

中国南山开发（集团）股份有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕6070号

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

二〇二四年七月二十二日

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

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、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。

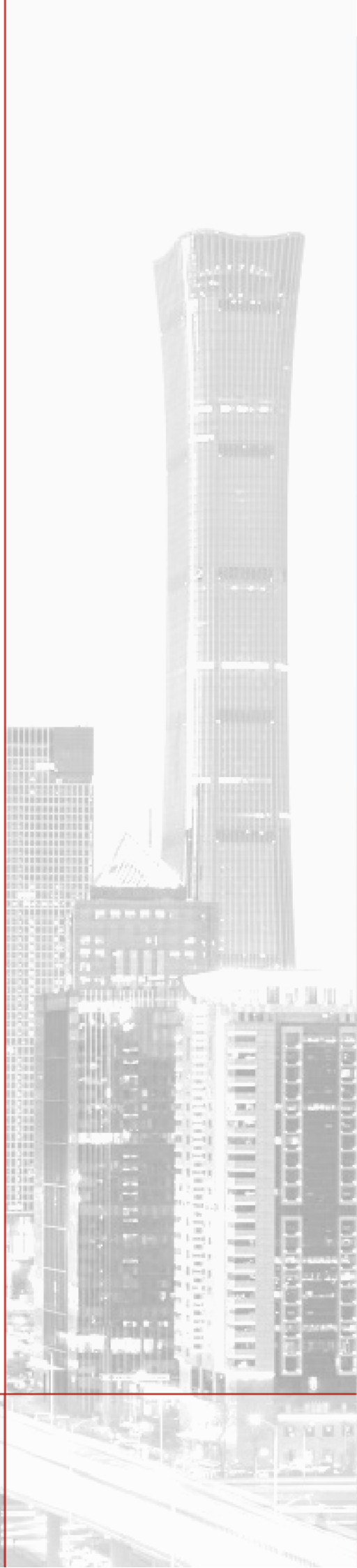
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、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。

八、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。

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

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
中国南山开发（集团）股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/07/22
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	

评级观点

中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）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。2023 年，公司运营物流园区面积进一步增加，整体出租率保持较高水平；房地产业务主要位于一二线城市，具备区位优势；财务方面，公司经营性现金净流入规模较大，融资渠道畅通。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到经济下行周期下，公司物流园区回报周期较长且在目前经济环境下运营稳定性存在一定不确定性；公司在建项目尚需投资金额较大，面临一定资金支出压力，公司债务负担较重等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

个体调整：无。

外部支持调整：股东在资源获取和业务协同等方面为公司提供支持。

评级展望

在房地产行业景气度下行背景下，公司项目销售及盈利空间承压，但公司布局具备区域优势，投资策略更加审慎，融资渠道保持畅通，随着物流园区运营面积的不断增长，未来公司经营业绩将有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司股东支持力度下降，对公司经营及融资负面影响大；公司融资渠道受限，偿债能力明显下降。

优势

- **公司股东背景多元化且均实力雄厚。**截至 2024 年 3 月底，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。
- **公司物流园区运营管理经验丰富，仓储区域布局合理，竞争优势明显；公司地产板块土地储备具备区域优势。**跟踪期内，公司运营物流园区面积不断增加，截至 2024 年 3 月底，期末可租面积增至 652.03 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。公司地产板块土地储备主要位于国内重点一二线城市，具备区域优势。同时，公司可开发的深圳南山赤湾片区已被划入广东省自贸区前海-蛇口片区，该片区也是粤港澳大湾区的核心区域，土地增值潜力大，未来发展前景良好。
- **公司经营性现金流转为净流入，融资渠道畅通。**2023 年，公司经营活动现金净流入由净流出转为净流入，且净流入规模较大。公司子公司深圳市新南山控股（集团）股份有限公司为深圳证券交易所上市公司，截至 2024 年 3 月底，公司尚未使用授信额度为 654.18 亿元，融资渠道畅通。

关注

- **经济下行周期下，公司物流园区回报周期较长且在目前经济环境下运营稳定性存在一定不确定性。**截至 2024 年 3 月底，公司在建及拟建物流园区仍保持较大规模并处于持续投入期，考虑到经济下行周期影响，物流园区回报周期较长且在目前经济环境下运营稳定性存在一定不确定性。
- **公司在建项目尚需投资金额较大，面临一定资金支出压力且债务负担较重。**截至 2024 年 3 月底，公司主要在建物流园区项目、房地产开发项目与产城开发项目合计尚需投资 141.74 亿元，尚需投资金额较大，面临一定资金支出压力。截至 2024 年 3 月底，公司全部债务 386.81 亿元。如将永续债调入长期债务，公司全部债务增至 423.81 亿元，全部债务资本化比率 65.21%，公司债务负担较重。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 [一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208](#)

评级模型 [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

本次评级打分表及结果

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

主要财务数据

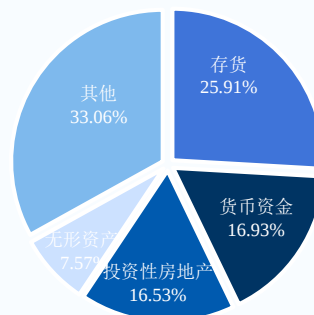
合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	178.78	143.50	158.53	135.32
资产总额（亿元）	882.56	853.46	880.38	863.96
所有者权益（亿元）	252.04	260.31	263.63	263.13
短期债务（亿元）	110.57	95.30	133.73	127.76
长期债务（亿元）	244.21	271.51	251.87	259.04
全部债务（亿元）	354.77	366.81	385.60	386.81
营业总收入（亿元）	176.63	231.76	221.33	35.60
利润总额（亿元）	26.98	13.25	12.46	0.03
EBITDA（亿元）	46.33	34.14	34.21	--
经营性净现金流（亿元）	38.33	-27.35	58.22	-15.25
营业利润率（%）	12.46	10.04	10.65	8.16
净资产收益率（%）	7.64	3.24	3.66	--
资产负债率（%）	71.44	69.50	70.06	69.54
全部债务资本化比率（%）	58.47	58.49	59.39	59.51
流动比率（%）	143.97	158.88	135.42	139.65
经营现金流动负债比（%）	10.38	-8.96	16.57	--
现金短期债务比（倍）	1.62	1.51	1.19	1.06
EBITDA 利息倍数（倍）	2.90	2.16	2.29	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.66	10.74	11.27	--

公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	294.56	299.84	305.29	304.98
所有者权益（亿元）	130.77	132.75	140.10	140.42
全部债务（亿元）	129.77	133.75	150.16	152.39
营业总收入（亿元）	12.05	3.08	3.11	0.74
利润总额（亿元）	19.21	1.99	4.44	0.42
资产负债率（%）	55.61	55.73	54.11	53.96
全部债务资本化比率（%）	49.81	50.19	51.73	52.04
流动比率（%）	312.51	488.88	270.66	222.18
经营现金流动负债比（%）	17.89	-4.73	4.06	--

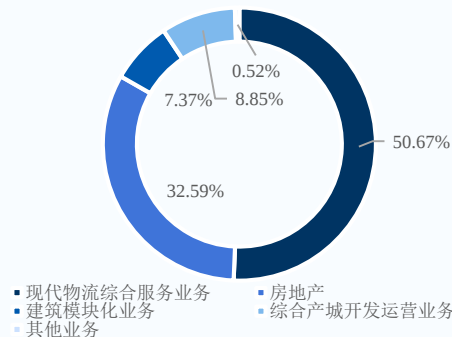
注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司 2021—2023 年末及 2024 年 3 月末合并口径其他流动负债中的有息部分计入短期债务；未对公司本部债务数据进行调整；4. 本报告 2021—2023 年财务数据均为期末数据，公司 2024 年一季度财务数据未经审计，相关指标未予年化；5. “--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

