

信用评级公告

联合〔2023〕5402号

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

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年六月二十七日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真 (Fax): (010) 85679228 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com

中国南山开发（集团）股份有限公司

2023年跟踪评级报告

评级结果：

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

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 南山开发 MTN001	13.00 亿元	2.20 亿元	2024/04/03
21 南山开发 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2024/03/11
21 南山开发 MTN002	10.00 亿元	10.00 亿元	2024/06/11
21 南山开发 MTN003	10.00 亿元	10.00 亿元	2024/06/18
21 南山开发 MTN004	5.00 亿元	5.00 亿元	2024/08/05
22 南山开发 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2025/02/23
22 南山开发 MTN002	5.00 亿元	5.00 亿元	2025/04/11
22 南山开发 MTN003	10.00 亿元	10.00 亿元	2025/07/22

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

评级时间：2023 年 6 月 27 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	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为以综合物流和房地产开发为主业的大型国有企业，主业突出，股东实力雄厚，在物流行业具备丰富的运营管理经验和较强的竞争优势。2022 年，公司运营物流园区面积不断增加，出租率保持较高水平；房地产业务重点发展一二线城市，区位优势明显。同时，联合资信也关注到在房地产下行背景下公司签约销售金额下降，尚需投资金额较大，面临一定资金支出压力；仓储物流行业竞争激烈，现代物流综合服务业务毛利率低，公司部分盈利指标偏弱；公司债务负担较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着物流园区运营面积的不断增长，公司综合物流业务收入规模将进一步增长。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“19 南山开发 MTN001”“21 南山开发 MTN001”“21 南山开发 MTN002”“21 南山开发 MTN003”“21 南山开发 MTN004”“22 南山开发 MTN001”“22 南山开发 MTN002”和“22 南山开发 MTN003”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司股东背景多元化且均实力雄厚。**公司前四大股东的实际控制人分别为招商局集团有限公司、深圳市人民政府国有资产监督管理委员会、广东省人民政府和中国海洋石油集团有限公司，股东实力雄厚。公司在资源获取、业务协同等方面可以获得股东支持。

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。**跟踪期内，公司运营物流园区面积不断增加，截至 2023 年 3 月底，期末可租面积增至 603.00 万平方米，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一二线城市，区域优势明显。同时，公司可开发的

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
指示评级				aa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：股东支持				+2
评级结果				AAA

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

分析师：曹梦茹 赵兮 蒋旭

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

深圳南山赤湾片区已被划入广东省自贸区前海-蛇口片区，该片区也是粤港澳大湾区的核心区域，土地增值潜力大，未来发展前景良好。

关注

1.在房地产下行背景下公司签约销售金额下降；尚需投资金额较大，面临一定资金支出压力。2022 年，受房地产行业下行影响，公司房地产签约销售金额同比下降 65.57%。截至 2023 年 3 月底，公司主要在建房地产项目与产城开发项目合计尚需投资 196.22 亿元，尚需投资金额较大，面临一定资金支出压力。

2.仓储物流行业竞争加剧，现代物流综合服务业务毛利率低，公司部分盈利指标偏弱。随着国际和国内资本加大对仓储物流业的布局及经济增长趋缓，仓储物流行业竞争加剧。2022 年，受公司网络货运平台服务处于运营初期毛利率继续为负且收入规模大幅增长影响，公司物流综合服务业务毛利率下降明显，毛利率水平低；公司扣非营业利润为负数，公司部分盈利指标偏弱。

3.公司债务负担较重。截至2023年3月底，公司全部债务394.16亿元，较上年底增长7.46%。如将永续债调入长期债务，公司全部债务增至431.16亿元，全部债务资本化比率65.54%，公司债务负担较重。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
现金类资产(亿元)	126.87	173.27	141.06	167.36
资产总额(亿元)	671.92	882.56	853.46	847.06
所有者权益(亿元)	185.65	252.04	260.31	263.70
短期债务(亿元)	96.34	110.57	95.30	122.62
长期债务(亿元)	213.50	244.21	271.51	271.54
全部债务(亿元)	309.84	354.77	366.81	394.16
营业总收入(亿元)	156.27	176.63	231.76	73.83
利润总额(亿元)	28.32	26.98	13.25	6.49
EBITDA(亿元)	44.64	36.83	34.14	--
经营性净现金流(亿元)	-13.53	38.33	-27.35	6.09
营业利润率(%)	22.34	12.46	10.04	11.61
净资产收益率(%)	10.21	7.64	3.24	--
资产负债率(%)	72.37	71.44	69.50	68.87
全部债务资本化比率(%)	62.53	58.47	58.49	59.92
流动比率(%)	164.81	143.97	158.88	164.49
经营现金流动负债比(%)	-5.27	10.38	-8.96	--
现金短期债务比(倍)	1.32	1.57	1.48	1.36
EBITDA利息倍数(倍)	3.35	2.31	2.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.94	9.63	10.74	--
公司本部				
项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
资产总额(亿元)	274.33	294.56	299.84	300.31
所有者权益(亿元)	113.88	130.77	132.75	133.17
全部债务(亿元)	118.97	129.77	133.75	140.22
营业总收入(亿元)	4.59	12.05	3.08	0.70
利润总额(亿元)	5.40	19.21	1.99	0.56
资产负债率(%)	58.49	55.61	55.73	55.66
全部债务资本化比率(%)	51.09	49.81	50.19	51.29
流动比率(%)	215.16	312.51	488.88	331.55
经营现金流动负债比(%)	-3.03	17.89	-4.73	--

注: 1. 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; 2. 公司合并口径 2020-2022 年末其他非流动负债已调整至长期债务, 2022 年底长期应付款中有息部分已调整至长期债务, 公司本部有息债务未经调整; 3. 公司 2020-2022 年财务数据采用审计报告期初数; 4. 公司 2023 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未予年化; 5. “-”代表计算无意义的数字

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

评级历史:

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 南山开发 MTN002	AAA	AAA	稳定	2022/07/26	蒋智超 卢瑞 曹梦茹	一般工商企业信用评级方法 (V3.1.202204) 一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.1.202204)	阅读全文
22 南山开发 MTN001							
21 南山开发 MTN004							
21 南山开发 MTN003							
21 南山开发 MTN002							
21 南山开发 MTN001							
19 南山开发 MTN001							
22 南山开发 MTN003							
22 南山开发 MTN002	AAA	AAA	稳定	2022/03/04	卢瑞 曹梦茹	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)	阅读全文
22 南山开发 MTN001	AAA	AAA	稳定	2022/02/14	卢瑞 曹梦茹		阅读全文
21 南山开发 MTN004	AAA	AAA	稳定	2021/02/25	尹金泽 戴彤羽 闫欣超		阅读全文
21 南山开发 MTN003	AAA	AAA	稳定	2021/02/25	尹金泽 戴彤羽 闫欣超 张超		阅读全文
21 南山开发 MTN002	AAA	AAA	稳定	2021/02/25	尹金泽 戴彤羽 闫欣超 张超		阅读全文
21 南山开发 MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/02/25	尹金泽 戴彤羽 闫欣超 张超		阅读全文
19 南山开发 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/01/30	王兴萍 尹金泽		工商企业信用评级方法总论

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

声 明

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

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

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

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

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

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

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

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、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

2023年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

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2023年3月底，公司实收资本18.00亿元，招商局（南山）控股有限公司（以下简称“招商局控股”）为公司第一大股东，公司无实际控制人。

跟踪期内，公司主营业务无重大变化。

公司子公司深圳市新南山控股（集团）股份有限公司（以下简称“南山控股”，截至2023年3月底，公司直接持股比例57.99%，间接持股比例10.48%）为深交所上市公司，股票代码002314.SZ；截至2023年3月底，公司所持有的南山控股股份未质押。

截至2022年底，公司合并资产总额853.46亿元，所有者权益260.31亿元（含少数股东权益75.89亿元）；2022年，公司实现营业总收入231.76亿元，利润总额13.25亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额847.06亿元，所有者权益263.70亿元（含少数股东权益76.96亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入73.83亿元，利润总额6.49亿元。

