司无形资产 55.63 亿元，较年初增长 20.72%，主要系新增购置的土地使用权及收购子公司股权所致。无形资产主要由土地使用权构成；公司部分运营成熟的物流园区土地使用权获取时间较早，具有较大增值空间。

截至2020年底，公司受限资产账面价值合计100.86亿元，占总资产的比重为15.01%，受限比例一般。

表 23　截至 2020 年底受限资产情况（单位：亿元）

资产名称	账面价值
货币资金	10.60
存货	54.00
无形资产	10.59
投资性房地产	16.68
固定资产	6.41
长期股权投资	2.58
合计	**100.86**

资料来源：公司财务报告

截至2021年3月底，公司资产总额766.21亿元，较上年底增长 14.03%，主要系货币资金及存货增长所致。其中，流动资产占65.34%，非流动资产占 34.66%。资产结构较上年底变化不大。截至 2021 年 3 月底，公司货币资金 155.85 亿元，较 2020 年底增长 21.63%，主要系一季度公司发债后留存现金所致；存货 251.81 亿元，较 2020 年底增长 17.96%，主要系土地储备增加所致。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益稳步增长；所有者权益构成中未分配利润和其他权益工具占比较大，所有者权益稳定性一般。

2020 年 11 月，公司以任意盈余公积转增股本的方式增资 9 亿元，实收资本增至 18.00 亿元；2020 年末，宝湾物流赎回 10 亿元永续债，少数股东权益有所下降。截至 2020 年底，公司所有者权益合计 185.65 亿元，较年初增长 9.86%，主要系当年利润留存增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 80.80%，少数股东权益占比为 19.20%。公司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 9.70%、9.86%、10.77%和 43.24%。公司所有者权益中未分配利润和其他权益工具占比较大，权益结构稳定性一般。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益为 195.77 亿元，所有者权益构成较 2020 年底变化不大。

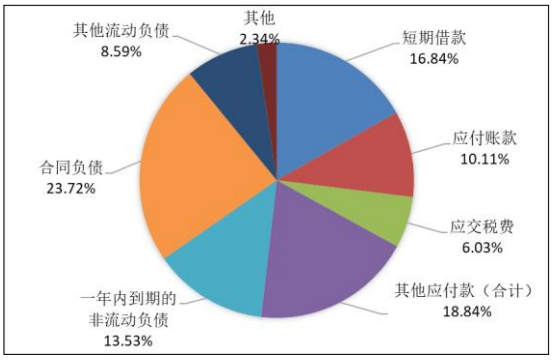
负债

跟踪期内，公司拿地和投资资金需求加大，债务规模持续上升，债务负担有所加重，有息债务仍以长期债务为主，与公司房地产项目开发周期长的业务模式相匹配。

截至 2020 年底，公司负债总额 486.27 亿元，较年初增长 26.38%，主要系公司拿地和投资资金需求加大，推动债务规模快速增长所致。其中，流动负债占 52.76%，非流动负债占 47.24%。非流动负债占比较年初略有上升。

截至 2020 年底，公司流动负债 256.55 亿元，较年初增长 19.67%，主要系短期借款及其他应付款增加所致。公司流动负债主要构成如下图所示。

图 3　截至 2020 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司短期借款 43.20 亿元，较年初增长 47.62%，主要为信用借款较年初大幅增长 123.50%所致。其中保证借款 9.82 亿元（占 22.72%），质押借款 4.46 亿元（占 10.32%），信用借款 28.92 亿元（占 66.96%）。2020 年 12 月 31 日，上述借款年利率为 1.50%-5.22%。

根据新收入准则，部分符合条件的预收款由预收款项科目调整至合同负债科目核算。2020 年，公司已将除预收租金外其他所有预收款项调整至合同负债科目。截至 2020 年底，公司合同负债 60.86 亿元，较年初预收款项余额下降 6.57%，主要系房地产销售有关的合同负债（截至 2020 年底，占合同负债比重 97.41%）减少所致。