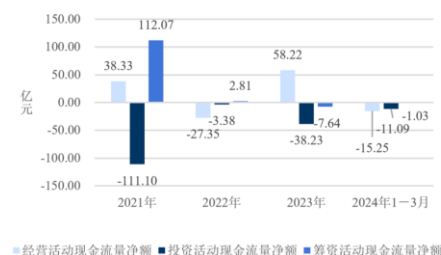
2023 年末公司资产构成



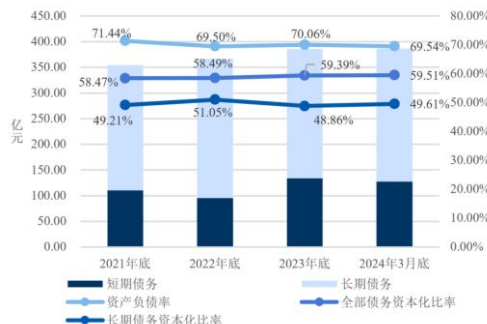
2023 年公司收入构成



2021—2023 年及 2024 年 1—3 月公司现金流情况



2021—2023 年末及 2024 年 3 月末公司债务情况



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	特殊条款
21 南山开发 MTN004	5.00 亿元	5.00 亿元	2024/08/05	延期，利息递延权，持有人救济，调整票面利率，赎回
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	赎回，延期，调整票面利率，利息递延权，持有人救济
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
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 南山开发 MTN003 22 南山开发 MTN002 22 南山开发 MTN001 21 南山开发 MTN004	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/27	曹梦茹 赵 兮 蒋 旭	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	阅读全文
22 南山开发 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/07/11	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 MTN002	AAA/稳定	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/稳定	AAA/稳定	2022/02/14	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
21 南山开发 MTN004	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/02/25	尹金泽 戴彤羽 闫 欣 张 超	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

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号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：罗星驰 luoxc@lhratings.com

项目组成员：高 星 gaoxing@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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

公司前身是成立于 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 2024 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（详见附件 1-1）。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 2024 年 3 月底，公司直接持股比例 57.99%）为深圳证券交易所上市公司，股票代码为“002314.SZ”；截至 2024 年 3 月底，公司所持有的南山控股股份未质押。

跟踪期内，公司主营业务无重大变化，仍为现代物流综合服务业务、房地产开发销售业务、建筑模块化业务及综合产城开发运营业务等，按照联合资信行业分类标准划分为综合投资行业。

截至 2023 年底，公司设有综合管理中心、战略管理中心、财务管理中心和审计风控中心等职能部门（详见附件 1-2）。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 880.38 亿元，所有者权益 263.63 亿元（含少数股东权益 69.17 亿元）；2023 年，公司实现营业收入 221.33 亿元，利润总额 12.46 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 863.96 亿元，所有者权益 263.13 亿元（含少数股东权益 69.08 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业收入 35.60 亿元，利润总额 0.03 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

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续公开发行公司债券及中期票据共计 4 只，余额 30.00 亿元，募集资金均已按指定用途使用，上述债券均在付息日正常付息。

图表 1 • 截至本报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
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：联合资信根据公开信息整理

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信

心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

五、行业分析

1 房地产行业

2024 年一季度，房地产市场销售下行趋势扩大，行业仍处于探底状态。受销售端低迷影响，投资新开工表现延续弱势，叠加融资端修复有限，房企资金仍承压。在房地产市场供求关系发生重大变化的大背景下，2024 年以来，中央以“去库存”作为政策导向，宽松政策频出，同时融资支持政策带动房企项目层面流动性得到一定程度改善。但宽松政策的频出仅阶段性刺激了市场需求，需求端信心修复仍需一定时间。完整版行业分析详见《[2024 年一季度房地产行业分析](#)》。

2 物流行业

2023 年，全国社会物流总额再创新高，物流业总收入规模延续扩张态势，社会物流总费用与 GDP 的比率有所下降。物流政策环境良好，产业地位稳中有升。但随着新增供应量的大幅增长，物流园区整体供大于求，空置率呈上升态势。

2023 年，全国物流需求规模再创新高，根据中国物流信息中心数据显示，2023 年全国社会物流总额 352.4 万亿元，按可比价格计算，同比增长 5.2%。分季度看，全年一至四季度分别增长 3.9%、5.4%、4.7%、5.4%，呈现前低、中高、后稳的恢复态势，全年增长态势总体向好。从物流总额的构成情况来看，2023 年，我国工业品物流总额 312.6 万亿元，同比增长 4.6%，占比超过 88.7%；其次是进口物流总额 18.0 万亿元，同比增长 13.0%，占比 5.1%；其他领域（再生资源、单位与居民物品）物流总额相对较小。从物流总收入规模来看，2023 年全年物流业总收入为 13.2 万亿元，同比增长 3.9%，物流收入规模延续扩张态势。运输、仓储装卸等基础物流收入同比增速在 3% 左右，支撑物流市场稳定增长。从物流总费用情况来看，中国物流费用总额继续增长。2023 年社会物流总费用 17.8 万亿元，同比增长 2.3%，增速有所下滑，且社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.4%，比上年下降 0.3 个百分点，单位国内生产总值（GDP）必需的物流成本有所下降。从结构看，运输费用 9.8 万亿元，增长 2.8%；保管费用 6.1 万亿元，增长 1.7%；管理费用 2.3 万亿元，增长 2.0%。

物流园区在经济开发、促进多种运输方式的整合、改善城市环境等方面的明显作用，政府及企业在近几年中不约而同地将其作为推动区域和城市物流发展的重点工程，给予大力的支持。国家发展改革委发布《“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。2023 年 8 月，国家发展改革委会同自然资源部、交通运输部、商务部、市场监管总局印发《关于布局建设现代流通战略支点城市的通知》，部署现代流通战略支点城市布局建设工作，将 102 个城市纳入布局建设范围，覆盖全国 31 个省区市以及新疆生产建设兵团。流通支点城市将按综合型、复合型、功能型分类推进建设，增强了辐射带动作用。截至 2023 年底，国家发展改革委已牵头布局建设了 80 个国家物流枢纽，枢纽网络覆盖全国 29 个省（区、市）和新疆生产建设兵团。此外，在市场分化格局加深的情况下，聚焦核心区域布局、运营能力更强的仓储物流开发商的优势愈发凸显，行业资源也进一步向头部企业集中。2023 年，消费逐步复苏叠加跨境电商、生物医药、新能源等新兴行业规模的快速扩张，有效推动高标仓净吸纳量显著提升。根据世邦魏理仕发布的数据显示，2023 年国内主要城市高标仓净吸纳量为 722 万平方米，同比增长 44%，2023 年新增供应量达 1200 万平方米，创历史新高。但市场仍呈现供过于求的态势，推动市场平均空置率上升至 21.8% 的历史高位，三分之二的城市租金水平较去年同期有所下降，需持续关注市场平均空置率变动情况。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 企业规模和竞争力

公司作为大型集团企业，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、综合产城开发运营业务和制造业务（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 2024 年 3 月底，公司在国内超 40 个城市拥有或管理 82 个现代化物流园区，期末可租面积 652.03 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。地产开发方面，截至 2024 年 3 月底，公司全口径未开工土地储备总建筑面积 71.28 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。

2 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《企业信用报告》（统一社会信用代码：91440300618832976D），截至 2024 年 5 月 9 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录。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，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至 2024 年 7 月 17 日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司董事及职工监事有所变动，但未对正常生产经营造成重大影响，经营管理状况稳定。

