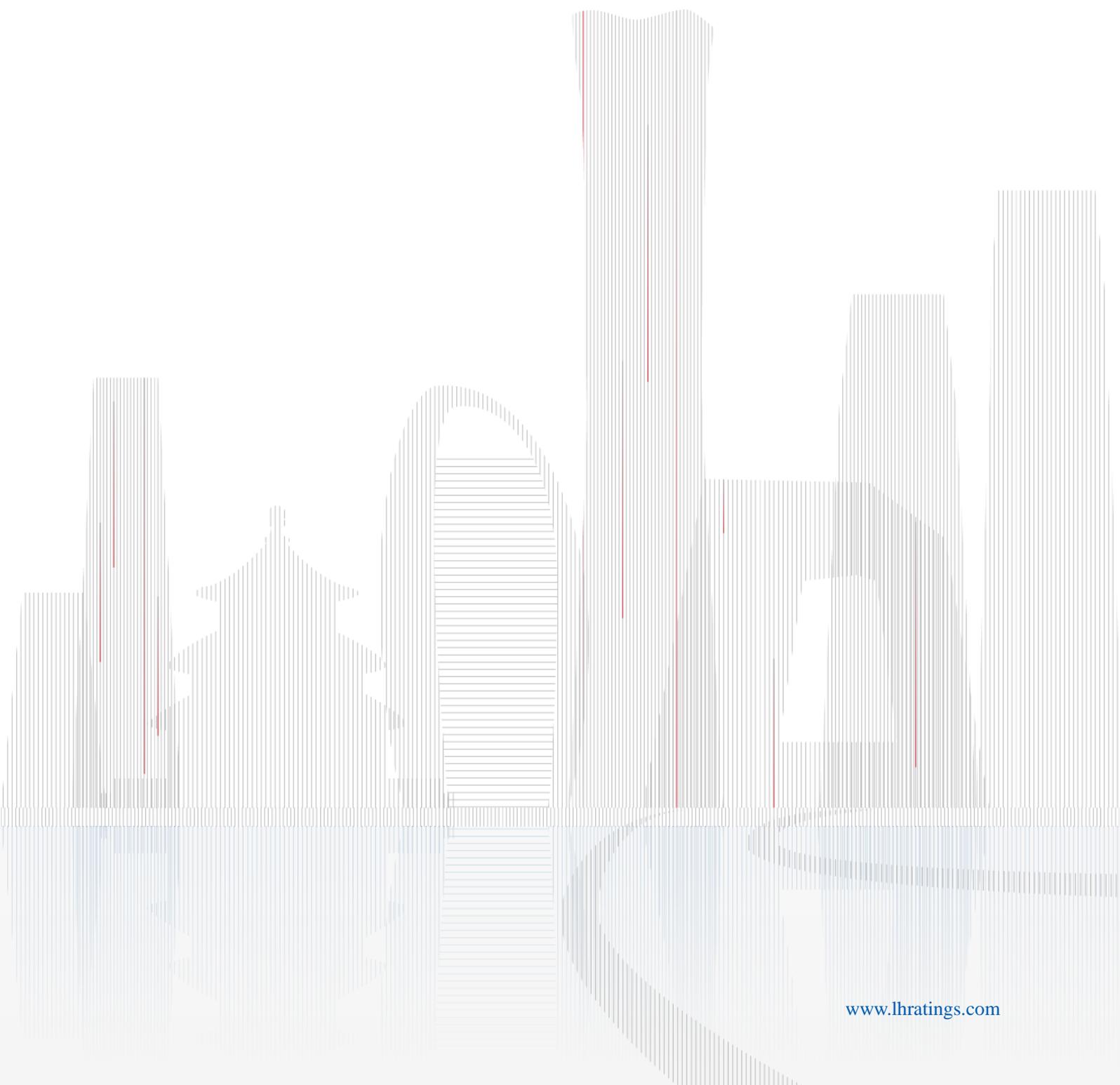


中国南山开发（集团）股份有限公司

2025 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〔2025〕6888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“22 南山开发 MTN003”“25 南山开发 MTN001”和“25 南山开发 MTN002”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

二〇二五年七月二十一日

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。

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

2025 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	
22 南山开发 MTN003			2025/07/21
25 南山开发 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	
25 南山开发 MTN002			

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中央国有企业，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。2024 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，但物流园区业务回报周期较长且行业竞争加剧，在建项目仍需持续投入；公司房地产业务主要位于一二线城市，受市场景气度影响，非一线城市项目去化及盈利承压，公司无新增拿地，销售规模同比下降；产城开发运营项目周期较长且受区域市场景气度影响较大，面临一定的投资支出压力及去化风险；制造业板块业绩表现整体平稳。财务方面，随着房地产板块毛利率下降及计提较大规模的减值损失，2024 年公司利润总额亏损；公司债务负担较重，跟踪期内债务期限结构有较大改善，融资渠道畅通。公司股东背景很强，股东支持力度大。综合评估，公司信用风险极低。

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。2024 年公司被纳入招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）管理体系后，在业务协同方面有望获得股东大力度的支持。

评级展望

在仓储物流行业竞争加剧以及房地产市场尚未止跌企稳的环境下，公司项目去化及盈利能力仍将承压，较大规模的在建项目将导致一定的资金支出压力。预计 2025 年一线城市项目销售将对公司业绩形成一定支撑，公司盈利状况有望同比改善但仍将承压。得益于公司综合实力及股东背景，公司融资渠道预计将保持畅通，公司将维持很强的债务保障能力。公司评级展望为稳定。

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

- **公司股东背景多元且均实力很强，股东支持力度大。**截至 2025 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、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，股东实力很强。公司在资源获取、业务协同等方面可以获得各方股东支持。2024 年招商局集团将公司纳入其管理体系，将公司视同二级公司进行管理，后续公司在业务协同方面有望获得招商局集团更大力度的支持。
- **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。**2024 年公司运营物流园区面积进一步增加，具备规模优势，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。
- **公司未使用授信额度规模较大，融资渠道畅通。**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 2025 年 3 月底公司未使用的银行授信 568.33 亿元，公司融资渠道畅通。

关注

- **物流园区回报周期较长且在目前经济环境下面临租金下降风险。**截至 2025 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，考虑到仓储物流市场增速放缓、高标仓新增供给仍在高位，物流园区回报周期较长且在目前经济环境下面临租金下降风险。
- **房地产行业景气度低迷，公司房地产板块面临去化压力。**2024 年房地产市场尚未止跌企稳且公司上海可售住宅面积下降，公司房地产板块签约销售金额同比下降幅度较大。2025 年一季度深圳项目销售带动公司签约销售金额增长，但非一线城市项目仍面临较大的去化压力。
- **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 2025 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尚需投资金额较大，面临一定资金支出压力。同期末，公司全部债务 385.75 亿元，全部债务资本化比率 60.79%，加之公司永续债余额 40.00 亿元，公司债务负担较重。
- **2024 年公司利润总额亏损，2025 年盈利状况有望同比改善但仍将承压。**2024 年公司房地产板块毛利率下降且计提较大规模减值损失，公司利润总额亏损 10.05 亿元。2025 年一线城市项目销售结转有望带动盈利状况同比改善，但房地产板块盈利能力仍将承压。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

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

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	F3	现金流	资产质量	3
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
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				+3
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明: 由于盈利能力得分由 2 下降至 4、偿债能力得分由 2 下降至 3, 公司指示评级由上次评级的 aa 变动为 aa⁻; 公司个体调整因素不变; 公司个体信用等级由 aa 下调为 aa⁻。

外部支持变动说明: 外部支持调整因素仍为股东支持, 调整幅度由上次评级的 2 个子级增加为 3 个子级。公司外部支持子级及调整是联合资信结合其个体信用状况, 并根据外部支持能力和支持可能性所确定的。

