

信用评级公告

联合〔2022〕1471号

联合资信评估股份有限公司通过对中国南山开发（集团）股份有限公司及其拟发行的 2022 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定中国南山开发（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，中国南山开发（集团）股份有限公司 2022 年度第二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

二〇二二年三月四日

中国南山开发（集团）股份有限公司

2022年度第二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

债项概况：

本期中期票据发行规模：注册金额 10.00 亿元，本期发行金额 5.00 亿元

本期中期票据期限：3+N（3）年期，在公司依据发行条款的约定赎回时到期

偿还方式：每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金

募集资金用途：偿还到期信用债

评级时间：2022 年 3 月 4 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，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

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，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。2018—2020 年，公司资产总额快速增长，运营物流园区面积不断增加，出租率保持较高水平；房地产业务重点发展二线城市，区位优势明显。同时，联合资信也关注到房地产业务受政策影响大、仓储物流行业竞争激烈、公司综合毛利率波动下降、营业利润受投资收益影响较大、存在一定资本支出压力和债务规模上升等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司股东背景多元化且均实力雄厚。公司前四大股东的实际控制人分别为招商局集团有限公司、深圳市人民政府国有资产监督管理委员会、广东省人民政府和中国海洋石油集团有限公司，股东实力雄厚。
2. 公司物流园区运营管理经验丰富，仓储区域布局合理，竞争优势明显。2018—2020 年，公司运营物流园区面积不断增加，仓储业务已基本覆盖全国一、二线城市的核心物流节点，出租率保持较高水平。
3. 公司土地储备区域优势明显。公司土地储备主要位于国内重点二线城市，区域优势明显。同时，公司可开发的深圳南山赤湾片区共计 2.20 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

分析师：卢瑞 曹梦茹

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

展前景良好。

关注

1. **房地产行业受政策影响较大。**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较大影响。

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，或对公司仓储物流业务的未来发展带来冲击。

3. **期间费用对利润形成一定侵蚀，投资收益对营业利润影响明显。**2018—2020年，公司费用总额持续增长，年均复合增长9.00%；2018—2020年及2021年1—9月，公司投资收益占营业利润比例分别为71.95%、40.03%、57.73%和121.41%，对营业利润影响较大，且投资收益不具有可持续性。

4. **公司债务规模持续上升，在建项目仍需大规模资金投入，未来存在一定资金支出压力。**2018—2020年，公司经营活动净现金流持续净流出，整体债务规模有所扩大。截至2021年9月底，公司主要在建物流园区、房地产项目及综合产城开发运营项目剩余投资额为172.42亿元。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
现金类资产 (亿元)	59.35	95.27	134.07	220.38
资产总额 (亿元)	452.92	553.78	671.92	920.30
所有者权益 (亿元)	155.37	169.00	185.65	249.52
短期债务 (亿元)	75.04	65.80	96.34	85.88
长期债务 (亿元)	99.31	157.95	213.50	298.10
全部债务 (亿元)	174.35	223.75	309.84	383.98
营业收入 (亿元)	137.84	132.92	156.27	92.53
利润总额 (亿元)	50.02	13.02	28.32	21.55
EBITDA (亿元)	61.84	27.58	44.64	--
经营性净现金流 (亿元)	-2.13	-16.10	-13.53	9.24
营业利润率 (%)	20.99	21.21	22.34	13.14
净资产收益率 (%)	22.06	4.89	10.21	--
资产负债率 (%)	65.70	69.48	72.37	72.89
全部债务资本化比率 (%)	52.88	56.97	62.53	60.61
流动比率 (%)	146.60	155.60	164.81	170.60
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	2.57
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.74	2.78	3.35	--
全部债务/EBITDA (倍)	2.82	8.11	6.94	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额 (亿元)	195.89	236.69	274.33	302.09
所有者权益 (亿元)	82.95	101.73	113.88	130.58
全部债务 (亿元)	90.19	100.74	118.97	151.75
营业收入 (亿元)	3.59	16.01	4.59	11.30
利润总额 (亿元)	47.30	18.61	5.40	18.97
资产负债率 (%)	57.66	57.02	58.49	56.78
全部债务资本化比率 (%)	52.09	49.75	51.09	53.75
流动比率 (%)	276.73	272.17	215.16	293.65
经营现金流动负债比 (%)	-14.35	16.85	-3.03	14.37

注：1. 2021 年三季度财务数据未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务；4. 将长期应付款中的有息债务调整至长期债务；5. 表格中“-”表示计算后无意义的数字

资料来源：公司提供，联合资信整理

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	2022/2/15	卢瑞 曹梦茹	联合资信评估股份有限公司一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 联合资信评估股份有限公司一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	--
AAA	稳定	2019/01/30	王兴萍 尹金泽	房地产行业企业信用评级方法	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：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

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

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

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

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

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

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

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

中国南山开发（集团）股份有限公司 2022 年度第二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，1994 年 10 月更为现名。截至 2021 年 9 月底，公司注册资本 18.00 亿元，招商局（南山）控股有限公司（以下简称“招商局控股”）为公司第一大股东，公司无实际控制人。股权结构图见附件 1-1。

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 2021 年 9 月底，公司内设 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（截至 2021 年底，公司直接持股比例 57.99%，无股权质押）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 9 月底，公司资产总额 920.30 亿元，所有者权益 249.52 亿元（含少数股东权益 76.12 亿元）；2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 92.53 亿元，利润总额 21.55 亿元。

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

二、本期中期票据概况

公司中期票据注册金额 10.00 亿元，中国南山开发（集团）股份有限公司 2022 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”）

发行规模 5.00 亿元；发行期限为 3+N（3）年，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。本期中期票据每次付息日前 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；如公司决定递延支付利息的，公司及相关中介机构应在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。

本期中期票据募集资金为 5.00 亿元，将全部用于偿还到期信用债。

本期中期票据不设担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情的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。中国在宏观政策方面加大了逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，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 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。但三季度以来，受限产限电政策加码、楼市调控趋严、原材料价格高位上涨、局部疫情反复等因素影响，我国经济修复放缓，生产端与需求端下行压力均有所加大。2021 年前三季度，我国国内生产总值 82.31 万亿元，累计同比增长 9.80%，两年平均增长 5.15%，二者分别较上半年同比增速和两年平均增速放缓 2.90 和 0.16 个百分点，经济增长有所降速。

三大产业中，第三产业受局部疫情影响仍

未恢复至疫前水平。2021 年前三季度，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.82%和 5.64%，均高于疫情前 2019 年同期水平，恢复

情况良好；第三产业前三季度两年平均增速为 4.85%，远未达到 2019 年同期 7.30%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2018 - 2020 年及 2021 年前三季度中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	53.22
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	12.70 (5.31)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	15.90 (6.95)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	12.60 (4.40)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	23.00 (4.39)
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	38.60
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	36.00
CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.50
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	5.10
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	5.00
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	10.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	21.80
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	4.50

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 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

出口维持高速增长，消费与固定资产投资增速放缓。消费修复基础仍不牢固。2021 年前三季度，我国社会消费品零售总额 31.81 万亿元，同比增长 16.40%；两年平均增速 3.93%，较上半年两年平均增速小幅回落，较疫情前水平仍有一定差距，与居民人均可支配收入两年平均增速同步放缓。固定资产投资增速有所回落。2021 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）39.78 万亿元，同比增长 7.30%；两年平均增长 3.80%，较上半年两年平均增速放缓 0.60 个百分点，仍未恢复到疫情前水平。全球经济和贸易回暖带来的需求增加支撑我国出口高增长。2021 年前三季度，我国货物贸易进出口总值 4.37 万亿美元，为历史同期最高值，同比增长 32.80%，实现较高增速，但增速呈现逐季小幅下降趋势。其中，出口 2.40 万亿美元，同比增长 33.00%；进口 1.97 万亿美元，同比增长 32.60%；贸易顺差为 4275.40 亿美元。