跟踪期内，公司董事及职工监事有所变动，李昱接替曾瑞军任公司副董事长，徐颂、王世云接替王秀峰、田俊彦任公司董事，王景接替王邓磊任公司独立董事，孙小广接替孙明辉任公司监事，程亚武接替王劲松任公司职工监事，以上变动均由股东大会或职工大会表决通过。

（三）经营方面

1 经营概况

2023 年，公司营业总收入有所下降，但综合毛利率水平小幅上升。2024 年一季度，受房地产项目结转影响，公司营业总收入及综合毛利率均有所下降。考虑到 2024 年房地产项目结转规模及现代物流服务业务收入中堆存（仓储）业务增长尚不足以支撑货运收入的回落，预计公司 2024 年全年收入或将有所下降。

跟踪期内，公司主要经营业务未发生重大变化，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%。2023 年，公司营业总收入同比下降 4.50%，较为稳定。

收入构成方面，2023 年，公司现代物流综合服务业务收入同比下降 7.11%，主要系网络货运平台收入下降所致；房地产开发业务收入同比变动幅度不大；受导管架业务及集成房屋业务收入同比下降影响，公司建筑模块化业务收入同比下降 24.13%；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）同比增长 36.26%，主要系结转的重庆汽车公园项目规模较大所致。

毛利率方面，2023 年，公司物流综合服务业务毛利率同比上升 1.65 个百分点，主要系公司网络货运平台服务业务减亏及宝湾物流控股有限公司（以下简称“宝湾物流”）业务毛利率增加综合影响所致；公司房地产业务毛利率有所提升，主要系公司上海虹桥领峯及成都南山凌峯项目结转成本较低所致；综合产城开发运营业务毛利率同比小幅下降；建筑模块化业务毛利率同比增加 5.71 个百分点，主要系导管架业务利润较高及华南建材船舶耐火舱室业务毛利有所增加所致。受上述业务影响，公司综合毛利率同比增加 2.58 个百分点。

2024 年 1—3 月，受 2024 年一季度房地产业务结转收入规模及毛利率下降影响，公司营业总收入 35.60 亿元，同比下降 51.79%，公司综合毛利率同比下降 4.19 个百分点。考虑到 2024 年房地产项目结转规模及现代物流服务业务收入中堆存（仓储）业务增长尚不足以支撑货运收入的回落，预计公司 2024 年全年收入或将有所下降。

图表 2 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 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	76.90	43.54	10.16	120.74	52.10	5.61	112.15	50.67	7.26	25.83	72.56	7.32
房地产业务	60.04	33.99	15.08	74.28	32.05	14.29	72.14	32.59	17.38	3.50	9.83	6.72
建筑模块化业务	13.92	7.88	22.83	21.51	9.28	12.60	16.32	7.37	14.99	3.84	10.79	18.54

综合产城开发运营业务	24.79	14.03	21.14	14.37	6.20	37.55	19.58	8.85	33.71	2.12	5.96	33.90
其他业务	0.98	0.56	43.20	0.85	0.37	91.36	1.14	0.52	92.01	0.31	0.87	96.85
合 计	176.63	100.00	14.55	231.76	100.00	11.33	221.33	100.00	13.91	35.60	100.00	10.84

注：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

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，主要经营主体仍为南山控股子公司宝湾物流和公司子公司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

2023 年，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，园区可租面积继续增加，单位租金较稳定且出租率有所上升；宝湾物流客户质量整体较好且集中度较低，但在建及拟建物流园区项目较多，存在一定的资本支出压力。2024 年一季度，受当期新投入运营物流园出租率尚需培育未达到理想水平影响，宝湾物流整体出租率水平有所下降。

跟踪期内，宝湾物流仍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核心物流节点城市和北京及周边城市，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。2023 年，宝湾物流营业总收入保持增长，综合毛利率水平小幅增加。

图表 3 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月宝湾物流营业总收入及毛利率情况

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 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 (%)
堆存（仓储）业务	11.52	78.27	59.21	13.47	82.33	55.39	15.11	82.29	54.59	3.99	85.39	50.05
运输业务	1.30	8.83	3.37	1.36	8.31	3.79	1.42	7.74	2.55	0.32	6.85	2.64
办公租赁及代理业务	1.49	10.10	38.01	0.95	5.81	46.31	0.94	5.14	47.44	0.24	5.23	46.70
装卸业务	0.24	1.63	-8.27	0.38	2.32	-26.46	0.38	2.06	4.92	0.08	1.81	14.73
其他业务	0.17	1.17	83.66	0.20	1.22	85.30	0.51	2.78	96.45	0.03	0.72	92.23
合计	14.72	100.00	51.32	16.36	100.00	49.04	18.36	100.00	50.34	4.67	100.00	46.30

注：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

2023 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及土地面积虽有所下降但仍保持一定规模，2 个项目分别位于无锡和成都；新投入运营物流园规模小幅增长。截至 2024 年 3 月底，宝湾物流在中国超过 40 个经济热点城市拥有或管理超过 82 个现代化的物流园区。

图表 4 宝湾物流物流园获取和运营情况总表

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月
新获取物流园项目数量（个）	3	5	2	0
新获取物流园土地面积（亩）	668.00	667.80	309.00	0.00
本期新投入运营物流园数量（个）	11	7	4	2
本期新投入运营物流园可租面积（万平方米）	111.56	43.02	60.20	57.50
期末可租面积（万平方米）	491.31	534.33	594.53	652.03
期末出租率（%）	94.50	87.20	89.00	85.50
期末单位租金水平（元/平方米·月）	29.60	30.90	30.80	30.00

资料来源：公司提供

从单位租金水平看，截至 2023 年底，宝湾物流物流园区平均单位租金水平变化不大。从出租率看，截至 2023 年底，宝湾物流物流园整体出租率较上年增长 1.80 个百分点。除投运时间未满一年处于爬坡阶段项目的出租率尚未达到理想状态外，部分 2021 年投入运营的部分园区出租率也尚未达到理想水平，其中苏州太仓港原定位的润滑油市场受到新能源车市场冲击规模萎缩致园区内出租率水平不高；青山物流园区受道路规划建设影响招商工作进展较缓慢，出租率水平维持约 40%。截至 2024 年 3 月底，受部分园区收入运营时间较短影响，

宝湾物流物流园区整体出租率和租金水平平均小幅下降。考虑到宝湾物流物流园区期末可租面积将持续增加，且新建物流园区培育爬坡阶段较短，预计宝湾物流仓储物流业务收入有望继续增加，但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，需持续关注宝湾物流新投运园区出租率和租金水平。

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。2023 年，宝湾物流收入贡献前五大客户占总收入比重为 13.90%，宝湾物流客户分布较分散、集中风险较低。

截至 2024 年 3 月底，宝湾物流在建物流园 6 个，建筑面积（全口径）共 73.25 万平方米，主要布局于京津冀和长三角区域；在建及拟建物流园计划总投资 38.85 亿元，尚需投入资金 21.75 亿元。考虑到仓储物流园行业前期建设投入资金较大且收益回收周期较长，宝湾物流存在一定资本支出压力。

东方物流

2023 年，东方物流营业总收入同比有所下降，但净利润扭亏为盈。

跟踪期内，东方物流国内陆运干线运输和区域配送业务未发生重大变化。截至 2024 年 3 月底，东方物流在全国范围内设立了 39 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。东方物流通过降本增效、处置部分低效自有运输车辆应对环境变化，截至 2024 年 3 月底，东方物流拥有自有牵引车 500 台、半挂车 4235 辆、集装箱 4000 个、可控社会车辆 34000 辆。

