

信用评级公告

联合〔2021〕1387号

联合资信评估股份有限公司通过对中国南山开发（集团）股份有限公司主体长期信用状况及其拟发行的 2021 年度第四期中期票据进行综合分析和评估，确定中国南山开发（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，中国南山开发（集团）股份有限公司 2021 年度第四期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二一年二月二十五日



中国南山开发（集团）股份有限公司

2021年度第四期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2021年2月25日

债项概况：

本期中期票据发行规模：5.00亿元

本期中期票据期限：3+N（3）年

偿还方式：每个赎回日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据

募集资金用途：偿还公司本部及下属子公司金融机构借款、到期信用债本息及补充营运资金

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	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				+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

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物流和房地产开发为主业的大型国有企业，经营稳健，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，房地产业务当地市场认可度较高。近年来，公司资产总额快速增长，运营物流园区面积不断增加，出租率继续保持较高水平；房地产业务继续发展重点二线城市，土地储备充足且质量优质；公司整体经营状况正常。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、公司综合毛利率下降、资本支出压力较大、经营活动净现金流持续净流出和债务规模上升等因素对公司信用基本面造成的压力。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置、利息递延累积及清偿顺序劣后于其他普通债务等特点。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据发行额度的保障能力很强。

未来，随着物流园区运营面积的不断增长，公司综合物流业务收入规模将进一步增长。综合评估，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期中期票据付息或赎回日不能偿还的风险极低，安全性极高。

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。**近年来，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；随着毛利率较低的贸易物流业务收入大幅下降，公司综合物流业务盈利能力有所提升。
- 3. 公司房地产土地储备充足且质量优质，区域优势明显。**截至2020年9月底，公司未开工土地储备总面积为86.48万

分析师：尹金泽

戴彤羽

闫欣

张超

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

平方米，权益土地面积为 65.51 万平方米，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共计 3.40 平方公里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。

4. **公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据发行额度的保障能力很强。**2019 年，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据的保障倍数分别为 38.83 倍和 5.52 倍。

关注

1. **房地产行业受政策影响较大。**房地产行业受政策影响较大，目前房地产业务为公司的主要收入来源之一，“房住不炒”的政策基调下区域政策、结构性调控可能会给公司经营业绩、财务状况和现金流量带来一定影响。
2. **仓储物流业竞争加剧。**近年来国际、国内资本加大对仓储物流业的布局，行业竞争加剧，或对公司仓储物流业务的未来发展带来冲击。
3. **期间费用持续增长，盈利能力有所下降。**2017—2019 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 15.94%，对公司利润形成一定侵蚀。受益于投资收益的增加，2018 年公司净利润规模明显扩大，但不具有可持续性，2017—2019 年，公司综合毛利率分别为 36.67%、27.49%和 24.57%，公司主业盈利能力有所下降。
4. **公司经营活动净现金流持续净流出，债务规模持续上升，在建项目仍需大规模资金投入，未来资金支出压力较大。**2019 年及 2020 年前三季度，公司经营活动净现金流分别为-16.10 亿元和-59.56 亿元，整体债务规模有所扩大。随着公司房地产开发业务、物流园在建拟建项目的持续推进，公司未来资金支出压力较大。
5. **本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据。**本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置、利息递延累积及清偿顺序劣后于其他普通债务等特点，且一旦出现递延，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产(亿元)	37.83	59.35	95.27	95.57
资产总额(亿元)	362.30	451.89	552.79	676.34
所有者权益(亿元)	134.95	154.32	167.97	177.72
短期债务(亿元)	45.31	75.04	65.80	103.51
长期债务(亿元)	84.28	99.31	157.95	208.05
全部债务(亿元)	129.59	174.35	223.75	311.56
营业收入(亿元)	118.09	137.84	132.92	66.23
利润总额(亿元)	18.83	44.28	13.06	3.22
EBITDA(亿元)	28.82	56.11	27.59	--
经营性净现金流(亿元)	-10.01	-2.13	-16.10	-59.56
营业利润率(%)	27.60	20.99	21.21	21.57
净资产收益率(%)	9.96	18.49	4.94	--
资产负债率(%)	62.75	65.85	69.61	73.72
全部债务资本化比率(%)	48.99	53.05	57.12	63.68
流动比率(%)	147.92	146.56	155.56	153.33
经营现金流动负债比(%)	-7.50	-1.14	-7.51	--
现金短期债务比(倍)	0.83	0.79	1.45	0.92
EBITDA 利息倍数(倍)	4.94	7.03	2.78	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.50	3.11	8.11	--
公司本部(母公司)				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额(亿元)	150.29	201.95	243.50	262.27
所有者权益(亿元)	65.96	88.98	108.51	108.79
全部债务(亿元)	68.31	88.81	100.74	118.68
营业收入(亿元)	3.50	3.59	16.01	0.78
利润总额(亿元)	6.02	47.30	19.52	0.36
资产负债率(%)	56.11	55.94	55.44	58.52
全部债务资本化比率(%)	50.87	49.95	48.14	52.17
流动比率(%)	248.00	276.52	271.84	277.89
经营现金流动负债比(%)	-4.34	-14.34	16.83	--

注：1. 2020 年三季度财务数据未经审计；2. 将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务；3. 将长期应付款中的有息债务调整至长期债务；4. 2019 年及 2020 年三季度现金类资产扣除使用受限的货币资金；5. 集团类客户提供公司本部（母公司）财信息

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/07/28	尹金泽 戴彤羽	联合资信评估股份有限公司一般工商企业信用评级方法 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）	阅读全文
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
AA ⁺	--	2006/11/23	刘小平 李宝臣 张 成	--	阅读全文
A-1	--	2005/09/19	左 爻 刘小平	--	阅读全文

注：05 中南开 CP01 评级结果为 A-1，无主体评级；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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国南山开发（集团）股份有限公司

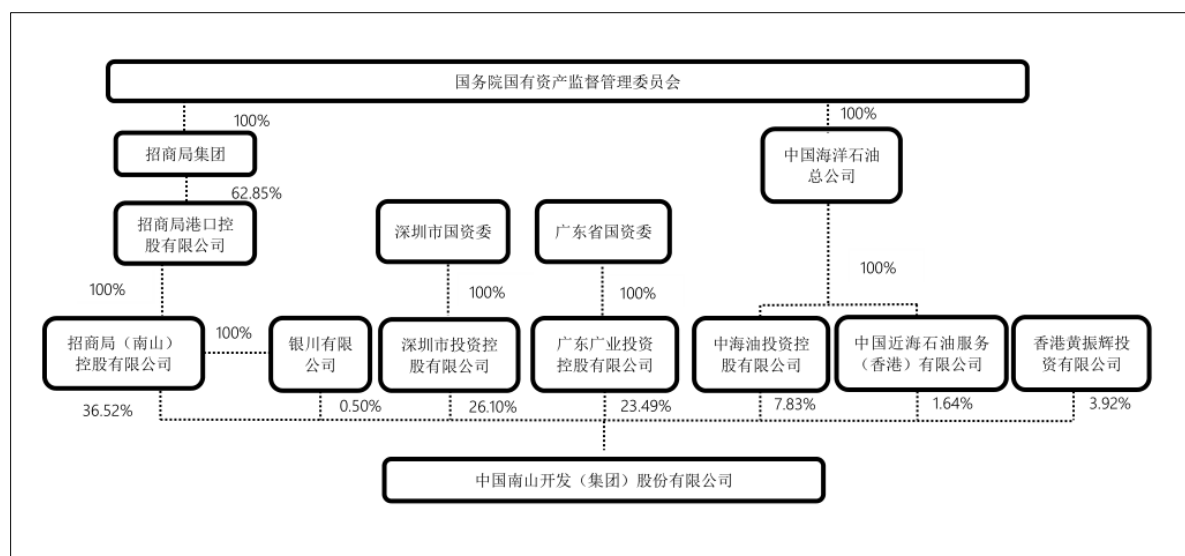
2021 年度第四期中期票据信用评级报告

一、主体概况

中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“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。2020 年 11 月，公司以盈余公积转增注册资本至 18.00 亿元。截至 2021 年 2 月 18 日，公司注册资本 18.00 亿元人民币，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（以下简称“深圳投控”）持股 26.10%、广东省广业投资控股有限公司（以下简称“广业投资”）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（以下简称“黄振辉投资”）持股 3.92%、中国近海石油服务（香港）有限公司（以下简称“近海石油”）持股 1.64%、银川有限公司（招商局控股下属子公司）持股 0.50%。招商局控股为公司第一大股东，公司无实际控制人。

图 1 截至 2021 年 2 月 25 日公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主营业务为综合物流（运输、贸易物流和堆存仓储等）、房地产开发和制造业务（集成房屋业务、船舶舱室配套业务等）。

截至 2020 年 9 月底，公司内设综合管理中心、战略管理中心、财务管理中心、审计风控中心和人力资源中心共 5 个职能部门；公司合并范围内的主要子公司共 22 家。其中子公司深圳市新南山控股（集团）股份有限公司（以

下简称“南山控股”），为深交所上市公司，股票代码 002314.SZ。

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

截至 2020 年 9 月底，公司（合并）资产总额 676.34 亿元，所有者权益合计 177.72 亿

元（少数股东权益 40.65 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 66.23 亿元，利润总额 3.22 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：王志贤。

二、 本期中期票据概况

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在赎回日设置及利息支付方面与其他普通债券相关特征接近，但清偿顺序具有劣后性。

公司已注册 10.00 亿元的中期票据额度，本期拟发行公司 2021 年度第四期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行金额 5.00 亿元。本期中期票据期限为 3+N（3）年，募集资金拟全部用于偿还公司本部及下属子公司金融机构借款、到期信用债本息及补充营运资金。本期中期票据无担保。

本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，每个票面利率重置日为赎回日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第 1 个工作日，顺延期间不另计息），每个赎回日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。如公司选择赎回，须于赎回日前 20 个工作日，由公司按照有关规定在主管部门制定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》；如公司选择不赎回，则于付息日前 20 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《债券票面利率以及幅度调整的公告》。

利率方面，本期中期票据前 3 个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档方式确定，在前 3 个计息年度内保持不变。前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差。初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。第 3 个计息年度末为首个票面利率重置日，

自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。票面利率重置日为首个票面利率重置日起每满 3 年的对应日（如遇法定节假日，则顺延至其后的 1 个工作日，顺延期间不另计息）。初始基准利率为集中簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；自首个票面利率重置日起，每期的基准利率为当期票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）

（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。如公司选择不赎回本期中期票据，则从第 4 个计息年度开始，每 3 年票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+跃升利率，在之后的 3 个计息年度内保持不变。

利息支付方面，本期中期票据每个付息日前 5 个工作日，由公司按照有关规定在主管部门指定的信息披露平台上刊登《付息公告》，并在付息日按票面利率由上海清算所代理完成付息工作。如果公司决定递延支付利息的，公司及相关中介机构应在付息前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。

在递延利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何利息递延支付次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。公司有利息递延支付的情形时，在已递延利息及其孳息全部清偿完毕之前，不得向普通股股东分红或减少注册资本。

强制付息事件方面，在本期中期票据付息日前 12 个月内，发生向普通股股东分红或减少注册资本的，应当在事项发生之日起 2 个工作日内，通过交易商协会认可的网站及时披露，明确该事件已触发强制付息条件，且公司不得递延支付当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。

公司承诺不存在隐性强制分红情况。

持有人救济条款方面，如发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商、联席主承销商自知悉该情形之日起按勤勉尽责的要求召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

清偿顺序方面，本期中期票据本金和利息在破产清算时的清偿顺序列于公司普通债务之后。

基于以上条款，可得出以下结论：

(1) 本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。

(2) 本期中期票据如不赎回，从第 4 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加跃升利率。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