2021 年前三季度，CPI 先涨后落，PPI 显著上涨。2021 年前三季度，CPI 同比上涨 0.60%，

扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.70%，总体呈先升高后回落走势；PPI 同比上涨 6.70%，整体呈上涨趋势，生产资料价格上涨是推动 PPI 上涨的主要因素，其中上游石化、煤炭、金属价格上涨的影响较大，或对相关下游企业利润产生一定挤压。

2021 年前三季度，社融存量同比增速整体呈下行趋势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年三季度末，社融存量余额为 308.05 万亿元，同比增长 10%，增速逐季小幅下降。从结构看，前三季度人民币贷款是新增社融的主要支撑项；政府债券和企业债券融资回归常态；表外融资大幅减少，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，前三季度 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后稳。二季度以来 M2-M1 剪刀差走阔，反映了企业活期存款转为定期，融资需求减弱，投资意愿下降。

2021 年前三季度，财政收入呈现恢复性增长，“三保”等重点领域支出增长较快。2021 年

前三季度，全国一般公共预算收入 16.40 万亿元，同比增长 16.30%，达到 2021 年预算收入的 82.99%，财政收入恢复性增长态势总体平稳。其中，全国税收收入 14.07 万亿元，同比增长 18.40%，在 PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素的带动下，工商业增值税、企业所得税等税种实现高增长。支出方面，前三季度全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.30%，达到 2021 年预算支出的 71.68%，非急需非刚性支出持续压减，“三保”等重点领域支出得到有力保障。前三季度，全国政府性基金预算收入 6.10 万亿元，同比增长 10.50%。其中国有土地使用权出让收入 5.36 万亿元，同比增长 8.70%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 7.14 万亿元，同比下降 8.80%，主要是由于专项债项目审核趋严，地方政府专项债发行进度缓慢，项目落地有所滞后。

2021 年以来就业形势总体基本稳定，调查失业率呈逐季稳中有降的趋势。2021 年前三季度，城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标任务的 95%；1-9 月城镇调查失业率均值为 5.20%，略低于全年 5.50% 左右的预期目标，就业形势总体良好。从结构看，重点群体就业情况在三季度出现改善，其中 16~24 岁城镇人口失业率结束了自 2021 年 1 月以来的连续上升趋势，自 8 月开始出现下降；截至 2021 年三季度末，农村外出务工劳动力总量同比增长 2%，基本恢复至疫情前 2019 年同期水平。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年第四季度，能耗双控、原材料价格高位运行、局部疫情、楼市调控政策等因素仍将对我国经济产生影响，经济稳增长压力有所加大。货币政策存在降准空间；财政方面预计将加快地方政府专项债券的发行及资金投入使用，促进经济平稳增长。

生产方面，2021 年第四季度我国能耗双控的压力仍然较大，叠加原材料价格较高等因素影响，工业生产或将持续承压。需求方面，未

来房地产信贷政策收紧态势可能有所缓解，但在房地产调控政策基调不变的前提下，短期内房地产投资难以逆转偏弱的格局；随着财政资金到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设，基建投资有望逐步改善，但受制于地方政府债务管理趋严，预计改善空间有限；限产限电、生产成本上升等因素或将对制造业投资修复产生制约。消费市场复苏基础仍不牢固，第四季度仍然会受到疫情影响，但电商购物节等因素有助于带动消费提升。第四季度海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高水平，但在上年基数抬高因素影响下，出口增速或将小幅下行。基于上述分析，联合资信预测全年 GDP 增速在 8.00% 左右。

四、行业分析

1. 房地产行业

(1) 房地产行业概况

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。2021 年 1—9 月，投资同比增长，但单月增速转负，竣工保持较高增长，新开工继续走弱；2021 年 7 月后单月销售同比转负，销售市场迎来下行期。

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。

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%，增速相较于 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。

2021 年 1—9 月，全国房地产开发投资完成额 11.26 万亿元，累计同比增长 8.80%，增速较 2020 年 1—9 月高 3.20 个百分点，但较上半年下降 6.20 个百分点，其中单 9 月开发投资完成额同比下降 3.5%，为 2020 年 2 月以来首次转负。新开工方面，2021 年 1—9 月，房屋新开工面积 15.29 亿平方米，同比下降 4.50%，较前 8 月回落 1.3 个百分点，在拿地走弱的背景下，降幅扩大；竣工面积 5.10 亿平方米，同比增长 23.40%，较前 8 个月下降 2.60 个百分点，维持较高增长。

销售方面，2021 年 1—9 月，商品房销售

面积 13.03 亿平方米，同比增长 11.30%；销售额 13.48 万亿元，同比增长 16.60%；同比虽有增长，但增速较前 8 个月分别下降 4.60 个百分点和下降 6.20 个百分点；销售出现下行。受调控政策持续、市场观望情绪较重影响，2021 年 7—9 月单月销售额分别同比增长-7.1%、-18.7%和-15.8%。

（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。2021 年 1—9 月，房企拿地规模有所下滑，到位资金在销售回款驱动下保持增长，随着融资渠道收紧，房企对销售回款的依赖加强。

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 1.73 万亿元，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。2021 年 1—9 月，房地产开发企业土地购置面积 1.37 亿平方米，同比下降 8.50%，土地成交价款 9379 亿元，同比增长 0.30%，受集中供地及贷款集中度管理影响，房地产开发企业拿地节奏有所变化。

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 34.46%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。2021 年 1—9 月，房地产开发到位资金同比增长 11.10%，分项看，国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按

揭贷款增速分别为-8.40%、6.10%、25.52%和10.75%，融资渠道收紧下，房地产开发企业资

金对销售回款依赖继续加强。

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	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1—9 月	
	金额	占比	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	18769.81	12.39
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10	59.12	0.04
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82	47211.79	31.17
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.31	53.27	85445.21	56.40
其中：定金及预收款	55418.16	33.39	61358.88	34.35	66546.83	34.46	56688.94	37.42
个人按揭	23643.06	14.25	27281.03	15.27	29975.81	15.52	24124.13	15.92
合计	165962.89	100.00	178608.59	100.00	193114.90	100.00	151485.92	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。2021 年下半年以来发生的预售资金监管从严以及房企违约事件对国内房地产企业的融资产生负面影响。

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表 3。

表3 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发展
2021 年 2 月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且 2021 年发布住宅用地公告不能超过 3 次；二是集中组织出让活动
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

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。2021 年下半年地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。2020 年以来房地产融资相关政策具体内容

见表 4。

表 4 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
2021 年 5 月	--	建行深圳分行上调首套及二套房房贷利率，杭州多家银行上调首套及二套房房贷利率

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。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%。

2021 年 1—9 月，全国社会物流总额 234.50 万亿元，按可比价格计算，同比增长 11.40%；社会物流总费用 12.10 万亿元。

(2) 行业政策

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

表 5 2014 年以来物流业相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2014 年 9 月	国务院	《物流业发展中长期规划（2014—2020 年）》，确定以降低物流成本、提升物流企业规模化及集约化水平、加强物流基础设施网络建设为发展重点，并以大力提升物流社会化和专业化水平、进一步加强物