评级模型使用说明: 评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

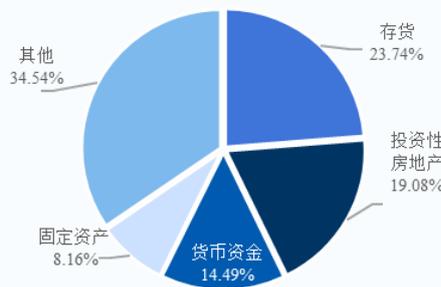
主要财务数据

合并口径				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年3月
现金类资产(亿元)	143.50	158.53	132.91	127.03
资产总额(亿元)	853.46	880.38	833.86	808.67
所有者权益(亿元)	260.31	263.63	245.81	248.82
短期债务(亿元)	95.30	133.73	85.17	76.47
长期债务(亿元)	271.51	251.87	301.62	309.28
全部债务(亿元)	366.81	385.60	386.80	385.75
营业总收入(亿元)	231.76	221.33	211.78	71.44
利润总额(亿元)	13.25	12.46	-10.05	5.04
EBITDA(亿元)	34.14	34.21	12.84	--
经营性净现金流(亿元)	-27.35	58.22	7.43	8.15
营业利润率(%)	10.04	10.65	6.23	11.56
净资产收益率(%)	3.24	3.66	-5.77	--
资产负债率(%)	69.50	70.06	70.52	69.23
全部债务资本化比率(%)	58.49	59.39	61.14	60.79
流动比率(%)	158.88	135.42	151.96	163.28
经营现金流动负债比(%)	-8.96	16.57	2.72	--
现金短期债务比(倍)	1.51	1.19	1.56	1.66
EBITDA 利息倍数(倍)	2.16	2.29	1.02	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.74	11.27	30.13	--

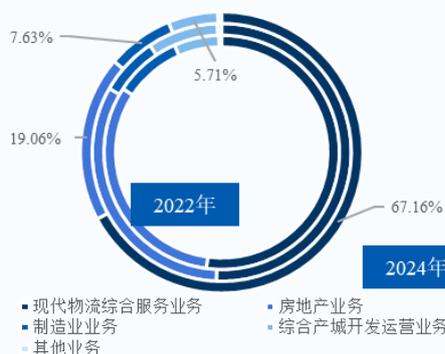
公司本部口径				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年3月
资产总额(亿元)	299.84	305.29	307.11	306.97
所有者权益(亿元)	132.75	140.10	142.77	143.33
全部债务(亿元)	133.75	150.16	148.46	147.98
营业总收入(亿元)	3.08	3.11	7.38	0.80
利润总额(亿元)	1.99	4.44	3.83	0.73
资产负债率(%)	55.73	54.11	53.51	53.31
全部债务资本化比率(%)	50.19	51.73	50.98	50.80

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 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. 合并口径其他流动负债中的有息部分计入短期债务; 4. 公司 2025 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: 联合资信根据公司审计报告及 2025 年一季度财务报表整理

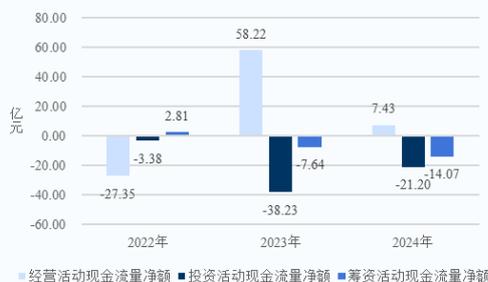
2024 年底公司资产构成



2022-2024 年公司营业总收入构成



2022-2024 年公司现金流情况



2022-2024 年末公司债务情况



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
22 南山开发 MTN003	10.00 亿元	10.00 亿元	2025/07/22	无
25 南山开发 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2028/01/22	无
25 南山开发 MTN002	11.00 亿元	11.00 亿元	2028/02/19	无

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
25 南山开发 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/02/28	罗星驰 崔濛骁	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
25 南山开发 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/01/15	罗星驰 崔濛骁	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	2024/07/22	罗星驰 高星	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

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：崔濛骁 cui mx@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 2025 年 3 月底，公司股本 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 2025 年 3 月底公司对其直接持股比例为 57.99%、间接持股比例为 10.48%）为深圳证券交易所上市公司，股票代码为“002314.SZ”；截至 2025 年 3 月底，公司所持有的南山控股股份未被质押。

公司主营业务为现代物流综合服务业务、房地产开发销售业务、制造业业务及综合产城开发运营业务等。截至 2025 年 3 月底，公司本部内设综合管理部、战略发展部、人力资源部、财务部和安全环保监督管理部等职能部门（详见附件 1-2）。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 833.86 亿元，所有者权益 245.81 亿元（含少数股东权益 63.62 亿元）；2024 年，公司实现营业收入 211.78 亿元，利润总额-10.05 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 808.67 亿元，所有者权益 248.82 亿元（含少数股东权益 64.27 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业收入 71.44 亿元，利润总额 5.04 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：舒谦。

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债券见下表，募集资金均按照募集说明书规定用途使用。跟踪期内，“22 南山开发 MTN003”在付息日正常付息，“25 南山开发 MTN001”和“25 南山开发 MTN002”尚未到第一个付息日。

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
22 南山开发 MTN003	10.00	10.00	2022/07/22	3 年
25 南山开发 MTN001	10.00	10.00	2025/01/22	3 年
25 南山开发 MTN002	11.00	11.00	2025/02/19	3 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》](#)。

五、行业分析

1 房地产行业

2024年，国内房地产市场整体仍处低位运行，行业数据表现低迷，宽松政策持续释放下，销售阶段性回暖，商品住宅广义库存去化周期出现下降拐点，但仍处高位，短期内去库存依旧是行业重点。“稳住楼市”目标下，促进房地产市场止跌回稳或是未来政策优化主方向，利好政策有望继续释放，但居民收入预期和信心尚未恢复，预计2025年行业销售面积降幅收窄，继续筑底；在销售弱复苏以及房企资金有限情况下，预计2025年土地市场将继续缩量，但核心城市核心区域土地资源仍将维持高热度。完整版房地产行业分析详见[《2025年房地产行业分析》](#)。

2 物流行业

2024年全国社会物流总额增速稳中有升，社会物流成本稳步下降；2025年关于国家物流枢纽布局优化调整方案出台，物流行业政策环境良好。随着新增供应量的持续入市，区域仓储物流市场出现较大分化，环沪和环京市场面临租金下行压力。

根据中国物流与采购联合会的数据，2024年，全国物流运行总体平稳，社会物流总额360.6万亿元，同比增长5.8%，增速较上年提高0.6个百分点，社会物流总额增速稳中有升，社会物流成本稳步下降，物流运行效率有所改善。从结构看，各领域物流总额占比基本稳定。农产品物流总额5.5万亿元，同比增长4.0%；工业品物流总额318.4万亿元，同比增长5.8%；进口货物物流总额18.4万亿元，同比增长3.9%。2024年社会物流总费用19.0万亿元，同比增长4.1%；社会物流总费用与GDP的比率为14.1%，较上年回落0.3个百分点。

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有明显促进作用，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。2025年国家发展改革委印发《国家物流枢纽布局优化调整方案》，该次调整后共有152个国家物流枢纽承载城市，布局建设229个国家物流枢纽，实现对国内生产总值4000亿元以上城市的基本覆盖或有效辐射。国家发展改革委将指导各地高质量推进国家物流枢纽建设，并协调有关部门在自然要素保障、投融资等方面加大支持力度，提升枢纽的综合服务能力和运行效率，为有效降低全社会物流成本、构建新发展格局提供更加有力的支撑。在市场分化格局加深的背景下，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，行业资源也将进一步向头部企业集中。

根据世邦魏理仕发布的预测，随着跨境电商需求逐步转向平稳增长和内需相关需求加速的影响相互消长，高标仓需求将保持稳定，2025年全年净吸纳量预计达到690万平方米。从供应端来看，未来三年广深都市圈的高标仓新增供应较此前三年将增长46%；京津冀区域和环沪区域的新增供应将回落。一线及周边城市充裕的可租面积为企业选址提供了多样化的选择，预计2025年高标仓租金总体上仍面临下行压力，但城市间存在差异。深莞惠和宁波等空置率持续低于10%的市场，预计将迎来2%~3%的租金增长；环沪区域由于去化压力有所缓解，租金降幅也有望收窄；京津冀区域受平谷马坊大量新增供应入市影响，租金或将面临10%左右的下调幅度。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司作为大型集团企业，物流园区运营管理规模较大且能力较强，地产开发和产城项目布局的城市能级较高。