(3) 本期中期票据在除公司向普通股股东分红或减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。从历史分红角度分析，公司于 2017—2019 年分别对普通股股东进行分红 3.00 亿元、4.00 亿元和 3.92 亿元。从历史分红角度分析，公司分红意愿明显，未来逐年持续分红可能性大，递延利息支付可能性小。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅回落，就业压力有所缓解，财政收支改善。但当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现短暂大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 1 2017—2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3

公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

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. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；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 数整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的-2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53% 上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01% 下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定资产投资增速转正，制造业投资降幅收窄。2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1% 和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。

进出口逐季回稳，出口韧性较强。2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1% 和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2% 的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8% 的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度(10.8%)有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度(-1.0%)转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度(5.8%)显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出(2.6 万亿元)、卫生健康支出(1.4 万亿元)、农林水支出(1.6 万亿元)和债务付息支出(7351.0 亿元)为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口(2.0 万亿元)继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月(5.7%)略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年(2.0%)大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 万亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期(2.99 万亿元)大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期(4.18 万亿元)增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%，较 6 月(分别为 4.14%、5.11%和 4.04%)均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020年7月30日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但8月制造业投资单月增速或已经是2020年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自7月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020年尚剩余407亿元一般债券和1848亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9月制造业

投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及GDP增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测2020年第四季度全球贸易同比增长将下降3%，较三季度收窄4个百分点；从主要发达经济体制造业PMI来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业分析

1. 房地产行业

（1）房地产行业概况

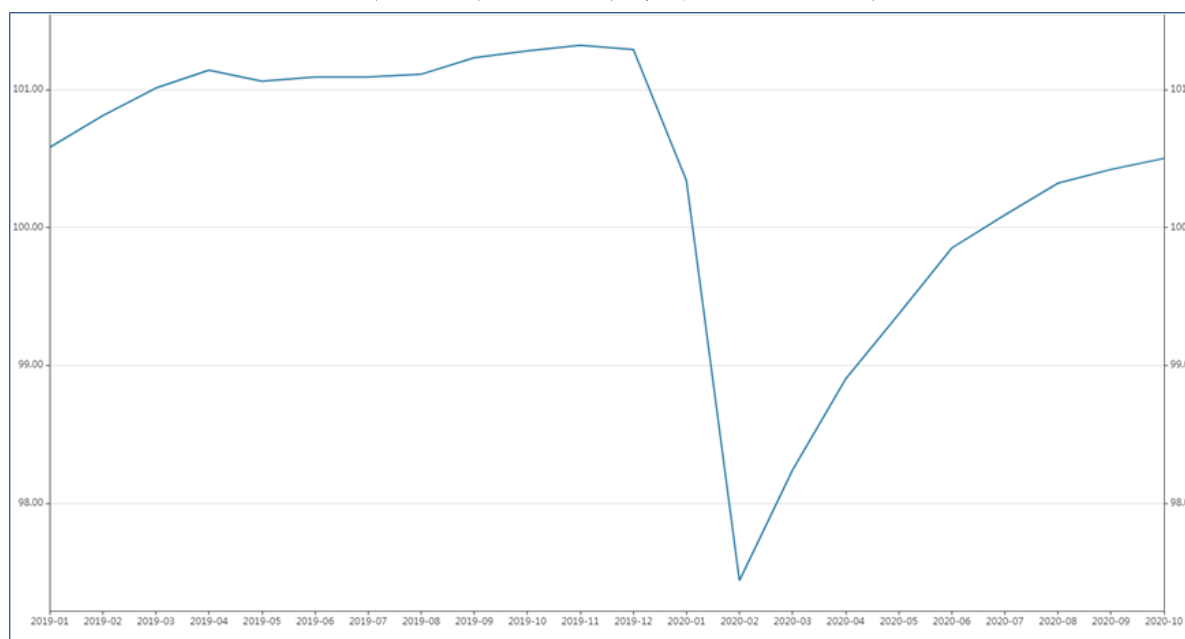
2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄，整体市场趋稳。2020年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自2020年3月陆续复工以来，景气度逐步回升。

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。从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然2019年底政策面出现小幅宽松和边际调整，但在2020年初，“房住不炒”再次被明确，确立了稳地价、稳房价、稳预期的调控核心目标。

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，对在建项目开工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。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2 2019年-2020年10月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2019年，全国房地产开发投资完成额13.22万亿元，累计同比增长9.90%，增速较2018年提升0.40个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额9.71万亿元，累计同比增长13.90%，增速相较于2018年提升0.50个百分点；办公楼完成投资额0.62万亿元，累计同比增长2.80%，增速相较于2018年提升14.10个百分点；商业营业用房完成投资额1.32万亿元，累计同比下

降6.70%，相较于2018年降幅收窄2.70个百分点。2020年1—9月，全国房地产开发投资完成额10.35万亿元，累计同比增长5.6%，增速较2019年下降4.90个百分点。其中，住宅开发投资完成额7.66万亿元，累计同比增长6.1%。

施工方面，2019年以来，新开工增速较2018年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019年，房屋新开工面积22.72亿

平方米,同比增长 8.50%,增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点;在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下,2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米,同比增长 8.70%,增速相较于 2018 年提升 3.50 个百分点;同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米,同比增长 2.60%,竣工增速在维持了两年负增长后首次转正,相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。2020 年以来,受年初新冠肺炎疫情的影响,施工进度较 2019 年进一步放缓。具体来看,2020 年 1—9 月,全国房屋新开工面积 16.01 亿平方米,同比下降 3.4%,其中住宅新开工面积为 11.72 亿平方米,同比下降 4.2%。全国房屋施工面积 85.98 亿平方米,同比增长 3.1%,其中住宅施工面积 60.70 亿平方米,同比增长 4.0%。全国房屋竣工面积 4.13 亿平方米,同比下降 11.6%,其中住宅竣工面积 2.96 亿平方米,同比下降 10.5%。

从销售情况来看,2019 年,商品房销售面积 17.16 亿平方米,同比下降 0.10%,销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中,住宅销售面积 15.01 亿平方米(占 87.47%),同比增长 1.50%,增速于 2019 年 2 月跌入负值区间;在房企下半年加速去化回笼资金的情况下,增速于 2019 年 8 月转正,全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年,商品房销售金额为 15.97 万亿元,同比增长 6.50%,增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中,住宅销售金额 13.94 万亿元(占 87.29%),同比增长 10.30%,增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。分城市能级来看,一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市,一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好,未来房价下探空间或较为有限;部分三四线城市受前期需求透支影响,市场冷淡较快,加之棚改货币化力度减弱使得三四线城市购买力有所下滑;但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求,预计整体销售面积保持稳中有降的态势。2020 年 1—9 月,商品房销售面

积 11.71 亿平方米,同比下降 1.8%;商品房销售额 11.56 万亿元,同比增长 3.7%。

(2) 土地市场与信贷环境

2019 年,土地市场降温明显,受信贷政策维持紧缩影响,房企到位资金增速虽有所回升,但仍处近年以来的低位;资金来源中以自筹资金和以定金及预收款项为主的其他资金为主。

土地市场方面,2019 年,房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米,同比下降 11.40%,相较于 2018 年累计同比增长 14.20%的增速下滑 25.60 个百分点;土地成交价款 14709.28 亿元,累计同比下降 8.70%,相较于 2018 年累计同比增长 18.00%的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显,各能级城市供给成交分化。分月份来看,2019 年 1—3 月,土地市场较为冷清;4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响,加之在房企库存普遍下降的情况下,房企拿地意愿有所增强;6 月开始随着小阳春行情的消退以及行业融资的再度收紧,土地市场同步降温。2020 年 1—9 月,房地产开发企业土地购置面积 1.50 亿平方米,同比下降 2.87%;土地成交价款 9315.51 亿元,同比增长 13.80%。

从资金来源上看,2019 年,房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元,同比增长 7.60%,增速相较于 2018 年回升 1.20 个百分点。其中,国内贷款合计 2.52 万亿元,同比增长 5.10%,国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长,于 2019 年 3 月增速开始转正,全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点;自筹资金合计 5.82 万亿元,同比增长 4.20%,增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点;其他资金合计 9.50 万亿元,同比增长 10.49%,增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。2020 年 1—9 月,房地产开发到位资金合计 13.64 万亿元,同比增长 4.45%;从资金来源占比来看,仍以定金及预收款(占 33.10%)、自筹资金(32.62%)、个人按揭(占 15.97%)和国内贷款(15.02%)为主。

表 2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况

(单位: 亿元、%)

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18	24004.52	14.46	25228.77	14.13	20484.26	15.02
利用外资	168.19	0.11	107.98	0.07	175.72	0.10	93.71	0.07
自筹资金	50872.22	32.60	55830.65	33.64	58157.84	32.56	44485.11	32.62
其他资金	79770.46	51.12	86019.74	51.83	95046.26	53.21	71313.39	52.29
其中: 定金及预收款	48693.57	31.20	55418.17	33.39	61359.00	34.35	45144.52	33.10
个人按揭	23906.31	15.32	23705.89	14.28	27281.00	15.27	21783.24	15.97
合 计	156052.62	100.00	165962.89	100.00	178608.59	100.00	136376.47	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, 调控政策加强了从“供给端”调控的力度, 对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

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”再次被强调, 在 3 月召开的金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会以及 4 月召开的中央政治局会议中, 均重提坚持房子是用来住的、不是用来炒的, 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。2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 3。

表 3 2019 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
2019 年 3 月	两会政府工作报告	房地产调控政策, 坚持“房住不炒”, 保持政策的连续性和稳定性; 房地产金融政策, 总方针不变, 严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款; 房地产税立法, 稳步推进, 目前正在抓紧完善法律草案; 新型城镇化, 坚持以中心城市引领城市群发展,

		城镇化速度仍会加快; 房地产市场, 形势稳地价稳房价稳预期, 防止大起大落
2019 年 4 月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化, 控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”, 落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019 年 7 月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 落实房地产长效管理机制, 不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019 年 9 月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019 年 11 月	央行	强调“因城施策”, 落实房地产长效管理机制, 不将房地产作为短期刺激经济的手段
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

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。2019年以来房地产融资相关政策具体内容见表4。

表4 2019年以来房地产融资相关政策汇总

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

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，近年来，随着宏观经济增速放缓，物流行业增长速度随之放缓，但仍保持稳步增长趋势。

物流行业是国民经济中重要的服务行业，随着我国经济的快速发展和居民消费水平的不断升级，我国物流行业规模不断增长，特别是在电子商务迅猛发展的推动下，仓储物流行业和干线运输行业都获得了较为迅速的增长。虽然近年来随着宏观经济增速放缓，物流行业

增长速度随之放缓，但仍保持稳步增长趋势。

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

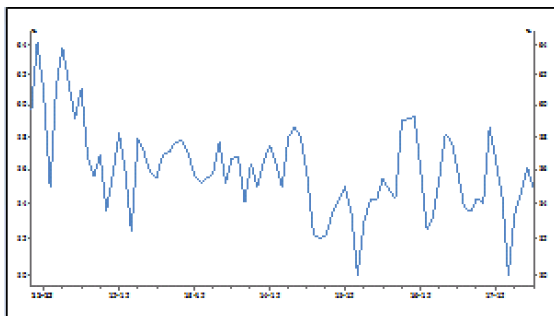
仓储物流

近年来电子商务的飞速发展带来了仓储物流的大量需求，物流行业景气指数始终处于 50% 以上。随着资金雄厚的房地产企业和大型电商进入物流地产，市场参与方增加，仓储物流市场的竞争变得日趋激烈，部分区域市场，如武汉和成都等，短期新增大量仓储供应，仓储空置率有所上升。