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

三、债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续公开发行中期票据共计8只，余额57.20亿元，募集资金均已按指定用途使用，除“22南山开发MTN003”还未到第一个付息日外，其他中期票据均在付息日正常付息。

表1 截至报告出具日公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
19南山开发MTN001	13.00	2.20	2019/04/03	5年（3+2）
21南山开发MTN001	5.00	5.00	2021/03/11	3年
21南山开发MTN002	10.00	10.00	2021/06/11	3年
21南山开发MTN003	10.00	10.00	2021/06/18	3年
21南山开发MTN004	5.00	5.00	2021/08/05	3年（3+N）
22南山开发MTN001	10.00	10.00	2022/02/23	3年
22南山开发MTN002	5.00	5.00	2022/04/11	3年（3+N）
22南山开发MTN003	10.00	10.00	2022/07/22	3年

资料来源：Wind，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

2023年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全REITs市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值28.50万亿元，按不变价格计算，同比增长4.5%，增速较上年四季度回升1.6个百分点。从生产端来

看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）](#)》。

五、行业分析

1. 房地产行业概况

2022 年，在多重因素影响下，国内房地产市场延续 2021 年下半年以来的低迷状态，商品房销售萎靡，全国土地市场热度不高，供求规模齐跌，房企新开工意愿和房地产开发投资均持续下降，市场信心有待恢复。面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，供需两端调控政策逐步松绑转向宽松；2022 年 11 月，融资端政策利好集中释放，“四箭齐发”等政策将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但政策传导速度及落地效果仍有待观察。在政策宽松预期及前期需求释放下，2023 年国内房地产市场会有阶段性回

暖，但长期不确定性仍大。详见《[2023 年房地产行业分析](#)》。

2. 物流行业

2022 年，全国社会物流总额稳定增长，物流业总收入保持恢复性增长，社会物流总费用与 GDP 的比率有所提高。

2022 年，全国社会物流总额为 347.6 万亿元，按可比价格计算，同比增长 3.4%，物流需求规模再上新台阶，实现稳定增长。从构成看，工业品物流总额 309.2 万亿元，按可比价格计算，同比增长 3.6%；农产品物流总额 5.3 万亿元，增长 4.1%；再生资源物流总额 3.1 万亿元，增长 18.5%；单位与居民物品物流总额 12.0 万亿元，增长 3.4%；进口货物物流总额 18.1 万亿元，下降 4.6%。2022 年，全国物流业总收入 12.7 万亿元，同比增长 4.7%。2022 年，社会物流总费用 17.8 万亿元，同比增长 4.4%。社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.7%，比上年提高 0.1 个百分点。从结构看，运输费用 9.55 万亿元，增长 4.0%；保管费用 5.95 万亿元，增长 5.3%；管理费用 2.26 万亿元，增长 3.7%。中国物流与采购联合会发布的 2022 年 12 月份中国物流业景气指数为 46%，较上月回落 0.4 个百分点。

物流企业竞争力进一步提升。

物流产业经受了国际严峻环境和国内经济大环境等多重考验，服务能力有所增强，物流企业竞争力提升。截至 2022 年末，全国 A 级物流企业近 9000 家，50 强物流企业收入合计 2 万亿元，同比增长 16.6%。物流行业各领域龙头企业加快兼并重组和上市步伐，央企物流“国家队”重组整合拉开序幕。

物流政策环境良好，产业地位稳中有升。

党中央、国务院高度重视构建现代物流体系，物流产业地位稳中有升。交通部、发改委、商务部、农业农村部等多部委针对中国物流产业的发展规划、体系构建、组织管

理、服务标准等多个方面密集出台了一系列政策，为中国物流产业健康发展提供了坚实的政策保障。在2021年“十四五”规划的开局之年，党中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，提出到2035年要建成“全球123”快货物流圈，国内1天送达、周边国家2天送达、全球主要城市3天送达。国务院印发《2030年前碳达峰行动方案》，交通运输绿色低碳行动纳入“碳达峰十大行动”。

《“十四五”现代流通体系建设规划》对现代流通体系建设进行了战略性布局、系统性谋划，提出一系列可操作、可落地的重点任务，为进一步扩大流通规模，提高流通效率，推动流通领域创新，激发流通企业活力提供有力支撑。《“十四五”冷链物流发展规划》提出到2025年布局建设100个左右国家骨干冷链物流基地，同时针对冷链物流“最先一公里”和“最后一公里”等行业难题提出了科学可行的指导方案，规划提出打造“三级节点、两大系统、一体化网络”的冷链物流运行体系。发改委发布“十四五”首批国家物流枢纽建设名单，国家物流枢纽增至70家，支持重大物流基础设施互联成网，形成枢纽经济新增长极。国务院办公厅印发的《推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案》提出到2025年，多式联运发展水平明显提升，基本形成大宗货物及集装箱中长距离运输以铁路和水路为主的发展格局，全国铁路和水路货运量比2020年分别增长10%和12%左右，集装箱铁水联运量年均增长15%以上，运输结构调整进入新阶段。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年3月底，公司实收资本18.00亿元，招商局控股为公司第一大股东，公司无实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司为大型集团企业，物流园区运营管理经验丰富，物流园区区域布局合理；房地产土地储备具备区域优势。

公司从开发经营赤湾港口、石油基地起步，现已发展成为一家以综合物流（运输、贸易物流和堆存仓储等）、房地产开发和制造业务（集成房屋业务、船舶舱室配套业务等）为主营业务的综合性大型集团企业。仓储物流为公司的重点发展方向，截至2023年3月底，公司在国内超40个城市拥有或管理81个现代化物流园区，期末可租面积增至603.00万平方米，业务布局聚焦华东区域、长三角区域和粤港澳大湾区核心物流节点城市和北京及周边城市，已基本覆盖全国一、二线城市的核心物流节点。截至2023年3月底，公司全口径未开工土地储备总建筑面积77.45万平方米，主要分布于成都、上海和武汉等主要城市，具有一定区域优势。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2023年5月15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2023年6月12日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制和组织结构等方面无重大变化。公司1名独立董事及1名监事发生变动，上述人员变动预计不会对公司的日常管理、生产经营及偿债能力产生不利影响。

跟踪期内，公司股权结构、主要管理制度及组织结构未发生重大变化；2022年6月以来，股东大会表决任命宋大伟先生接替何

黎明先生任独立董事，股东任命李文杰先生接替王琳女士任监事。

八、经营分析

1. 经营概况

2022年，随着网络货运业务规模的扩大，公司营业总收入有所增长，但综合毛利率水平小幅下降。2023年1—3月，公司营业总收入快速增长，综合毛利率有所提升。

跟踪期内，公司主要业务仍为综合物流（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等，其中综合物流（运输、贸易物流

和堆存仓储等）和房地产业务收入为公司的主要业务，合计占比超 80.00%。2022 年，公司营业总收入同比增长 31.21%，主要系公司现代物流综合服务业务中的网络货运业务收入增加所致。

收入构成方面，2022 年，公司现代物流综合服务业务收入同比增长 57.01%；房地产开发业务收入同比增长 23.72%，主要系结转均价增加所致；公司建筑模块化业务收入增长 54.53%，主要系导管架项目同比增加所致。综合产城开发运营业务收入主要为产业园物业租赁及销售收入，同期，综合产城开发运营业务小幅下降，主要系结转项目同比减少所致。

表2 公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2020年			2021年			2022年			2023年1—3月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
现代物流综合服务业务	45.59	29.17	18.78	76.90	43.54	10.16	120.74	52.10	5.61	26.10	35.35	7.62
房地产业务	86.17	55.14	28.44	60.04	33.99	15.08	74.28	32.05	14.29	40.63	55.03	18.14
建筑模块化业务	14.05	8.99	14.59	13.92	7.88	22.83	21.51	9.28	12.60	3.54	4.80	17.08
综合产城开发运营业务	9.07	5.81	55.84	24.79	14.03	21.14	14.37	6.20	37.55	3.36	4.56	28.44
其他业务	1.39	0.89	61.57	0.98	0.56	43.20	0.85	0.37	91.36	0.19	0.26	92.02
合计	156.27	100.00	26.26	176.63	100.00	14.55	231.76	100.00	11.33	73.83	100.00	15.03