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 年底，公司在全国范围内拥有或管理 82 个物流园区，运营、管理仓储面积超过 672 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 2025 年 3 月底，公司物流仓库平均使用率为 89.10%，在市场平均出租率整体下行的情况下，仍保持在较高水平，公司仓储物流业务运营管理能力较强。

货运物流方面，截至 2025 年 3 月底，公司旗下深圳市赤湾东方物流有限公司（以下简称“东方物流”）拥有园区及货运场面积 100 万平方米，拥有自有牵引车 417 台、半挂车 5309 辆、集装箱 4929 个、网货平台活跃车辆 821492 辆。2024 年东方物流实现营业收入 121.36 亿元，经营规模较大。

地产开发方面，截至 2025 年 3 月底，公司房地产板块剩余可售面积 103.14 万平方米，主要分布于上海、深圳、长沙、成都、武汉、东莞和南通等城市；2024 年实现签约销售额 29.42 亿元，开发完成投资额 44.67 亿元。公司房地产项目布局的城市能级较高，但受房地产行业景气度下行影响，面临一定的资产减值风险。

产城业务方面，截至 2025 年 3 月底，公司综合产城项目剩余可售面积 43.72 万平方米、总可租面积 64.06 万平方米，加权平均出租率为 74.89%，项目主要位于上海、重庆、合肥和西安等城市，布局的城市能级较高。产城项目周期相对较长，去化及运营情况仍有待提升。

（二）信用记录

公司过往履约记录良好。

根据公司提供的企业信用报告，截至 2025 年 7 月 7 日，公司本部未结清和已结清信贷信息中均无不良或关注类记录。

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 2025 年 7 月 21 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用信息公示系统、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重大不良信用记录¹。

（三）管理水平

跟踪期内，公司被纳入招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）管理体系，董事、监事及高级管理人员发生一定变化。

2024 年 10 月起，公司第一大股东的实际控制人招商局集团将公司纳入管理体系，参照其二级公司对公司进行管理。

跟踪期内，由于工作变动原因，公司董事、监事及高级管理人员发生一定变化。2024 年 12 月，公司董事长变更为王秀峰；2025 年 1 月起，刘英杰担任公司董事，舒谦担任公司董事兼总经理，黄镇洲担任公司监事会主席，李鸿卫担任公司副总经理；2025 年 3 月起，胡润结担任公司财务总监；2025 年 4 月起，严阵担任公司副总经理。

王秀峰，研究生学历，高级管理人员工商管理硕士，高级工程师、高级会计师。现任招商局集团有限公司副总经理，中国南山开发（集团）股份有限公司董事长。曾任中国冶金科工股份有限公司副总裁，招商局华建公路投资有限公司财务总监，招商局公路网络科技控股股份有限公司董事长、总经理，招商局港口集团股份有限公司首席执行官（CEO）、副董事长。2025 年 5 月，王秀峰被任命为天津市人民政府副市长。

舒谦，研究生学历，管理学博士。现任中国南山开发（集团）股份有限公司党委书记、总经理，深圳市新南山控股（集团）股份有限公司董事长。曾任赤湾国际货代公司财务部会计、副经理，赤湾港航股份有限公司经营部业务主管，中国南山开发（集团）股份有限公司研究发展部助理总经理、副总经理及总经理，深圳赤湾石油基地股份有限公司副总经理，宝湾控股物流有限公司总经理、董事长，深圳市新南山控股（集团）股份有限公司副总经理、总经理。

¹ 2025 年 6 月 6 日，公司受到深圳市南山区应急管理局 70.00 万元行政处罚，处罚原因为生产事故责任类违法。

（四）经营方面

1 业务经营分析

（1）经营概况

2024年，公司营业总收入同比小幅下降；受宏观和行业环境以及项目结转差异等因素影响，综合毛利率同比降幅较大。2025年一季度，得益于一线城市项目结转，公司收入及毛利率有所改善。

公司主要业务为综合物流（运输、贸易物流和堆存仓储等）、房地产开发业务、制造业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）和房地产业务为公司主要收入来源。

2024年，公司营业总收入同比下降4.31%，主要系房地产结转收入减少所致，该板块收入占比相应下降，现代物流综合服务业务收入占比上升。2024年，公司现代物流综合服务收入同比增长26.83%，主要系投入运营的仓储设施面积增长所致；房地产业务收入同比下降44.04%，主要系上年集中结转的上海项目规模较大、当年结转项目规模相对较小所致；制造业业务收入同比基本保持稳定；综合产城开发运营收入同比下降38.21%，主要系上年结转的重庆汽车公园项目规模较大、当年重庆市场景气度下降所致。

毛利率方面，2024年，受仓储物流市场增速放缓、高标仓新增供给仍在高位的影响，多个城市高标仓面临阶段性供应过剩问题，在较大去化压力下高标仓运营商纷纷采取“以价换量”策略，行业竞争加剧，公司物流园区的出租率和租金单价受到一定影响，公司现代物流综合服务毛利率同比下降2.33个百分点；房地产毛利率同比下降5.38个百分点，主要系房地产市场景气度下行以及公司结转了一定规模的存量项目尾盘等毛利率较低的项目所致；制造业业务毛利率同比上升1.64个百分点；综合产城开发运营业务毛利率同比下降4.99个百分点，主要系市场销售低迷及项目结转差异所致。整体来看，2024年公司综合毛利率同比下降5.01个百分点，受宏观经济环境、房地产行业景气度及公司项目结转差异等因素影响较大。

2025年1-3月，公司一线城市房地产项目贡献较大规模的结转收入，公司营业总收入同比增长100.71%，综合毛利率较2024年有较大回升。从全年来看，预计一线城市房地产项目结转将对公司收入和毛利率形成一定支撑，但一线城市以外区域的项目仍面临去化压力，物流板块的出租率和租金水平也仍将承压。

图表2·公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022年			2023年			2024年			2025年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
现代物流综合服务业务	120.74	52.10%	5.61%	112.15	50.67%	7.26%	142.24	67.16%	4.93%	34.19	47.86%	4.22%
房地产业务	74.28	32.05%	14.29%	72.14	32.59%	17.38%	40.37	19.06%	12.00%	28.99	40.58%	21.75%
制造业业务	21.51	9.28%	12.60%	16.32	7.37%	14.99%	16.16	7.63%	16.63%	5.65	7.91%	12.52%
综合产城开发运营业务	14.37	6.20%	37.55%	19.58	8.85%	33.71%	12.10	5.71%	28.72%	2.38	3.33%	34.96%
其他业务	0.85	0.37%	91.36%	1.14	0.52%	92.01%	0.92	0.43%	92.06%	0.23	0.33%	91.82%
合计	231.76	100.00%	11.33%	221.33	100.00%	13.91%	211.78	100.00%	8.90%	71.44	100.00%	13.30%

注：部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入所致
资料来源：公司提供

（2）综合物流业务

公司综合物流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”）和公司子公司东方物流。

①宝湾物流

2024年及2025年一季度，仓储物流行业供大于求、竞争加剧，宝湾物流无新拿地项目，单位租金水平呈下行态势，但出租率保持较高水平、营业收入规模保持增长；宝湾物流在建及拟建项目尚需投资规模较大，在当前行业环境下，面临一定的资本支出压力和投拓风险。

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。2024 年宝湾物流营业总收入同比保持增长，但在行业阶段性供应过剩、竞争加剧的环境下，综合毛利率水平同比有所下降。