仓储物流，是指物流企业依托物流园区为客户提供标准化、专业型和个性化定制的仓储设施及其配套服务。随着经济发展，产业分工更加细化，经济发展中的区域化、专业化和集聚化特征越来越突出，加之生产地和消费地的分离，客观上带动了对仓储物流的需求。

目前，我国仓储物流行业整体发展态势较为良好，行业集中度较高。各家仓储物流企业基本已完成了全国重点城市的布局。其中普洛斯是全球领先的物流服务企业，借助于物流基金模式带来的融资优势，普洛斯在大中华区的布局最为广泛，拥有的物业面积规模处于第一位，截至 2019 年底，普洛斯已完成建设投入运营的物业建筑面积为 2260.06 万平方米，运营的园区数量达到 386 个，进入中国 43 个城市。其他物流企业的运营物业面积与普洛斯相比有较大差距。宝湾控股和嘉民运营物业规模基本持平，基本均位于行业第二梯队。截至 2020 年 9 月底，宝湾物流在建及拟建物流园区仓储建筑面积约 295.52 万平方米。

图 3 物流业景气指数



资料来源：Wind

近年来电子商务的飞速发展带来了支撑着对仓储物流的大量需求，物流行业景气指数始终处于 50% 以上。仓储物流行业成为房地产业、电商行业和传统物流行业的共同关注热点。

截至 2020 年 9 月底，菜鸟网络先后在 24 个城市布点仓储中心，拥有 34 个园区；京东已在全国拥有 800 个仓库，包含京东物流管理的云仓面积在内，京东物流仓储总面积约 2000 万平方米；唯品会在华南、华北、西南、华中、华东、东北和西北一共设立了七大仓储物流中心。除电商企业外，传统房地产开发企业持续加大对物流地产的投资。2018 年 1 月，万科完成了对普洛斯的私有化，有力增强了其物流园区运营和投资能力。总部位于香港的私募房地产基金管理公司 GAW Capital Partners 和维龙中国（Vailog S.r.l.）成立合资公司，在中国收购、开发和管理现代物流物业；私募股权基金 RRJ Management (HK) Limited 连续投资上海宇培（集团）有限公司。电子商务企业自建物流的目的在于对竞争生态形成补充，并未作为主要的盈利来源，但一定程度抑制对外部仓储的需求增长。地产企业在传统住宅开发增速放缓的背景下，纷纷将物流地产作为未来发展重点之一，加大了物流地产行业的竞争压力。

（2）行业政策

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

2014 年 9 月，为促进物流业健康发展，国务院制定了《物流业发展中长期规划（2014—2020 年）》，该文件确定了以降低物流成本、提升物流企业规模化及集约化水平、加强物流基础设施网络建设为发展重点，并以大力提升物流社会化和专业化水平、进一步加强物流信息化建设、推进物流技术装备现代化、加强物流

标准化建设、推进区域物流协调发展、积极推动国际物流发展、大力发展绿色物流为主要任务。为物流行业的发展确立了方向。

2015年8月,为进一步促进物流业健康发展,财政部和国家税务总局联合发布《关于继续实施物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税优惠政策的通知》(以下简称“通知”),《通知》规定自2015年1月1日起至2016年12月31日止,对物流企业自有的(包括自用和出租)大宗商品仓储设施用地,减按所属土地等级适用税额标准的50%计征城镇土地使用税。有效的降低了物流企业运营成本,有利于物流企业的发展。

2016年2月,为改善中国物流业发展水平总体不高,发展方式较粗放,特别是物流基础设施建设仍然比较滞后,现代化仓储、多式联运转运、城乡配送等设施总量不足、布局不合理、衔接配套不够等不足,发改委颁布《关于加强物流短板建设促进有效投资和居民消费的若干意见》。指导思想为加大政策引导支持力度,鼓励社会资本投入,大力加强物流短板领域建设,加快健全完善物流基础设施网络,提高物流运行质量和效益,提升物流业整体发展和服务水平。

2017年8月,国务院办公厅印发《国务院办公厅关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》,提出要进一步深化“放管服”改革,激发物流运营主体活力,加大降税清费力度,切实减轻企业负担,加强重点领域和薄弱环节建设,提升物流综合服务能力,并具体提到要加强对物流发展的规划和用地支持,布局和完善一批国家级物流枢纽。

2018年12月,国务院及交通运输部联合发布了《国家物流枢纽布局和建设规划》,提出到2020年,通过优化整合、功能提升,布局建设30个左右辐射带动能力较强、现代化运作水平较高、互联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。

(3) 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充足空间，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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 2 月 18 日，公司注册资本 18.00 亿元人民币。其中，招商局控股持股 36.52%、深圳投控持股 26.10%、广业投资持股 23.49%、中海油控股持股 7.83%、黄振辉投资持股 3.92%、近海石油持股 1.64%、银川有限公司（招商局控股）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，股东背景雄厚，综合实力强。

公司是国内最早一批成立的股份制公司之一，从开发经营赤湾港口、石油基地起步，现已发展成为一家以综合物流（运输、贸易物流和堆存仓储等）、房地产开发和制造业务（集成房屋业务、船舶舱室配套业务等）为主营业务的综合性大型企业集团。公司主要子公司包括：南山控股，中开财务有限公司和深圳市赤湾东方物流有限公司等。仓储物流为公司未来的重点发展方向，截至 2019 年底，公司在中

国 35 个经济热点城市拥有并管理着 55 个现代化物流园区，截至 2019 年底，公司物流园区投入运营的物流园区仓库面积为 265.60 万平方米，为国内领先的物流园区开发商和运营商之一。

公司房地产业务的经营主体为南山控股。南山控股深耕于华东、华南和华中的一二线城市。截至 2020 年 9 月底，公司未开工土地储备总面积为 86.48 万平方米，权益土地面积为 65.51 万平方米，分布在无锡、福州、苏州、合肥、长沙、南通和武汉区域，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，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投控和广业投资，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。招商局集团业务主要涵盖综合交通、特色金融、城市与园区综合开发运营等产业；截至 2019 年底，招商局集团（合并）资产总额 19358.95 亿元，所有者权益 8116.81 亿元；2019 年招商局集团实现营业收入 3393.84 亿元，利润总额 719.81 亿元。公司股东背景雄厚，综合实力强。

3. 人员素质

公司高级管理人员整体素质较高，具备多年的行业生产和管理经验，有利于公司的长远发展；公司员工构成较合理，能够满足目前生产经营需要。

截至 2020 年 9 月底，公司主要高级管理人员 4 人，包括总经理 1 人、副总经理 3 人（1 人兼任财务总监），均具有较长的行业从业经历和较高的专业水平。

公司董事长王志贤先生，55 岁，硕士学历。历任海虹老人牌涂料公司销售部经理，招商局国际有限公司工业管理部副总经理、企业规划部总经理，深圳妈湾港务有限公司副总经理，宁波大榭招商国际码头有限公司董事长兼行

政总裁，招商港务（深圳）有限公司，深圳海星港口发展有限公司董事总经理。现任招商局国际有限公司董事副总经理，公司董事长。

公司总经理田俊彦先生，59岁，华中科技大学工商管理硕士学位。曾任华中科技大学管理学院讲师、副教授，自1995年起历任公司研究发展部总经理、赤晓企业有限公司总经理等职务，现任公司总经理。

副总经理赵建潮先生，52岁，1993年获得河海大学港口与航道工程专业硕士学位。曾任职深圳南油储运有限公司总经理、深圳南油西部物流发展公司董事兼副总经理、招商局国际妈湾0、5-7#集装箱港口项目公司（副总监）、招商局集团重大办项目总监、招商局集团开发部主任及总经理助理。现任公司副总经理。

截至2020年底，公司共有在职员工6767人。从岗位构成来看，生产人员占52.53%、销售人员占9.35%、管理人员占8.38%、研发及技术人员占9.96%、财务人员占5.76%、其他人员占14.02%；从教育程度来看，硕士及以上学历占5.51%、本科学历占24.80%、大专及大专以下占69.69%；从年龄构成来看，30岁以下的占20.79%、30至40岁的占37.48%、40至50岁的占32.07%、50岁以上的占9.66%。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（中征码：4402000000730518），截至2021年1月5日，公司无已结清及未结清关注和不良信贷记录，公司过往债务履约情况良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构清晰完善。

公司严格按照《公司法》《证券法》和其他有关规定，不断完善公司治理结构，建立健全内部控制制度，持续深入开展公司治理活动。

公司设有股东大会、董事会及监事会。股东大会，由全体股东组成，为公司权力机构，各股

东以其代表的有表决权的股份数额行使表决权。董事会对股东大会负责，公司董事会由9名董事组成，其中3名为独立董事，董事会实行一人一票制。公司设监事会，监事会由5人组成，其中3名股东代表监事，2名职工代表监事。公司股权结构合理，董事会和监事会的组成与职能设置兼顾权利和效率，法人治理结构完善。

2. 管理水平

公司本部组织结构明晰，部门职能明确，整体运作规范，管理风险较低。

近年来，公司不断优化组织结构，目前公司下设综合管理中心、战略管理中心、财务管理中心、审计风控中心和人力资源中心共5个职能部门，各部门职能明确。

对下属企业管理方面，公司制定了《中国南山开发集团主要管理原则及各级组织职能纲要》，明确企业各层级企业经营管理的责权关系。公司作为控股母公司，主要负责确定投资方向和资源配置，公司各业务平台主要负责投资策划与管理，各业务平台下属公司主要负责生产经营。公司对各业务平台采取直接调控管理体制，依据公司行政管理架构，在公司董事会、总经理班子领导下，通过总部职能部门对所属企业行使集团集中、统一、协调的经营管理。公司对所属参资企业采取董事会制管理体制，按照有关公司管理法规要求，通过公司委派董事依法行使与维护股东权益，履行股东的产权经营管理责任，贯彻实施公司经营方针与战略规划。

战略管理方面，公司制定中长期规划，以确定公司在规划期内的发展方向、发展目标、发展水平及保障措施等整体战略，合理配置资源，实现规模效益与结构效益。公司中长期规划时限为五年，每年对中长期规划实施动态管理，根据内外部情况的变化制定进行适当的调整或修订。公司年度计划和项目投资方案等阶段性、局部性的策略和措施的制定与公司中长期规划相协调。

投资决策管理方面，公司的基本原则是：权限集中、逐级负责、统筹兼顾、科学决策。一切投资项目均必须严格执行项目申报、项目初评、项目论证、项目审核、项目审批的审批基本程序。公司下属企业均享有投资项目建议权，投资项目的策划权一般集中于各业务平台。公司设立了投资审核委员会，协助公司总经理办公会进行项目审批工作。

财务和资金管理方面，公司建立了完善的财务预算管理、监督和分析制度，实行制度化、规范化、经常化的财务预算与分析。公司通过中开财务有限公司对集团内子公司实行财务资金集中管理；通过集团财务管理中心对集团内外部融资进行统一管理；公司整体资金调用力度和利用率高。

内部审计方面，公司专门设立审计部，对公司的财务支出、经济活动及其经济效益进行内部审计监督，采用对子公司的年度例行内部审计和对参股公司的各股东联合审计的方式实现了公司治理结构对经营风险的监督控制要求。公司内部审计和内部控制机制较完善，能够有效控制财务风险。

人力资源管理方面，公司注重人才引进与员工队伍的建设，全面推行“人才强企”战略。公司确定了“因事定位，以位聘人”的制度，

根据实际需要选择适合人才，使岗位要求层次与人才实际能力相匹配，在机构设置和人员编制等方面做到精简高效，以降低用工成本。公司深入开展与业绩绩效紧密挂钩的分配体制改革，制定并出台了《中国南山集团总部员工绩效考核办法》等一系列规章制度，充分激发了广大员工和管理人员的积极性。