		流信息化建设、推进物流技术装备现代化、加强物流标准化建设、推进区域物流协调发展、积极推动国际物流发展、大力发展绿色物流主要任务，为物流行业的发展确立了方向。
2018 年 12 月	国务院 交通运输部	《国家物流枢纽布局和建设规划》，提出到 2020 年，布局建设 30 个左右辐射带动能力较强、现代化运作水平较高、互联网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，形成国家物流枢纽网络基本框架。
2019 年 3 月	发改委	《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》，就有关物流高质量发展的基础设施网络优化、服务实体经济能力提升、增强发展内生动力、完善营商环境、建立配套支撑体系、健全政策保障体系等六个方面提出了 25 项具体工作，并明确了相关工作的承担部门。
2019 年 4 月	发改委 交通运输部	印发《国家物流枢纽网络建设实施方案（2019-2020 年）》（发改经贸〔2019〕578 号（以下简称“实施方案”）。《实施方案》明确了国家物流枢纽网络建设的总体要求、重点工作、申报基本条件、实施程序和组织保障等，进一步加强对地方相关政府部门和国家物流枢纽承载城市的工作指导。《实施方案》的印发，标志着国家物流枢纽布局和建设全面启动。
2020 年 6 月	发改委 交通运输部	《关于进一步降低物流成本的实施意见》，分别从六个方面提出要求深化关键环节改革，降低物流制度成本；加强土地和资金保障，降低物流要素成本；深入落实减税降费措施，降低物流税费成本；加强信息开放共享，降低物流信息成本；推动物流设施高效衔接，降低物流联运成本；推动物流业提质增效，降低物流综合成本。
2020 年 9 月	发改委 工信部等	《推动物流业制造业深度融合创新发展实施方案》，探索建立符合我国国情的物流业制造业融合发展模式，制造业供应链协同发展水平大幅提升，精细化、高品质物流服务供给能力明显增强，主要制造业领域物流费用率不断下降；培育形成一批物流业制造业融合发展标杆企业；初步建立制造业物流成本核算统计体系，对制造业物流成本水平变化的评估监测更加及时准确。
2021 年 2 月	中共中央、 国务院	《国家综合立体交通网规划纲要》，提出要构建完善的国家综合立体交通网、加快建设高效率国家综合立体交通网主骨架、建设多层次一体化国家综合交通枢纽系统、完善面向全球的运输网络、推进交通基础设施网与运输服务网、信息网、能源网融合发展、推进交通与相关产业融合发展等，对我国 2021 至 2035 年的交通运输业发展做出系统全面的规划。促进企业主体融合发展、设施设备融合联动。
2021 年 12 月	国务院	国务院批复同意《“十四五”现代流通体系建设规划》，提出要统筹推进现代流通体系硬件和软件建设，培育壮大现代流通企业，提升现代流通治理水平，全面形成现代流通发展新优势。

资料来源：联合资信整理

（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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 9 月底，公司注册资本 18.00 亿元，招商局控股为公司第一大股东，公司无实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

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

公司从开发经营赤湾港口、石油基地起步，现已发展成为一家以综合物流（运输、贸易物流和堆存仓储等）、房地产开发和制造业务（集成房屋业务、船舶舱室配套业务等）为主营业务的综合性大型企业集团。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 2021 年 9 月底，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，公司物流园区投入运营的物流园区仓库面积为 448.40 万平方米。

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 9 月底，公司未开工土地储备建筑面积 202.76 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。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91440300618832976D），截至 2022 年 1 月 5 日，公司无已结清及未结清关注类和不良类信贷记录。

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

截至 2022 年 1 月 5 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

按照《公司法》等相关法律法规，公司设立了股东大会、董事会和监事会，公司法人治理结构清晰完善。

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力和效率，法人治理结构完善。

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。

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。

在基本管理制度上，公司制定了《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，主要管理类制度包括战略管理、投资决策、财务和资金、内部审计和人力资源等。

投资决策方面，项目投资决策权集中于公司，除公司明文授权外，各平台公司及其下属公司的所有投资项目经初评、审核通过后报总经理办公会审议，经董事会批准后执行。完善的投资决策机制保障了公司稳健的经营和发展。预算管理方面，公司总经理办公会是预算管理的领导机构，负责审批和修正预算，并协调解决预算管理中的重大问题；公司总经理是预算编制的总负责人；财务总监是预算编制和执行的具体负责人。融资管理方面，公司融资事项采取集中管理原则，财务管理中心是融资管理的职能部门。各公司的融资计划和具体融资方案（含融资额度及额度内提款）的制定及调整，均需逐笔、逐级报集团审批或根据集团授权执行，根据提案主体、融资额度实行分级决策审批机制，未经集团董事会批准，各公司不得向与集团无股权关系的单位或个人提供融资或担保。资金管理方面，公司制定《资金集中管理办法》，对下属全资、控股及直接管理公司实施包括收入资金管理、支付资金管理及存款管理在内的资金集中管理，对控股上市公司在形式、程序等方面须满足国家关于上市公司相关法律、监管要求。此外，公司设立中开财务有限公司（公司直接持股 60%，并通过南山控股间接持股 40%）作为资金集中管理的专业金融机构。

七、经营分析

1. 经营概况

2018 - 2020 年，公司营业收入受现代物流综合服务业务和房地产业务影响波动增长，综

合毛利率水平波动下降。2021年1—9月，现代物流综合服务业务收入增长拉动公司营业收入同比增长，综合毛利率水平受限价影响较上年底大幅下降。

公司的主营业务为综合物流（运输、贸易物流和堆存仓储等）、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。

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”）。

地产业务方面，公司执行区域分散和已进

入城市深耕策略，土地储备主要分布于华东及华南区域和华中区域的一二线核心城市。公司区域布局较为分散，能够降低一定的集中风险。公司以高周转为目标，主要通过招拍挂拿地，项目业态以住宅为主，客户群体以刚性需求及首次改善型需求（合计占90%）为主，有利于快速去化。公司倾向于通过合作开发项目，一般合作项目权益占比在40%左右。

2018—2020年，公司营业收入波动增长。2019年，公司营收同比下降3.57%，主要是现代物流综合服务及建筑模块化业务收入减少所致；2020年，公司营业收入同比增长17.56%，主要是房地产业务收入增加所致。

表6 2018—2020年及2021年1—9月公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2018年			2019年			2020年			2021年1—9月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
现代物流综合服务业务	62.89	45.63	10.64	54.07	40.68	13.63	45.59	29.17	18.78	47.51	51.35	14.98
房地产业务	47.18	34.23	51.87	47.72	35.90	33.94	86.17	55.14	28.44	31.15	33.66	9.61
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	7.68	8.30	12.02
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	5.21	5.63	41.37
其他业务	3.53	2.56	67.38	2.06	1.55	46.06	1.39	0.89	61.57	0.99	1.07	90.92
合 计	137.84	100.00	27.49	132.92	100.00	24.57	156.27	100.00	26.26	92.53	100.00	15.22

注：房地产业务主要由南山控股下属地产业务部负责经营
资料来源：公司提供

收入构成方面，公司营业收入主要来自房地产和综合物流板块。2018—2020年，公司现代物流综合服务业务收入逐年下降，2019年下降主要系受“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；2020年下降主要系受疫情影响，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所致。2018—2020年，公司房地产开发业务逐年增长，主要系结转收入增加所致；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；综合产城开发运营业务波动增长，主要系2019年合肥双凤宝湾国际商贸物流产业园项目结转收入增加，2020年结转规模较小所致。

毛利率方面，2018—2020年，公司房地产业务毛利率持续下降，主要系近年来随拿地均价增长导致结转项目利润空间缩窄所致；综合物流业务毛利率逐年上升，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—2020年，受上述业务影响，公司综合毛利率波动下降。

2021年1—9月，公司营业收入同比增长39.71%，主要系现代物流综合服务业务收入增长所致；综合毛利率较上年底下降10.04个百分点，主要系房地产业务毛利率下滑以及毛利率较低的物流业务收入占比提升综合所致。