图表 3 • 宝湾物流营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	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）	13.47	82.33%	55.39%	15.11	82.29%	54.59%	16.71	86.04%	49.87%
运输	1.36	8.31%	3.79%	1.42	7.74%	2.55%	1.08	5.56%	3.57%
办公租赁及代理	0.95	5.81%	46.31%	0.94	5.14%	47.44%	1.12	5.76%	41.94%
装卸	0.38	2.32%	-26.46%	0.38	2.06%	4.92%	0.44	2.28%	12.10%
其他	0.20	1.22%	85.30%	0.51	2.78%	96.45%	0.07	0.35%	96.18%
合计	16.36	100.00%	49.04%	18.36	100.00%	50.34%	19.43	100.00%	46.14%

注：部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入所致
 资料来源：根据宝湾物流年报整理

2024 年及 2025 年一季度，在供大于求的行业供需环境下，公司未获取新的物流园项目；随着前期获取的项目建成，新投入运营的物流园可租面积较大，期末可租面积持续增长；受部分园区运营时间较短以及行业整体运营压力加大影响，公司物流园单位租金水平持续下降，但出租率保持较高水平。

图表 4 • 宝湾物流物流园获取和运营情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
新获取物流园项目数量（个）	5	2	0	0
新获取物流园土地面积（亩）	667.80	309.00	0.00	0.00
本期新投入运营物流园数量（个）	7	4	3	1
本期新投入运营物流园可租面积（万平方米）	43.02	60.20	77.74	7.90
期末可租面积（万平方米）	534.33	594.53	672.27	680.17
期末出租率	87.20%	89.00%	88.70%	89.10%
期末单位租金水平（元/平方米·月）	30.90	30.80	28.90	26.40

资料来源：公司提供

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。2024 年，宝湾物流收入贡献前五大客户占总收入比重为 16.78%，宝湾物流客户分布较分散、集中风险较低。

截至 2025 年 3 月底，宝湾物流共有 4 个主要在建物流园和 1 个拟建物流园，分别位于北京、廊坊、台州、无锡和成都；在建及拟建项目计划总投资 35.08 亿元，尚需投资 18.69 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，当前市场阶段性供大于求，宝湾物流存在一定资本支出压力和投拓风险。

② 东方物流

跟踪期内，东方物流收入和净利润规模实现增长，但整体盈利能力仍有待提升；未来东方物流计划实现更加轻资产化的运营，有利于提升经营效率。

东方物流主要发展国内陆运干线运输和区域配送业务，近三年着力发展网络货运平台服务建设，该服务主要通过互联网平台把货主、运营商及司机等物流资源进行高效整合，依靠物联网、云计算、大数据、人工智能等数字技术，根据货主需求制定和规划出科学合理的物流方案，解决运输过程中的运力调度、订单追踪、车辆管理、在途监管、交易存证、运费结算、信用评价等问题，并通过运力撮合模式解决货车空车率及运输成本高问题，从而实现运力资源结构优化。

2024 年东方物流营业总收入规模增长较快，主要系积极开拓市场、网络货运平台服务业务规模增长所致；由于市场竞争激烈，毛利润仍为负数；受费用压降及处置自有车辆影响，东方物流净利润同比增长，但整体盈利能力仍有待提升。未来东方物流在保有有一定规模车辆的基础上，拟通过经营租赁等模式实现更加轻资产化的运营。

图表 5 • 东方物流经营业绩情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入（亿元）	102.67	92.12	121.36	29.35
营业成本（亿元）	104.79	93.92	123.88	29.92
毛利润（亿元）	-2.12	-1.80	-2.52	-0.57
净利润（亿元）	-0.36	0.03	0.24	0.15

注：毛利润=营业总收入-营业成本
资料来源：公司提供

（3）房地产业务

①土地储备

跟踪期内公司未拿地，剩余可售面积主要位于一二线城市，预计一线城市项目将对后续销售业绩提供一定支撑，但其余区域房地产市场景气度较弱、项目面临去化压力。

2024 年及 2025 年一季度，房地产行业景气度较弱，公司无新增拿地。截至 2025 年 3 月底，公司并表口径在建及完工项目剩余可售面积合计约 103.14 万平方米，主要位于都江堰、武汉、长沙、东莞、重庆、南通、上海和深圳等城市，除都江堰城市能级较低以外，其他均位于一二线城市。公司一线城市可售面积占比超过 10%，项目销售均价较高，预计一线城市项目将对公司 2025 年全年销售金额提供一定支撑，但武汉、东莞、南通和都江堰等区域房地产市场景气度较弱，后续去化仍将承压。

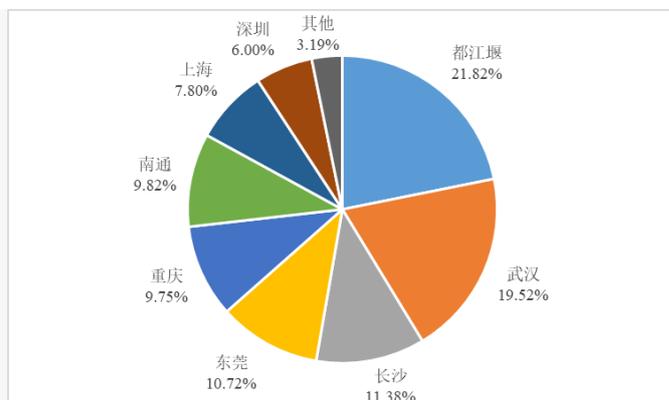
此外，公司有权对赤湾 2.2 平方公里土地进行开发，其中的海洋文化产业园项目仍处于与政府沟通规划方案的阶段；该片区中也包含住宅及商业业态项目，截至 2025 年 3 月底，片区中的赤湾地铁站城市综合体项目和琅琊湾佳园住宅项目处于在建阶段。赤湾片区已被划入广东省自贸区前海-蛇口片区，该片区也是粤港澳大湾区的核心区域，土地增值潜力大，未来发展前景良好。

图表 6 • 公司房地产板块新获取项目情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
新增土地面积（万平方米）	9.62	10.01	0.00	0.00
新增建筑面积（万平方米）	18.07	17.79	0.00	0.00
土地成本（亿元）	38.30	22.69	0.00	0.00
拿地均价（万元/平方米）	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

图表 7 • 截至 2025 年 3 月底公司剩余可售面积分布



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

②项目开发

2024 年公司新开工面积下降幅度较大，但竣工面积保持高位；公司在建拟建项目尚需投资金额较大，面临一定的资金支出压力。

2024 年，受拿地规模下降、开发节奏放缓及保交付要求影响，公司房地产新开工面积同比下降约 52.36%，但竣工面积同比小幅增长。2025 年 1—3 月，公司无新开工项目，竣工面积规模较小。截至 2025 年 3 月底，公司并表口径在建项目 10 个，计划总投资 259.11 亿元，尚需投资 83.26 亿元；拟建项目 2 个，计划总投资 27.12 亿元，尚需投资 16.52 亿元。公司房地产板块在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临一定的资金支出压力。

图表 8 • 公司房地产板块项目开发情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
新开工面积（万平方米）	50.25	27.92	13.30	0.00
房屋竣工面积（万平方米）	69.01	40.72	42.04	4.55

注：表中数据采用并表口径
资料来源：公司提供

③项目销售

2024年受上海区域可售住宅面积下降及房地产行业景气度影响，公司签约销售规模同比降幅较大；2025年一季度深圳项目实现较大规模的销售金额。

2023年上海项目对公司签约销售金额贡献较大，随着上海区域可售住宅面积下降以及房地产行业景气度继续下行，2024年公司签约销售面积及签约销售金额同比分别下降约65.50%和69.66%。2025年1-3月，公司对部分深圳项目销售价格进行随行就市调整，项目去化速度加快并贡献较大销售额，由于土地成本较低，项目价格调整后仍具有盈利空间。

图表9·公司房地产板块项目销售情况

项目	2022年	2023年	2024年	2025年1-3月
当期签约面积（万平方米）	16.41	30.96	10.68	2.37
签约销售金额（亿元）	41.39	96.98	29.42	12.92
签约均价（万元/平方米）	2.52	3.13	2.75	5.45