注：房地产业务主要由南山控股下属地产事业部负责经营
资料来源：公司提供

毛利率方面，2022年，公司物流综合服务业务毛利率下降明显，毛利率水平低，主要系公司新运行的网络货运平台服务处于运营初期，叠加该业务收入占比增长较大，毛利率为负值所致；公司房地产业务毛利率变动不大；综合产城开发运营业务毛利率同比增加16.41个百分点，主要系2021年无锡车联网小镇项目结转成本较高所致。建筑模块化业务毛利率同比减少10.23个百分点，主要系毛利率较高的国际业务订单量下降，叠加建材原材料价格上涨影响所致；受上述业务影响，公司综合毛利率继续下降。

2023年1—3月，公司营业总收入 73.83

亿元，同比增长 105.31%，主要系 2023 年一季度房地产业务收入大幅增长所致；受现代综合物流服务业务毛利率提高叠加其收入占比下降综合影响，公司综合毛利率同比增加 6.80 个百分点。

2. 业务经营分析

(1) 综合物流业务

跟踪期内，公司综合物流业务未发生重大变化，主要经营主体仍以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”）和公司全资子公司深圳市赤湾东方物流有限公司（以下简称“东方物流”）为主。

宝湾物流

宝湾物流运输物流及仓储物流业务持续发展，物流园区经营规模保持增长，园区可租面积和单位租金水平继续增加，但受整体经济环境影响园区整体出租率有所下降，部分近年新运营园区出租率有待提高；宝湾物流目前客户质量整体较好且集中度较低；在建及拟建物流园区项目较多，存在一定的资本支出压力。

宝湾物流以仓储物流业务为主，业务布局聚焦华东区域、长三角区域和粤港澳大湾区

区核心物流节点城市 and 北京及周边城市，物流园区区域布局合理；项目获取模式采取一手拿地为主，二手收购为辅。2022 年宝湾物流业务构成仍以堆存（仓储）业务为主。

2022 年，随着宝湾物流业务规模的扩大，宝湾物流营业总收入保持增长，主要系宝湾物流运营物流园区规模和平均租金水平有所增加所致；综合毛利率水平小幅下滑，主要系 2022 年经济环境下行和需求下行致使园区出租率有所下降等综合因素所致。

表 3 宝湾物流经营业绩情况（单位：亿元、%）

业务板块	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
堆存（仓储）业务	9.25	78.36	62.72	11.52	78.27	59.21	13.47	82.33	55.39	3.61	82.68	56.19
运输业务	1.25	10.59	2.76	1.30	8.83	3.37	1.36	8.31	3.79	0.41	9.28	3.53
办公租赁及代理业务	1.00	8.44	41.96	1.49	10.10	38.01	0.95	5.81	46.31	0.23	5.28	65.02
装卸业务	0.18	1.56	-14.03	0.24	1.63	-8.27	0.38	2.32	-26.46	0.09	2.09	-29.17
其他业务	0.12	1.06	65.70	0.17	1.17	83.66	0.20	1.22	85.30	0.03	0.67	84.08
合计	11.80	100.00	53.46	14.72	100.00	51.32	16.36	100.00	49.04	4.37	100.00	50.17

资料来源：宝湾物流提供

2022 年，宝湾物流维持一定的项目获取力度，新增物流园项目数量有所增长，土地面积较为稳定，5 个项目分别位于杭州、台州、张家港、南京和廊坊；新投入运营物流园规模下降明显。截至 2023 年 3 月底，公司在中国超过 40 个经济热点城市拥有或管理超过 81 个现代化的物流园区。

表 4 宝湾物流物流园获取和运营情况总表

项目	2020 年	2021 年	2022 年
新获取物流园项目数量（个）	9	3	5
新获取物流园土地面积（亩）	1119.60	668.00	667.80
本期新投入运营物流园数量（个）	11	11	7
本期新投入运营物流园可租面积（万平方米）	104.88	111.56	43.02
期末可租面积（万平方米）	379.75	491.31	534.33
期末出租率（%）	92.70	94.50	87.20
期末单位租金水平（元/平方米·月）	29.50	29.60	30.90

资料来源：宝湾物流提供

从单位租金水平看，截至 2022 年底，宝湾物流物流园平均单位租金水平较上年底增长 4.39%。从出租率看，截至 2022 年底，宝湾物流物流园整体出租率较上年底减少 7.30 个百分点。除投运时间未及一年处于爬坡阶段项目出租率尚未达到理想状态外，截至 2022 年底，受整体和区域市场经济下行及需求不振影响，宝湾物流于 2021 年投入运营的部分园区出租率也尚未达到理想水平。

随着国际和国内资本加大对仓储物流业的布局，仓储物流行业竞争加剧，叠加目前经济环境等整体情况，宝湾物流新投运园区出租率和盈利能力后续提升空间或承压。

从客户看，宝湾物流客户群体主要包括第三方物流企业、电子商务企业、商贸零售企业和制造业企业等，整体质量水平较好。2022 年，宝湾物流收入贡献前五大客户占总收入比重为 18.77%，宝湾物流客户分布较分散、集中风险较低。

表5 2022年宝湾物流前五位客户情况

客户名称	销售主要产品	销售收入(亿元)	占宝湾物流总营业收入的比例(%)
苏州交运物流有限公司	仓储物流服务	0.74	4.54
芜湖安得智联科技有限公司	仓储物流服务	0.65	3.96
陕西京东信成供应链科技有限公司	仓储物流服务	0.57	3.47
北京京讯递科技有限公司	仓储物流服务	0.56	3.44
上海安能聚创供应链管理有限公司	仓储物流服务	0.55	3.36
合计	--	3.07	18.77

资料来源：宝湾物流提供

截至2023年3月底，宝湾物流嘉兴乍浦物流园、南京滨江物流园和昆明泉安物流园投入运营，期末可租面积增至551.72万平方米¹，整体出租率为87.80%，平均租金水平为31.30元/平方米·月，整体出租率和租金水平小幅增加。

截至2022年底，宝湾物流在建物流园7个，建筑面积（全口径）共129.56万平方米，主要布局于广东省（占59.96%）和浙江省（占20.12%）；在建物流园计划总投资44.13亿元，尚需投入资金16.05亿元；宝湾物流拟建项目预计总投资23.30亿元。考虑到仓储物流园行业前期建设投入资金较大且培育运营及收益回收周期较长，宝湾物流存在一定资本支出压力。宝湾物流在建和拟建项目具体情况详见附件1-4及附件1-5。

东方物流

2022年，东方物流营业总收入大幅增长，但亏损规模进一步扩大。

东方物流系公司全资子公司，主要发展国内陆运干线运输和区域配送业务。

截至2023年3月底，东方物流在全国范围内设立了36家分支机构，拥有园区及货场面积约100.00万平方米，基本搭建了覆盖

全国的干线运输网络。截止2023年3月底，东方物流进一步发展大车队战略，拥有自有牵引车763台，半挂车4517辆，集装箱4205个，可控社会车辆38000辆。

2022年，东方物流营业总收入大幅增长，主要系网络货运平台服务运营所致。2022年，东方物流继续亏损且亏损规模有所扩大，主要系网络货运平台仍处于运行初期投入较大所致。

表6 东方物流经营业绩情况（单位：亿元）

项目	2020年	2021年	2022年
营业总收入	30.45	58.81	102.67
毛利润	1.24	-0.28	-2.11

资料来源：公司提供

(2) 房地产业务

公司房地产业务的主要经营主体为南山控股。

土地储备

跟踪期内，公司拿地规模有所下降；公司土地储备项目分布在国内重点一二线城市，区域布局尚可。

公司主要通过招拍挂拿地，项目业态以住宅为主。2022年公司新增土地储备规模较小，主要系房地产行业下行，公司谨慎拿地所致；2022年公司拿地均价同比增长134.12%，主要系新增两块上海地块，土地成本较高所致。截至2022年底，公司全口径未开工土地储备总建筑面积77.45万平方米，土地储备主要分布于成都（占47.54%）、上海（占11.45%）和武汉（占22.87%）等主要城市，区域布局尚可（详见附件1-3）。