2. 业务经营分析

(1) 综合物流业务

2018—2020 年,公司运输物流及仓储物流业务持续发展,物流园区经营规模持续增长,仓库出租率维持在较高水平;公司在建及拟建物流园区项目较多,存在一定的资本支出压力。2021 年 1—9 月,综合物流业务规模上升较快,对营业收入形成一定支撑作用。

宝湾物流

截至 2021 年 9 月末,宝湾物流在国内 36 个城市拥有并管理 69 个现代化物流园区。

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,业务构成以堆存(仓储)业务为主。2018—2020 年,宝湾物流营业收入持续增长,但毛利率逐年下降,主要系成本增加所致。其中 2020 年,宝湾物流堆存(仓储)业务营业收入同比增长 14.62%,毛利率同比下降 1.25 个百分点。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。

2021 年 1—9 月,宝湾物流堆存(仓储)业务营业收入占 2020 年全年的 90.92%;毛利率较上年底变化不大。

表 7 2018—2020 年及 2021 年 1—9 月宝湾物流园区业务经营情况

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—9 月		
	营业收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	营业收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	营业收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	营业收入 (亿元)	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	8.41	79.70	60.79
运输业务	0.29	3.81	1.40	0.48	4.98	0.12	1.25	10.59	2.76	0.93	8.82	4.42
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	0.98	9.27	40.05
装卸业务	0.16	2.16	-80.58	0.23	2.39	-18.14	0.18	1.56	14.03	0.15	1.40	-2.02
其他业务	0.07	0.91	85.25	0.02	0.21	76.72	0.12	1.06	65.70	0.09	0.81	83.72
合计	7.54	100.00	59.65	9.64	100.00	56.69	11.80	100.00	53.46	10.55	100.00	53.20

资料来源:公司提供

2018—2020 年,宝湾物流园区仓库面积持续增长。截至 2021 年 9 月底,宝湾物流园区仓库面积较上年底增长 19.54%,园区出租率 94.20%。

表 8 宝湾物流物流园仓库面积及使用率情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
仓库使用面积 (万平方米)	263.30	265.60	375.10	448.40
使用率(%)	93.20	91.70	92.70	94.20

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。2020 年,公司主要运营园区收入规模较为稳定,仓库出租率维持在较高水平。其中,江阴物流园和滨港物

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;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。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宝湾物流合并范围。

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 9 月底,宝湾物流在建及拟建物流园区仓储建筑面积约 206.49 万平方米,在建及拟建项目尚需投资 44.37 亿元,考虑到公司房地产及综合产城开发运营在开发项目规模较大,公司面临一定的资金支出压力。

东方物流

东方物流承担着公司的物流运输业务。东方物流系公司全资子公司，主要发展国内陆运干线运输和区域配送业务，是深圳市最大的集装箱运输企业之一。

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。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—9 月，东方物流实现营业收入 34.45 亿元，同比增长 68.33%。

(2) 房地产业务

公司土地储备项目分布在国内重点二线城市，具有一定区域优势；2020 年以来，公司加快开发节奏，在建项目尚需投资金额较大，面临一定资金支出压力；公司签约销售金额逐年增长。

公司房地产业务的主要经营主体为南山控股。

房地产开发

2018—2020 年，公司房地产业务新开工面积、竣工面积及期末房屋施工面积均持续增长。2020 年，公司房地产业务新开工面积和期末房屋施工面积同比分别增长 37.97% 和 19.82%，主要系公司开发节奏加快所致。2021 年 1—9 月，公司新开工面积占 2020 年全年的 65.93%，当期竣工面积占 2020 年全年的 16.90%，主要系集中四季度竣工所致。

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
新开工面积	40.63	51.25	70.71	46.62
期末房屋施工面积	63.03	71.74	85.96	125.39
当期竣工面积	27.08	27.77	42.54	7.19

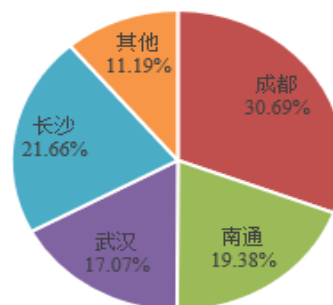
注：公司房地产开发主要指标为合并口径
资料来源：公司提供

公司在建项目主要为自主开发。截至 2021 年 9 月底，公司主要在建房地产项目规划建筑面积总计 209.44 万平方米，预计总投资为 314.21 亿元，已投资 219.10 亿元，尚需投资 95.11 亿元，权益尚需投资 81.22 亿元。公司在建项目尚需投资金额较大，面临一定资金支出压力。

土地储备

公司主要通过招拍挂等方式获得土地储备。2018—2020 年，公司新增土地储备规模较为平稳，拿地区域主要分布在成都、东莞、武汉、上海、深圳、重庆和苏州等区域，项目布局具有一定的区域优势。截至 2021 年 9 月底，公司全口径未开工土地储备总建筑面积 202.76 万平方米，权益建筑面积为 159.74 万平方米。土地储备主要分布国内重要的二线城市，具有一定区域优势。

图 1 截至 2021 年 9 月底公司未开工土地储备规划建筑面积区域占比情况



注：其他包括东莞、合肥、深圳、苏州和无锡
资料来源：公司提供

此外，公司有权对赤湾 3.40 平方公里土地进行开发，2014 年 12 月，赤湾被划入广东省自贸区前海-蛇口片区，赤湾片区同时也是粤港澳大湾区的核心区域，土地增值潜力大。2018 年 11 月，深圳市人民政府正式批复《中国（广东）自由贸易试验区深圳前海蛇口片区及大小南山周边地区综合规划》（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。截至 2021 年 9 月底，该片区暂未纳入公司土地储备。

房产销售情况

2018—2020 年，凭借区域内较强的品牌效应优势，公司签约销售面积波动增长，签约销售金额持续上升。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，签约销售金额同比增长 22.76%。

2021 年 1—9 月，公司签约销售金额占 2020 年全年销售金额的 103.23%，签约销售均价大幅上升，主要系当期结转项目均价较高的华中区域占比提升所致。

表 10 公司房地产销售情况
(单位：万平方米、亿元、万元/平方米)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
期末可售面积	18.15	15.65	25.02	35.80
当期结算面积	32.92	32.96	51.58	13.95
当期签约面积	31.13	50.13	49.22	34.27
签约销售额	51.37	79.72	97.86	101.02
签约均价	1.65	1.59	1.99	2.95

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，2018—2020 年华东和华中为公司主要的开发区域和收入来源，其中 2018 年和 2019 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。2020 年房地产结算面积以华东为主。2021 年 1—9 月华东、华中地区的房地产结算面积较为均衡。

表 11 公司房地产开发结转收入区域分布

2020 年				
地区	结转收入 (亿元)	占比 (%)	结算面积 (万平方米)	占比 (%)

表 12 截至 2021 年 9 月底公司产城业务土地储备情况 (单位：万平方米)

项目名称	城市	土地规划用途	土地面积	剩余可开发建筑面积	权益比例
德阳科技园	德阳	工业厂房	31.40	21.40	100.00%
岗集综合交通物流港	合肥	物流仓储	25.80	30.20	60.00%
重庆汽车公园	重庆	汽车主题公园、文旅产业园及商业	52.62	67.70	100.00%
合肥宝湾国际四期	合肥	建材 mall、4S	4.30	11.09	100.00%
浦口智芯科技港	南京	工业厂房	3.26	5.71	100.00%

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

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

(3) 综合产城开发运营业务

2018—2020 年，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波动增长，需持续关注后期运营风险。2021 年 1—9 月，考虑到综合产城开发运营业务剩余投资额，公司未来面临一定支出压力。