截至 2020 年底，公司其他应付款 48.34 亿元，较年初增长 24.11%，主要系保证金及押金增加所致。

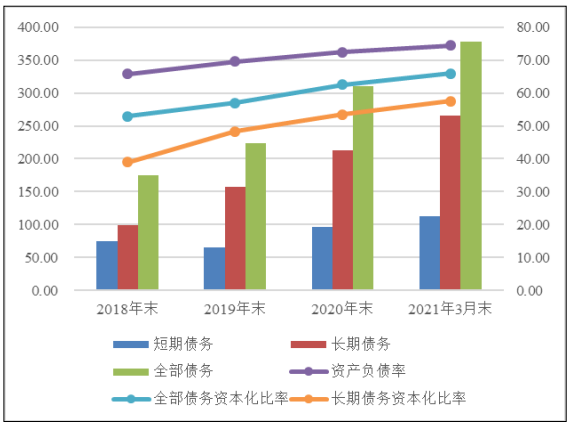
截至 2020 年底，公司其他流动负债 22.03 亿元，较年初增长 79.29%，主要系当期发行短期融资券及待转销项税增加所致。

截至 2020 年底，公司非流动负债 229.72 亿元，较年初增长 34.81%，主要系长期借款及应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 56.57%）及应付债券（占 35.69%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 129.95 亿元，较年初增长 49.42%，主要系当期抵押借款大幅增长所致。

截至 2020 年底，公司应付债券 81.98 亿元，较年初增长 19.23%，主要系公司发行中期票据所致。

图 4　公司债务结构变化情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司全部债务 309.84 亿元，较年初增长 38.48%。其中，短期债务占 31.09%，长期债务占 68.91%，债务结构较年初变化不大。截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.37%、62.53%和 53.49%，较年初分别提高 2.89 个百分点、5.56 个百分点和 5.18 个百分点。公司债务规模有所上升，公

司债务负担较重。公司全部债务中 1 年内、1~3 年到期的有息债务分别为 82.97 亿元和 111.72 亿元，有一定的集中兑付压力。

表 24　公司有息债券期限情况（单位：亿元）

期限	有息债务金额
1 年以内	82.97
1-3 年	111.72
3-5 年	59.98

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 570.45 亿元，较上年底增长 17.31%，主要系长期借款及应付债券增长所致。其中，流动负债占 50.69%，非流动负债占 49.31%。负债结构较上年底变化不大。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 378.10 亿元，较上年底增长 22.03%。其中，短期债务 112.65 亿元（占 29.79%），较上年底增长 16.93%，主要系短期借款及一年内到期的非流动负债增加所致。长期债务 265.46 亿元（占 70.21%），较上年底增长 24.34%，主要系长期借款及应付债券增加所致。截至 2021 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.45%、65.89%和 57.55%，较上年底分别提高 2.08 个百分点、3.35 个百分点和 4.07 个百分点。

4. 盈利能力

2020 年，公司营业收入有所增长，公司整体盈利能力同比有所提升，但期间费用持续增长，对公司利润形成一定侵蚀，投资收益对公司利润总额贡献大。2021 年一季度，疫情影响逐步减弱，营业收入同比实现正增长，但一季度利润总额仍为负。

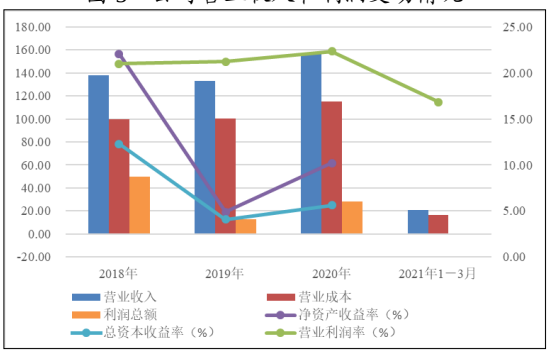
2020 年公司营业收入为 156.27 亿元，同比增长 17.56%；营业成本为 115.23 亿元，同比增长 14.93%。2020 年，公司营业利润和利润总额分别为 27.85 亿元和 28.32 亿元，同比分别增长 117.79%和 117.45%，主要系投资收益大幅增长所致。