2023 年，东方物流营业总收入同比下降 10.28%，主要系继续缩减毛利率较低的线下结算业务所致；东方物流净利润扭亏为盈，主要系成本费用有所下降所致。

图表 5 东方物流经营业绩情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	58.81	102.67	92.12	20.78
营业成本	59.09	104.79	93.92	21.20
毛利润	-0.28	-2.12	-1.80	-0.42
净利润	-0.82	-0.36	0.03	-0.03

资料来源：公司提供

（2）房地产业务

土地储备

跟踪期内，公司拿地规模有所下降，新增项目仍位于长三角；土地储备项目主要分布在国内重点一二线城市，区域布局较好。

公司房地产业务仍以自主开发为主，主要通过招拍挂拿地，项目业态包括住宅、商业等。2023 年公司土地储备新增扬州江都地块及上海南门地块，拿地均价有所下降。2024 年一季度，公司未获取土地储备。截至 2024 年 3 月底，公司全口径未开工土地储备总建筑面积 71.27 万平方米，主要分布于成都（占 31.51%）、武汉（占 25.79%）、南通（占 13.20%）、扬州（13.76%）及上海（占 11.20%）等主要城市，区域布局较好（详见附件 1-6）。此外，公司有权对赤湾 2.2 平方公里土地进行开发，截至 2024 年 3 月底，该片区赤湾地铁口综合体以及琅玥湾佳园处于在建开发状态。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。

图表 6 公司新增土地情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年
新增土地面积（万平方米）	49.33	9.62	10.01
新增建筑面积（万平方米）	140.52	18.07	17.79
土地成本（亿元）	84.09	38.30	22.69
拿地均价（万元/平方米）	0.60	2.12	1.31

注：拿地均价=土地成本/新增土地建筑面积

资料来源：公司提供

房地产开发

2023 年公司开发规模有所下降，在建项目尚需投资金额较大，面临一定资金支出压力。

2023 年，受拿地规模下降、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同比下降 44.44%，竣工面积虽有所下降但仍保持一定规模；期末房屋施工面积同比下降 13.44%至 82.45 万平方米。截至 2024 年 3 月底，公司主要在建房地产项目规划建筑面积总

计 180.67 万平方米，预计总投资为 265.23 亿元，尚需投资 73.85 亿元，在建项目尚需投资金额较大，面临一定资金支出压力。

图表 7 公司房地产开发主要指标（合并口径）（单位：万平方米）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
新开工面积	59.01	50.25	27.92	0.64
房屋竣工面积	30.96	69.01	40.72	0.00
期末施工面积	114.01	95.25	82.45	83.09

资料来源：公司提供

房产销售情况

受上海区域项目去化较快影响，2023 年公司签约销售金额和签约销售面积增幅明显，单个项目体量大易使公司地板板块经营表现波动性大。受上海区域可售住宅面积规模下降影响，预计 2024 年公司地产签约销售金额或有所下降。

2023 年，受上海嘉定菊园项目及上海闵行华漕项目去化较快影响，公司房地产签约面积同比增加 14.55 万平方米至 30.96 万平方米，签约销售金额同比增长 134.31%至 96.98 亿元，单个项目体量大易使公司地产板块经营表现波动性大。受房地产行业下行及区域经济景气度影响，公司武汉、东莞及都江堰等区域项目去化较慢。2024 年 1—3 月，公司签约销售金额为 4.44 亿元，同比下降 15.22 亿元，主要系 2023 年一季度小阳春销售去化规模较大所致。截至 2024 年 3 月底，公司全口径剩余可售面积 91.77 万平方米，其中已取得预售证的剩余可售住宅面积 37.55 万平方米，受上海区域可售住宅面积规模下降影响，预计 2024 年公司地产签约销售金额或有所下降。

图表 8 公司房地产销售情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
当期签约面积	38.55	16.41	30.96	2.44
签约销售金额	120.21	41.39	96.98	4.44
签约均价	3.12	2.52	3.13	1.82
期末剩余可售面积	26.03	49.12	38.50	37.55
当期结算面积	36.76	27.51	25.69	2.60
当期结算金额	60.04	74.28	72.14	3.50

注：表中数据采用并表口径，其中期末剩余可售面积为期末已取得预售证的剩余可售住宅面积
资料来源：公司提供

（3）综合产城开发运营业务

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，公司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，2023 年无新增土地储备。截至 2024 年 3 月底，公司产城业务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 121.20 万平方米。

图表 9 截至 2024 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	11.10	100%
项汉一体化科技园	滁州	工业厂房	10.10	12.18	76.50%
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%
武汉临空港宝湾科技园	武汉	工业厂房	4.85	3.10	100%
合计	--	--	123.83	121.20	--

资料来源：公司提供

公司在建综合产城开发运营项目主要采取自主开发模式，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 2024 年 3 月底，综合产城开发运营项目剩余投资额 46.14 亿元，公司未来面临一定支出压力。

截至 2024 年 3 月底，公司主要产城项目平均出租率达 67.99%，同比下降 20.21 个百分点，主要系南京浦口智芯科技港、武汉临空港宝湾科技园及重庆汽车公园建成投入使用或尚在培育期未达到理想水平所致。

图表 10 截至 2024 年 3 月底公司主要产城项目出租情况（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
岗集综合交通物流港	合肥	仓储物流、公路港	39.30	7.20	5.90	82%	100%
无锡车联网小镇	无锡	办公	6.71	4.01	2.38	59%	100%
南京浦口智芯科技港	南京	办公	6.51	0.83	0.00	0%	90%
武汉临空港宝湾科技园	武汉	工厂园区	4.19	2.44	0.88	36%	100%
重庆南山赛车运动物流服务基地	重庆	仓储	0.82	0.73	0.57	77%	100%
重庆南山新能源交付中心	重庆	仓储	2.53	2.42	0.33	14%	100%
新都产业园	成都	工业园区	19.85	10.80	10.80	100%	100%
西安智造园	西安	工业园区	7.07	3.04	3.04	100%	100%
德阳科技园（一期+二期）	德阳	工业园区	27.55	6.15	5.32	87%	100%
合肥宝湾国际	合肥	仓储	21.32	21.32	17.72	83%	100%
合肥宝湾国际	合肥	商业	15.32	15.32	3.55	23%	100%
合计			151.17	74.26	50.49	67.99%	--

资料来源：公司提供

（4）建筑模块化业务

2023 年，受导管架收入及集成房屋业务收入规模下降影响，公司建筑模块化业务收入有所下降。

2023 年，公司建筑模块化业务仍主要为集成房屋业务、船舶舱室业务和海上风电业务。公司集成房屋业务主要采用直销模式进行销售，经营主体主要为深圳雅致集成房屋有限公司和常熟雅致模块化建筑有限公司，2023 年公司集成房屋业务收入 3.87 亿元，同比下降 44.13%，净利润-0.25 亿元；集成房屋行业进入门槛较低且国内行业竞争较为激烈，预计未来扭亏难度仍较大。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，经营主体主要为华南建材（深圳）有限公司（以下简称“华南建材”）。华南建材是中国重要的船舶耐火舱室提供商之一，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。2023 年，公司船舶舱室业务收入 3.66 亿元，毛利润¹0.02 亿元，同比下降 0.36 亿元。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，其经营主体为深圳赤湾胜宝旺工程有限公司，2023 年，公司海上风电业务收入 7.55 亿元，毛利润 1.10 亿元，受项目结转影响，导管架业务收入小幅下降。