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，运营项目主要以商贸物流、国际影视中心、汽车港、科技园和物流小镇等产业为主。截至 2021 年 9 月底，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 9 月底，公司土地储备分布于重庆、深圳、合肥、德阳及南京等地。

浦口智造园	南京	工业厂房	6.80	4.91	60.00%
赤湾地铁口	深圳	商业	3.42	31.98	100.00%

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 2021 年 9 月底，公司主要在开发项目共 8 个，业态涵盖物流仓储、建材

MALL、工业厂房和影视城等。截至 2021 年 9 月底，综合产城开发运营项目剩余投资额较大，公司未来面临一定支出压力。

表 13 截至 2021 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）

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
岗集综合交通物流港	合肥	物流仓储	30.00%	45.82	12.32	8.70	1.80	60.00%
长三角国际影视中心	上海	影视城	100.00%	10.22	0.00	8.31	1.80	50.00%
合肥宝湾四期	合肥	建材 MALL	58.00%	5.12	0.00	2.28	0.96	100.00%
合肥宝湾四期	合肥	4S	63.00%	5.97	0.00	1.26	0.80	100.00%
重庆汽车港	重庆	汽车主体产业、文旅综合园及商业	10.00%	67.67	0.00	58.09	15.73	100.00%
浦口智芯科技港	南京	工业厂房	11.00%	5.71	0.00	2.23	0.25	100.00%
西安智造园	西安	工业厂房	100.00%	4.28	2.23	0.54	0.61	100.00%
德阳科技园（二期）	德阳	工业厂房	100.00%	10.31	0.00	2.24	0.37	100.00%
合计			--	155.10	14.55	83.65	22.32	--

资料来源：公司提供

表 14 截至 2021 年 9 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%	100.00%
西安智造园	西安	工业厂房	4.28	4.28	4.28	100%	100.00%
合肥宝湾国际	合肥	仓储	21.32	21.32	21.32	100%	100.00%
岗集交通物流港	合肥	仓储	6.41	6.41	1.85	29%	60.00%
合计			43.55	42.81	38.25	--	--

资料来源：公司提供

（4）建筑模块化业务

2018 - 2020 年，受市场竞争激烈、公司战略调整、原材料采购价格波动等因素影响，公司集成房屋收入及毛利率均有所波动。2020 年公司船舶舱室配套业务受搬迁产能影响，收入及毛利率均有所下降。2021 年 1 - 9 月，船舶舱室配套业务产销量进一步收缩。

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佛山。

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同比下降 30.91%；毛利率为同比下降 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年公司集成房屋销售收入为6.49亿元，毛利率同比增长15.18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。2018—2020年及2021年1—9月，雅致集成带钢采购价格呈持续上升趋势，其余主要原材料价格均呈波动上升趋势。

表15 雅致集成主要原材料采购

主要原材料	采购量（吨）				采购价格（元/吨）			
	2018年	2019年	2020年	2021年1—9月	2018年	2019年	2020年	2021年1—9月
带钢	3924.22	2561.58	10152.68	7311.91	4180.00	4645.64	4703.00	6361.36
彩钢	4408.17	2391.76	2393.74	1629.72	6137.00	6505.62	6007.00	6778.84
油漆	514.94	757.03	714.04	599.00	17092.00	18617.91	23969.00	21959.45

资料来源：公司提供

船舶舱室业务

公司船舶舱室配套业务主要由南山控股下属全资子公司华南建材（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同比增长24.18%，毛利率同比上升0.03个百分点。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%。2021年1—9月船舶舱室配套业务产销量同比降幅较大，营业收入进一步收缩。

表16 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	2021年1—9月
船舶舱室配套业务-复合板	销售量	万平方米	115.82	126.00	109.00	82.27
	生产量	万平方米	114.01	125.00	112.00	77.81
	库存量	万平方米	45.21	44.21	47.21	--
船舶舱室配套业务-防火门	销售量	扇	29634.00	27571.00	24620.00	21076.00
	生产量	扇	56373.00	52289.00	26520.00	37002.00
	库存量	扇	8260.00	9168.00	11068.00	--
船舶舱室配套业务-卫生单元	销售量	套	12843.00	22557.00	15642.00	6963.00
	生产量	套	12869.00	21061.00	11148.00	5412.00
	库存量	套	9405.00	7909.00	3415.00	--

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

3. 经营效率

公司整体经营效率有所下降。

从经营效率指标看，2018—2020年，随着加大力度投资物流业务及地产项目，公司存货周转率和总资产周转率均逐年下降；受营业收入波动影响，公司销售债权周转次数有所波动。综合来

看，公司经营效率指标有所下降。

表17 公司经营效率指标（单位：次）

项目	2018年	2019年	2020年
存货周转次数	0.87	0.66	0.60
销售债权周转次数	8.68	7.00	7.87
总资产周转次数	0.34	0.26	0.25

资料来源：联合资信整理

4. 未来发展

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

公司未来发展规划：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200亿元，在物流产业等1~2个核心产业达到国内一流水平。2022—2032年，实现主营业务收入翻三番，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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018—2020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2021年前三季度财务报表未经审计。

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9月底，公司资产总额920.30亿元，所有者权益249.52亿元（含少数股东权益76.12亿元）；2021年1—9月，公司实现营业收入92.53亿元，利润总额21.55亿元。

2. 资产质量

2018—2020年，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。截至2021年9月底，资产结构较上年底变化不大。

2018—2020年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长21.80%。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。

表 18 2018—2020 年及 2021 年 9 月末公司资产主要构成

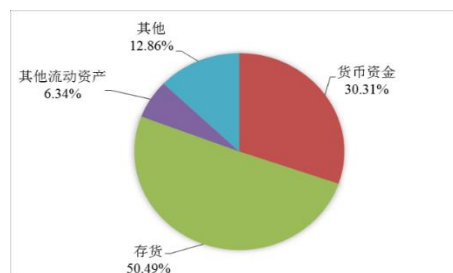
科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 9 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	274.72	60.65	333.57	60.24	422.81	62.93	603.52	65.58
货币资金	57.91	12.79	87.49	15.80	128.13	19.07	200.35	21.77
存货	136.15	30.06	169.33	30.58	213.47	31.77	268.03	29.12
其他流动资产	45.11	9.96	21.58	3.90	26.82	3.99	30.65	3.33
非流动资产	178.20	39.35	220.20	39.76	249.11	37.07	316.78	34.42
长期股权投资	9.57	2.11	19.34	3.49	18.61	2.77	33.70	3.66
投资性房地产	40.87	9.02	48.67	8.79	62.15	9.25	74.37	8.08
固定资产（合计）	44.82	9.90	42.81	7.73	43.87	6.53	56.66	6.16
在建工程（合计）	8.23	1.82	28.87	5.21	41.94	6.24	60.35	6.56
无形资产	39.07	8.63	46.08	8.32	55.63	8.28	59.20	6.43
资产总额	452.92	100.00	553.78	100.00	671.92	100.00	920.30	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

2018—2020年末，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长24.06%。截至2020年底，公司流动资产422.81亿元，较年初增长26.75%，主要系货币资金及存货增长所致。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：联合资信根据公司财务报告整理

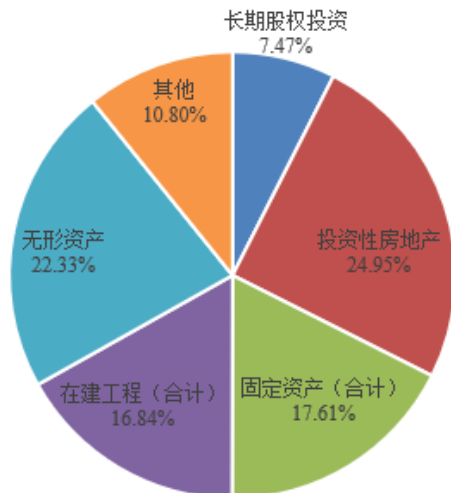
2018—2020 年末，公司货币资金持续增长，且幅度较大。货币资金主要由银行存款构成（117.17 亿元），受限资金 10.60 亿元，受限比例为 8.27%，受限比例较低。