期间费用方面，2020 年公司期间费用为 23.27 亿元，同比增长 8.54%，主要系财务费用增长所致，公司期间费用持续增长，对公司利润形成一定侵蚀；期间费用率为 14.89%，较 2019 年下降 1.24 个百分点，公司费用控制能力略有提升。

非经常性损益方面，2020 年公司取得其他收益 1.53 亿元，主要是税收补贴款。2020 年，公司取得投资收益 16.08 亿元，同比增长 214.04%；主要系子公司宝湾物流通过发行资产证券化产品方式转让子公司 2 家产生的溢价 12.48 亿元和进行债权投资获得的 1.71 亿元投资收益所致。公司投资收益对利润影响较大，但存在不确定性。

盈利指标方面，2020 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 22.34%、5.62%和 10.21%，分别同比增长 1.13 个百分点、1.56 个百分点和 5.32 个百分点。公司整体盈利能力较上年有所提升。

图 5　公司营业收入和利润变动情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2021 年 1－3 月，公司营业收入 20.64 亿元，同比增长 24.87%，主要系去年同期受疫情影响较大的现代物流综合服务业务逐步回暖所致；利润总额为-0.47 亿元，去年同期为-1.71 亿元，亏损幅度略有缩减。

5. 现金流

跟踪期内，房地产及物流园建设项目快速推进，公司筹资需求持续加大；因购地及

建设支出所需，经营活动净现金流仍持续净流出；同期，公司新增及在建项目的投入不断增加，公司存在一定的对外筹资压力。

经营活动现金流方面，2020 年公司经营活动现金流入量为 187.54 亿元，同比下降 3.40%，主要为委托代理款减少所致。2020 年经营活动现金流出量为 201.07 亿元，同比下降 4.36%，主要系受托待付款减少所致。2020 年，受益于销售回款增加公司经营活动净流出规模同比下降 15.96%。2020 年，公司现金收入比为 111.41%，同比下降 3.52 个百分点。公司经营获现水平受房地产业务回款及投资影响较大，需对其稳定性保持关注。

投资活动现金流方面，2020 年公司投资活动现金流入 53.89 亿元，同比增长 60.72%，主要系发行资产专项计划收到的现金、履约保证金、收回代垫拆迁款所及关联方往来款增加所致；2020 年投资活动现金流出 75.07 亿元，同比增长 68.54%，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 52.29 亿元（同比增长 98.37%，主要为建设物流园区的支出）和投资支付的现金 14.28 亿元（同比增长 27.39%）。2020 年公司投资活动净现金流为-21.18 亿元，净流出额同比大幅增长 92.36%。

2020年，公司筹资活动前现金流量净额为-34.71亿元，存在一定的对外筹资压力。

筹资活动现金流方面，2020年公司筹资活动现金流入215.06元，同比增长30.62%，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出141.14亿元，同比增长25.80%，主要为偿还债务支付的现金。2020年，公司筹资活动净现金流为73.92亿元，同比增长40.93%。

2021 年 1－3 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动前现金流量净额分别为-9.26 亿元、-23.83 亿元和-33.09 亿元，筹资活动净现金流为 62.88 亿元。

表25　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
经营活动现金流入小计	177.37	194.14	187.54	56.77
经营活动现金流出小计	179.50	210.24	201.07	66.03
经营现金流量净额	**-2.13**	**-16.10**	**-13.53**	**-9.26**
投资活动现金流入小计	57.16	33.53	53.89	7.27
投资活动现金流出小计	62.88	44.54	75.07	31.10
投资活动现金流量净额	**-5.72**	**-11.01**	**-21.18**	**-23.83**
筹资活动前现金流量净额	**-7.85**	**-27.11**	**-34.71**	**-33.09**
筹资活动现金流入小计	80.69	164.65	215.06	95.45
筹资活动现金流出小计	52.18	112.20	141.14	32.57
筹资活动现金流量净额	**28.52**	**52.45**	**73.92**	**62.88**