表7 公司新增土地储备情况（合并口径）

（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2020年	2021年	2022年
新增土地面积	17.72	49.33	9.62
新增土地建筑面积	55.28	140.52	18.07
土地成本	62.61	84.09	38.30
拿地均价	3.53	1.70	3.98

注：拿地均价=土地成本/新增土地面积
资料来源：公司提供

¹ 公司管理口径期末可租面积为603.00万平方米

此外，公司有权对赤湾2.2平方公里土地进行开发，该片区目前地铁口综合体、庙北三以及国际学校在建开发。

房地产开发

公司在建项目尚需投资金额较大，面临一定资金支出压力。

2022年，受开发节奏放缓及保交付要求影响，公司房地产业务新开工面积有所下降，竣工面积同比增长122.90%；期末房屋施工面积有所下降。截至2023年3月底，公司主要在建房地产项目规划建筑面积总计238.22万平方米，预计总投资为346.83亿元，尚需投资142.92亿元，公司在建项目尚需投资金额较大，面临一定资金支出压力。截至2023年3月底，公司期末房屋施工面积为88.99万平方米。

表8 公司房地产开发主要指标（合并口径）
（单位：万平方米）

项目	2020年	2021年	2022年
新开工面积	70.71	59.01	50.25
当期竣工面积	56.50	30.96	69.01
期末房屋施工面积	85.96	114.01	95.25

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

房产销售情况

受房地产行业下行影响，公司签约销售金额下降明显。

2022年，受房地产行业下行影响，公司房地产签约面积同比下降57.43%，叠加销售

均价同比下降19.23%，签约销售金额同比下降65.57%，其中武汉、东莞等区域项目去化较慢。2023年1—3月，公司签约销售金额为19.66亿元，同比有所增长。

表9 公司房地产销售情况（合并口径）
（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2020年	2021年	2022年
当期签约面积	49.22	38.55	16.41
签约销售额	97.86	120.21	41.39
签约均价	1.99	3.12	2.52
期末剩余可售面积	25.02	26.03	49.12
当期结算面积	51.58	36.76	27.51
当期结算金额	86.17	60.04	74.28

资料来源：公司提供

（3）综合产城开发运营业务²

公司围绕重点城市布局，逐步拓展综合产城开发运营模式但需持续关注后期运营风险。综合产城开发运营开发周期长，项目销售或存在一定的不确定性。

跟踪期内，产城综合开发运营业务模式未发生变化，布局区域仍主要集中在长三角、成渝及华中区域。

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。公司2022年新增滁州顶汉一体化科技园地块及重庆巴南智造园2个项目，2023年一季度未获取新土地储备。截至2023年3月底，公司土地储备分布于重庆、合肥、贵阳及滁州等地，剩余待开发建筑面积119.90万平方米。

表10 截至2023年3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
岗集物流小镇	合肥	物流仓储	37.00	27.00	100%
合肥宝湾国际四期	合肥	汽车 mall、酒店及办公	9.08	11.50	100%
顶汉一体化科技园	滁州	工业厂房	10.10	13.60	85%
重庆汽车公园	重庆	汽车主题公园、文旅产业园及商业	52.60	51.90	100%
贵阳科技产业新城	贵阳	商业	10.20	15.90	100%
合计	--	--	118.98	119.90	--

资料来源：公司提供

² 公司尚未对综合产城开发运营业务收入构成细分统计。

公司在建综合产城开发运营项目主要为自主开发。公司主要在开发项目业态涵盖物流仓储、汽车主题公园、工业厂房和影视城等。其中，重庆汽车公园项目投资规模较大，受重庆区域市场影响较大，需持续关注其建设及销售去化情况。截至2023年3月底，综合产城开发运营项目剩余投资额（53.30亿元）较大，公司未来面临一定支出压力。

截至2023年3月底，公司主要项目平均出租率达88%，整体出租率处于较高水平。

其中，无锡车联网小镇平均出租率49%，主要系2022年8月开园，运营时间较短所致；受2022年底四期建材Mall竣工致使可出租物业面积大幅增加影响，合肥宝湾国际项目商业部分出租率处于较低水平；武汉临空港宝湾科技园平均出租率较低，主要系公司于2022年1月完成集团内收购，前期处于基础改造阶段，建设招商阶段较短，出租率较低所致。

表 11 截至 2023 年 3 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
岗集物流小镇	合肥	物流仓储、公路港	28%	39.30	7.20	11.00	2.83	100%
长三角国际影视中心	上海	影视城	60%	10.20	--	9.39	3.98	50%
南京浦口智芯科技港	南京	工业厂房	72%	6.51	3.75	2.15	1.89	90%
德阳科技园（三期）	德阳	工业厂房	60%	12.55	9.36	2.27	0.22	100%
重庆巴南智造园	重庆	工业厂房	40%	12.54	8.70	2.03	0.41	100%
重庆汽车公园	重庆	汽车主题公园、文旅产业园及商业	45%	75.90	10.72	59.55	23.76	100%
合计			--	157.00	39.73	86.39	33.09	--

资料来源：公司提供

表 12 截至 2023 年 3 月底公司主要项目出租情况（单位：万平方米）

项目名称	城市	项目业态	计容建筑面积	可出租物业面积	累计已出租物业面积	平均出租率	权益比例
岗集物流小镇	合肥	仓储、公路港	39.30	7.20	6.48	90%	100%
新都产业园	成都	工业园区	19.90	10.78	10.78	100%	100%
德阳科技园（一期、二期）	德阳	工业园区	27.55	10.78	10.78	100%	100%
重庆南山赛车运动物流服务基地	重庆	仓储	0.82	0.74	0.69	93%	100%
西安智造园	西安	工业园区	5.64	3.88	3.88	100%	100%
无锡车联网小镇	无锡	办公	6.71	4.24	2.08	49%	100%
武汉临空港宝湾科技园	武汉	工业园区	4.19	2.43	1.61	66%	100%
合肥宝湾	合肥	仓储	21.32	21.32	20.08	94%	100%
合肥宝湾	合肥	商业	14.36	7.79	4.61	59%	100%
合计			139.79	69.15	60.99	--	--

资料来源：公司提供

（4）建筑模块化业务

2022年，受海上风电业务规模增长影响，公司建筑模块化业务收入有所增长。

公司建筑模块化业务主要包括集成房屋业务、船舶舱室业务和海上风电业务。

集成房屋业务

公司集成房屋业务主要采用直销模式进行销售。集成房屋行业进入门槛较低且国内行业竞争较为激烈，未来盈利空间或将进一步收窄。2022年，公司集成房屋业务收入6.82亿元，毛利润0.90亿元。

船舶舱室业务

船舶舱室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，其主要产品复合板、防火门及卫生单元产生未发生变化，除复合板外，其他产品产量均有所增长。华南建材（深圳）有限公司目前已经成为中国重要的船舶耐火舱室提供商，其产品已通过世界主要船级社认证，并和全球 30 多个国家的几百家船舶制造企业建立了长期合作关系。2022 年，公司船舶舱室业务收入 3.63 亿元，毛利润 0.38 亿元。

海上风电业务

公司海上风电业务主要产品为导管架产品，为海上油气开采企业提供设施建造供应服务；2022 年，公司海上风电业务收入 9.55 亿元，毛利润 1.61 亿元，受新能源业务带动影响，2022 年公司导管架业务收入小幅增长。

3. 经营效率

公司整体经营效率尚可。

2022 年，从经营效率指标看，公司总资产周转次数及存货周转次数均有所上升，主要系现代物流综合服务业务规模增长所致，整体经营效率尚可。

表 13 公司经营效率指标（单位：次）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
存货周转次数	0.60	0.69	0.88
总资产周转次数	0.25	0.23	0.27

