

中国南山开发（集团）股份有限公司

2025 年度第二期中期票据

信用评级报告

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〕778号

联合资信评估股份有限公司通过对中国南山开发（集团）股份有限公司及其拟发行的 2025 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定中国南山开发（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，中国南山开发（集团）股份有限公司 2025 年度第二期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年二月八日

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。

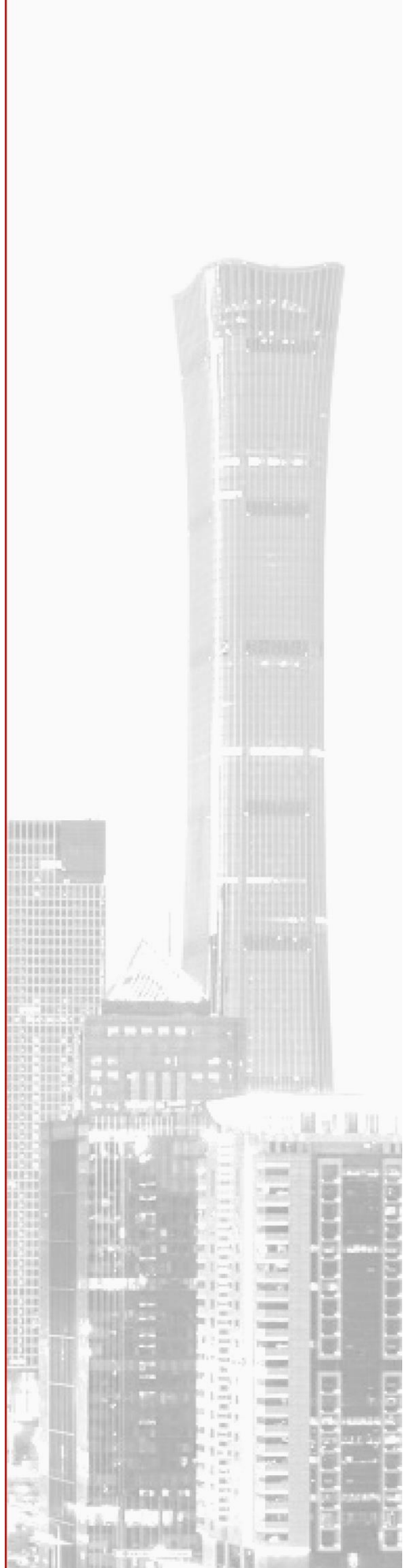
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



中国南山开发（集团）股份有限公司

2025 年度第二期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2025/02/08

债项概况 本期债项发行规模为 11 亿元，品种一期限为 3 年期、初始发行规模 6 亿元，品种二期限为 5 年期、初始发行规模 5 亿元，两个品种可以双向回拨，回拨比例不受限制。本期债项采用固定利率方式，按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。本期债项无担保，募集资金拟用于偿还债务融资工具。

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。2021—2023 年，公司运营物流园区面积持续增加，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，2023 年公司经营性现金流量净额由净流出转为净流入，未使用授信额度规模较大，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”）也关注到经济增速下行环境下，公司物流园区回报周期较长且行业竞争加剧；公司在建项目尚需投资金额较大，面临一定资金支出压力以及债务负担较重等因素对公司信用水平可能产生的影响。本期债项对公司现有债务结构影响不大，公司对本期债项的偿还能力极强。

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 在仓储物流行业竞争加剧以及房地产市场景气度低迷的环境下，公司项目去化及运营承压，面临盈利能力下降风险。但公司项目布局具备区位优势，融资渠道保持畅通，股东实力雄厚，未来公司仍有望保持稳健发展。

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雄厚。**截至 2024 年 9 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各方股东支持。
- **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。**2021—2023 年，公司运营物流园区面积不断增加，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。
- **公司经营性现金流转为净流入，未使用授信额度规模较大，融资渠道畅通。**2023 年，公司经营活动现金流净额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，公司未使用的银行授信规模较大，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 9 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。

- **房地产行业景气度低迷，公司房地产板块面临去化压力。**2021 年下半年以来，房地产行业持续深度调整，市场整体景气度低迷。2024 年 1—9 月，公司房地产板块签约销售金额下行态势较显著，面临去化压力。
- **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 2024 年 9 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 383.87 亿元，全部债务资本化比率为 59.62%，加之公司永续债余额 40.00 亿元，公司债务负担较重。
- **公司面临一定的盈利能力下降风险。**2024 年前三季度，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，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；此外，当期公司结转的房地产和产城项目规模下降、毛利率相对较低，公司盈利能力承压。

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	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

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

主要财务数据

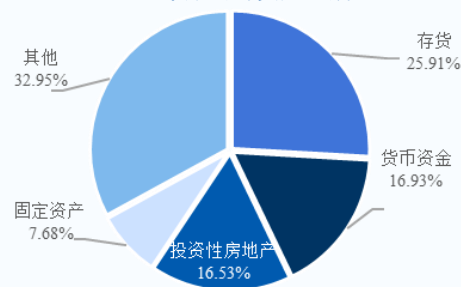
合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
现金类资产（亿元）	178.78	143.50	158.53	113.98
资产总额（亿元）	882.56	853.46	880.38	853.54
所有者权益（亿元）	252.04	260.31	263.63	260.02
短期债务（亿元）	110.57	95.30	133.73	86.60
长期债务（亿元）	244.21	271.51	251.87	297.26
全部债务（亿元）	354.77	366.81	385.60	383.87
营业总收入（亿元）	176.63	231.76	221.33	128.27
利润总额（亿元）	26.98	13.25	12.46	0.59
EBITDA（亿元）	46.33	34.14	34.21	--
经营性净现金流（亿元）	38.33	-27.35	58.22	-4.83
营业利润率（%）	12.46	10.04	10.65	5.82
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	59.62
流动比率（%）	143.97	158.88	135.42	155.57
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	1.32
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 9 月
资产总额（亿元）	294.56	299.84	305.29	302.89
所有者权益（亿元）	130.77	132.75	140.10	141.03
全部债务（亿元）	129.77	133.75	150.16	148.35
营业总收入（亿元）	12.05	3.08	3.11	2.39
利润总额（亿元）	19.21	1.99	4.44	1.66
资产负债率（%）	55.61	55.73	54.11	53.44
全部债务资本化比率（%）	49.81	50.19	51.73	51.26
流动比率（%）	312.51	488.88	270.66	372.21
经营现金流动负债比（%）	17.89	-4.73	4.06	--