七、经营分析

1. 经营概况

2017 - 2019年，公司营业收入波动增长。其中，综合物流业务及综合产城开发运营业务收入波动增长，房地产开发业务收入持续下降，建筑模块化业务收入有所波动，综合毛利率水平受房地产业务毛利率下降影响而持续下降。

公司的主营业务为综合物流（运输、贸易物流和堆存仓储等）和房地产开发业务。2017 - 2019年，公司营业收入波动增长，年均复合增长6.09%，主要系综合物流及综合产城开发运营业务收入增长所致。2019年，公司实现营业收入132.92亿元，同比下降3.57%，主要是综合物流及建筑模块化业务收入减少所致；同期，综合毛利率为24.57%，较2018年下降2.92个百分点，主要系收入占比较大的房地产开发业务毛利率下降所致。

表5 公司营业收入及毛利率构成情况

（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1-9 月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
综合物流业务	38.49	32.59	13.59	62.89	45.63	10.64	53.96	40.60	13.70	31.33	47.30	22.06
房地产开发业务	56.09	47.50	58.01	47.18	34.23	51.87	46.53	35.01	36.04	17.28	26.09	24.81
建筑模块化业务	15.54	13.16	11.96	19.35	14.04	6.73	15.05	11.32	9.45	10.91	16.47	17.52
综合产城开发运营业务	6.18	5.23	52.25	4.88	3.54	62.57	15.31	11.52	40.44	5.46	8.24	46.15
其他业务	1.79	1.52	24.77	3.53	2.56	67.38	2.06	1.55	42.80	1.26	1.90	65.77
合 计	118.09	100.00	36.67	137.84	100.00	27.49	132.92	100.00	24.57	66.23	100.00	24.85

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

收入构成方面,2017—2019年,公司营业收入主要来自房地产(2019年占35.01%)、综合物流板块(2019年占40.60%左右)和建筑模块化业务板块(2019年占11.32%),此外综合产城开发运营业务2019年以来收入占比快速提升,目前已成为公司收入构成的重要组成部分。2019年,公司综合物流业务、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分别实现收入53.96亿元、46.53亿元、15.05亿元和15.31亿元,同比分别下降14.20%、下降1.38%、下降22.22%和增长213.73%,主要系合肥双凤宝湾国际商贸物流产业园项目结转收入所致。其中,综合物流业务有所下降主要系受“国六”排放标准出台等因素的冲击,平行进口车业务收入规模大幅下滑所致;建筑模块化业务收入因集成房屋市场竞争激烈而有所下降。

毛利率方面,2017—2019年,公司房地产业务毛利率持续下降,分别为58.01%、51.87%和36.04%,主要系毛利率较高项目逐渐结转后项目毛利率降低所致;综合物流业务毛利率波动上升,主要系毛利率较低的汽车贸易业务大幅收缩,毛利率较高的仓储业务占比提升所致;2018年建筑模块化业务毛利率受原材料成本上升而有所下降,同比下降5.23个百分点。

2020年1—9月,公司营业收入为66.23亿元,同比下降20.28%,主要系综合物流业务收入下降所致;综合毛利率为24.85%,同比下降0.28个百分点。其中,房地产业务实现收入17.28亿元,同比增长25.79%;综合物流业务实现收入31.33亿元,同比下降16.30%,主要系2020年1—4月因疫情原因交通运输管制所致;房地产业务毛利率同比下降31.00个百分点,主要系本期武汉及合肥等结转项目土地取得成本较高,同时销售价格受限所致;建筑模块化业务毛利率同比增长5.03个百分点,主要

系公司管理层优化及疫情期间海外客户订单增加所致。

2. 综合物流业务

2017—2019年,公司运输物流及仓储物流业务均保持持续发展趋势,物流园区经营规模持续增长,仓库出租率维持在较高水平,综合物流业务收入波动增长;2019年,受政策及行业景气度下滑等相关因素影响,毛利率较低的贸易物流业务收入大幅下降,综合物流业务毛利率有所提升。2020年1—9月,贸易物流业务规模进一步有所缩减。

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,管理经验丰富。

宝湾物流可以提供的服务包括物流运营管理、标准设施开发与运营、定制仓储设施、运输与配送、电子商务仓储服务、供应链金融服务、冷链物流、医药物流等,经过多年发展,宝湾物流拥有一批稳定的优质客户,包括利丰供应链管理(中国)有限公司、大众汽车公司、广州顺丰速运有限公司、武汉屈臣氏个人用品商店有限公司等知名企业。2019年,宝湾物流园前五位客户收入占比为18.05%,同比下降6.47个百分点。宝湾物流业务构成以堆存(仓储)业务为主。2017—2019年,宝湾物流营业收入持续增长。其中2019年,宝湾物流堆存仓储业务实现收入8.07亿元,同比增长27.09%,毛利率为63.97%,同比下降3.19个百分点。

表 6 宝湾物流园区业务经营情况

(单位: 亿元、%)

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—9 月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
堆存(仓储)业务	5.20	85.98	65.52	6.35	84.27	67.16	8.07	83.71	63.97	6.69	79.18	63.42
运输业务	0.27	4.54	7.58	0.29	3.81	1.40	0.48	4.98	0.12	0.83	9.76	2.20
办公租赁业务及代理业务	0.50	8.27	36.99	0.67	8.85	44.77	0.84	8.71	39.74	0.73	8.61	47.95
装卸业务	0.06	1.05	-18.70	0.16	2.16	-80.58	0.23	2.39	-18.14	0.13	1.49	-3.67
其他业务	0.01	0.17	97.88	0.07	0.91	85.25	0.02	0.21	76.72	0.08	0.95	65.26
合计	6.04	100.00	59.70	7.54	100.00	59.65	9.64	100.00	56.69	8.45	100.00	55.13

资料来源: 公司提供

2017—2019 年, 宝湾物流园区仓库面积持续增长。截至 2019 年底, 宝湾物流园区仓库面积为 265.60 万平方米, 同比增长 0.87%; 2019 年, 公司仓库平均使用率为 91.70%, 同比下降 1.50 个百分点。2020 年 1—9 月, 公司仓库平均使用率为 93.30%。

表 7 宝湾物流物流园平均租金水平以及仓库面积情况

(单位: 万平方米、%)

2017 年		2018 年	
仓库使用面积	使用率	仓库使用面积	使用率
201.22	86.10	263.30	93.20
2019 年		2020 年 1—9 月	
仓库使用面积	使用率	仓库使用面积	使用率
265.60	91.70	293.39	93.30

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、成都、龙泉、和廊坊等地, 其仓储业务已基本覆盖全国一、二线城市的核心物流节点。2019 年公司主要物流园区除津南宝湾、南通宝湾、天津宝湾及镇江宝湾外, 平均使用率均在 90%以上, 其中镇江宝湾目前经营尚未稳定, 面临的招商压力较大。

2019 年, 宝湾物流实现签约面积 1945.40 亩, 落实土地指标面积 983 亩, 主要区域包括宁波、合肥、漳州、天津、淮安、无锡等城市。截至 2020 年 9 月底, 宝湾物流在建及拟建物流园区仓储建筑面积约 295.52 万平方米。

表 8 2019 年各物流园区主要经营指标

(单位: 万元、%)

序号	园区	收入	净利润	仓库使用率	收入同比增减	净利润同比增减
1	上海宝湾	10810.49	5601.47	100	2.22	8.31
2	明江宝湾	6435.67	2828.79	100	5.67	11.05
3	昆山宝湾	6964.91	2411.54	100	1.60	-4.92
4	广州宝湾	6337.80	1635.60	100	5.35	2.03
5	廊坊宝湾	4148.06	1789.52	100	17.09	33.65
6	龙泉宝湾	4030.71	995.48	99	-42.36	-5.97
7	南京宝湾	4016.80	1207.01	100	6.63	21.83
8	北京宝湾	2416.32	1124.41	100	3.45	15.67
9	新都宝湾	2507.06	743.35	100	-4.55	-16.39

10	胶州宝湾	3288.48	941.95	91	14.89	25.31
11	津南宝湾	1712.85	604.75	85	-11.77	-19.11
12	无锡宝湾	3472.01	295.06	100	24.55	-59.39
13	嘉兴宝湾	2112.15	405.46	92	18.59	-21.64
14	武汉宝湾	3435.58	642.56	100	-9.37	27.26
15	天津宝湾	3139.08	-4.60	70	-38.01	-100.97
16	南通宝湾	1458.52	59.42	83	-16.10	-84.00
17	镇江宝湾	2733.50	-579.12	60	-0.98	-56.99

注：（1）上述净利润中未扣除利息费用的影响；（2）“仓库使用率”为年度累计平均使用率

资料来源：公司提供

东方物流

东方物流承担着公司的物流运输业务。东方物流系公司全资子公司，主要发展国内陆运干线运输和区域配送业务，品牌效应明显，是深圳市最大的集装箱运输企业之一。东方物流分为自有车、挂靠车和外协车三种经营模式。

截至 2019 年底，东方物流在全国范围内设立 32 家分支机构，拥有园区及货运场站面积约 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 1752 台，槽罐车 173 台，半挂车 5451 台，集装箱 4860 个，拥有社会可控车辆约 4 万台。

东方物流下属全资子公司深圳市赤湾东方供应链管理有限公司经营车辆产品销售业务，即平行汽车进口业务，涵盖海内外采购、进口通关、保税展示、货运代理、售后保险、车辆维修综合服务。业务模式方面，公司接受国内经销商的企业客户的订单，根据客户的订单具体需求向国外汽车贸易商进行进口采购，货物到港后办理物流报关、运输和仓储保管等物流服务，客户在提货前完成所有款项支付。其主要客户是国内车辆经销商、销售公司。结算方式方面，主要采用现金结算，客户支付一定比例的预付款，货物一般在 3~6 个月内交付，客户在提货前结清货款。该业务主要供应商是海内外车商，国内主要采用现金结算，国外采购主要采用现金或 3~6 个月期限的信用证结算。

2019，东方物流全年实现营业收入 42.02 亿元，同比下降 22.81%。其中，运输物流业务

收入 37.26 亿元，同比增长 26.94%；贸易物流车辆产品销售业务收入 2.83 亿元，同比下降 88.07%，主要系受国六政策及行业景气度下滑等因素影响所致。2019 年，东方物流毛利率为 2.93%，较 2018 年下降 0.28 个百分点。2020 年 1—9 月，受一季度疫情带来的交通管制及半年度供应链业务划出等因素影响，东方物流实现营业收入 20.47 亿元，同比下降 53.40%。

3. 房地产业务

公司房地产业务开发经验丰富，土地储备面积充足，项目分布在国内重点二线城市，具有一定区域优势。

公司房地产业务的主要经营主体为南山控股和深圳海湾发展管理有限公司等。

房地产开发

2017—2019 年，公司房地产业务新开工面积及期末房屋施工面积均持续增长；2019 年，公司房地产业务新开工面积 51.25 万平方米，期末房屋施工面积 71.74 万平方米，同比分别增长 26.14%和 13.82%；2019 年，公司房地产竣工面积 42.54 万平方米，同比增长 53.19%，房地产开发完成投资 103.27 亿元，同比增长 46.54%。2020 年 1—9 月，公司新开工面积占 2019 年全年的 80.62%，当期竣工面积占 2019 年全年的 29.34%，主要系一季度受疫情影响项目进度延缓，同时项目工程竣工主要集中在四季度所致。

表9 近年来公司房地产开发主要指标（合并口径）
（单位：万平方米）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1-9月
新开工面积	22.95	40.63	51.25	41.32
期末房屋施工面积	50.16	63.03	71.74	100.58
当期竣工面积	27.08	27.77	42.54	12.48