资料来源：联合资信整理

4. 未来发展

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

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

公司探索包括电商配送在内的新型业务，

以此为契增强物流园区的资源综合利用及产业聚集效能，增强入园企业所在地纳税意愿，在获得政府支持的同时，提高了客户合作黏度，以及公司的市场竞争力；在房地产开发板块，公司坚持“区域深耕、布局重点城市”的开发战略，主打品质人文居住社区产品。同时，探索产业地产、商业地产、园区开发运营等“住宅+”转型业务的发展模式；在建筑模块化业务板块，公司计划通过产业化的规模优势降低企业的运营成本，使用差异化的竞争方式获取核心竞争优势，大力发展租赁业务，追求健康发展。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2022 年财务报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2023 年一季度财务报表未经审计。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 853.46 亿元，所有者权益 260.31 亿元（含少数股东权益 75.89 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 231.76 亿元，利润总额 13.25 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 847.06 亿元，所有者权益 263.70 亿元（含少数股东权益 76.96 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 73.83 亿元，利润总额 6.49 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额小幅下降，资产构成仍以流动资产为主。公司存货、投资性房地产规模较大，且项目区域布局较好，投资性房地产以成本法计量；货币资金规模尚可，公司资产受限一般，整体资产质量较好。

截至 2022 年底，公司合并资产总额较年初下降 3.30%，主要系货币资金及其他营应收款（合计）下降所致；公司资产以流动资产为主。

表 14 公司资产主要构成

科目	2020年末		2021年末		2022年末		2023年3月末	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动资产	422.81	62.93	531.68	60.24	485.05	56.83	485.42	57.31
货币资金	128.13	19.07	159.60	18.08	135.44	15.87	149.58	17.66
其他应收款(合计)	19.76	2.94	62.60	7.09	44.41	5.20	44.44	5.25
存货	213.47	31.77	223.50	25.32	242.06	28.36	221.21	26.12
非流动资产	249.11	37.07	350.88	39.76	368.41	43.17	361.64	42.69
长期股权投资	18.61	2.77	45.59	5.17	49.44	5.79	40.56	4.79
投资性房地产	62.15	9.25	87.01	9.86	109.28	12.80	109.20	12.89
固定资产(合计)	43.87	6.53	59.51	6.74	62.48	7.32	61.03	7.20
在建工程(合计)	41.94	6.24	60.30	6.83	56.25	6.59	59.93	7.07
无形资产	55.63	8.28	63.74	7.22	69.61	8.16	69.15	8.16
资产总额	671.92	100.00	882.56	100.00	853.46	100.00	847.06	100.00

注：科目占比数据为在总资产的占比情况
数据来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

截至 2022 年底，公司货币资金较年初下降 15.13%，主要系公司销售回款下降所致。

截至 2022 年底，公司其他应收款（合计）较年初下降 29.06%，主要系合作方往来款下降所致。其他应收款主要为关联方经营性往来款 35.15 亿元（占 79.06%），其中第一名关联方往来款占比 55.19%，主要系武汉区域地产开发项目经营往来款。

截至 2022 年底，公司存货较年初增长 4.70%。从构成上看，存货主要由开发成本（占 82.40%）和开发产品（占 16.41%）构成，开发成本主要为房地产项目的土地使用权和在建房地产项目的工程成本。公司房地产项目储备主要布局深圳、成都和武汉等主要城市，具有一定区位优势。截至 2022 年底，公司存货共计计提跌价准备 1.36 亿元，主要为对开发成本计提的跌价准备。受房地产行业下行及计提跌价准备比例较低影响，公司或存在存货跌价风险。

(2) 非流动资产

截至 2022 年底，公司长期股权投资较年初增长 8.44%；主要系新增加广东家湾基础设施投资合伙企业（有限合伙）及中国核能科技集团有限公司股权所致，2022 年公司权益法核算的长期股权投资收益 7.12 亿元。

公司投资性房地产主要由用于出租的物流园以及自持商业地产构成，采用成本法计量。

截至 2022 年底，公司投资性房地产较年初增长 25.60%，主要系建成物流园转入所致。

截至 2022 年底，公司固定资产（合计）较年初增长 4.99%，主要系物流园区转固所致。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 23.75 亿元，成新率为 72.61%，成新率较好。

截至 2022 年底，公司在建工程（合计）较年初下降 6.72%，主要系部分物流园区建设完成转入投资性房地产及固定资产所致。

截至 2022 年底，公司无形资产较年初增长 9.21%，主要系新增购置的土地使用权及收购子公司股权获得无形资产所致。无形资产主要由土地使用权构成；公司部分运营成熟的物流园区土地使用权获取时间较早，具有较大增值空间。

截至 2023 年 3 月底，公司受限资产账面价值占总资产的比重为 15.34%，受限比例一般。

表 15 截至 2023 年 3 月底公司受限资产情况

资产名称	账面价值(亿元)	占总资产比例(%)
货币资金	5.49	0.65
存货	53.85	6.36
无形资产	32.61	3.85
投资性房地产	17.34	2.05
固定资产	15.46	1.83
长期股权投资	3.70	0.44

在建工程	1.50	0.18
合计	129.96	15.34

资料来源：公司提供

截至2023年3月底，公司资产总额及结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

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

截至2022年底，公司所有者权益260.31亿元，较年初增长3.28%，主要系公司发行的永续债券增加所致。其中，归属于母公司所有者权

益占比为70.84%，少数股东权益占比为29.16%。在所有者权益中，股本、其他权益工具、资本公积和未分配利润分别占6.91%、11.52%、10.74%和35.60%。所有者权益结构稳定性一般。

截至2023年3月底，公司所有者权益总额及结构较上年底变化不大。

(2) 负债

公司负债总额有所下降，结构相对均衡；债务规模继续上升，有息债务以长期债务为主，但债务到期时间较为集中，公司整体债务负担较重。

截至2022年底，公司负债总额较年初下降5.93%，主要系流动负债下降所致。公司负债结构相对均衡。

表16 公司负债主要构成

科目	2020年末		2021年末		2022年末		2023年3月末	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动负债	256.55	52.76	369.31	58.57	305.29	51.47	295.10	50.59
应付账款	25.94	5.34	48.43	7.68	50.81	8.57	52.95	9.08
其他应付款(合计)	48.34	9.94	72.73	11.54	68.95	11.62	54.98	9.42
一年内到期的非流动负债	34.71	7.14	76.15	12.08	61.55	10.38	95.22	16.32
合同负债	60.86	12.52	102.90	16.32	72.59	12.24	47.67	8.17
非流动负债	229.72	47.24	261.22	41.43	287.85	48.53	288.26	49.41
长期借款	129.95	26.72	157.15	24.92	184.05	31.03	188.92	32.39
应付债券	81.98	16.86	85.95	13.63	86.96	14.66	82.01	14.06
负债总额	486.27	100.00	630.52	100.00	593.15	100.00	583.36	100.00

注：科目占比数据为在总负债的占比情况
数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2022年底，公司应付账款较年初增长4.91%，主要系应付供应商工程款增长所致。

截至2022年底，公司其他应付款（合计）较年初下降5.20%，主要系工程设备款下降所致；公司其他应付款主要为关联方往来款39.13亿元和工程设备款14.81亿元。

截至2022年底，公司一年内到期的非流动负债较年初下降19.17%，主要系公司偿还应付债券所致。

截至2022年底，公司合同负债较年初下降29.46%，主要系房地产项目预收房款下降所致。

截至2022年底，公司长期借款较年初增长17.12%，主要系业务扩张及优化债务结构所致；长期借款主要由保证借款（占32.88%）和信用

借款（占40.70%）构成。

截至2022年底，公司应付债券较年初变动不大，应付债券以三年期中期票据（占57.33%）为主。

截至2023年3月底，公司负债总额和结构较上年底变化不大。其中一年内到期的非流动负债有所增加，合同负债有所下降。

截至2022年底，公司全部债务366.81亿元，较年初增长3.39%，主要系长期借款增加所致。债务结构方面，短期债务占25.98%，长期债务占74.02%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至2022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较年初分别下降1.94个百分点、上升0.03个百分点和上升1.84

个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至2022年底，公司全部债务增至403.81亿元。债务结构方面，短期债务95.30亿元（占23.60%），长期债务308.51亿元（占76.40%）。从债务指标看，截至2022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较调整前分别上升4.34个百分点、5.90个百分点和6.96个百分点，公司债务负担较重。