2018—2020 年末，公司存货持续增长。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。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。

（2）非流动资产

2018—2020 年末，公司非流动资产规模持续增长。截至 2020 年底，公司非流动资产构成如下图所示。

图3 截至2020年底公司非流动资产构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2018—2020 年末，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长 39.49%。其中截至 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。截至 2020 年底，公司长期股权投资 18.61 亿元，较年初下降 3.77%；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。2018—2020 年末，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 23.32%。截至 2020 年底，公司投

资性房地产 62.15 亿元，较年初增长 27.71%，主要来自建成物流园转入。

2018—2020 年末，公司固定资产（合计）波动下降，年均复合下降 1.06%。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。

2018—2020 年末，公司在建工程（合计）持续增长，年均复合增长 125.80%。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。

2018—2020 年末，公司无形资产持续增长，年均复合增长 19.33%。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 19 截至 2020 年底公司受限资产情况

资产名称	账面价值（亿元）
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 9 月底，公司资产总额 920.30 亿元，较上年底增长 36.96%，主要系货币资金及存货增长所致，资产结构较上年底变化不大。截至 2021 年 9 月底，公司货币资金 200.35 亿元，较上年底增长 56.36%，主要系项目投资建设增加、公司融资规模较大所致。截至 2021 年 9 月底，公司存货 268.03 亿元，较上年底增长

25.56%，主要系新增土地储备及项目投入增加所致。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2018—2020 年，公司所有者权益持续增长；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。截至 2021 年 9 月底，公司所有者权益大幅增长，所有者权益稳定性有所提高。

2018—2020 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 9.31%。2020 年 11 月，公司以任意盈余公积转增股本的方式增资 9.00 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 9 月底，公司所有者权益为 249.52 亿元，较 2020 年底增长 34.40%，主要系公司少数股东权益及未分配利润增加所致。

(2) 负债

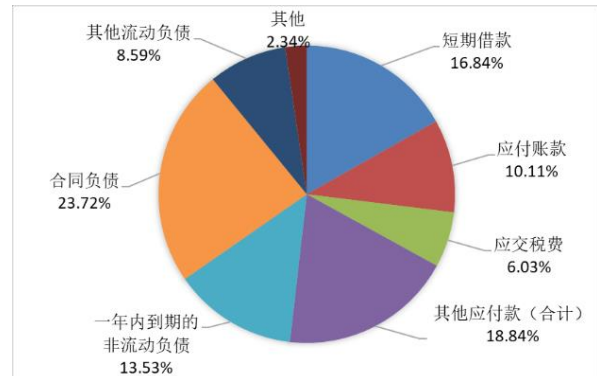
2018—2020 年，公司投资资金需求逐年加大，债务规模逐年上升，债务负担有所加重，有息债务以长期债务为主。2021 年 1—9 月，公司债务规模持续增加，债务负担仍较重。

2018—2020 年末，公司负债规模持续增长。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。

2018—2020 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 17.00%。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 4 截至 2020 年底公司流动负债构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2018—2020 年末，公司短期借款持续增长，年均复合增长 24.95%。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%。

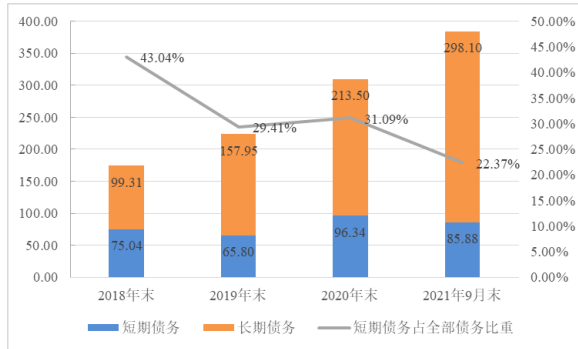
根据新收入准则，部分符合条件的预收款由预收款项科目调整至合同负债科目核算。2020 年，公司已将除预收租金外其他所有预收款项调整至合同负债科目。截至 2020 年底，公司合同负债 60.86 亿元，较年初预收款项余额下降 6.57%，主要系房地产销售有关的合同负债（截至 2020 年底，占合同负债比重 97.41%）减少所致。

2018—2020 年末，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 54.89%。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。

2018—2020 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 44.41%。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。

2018—2020 年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长 43.83%。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。

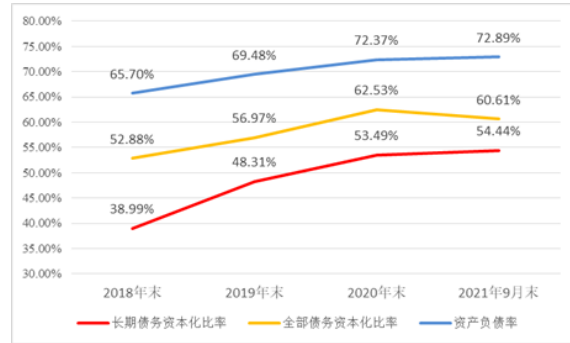
图 5 2018—2020 年末及 2021 年 9 月末公司债务结构
(单位: 亿元)



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司应付债券持续增长，年均复合增长 55.62%。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 6 2018—2020 年末及 2021 年 9 月末公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，2018—2020 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 33.31%。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。从债务指标看，2018—2020 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均持续增长，公司债务负担较重。截至 2021 年 9 月底，公司全部债务中 1 年内、1~3 年到期的有息债务之和为 279.35 亿元，有一定的集中兑付压力。截至 2020 年底，若将永续债计入长期债务，其他因素保持不变的情况下，公司资产负债率、全部资本化比率和长期债务资本化比率分别为 75.71%、67.23% 和 59.51%。

表 20 截至 2021 年 9 月底公司有息债务期限结构

期限	有息债务金额 (亿元)
1 年以内	81.35
1~3 年	198.00
3~5 年	23.24
5 年以上	75.60
合计	378.17

注：公司有息债务与联合资信计算口径不一致，上述表格不包括应付票据和一年内到期的非流动负债、其他流动负债及长期应付款中利息部分。

资料来源：公司提供

截至 2021 年 9 月底，公司负债总额 670.78 亿元，较上年底增长 37.94%，主要系随着物流园建设新增借款增加以及房屋销售预收款项增加所致。其中，流动负债占 52.74%，非流动负债占 47.26%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

截至 2021 年 9 月底，公司全部债务 383.98 亿元，较上年底增长 23.93%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占 22.37%，长期债务占 77.63%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2021 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较上年底分别提高 0.52 个百分点、下降 1.92 个百分点和提高 0.95 个百分点。若将永续债计入长期债务，其他因素保持不变的情况下，公司资产负债率、全部资本化比率和长期债务资本化比率分别为 76.62%、66.20% 和 60.99%。截至 2021 年 9 月末，公司主要永续债余额为 32 亿元，票面利率位于 3.67%~5.3% 区间内，融资成本较低。

4. 盈利能力

2018—2020 年，公司营业收入波动增长，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较大。2021年1—9月，疫情影响逐步减弱，营业收入与利润总额均实现增长。