注：表中数据采用并表口径
资料来源：公司提供

（4）综合产城开发运营业务

受宏观经济环境及区域市场景气度影响，公司销售型产城项目面临一定的去化压力，租赁型产城项目整体出租率一般。公司在建产城项目尚需投资规模仍较大，存在一定的去化风险和资本支出压力。

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，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，采取租售并举的模式，布局区域主要集中在长三角、成渝及华中区域。跟踪期内，公司无新拿地的综合产城项目。

截至2025年3月底，公司综合产城项目中销售型部分总可售面积114.19万平方米，累计去化率约为61.72%，剩余可售面积主要位于合肥（11.10万平方米）、重庆（8.75万平方米）、西安（7.75万平方米）和滁州（6.29万平方米），业态涵盖仓储、办公、工业园和影视城等，受业态及市场环境的影响，整体去化周期较长。

截至2025年3月底，公司已完工综合产城项目中租赁型部分总可租面积64.06万平方米，主要位于合肥（34.71万平方米，业态主要为仓储和商业）和成都（11.34万平方米，业态主要为仓储和工业厂房），其余主要分布于上海、重庆、西安、武汉、南京和德阳；项目加权平均出租率为74.89%，其中南京浦口智芯科技港、武汉临空港宝湾科技园、重庆汽车公园、合肥宝湾国际商业部分和上海长三角国际影视中心建成投入使用较短，尚在培育期未达到理想水平。

截至2025年3月底，公司在建综合产城项目尚需投资金额约34.34亿元，主要集中在重庆汽车公园项目，该项目体量较大，公司将根据市场情况逐步分期开发。受宏观经济环境影响，产城项目整体将面临一定的去化压力。同时，产城项目尚需投资金额较大，存在一定的资金支出压力。

图表10·截至2025年3月底公司在建综合产城项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	城市	业态	权益比例	总建筑面积	类型	总投资额	已投资额
香云山汽车公园（16#）	重庆	厂房	100%	6.96	销售型	2.18	0.61
香云山汽车公园（11#）	重庆	厂房	100%	1.54	销售型	0.55	0.14
上海长三角国际影视中心	上海	影视城	50%	10.26	销售型	9.39	6.36
重庆汽车公园	重庆	汽车主题公园、文旅产业园及商业	100%	53.10	销售型	31.78	6.24
顶山汭河一体化产业园	滁州	工业园	85%	6.47	销售型	1.56	0.37
岗集综合交通物流港A2地块	合肥	仓储物流	100%	5.04	租赁型	1.32	0.54
西安沣西项目	西安	工业厂房	100%	7.79	销售型	2.49	0.66
合计	--	--	--	91.16	--	49.27	14.93

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

(5) 制造业

2024 年公司制造业细分板块中存在业务转型和部分业务亏损，但综合状况同比基本保持平稳。

公司制造业业务主要为集成房屋业务、船舶舱室业务和海上风电业务。公司集成房屋业务经营主体主要为常熟雅致模块化建筑有限公司和深圳雅致集成房屋有限公司（以下简称“深圳雅致”）。由于集成房屋行业进入门槛较低且国内行业竞争较为激烈，深圳雅致近年来持续亏损并拟于 2025 年全部退出相关业务。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，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。2024 年，公司船舶舱室业务销售额 4.62 亿元，同比增长约 26.05%。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（以下简称“胜宝旺”）。2024 年胜宝旺业务由过去单纯的生产制造转型为 EPC 总包，实现营业收入 6.91 亿元，同比有所下降，但仍是制造业板块重要的盈利来源。综上，2024 年公司实现制造业收入合计 16.16 亿元，综合毛利率为 16.63%，制造业板块经营状况同比整体保持平稳。

(6) 经营效率

2024 年公司经营效率指标保持较高水平。

2024 年，公司销售债权周转次数和存货周转次数同比有所增长，公司应收账款主要来自制造业板块，存货主要来自房地产板块；公司总资产周转次数同比变化不大，整体经营效率指标保持较高水平。

图表 11 • 公司经营效率指标情况

指标	2022 年	2023 年	2024 年
销售债权周转次数（次）	13.38	13.49	15.41
存货周转次数（次）	0.88	0.81	0.91
总资产周转次数（次）	0.27	0.26	0.25

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2 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。

公司未来的发展规划聚焦于智慧物流、持有型物业、高端制造和新能源四大核心领域。房地产住宅销售和金融赋能业务将与这四大业务深度融合，形成配套。公司重视数字化物流和持有型物业的发展，其中数字化物流不仅是物流的重要组成部分，也是公司未来发展的驱动力。持有型物业包括仓储物流园区、房地产板块中的物业以及产城融合下的工业园区和产业园区物业，这些是公司的长期核心资产，对公司的稳定发展具有重要意义。

在制造业方面，公司计划提升制造业至新的高度，从传统制造业转向高端制造业，并减少缺乏核心竞争力的传统制造业业务规模，同时加大对具有竞争力的制造业的投入。公司重点关注绿色新能源领域，特别是通过收购中国核能科技集团有限公司（证券代码：00611.HK，简称“中国核能科技”）进入光伏行业，符合国家绿色能源政策，并与公司现有业务如仓储物流园区形成配套。

房地产住宅一直是公司传统且稳定的收入来源，但公司不再将其作为主要板块，而是根据市场变化灵活调整业务结构。金融赋能业务则围绕公司自身产业，通过内部财务公司和供应链金融服务公司为上下游提供金融支持，实现业务深度融合和赋能。公司发展规划调整旨在更好地适应经济环境变化，优化业务结构，提升整体竞争力。

(五) 财务方面

德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2024 年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 2025 年一季度财务报表未经审计。公司合并范围变动涉及的企业规模相对较小，公司财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

(1) 资产质量

跟踪期内，公司资产总额有所下降，房地产板块存货面临一定的去化压力和跌价风险，投资性房地产以成本法计量具有一定

增值空间，资产受限程度一般。

图表 12 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	485.05	56.83%	475.92	54.06%	415.74	49.86%	388.43	48.03%
货币资金	135.44	15.87%	149.08	16.93%	120.79	14.49%	107.68	13.32%
存货	242.06	28.36%	228.12	25.91%	197.93	23.74%	173.47	21.45%
非流动资产	368.41	43.17%	404.47	45.94%	418.12	50.14%	420.24	51.97%
长期股权投资	49.44	5.79%	45.27	5.14%	43.96	5.27%	43.97	5.44%
投资性房地产	109.28	12.80%	145.48	16.53%	159.12	19.08%	157.89	19.52%
固定资产（合计）	62.48	7.32%	67.65	7.68%	68.03	8.16%	66.73	8.25%
在建工程（合计）	56.25	6.59%	49.47	5.62%	47.93	5.75%	49.54	6.13%
无形资产	69.61	8.16%	66.64	7.57%	61.94	7.43%	61.47	7.60%
资产总额	853.46	100.00%	880.38	100.00%	833.86	100.00%	808.67	100.00%

注：占比指占资产总额的比例

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年一季度财务报表整理

截至 2024 年底，公司资产总额较上年底下降 5.28%，随着货币资金和存货减少，流动资产占比有所下降。公司货币资金较上年底下降 18.98%，主要系投资性和筹资性现金流净流出所致。存货较上年底下降 13.23%，主要系房地产板块减少拿地所致；存货主要由开发成本（占 54.66%）和开发产品（占 43.80%）构成，开发产品占比上升，整体去化压力加大；公司累计计提存货跌价准备 15.39 亿元，计提比例为 7.21%，考虑到房地产行业尚未止跌回稳，仍存在一定的跌价风险。长期股权投资较上年底变化不大，2024 年权益法下确认的投资损益-0.57 亿元，亏损主要来自无锡的房地产合作开发项目公司。投资性房地产较上年底增长 9.37%，主要系新建成物流园转入所致，公司投资性房地产采用成本法计量，存在一定的增值空间。固定资产（合计）较上年底变化不大，主要由房屋及建筑物、机器设备和运输设备等构成。在建工程（合计）较上年底小幅下降，规模较大的在建工程为海城锦地铁综合体项目（24.35 亿元，位于深圳赤湾区域）和北京天竺物流园项目（6.17 亿元）等。无形资产较上年底下降 7.05%，主要系摊销所致，无形资产主要为土地使用权。