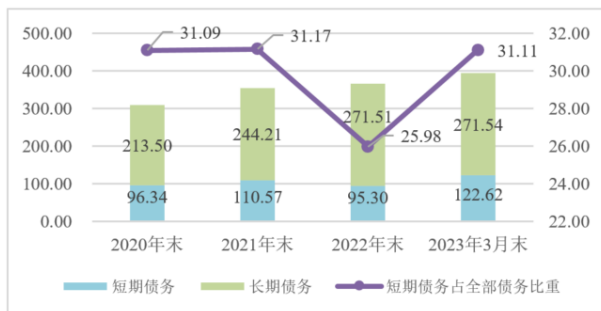
元，较上年底增长7.46%。从债务指标来看，截至2023年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别下降0.63个百分点、上升1.42个百分点和下降0.32个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至2023年3月底，公司全部债务增至431.16亿元。从债务指标看，截至2023年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较调整前分别上升4.37个百分点、5.62个百分点和6.91个百分点，公司债务负担较重。

截至2023年3月底，公司全部债务394.16亿

图1 公司债务结构

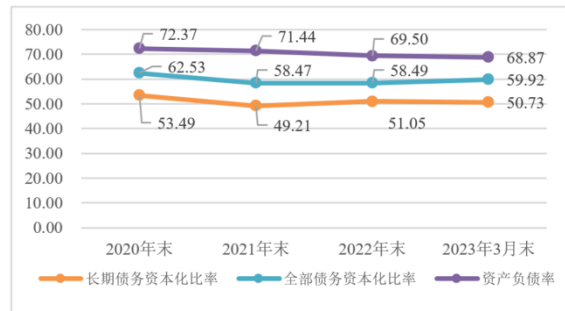
(单位: 亿元、%)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

图2 公司债务杠杆水平

(单位: %)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

表17 截至2023年3月底公司有息债务期限结构 (单位: 亿元)

期限	1年以内	1~2年	2~3年	3~4年	4~5年	5年以上	合计
短期借款	14.79	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	14.79
其他流动负债	12.12	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	12.12
长期借款	65.25	49.32	52.22	9.52	21.24	56.62	254.17
应付债券	29.27	54.07	27.94	0.00	0.00	0.00	111.28
租赁负债	0.25	0.11	0.00	0.00	0.00	0.00	0.36
合计	121.68	103.51	80.16	9.52	21.24	56.62	392.73

注: 公司有息债务计算口径不含应付票据及债务利息; 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
资料来源: 公司提供

从期限结构上看, 债务到期时间较为集中, 公司一年内到期债务规模较大。

4. 盈利能力

2022年, 公司营业总收入大幅增长但利润总额大幅下降; 公司期间费用继续增长, 投资收益对公司利润总额贡献较大但持续性较差, 扣除投资收益后公司营业利润为负值; 公司盈利能力大幅下降。

公司2022年营业总收入分析详见经营概况。2022年, 公司利润总额同比下降50.89%, 主要系公司网络货运平台业务规模扩大且继续亏损所致。

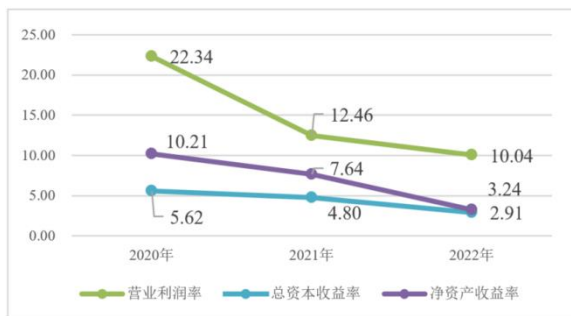
从期间费用看, 2022年, 公司费用总额为25.52亿元, 同比增长3.58%, 主要系管理费用增加所致。从构成看, 公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为14.35%、

53.01%、2.75%和29.89%，以管理费用和财务费用为主。其中，销售费用为3.66亿元，同比增长11.45%，主要系经营规模扩大所致。2022年，公司期间费用率为11.01%，同比下降2.94个百分点。公司费用规模较大，对整体利润侵蚀较大。

非经常性损益方面，2022年，公司实现投资收益13.73亿元，同比下降44.13%，主要系2021年处置深圳市赤湾房地产开发有限公司40.02%的股权致使当年投资收益大幅增加所致。2022年，公司投资收益占营业利润比例为107.14%，扣除投资收益公司营业利润为负值；投资收益对营业利润影响很大且来源于深圳市赤湾房地产开发有限公司地产项目结转，不具有持续性。其他收益5.44亿元，同比增长124.75%，主要系税收补贴款增加所致，其他收益占营业利润比重为42.46%，对营业利润影响较大且不具有持续性。

盈利指标方面，2022年，公司主要盈利指标均有所下降，盈利能力下降明显。

图3 2020-2022年公司盈利指标(单位: %)



资料来源: 公司财务报告

2023年1-3月，公司营业总收入73.83亿元，同比增长105.31%，主要系2023年一季度房地产业务收入大幅增长所致；公司利润总额6.49亿元，其中投资收益大幅下降，公允价值变动损益有所增加。

5. 现金流分析

2022年，公司经营活动现金净额由净流入转为净流出。筹资活动现金流净流入规模大幅

下滑，随着公司房地产、物流园和产城建设项目的持续推进，公司仍存在一定的对外筹资压力。

表18 公司现金流量情况(单位: 亿元)

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1-3月
经营活动现金流入小计	187.54	267.74	244.33	63.03
经营活动现金流出小计	201.07	229.42	271.68	56.94
经营现金流量净额	-13.53	38.33	-27.35	6.09
投资活动现金流入小计	53.89	27.75	65.22	4.40
投资活动现金流出小计	75.07	138.85	68.61	16.12
投资活动现金流量净额	-21.18	-111.10	-3.38	-11.71
筹资活动前现金流量净额	-34.71	-72.78	-30.74	-5.62
筹资活动现金流入小计	215.06	322.79	219.26	43.14
筹资活动现金流出小计	141.14	210.72	216.45	22.75
筹资活动现金流量净额	73.92	112.07	2.81	20.39

资料来源: 公司财务报告

从经营活动来看，2022年，受房地产销售回款大幅下降叠加东方物流建设支出较大影响，公司经营活动现金净额由净流入转为净流出。

从投资活动来看，2022年，公司投资活动现金流入同比增长135.04%，主要系公司赎回银行理财产品和处置腾龙两江(重庆)科技有限公司股权所致；投资活动现金流出同比下降50.59%，主要系公司综合物流服务板块的持续扩张力度下降所致；投资活动净流出规模同比下降96.95%。

2022年，公司筹资活动前现金流量净额继续净流出，公司存在一定的对外筹资压力。

从筹资活动来看，2022年，公司筹资活动现金流入同比下降32.07%，主要系借款规模下降所致；公司筹资活动现金流出同比变化不大。综上，公司筹资活动现金流净流入规模同比大幅下滑。

2023年1-3月，公司实现经营活动现金净额及筹资活动现金净额为正；公司投资活动现金流量呈现净流出。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现较好，长期偿债指标表现一般。

表19 公司偿债指标

项目	项目	2020年	2021年	2022年	2023年1-3月
短期偿债指标	流动比率（%）	164.81	143.97	158.88	164.49
	速动比率（%）	81.60	83.45	79.59	89.53
	经营现金/流动负债（%）	-5.27	10.38	-8.96	--
	经营现金/短期债务（倍）	-0.14	0.35	-0.29	--
	现金类资产/短期债务（倍）	1.32	1.57	1.48	1.36
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	44.64	36.83	34.14	--
	全部债务/EBITDA（倍）	6.94	9.63	10.74	--
	经营现金/全部债务（倍）	-0.04	0.11	-0.07	--
	EBITDA/利息支出（倍）	3.35	2.31	2.16	--
	经营现金/利息支出（倍）	-1.01	2.41	-1.73	--

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

从短期偿债指标看，截至 2022 年底，公司流动比率较年初小幅增长，速动比率较年初下降 3.86 个百分点；公司现金短期债务比为 1.48 倍，保障程度较好。截至 2023 年 3 月底，公司流动比率、速动比率及现金短期债务比均较上年底有所增长，公司短期偿债指标表现较好。