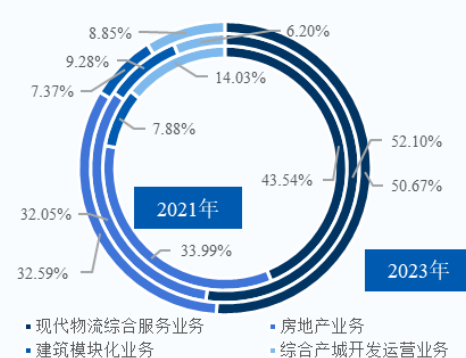
注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司 2021—2023 年末及 2024 年 9 月末合并口径其他流动负债中的有息部分计入短期债务；公司本部债务数据未经调整；4. 本报告 2021—2023 年财务数据均为期末数据，公司 2024 年前三季度财务数据未经审计，相关指标未予年化；5. “--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年前三季度财务报表整理

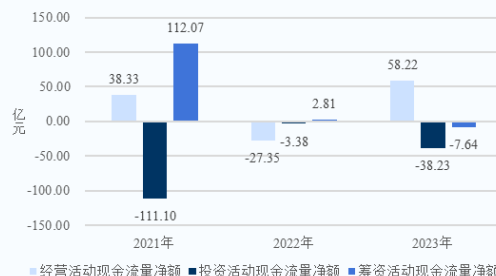
2023 年底公司资产构成



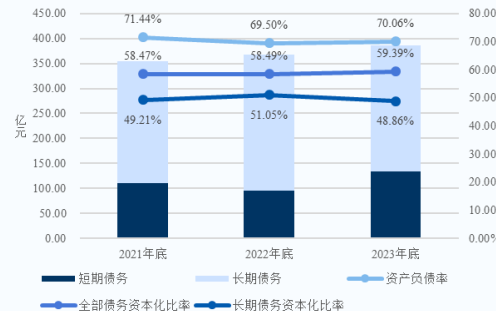
2021—2023 年公司营业总收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年末公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
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
AAA/稳定	2019/01/30	王兴萍 尹金泽	工商企业信用评级方法总论	阅读全文
AA+/-	2006/11/23	刘小平 李宝臣 张成	--	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

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 cuimx@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、主体概况

中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“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 9 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 9 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 2024 年 9 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、建筑模块化业务及综合产城开发运营业务等。公司按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准属于综合投资行业。截至 2024 年 9 月底，公司本部内设综合管理中心、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，公司实现营业总收入 221.33 亿元，利润总额 12.46 亿元。

截至 2024 年 9 月底，公司合并资产总额 853.54 亿元，所有者权益 260.02 亿元（含少数股东权益 66.22 亿元）；2024 年 1—9 月，公司实现营业总收入 128.27 亿元，利润总额 0.59 亿元。

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

二、本期债项概况

公司于 2024 年 5 月 13 日获准注册中期票据，注册金额为 60 亿元，募集资金用于偿还公司本部到期债务融资工具本息以及偿还公司本部金融机构借款本息。公司于 2024 年 6 月 5 日完成发行“24 南山开发 MTN001A”和“24 南山开发 MTN001B”，规模各 5 亿元；公司于 2025 年 1 月 22 日完成发行“25 南山开发 MTN001”，规模 10 亿元。

本期债项是本次注册中期票据的第三期，发行规模为 11 亿元，品种一期限为 3 年期、初始发行规模 6 亿元，品种二期限为 5 年期、初始发行规模 5 亿元，两个品种可以双向回拨，回拨比例不受限制。本期债项采用固定利率方式，按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。本期债项无担保，募集资金拟用于偿还债务融资工具。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年前三季度，国民经济运行总体平稳、稳中有进，生产需求平稳增长，就业、物价总体稳定。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月政治局会议精神，用好超长期国债支持“两重、两新”工作，加快专项债发行使用，降低实体经济融资成本，加快资本市场落实新“国九条”。

2024 年前三季度国内生产总值 949746 亿元，同比增长 4.8%。经济增速有所波动，但仍保持在 5.0% 增长目标附近。经济运行出现一些新的情况和问题，房地产调控和化债方案持续加码。信用环境方面，前三季度，稳健的货币政策加大逆周期调节力度，两次下调存款准备金率，开展国债买卖操作，两次下调政策利率，支持房地产白名单企业和居民贷款，有序推进融资平台债务风险化解。下阶段，货币政策将加强逆周期调节力度，提振社会通胀预期，支持房地产融资，稳定资本市场；合理把握信贷和债券两个最大融资市场的关系，引导信贷合理增长、均衡投放。

展望四季度，按照 9 月政治局会议安排，宏观政策将加大逆周期调节力度，促进房地产市场止跌回稳，努力提振资本市场，加强助企纾困。抓住有利时机，强化存量政策和增量政策协同发力，巩固和增强经济回升向好势头，努力完成全年经济社会发展目标任务。

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 年三季度报）](#)》。

四、行业分析

1 房地产行业

2024 年前三季度，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降幅有所收窄，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。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，在降低购房门槛及购房成本的同时鼓励“收储”，加快构建房地产发展新模式，继续推动已出台金融政策的落地见效，促进地产市场止跌回稳。宽松政策的频出阶段性提振了市场需求，但持续性的需求端信心修复预计仍需一定时间。完整版房地产行业分析详见[《2024 年三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 个省市区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。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司作为大型集团企业，物流园区运营管理经验丰富，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 9 月底，公司物流园区布局全国约 40 个城市，可租面积合计 668.60 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 and 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 9 月底，公司剩余可开发权益建筑面积 63.38 万平方米，主要分布于成都、上海和武汉等主要城市，具有区域优势。产城业务方面，截至 2024 年 9 月底，公司产城业务剩余可开发建筑面积 120.70 万平方米、可租面积 76.00 万平方米，主要分布在二三线城市。

2 人员素质

公司管理团队经验丰富，员工素质良好，能够满足公司未来发展需要。

截至 2024 年底，公司共有 9 名董事、5 名监事和 2 名高级管理人员（其中 1 人兼任董事），核心团队行业经验及管理经验丰富。截至 2023 年底，公司合并口径员工数量 5819 人，按岗位构成划分，生产人员占 41.42%、研发及技术人员占 15.69%、销售人员占 13.83%、管理人员占 11.34%、财务人员占 5.98%、其他人员占 11.74%；按教育程度划分，硕士及以上学历员工占 6.63%、本科学历员工占 33.41%、大专及大专以下学历员工占 59.96%。公司员工构成符合公司业务发展的需要。

公司董事长王秀峰先生，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。王秀峰先生现任招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）副总经理及公司董事长；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（现更名为“招商局公路网络科技控股股份有限公司”）财务总监、董事长、总经理，招商局港口集团股份有限公司首席执行官、副董事长。