（5）经营效率

2023 年公司整体经营效率指标保持较高水平。

从经营效率指标看，2023 年，公司存货周转次数和总资产周转次数分别为 0.81 次和 0.26 次，同比变动幅度不大。

3 未来发展

公司计划在现有业务基础上推动转型升级，但需关注公司扩张过程中可能发生的经营及财务风险。

公司将着重围绕现有战略格局，整合排布资源，着力打造四大战略业务平台；公司将加快业务转型，探索搭建持有型物业平台，推动地产业务跨越周期；优化产业生态，做优做强数字物流平台，带动物流业务转型升级；着力提档升级，增强制造业平台引领能力，为公司高质量发展提供产业支撑；加快产业布局，谋划设立新能源业务平台，着力打造公司发展第二曲线；坚守宗旨定位，切实提升专业能力水平，推动资管金融更好服务主业。

¹ 毛利润=营业收入-营业成本

（四）财务方面

公司提供了 2023 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 2024 年一季度财务报表未经审计。

1 资本质量

跟踪期内，公司资产总额小幅增加，资产构成仍以流动资产为主，但受物流园区持续由存货转为投资性房地产影响，流动资产占比继续下降。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，具有一定增值空间；公司货币资金规模尚可，资产受限程度低，整体资产质量较好。

截至 2023 年底，公司合并资产总额较上年底增长 3.15%，主要系货币资金及投资性房地产增加所致；公司资产以流动资产为主。但受物流园区业务处于建设期，持续由存货转为投资性房地产影响，公司流动资产占比继续下降。

图表 11 • 公司主要资产构成情况

项目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 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	531.68	60.24	485.05	56.83	475.92	54.06	458.70	53.09
货币资金	159.60	18.08	135.44	15.87	149.08	16.93	123.36	14.28
存货	223.50	25.32	242.06	28.36	228.12	25.91	229.71	26.59
非流动资产	350.88	39.76	368.41	43.17	404.47	45.94	405.26	46.91
长期股权投资	45.59	5.17	49.44	5.79	45.27	5.14	45.44	5.26
投资性房地产	87.01	9.86	109.28	12.80	145.48	16.53	144.30	16.70
固定资产（合计）	59.51	6.74	62.48	7.32	67.65	7.68	66.39	7.68
在建工程（合计）	60.30	6.83	56.25	6.59	49.47	5.62	52.76	6.11
无形资产	63.74	7.22	69.61	8.16	66.64	7.57	66.66	7.72
资产总额	882.56	100.00	853.46	100.00	880.38	100.00	863.96	100.00

注：上表中各科目的占比为在资产总额中的占比
资料来源：公司财务报告、联合资信整理

截至 2023 年底，公司货币资金规模有所增加，主要系公司销售回款增加所致。公司货币资金受限比例为 5.15%，主要为质押存单以及各种保证金等。截至 2023 年底，公司存货规模较上年底下降 5.76%，主要由开发产品（占 22.43%）和开发成本（占 76.49%）构成；公司存货累计计提跌价准备比例为 2.68%，计提比例较低，考虑到房地产行业仍处于深度调整阶段，存在一定的跌价风险。截至 2023 年底，公司长期股权投资规模较上年底下降 8.42%，主要系深圳市赤湾房地产开发有限公司宣告发放现金股利 8.95 亿元所致。公司投资性房地产较上年底增加 36.21 亿元，主要系建成物流园转入所致。公司固定资产主要由房屋建筑物（占 82.63%）、机械设备（占 6.82%）及汽车运输设备（占 5.91%）构成，成新率为 70.74%，成新率尚可。截至 2023 年底，公司受限资产占总资产的比重为 11.54%，受限比例低。

图表 12 • 截至 2024 年 3 月底公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	受限金额	占总资产比例	受限原因
货币资金	9.25	1.07%	主要包括工程保证金、履约保证金、质押存单以及存放央行存款保证金
投资性房地产	36.77	4.26%	投资性房地产用于抵押取得银行借款
固定资产	13.98	1.62%	固定资产用于抵押取得银行借款
无形资产	12.85	1.49%	土地使用权用于抵押取得银行借款
存货	26.37	3.05%	房地产开发成本用于抵押取得银行借款
在建工程	0.44	0.05%	在建工程用于抵押取得银行借款
合计	99.67	11.54%	--

资料来源：公司提供

截至 2024 年 3 月底，公司资产规模较上年底下降 1.86%，主要系货币资金规模下降 25.71 亿元所致；资产构成较上年底变化不大。

2 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，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 2023 年底，公司所有者权益 263.63 亿元，较上年底增长 1.27%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 73.76%，少数股东权益占比为 26.24%。在所有者权益中，股本、其他权益工具、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 6.83%、14.03%、10.58%、6.05%和 36.12%。所有者权益结构稳定性一般。

截至 2024 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

跟踪期内，公司负债总额波动增加，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，但债券到期时间较为集中，公司整体债务负担较重。

图表 13 • 公司主要负债情况

项目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 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	369.31	58.57	305.29	51.47	351.44	56.98	328.46	54.67
应付账款	48.43	7.68	50.81	8.57	58.35	9.46	43.65	7.26
其他应付款（合计）	72.73	11.54	68.95	11.62	55.84	9.05	53.91	8.97
一年内到期的非流动负债	76.15	12.08	61.55	10.38	127.60	20.69	125.72	20.92
合同负债	102.90	16.32	72.59	12.24	83.25	13.50	83.65	13.92
非流动负债	261.22	41.43	287.85	48.53	265.32	43.02	272.38	45.33
长期借款	157.15	24.92	184.05	31.03	205.66	33.34	241.01	40.11
应付债券	85.95	13.63	86.96	14.66	46.00	7.46	17.79	2.96
负债总额	630.52	100.00	593.15	100.00	616.76	100.00	600.84	100.00

注：占比指占负债总额的比例
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2023 年底，公司负债规模较上年底增长 3.98%，负债结构相对均衡。截至 2023 年底，公司应付账款较上年底增长 14.85%，主要系公司应付地价款增加所致，账龄以 1 年以内为主，无账龄超过 1 年或逾期的重要应付账款。公司其他应付款较上年底下降 19.01%，主要系关联方往来款规模下降所致。公司一年内到期的非流动负债较上年底大幅增加 66.05 亿元，主要系一年内到期的应付债券和长期借款转入所致。公司合同负债规模有所增加，主要系房地产销售合同规模增加所致。截至 2023 年底，公司长期借款中信用借款占 42.36%，长期借款利率区间为 2.40%~4.90%。公司应付债券较上年底大幅下降 47.10%，主要系转入一年内到期的非流动负债及公司偿还部分公司债券及 CMBN 所致。

有息债务方面，截至 2023 年底，公司全部债务规模较上年底增长 5.12%至 385.60 亿元。债务期限结构方面，截至 2023 年底，公司短期债务占 34.68%，长期债务占 65.32%。从债务指标来看，截至 2023 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上年底分别上升 0.56 个百分点、上升 0.90 个百分点和下降 2.19 个百分点。如将永续债调入长期债务，截至 2023 年底，公司全部债务增至 422.60 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和和长期债务资本化比率分别为 74.26%、65.09%和 56.04%，债务负担较重。

图表 14 • 截至 2024 年 3 月底公司债务期限结构情况（单位：亿元）

项目	1 年以内	1~2 年	2~5 年	5 年及以后	合计
短期借款	1.60	--	--	--	1.60
一年内到期的非流动负债	125.29	--	--	--	125.29
长期借款	--	47.12	111.50	82.38	241.01

应付债券	--	17.79	--	--	17.79
租赁负债	--	0.02	--	--	0.02
合计	126.89	64.93	111.50	82.38	385.71

注：上表期限分布数据以审计报告相关科目数据为准，不包含应付票据、租赁负债以及融资租赁摊销部分利息，故与前述全部债务存在小幅偏差
 资料来源：公司提供

截至本报告出具日，公司本部存续债券 93.00 亿元。其中，公司 2024 年到期债券合计金额 10.00 亿元，2025 年到期债券金额 63.00 亿元，存在一定的集中兑付压力。