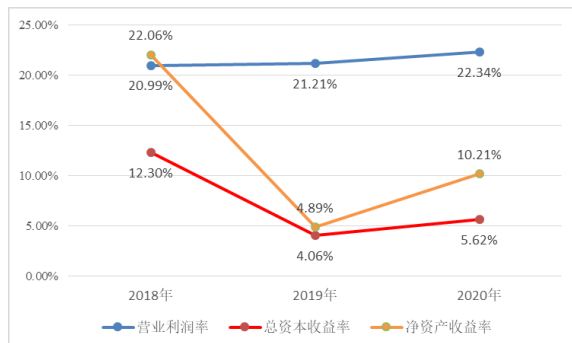
2018—2020年，公司营业收入、营业利润分析详见经营概况。

期间费用方面，2018—2020年，公司费用总额持续增长，年均复合增长9.00%。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。2018—2020年，公司期间费用率分别为14.21%、16.13%和14.89%。

非经常性损益方面，2018—2020年，公司投资收益分别为36.08亿元、5.12亿元、16.08亿元，波动下降，年均复合下降33.25%。2019年，公司取得投资收益同比大幅下降85.81%，主要系2018年股权转让导致投资收益规模较大所致。2020年，公司投资收益同比增长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，但可持续性一般。

盈利指标方面，2018—2020年，公司总资产收益率波动下降；净资产收益率受投资收益影响，波动下降。

图7 2018—2020年公司盈利指标



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2021年1—9月，公司营业收入92.53亿元，同比增长39.71%，主要系现代物流综合服务业务、房地产业务收入大幅增长所致；营

业利润率为13.14%。

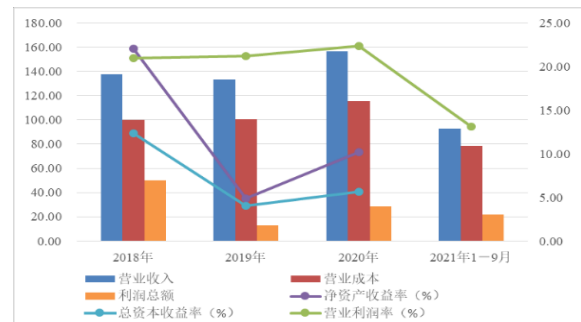
表21 公司盈利情况

项目	2018年	2019年	2020年
营业收入（亿元）	137.84	132.92	156.27
销售毛利率（%）	27.49	24.57	26.26
净资产收益率（%）	22.06	4.89	10.21
总资产报酬率（%）	13.81	4.11	6.07

资料来源：联合资信整理

图8 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，联合资信整理

5. 现金流分析

2018—2020年，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。2021年1—9月，公司投资活动现金流出大幅增加，但筹资活动现金流入较上年底大幅增长，筹资力度加大。

从经营活动来看，2018—2020年，公司经营活动现金流入波动增长，年均复合增长2.83%；2020年公司经营活动现金流入量同比下降3.40%，主要为委托代理款减少所致。2018—2020年，公司经营活动现金流出波动增长，年均复合增长5.84%。2020年经营活动现金流出量同比下降4.36%，主要系受托待付款减少所致。2018—2020年，公司经营活动现金净额持续净流出。2018—2020年，公司现金收入比分别为109.38%、114.93%和111.41%，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。

从投资活动来看，2018—2020 年，公司投资活动现金流入波动下降，年均复合下降 2.91%；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。2018—2020 年，公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 9.26%。2020 年投资活动现金流出同比增长 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%）。2018—2020 年，公司投资活动现金净额持续净流出。

2018—2020 年，公司筹资活动前现金流量净额持续净流出，公司存在一定的对外筹资压力。

从筹资活动来看，2018—2020 年，公司筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长 63.25%；2020 年公司筹资活动现金同比增长 30.62%，主要为取得借款收到的现金。2018—2020 年，公司筹资活动现金流出持续增长，年均复合增长 64.47%。2020 年，公司筹资活动净现金流为同比增长 40.93%。2018—2020 年，公司筹资活动现金净额持续增长，年均复合增长 61.01%。

2021 年 1—9 月，公司经营活动现金流量净额由净流出转为净流入，但不足以覆盖投资活动，公司对筹资较为依赖。投资活动方面，物流园建设投入、干线运输车辆购置规模加大导致 2021 年前三季度投资活动现金流大幅净流出。为保证公司业务发展的需要，公司通过发行超短期融资券、中期票据、资产支持票据等加大筹资力度，2021 年前三季度公司筹资活动净现金流大幅增加。

表 22 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	177.37	194.14	187.54	198.10
经营活动现金流出小计	179.50	210.24	201.07	188.85

经营现金流量净额	-2.13	-16.10	-13.53	9.24
投资活动现金流入小计	57.16	33.53	53.89	56.11
投资活动现金流出小计	62.88	44.54	75.07	114.58
投资活动现金流量净额	-5.72	-11.01	-21.18	-58.47
筹资活动前现金流量净额	-7.85	-27.11	-34.71	-49.23
筹资活动现金流入小计	80.69	164.65	215.06	279.55
筹资活动现金流出小计	52.18	112.20	141.14	158.20
筹资活动现金流量净额	28.52	52.45	73.92	121.35
现金收入比（%）	109.38	114.93	111.41	198.51

资料来源：公司财务报告

6. 偿债指标

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。

表 23 公司偿债指标

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力	流动比率（%）	146.60	155.60	164.81
	速动比率（%）	73.94	76.61	81.60
	经营现金/流动负债（%）	-1.14	-7.51	-5.27
	经营现金/短期债务（倍）	-0.03	-0.24	-0.14
	现金类资产/短期债务（倍）	0.79	1.45	1.39
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	61.84	27.58	44.64
	全部债务/EBITDA（倍）	2.82	8.11	6.94
	经营现金/全部债务（倍）	-0.01	-0.07	-0.04
	EBITDA/利息支出（倍）	7.74	2.78	3.35
	经营现金/利息支出（倍）	-0.27	-1.62	-1.01

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司流动比率持续上升；速动比率持续上升；经营现金流流动负债比率波动下降；现金短期债务比波动增长，公司现金类资产对短期债务覆盖程度较好。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 波动下降，EBITDA 利息倍数波动下降；EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。

对外担保方面，截至 2021 年 9 月底，公司对外担保 16.18 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。

未决诉讼方面，截至 2021 年 9 月底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2021 年 9 月底，公司共计获得银行授信额度 814.67 亿元，尚未使用额度 480.46 亿元，公司授信总额规模大，间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

公司本部收入规模较小，利润总额主要来自投资收益；母公司整体债务负担适中。

公司本部主要经营赤湾片区内自持物业等业务，同时也承担集团部分对外融资功能。

资产构成方面，2018—2020 年末，母公司资产总额持续增长，年均复合增长 18.34%。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，2018—2020 年末，母公司负债持续增长，年均复合增长 19.19%。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%。母公司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，2018—2020 年末，母公司所有者权益持续增长，年均复合增长 17.17%。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%，杠杆水平较上年末略有提升。母公司债务负担一般。

盈利能力方面，2018—2020 年末，母公司营业收入波动增长，年均复合增长 13.11%；利润总额持续下降，年均复合下降 66.22%；投资收益持续下降，年均复合下降 60.20%。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。

2018—2020 年末，经营活动产生的现金流量净额波动增长；投资活动产生的现金流量净额波动下降；筹资活动产生的现金流量净额波动增长。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。

截至 2021 年 9 月底，母公司资产总额 302.09 亿元，所有者权益为 130.58 亿元，负债总额 171.51 亿元，其中货币资金为 79.35 亿元，同比增长 33.90%；母公司资产负债率 56.78%；全部债务 151.75 亿元，全部债务资本化比率 53.75%。2021 年 1—9 月，母公司营业收入 11.30 亿元，利润总额 18.97 亿元，投资收益 14.20 亿元。2021 年 1—9 月，公司母公司经营活动现金流净额、投资活动现金流净额、筹资活动现金流净额分别为 8.43 亿元、-3.75 亿元、15.33 亿元。