截至 2025 年 3 月底，公司资产总额较上年底小幅下降，资产构成变化不大。

受限资产方面，截至 2025 年 3 月底，公司受限资产占资产总额的 16.70%，受限程度一般。

图表 13 • 截至 2025 年 3 月底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占该科目的比例	受限原因
货币资金	6.05	5.62%	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
存货	42.66	24.59%	用于抵押取得银行借款
投资性房地产	52.09	32.99%	用于抵押取得银行借款
固定资产	18.09	27.10%	用于抵押取得银行借款
无形资产	15.79	25.68%	用于抵押取得银行借款
在建工程	0.37	0.74%	用于抵押取得银行借款
合计	135.04	--	--

资料来源：公司提供

（2）资本结构

①所有者权益

2024 年公司所有者权益规模有所下降，权益结构稳定性仍属一般。

截至 2024 年底，公司所有者权益 245.81 亿元，较上年底下降 6.76%，主要系未分配利润减少所致；所有者权益主要由股本（占 7.32%）、资本公积（占 10.84%）、盈余公积（占 6.61%）、其他权益工具（占 16.27%）、未分配利润（占 33.21%）和少数股东权益（占 25.88%）构成，权益结构稳定性一般。

截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 248.82 亿元，规模和构成较上年底变化不大。

②负债

跟踪期内，公司负债总额持续下降，全部债务规模基本保持稳定，债务负担较重但债务期限结构改善，未来一段时间债券集中偿付压力可控。

图表 14 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	305.29	51.47%	351.44	56.98%	273.58	46.52%	237.88	42.49%
应付账款	50.81	8.57%	58.35	9.46%	53.46	9.09%	49.23	8.79%
其他应付款（合计）	68.95	11.62%	55.84	9.05%	48.53	8.25%	46.02	8.22%
一年内到期的非流动负债	61.55	10.38%	127.60	20.69%	82.91	14.10%	74.11	13.24%
合同负债	72.59	12.24%	83.25	13.50%	67.08	11.41%	50.87	9.09%
非流动负债	287.85	48.53%	265.32	43.02%	314.47	53.48%	321.96	57.51%
长期借款	184.05	31.03%	205.66	33.34%	266.00	45.23%	247.67	44.24%
应付债券	86.96	14.66%	46.00	7.46%	35.00	5.95%	60.97	10.89%
负债总额	593.15	100.00%	616.76	100.00%	588.04	100.00%	559.85	100.00%

注：占比指占负债总额的比例

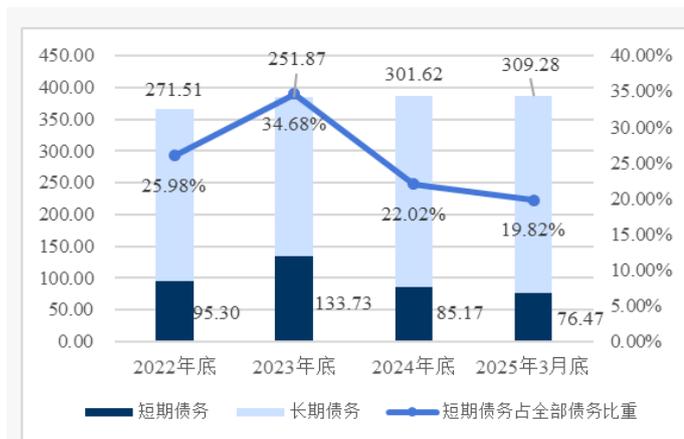
资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年一季度财务报表整理

截至 2024 年底，公司负债总额较上年底下降 4.66%，随着债务期限结构改善，流动负债占比下降 10.46 个百分点。公司应付账款较上年底下降 8.39%，主要系应付地价减少所致。其他应付款（合计）较上年底下降 13.10%，主要系工程设备款减少所致；其他应付款主要由关联方往来款（21.35 亿元）、工程设备款（7.41 亿元）、往来款（6.55 亿元）和押金质保金（6.15 亿元）构成。合同负债较上年底下降 19.42%，主要系新开工项目减少、完工在售项目增加所致。

截至 2024 年底，公司全部债务 386.80 亿元，较上年底变化不大，其中短期债务占比下降至 22.02%，债务期限结构改善。若将永续债 40.00 亿元调整计入长期债务，公司全部债务增加至 426.80 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 75.32% 和 67.47%，较上年底小幅上升，债务负担较重。

截至 2025 年 3 月底，公司负债总额较上年底小幅下降；公司全部债务 385.75 亿元，较上年底变化不大，随着应付债券增长，长期债务占比进一步上升。从融资渠道来看，银行借款约占公司有息负债的 75%，公开市场债券约占 20%，非标融资规模较小。

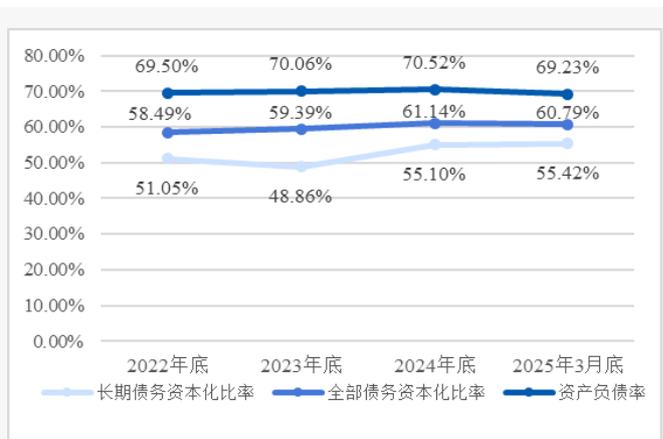
图表 15 • 公司全部债务构成情况（单位：亿元）



注：不含永续债

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年一季报整理

图表 16 • 公司债务指标情况



注：不含永续债

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年一季报整理

截至 2025 年 7 月 21 日，公司本部存续债券金额 101.00 亿元。其中，2025 年内到期或进入行权期的债券金额 20.00 亿元，2026 年暂无到期或进入行权期的债券。宝湾物流存续中期票据余额 20.00 亿元，2025 年内及 2026 年分别到期 5.00 亿元。未来一段时期公司面临的债券集中兑付压力可控。

(3) 盈利能力

2024 年公司房地产板块毛利率下降且计提较大规模减值损失，利润总额亏损；2025 年一季度公司盈利状况改善，但考虑到房地产市场尚未止跌企稳，全年盈利能力仍将承压。

图表 17 • 公司盈利能力情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入（亿元）	231.76	221.33	211.78	71.44
毛利润（亿元）	26.27	30.78	18.86	9.50
费用总额（亿元）	25.52	20.61	21.08	4.86
投资收益（亿元）	13.73	7.84	7.46	0.26
减值损失（亿元）	-2.19	-5.95	-14.68	-0.03
公允价值变动收益（亿元）	-2.04	2.08	-1.12	0.02
利润总额（亿元）	13.25	12.46	-10.05	5.04
总资本收益率	2.91%	3.02%	-0.77%	--
净资产收益率	3.24%	3.66%	-5.77%	--

注：毛利润=营业总收入-营业成本，减值损失=资产减值损失+信用减值损失
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年一季度财务报表整理

公司营业总收入分析详见经营概况。2024 年，公司利润总额亏损，主要系房地产板块毛利率下降且计提较大规模的减值损失所致。期间费用方面，2024 年公司费用总额同比小幅增长，主要系管理费用增加所致。2024 年公司投资收益主要来自处置长期股权投资产生的投资收益，当年宝湾物流向华泰宝湾物流 REIT 处置若干家子公司产生投资收益 6.82 亿元，投资收益可持续性较弱。2024 年公司减值损失主要来自存货跌价损失和合作开发项目产生的其他应收款坏账损失；公允价值变动损失主要来自权益工具投资。受亏损影响，2024 年公司总资本收益率和净资产收益率为负数。