从长期偿债指标看，2022 年，公司 EBITDA 对利息及债务本金的覆盖程度有所下降。整体看，公司长期偿债指标表现一般。

对外担保方面，截至 2023 年 3 月底，公司对外担保 24.94 亿元，占净资产的 9.46%；对外担保主要为对关联方提供的担保。

未决诉讼方面，截至 2023 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2023 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 890.74 亿元，尚未使用额度 582.22 亿元，公司授信总额规模大，间接融资渠道畅通。

7. 公司本部财务分析

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

公司本部主要经营赤湾片区内自持物业等业务，同时也承担集团部分对外融资功能。

资产构成方面，截至 2022 年底，公司本部资产总额 299.84 亿元。资产结构相对均衡。其中，流动资产占比 58.31%，非流动资产占比 41.69%。从构成看，流动资产主要由货币资金

（占 55.92%）和其他流动资产（占 41.69%）构成，其中其他流动资产主要由银行理财、对下属子公司的应收贷款和委托贷款组成；非流动资产主要由债权投资（占 23.49%）和长期股权投资（占 64.89%）构成，其中长期股权投资主要为对南山控股等子公司的投资。截至 2022 年底，公司本部货币资金为 97.77 亿元。

截至 2022 年底，公司本部所有者权益为 132.75 亿元，在所有者权益中，股本为 18.00 亿元（占 13.56%）、资本公积合计 6.05 亿元（占 4.56%）、未分配利润合计 63.10 亿元（占 47.53%）、盈余公积合计 15.60 亿元（占 11.75%），所有者权益稳定性较弱；公司本部所有者权益中含 30.00 亿元永续中期票据。

截至 2022 年底，公司本部负债总额 167.09 亿元。负债主要为非流动负债 131.33 亿元（占 78.60%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占 14.39%）、一年内到期的非流动负债（占 24.43%）、其他流动负债（占 50.80%）；非流动负债主要由长期借款（占 44.82%）、应付债券（占 50.37%）构成。公司本部 2022 年底资产负债率为 55.73%。截至 2022 年底，公司本部全部债务 133.75 亿元。其中，短期债务占 6.53%、长期债务占 93.47%。截至 2022 年底，公司本部现金短期债务比为 11.19 倍，短期偿债指标好。截至 2022 年底，公司本部全部债务资本化比率 50.19%。公司本部再融资能力强和对子公司的管控能力强，公司本部偿债能力很强。

2022年，公司本部营业总收入为3.08亿元，利润总额为1.99亿元。同期，公司本部投资收益为5.30亿元。

现金流方面，2022年，公司本部经营活动现金流净额为-1.69亿元，投资活动现金流净额15.78亿元，筹资活动现金流净额14.09亿元。公司本部经营业务较少，经营活动现金流净额规模较小；公司本部承担部分融资及集团资金统筹功能，投资活动现金流主要为与子公司的资金往来，融资活动净现金流随子公司的融资需求波动。

截至2023年3月底，公司本部资产总额300.31亿元，所有者权益为133.17亿元，负债总额167.14亿元；公司本部资产负债率55.66%；全部债务140.22亿元，全部债务资本化比率51.29%。2023年1-3月，公司本部营业总收入0.70亿元，利润总额0.56亿元，投资收益1.12亿元。2023年1-3月，公司本部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0.14亿元、6.10亿元、-0.87亿元。

十、外部支持

公司股东背景雄厚，综合实力强，公司在资源获取等方面可获得股东支持。

1. 支持能力

公司第一大股东为招商局控股，其实际控制人为招商局集团有限公司。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（以下简称“深圳投控”）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。公司在资源获取、业务协同等方面可以获得股东支持。

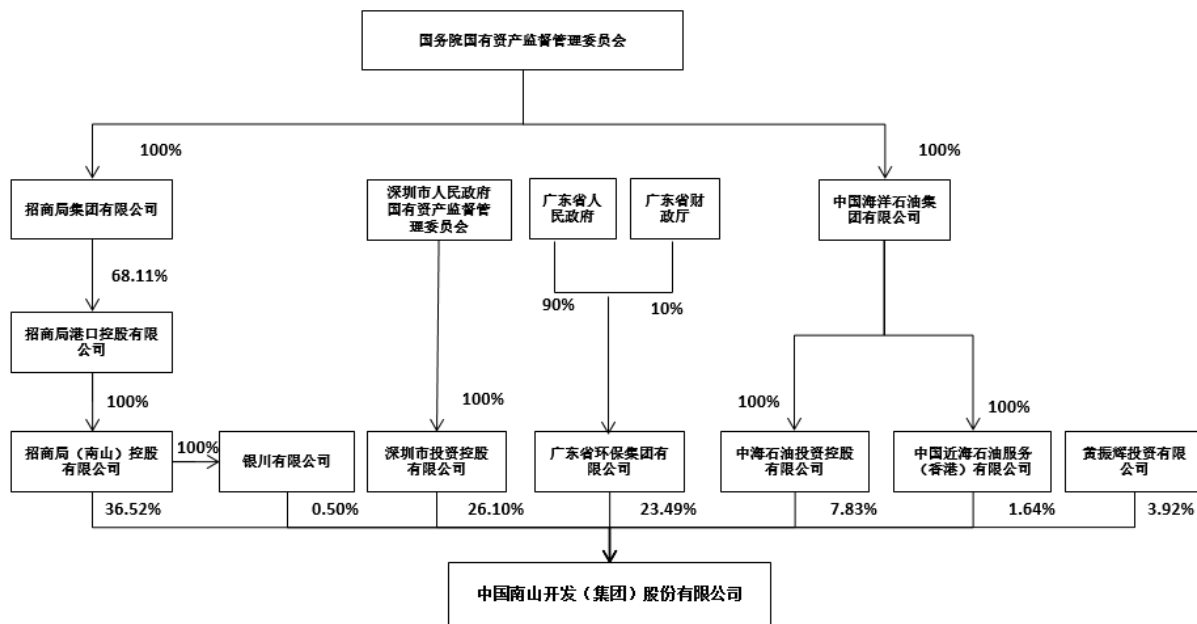
2. 支持可能性

截至2022年底，公司有权对赤湾2.2平方公里土地进行开发，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，该部分土地储备为在深圳投控协调下获取。

十一、结论

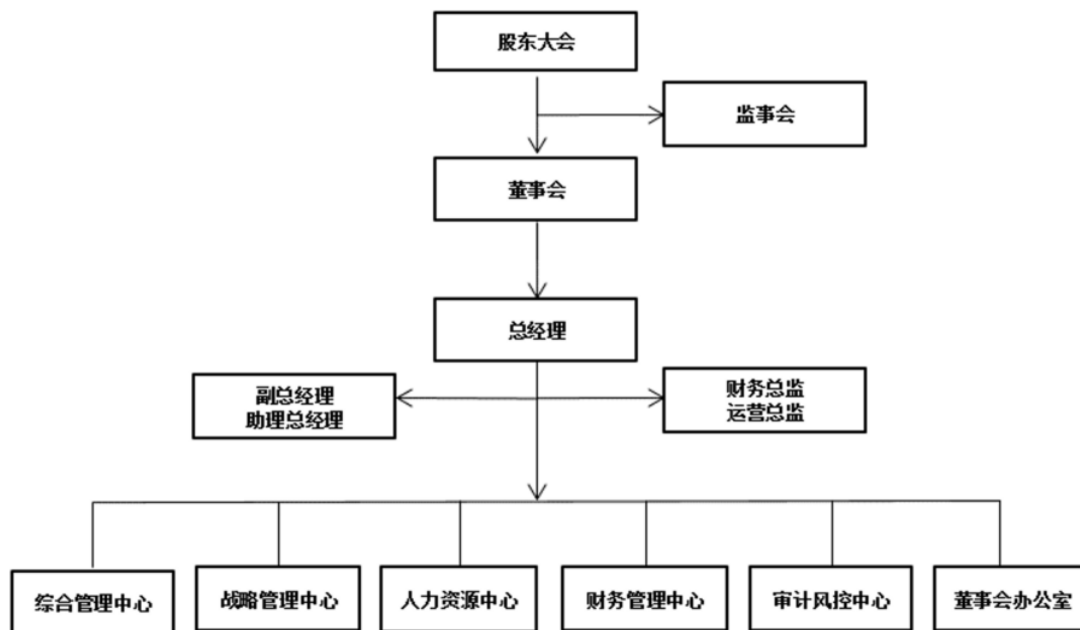
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“19南山开发MTN001”“21南山开发MTN001”“21南山开发MTN002”“21南山开发MTN003”“21南山开发MTN004”“22南山开发MTN001”“22南山开发MTN002”和“22南山开发MTN003”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 3 月底公司合并范围内主要子公司