公司总经理舒谦先生，研究生学历，管理学博士。舒谦先生现任公司党委书记、总经理，南山控股董事长；曾任深圳赤湾国际货运代理有限公司财务部会计、副经理，深圳赤湾港航股份有限公司（现更名为“招商局港口集团股份有限公司”）经营部业务主管，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，宝湾物流控股有限公司（以下简称“宝湾物流”）总经理、董事长，南山控股副总经理、总经理。

3 信用记录

公司过往履约记录良好。

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 2025 年 1 月 8 日，公司本部未结清和已结清信贷信息中均无不良类或关注类记录。

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 2 月 5 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。

六、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构清晰完善。

公司设有股东大会、董事会及监事会。股东大会由全体股东组成，为公司权力机构，各股东以其代表的有表决权的股份数额行使表决权。董事会对股东大会负责，由 9 名董事组成，其中 3 名为独立董事。公司设监事会，由 5 人组成，其中 3 名股东代表监事、2 名职工代表监事。

2 管理水平

公司本部组织结构明晰，部门职能明确，整体运作规范。

公司明确组织机构设置和权责关系，建立了完善的经营管理工作制度。投资管理方面，项目投资决策权集中于公司，除公司授权外，所有投资项目必须报公司审批。预算管理方面，公司制定《财务预算管理规定》加强公司财务预算管理，明确权责。融资管理方面，公司融资事项采取集中管理原则，由公司财务管理中心负责集团的对外融资业务集中统一管理。各公司的融资计划和具体融资方案（含融资额度及额度内提款）的制定及调整，均需逐笔、逐级报公司审批或根据公司授权执行，根据提案主体、融资额度实行分级决策审批机制，未经公司董事会批准，各公司不得向与公司无股权关系的单位或个人提供融资或担保。资金管理方面，公司制定《资金集中管理办法》，通过中开财务有限公司对下属全资、控股及直接管理公司实施包括收入资金管理、支付资金管理、存款管理在内的资金集中管理，对控股上市公司在形式、程序等方面须满足国家关于上市公司相关法律、监管要求。此外，公司设立中开财务有限公司（公司直接持股 60%，并通过南山控股间接持股 40%）作为资金集中管理的专业金融机构。2024 年，公司主要在采购管理、突发重大经营风险事件管理、法律纠纷案件管理、安全生产及节能环保管理、对参股企业的管理等方面进行了制度制定和修订，公司管理制度持续完善。

七、经营分析

1 经营概况

2021—2023 年，公司营业总收入波动增长，综合毛利率波动下降。2024 年前三季度，公司综合物流板块受到行业竞争加剧的影响，同时房地产和产城板块结转规模下降，预计全年收入和毛利率面临下行压力。

公司主要经营业务为综合物流（运输、贸易物流和堆存仓储等）、房地产开发业务、建筑模块化业务和综合产城开发运营业务等，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%。2021—2023 年，公司营业总收入波动增长。

收入构成方面，2021—2023 年，公司现代物流综合服务业务收入波动增长，主要系网络货运平台收入波动所致；房地产开发业务收入波动增长，其中 2022 年收入小幅增加主要系结转均价增长所致；受导管架业务及集成房屋业务需求波动影响，公司建筑模块化业务收入波动增长；综合产城开发运营业务收入波动下降，其中 2022 年综合产城开发运营业务收入下降主要系项目结转规模下降所致，2023 年综合产城开发运营业务收入同比增长 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，2021—2023 年，公司物流综合服务业务毛利率波动下降，其中 2022 年同比下降 4.55 个百分点，主要系网络货运平台处于运行初期投入较大所致；公司房地产业务毛利率波动上升，但仍处于一般水平；受国际业务订单量占比及建材原材料价格波动综合影响，建筑模块化业务毛利率波动下降；综合产城开发运营业务毛利率波动增长，其中 2022 年毛利率增幅明显主要系 2021 年无锡车联网小镇项目结转成本较高致使当年毛利率较低所致。受上述业务影响，公司综合毛利率波动下降。

2024 年 1—9 月，公司实现营业总收入 128.27 亿元，同比下降 24.02%；综合毛利率为 8.39%，同比下降 5.32 个百分点。分板块来看，综合物流业务方面，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；房地产业务方面，公司当期结转项目主要是存量项目尾盘等毛利率较低的项目；建筑模块化业务运营情况相对稳定；产城开发运营业务方面，受市场销售低迷及项目结转差异影响，收入同比下降。综合来看，考虑到仓储物流行业竞争加剧以及公司结转项目安排，2024 年全年公司面临收入和毛利率下降的风险。

图表 1 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—9 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	76.90	43.54%	10.16%	120.74	52.10%	5.61%	112.15	50.67%	7.26%	97.80	76.25%	5.55%
房地产业务	60.04	33.99%	15.08%	74.28	32.05%	14.29%	72.14	32.59%	17.38%	9.69	7.55%	2.50%
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%	11.45	8.93%	14.72%
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%	8.66	6.75%	32.32%
其他业务	0.98	0.56%	43.20%	0.85	0.37%	91.36%	1.14	0.52%	92.01%	0.66	0.51%	92.31%
合 计	176.63	100.00%	14.55%	231.76	100.00%	11.33%	221.33	100.00%	13.91%	128.27	100.00%	8.39%

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”）。

（1）宝湾物流

2021—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，园区可租面积持续增加，单位租金较稳定且出租率保持高水平；2024 年 1—9 月，受行业竞争加剧和新投入项目仍需培育影响，平均出租率和租金水平均有所下降。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 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。2021—2023 年，宝湾物流营业总收入持续增长，综合毛利率保持较高水平。2024 年 1—9 月，在行业阶段性供应过剩、竞争加剧的环境下，宝湾物流综合毛利率水平同比有所下降。

图表 2 • 宝湾物流营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—9 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）	11.52	78.27%	59.21%	13.47	82.33%	55.39%	15.11	82.29%	54.59%	12.33	86.08%	50.38%
运输	1.30	8.83%	3.37%	1.36	8.31%	3.79%	1.42	7.74%	2.55%	0.86	6.01%	3.10%
办公租赁及代理	1.49	10.10%	38.01%	0.95	5.81%	46.31%	0.94	5.14%	47.44%	0.78	5.42%	44.43%
装卸	0.24	1.63%	-8.27%	0.38	2.32%	-26.46%	0.38	2.06%	4.92%	0.29	2.00%	15.64%
其他	0.17	1.17%	83.66%	0.20	1.22%	85.30%	0.51	2.78%	96.45%	0.07	0.50%	96.32%
合计	14.72	100.00%	51.32%	16.36	100.00%	49.04%	18.36	100.00%	50.34%	14.32	100.00%	46.75%