2025 年 1—3 月，一线城市项目销售结转带动公司收入规模及毛利率增长，公司利润总额规模较大。但房地产市场尚未止跌企稳，预计 2025 年公司仍将面临一定的存货减值风险，全年盈利能力有望同比改善但仍将承压。

(4) 现金流

2024 年随着销售回款下降，公司经营性现金净流入额同比降幅较大；公司在建自持类项目规模较大，存在资金支出压力，投资性现金流持续净流出；公司将有关债务规模管控在较为稳定的水平，筹资性现金流保持净流出。预计 2025 年公司仍将维持经营性现金净流入、投资性和筹资性现金流净流出的态势。

图表 18 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	244.33	275.29	235.74	66.27
其中：销售商品、提供劳务收到的现金	213.20	253.67	214.60	60.40
经营活动现金流出小计	271.68	217.07	228.31	58.12
经营活动现金流量净额	-27.35	58.22	7.43	8.15
投资活动现金流入小计	65.22	18.30	121.01	24.99
投资活动现金流出小计	68.61	56.52	142.21	42.17
投资活动现金流量净额	-3.38	-38.23	-21.20	-17.18
筹资活动前现金流量净额	-30.74	19.99	-13.78	-9.03
筹资活动现金流入小计	219.26	159.66	162.51	49.58
筹资活动现金流出小计	216.45	167.31	176.58	52.99
筹资活动现金流量净额	2.81	-7.64	-14.07	-3.41
现金收入比	91.99%	114.61%	101.33%	84.54%

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年一季度财务报表整理

从经营活动来看，2024 年公司经营性现金流保持净流入但规模同比下降 87.24%，主要系房地产板块销售回款下降但公司整体经营支出规模仍较大所致。从投资活动来看，2024 年公司投资性现金流保持净流出但规模同比下降 44.53%，受宏观经济及行业环境影响，公司投资支出力度有所下降。从筹资活动来看，2024 年公司筹资性现金流仍为净流出，主要为利息支出，公司有息债务规模基本保持稳定且实现债务期限结构调整。

2025 年 1—3 月，一线城市项目销售使得公司实现较大规模的经营性现金净流入；公司在建物流园区等项目持续支出，投资性现金流保持净流出；公司有息债务规模仍基本保持稳定，筹资性现金流小幅净流出。在负债率管控要求下，未来一段时间预计公司仍将保持较为稳定的有息债务规模；公司自持类项目的建设支出较为刚性，后续仍存在资金支出压力；为保持现金流平衡，公司可用于拿地的资金将较为有限。

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司短期偿债指标表现较好且银行融资渠道畅通，权益规模对资产减值的覆盖倍数高。公司实际偿债能力仍属极强。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	流动比率	158.88%	135.42%	151.96%	163.28%
	速动比率	79.59%	70.51%	79.61%	90.36%
	经营现金/流动负债	-8.96%	16.57%	2.72%	--
	经营现金/短期债务（倍）	-0.29	0.44	0.09	0.11
	现金短期债务比（倍）	1.51	1.19	1.56	1.66
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	34.14	34.21	12.84	--
	全部债务/EBITDA（倍）	10.74	11.27	30.13	--
	经营现金/全部债务（倍）	-0.07	0.15	0.02	--
	EBITDA/利息支出（倍）	2.16	2.29	1.02	--
	经营现金/利息支出（倍）	-1.73	3.90	0.59	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年一季度财务报表整理

从短期偿债指标来看，跟踪期内，随着公司短期债务占比下降，公司流动比率、速动比率及现金短期债务比等指标均有所提升，但经营性现金净流入额对短期债务的覆盖程度下降，整体来看公司短期偿债指标表现仍属较好。

从长期偿债指标来看，2024 年公司利润总额亏损导致 EBITDA 同比降幅较大，长期偿债指标表现较弱。2025 年公司盈利情况有望同比提升，后续公司长期偿债指标表现有望相应改善。考虑到公司所有者权益规模大、过往利润积累较厚，公司对地产行业下行背景下可售项目未来的跌价亏损仍有一定的承受能力。

截至 2025 年 3 月底，公司获得的银行授信额度合计 951.78 亿元，已使用额度 383.45 亿元，尚未使用额度 568.33 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2025 年 3 月底，公司对外担保余额 16.65 亿元，占所有者权益的 6.69%，均为对合联营企业的担保，或有负债风险一般。

截至 2025 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

3 公司本部主要变化情况

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。公司本部负债水平和债务负担一般。

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 2024 年底，公司本部资产总额 307.11 亿元，所有者权益 142.77 亿元，整体资本实力较强，公司本部所有者权益中含 40.00 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 2024 年底，公司本部货币资金为 79.01 亿元。截至 2024 年底，公司本部债务负担一般，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 53.51% 和 50.98%。

（六）ESG 分析

公司 ESG 表现较好，对其持续经营和信用风险无负面影响。

环境责任方面，2024 年公司旗下南山控股累计获得 1 个园区银级 LEED 认证和 11 个园区绿色仓库认证，通过水资源管理年均节约用水 20267.62 吨。

社会责任方面，2024 年公司为 A 级纳税人。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

公司股东背景很强，公司在资源获取等方面可获得各方股东支持。公司被纳入招商局集团管理体系后，在业务协同方面有望获得更大支持。

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；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，公司股东背景很强。公司在资源获取、业务协同等方面可以获得股东支持。

截至 2024 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。2024 年 10 月招商局集团将公司纳入管理体系，对公司视同二级公司进行管理，后续公司与招商局集团在新能源、园区开发运营、房地产及制造业等板块有望加强业务协同。

八、债券偿还能力分析

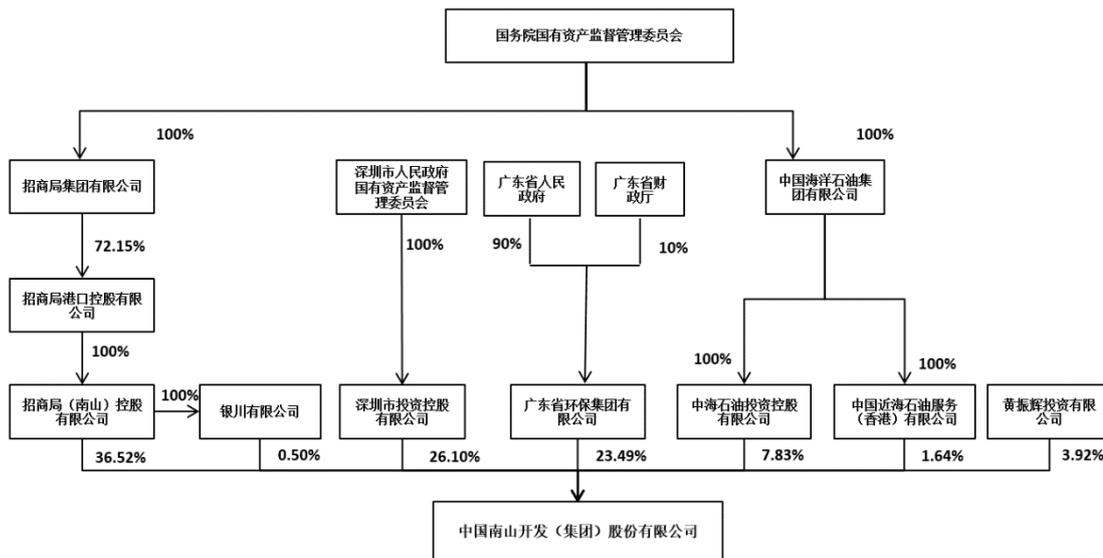
公司经营性现金流入和现金类资产对跟踪债券的保障倍数很高，经营性现金流净额和 EBITDA 对上述待偿债券的保障倍数较高。