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。公司经过三十余年经营发展，已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，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。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响以 2021 年 9 月底财务数据为基础，公司

本期中期票据发行规模为 5.00 亿元，分别占公司当期长期债务和全部债务的 1.68% 和 1.30%，对公司现有债务结构影响不大。本期中期票据发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 72.89%、60.61% 和 54.44% 上升至 73.03%、60.92% 和 54.85%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还到期信用债，实际测量值将低于上述值。

资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

2. 本期中期票据偿还能力分析

以 2020 年的财务数据为基础，考虑本期票据发行后，2020 年经营活动现金流入量及经营活动现金净流量均无法覆盖发行后长期债务；2020 年 EBITDA 对发行后长期债务的保障能力一般。

表 24 本期中期票据偿还能力测算

项目	2020 年底	2021 年 9 月底
发行后长期债务*（亿元）	218.50	303.10
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.86	0.65
经营现金/发行后长期债务（倍）	-0.06	0.03
发行后长期债务/EBITDA（倍）	4.89	--

注：发行后长期债务为将本期中期票据发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十、外部支持

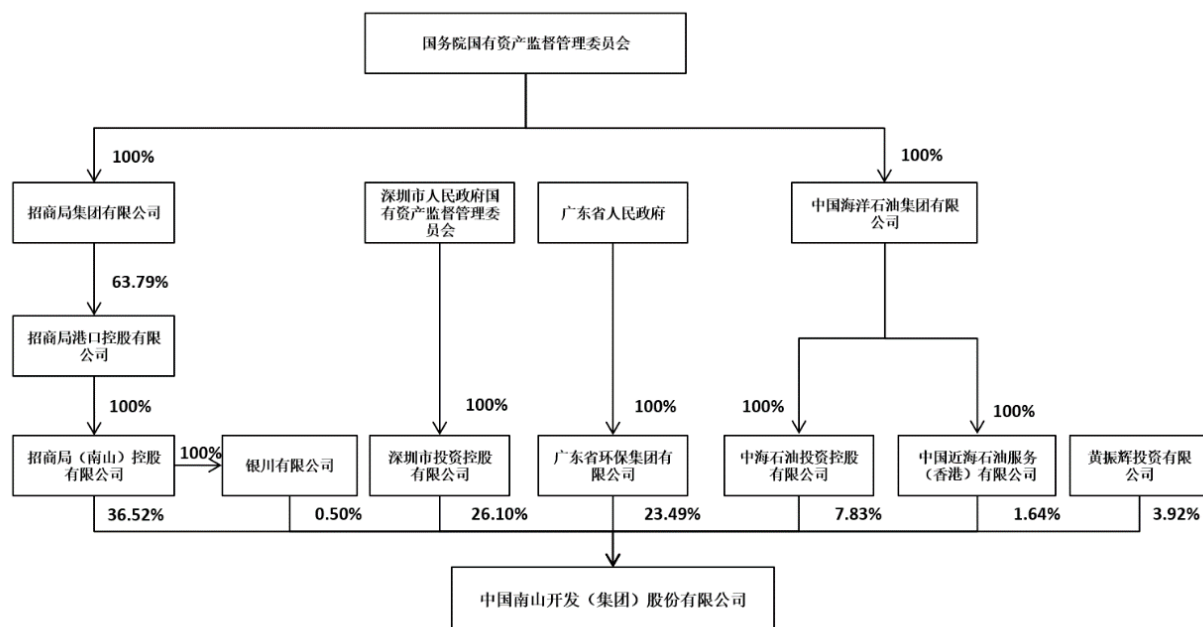
公司股东背景雄厚，综合实力强。

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

十一、结论

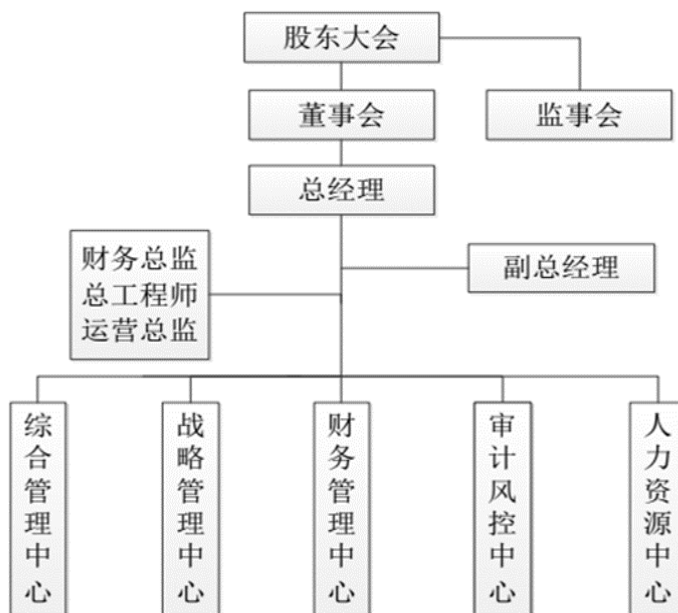
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合

附件 1-1 截至 2021 年 9 月底中国南山开发（集团）股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 9 月底中国南山开发（集团）股份有限公司组织结
构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 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（人民币万元）	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	--

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	59.35	95.27	134.07	220.38
资产总额(亿元)	452.92	553.78	671.92	920.30
所有者权益(亿元)	155.37	169.00	185.65	249.52
短期债务(亿元)	75.04	65.80	96.34	85.88
长期债务(亿元)	99.31	157.95	213.50	298.10
全部债务(亿元)	174.35	223.75	309.84	383.98
营业收入(亿元)	137.84	132.92	156.27	92.53
利润总额(亿元)	50.02	13.02	28.32	21.55
EBITDA(亿元)	61.84	27.58	44.64	--
经营性净现金流(亿元)	-2.13	-16.10	-13.53	9.24
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	198.51
营业利润率(%)	20.99	21.21	22.34	13.14
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	54.44
全部债务资本化比率(%)	52.88	56.97	62.53	60.61
资产负债率(%)	65.70	69.48	72.37	72.89
流动比率(%)	146.60	155.60	164.81	170.60
速动比率(%)	73.94	76.61	81.60	94.84
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	2.57
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 年三季度财务数据未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务；4. 将长期应付款中的有息债务调整至长期债务；5. 表格中“--”表示计算后无意义的数值

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 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	28.00	37.45	60.58	90.93
资产总额（亿元）	195.89	236.69	274.33	302.09
所有者权益（亿元）	82.95	101.73	113.88	130.58
短期债务（亿元）	32.11	12.83	31.12	45.69
长期债务（亿元）	58.08	87.90	87.85	106.05
全部债务（亿元）	90.19	100.74	118.97	151.75
营业收入（亿元）	3.59	16.01	4.59	11.30
利润总额（亿元）	47.30	18.61	5.40	18.97
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-6.47	6.34	-1.95	8.43
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	117.28
营业利润率（%）	38.26	81.05	74.43	85.54
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	44.82
全部债务资本化比率（%）	52.09	49.75	51.09	53.75
资产负债率（%）	57.66	57.02	58.49	56.78
流动比率（%）	276.73	272.17	215.16	293.65
速动比率（%）	273.06	268.95	212.86	290.95
经营现金流动负债比（%）	-14.35	16.85	-3.03	--
现金短期债务比（倍）	0.79	1.45	1.39	2.57
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 2021 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；3. “--”表示计算后无意义的数字，“/”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	
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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中四种。

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

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 2022 年度第二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评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。