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

2021—2023 年，宝湾物流维持一定的项目获取力度，新增物流园土地面积虽持续下降但仍保持一定规模；新投入运营物流园可租面积波动下降。2024 年 1—9 月，在供大于求的行业供需环境下，公司新增物流园土地面积显著减少，但随着前期获取项目的逐步建设，新投入运营的物流园可租面积仍保持较大规模。

图表 3 • 宝湾物流物流园获取和运营情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
新获取物流园项目数量（个）	3	5	2	1
新获取物流园土地面积（亩）	668.00	667.80	309.00	27.00
本期新投入运营物流园数量（个）	11	7	4	3
本期新投入运营物流园可租面积（万平方米）	111.56	43.02	60.20	74.07
期末可租面积（万平方米）	491.31	534.33	594.53	668.60
期末出租率	94.50%	87.20%	89.00%	87.60%
期末单位租金水平（元/平方米·月）	29.60	30.90	30.80	29.20

资料来源：公司提供

从单位租金水平看，2021—2023 年末，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，2021—2023 年末，宝湾物流物流园整体出租率波动下降，但整体仍保持高水平。截至 2024 年 9 月底，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，宝湾物流单位租金水平和出租率均有所下降。此外，宝湾物流存在部分出租率较低的园区，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%。

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 9 月底，宝湾物流在建物流园 5 个、拟建物流园 1 个，建筑面积合计 80.06 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 38.58 亿元，尚需投资 19.32 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，且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

2021—2023 年，东方物流营业总收入波动增长，但利润表现较弱，未来在盈利能力方面仍有待提升。

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。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。截至 2024 年 9 月底，东方物流在全国范围内设立了 39 家分支机构，拥有园区及货运场面积约 100 万平方米，基本搭建了覆盖全国的干线运输网络。东方物流通过降本增效、

处置部分低效自有运输车辆应对环境变化，截至 2024 年 9 月底，东方物流拥有自有牵引车 477 台、半挂车 4185 辆、集装箱 3936 个、可控社会车辆 35000 辆。

2021—2023 年，东方物流营业总收入波动增长，主要系网络货运平台服务业务发力所致；2023 年，东方物流净利润扭亏为盈，主要系成本费用有所下降所致。2024 年 1—9 月，受经济增速下行及网络货运服务业务调整影响，东方物流虽净利润有所增长，但毛利润仍为负数，盈利能力仍有待提升。

图表 4 • 东方物流经营业绩情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
营业总收入（亿元）	58.81	102.67	92.12	82.33
营业成本（亿元）	59.09	104.79	93.92	84.09
毛利润（亿元）	-0.28	-2.12	-1.80	-1.76
净利润（亿元）	-0.82	-0.36	0.03	0.15

资料来源：公司提供

3 房地产业务

（1）土地储备

近年来公司拿地规模持续下降，新增项目主要位于长三角；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。2021—2023 年公司土地储备新增建筑面积持续下降，但保持一定规模，新增项目主要位于长三角。2024 年前三季度，公司未获取土地储备。截至 2024 年 9 月底，公司剩余可开发权益建筑面积 63.38 万平方米，主要分布于成都、武汉、扬州、南通、上海、合肥和长沙，区域布局较好。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 2024 年 9 月底，片区中的赤湾地铁站城市综合体项目和琅玥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。

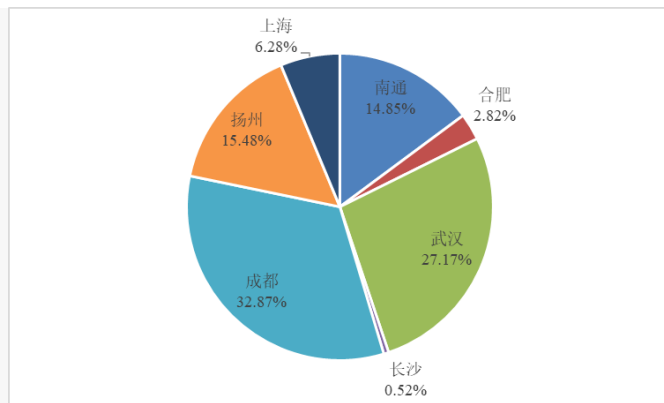
图表 5 • 公司房地产板块新获取项目情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
新增土地面积（万平方米）	49.33	9.62	10.01	0.00
新增建筑面积（万平方米）	140.52	18.07	17.79	0.00
土地成本（亿元）	84.09	38.30	22.69	0.00
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

图表 6 • 截至 2024 年 9 月底公司剩余可开发土地分布



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（2）项目开发

近年来公司开发规模持续下降，在建项目尚需投资金额较大，面临一定资金支出压力。

受拿地规模下降、开发节奏放缓及保交付要求影响，2021—2023 年，公司房地产业务新开工面积持续下降，竣工面积波动增长；期末房屋施工面积持续下降但仍保持较大规模。2024 年 1—9 月，公司新开工及竣工面积均较小，期末施工面积较上年底基本保持稳定。截至 2024 年 9 月底，公司在建项目计划总投资 296.74 亿元，已投资 211.71 亿元，2025 年计划投资金额为 31.33 亿元。公司房地产板块在建项目投资规模较大，面临一定的资金支出压力。

图表 7 • 公司房地产板块项目开发情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
新开工面积（万平方米）	59.01	50.25	27.92	4.05

房屋竣工面积（万平方米）	30.96	69.01	40.72	2.28
期末施工面积（万平方米）	114.01	95.25	82.45	84.23

注：表中数据采用并表口径
资料来源：公司提供

（3）项目销售

2021—2023 年，公司签约销售金额及销售面积波动下降，单个项目体量大易使公司房地产板块经营表现波动性大。受市场低迷及上海区域可售住宅面积下降影响，2024 年前三季度公司地产销售去化承压。

2021—2023 年，受房地产行业下行影响，公司签约销售面积及签约销售金额均波动下降，受上海项目去化较快影响，2023 年公司房地产签约面积及签约销售金额同比有所回升，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—9 月，受房地产市场景气度低迷以及公司在上海区域的可售住宅面积下降影响，公司签约销售金额相对较小、签约均价下降，预计全年地产销售规模呈下降态势。

图表 8 • 公司房地产板块项目销售情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
当期签约面积（万平方米）	38.55	16.41	30.96	6.68
签约销售金额（亿元）	120.21	41.39	96.98	13.90
签约均价（万元/平方米）	3.12	2.52	3.13	2.08
期末剩余可售面积（万平方米）	26.03	49.12	38.50	39.11

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

4 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，平均出租率水平仍有待提升。

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，并主要通过招拍挂方式获得土地储备。截至 2024 年 9 月底，公司产城业务土地储备分布于省会城市及三线城市滁州，剩余可开发建筑面积 120.70 万平方米。