子公司名称	注册地	注册资本 (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	人民币 270778.2513				57.99	10.48
中开财务有限公司	深圳	人民币 50000.00				60.00	27.39
深圳市赤湾东方物流有限公司	深圳	人民币 60000.00				100.00	--
合肥宝湾国际物流中心有限公司	合肥	人民币 30000.00				100.00	--
弘湾资本管理有限公司	深圳	人民币 20000.00				100.00	--
赤晓企业有限公司	深圳	人民币 20000.00				100.00	--
湖北省鄂州南山临港新城发展有限公司	湖北	人民币 15000.00				100.00	--
深圳市海湾发展管理有限公司	深圳	人民币 2000.00				100.00	--
南山开发 (香港) 有限公司	香港	港币 50.00 万	欧元 3296.58 万	美元 3415.00 万	人民币 80173.00 万	100.00	--

资料来源: 公司提供

附件 1-4 截至 2022 年底公司在建物流园区情况

(单位: 万平方米、亿元)

项目名称	建筑面积	预计总投资	截至 2022 年 12 月 末累计已投资	预计投入运营期
上海快仓宝湾	9.14	4.62	2.73	2023 年 5 月
浙江义乌宝湾	26.07	7.20	6.44	2023 年 7 月
重庆两江宝湾	10.18	3.50	3.20	2023 年 8 月
佛山南海宝湾	38.61	13.20	5.93	2024 年 5 月
惠州仲恺宝湾	20.14	7.01	5.47	2023 年 7 月
吴江中旺二期	6.49	2.40	1.16	2024 年 1 月
江门鹤山宝湾	18.93	6.20	3.15	2024 年 8 月
合计	129.56	44.13	28.08	--

注: 数据为全口径, 上述项目均为并表项目
资料来源: 公司提供

附件 1-5 截至 2022 年底公司拟建物流园区情况

(单位: 万平方米、亿元)

名称	占地面积	建筑面积	预计总投资	预计建设期	预计投入运营期
北京文投宝湾	8.32	16.34	14.67	2023 年 6 月-2025 年 4 月	2025 年 5 月
张家港项目	7.48	8.25	2.70	2023 年 4 月-2024 年 8 月	2024 年 9 月
合肥和诚项目	15.61	20.51	5.93	2023 年 3 月-2024 年 11 月	2024 年 12 月
合计	31.41	45.10	23.30	--	--

注: 数据为全口径, 上述项目均为并表项目
资料来源: 公司提供

附件 1-6 截至 2023 年 3 月底公司未开工土地储备情况

(单位: 平方米)

地块名称	地理位置	取得时间	权益比例	剩余未开发计容建筑面积	拟建项目
长沙十里天池	长沙	2012 年	100.00%	28074.18	住宅、商业
南通南山国际社区	南通	2013 年	100.00%	29902.00	商业
合肥三食六巷	合肥	2015 年	100.00%	18343.42	商业
武汉光谷自贸港	武汉	2016 年	69.23%	37706.20	厂房
成都红牌楼	成都	2020 年	51.00%	107260.00	住宅、商业
南通湾玺壹号	南通	2021 年	100.00%	64168.94	住宅
武汉悦时光	武汉	2021 年	100.00%	139431.02	住宅、商业
都江堰观山樾	成都	2021 年	70.00%	24224.07	住宅
都江堰南山府	成都	2021 年	100.00%	141576.29	住宅
成都四河	成都	2021 年	90.00%	90600.00	住宅、商业
上海嘉定菊园项目	上海	2022 年	100.00%	43142.23	住宅、商业
上海闵行华漕项目	上海	2022 年	100.00%	45508.60	住宅、商业
成都两河峯景	成都	2022 年	100.00%	4527.27	住宅
合计	--	--	--	774464.21	--

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	126.87	173.27	141.06	167.36
资产总额 (亿元)	671.92	882.56	853.46	847.06
所有者权益 (亿元)	185.65	252.04	260.31	263.70
短期债务 (亿元)	96.34	110.57	95.30	122.62
长期债务 (亿元)	213.50	244.21	271.51	271.54
全部债务 (亿元)	309.84	354.77	366.81	394.16
营业总收入 (亿元)	156.27	176.63	231.76	73.83
利润总额 (亿元)	28.32	26.98	13.25	6.49
EBITDA (亿元)	44.64	36.83	34.14	--
经营性净现金流 (亿元)	-13.53	38.33	-27.35	6.09
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	7.64	9.40	13.38	--
存货周转次数 (次)	0.60	0.69	0.88	--
总资产周转次数 (次)	0.25	0.23	0.27	--
现金收入比 (%)	111.41	144.31	91.99	71.95
营业利润率 (%)	22.34	12.46	10.04	11.61
总资本收益率 (%)	5.62	4.80	2.91	--
净资产收益率 (%)	10.21	7.64	3.24	--
长期债务资本化比率 (%)	53.49	49.21	51.05	50.73
全部债务资本化比率 (%)	62.53	58.47	58.49	59.92
资产负债率 (%)	72.37	71.44	69.50	68.87
流动比率 (%)	164.81	143.97	158.88	164.49
速动比率 (%)	81.60	83.45	79.59	89.53
经营现金流动负债比 (%)	-5.27	10.38	-8.96	--
现金短期债务比 (倍)	1.32	1.57	1.48	1.36
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.35	2.31	2.16	--
全部债务/EBITDA (倍)	6.94	9.63	10.74	--

注: 1. 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; 2. 公司合并口径 2020 - 2022 年末其他非流动负债中有息部分已调整至长期债务, 2022 年底长期应付款中有息部分已调整至长期债务; 3. 公司 2020 - 2022 年财务数据采用审计报告期初数; 4. 公司 2023 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未予年化; 5. "--" 代表计算无意义的数字

资料来源: 联合资信根据公司审计报告及季度财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	60.58	87.94	97.77	104.73
资产总额 (亿元)	274.33	294.56	299.84	300.31
所有者权益 (亿元)	113.88	130.77	132.75	133.17
短期债务 (亿元)	31.12	24.03	8.74	33.63
长期债务 (亿元)	87.85	105.75	125.01	106.59
全部债务 (亿元)	118.97	129.77	133.75	140.22
营业总收入 (亿元)	4.59	12.05	3.08	0.70
利润总额 (亿元)	5.40	19.21	1.99	0.56
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	-1.95	9.19	-1.69	0.14
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	5.56	15.01	24.50	--
存货周转次数 (次)	0.78	1.03	0.45	--
总资产周转次数 (次)	0.02	0.04	0.01	--
现金收入比 (%)	73.72	114.88	92.12	70.43
营业利润率 (%)	74.43	84.71	69.94	76.56
总资本收益率 (%)	1.98	6.06	0.59	--
净资产收益率 (%)	4.06	12.08	1.18	--
长期债务资本化比率 (%)	43.55	44.71	48.50	44.46
全部债务资本化比率 (%)	51.09	49.81	50.19	51.29
资产负债率 (%)	58.49	55.61	55.73	55.66
流动比率 (%)	215.16	312.51	488.88	331.55
速动比率 (%)	212.86	309.21	484.07	328.39
经营现金流动负债比 (%)	-3.03	17.89	-4.73	--
现金短期债务比 (倍)	1.95	3.66	11.19	3.11
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注: 1. 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; 2. 公司本部有息债务数据未经调整; 3. “/”代表数据未获取; “--”代表计算无意义的数字

资料来源: 联合资信根据公司审计报告及季度财务报告整理

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%
营业总收入年复合增长率	(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	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债)/(资产总额-预收款项-合同负债)×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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