资料来源：公司财务报告

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标较好，同时考虑到公司融资渠道畅通，股东实力雄厚且对公司给予一定支持，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率和速动比率分别为 164.81%和 81.60%，同比略有增长；2020 年，公司经营现金流动负债比为-5.27%。截至 2021 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 173.13%和 86.05%，较上年底有所提升。截至 2020 年及 2021 年 3 月底，公司现金类资产/短期债务分别为 1.39 倍和 1.47 倍，公司现金类资产对短期债务覆盖程度较好。公司短期偿债整体仍处较好水平。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 44.64 亿元，同比增长 61.89%；公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 3.35 倍和 6.94 倍，长期偿债能力一般。

截至 2020 年底，公司银行综合授信额度为 824.64 亿元，尚未使用额度 585.38 亿元，公司授信总额规模大，间接融资渠道畅通。同时公司子公司南山控股为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2021 年 3 月底，公司合并口径对外担保 1.56 亿元，被担保方武汉崇鸿裕业房地产开发有限公司为合作开发地产项目的项目公司。

7. 母公司财务报表分析

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。

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

资产构成方面，截至 2020 年底，公司本部资产总额 274.33 亿元，其中流动资产占 50.46%，非流动资产占 49.54%；流动资产构成以货币资金（59.26 亿元）和其他流动资产（58.96 亿元）为主，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；非流动资产以对子公司的长期股权投资（69.07 亿元）和债权投资（51.83 亿元）为主，其中长期股权投资主要为对南山控股等子公司的投资。

资本结构方面，从负债构成看，截至 2020 年底，公司本部负债总额为 160.45 亿元，其中流动负债占 40.10%，非流动负债占 59.90%，负债结构以非流动负债为主；流动负债中有息部分主要为短期借款 10.60 亿元和一年内到期的非流动负债 20.52 亿元；非流动负债中有息部分为长期借款 35.88 亿元和应付债券 51.97 亿元。从所有者权益构成看，截至 2020 年底，公司本部所有者权益为 113.88 亿元，构成以实收资本 18.00 亿元、其他权益工具 20.00 亿元、盈余公积 13.87 亿元和未分配利润 55.96 亿元为主。2020 年，公司本部发行永续中票 10.00 亿元，同时对股东进行分红 2 亿元。截至 2020 年底，公司本部资产负债率为 58.49%，全部债务资本化比率为 51.09%，杠杆水平较上年略有提升。母公司债务负担一般。

盈利能力方面，2020 年，公司本部实现营业收入 4.59 亿元，利润总额 5.40 亿元，其中投资收益 7.81 亿元，主要由长期股权投资收益、债权投资收益和处置交易性金融资产取得的投资收益构成。

2020 年，公司本部经营活动、投资活动和筹资活动的净现金流分别为-1.95 亿元、4.08 亿元和 22.17 亿元。

十一、存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对单独年度最高偿付额的保障能力强。

截至2021年8月11日，公司存续债券余额共118.00亿元。其中一年内到期的应付债券（2021年8月11日~2022年8月11日）为59.00亿元（考虑回售），存续债券待偿本金峰值为59.00亿元。截至2020年底，公司现金类资产134.07亿元；2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为187.54亿元、-13.53亿元、44.64亿元，分别为公司存续债券待偿还本金峰值的3.18倍、-0.23倍和0.76倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表 26 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