图表 9 • 截至 2024 年 9 月底公司产城业务土地储备情况（单位：万平方米）

项目名称	城市	土地规划用途	土地面积	剩余可开发建筑面积	权益比例
岗集物流小镇	合肥	物流仓储	37.00	27.00	100.00%
合肥宝湾国际四期	合肥	汽车 mall、酒店及办公	9.08	11.10	100.00%
项汉一体化科技园	滁州	工业厂房	10.10	4.00	85.00%
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	100.00%
贵阳科技产业新城	贵阳	商业	10.20	15.90	100.00%
武汉临空港宝湾科技园	武汉	工业厂房	4.85	3.10	100.00%
西安沣西项目	西安	工业厂房	6.65	7.70	100.00%
合计	--	--	130.48	120.70	--

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 9 月底，综合产城开发运营项目剩余投资额 44.65 亿元，存在一定的资本支出压力。

截至 2024 年 9 月底，公司主要产城项目平均出租率约 70%，其中南京浦口智芯科技港、武汉临空港宝湾科技园、重庆汽车公园及合肥宝湾国际商业部分建成投入使用较短，尚在培育期未达到理想水平。

图表 10 • 截至 2024 年 9 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	可租面积	累计已租面积	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	6.63	92%	100%
无锡车联网小镇	无锡	办公	6.71	4.01	2.70	67%	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	7.27	2.03	0.75	37%	100%
重庆南山赛车运动物流服务基地	重庆	仓储	0.82	0.25	0.09	35%	100%
重庆南山新能源交付中心	重庆	仓储	2.53	2.42	0.66	27%	100%
新都产业园	成都	工业园区	19.85	10.84	10.39	96%	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、二、三期)	德阳	工业园区	40.10	5.96	5.66	95%	100%
重庆巴南智造园	重庆	工业园区	12.55	2.02	1.41	70%	100%
上海长三角国际影视中心	上海	办公	10.51	2.69	0.30	11%	50%
合肥宝湾国际	合肥	仓储	21.32	21.32	17.66	83%	100%
合肥宝湾国际	合肥	商业	15.32	13.40	3.56	27%	100%
合计	--	--	189.85	76.00	52.86	70%	--

资料来源：公司提供

5 建筑模块化业务

近年来，公司建筑模块化业务系收入波动增长，对公司营业收入形成较好支撑。

公司建筑模块化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，2021—2023 年公司集成房屋业务收入波动下降，其中 2023 年收入 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。2021—2023 年，公司船舶舱室业务收入保持稳定。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，受项目结转影响，导管架业务收入小幅下降。

6 经营效率

近年来公司经营效率指标保持较高水平。

从经营效率指标看，2021—2023 年，公司存货周转次数波动增长，总资产周转次数波动增长，整体经营效率指标保持较高水平。

图表 7 • 2023 年同行业公司经营效率对比情况

指标	2021 年	2022 年	2023 年
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

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

7 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。

八、财务分析

公司提供了 2021—2023 年财务报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2024 年前三季度财务报表未经审计。近年来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 资产质量

2021—2023 年末，公司资产总额变动幅度不大，资产构成以流动资产为主，流动资产占比持续下降。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，资产受限程度较低，整体资产质量较好。

图表 8 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	531.68	60.24%	485.05	56.83%	475.92	54.06%	440.82	51.65%
货币资金	159.60	18.08%	135.44	15.87%	149.08	16.93%	94.93	11.12%
存货	223.50	25.32%	242.06	28.36%	228.12	25.91%	233.93	27.41%
非流动资产	350.88	39.76%	368.41	43.17%	404.47	45.94%	412.72	48.35%
长期股权投资	45.59	5.17%	49.44	5.79%	45.27	5.14%	46.15	5.41%
投资性房地产	87.01	9.86%	109.28	12.80%	145.48	16.53%	152.11	17.82%
固定资产（合计）	59.51	6.74%	62.48	7.32%	67.65	7.68%	70.51	8.26%
在建工程（合计）	60.30	6.83%	56.25	6.59%	49.47	5.62%	42.63	4.99%
无形资产	63.74	7.22%	69.61	8.16%	66.64	7.57%	65.55	7.68%
资产总额	882.56	100.00%	853.46	100.00%	880.38	100.00%	853.54	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 2024 年前三季度财务报表整理

2021—2023 年末，受销售回款呈波动下降态势影响，公司货币资金波动下降；截至 2023 年底，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。2021—2023 年末，公司存货规模基本保持稳定，截至 2023 年底，公司存货主要由开发产品（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。2021—2023 年末，公司长期股权投资规模保持较稳定；其中 2022 年底公司长期股权投资规模增加主要系新增投资广东家湾基础设施投资合伙企业（有限合伙）及中国核能科技股权所致；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。2021—2023 年末，公司投资性房地产规模持续增加，主要系建成物流园陆续转入所致。截至 2023 年底，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 2024 年 9 月底，公司资产总额较上年底下降 3.05%。其中，公司货币资金较上年底下降 36.32%，主要系销售回款下降但经营性支出同比基本保持稳定所致；其他主要资产科目规模较上年底变化不大。同期末，公司资产受限比例为 12.85%，受限程度较低。

图表 9 • 截至 2024 年 9 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	5.98	6.30%	主要包括工程保证金、履约保证金以及存放央行存款保证金
存货	21.55	9.21%	用于抵押取得银行借款
投资性房地产	42.69	28.07%	用于抵押取得银行借款
固定资产	24.28	34.43%	用于抵押取得银行借款
无形资产	14.61	22.30%	用于抵押取得银行借款
在建工程	0.60	1.41%	用于抵押取得银行借款
合计	109.71	--	--

资料来源：公司提供

2 资本结构

（1）所有者权益

2021—2023 年末，公司所有者权益持续增长，其中未分配利润、少数股东权益和其他权益工具占比较大，权益结构稳定性一般。

2021—2023 年末，受永续债规模持续增加影响，公司所有者权益不断增长；截至 2023 年底，公司所有者权益 263.63 亿元；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 9 月底，公司所有者权益 260.02 亿元，较上年底下降 1.37%，权益结构较上年底变化不大。

（2）负债

2021—2023 年末，公司负债总额波动下降，结构相对均衡；债务规模持续上升，有息债务以长期债务为主，整体债务负担较重。截至 2024 年 9 月底，公司债务规模较为稳定，债务期限结构改善，集中偿付压力可控。