截至本报告出具日，由联合资信评级的公司待偿债券“22 南山开发 MTN003”“25 南山开发 MTN001”和“25 南山开发 MTN002”本金合计 31 亿元。以 2024 年的财务数据为基础，2024 年公司经营活动现金流入、经营性现金流净额和 EBITDA 对上述待偿债券的覆盖倍数分别为 7.60 倍、0.24 倍和 0.41 倍；截至 2024 年底公司现金类资产对上述待偿债券的覆盖倍数为 4.29 倍。公司经营性现金流入和现金类资产对上述待偿债券的保障倍数很高，经营性现金流净额和 EBITDA 对上述待偿债券的保障倍数较高。

九、跟踪评级结论

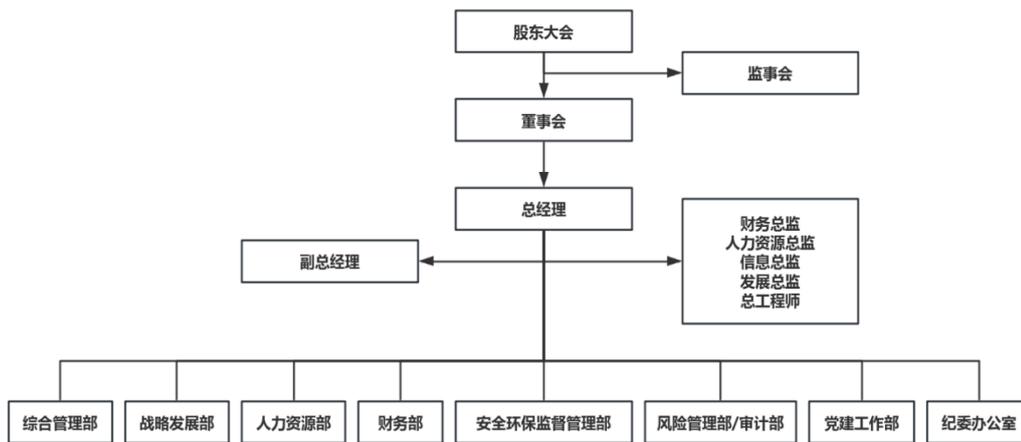
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持和债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“22 南山开发 MTN003”“25 南山开发 MTN001”和“25 南山开发 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年 3 月底）

子公司名称	直接持股比例	间接持股比例	注册资本（亿元）	业务性质
深圳市新南山控股（集团）股份有限公司	57.99%	10.48%	27.08	综合
深圳市南山房地产开发有限公司	--	68.47%	37.59	房地产
宝湾物流控股有限公司	15.53%	36.34%	36.44	物流
宝湾产城发展（深圳）有限公司	--	68.47%	2.00	综合产城开发
中开财务有限公司	60.00%	27.38%	10.00	金融服务
深圳市赤湾东方物流有限公司	100.00%	--	6.00	物流
赤晓企业有限公司	100.00%	--	2.00	制造业
南山开发（香港）有限公司	100.00%	--	50.00 万港元 3296.58 万欧元 3415.00 万美元 8.02 人民币亿元	其他

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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	143.50	158.53	132.91	127.03
应收账款（亿元）	16.33	13.58	12.38	11.97
其他应收款（合计）（亿元）	44.41	39.30	37.24	37.97
存货（亿元）	242.06	228.12	197.93	173.47
长期股权投资（亿元）	49.44	45.27	43.96	43.97
固定资产（亿元）	62.48	67.65	68.03	66.73
在建工程（亿元）	56.25	49.47	47.93	49.54
资产总额（亿元）	853.46	880.38	833.86	808.67
实收资本（亿元）	18.00	18.00	18.00	18.00
少数股东权益（亿元）	75.89	69.17	63.62	64.27
所有者权益（亿元）	260.31	263.63	245.81	248.82
短期债务（亿元）	95.30	133.73	85.17	76.47
长期债务（亿元）	271.51	251.87	301.62	309.28
全部债务（亿元）	366.81	385.60	386.80	385.75
营业总收入（亿元）	231.76	221.33	211.78	71.44
营业成本（亿元）	205.49	190.55	192.92	61.94
其他收益（亿元）	5.44	4.94	6.13	1.39
利润总额（亿元）	13.25	12.46	-10.05	5.04
EBITDA（亿元）	34.14	34.21	12.84	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	213.20	253.67	214.60	60.40
经营活动现金流入小计（亿元）	244.33	275.29	235.74	66.27
经营活动现金流量净额（亿元）	-27.35	58.22	7.43	8.15
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.38	-38.23	-21.20	-17.18
筹资活动现金流量净额（亿元）	2.81	-7.64	-14.07	-3.41
财务指标				
销售债权周转次数（次）	13.38	13.49	15.41	--
存货周转次数（次）	0.88	0.81	0.91	--
总资产周转次数（次）	0.27	0.26	0.25	--
现金收入比（%）	91.99	114.61	101.33	84.54
营业利润率（%）	10.04	10.65	6.23	11.56
总资本收益率（%）	2.91	3.02	-0.77	--
净资产收益率（%）	3.24	3.66	-5.77	--
长期债务资本化比率（%）	51.05	48.86	55.10	55.42
全部债务资本化比率（%）	58.49	59.39	61.14	60.79
资产负债率（%）	69.50	70.06	70.52	69.23
流动比率（%）	158.88	135.42	151.96	163.28
速动比率（%）	79.59	70.51	79.61	90.36
经营现金流动负债比（%）	-8.96	16.57	2.72	--
现金短期债务比（倍）	1.51	1.19	1.56	1.66
EBITDA 利息倍数（倍）	2.16	2.29	1.02	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.74	11.27	30.13	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；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. 合并口径其他流动负债中的有息部分计入短期债务；4. 公司 2025 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：联合资信根据公司审计报告及 2025 年一季度财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	97.77	108.11	87.03	84.69
应收账款（亿元）	0.11	0.10	4.63	4.86
其他应收款（合计）（亿元）	5.55	3.38	5.44	5.50
存货（亿元）	1.72	1.73	1.73	1.73
长期股权投资（亿元）	81.12	82.02	81.47	83.89
固定资产（亿元）	2.55	2.14	2.04	2.02
在建工程（亿元）	0.12	0.13	0.18	0.18
资产总额（亿元）	299.84	305.29	307.11	306.97
实收资本（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）	132.75	140.10	142.77	143.33
短期债务（亿元）	8.74	57.84	44.77	27.27
长期债务（亿元）	125.01	92.32	103.68	120.70
全部债务（亿元）	133.75	150.16	148.46	147.98
营业总收入（亿元）	3.08	3.11	7.38	0.80
营业成本（亿元）	0.78	0.52	0.48	0.11
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	1.99	4.44	3.83	0.73
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	2.83	2.88	2.88	0.46
经营活动现金流入小计（亿元）	5.38	6.06	7.32	0.87
经营活动现金流量净额（亿元）	-1.69	2.72	2.71	0.00
投资活动现金流量净额（亿元）	15.78	3.61	-17.03	-3.92
筹资活动现金流量净额（亿元）	4.09	-0.52	-20.27	-1.50
财务指标				
销售债权周转次数（次）	24.50	28.85	3.11	--
存货周转次数（次）	0.45	0.30	0.28	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.02	--
现金收入比（%）	92.12	92.64	39.07	57.01
营业利润率（%）	69.94	77.33	90.45	82.42
总资本收益率（%）	2.63	3.02	2.60	--
净资产收益率（%）	1.18	2.50	2.10	--
长期债务资本化比率（%）	48.50	39.72	42.07	45.72
全部债务资本化比率（%）	50.19	51.73	50.98	50.80
资产负债率（%）	55.73	54.11	53.51	53.31
流动比率（%）	488.88	270.66	346.23	494.40
速动比率（%）	484.07	268.07	343.08	489.77
经营现金流动负债比（%）	-4.73	4.06	4.93	--
现金短期债务比（倍）	11.19	1.87	1.94	3.11
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：公司本部有息债务数据未经调整；“/”表示数据未获取，“--”表示指标不适用
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年一季度财务报表整理

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