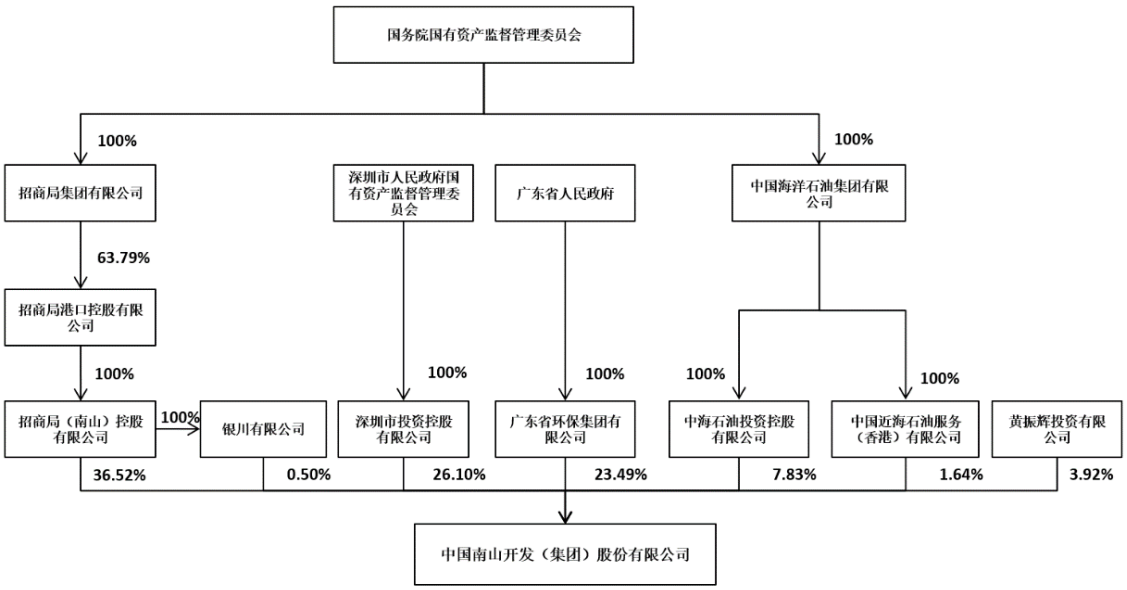
项 目	2020 年
一年内到期债券余额	59.00
未来待偿债券本金峰值	59.00
现金类资产/一年内到期债券余额	2.27
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	3.18
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.23
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.76

资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十二、结论

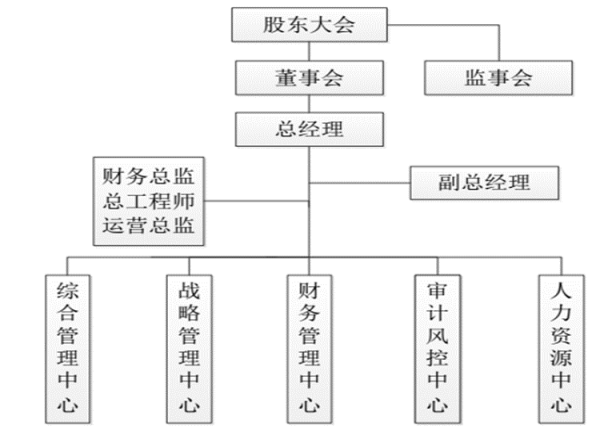
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“21 南山开发 MTN004”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



注：公司在东莞市设有分公司
资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2020 年底纳入公司合并范围的重要子公司概况

名称	主要经营地	注册地	业务性质	注册资本（人民币）	持股比例（%）	
					直接	间接
深圳市新南山控股（集团）股份有限公司	深圳	深圳	综合	270778.25	50.58	18.20
中开财务有限公司	深圳	深圳	金融服务	50000.00	60.00	40.00
深圳市赤湾东方物流有限公司	深圳	深圳	物流	60000.00	100.00	--
弘湾资本管理有限公司	深圳	深圳	投资与资产管理	20000.00	100.00	--
赤晓企业有限公司	深圳	深圳	制造业	20000.00	100.00	--
合肥宝湾国际物流中心有限公司	合肥	合肥	物流	30000.00	100.00	--
湖北鄂州南山临港新城发展有限公司	湖北	湖北	综合	15000.00	100.00	--
深圳市海湾发展管理有限公司	深圳	深圳	房地产业	2000.00	100.00	--
南山开发（香港）有限公司	香港	香港	其他	17321.78	100.00	--
深圳市海臻锦实业发展有限公司	深圳	深圳	综合开发	10000.00	100.00	--
深圳市海研锦实业发展有限公司	深圳	深圳	综合开发	25000.00	100.00	--
深圳市海泓锦实业发展有限公司	深圳	深圳	综合开发	10000.00	100.00	--
深圳市海曜锦实业发展有限公司	深圳	深圳	综合开发	10000.00	100.00	--
深圳市海山锦实业发展有限公司	深圳	深圳	综合开发	5000.00	100.00	--
深圳市海世锦实业发展有限公司	深圳	深圳	综合开发	5000.00	100.00	--
深圳市海越锦实业发展有限公司	深圳	深圳	综合开发	10000.00	100.00	--
深圳市海文锦实业发展有限公司	深圳	深圳	综合开发	40000.00	100.00	--
深圳市海荣锦实业发展有限公司	深圳	深圳	综合开发	1000.00	100.00	--
深圳市赤湾商业发展有限公司	深圳	深圳	综合开发	1000.00	100.00	--
深圳市海城锦实业发展有限公司	深圳	深圳	综合开发	1000.00	100.00	--
赤湾科技（深圳）有限公司	深圳	深圳	综合开发	1000.00	100.00	--