图表 15 • 截至报告出具日公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额（亿元）
21 南山开发 MTN004	2024-08-05（永续债赎回行权日）	5.00
19 南集 01	2024-08-26	5.00
22 南山开发 MTN001	2025-02-23	10.00
20 南山开发 MTN001	2025-03-11	11.00
22 南山开发 MTN002	2025-04-11（永续债赎回行权日）	5.00
23 南山开发 MTN001	2025-06-21（永续债赎回行权日）	10.00
23 南山开发 MTN002	2025-07-14（永续债赎回行权日）	7.00
22 南山开发 MTN003	2025-07-22	10.00
22 南山开发 MTN004	2025-08-25（永续债赎回行权日）	10.00
24 南山开发 MTN001A	2027-06-05	5.00
24 南集 01	2027-06-13	5.00
24 南山开发 MTN001B	2029-06-05	5.00
24 南集 02	2029-06-13	5.00
合计	--	93.00

资料来源：Wind

截至 2024 年 3 月底，公司负债总额较上年底下降 2.58%，主要系公司偿还部分公司债券所致，负债结构较上年底变化不大。如将永续债调入长期债务，公司全部债务金额为 423.81 亿元，全部债务资本化比率为 65.21%，债务负担仍较重。

3 盈利能力

2023 年，公司营业总收入及利润总额均小幅下降；公司资产减值损失有所增加，但盈利能力水平仍有所增强。

公司营业总收入分析详见经营概况。2023 年，公司利润总额同比下降 5.92%，主要系地产板块资产减值损失规模增加及投资收益下降所致。

从期间费用看，2023 年，公司费用总额为 20.61 亿元，同比下降 19.24%，主要系公司降本增效及根据公司薪酬政策对未实现业绩激励部分冲减致管理费用下降所致。2023 年，公司实现投资收益 7.84 亿元，同比下降 42.95%，主要系股权处置规模减少所致。2023 年，公司投资收益占营业利润比例为 65.12%，投资收益对营业利润影响很大且主要来源于对合联营企业投资收益，具有一定的可持续性。2023 年，公司实现其他收益 4.94 亿元，同比下降 9.15%，主要系政府补助减少所致；公司资产减值损失 5.49 亿元，同比增加 3.84 亿元，主要系地产板块存货跌价损失大幅增加所致。

盈利指标方面，2023 年，公司营业利润率、总资产收益率及净资产收益率同比均有所上升，盈利能力有所增强。

图表 16 公司盈利能力变化情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
投资收益（亿元）	24.58	13.73	7.84	0.28
其他收益（亿元）	2.42	5.44	4.94	1.10
营业利润率（%）	12.46	10.04	10.65	8.16
总资产报酬率（%）	4.80	2.91	3.02	--
净资产收益率（%）	7.64	3.24	3.66	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年 1—3 月，公司营业总收入 35.60 亿元，同比下降 51.79%，主要系 2023 年一季度房地产业务结转规模相对较大所致；公司利润总额 0.03 亿元。

4 现金流

2023 年，公司经营活动现金净额由净流出转为净流入；投资活动及筹资活动现金流均为净流出。随着公司房地产、物流园和产城建设项目的持续推进，公司仍有一定融资需求。

从经营活动来看，2023 年，公司经营活动现金流入规模同比增长 12.67%，主要系销售回款增加所致；经营活动现金流出同比下降 20.10%，主要系东方物流运营支出缩减及公司拿地和建安支出下降所致，经营活动现金流净额由净流出转为净流入。

从投资活动方面，公司 2023 年投资活动现金流入流出主要为地产合作方往来款、地价款及物流园的建设投资。2023 年，公司投资活动现金流入同比下降 71.95%，主要系 2022 年公司赎回银行理财产品和处置腾龙两江（重庆）科技有限公司股权致当年投资活动现金流入量规模较大所致；投资活动现金流出规模同比下降 17.61%，主要系地产板块合作项目往来款有所下降叠加宝湾物流回购资产支持专项计划下属子公司股权及债权所致。2023 年，公司投资活动现金流保持净流出且流出规模大幅增加。

从筹资活动来看，2023 年，公司筹资活动现金流入及现金流出均有所下降，公司筹资活动现金流由净流入转为小幅净流出。

2024 年 1—3 月，公司经营活动现金由净流入转为净流出，主要系公司支付 2023 年获取土地储备的部分地价款所致，投资活动现金及筹资活动现金仍为净流出。考虑到公司未来建设投资所需资金量较大，公司仍有一定融资需求。

图表 17 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	267.74	244.33	275.29	44.41
经营活动现金流出小计	229.42	271.68	217.07	59.66
经营活动现金流量净额	38.33	-27.35	58.22	-15.25
投资活动现金流入小计	27.75	65.22	18.30	4.15
投资活动现金流出小计	138.85	68.61	56.52	15.24
投资活动现金流量净额	-111.10	-3.38	-38.23	-11.09
筹资活动前现金流量净额	-72.78	-30.74	19.99	-26.34
筹资活动现金流入小计	322.79	219.26	159.66	48.53
筹资活动现金流出小计	210.72	216.45	167.31	49.56
筹资活动现金流量净额	112.07	2.81	-7.64	-1.03

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5 偿债指标

跟踪期内，公司长短期偿债指标表现均较好，融资渠道通畅。

图表 18 • 公司偿债指标

项目	项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	143.97	158.88	135.42	139.65
	速动比率（%）	83.45	79.59	70.51	69.71
	经营现金流动负债比（%）	10.38	-8.96	16.57	--
	现金短期债务比（倍）	1.62	1.51	1.19	1.06
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	46.33	34.14	34.21	--
	全部债务/EBITDA（倍）	7.66	10.74	11.27	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.90	2.16	2.29	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同；“--”表示指标不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

从短期偿债指标看，截至 2023 年底，公司流动比率和速动比率分别较上年底下降 23.46 个百分点和 9.08 个百分点，主要系存货规模下降、合同负债及一年内到期的债务规模增幅较大所致，流动资产对流动负债的保障程度仍属尚可；跟踪期内，公司现金短期债务比有所下降。整体看，公司短期偿债指标表现仍较好。

从长期偿债指标看，2023 年，公司 EBITDA 对利息的保障能力仍较强、对债务本金的保障能力一般。考虑到公司在行业地位、多元化经营规模和股东背景等因素，公司整体偿债指标表现较好。

银行授信方面，截至 2024 年 3 月底，公司已获金融机构授信额度为 1010.83 亿元，尚未使用授信额度为 654.18 亿元，公司间接融资渠道通畅。

对外担保方面，截至 2024 年 3 月底，公司实际对外担保金额为 15.98 亿元，均为对合联营企业的担保。

未决诉讼方面，截至 2024 年 3 月底，公司无重大未决诉讼和仲裁案件。

6 公司本部财务分析

公司本部主要承担管理及对外融资职能，资产构成主要为货币资金、银行理财、对下属子公司的应收贷款和委托贷款以及持有的子公司股权，受资金归集影响，公司本部持有的货币资金规模较大。公司本部负债水平一般，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，同时也承担部分对外融资功能。截至 2023 年底，公司本部资产总额 305.29 亿元，所有者权益 140.10 亿元，整体资本实力较强，公司本部所有者权益中含 37.00 亿元永续中期票据。公司本部资产构成主要为货币资金、银行理财、对下属子公司的应收贷款以及持有的子公司股权，持有的货币资金规模较大，截至 2023 年底，公司本部货币资金为 103.59 亿元。截至 2023 年底，公司本部债务负担适中，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 54.11%和 51.73%。