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

在建项目和土地储备

公司在建项目主要为自主开发。截至2020年9月底，公司主要在建房地产项目规划建筑面积总计270.10万平方米，预计总投资为323.86亿元，已投资229.98亿元，尚需投资93.88亿元。

表10 截至2020年9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	项目名称	项目业 态	总建筑面积	权益比 例	计划 总 投资	截至2020 年9月底 已投资	计划2020 年 10-12月 投资	计划2021 年投资	计划2022 年投资
长沙	白鹤天池二、三期	住宅	31.68	100	15.70	12.26	2.40	0.80	0.21
苏州	苏州枫桥	住宅	15.26	100	35.32	32.91	1.69	0.42	0.25
苏州	南山维拉	住宅	61.41	100	43.31	40.04	0.25	6.40	0.04
苏州	南山楠	住宅	25.50	100	43.62	42.53	0.84	0.40	0.26
长沙	十里梅溪	住宅	23.93	100	30.85	22.84	0.85	3.50	3.32
无锡	公园大道	住宅、 商办	25.61	100	28.00	13.00	3.35	6.10	2.20
福州	南山纵横·瀛洲府	住宅	11.39	51	21.98	15.29	0.30	3.85	1.72
苏州	云熹花园	住宅	12.47	100	23.37	15.09	0.65	4.10	1.60
成都	南山·凌峯	商住	37.39	100	45.00	15.46	7.26	11.00	6.00
武汉	南山府	住宅	14.48	100	21.00	13.02	0.50	3.50	3.50
南通	美锦雅园	住宅	10.98	100	15.71	7.54	1.23	6.09	0.85
合计			270.10	--	323.86	229.98	19.32	46.16	19.95

资料来源：公司提供

公司主要通过招拍挂等方式获得土地储备。2019年，公司新增土地储备31.61万平方米，分布在无锡、南通、福州、苏州和武汉等区域。截至2020年9月底，公司未开工土地储备总面积为86.48万平方米，权益土地面积为65.51万平方米，分布在无锡、福州、苏州、合肥、长沙、南通和武汉区域。公司土地储备主要位于国内重要的二线城市，具有一定区域优势。

此外，公司有权对赤湾3.4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》（以下简称《综合规划》）。预计公司在赤湾片区中长期可开发及城市更新改造的建筑面积将超过126万平方米，可开发业态包括产业、商业和居住功能，其中产业和商业将重点发展商务科技、信息服务等生产服务业、文化创意产业及现代物流业，建设科技创新服务区和文化创新聚集区。该片区目前暂未纳入公司土地储备。

表 11 截至 2020 年 9 月底公司未开工土地储备情况

(单位: 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	未缴土地出让金	土地面积	权益面积	拟建项目类别
1	南山国际	南通	2013 年	2.51	--	1.26	1.26	住宅
2	白鹤天池	长沙	2012 年	2.23	--	22.74	14.50	住宅、商业
3	三食六巷	合肥	2015 年	0.85	--	2.30	2.30	商业
4	光谷自贸港	武汉	2016 年 9 月	0.58	--	1.30	0.90	厂房
5	长沙梅溪湖	长沙	2017 年 12 月	14.92	--	1.77	1.77	住宅、商业
6	无锡车联网	无锡	2019 年 6 月	8.88	--	10.05	10.05	住宅、商业
7	浒茂置业	苏州	2019 年 8 月	13.87	--	4.17	2.30	住宅
8	南山纵横·瀛洲府	福州	2019 年 9 月	14.09	--	3.67	1.87	住宅、商业
9	光谷南山府	武汉	2019 年 10 月	12.22	--	3.96	3.96	住宅
10	南通旭南	南通	2019 年 12 月	6.60	--	7.32	7.32	住宅
11	南山·凌峯	成都	2020 年 1 月	17.87	5.36-	7.44	3.80	住宅、商业
12	宏昌项目	深圳	2020 年 4 月	6.11	--	3.39	3.39	住宅商业及公共配套
13	南山天樾项目	武汉	2020 年 6 月	9.62	--	2.85	2.85	住宅
14	上海南茂项目	上海	2020 年 7 月	29.00	--	4.03	4.03	住宅
15	武汉武船	武汉	2018 年 12 月	43.76	--	10.23	5.22	住宅、商业
合 计			—	183.12	5.36	86.48	65.51	—

注: 以上项目包含公司不并表的参股及合营项目, 相关数据均为总口径的数据;

资料来源: 公司提供

房产销售情况

近年来, 凭借区域内较强的品牌效应优势, 公司签约销售金额及签约销售面积均波动增长。2019 年, 公司房地产签约面积为 50.13 万平方米, 同比增长 61.03%; 签约销售额为 79.72 亿元, 同比增长 55.19%; 签约销售均价为 1.59 万元/平方米, 同比下降 3.64%。

表 12 公司房地产销售情况

(单位: 万平方米、亿元、万元/平方米)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
期末可售面积	8.58	18.15	15.65	26.55
当期结算面积	29.45	32.92	32.96	9.76
当期签约面积	35.94	31.13	50.13	23.41
签约销售额	52.20	51.37	79.72	45.42
签约均价	1.45	1.65	1.59	1.94

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地区, 其中 2017 年和 2018 年华南地区结转收入较多, 主要系深圳山语海苑等项目销售单价较高所致。2019 年华东、华中和华南地区的房地产结算面积占比分别为 68.69%、31.25%和 0.06%; 销售收入占比分别为 79.54%、20.18%和 0.28%。华东和华中为公司主要的开发区域和收入来源。

表 13 公司房地产开发结转收入区域分布

(单位: 亿元、万平方米、%)

2017 年				
地区	结转收入	占比	结算面积	占比
华东	30.97	55.21	27.14	81.57
华中	1.66	2.96	2.41	7.24
华南	23.47	41.84	3.72	11.18
合计	56.09	100	33.27	100.00
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	14.79	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	37.01	79.54	22.64	68.69
华中	9.39	20.18	10.3	31.25
华南	0.13	0.28	0.02	0.06
合计	46.53	100.00	32.96	100.00
2020 年 1—9 月				
地区	结转收入	占比	结算面积	占比
华东	13.25	76.70	9.12	93.45
华中	0.28	1.62	0.24	2.49
华南	3.75	21.68	0.40	4.06
合计	17.28	100.00	9.76	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

2017—2019年，受市场竞争激烈、公司战略调整、原材料采购价格持续上涨等因素影响，公司集成房屋收入及毛利率均有所波动。公司船舶舱室配套业务持续保持竞争优势，收入有所提升，盈利能力保持稳定。2020年1—9月，受疫情期间订单增加影响，建筑模块化业务收入及毛利率均有所提升。

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

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

雅致集成目前为国内集成房屋行业龙头，公司主要采用直销模式进行销售，主要产品包括模方空间、雅居、易安居、打包箱、活动板房、特种集装箱、雅致配套等七大系列产品，使用领域为旅游营地、建筑工地、政府安置及各类商业活动临时用房等。从销售区域上看，公司以国内销售为主，国内销售额占销售收入比重在80%以上。2019年公司集成房屋销售收入为5.99亿元，同比下降30.91%；毛利率为-0.23%，同比下降3.67个百分点，主要系市场竞争激烈、公司战略调整、原材料成本上升所致。2020年1—9月，公司集成房屋销售收入4.61亿元，同比增长3.13%，毛利率为16.63%，同比增长13.10个百分点，主要系毛利率较高的海外订单增加，同时公司主动减少毛利率较低的订单所致。

集成房屋制造所需原材料包括带钢、彩钢、油漆、玻璃棉、木夹板等，主要原材料占生产成本比重约为65%。原材料成本变动对集成房屋生产成本影响较大。2017—2020年9月，雅致集成主要原材料价格均呈上升趋势。

表14 雅致集成原材料采购（单位：吨、元/吨）

主要原材料	采购量				采购价格			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
带钢	15559.00	3924.22	2561.58	9182.93	3529.00	4180.00	4645.64	5058.70
彩钢	5369.00	4408.17	2391.76	1624.15	5871.00	6137.00	6505.62	6055.83
油漆	831.00	514.94	757.03	534.80	15648.00	17092.00	18617.91	22650.74

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。根据南山控股2020年7月7日发布公告，鉴于深圳雅致挂牌转让项目自首次

信息披露公告之日起12个月内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。南山控股决定终止本次挂牌转让深圳雅致70%股权事项。

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。船舶舾装业务主要包括船用配套复合岩棉板、舱室防火

门、船用卫生单元以及船舶整体舱室等的生产和销售。华南建材目前已经成为中国重要的船舶耐火舱室提供商，其产品已通过世界主要船级社认证，并和全球 30 多个国家的几百家船舶制造企业建立了长期合作关系。2019 年公司船舶舱室业务营业收入为 4.52 亿元，同比增长 24.18%，毛利率为 17.54%，同比上升 0.03 个百分点。

表 15 船舶舱室配套业务主要产品情况

产品	项目	单位	2017 年	2018 年	2019 年	2019 年 同比变化 (%)
船舶舱室配套业务-复合板	销售量	万平方米	104.01	115.82	126.00	8.79
	生产量	万平方米	108.90	114.01	125.00	9.64
	库存量	万平方米	47.02	45.21	44.21	-2.21
船舶舱室配套业务-防火门	销售量	扇	35025.00	29634.00	27571.00	-6.96
	生产量	扇	54046.00	56373.00	52289.00	-7.24
	库存量	扇	8154.00	8260.00	9168.00	10.99
船舶舱室配套业务-卫生单元	销售量	套	12539.00	12843.00	22557.00	75.64
	生产量	套	14654.00	12869.00	21061.00	63.66
	库存量	套	9397.00	9405.00	7909.00	-15.91

注：产品销售量数据为对外销售数据，不包括内部自用数据；防火门部分用于内部生产卫生单元。

资料来源：公司提供

5. 综合产城开发运营业务

近年来，公司围绕重点城市布局，逐步拓展产城综合开发运营模式，发展多种业务类型，综合产城开发运营业务收入持续增长。

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 2020 年 9 月底，公司累计取得土地储备总面积为 108.80 万平方米，分布于重庆、英山、合肥、德阳及上海等地。

表 16 截至 2020 年 9 月底公司产城业务取得土地情况

(单位: 万平方米、%)

城市	项目名称	土地规划用途	土地面积	权益比例	土地取得方式
重庆	重庆汽车港	工业、商业、住宅	37.5	100	招拍挂
英山	大别山毕昇康养新城	商业、住宅	9.0	65	招拍挂
合肥	岗集物流小镇	工业	25.8	67	招拍挂
德阳	德阳科技园	工业	31.4	100	招拍挂

上海	长三角国际影视中心	工业	5.1	50	招拍挂
----	-----------	----	-----	----	-----

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。截至 2020 年 9 月底, 公司主要在建房地产项目规划建筑面积总计 69.27 万平方米, 预计总投资为 19.02 亿元, 截至 2020 年 9 月底已投资 6.63 亿元, 尚需投资 12.39 亿元。

表 17 截至 2020 年 9 月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)

城市	项目名称	项目业态	权益比例	开工时间	开发进度	完工进度	土地面积	规划建筑面积	累计竣工面积	预计总投资金额	累计投资总金额
上海	长三角国际影视中心	商业、公寓	50	2020 年 8 月	13.00	--	5.10	10.21	--	7.05	0.95
德阳	德阳科技园	工业厂房	100	2019 年 1 月	29.00	17.00	31.37	40.09	6.72	6.72	1.93
合肥	岗集物流小镇 (一期 A 地块)	物流仓储	67	2019 年 11 月	40.00	--	11.02	12.88	--	2.50	1.00
合肥	合肥宝湾国际三期	商业、办公	100%	2017 年 12 月	100.00	99.00	3.33	6.09	--	2.75	2.75
合计							50.82	69.27	6.72	19.02	6.63