图表 10 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	369.31	58.57%	305.29	51.47%	351.44	56.98%	283.36	47.74%
应付账款	48.43	7.68%	50.81	8.57%	58.35	9.46%	38.87	6.55%
其他应付款（合计）	72.73	11.54%	68.95	11.62%	55.84	9.05%	52.72	8.88%
一年内到期的非流动负债	76.15	12.08%	61.55	10.38%	127.60	20.69%	84.61	14.26%
合同负债	102.90	16.32%	72.59	12.24%	83.25	13.50%	85.66	14.43%
非流动负债	261.22	41.43%	287.85	48.53%	265.32	43.02%	310.16	52.26%
长期借款	157.15	24.92%	184.05	31.03%	205.66	33.34%	261.92	44.13%
应付债券	85.95	13.63%	86.96	14.66%	46.00	7.46%	34.97	5.89%
负债总额	630.52	100.00%	593.15	100.00%	616.76	100.00%	593.52	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 2024 年前三季度财务报表整理

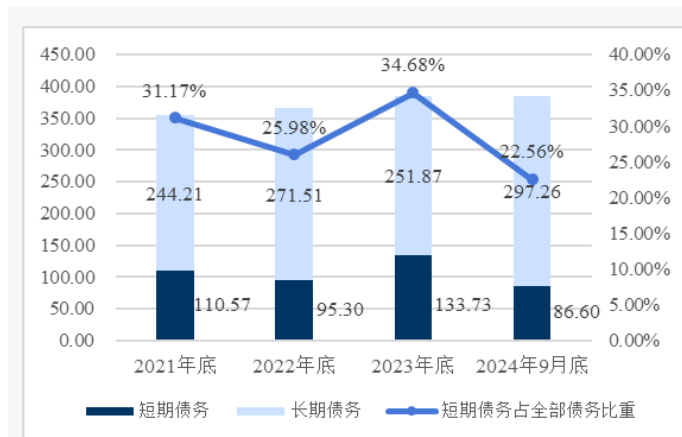
2021—2023 年末，公司负债波动下降，负债结构相对均衡。2021—2023 年末，公司应付账款持续增加，年均复合增长 9.77%，账龄以 1 年以内为主，无账龄超过 1 年或逾期的重要应付账款。公司其他应付款持续下降，主要系关联方往来款规模不断下降所致。公司一年内到期的非流动负债波动增长，主要系一年内到期的应付债券和长期借款转入规模波动变化所致。公司合同负债规模波动下降，主要系房地产销售合同规模波动下降所致。2021—2023 年末，公司长期借款持续增加；截至 2023 年底，公司长期借款中信用借款占 42.36%，长期借款利率区间为 2.40%~4.90%。

有息债务方面，2021—2023 年末，公司全部债务持续增加；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。

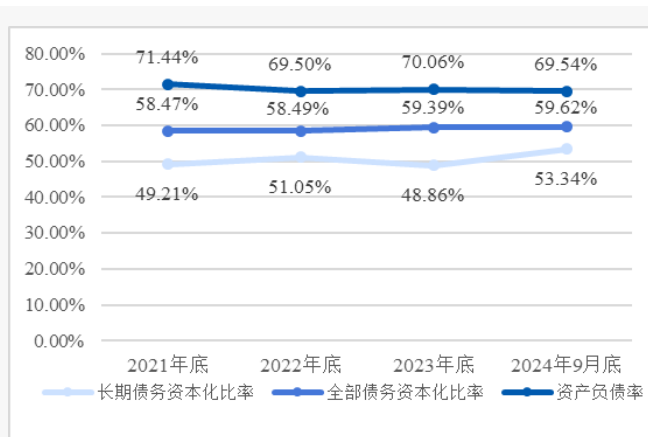
截至 2024 年 9 月底，公司负债总额较上年底下降 3.77%，随着公司调整债务期限结构，流动负债占比较上年底下降幅度较大。同期末，公司全部债务 383.87 亿元，较上年底基本保持稳定，其中短期债务占比下降至 22.56%，债务期限结构较合理。从融资渠道来看，公司银行借款融资占比约 80%、债券融资占比约 20%，债券融资占比有所下降。此外，公司永续债余额 40.00 亿元，未计入全部债务。从债务负担来看，公司资产负债率和全部债务资本化比率较上年底变化不大。

图表 11 • 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 2024 年三季报整理

图表 12 • 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 2024 年三季报整理

图表 13 • 截至 2024 年 9 月底公司有息债务期限分布情况（单位：亿元）

项目	1 年内到期	1~2 年内到期	2~5 年内到期	5 年及以后到期	合计
短期借款	1.15	--	--	--	1.15
一年内到期的非流动负债	84.38	--	--	--	84.38
长期借款	--	62.02	114.20	85.71	261.92
应付债券	--	4.97	30.00	0.00	34.97
租赁负债	--	0.01	0.00	0.00	0.01
合计	85.53	67.00	144.20	85.71	382.43

注：表中有息债务按公司统计口径，不含应付债券、应计利息和融资租赁摊销部分利息，与联合资信统计口径存在一定差异
资料来源：公司提供

截至 2025 年 2 月 5 日，公司本部存续债券 111.00 亿元。其中，2025 年到期债券金额 63.00 亿元。考虑到公司融资渠道畅通、股东支持力度大，债券集中偿付压力可控。

图表 14 • 截至 2025 年 2 月 5 日公司本部存续债券情况

债券简称	到期日/行权日	债券余额（亿元）
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 MTN002	2027/07/26（永续债赎回行权日）	5.00
24 南山开发 MTN003	2027/08/02	3.00
24 南集 03	2027/08/20	5.00

25 南山开发 MTN001	2028/01/22	10.00
24 南山开发 MTN001B	2029/06/05	5.00
24 南集 02	2029/06/13	5.00
24 南集 04	2029/08/20	5.00
合计	--	111.00

资料来源：联合资信根据 Wind 资料整理

3 盈利能力

2021—2023 年，公司营业总收入波动增长，但利润总额逐年下降；公司投资收益对利润贡献大，资产减值损失对利润存在侵蚀，盈利能力指标波动下降。2024 年 1—9 月，公司利润总额同比下降幅度较大，全年盈利能力承压。

图表 15 • 公司盈利能力情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
营业总收入（亿元）	176.63	231.76	221.33	128.27
营业成本（亿元）	150.92	205.49	190.55	117.50
费用总额（亿元）	24.64	25.52	20.61	13.91
投资收益（亿元）	24.58	13.73	7.84	1.92
利润总额（亿元）	26.98	13.25	12.46	0.59
营业利润率	12.46%	10.04%	10.65%	5.82%
总资本收益率	4.80%	2.91%	3.02%	--
净资产收益率	7.64%	3.24%	3.66%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年前三季度财务报表整理