（五）ESG 方面

公司治理结构较优，内控制度完善，且持续注重环保投入。整体来看，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营和信用风险无负面影响。

环境方面，公司把加强生态环境保护作为企业转变发展方式、不断加大环保投入、强化内部环保管控，推进公司生态环境保护工作，以高标准管理促进公司高质量发展。公司旗下宝湾物流通过推广绿色建筑、开展绿色认证、应用太阳能集热系统、打造数智化综合管控平台等 ESG 解决方案，为客户提供一站式解决方案，全年共取得 6 个园区绿色仓库一级认证和 1 个园区银级 LEED 认证，上海宝山宝湾、苏州太仓宝湾屋顶分布式光伏项目成功实现并网发电，天津滨港宝湾光伏项目已取得电力接入方案批复。

社会责任方面，截至 2024 年 3 月底，公司解决就业 5835 人，员工构成多元化且保持稳定，公司构建了较为完善的人才培养机制，持续推进人才培养与储备项目，通过轮岗学习和双导师制个性化辅导培养模式，并持续完善学习型组织建设；公司坚持多渠道及多形式向客户传递公司内在核心价值，形成市场前瞻思维与公司发展战略的良性互动。

公司治理方面，公司已建立了完善的公司治理架构，各治理主体权责清晰、协调运转；公司建立了健全的内控体系，对生产经营过程中的风险能够做到有效识别、防范和处理。

七、外部支持

1 支持能力

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。

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

公司股东在项目获取等方面为公司提供了大力支持。

截至 2023 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，该部分土地储备系公司在深圳投控协调下获取。

八、债券偿还能力分析

截至 2024 年 3 月底，公司存续债券合计金额 93.00 亿元，其中存续期永续债 37.00 亿元。以 2023 年的财务数据为基础，公司 2023 年经营活动现金流入量对长期债务的保障能力较好；2023 年经营活动现金净流量对长期债务的保障能力一般，EBITDA 对长期债务的保障能力尚可。

图表 19 • 公司存续债券偿还能力指标

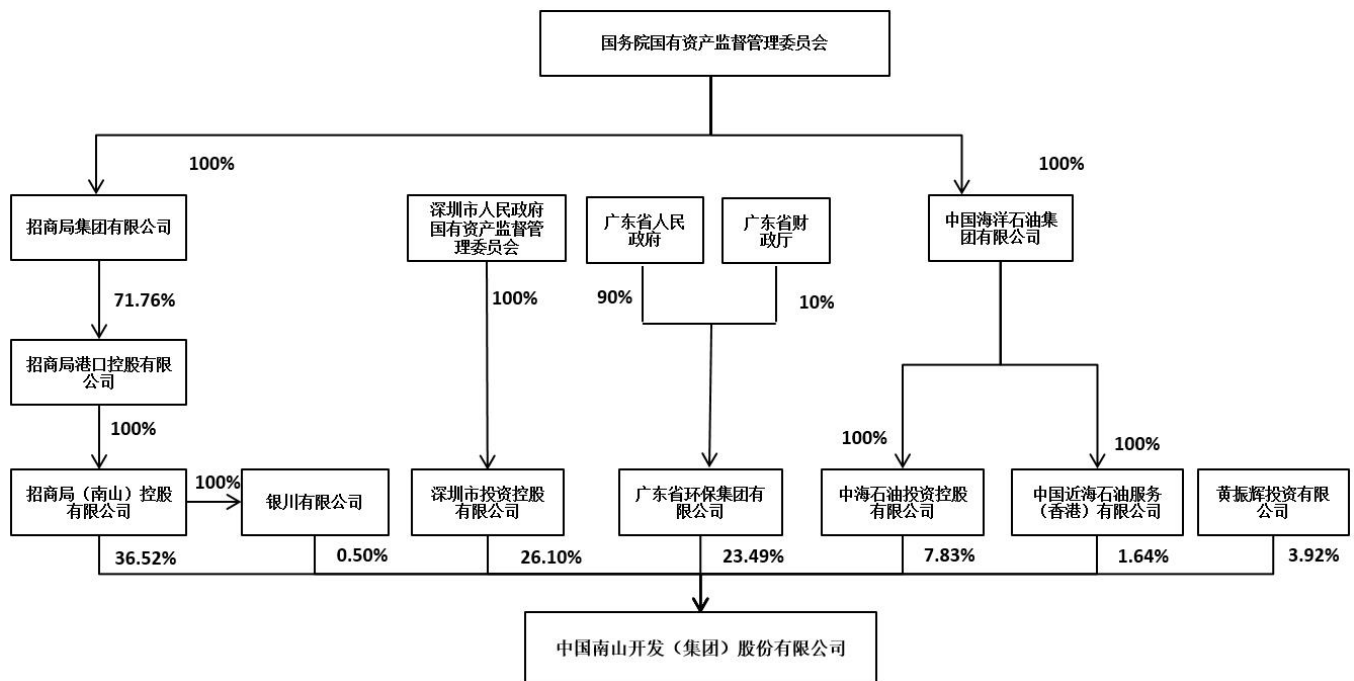
项目	2023 年
长期债务*（亿元）	251.87
经营现金流入/长期债务（倍）	1.09
经营现金/长期债务（倍）	0.23
长期债务/EBITDA（倍）	7.36

注：1. 上表中的长期债务为将永续债计入后的金额，经营现金指经营活动现金流量净额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用上年度数据
 资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

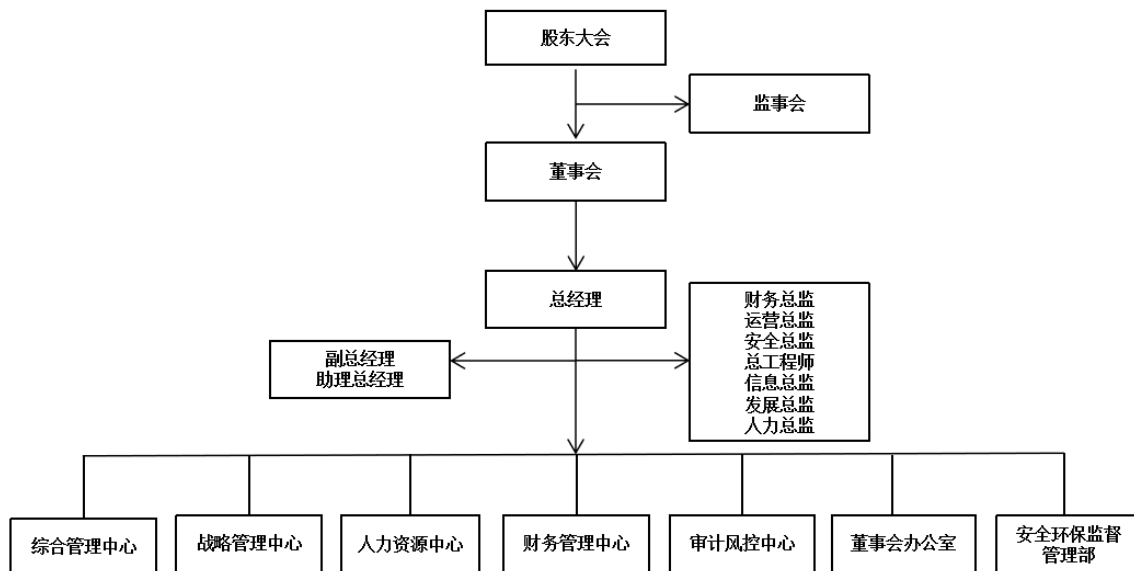
九、跟踪评级结论

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主体长期信用等级为 AAA，维持“21 南山开发 MTN004”“22 南山开发 MTN001”“22 南山开发 MTN002”及“22 南山开发 MTN003”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