资料来源: 公司提供

6. 经营效率

公司整体经营效率尚可。

2017—2019 年, 公司销售债权周转次数分别为 10.39 次、8.68 次和 7.00 次; 公司存货周转次数分别为 0.83 次、0.87 次和 0.66 次; 总资产周转次数分别为 0.36 次、0.34 次和 0.26 次。受运输物流等非房地产业务影响, 与房地产行业公司相比, 公司经营效率指标整体处于较好水平。

表 18 2019 年公司同行业对比情况

(单位: 次)

项目	公司	苏州新区高新技术产业股份有限公司	万科企业股份有限公司
存货周转率	0.66	0.28	0.28
总资产周转率	0.26	0.22	0.23

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. 在建工程

公司目前在建及拟建物流园区项目较多, 区域分布以二、三城市为主, 后期主要通过仓储收入回收投资成本, 回收期较长, 公司未来资本支出压力较大。

公司在建工程主要为物流园区项目, 区域主要分布在长沙、四川、武汉、南京、合肥、宁波、无锡等二、三线城市, 项目区域位置较好。截至 2020 年 9 月底, 公司主要在建工程累计投资 40.67 亿元, 尚需投资 30.85 亿元, 考虑到公司目前房地产及综合产城开发运营在开发项目规模较大, 公司资本支出压力较大。

表 19 截至 2020 年 9 月底公司主要在建工程项目情况（单位：万平方米、亿元）

在建项目名称	建筑面积	总投资	累计投资
长沙望城宝湾	5.91	1.92	1.57
江苏淮安宝湾	5.87	2.00	1.34
天津滨港宝湾二期	8.37	2.20	1.50
嘉兴供应链宝湾	6.73	2.71	2.60
云南滇中宝湾	8.10	3.10	2.77
长沙雨花宝湾	9.80	3.88	2.24
宁波镇海宝湾	11.10	4.36	2.00
西安临潼宝湾	10.66	4.53	2.04
四川广汉宝湾	16.47	4.67	3.33
郑州宝海宝湾	17.86	5.00	3.98
南京高新宝湾	17.77	5.40	4.12
武汉青山宝湾	17.87	6.00	3.33
宁波奉化宝湾	19.43	6.20	1.64
无锡供应链宝湾	17.08	6.25	4.41
浙江余姚宝湾	16.14	6.70	1.64
合肥新站宝湾	5.60	1.90	0.99
漳州角美宝湾	16.58	4.70	1.17
合计	211.34	71.52	40.67

注：项目总投资为可研报告规划数据，一般在项目规划投资初期确定且不再更改，与后续实际开发投资的累计数据可能存在差异

资料来源：公司提供

8. 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。

公司未来发展规划包括三个发展阶段：2018—2022年，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；通过新技术不断运用、业务模式的不断创新，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、具有特色的产城综合开发运营商。2022—2032年，实现主营业务收入翻三番，集团进入中国200强；行业地位更加突出，在1~2个核心产业处于行业领导地位，并培育出1~2个新兴产业；集团社会影响力大幅提升，成为社会责任百强企业。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2017—2019 年财务报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对公司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 2020 年前三季度财务报表未经审计。

从合并范围看，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 年公司合并范围内因新设增加 36 家子公司，因注销减少 2 家子公司；2019 年公司合并范围内因新设增加 28 家子公司，处置子公司 4 家，注销减少 2 家子公司。截至 2019 年底，公司合并范围内的主要子公司共 252 家。2020 年前三季度，合并范围内因新设增加 29 家子公司，注销减少 12 家子公司。总体看，因增加和减少的子公司经营规模较小，公司合并范围变动对财务报表可比性影响较小。

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

截至2020年9月底，公司（合并）资产总额676.34亿元，所有者权益合计177.72亿元（少数股东权益40.65亿元）；2020年1—9月，公司实现营业收入66.23亿元，利润总额3.22亿元。

2. 资产质量

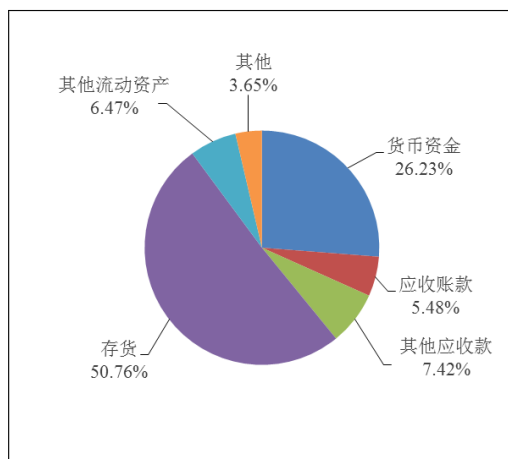
受房地产开发投入增加和物流园区的建成转入，公司资产总额保持快速增长趋势，同时资产构成仍以流动资产为主，货币资金充裕，资产受限程度很低，整体资产质量良好。

2017—2019年末，公司合并资产总额持续增长，年均复合增长23.52%。截至2019年底，公司资产总额552.79亿元，较上年底增长22.33%，主要系货币资金及存货增长所致。其中，流动资产占60.34%，非流动资产占39.66%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

流动资产

2017—2019年末，公司流动资产持续增长，年均复合增长30.05%。截至2019年底，公司流动资产333.55亿元，较上年底增长21.43%，主要系货币资金、其他应收款及存货增长所致。

图4 截至2019年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

2017—2019年末，公司货币资金快速增长，年均复合增长54.82%。截至2019年底，公司货币资金87.49亿元，较上年底增长51.07%，主要系公司发行中期票据、公司债券及子公司宝湾物流发行CMBS后现金留存所致。货币资金主要由银行存款构成（77.86亿元），受限资金9.40亿元，受限比例为10.74%，受限比例较低。

2017—2019年末，公司应收账款持续增长，年均复合增长26.39%，主要系东方物流运输物流业务收入增长所致。截至2019年底，公司应收账款18.26亿元，较上年底增长3.83%，其中，79.79%的应收账款按照账龄法计提坏账准备，该部分应收账款账龄集中在1年以内（占80.23%），共计提坏账准备1.82亿元，计提比例11.36%，计提比例尚可；应收账款前五名金额7.25亿元，占比36.11%，账款集中度一般。

2017—2019年末，公司其他应收款波动下降，年均复合下降10.71%。截至2018年底，公司其他应收款为14.23亿元，同比下降54.17%，主要系土地竞拍保证金下降所致；截至2019年底，公司其他应收款24.75亿元，较上年底大幅增长73.97%，主要系应收拍地保证金和押金、应收暂付款及合作方往来款增加所致；从账龄分布看，其他应收款1年以内占78.76%，1~2年占11.77%，2~3年占3.55%，3年以上占5.92%。截至2019年底，公司其他应收款共计提坏账准备0.05亿元。公司前五名其他应收款余额合计占比55.84%，集中度较高。

2017—2019年末，公司存货快速增长，年均复合增长33.83%。截至2019年底，公司存货169.31亿元，较上年底增长24.38%，主要系土地储备增加所致。从构成上看，存货主要由房地产的开发成本（占88.88%）及开发产品（8.27%）等构成。截至2019年底公司存货共计提跌价准备0.18亿元，主要为对原材料以及产成品计提的跌价准备。

2017—2019 年末，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长 2.21%。截至 2018 年底，公司其他流动资产为 45.11 亿元，同比增长 118.42%，主要系银行理财产品增加所致；截至 2019 年底，公司其他流动资产 21.58 亿元，较上年底下降 52.17%，主要系银行理财产品减少所致。其他流动资产主要由代垫拆迁补偿款（11.33 亿元）和待抵扣进项税（7.28 亿元）等构成。

非流动资产

2017—2019 年末，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 15.24%。截至 2019 年底，公司非流动资产 219.24 亿元，较上年底增长 23.73%，公司非流动资产主要由债权投资（占 6.26%）、长期股权投资（占 8.82%）、投资性房地产（占 22.20%）、固定资产（占 19.52%）、固定资产（占 19.52%）、在建工程（占 13.17%）和无形资产（占 20.58%）构成。

由于财政部修订企业会计准则引起的公司会计政策变更，可供出售金融资产重新分类至债权投资科目，截至 2019 年底，公司新增债权投资 13.73 亿元，主要由大额存单及信托贷款构成。

2017—2019 年末，公司长期股权投资波动下降，年均复合下降 20.06%。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 股深圳赤湾港航股份有限公司（以下简称“深赤湾”）A 股股份，截至 2018 年底，公司持有的深赤湾的股权账面价值为 22.73 亿元。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。受此影响，截至 2018 年底，公司长期股权投资 9.57 亿元，较 2017 年底下降

68.39%。2018 年公司权益法下长期股权投资共取得投资收益 0.06 亿元，较 2017 年底减少 1.48 亿元。截至 2019 年底，公司长期股权投资 19.34 亿元，较上年底大幅增长 102.20%，主要系增加联营或合营企业股权投资所致。公司未对长期股权投资计提减值准备。

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。公司投资性房地产全部按成本计量。2017—2019 年末，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长 39.40%。截至 2019 年底，公司投资性房地产 48.67 亿元，较上年底增长 19.07%，主要来自建成物流园转入。

2017—2019 年末，公司固定资产持续增长，年均复合增长 12.74%。截至 2019 年底，公司固定资产 42.81 亿元，较上年底下降 4.49%，主要系处置房屋建筑设施、机械设备、部分闲置性能落后车辆及运输设备所致。从构成来看，主要由房屋建筑物及库房设施、机械设备和汽车及运输设备等构成。公司固定资产累计计提折旧 18.68 亿元，成新率为 69.50%，成新率一般。

2017—2019 年末，公司在建工程快速增长，年均复合增长 36.25%。截至 2019 年底，公司在建工程 28.87 亿元，较上年底大幅增长 250.98%，主要系物流园区建设推进所致。

2017—2019 年末，公司无形资产快速增长，年均复合增长 23.52%。截至 2019 年底，公司无形资产 45.12 亿元，较上年底增长 18.54%，主要系新增购置的土地使用权及收购子公司土地使用权所致。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。

2017—2019 年末，公司其他非流动资产快速下降，年均复合下降 36.67%。截至 2019 年底，公司其他非流动资产 6.16 亿元，较上年底下降 52.28%，主要系代武侯区危房改造中心垫付的拆迁补偿款收回所致。

截至2019年底，公司受限资产账面价值合计48.04亿元，主要为受限存货、无形资产和投资性房地产，占总资产的8.69%，受限资产占比较低。

表 20 截至 2019 年底公司受限资产情况
(单位: 亿元)

资产名称	账面价值
货币资金	9.40
存货	28.62
无形资产与投资性房地产	8.31
固定资产	1.70
合计	48.03

资料来源：公司提供

截至2020年9月底，公司资产总额676.34亿元，较上年底增长22.35%，主要系存货及在建工程增长所致。其中，流动资产占63.12%，非流动资产占36.88%。资产结构较上年底变化不大。截至2020年9月底，公司存货255.08亿元，较2019年底增长50.66%，主要系项目获取及开发建设投入所致；债权投资26.16亿元，较上年底增长90.48%，主要系信托贷款增加所致；在建工程37.64亿元，较上年底增长30.36%，主要系物流园区建设推进所致。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

近年来，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少数股东权益占比较大，所有者权益稳定性一般。

2017—2019年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长11.57%。截至2019年底，公司所有者权益合计167.97亿元，较上年底增长8.85%，主要系子公司宝湾物流发行10.00亿元永续债所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为75.76%，少数股东权益占比为24.24%。归属于母公司所有者权益127.26亿元，其中实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积、其他权益工具和未分配利润分别占7.07%、12.03%、0.13%、19.86%、