公司营业总收入分析详见经营概况。2021—2023 年，公司利润总额持续下降，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，2021—2023 年，公司费用总额波动下降，年均复合下降 8.54%。2021—2023 年，公司期间费用率持续下降，分别为 13.95%、11.01%和 9.31%。公司投资收益持续下降主要系股权处置规模持续下降所致，2022—2023 年，公司投资收益占营业利润比例分别为 107.14%和 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。2021—2023 年，公司其他收益波动增长，主要系政府补助波动变化所致；公司资产减值损失规模不断扩大，主要系地产板块存货跌价损失持续增加所致。

盈利指标方面，2021—2023 年，公司营业利润率、总资本收益率及净资产收益率波动下降但仍保持一定水平。

2024 年 1—9 月，公司利润总额同比下降 94.30%，一方面由于当期公司收入及毛利率均同比下降，另一方面也由于上年同期公允价值变动收益和其他收益规模较大。考虑到仓储物流行业竞争格局以及公司项目结转安排，全年盈利能力承压。

4 现金流

2021—2023 年，受销售回款波动影响，公司经营活动现金净额波动较大；投资活动现金流量持续净流出。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。

图表 16 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	267.74	244.33	275.29	158.77
其中：销售商品、提供劳务收到的现金	254.89	213.20	253.67	142.51
经营活动现金流出小计	229.42	271.68	217.07	163.60
经营活动现金流量净额	38.33	-27.35	58.22	-4.83
投资活动现金流入小计	27.75	65.22	18.30	2.61
投资活动现金流出小计	138.85	68.61	56.52	34.33

投资活动现金流量净额	-111.10	-3.38	-38.23	-31.72
筹资活动前现金流量净额	-72.78	-30.74	19.99	-36.55
筹资活动现金流入小计	322.79	219.26	159.66	138.97
筹资活动现金流出小计	210.72	216.45	167.31	151.28
筹资活动现金流量净额	112.07	2.81	-7.64	-12.32
现金收入比	144.31%	91.99%	114.61%	111.10%

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年前三季度财务报表整理

2021—2023 年，受销售回款规模变动幅度较大影响，公司经营活动现金净额波动变化；其中 2022 年经营活动现金净流出主要系东方物流运营支出规模较大所致；2023 年受销售回款增加、东方物流运营支出缩减及公司拿地和建安支出下降综合影响，经营活动现金净流出由净流出转为净流入。公司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，2021—2023 年，公司投资活动现金流量净额波动下降。同期，公司筹资活动现金流入及现金流出呈下降趋势，2023 年公司筹资活动现金流由净流入转为小幅净流出。

2024 年 1—9 月，公司经营活动现金流小幅净流出，主要系销售回款下降但在建项目持续建设投入所致；投资及筹资活动现金流仍为净流出。考虑到公司未来建设投资所需资金量较大，公司仍有一定的持续融资需求。

5 偿债指标

2021—2023 年，公司长短期偿债指标表现均较好，融资渠道通畅。

图表 16 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
短期偿债指标	流动比率	143.97%	158.88%	135.42%	155.57%
	速动比率	83.45%	79.59%	70.51%	73.01%
	经营现金/流动负债	10.38%	-8.96%	16.57%	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.35	-0.29	0.44	--
	现金类资产/短期债务（倍）	1.62	1.51	1.19	1.32
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	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.11	-0.07	0.15	--
	EBITDA/利息支出（倍）	2.90	2.16	2.29	--
	经营现金/利息支出（倍）	2.40	-1.73	3.90	--

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2024年前三季度财务报表整理

从短期偿债指标看，2021—2023 年末，公司流动比率波动下降，速动比率持续下降，其中 2023 年底，流动比率及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；2021—2023 年末，公司现金短期债务比持续下降，但仍保持较高水平。截至 2024 年 9 月底，随着债务期限结构调整，公司短期偿债指标表现较上年底有所改善。整体看，公司短期偿债指标表现较好。

从长期偿债指标看，2021—2023 年，公司 EBITDA 对利息的保障能力较强、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 9 月底，公司已获金融机构授信额度为 896.50 亿元，尚未使用授信额度为 550.56 亿元，公司间接融资渠道通畅。

对外担保方面，截至 2024 年 9 月底，公司对外担保余额 17.06 亿元，占所有者权益的 6.56%，均为对合联营企业的担保，或有负债风险可控。

未决诉讼方面，截至 2024 年 9 月底，公司无涉案金额在 5000 万元以上的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%。

九、ESG 分析

公司治理结构及内控制度完善，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，2023 年公司为 A 级纳税人；截至 2024 年 9 月底，公司解决就业 5593 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。

十、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各方股东支持。

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；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。

十一、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

公司本期债项发行规模为 11.00 亿元，分别占公司 2024 年 9 月底长期债务和全部债务的 3.70% 和 2.87%，对公司现有债务结构影响不大。

以 2024 年 9 月底财务数据为基础，本期债项发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 69.54%、59.62% 和 53.34% 上升至 69.92%、60.30% 和 54.25%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债项募集资金拟用于偿还债务融资工具，实际债务指标可能低于上述预测值。

2 本期债项偿还能力

本期债项发行后，公司 EBITDA 对长期债务覆盖倍数尚可，经营性现金流入量和经营性现金净流入对长期债务覆盖倍数较好。

图表 17 • 本期债项偿还能力测算

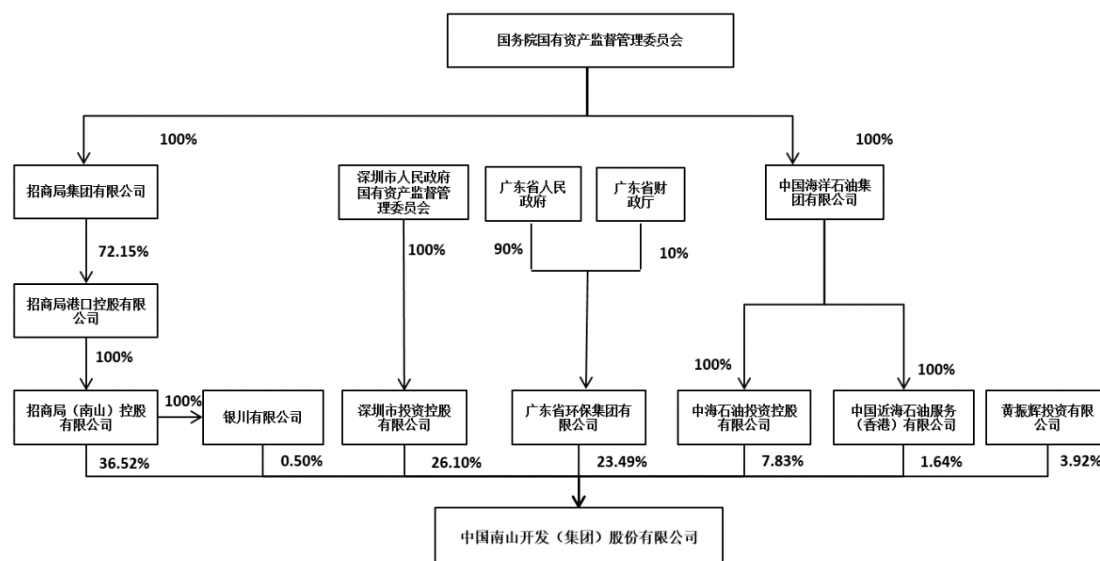
项目	2023 年
发行后长期债务*（亿元）	262.87
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	1.05
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.22
发行后长期债务/EBITDA（倍）	7.68