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 100000.00				60.00	27.38
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 2024 年 3 月底公司在建物流园区情况

项目名称	建筑面积 (万平方米)	预计总投资 (亿元)	截至 2024 年 3 月末 累计已投资 (亿元)	预计投入运营期
合肥和诚项目	20.50	5.93	3.63	2024 年 12 月
北京文投宝湾	12.71	14.90	8.59	2025 年 5 月
张家港项目	8.07	2.70	1.68	2024 年 9 月
台州临海项目	18.82	7.24	1.50	2026 年 8 月
廊坊信达项目	11.11	3.98	1.29	2025 年 11 月
天津武清项目	2.04	0.80	0.36	2025 年 1 月
合计	73.25	35.55	17.05	--

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 2024 年 3 月底公司拟建物流园区情况

名称	占地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	预计总投资 (亿元)	预计建设期	预计投入运营期
苏州雅致项目	4.40	8.60	3.30	2024 年 9 月至 2026 年 8 月	2026 年 9 月
合计	4.40	8.60	3.30	--	--

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 2024 年 3 月底公司未开工土地储备情况

序号	地块名称	地理位置	取得时间	出让金总额 (万平方米)	土地面积 (万平方米)	权益面积 (万平方米)	剩余未开发 计容建筑面 积 (万平方米)	拟建项目类 别
1	长沙十里天池	长沙	2012 年	7.31	2.70	2.70	1.40	住宅、商业
2	南通南山国际社区	南通	2013 年	2.51	1.26	1.26	2.99	商业
3	合肥三食六巷	合肥	2015 年	0.85	2.30	2.30	1.83	商业
4	武汉光谷自贸港	武汉	2016 年	2.23	1.31	0.90	3.77	厂房
5	南通湾玺壹号	南通	2021 年	3.69	3.38	3.38	6.42	住宅
6	武汉悦时光	武汉	2021 年	5.51	6.18	6.18	14.61	住宅、商业
7	都江堰观山樾	成都	2021 年	6.77	2.27	2.04	2.42	住宅
8	都江堰南山府	成都	2021 年	17.87	1.70	1.19	10.98	住宅
9	成都四河	成都	2021 年	3.13	4.39	4.39	9.06	住宅、商业
10	扬州江都项目	扬州	2023 年	4.69	6.54	6.54	9.81	住宅、商业
11	上海南门项目	上海	2023 年	18.00	3.47	3.47	7.98	住宅
合计				72.56	35.5	34.35	71.27	--

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	178.78	143.50	158.53	135.32
应收账款（亿元）	14.26	16.33	13.58	14.01
其他应收款（合计）（亿元）	62.60	44.41	39.30	40.28
存货（亿元）	223.50	242.06	228.12	229.71
长期股权投资（亿元）	45.59	49.44	45.27	45.44
固定资产（亿元）	59.51	62.48	67.65	66.39
在建工程（亿元）	60.30	56.25	49.47	52.76
资产总额（亿元）	882.56	853.46	880.38	863.96
股本（亿元）	18.00	18.00	18.00	18.00
少数股东权益（亿元）	73.95	75.89	69.17	69.08
所有者权益（亿元）	252.04	260.31	263.63	263.13
短期债务（亿元）	110.57	95.30	133.73	127.76
长期债务（亿元）	244.21	271.51	251.87	259.04
全部债务（亿元）	354.77	366.81	385.60	386.81
营业总收入（亿元）	176.63	231.76	221.33	35.60
营业成本（亿元）	150.92	205.49	190.55	31.74
其他收益（亿元）	2.42	5.44	4.94	1.10
利润总额（亿元）	26.98	13.25	12.46	0.03
EBITDA（亿元）	46.33	34.14	34.21	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	254.89	213.20	253.67	40.68
经营活动现金流入小计（亿元）	267.74	244.33	275.29	44.41
经营活动现金流量净额（亿元）	38.33	-27.35	58.22	-15.25
投资活动现金流量净额（亿元）	-111.10	-3.38	-38.23	-11.09
筹资活动现金流量净额（亿元）	112.07	2.81	-7.64	-1.03
财务指标				
销售债权周转次数（次）	9.40	13.38	13.49	--
存货周转次数（次）	0.69	0.88	0.81	--
总资产周转次数（次）	0.23	0.27	0.26	--
现金收入比（%）	144.31	91.99	114.61	114.27
营业利润率（%）	12.46	10.04	10.65	8.16
总资本收益率（%）	4.80	2.91	3.02	--
净资产收益率（%）	7.64	3.24	3.66	--
长期债务资本化比率（%）	49.21	51.05	48.86	49.61
全部债务资本化比率（%）	58.47	58.49	59.39	59.51
资产负债率（%）	71.44	69.50	70.06	69.54
流动比率（%）	143.97	158.88	135.42	139.65
速动比率（%）	83.45	79.59	70.51	69.71
经营现金流动负债比（%）	10.38	-8.96	16.57	--
现金短期债务比（倍）	1.62	1.51	1.19	1.06
EBITDA 利息倍数（倍）	2.90	2.16	2.29	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.66	10.74	11.27	--

注：1.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 2021—2023 年末合并口径其他应付款及其他流动负债中的有息部分计入短期债务，长期应付款的有息部分计入长期债务；3.公司 2021—2023 年财务数据均为期末数据；4.“--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	87.94	97.77	108.11	102.72
应收账款（亿元）	0.14	0.11	0.10	0.26
其他应收款（亿元）	3.10	4.52	2.94	6.42
存货（亿元）	1.69	1.72	1.73	1.73
长期股权投资（亿元）	75.96	81.12	82.02	82.02
固定资产（亿元）	4.49	2.55	2.14	2.11
在建工程（亿元）	0.24	0.12	0.13	0.13
资产总额（亿元）	294.56	299.84	305.29	304.98
股本（亿元）	18.00	18.00	18.00	18.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	130.77	132.75	140.10	140.42
短期债务（亿元）	24.03	8.74	57.84	74.61
长期债务（亿元）	105.75	125.01	92.32	77.78
全部债务（亿元）	129.77	133.75	150.16	152.39
营业总收入（亿元）	12.05	3.08	3.11	0.74
营业成本（亿元）	1.63	0.78	0.52	0.12
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	19.21	1.99	4.44	0.42
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	13.84	2.83	2.88	0.50
经营活动现金流入小计（亿元）	16.43	5.38	6.06	1.62
经营活动现金流量净额（亿元）	9.19	-1.69	2.72	0.52
投资活动现金流量净额（亿元）	6.87	15.78	3.61	-6.22
筹资活动现金流量净额（亿元）	2.62	14.09	-0.52	-2.03
财务指标				
销售债权周转次数（次）	15.01	24.50	28.85	--
存货周转次数（次）	1.03	0.45	0.30	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	114.88	92.12	92.64	67.52
营业利润率（%）	84.71	69.94	77.33	79.97
总资本收益率（%）	8.40	2.63	3.02	--
净资产收益率（%）	12.08	1.18	2.50	--
长期债务资本化比率（%）	44.71	48.50	39.72	35.65
全部债务资本化比率（%）	49.81	50.19	51.73	52.04
资产负债率（%）	55.61	55.73	54.11	53.96
流动比率（%）	312.51	488.88	270.66	222.18
速动比率（%）	309.21	484.07	268.07	220.04
经营现金流动负债比（%）	17.89	-4.73	4.06	--
现金短期债务比（倍）	3.66	11.19	1.87	1.38
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

注：1.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.公司本部 2021—2023 年财务数据均为期末数据；4.“/”表示数据无意义；“--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

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	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) /营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流负债比	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