7.86%和53.02%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至2020年9月底，公司所有者权益为177.72亿元，较上年底增长5.80%；所有者权益构成较2019年底变化不大。

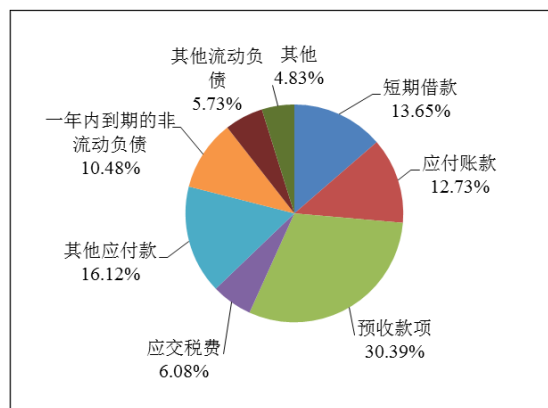
(2) 负债

受业务规模扩大的影响，公司负债规模逐年增长；公司有息债务结构仍以长期债务为主，整体债务负担尚可。

2017—2019年末，公司负债总额快速增长，年均复合增长30.10%，主要系非流动负债增加所致。截至2019年底，公司负债总额384.82亿元，较上年底增长29.32%，主要系其他应付款、长期借款及应付债券增长所致。其中，流动负债占55.72%，非流动负债占44.28%。非流动负债占比较上年底有所上升。

2017—2019年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长26.82%，截至2019年底，公司流动负债214.42亿元，较上年底增长14.40%，主要系预收款项及其他应付款增加所致。

图 5 截至 2019 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

2017—2019年末，公司短期借款持续增长，年均复合增长6.07%。截至2019年底，公司短期借款29.26亿元，较上年底增长5.76%，其中保证借款16.32亿元，信用借款12.94亿元。

2017—2019 年末，公司预收款项持续增长，年均复合增长 27.03%。截至 2019 年底，公司预收款项 65.15 亿元，较上年底增长 29.89%，主要系预收售房款（占预收账款比重 95.89%）增加所致。

2017—2019 年末，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 39.75%。截至 2019 年底，公司其他应付款 34.57 亿元，较上年底增长 101.27%，主要系应付工程款及合作开发地产项目往来款增加所致。

2017—2019 年末，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 18.37%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 42.91 亿元，较上年底增长 167.53%，主要是一年内到期的长期借款。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 22.48 亿元，较上年底下降 47.62%，其中一年内到期的长期借款 19.72 亿元。

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

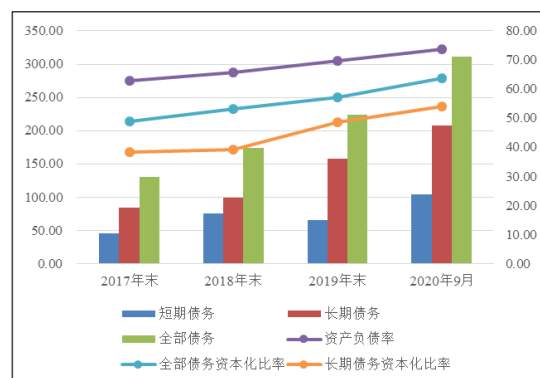
2017—2019 年末，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 34.62%。截至 2019 年底，公司非流动负债 170.40 亿元，较上年底增长 54.69%，主要系长期借款及应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 51.04%）及应付债券（占 40.35%）构成。

2017—2019 年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长 23.62%。截至 2019 年底，公司长期借款 86.97 亿元，较上年底增长 38.45%，主要系保证借款增加所致。

2017—2019 年末，公司应付债券快速增长，年均复合增长 63.96%。截至 2019 年底，公司应付债券 68.76 亿元，较上年底增长 103.13%，主要系公司及子公司发行中期票据、CMBS 和公司债券所致。

图 6 公司债务结构变化情况

（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告

2017—2019 年末，公司全部债务快速增长，年均复合增长 31.40%。截至 2019 年底，公司全部债务 223.75 亿元，较上年底增长 28.34%。其中，短期债务占 29.41%，长期债务占 70.59%，债务结构较上年底变化不大。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.61%、57.12%和 48.46%，较上年底分别提高 3.76 个百分点、提高 4.07 个百分点和提高 9.30 个百分点。公司债务规模有所上升，但仍处于合理水平。

截至 2020 年 9 月底，公司负债总额 498.62 亿元，较上年底增长 29.57%，主要系短期借款、长期借款及应付债券增长所致。其中，流动负债占 55.84%，非流动负债占 44.16%。负债结构较上年底变化不大。

截至 2020 年 9 月底，公司全部债务 311.56 亿元，较上年底增长 39.24%，主要系长期借款及应付债券增长所致。其中，短期债务 103.51 亿元（占 33.22%），较上年底增长 57.31%；长期债务 208.05 亿元（占 66.78%），较上年底增长 31.72%。截至 2020 年 9 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 73.72%、63.68%和 53.93%，较上年底分别提高 4.11 个百分点、

提高 6.56 个百分点和提高 5.47 个百分点。从期限分布看，公司集中于一年内到期债务规模较大。

表 21 截至 2020 年 9 月底公司债务期限分布情况
(单位: 亿元)

到期时间	金额
1 年内	100.52
1~2 年	53.79
2~3 年	38.27
3~4 年	34.22
4~5 年	40.71
5 年以上	40.29
合计	307.80

注：表中未包含应付票据及债务利息
资料来源：公司提供

4. 盈利能力

近年来，受房地产运营业务毛利率下降影响，公司整体盈利能力有所下降；受益于投资收益的增加，公司 2018 年净利润规模明显扩大，但不具有可持续性；期间费用持续增长，对公司利润形成一定侵蚀。

2017—2019 年，随着公司综合产城开发运营和综合物流业务收入有所增长，公司营业收入波动增长，年均复合增长 6.09%。2019 年公司营业收入为 132.92 亿元，同比下降 3.57%；营业成本为 100.26 亿元，同比增长 0.32%。

期间费用方面，2017—2019 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 15.94%。2019 年公司期间费用为 21.40 亿元，同比增长 9.25%，主要系管理和财务费用增长所致；期间费用率为 16.10%，较 2018 年上升 1.89 个百分点，公司费用控制能力有待提升。

非经常性损益方面，公司非经常性损益主要是资产减值损失、其他收益、投资收益、营业外收入和营业外支出，除其他收益及投资收益外，整体金额较小，对利润总额影响不大。公司投资收益近年来波动较大，2018 年，

由于处置长期股权投资（深圳赤湾港航股份有限公司的股权）产生投资收益和理财产品收益共 36.08 亿元；2019 年，公司取得投资收益 5.12 亿元，同比大幅下降 85.81%，主要为处置深圳市海邻机械设备有限公司、深圳市半岛一号管理有限公司等子公司股权产生的投资收益以及权益法计量的参股公司投资收益和银行理财的收益。2019 年公司取得其他收益 1.73 亿元，主要是税收补贴款。受以上因素影响，2019 年，公司营业利润和利润总额分别为 12.83 亿元和 13.06 亿元，同比分别下降 71.12%和 70.50%。

盈利指标方面，2017—2019 年，公司营业利润率分别为 27.60%、20.99%和 21.21%；公司总资产收益率分别为 7.14%、10.60%和 4.08%；净资产收益率分别为 9.96%、18.49%和 4.94%，均波动下降，主要系房地产运营业务毛利率下降所致。与同行业其他主要上市公司比较，公司盈利指标处于中等水平，整体盈利能力强。

表 22 2019 年公司同行业对比情况

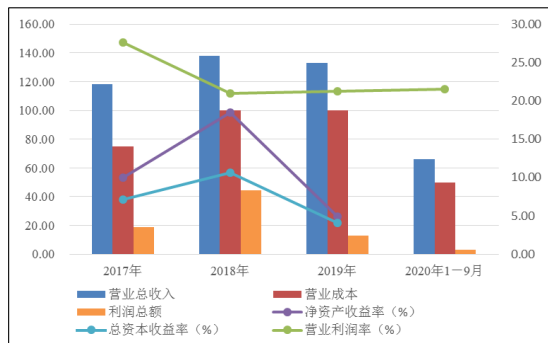
(单位: 亿元、%)

项目	公司	苏州新区高新技术产业股份有限公司	万科企业股份有限公司
营业收入	132.92	91.38	3678.94
销售毛利率	24.57	32.18	36.25
净资产收益率	5.22	3.96	22.61
总资产报酬率	3.97	3.00	5.05

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

2020 年 1—9 月，受综合物流业务收入下降影响，公司营业收入同比下降 20.28%至 66.23 亿元；利润总额为 3.22 亿元，同比下降 6.67%。其中投资收益 3.05 亿元，投资收益对公司利润贡献大。

图 7 公司营业收入和利润变动情况
(单位: 亿元)



资料来源: 公司财务报告

5. 现金流分析

2017—2019 年, 随着公司房地产及物流园区业务规模的扩大, 公司经营活动现金流入和流出规模持续增长, 公司经营活动及投资活动净现金流持续净流出; 同期, 公司新增及在建项目的投入不断增加, 公司存在一定的对外筹资压力。2020 年前三季度, 受拿地及项目投资支出规模较大影响, 公司经营活动和投资活动现金流大幅净流出。

经营活动现金流方面, 2017—2019 年, 公司经营活动现金流入持续增长, 年均复合增长 27.31%; 2019 年公司经营活动现金流入量为 194.14 亿元, 同比增长 9.45%, 主要为销售商品、提供劳务收到的现金。2017—2019 年, 公司经营活动现金流出连续增长, 年均复合增长 27.28%, 2019 年经营活动现金流出量为 210.24 亿元, 同比增长 17.13%, 主要系公司购地和建设支出大幅增长所致。2017—2019 年, 公司经营活动产生的现金流量净额分别为-10.01 亿元、-2.13 亿元和-16.10 亿元, 持续净流出。同期, 公司现金收入比分别为 96.08%、109.38%和 114.93%, 收入实现质量良好。

投资活动现金流方面, 2017—2019 年, 公司投资活动现金流入波动增长, 年均复合增长 218.15%, 其中 2018 年公司投资活动现金流入 57.16 亿元, 同比大幅增长, 主要系收到深赤湾股权转让价款所致; 2017—2019 年,

公司投资活动现金流出波动增长, 年均复合增长 1.70%。2019 年投资活动现金流出 44.54 亿元, 同比下降 29.17%, 主要为购买理财产品减少所致。2017—2019 年, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为-39.75 亿元、-5.72 亿元和-11.01 亿元, 持续净流出。

2017—2019 年, 公司筹资活动前现金流量净额分别为-49.76 亿、-7.85 亿元和-27.11 亿元, 存在一定的对外筹资压力。

筹资活动现金流方面, 2017—2019 年, 公司筹资活动现金流入波动增长, 年均复合增长 39.91%, 2019 年公司筹资活动现金流入 164.65 亿元, 同比大幅增长 104.05%, 主要为取得借款收到的现金; 2017—2019 年, 公司筹资活动现金流出持续增长, 年均复合增长 48.81%; 2019 年, 筹资活动现金流出 112.20 亿元, 同比大幅增长 115.03%, 主要为偿还债务支付的现金。2017—2019 年, 公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 33.44 亿元、28.52 亿元和 52.45 亿元。

2020 年 1—9 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-59.56 亿元、-33.87 亿元和-93.43 亿元, 筹资活动净现金流为 92.16 亿元。