附件2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	59.35	95.27	134.07	165.52
资产总额(亿元)	452.92	553.78	671.92	766.21
所有者权益(亿元)	155.37	169.00	185.65	195.77
短期债务(亿元)	75.04	65.80	96.34	112.65
长期债务(亿元)	99.31	157.95	213.50	265.46
全部债务(亿元)	174.35	223.75	309.84	378.10
营业收入(亿元)	137.84	132.92	156.27	20.64
利润总额(亿元)	50.02	13.02	28.32	-0.47
EBITDA(亿元)	61.84	27.58	44.64	--
经营性净现金流(亿元)	-2.13	-16.10	-13.53	-9.26
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.68	7.00	7.87	--
存货周转次数(次)	0.87	0.66	0.60	--
总资产周转次数(次)	0.34	0.26	0.25	--
现金收入比(%)	109.38	114.93	111.41	253.82
营业利润率(%)	20.99	21.21	22.34	16.82
总资本收益率(%)	12.30	4.06	5.62	--
净资产收益率(%)	22.06	4.89	10.21	--
长期债务资本化比率(%)	38.99	48.31	53.49	57.55
全部债务资本化比率(%)	52.88	56.97	62.53	65.89
资产负债率(%)	65.70	69.48	72.37	74.45
流动比率(%)	146.60	155.60	164.81	173.13
速动比率(%)	73.94	76.61	81.60	86.05
经营现金流动负债比(%)	-1.14	-7.51	-5.27	--
现金短期债务比（倍）	0.79	1.45	1.39	1.47
EBITDA 利息倍数(倍)	7.74	2.78	3.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.82	8.11	6.94	--

注：1.2021 年一季度财务数据未经审计；2.将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务；3.将长期应付款中的有息债务调整至长期债务；4. 本报告 2018 年和 2019 年财务数据分别为 2019 年和 2020 年审计报告期初数
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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	28.00	37.45	60.58	86.58
资产总额（亿元）	195.89	236.69	274.33	293.16
所有者权益（亿元）	82.95	101.73	113.88	120.88
短期债务（亿元）	32.11	12.83	31.12	39.19
长期债务（亿元）	58.08	87.90	87.85	93.98
全部债务（亿元）	90.19	100.74	118.97	133.16
营业收入（亿元）	3.59	16.01	4.59	0.63
利润总额（亿元）	47.30	18.61	5.40	8.14
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-6.47	6.34	-1.95	-1.04
财务指标				
销售债权周转次数（次）	30.00	108.48	5.56	--
存货周转次数（次）	1.22	1.74	0.78	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.07	0.02	--
现金收入比（%）	88.12	99.14	73.72	91.61
营业利润率（%）	38.26	81.05	74.43	75.79
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	43.33	14.46	4.06	--
长期债务资本化比率（%）	41.19	46.35	43.55	43.74
全部债务资本化比率（%）	52.09	49.75	51.09	52.42
资产负债率（%）	57.66	57.02	58.49	58.77
流动比率（%）	276.73	272.17	215.16	218.25
速动比率（%）	273.06	268.95	212.86	215.48
经营现金流动负债比（%）	-14.35	16.85	-3.03	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	//		--

注：1. 本报告2018年和2019年财务数据分别为2019年和2020年审计报告期初数，2021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；“/”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+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 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。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。