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

十二、评级结论

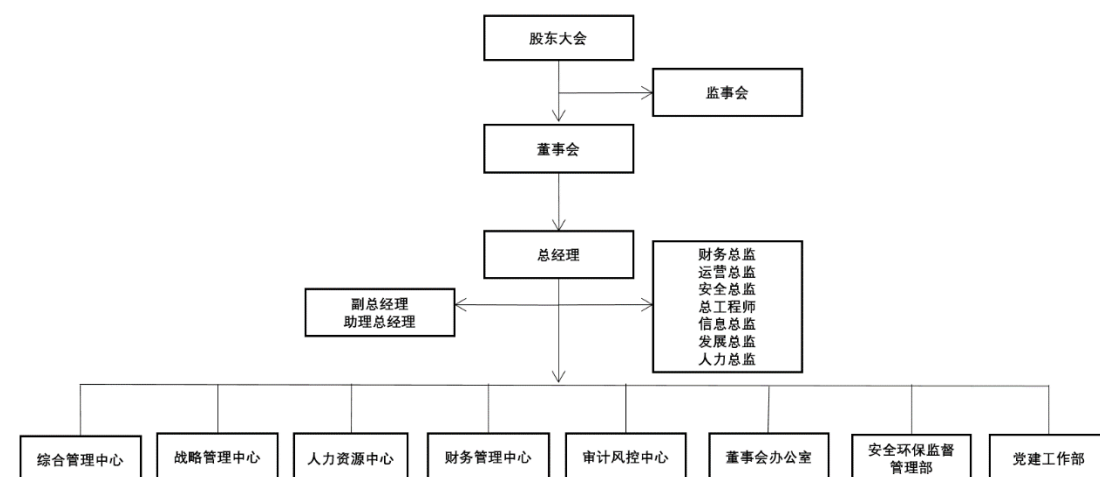
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 9 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 9 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 2024 年 9 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
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
合肥宝湾国际物流中心有限公司	100.00%	--	3.00	物流
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	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	178.78	143.50	158.53	113.98
应收账款（亿元）	14.26	16.33	13.58	13.05
其他应收款（合计）（亿元）	62.60	44.41	39.30	40.48
存货（亿元）	223.50	242.06	228.12	233.93
长期股权投资（亿元）	45.59	49.44	45.27	46.15
固定资产（合计）（亿元）	59.51	62.48	67.65	70.51
在建工程（合计）（亿元）	60.30	56.25	49.47	42.63
资产总额（亿元）	882.56	853.46	880.38	853.54
实收资本（亿元）	18.00	18.00	18.00	18.00
少数股东权益（亿元）	73.95	75.89	69.17	66.22
所有者权益（亿元）	252.04	260.31	263.63	260.02
短期债务（亿元）	110.57	95.30	133.73	86.60
长期债务（亿元）	244.21	271.51	251.87	297.26
全部债务（亿元）	354.77	366.81	385.60	383.87
营业总收入（亿元）	176.63	231.76	221.33	128.27
营业成本（亿元）	150.92	205.49	190.55	117.50
其他收益（亿元）	2.42	5.44	4.94	4.19
利润总额（亿元）	26.98	13.25	12.46	0.59
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	142.51
经营活动现金流入小计（亿元）	267.74	244.33	275.29	158.77
经营活动现金流量净额（亿元）	38.33	-27.35	58.22	-4.83
投资活动现金流量净额（亿元）	-111.10	-3.38	-38.23	-31.72
筹资活动现金流量净额（亿元）	112.07	2.81	-7.64	-12.32
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	111.10
营业利润率（%）	12.46	10.04	10.65	5.82
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	53.34
全部债务资本化比率（%）	58.47	58.49	59.39	59.62
资产负债率（%）	71.44	69.50	70.06	69.54
流动比率（%）	143.97	158.88	135.42	155.57
速动比率（%）	83.45	79.59	70.51	73.01
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	1.32
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. 公司 2021—2023 年末及 2024 年 9 月末合并口径其他流动负债中的有息部分计入短期债务； 2. 本报告 2021—2023 年财务数据均为期末数据，公司 2024 年前三季度财务数据未经审计，相关指标未予年化；3. “--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年前三季度财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	87.94	97.77	108.11	71.66
应收账款（亿元）	0.14	0.11	0.10	0.13
其他应收款（合计）（亿元）	4.43	5.55	3.38	6.14
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	81.97
固定资产（合计）（亿元）	4.49	2.55	2.14	2.07
在建工程（合计）（亿元）	0.24	0.12	0.13	0.15
资产总额（亿元）	294.56	299.84	305.29	302.89
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）	130.77	132.75	140.10	141.03
短期债务（亿元）	24.03	8.74	57.84	40.99
长期债务（亿元）	105.75	125.01	92.32	107.36
全部债务（亿元）	129.77	133.75	150.16	148.35
营业总收入（亿元）	12.05	3.08	3.11	2.39
营业成本（亿元）	1.63	0.78	0.52	0.35
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	1.66
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	13.84	2.83	2.88	2.21
经营活动现金流入小计（亿元）	16.43	5.38	6.06	6.19
经营活动现金流量净额（亿元）	9.19	-1.69	2.72	3.07
投资活动现金流量净额（亿元）	6.87	15.78	3.61	-39.69
筹资活动现金流量净额（亿元）	7.62	4.09	-0.52	-16.08
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	92.48
营业利润率（%）	84.71	69.94	77.33	80.28
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	43.22
全部债务资本化比率（%）	49.81	50.19	51.73	51.26
资产负债率（%）	55.61	55.73	54.11	53.44
流动比率（%）	312.51	488.88	270.66	372.21
速动比率（%）	309.21	484.07	268.07	368.65
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	1.75
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部有息债务数据未经调整；2. “/”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 2024 年前三季度财务报表整理

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%
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出) / 资产总额×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

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

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

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