表 23 公司现金流情况
(单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
经营活动现金流入量	119.77	177.37	194.14	127.39
现金收入比	96.08	109.38	114.93	162.00
经营活动现金流量净额	-10.01	-2.13	-16.10	-59.56
投资活动现金流量净额	-39.75	-5.72	-11.01	-33.87
筹资活动前现金流量净额	-49.76	-7.85	-27.11	-93.43
筹资活动现金流量净额	33.44	28.52	52.45	92.16

资料来源: 联合资信整理

6. 偿债能力

公司整体偿债能力指标一般, 但考虑到公司融资渠道畅通, 项目储备充裕, 资产质量良好, 公司实际偿债能力高于指标值。

从短期偿债能力指标看, 2017—2019 年末, 公司流动比率分别为 147.92%、146.56% 和 155.56%, 波动增长; 公司速动比率分别为 77.02%、73.93% 和 76.60%, 波动下降。公司流动资产对流动负债的保障程度良好。2017—2019 年末, 公司现金短期债务比分别为 0.83 倍、0.79 倍和 1.45 倍; 2019 年现金类资产对短期债务的保障程度良好。截至 2020 年 9 月底, 公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 153.33%、61.72% 和 0.92 倍。整体看, 公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看, 2017—2019 年, 公司 EBITDA 有所增长, 公司 EBITDA 利息倍数分别为 4.94 倍、7.03 倍和 2.78 倍, 波动下降, EBITDA 对利息的覆盖程度尚可。2017—2019 年, 公司全部债务/EBITDA 分别为 4.50 倍、3.11 倍和 8.11 倍。整体看, 公司长期债务偿债能力一般。

截至 2020 年 9 月底, 公司银行综合授信额度为 705.04 亿元, 尚未使用额度 459.67 亿元, 公司授信总额规模大, 间接融资渠道畅通。同时公司子公司南山控股为 A 股上市公司, 直接融资渠道畅通。

截至 2020 年 9 月底, 公司无重大未决诉讼。

截至 2020 年 9 月底, 公司合并口径对外担保 3.66 亿元, 被担保方苏州宏景置业房地产有限公司和武汉崇鸿裕业房地产开发有限公司均为合作开发地产项目的项目公司, 公司对外担保规模低。

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。

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

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

资本结构方面, 截至 2019 年底, 公司本部资产负债率为 55.44%。从负债构成看, 截至 2019 年底, 公司本部负债总额为 134.99 亿元, 其中流动负债占 27.92%, 非流动负债占 72.08%, 负债结构以非流动负债为主; 流动负债中有息部分主要为短期借款 9.45 亿元和一年内到期的非流动负债 3.07 亿元; 非流动负债中有息部分为长期借款 39.94 亿元和应付债券 47.96 亿元。从所有者权益构成看, 截至 2019 年底, 公司本部所有者权益为 108.51 亿元, 构成以实收资本 (9.00 亿元)、盈余公积 (22.41 亿元) 和未分配利润 (61.76 亿元) 为主。截至 2019 年底, 公司本部全部债务资本化比率为 48.14%, 债务负担适中。

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

2019 年, 公司本部经营活动、投资活动和筹资活动的净现金流分别为 6.34 亿元、-27.56 亿元和 24.50 亿元。

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, 股东背景实力雄厚。近年来公司资产总额持续增长, 资产质量良好, 同时多元化的经营模式能够对行业周期变化有较强的应对能力。公司整体抗风险能力极强。

九、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司现有债务规模影响不大；公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据发行额度的保障能力很强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行额度 5.00 亿元，占 2020 年 9 月底公司长期债务的 2.40%、全部债务的 1.60%。

截至 2020 年 9 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 73.72%、63.68%和 53.93%。以 2020 年 9 月底财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，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将分别上升至 73.92%、63.96%和 54.39%，公司债务负担有所加重；考虑到本期中期票据部分募集资金拟用于偿还本息债务，公司债务指标或将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019年，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖倍数均处于较高水平，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力很强。

表 24 本期中期票据保障能力测算

指标	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量（亿元）	119.77	177.37	194.14
经营活动现金流入量保障倍数（倍）	23.95	35.47	38.83
经营活动现金流量净额（亿元）	-10.01	-2.13	-16.10
经营活动现金流量净额保障倍数（倍）	-2.00	-0.43	-3.22
EBITDA（亿元）	28.82	56.11	27.59
EBITDA 保障倍数（倍）	5.76	11.22	5.52

注：数据略有差异系四舍五入造成

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十、结论

公司是以物流业务和房地产开发为主业的大型国有企业，公司经营稳健，主业突出，在物流行业具备丰富的运营管理经验和较强的竞争优势，房地产业务深耕部分强二线城市，当地市场认可度较高。

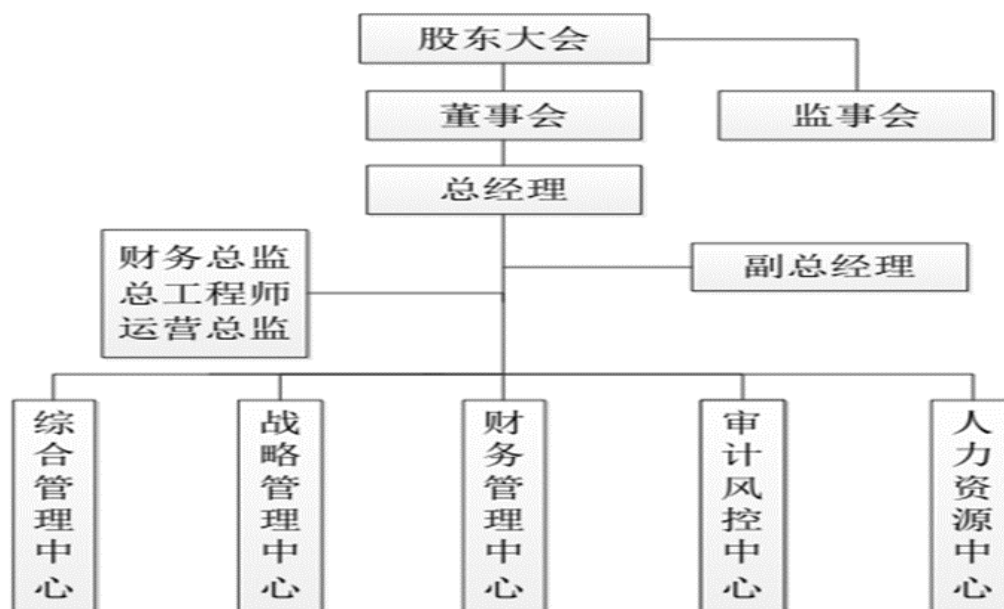
近年来，公司运营物流园区面积不断增加，出租率保持较高水平。公司所在的赤湾片区已纳入蛇口前海自贸区，也是粤港澳大湾区的核心区域，公司在该区域拥有丰富的土地资源，有望带来可观的中长期收益。

公司资产质量良好，债务负担尚可。目前在开发项目较多，以物流园区建设和房地产项目为主，未来开发投资规模较大，具有较大的融资压力。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置、利息递延累积及清偿顺序劣后于其他普通债务等特点。

基于对公司主体长期信用状况和本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据付息或赎回日不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月底公司组织架构图



注：公司在东莞市设有分公司

资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2019 年底纳入公司合并范围的主要子公司情况

名称	主要经营地	注册地	业务性质	注册资本（人民币）	持股比例(%)	
					直接	间接
深圳市新南山控股（集团）股份有限公司	深圳	深圳	综合	2707782513.00	50.58	18.20
中开财务有限公司	深圳	深圳	金融服务	500000000.00	60.00	27.51
深圳市赤湾东方物流有限公司	深圳	深圳	物流	600000000.00	100.00	--
弘湾资本管理有限公司	深圳	深圳	投资与资产管理	200000000.00	100.00	--
赤晓企业有限公司	深圳	深圳	制造业	200000000.00	100.00	--
合肥宝湾国际物流中心有限公司	合肥	合肥	物流	300000000.00	100.00	--
湖北鄂州南山临港新城发展有限公司	湖北	湖北	综合	150000000.00	100.00	--
深圳市海湾发展管理有限公司	深圳	深圳	房地产业	20000000.00	100.00	--
南山开发（香港）有限公司	香港	香港	其他	500000.00 （港元） 32965825.00 （欧元） 34150000.00 （美元） 173217785.39	100.00	--

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	37.83	59.35	95.27	95.57
资产总额（亿元）	362.30	451.89	552.79	676.34
所有者权益（亿元）	134.95	154.32	167.97	177.72
短期债务（亿元）	45.31	75.04	65.80	103.51
长期债务（亿元）	84.28	99.31	157.95	208.05
全部债务（亿元）	129.59	174.35	223.75	311.56
营业收入（亿元）	118.09	137.84	132.92	66.23
利润总额（亿元）	18.83	44.28	13.06	3.22
EBITDA（亿元）	28.82	56.11	27.59	--
经营性净现金流（亿元）	-10.01	-2.13	-16.10	-59.56
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.39	8.68	7.00	--
存货周转次数(次)	0.83	0.87	0.66	--
总资产周转次数(次)	0.36	0.34	0.26	--
现金收入比(%)	96.08	109.38	114.93	162.00
营业利润率(%)	27.60	20.99	21.21	21.57
总资本收益率(%)	7.14	10.60	4.08	--
净资产收益率(%)	9.96	18.49	4.94	--
长期债务资本化比率(%)	38.44	39.16	48.46	53.93
全部债务资本化比率(%)	48.99	53.05	57.12	63.68
资产负债率(%)	62.75	65.85	69.61	73.72
流动比率(%)	147.92	146.56	155.56	153.33
速动比率(%)	77.02	73.93	76.60	61.72
经营现金流动负债比(%)	-7.50	-1.14	-7.51	--
现金短期债务比(倍)	0.83	0.79	1.45	0.92
EBITDA 利息倍数(倍)	4.94	7.03	2.78	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.50	3.11	8.11	--

注：1. 2020 年三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
 资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	21.19	28.00	37.45	51.88
资产总额 (亿元)	150.29	201.95	243.50	262.27
所有者权益 (亿元)	65.96	88.98	108.51	108.79
短期债务 (亿元)	19.05	30.72	12.83	15.93
长期债务 (亿元)	49.26	58.08	87.90	102.75
全部债务 (亿元)	68.31	88.81	100.74	118.68
营业收入 (亿元)	3.50	3.59	16.01	0.78
利润总额 (亿元)	6.02	47.30	19.52	0.36
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	-1.08	-6.47	6.34	-1.36
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	29.61	30.00	108.48	--
存货周转次数 (次)	1.76	1.23	1.77	--
总资产周转次数 (次)	0.03	0.02	0.07	--
现金收入比 (%)	86.28	88.12	99.14	94.86
营业利润率 (%)	47.77	38.26	81.05	56.36
总资本收益率 (%)	/	/	/	--
净资产收益率 (%)	9.08	40.39	14.39	--
长期债务资本化比率 (%)	42.75	39.49	44.75	48.57
全部债务资本化比率 (%)	50.87	49.95	48.14	52.17
资产负债率 (%)	56.11	55.94	55.44	58.52
流动比率 (%)	248.00	276.52	271.84	277.89
速动比率 (%)	243.20	272.91	268.70	275.03
经营现金流动负债比 (%)	-4.34	-14.34	16.83	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--

注：1. 2020 年三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

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 4 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
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 - 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%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
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

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 5-1 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 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-2 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

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 2021 年度第四期中期票据的跟踪评级安排

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

中国南山开发（集团）股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

中国南山开发（集团）股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中国南山开发（集团）股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，中国南山开发（集团）股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

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

如中国南山开发（集团）股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中国南山开发（集团）股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

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

权利与免责声明

1. 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。
2. 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。
3. 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。
4. 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。
5. 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。