

信用评级公告

联合〔2022〕4791号

联合资信评估股份有限公司通过对宝湾物流控股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，确定维持宝湾物流控股有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“21 宝湾物流 MTN001”“21 宝湾物流 MTN002”和“22 宝湾物流 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年七月十九日

宝湾物流控股有限公司 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
宝湾物流控股有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
21 宝湾物流 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
21 宝湾物流 MTN002	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
22 宝湾物流 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	到期兑付日
21 宝湾物流 MTN001	5.00	5.00	2024/01/29
21 宝湾物流 MTN002	7.00	7.00	2023/07/22
22 宝湾物流 MTN001	5.00	5.00	2025/03/11

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，其中“21 宝湾物流 MTN002”为永续债，到期日是首次赎回日

评级时间：2022 年 7 月 19 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级 模型（打分表）	V3.1.202204

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

宝湾物流控股有限公司（以下简称“公司”）作为中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“南山开发集团”）旗下物流园区核心运营平台，股东综合实力强，公司运营经验丰富。跟踪期内，公司园区经营规模有所增长，园区经营规模位居行业前列且布局较合理，部分园区有一定增值空间；公司收入规模和经营活动现金净流入规模有所增长。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到仓储物流行业竞争加剧及重资产属性下公司资产流动性偏弱，部分园区出租率较低；公司综合毛利率有所下滑、盈利能力偏弱，公司债务规模有所增长以及公司存在较大的资金支出压力和对外融资需求等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司目前在建物流园区项目较多、区域位置较好。未来随着在建园区项目的建成运营，公司收入水平有望得到进一步提高。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“21 宝湾物流 MTN001”“21 宝湾物流 MTN002”和“22 宝湾物流 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. **股东背景实力强、对公司支持度大。**公司实际控制人中国南山集团是以综合物流和房地产开发为核心主业的大型国有企业，公司作为其旗下主要物流业务运营主体，可得到股东大力支持。

2. **公司运营经验丰富，经营规模有所增长，园区区域布局较合理。**公司园区运营经验丰富，公司运营规模有所增长且规模较大，业务已基本覆盖全国一、二线城市的核心物流节点，园区布局较合理。

3. **跟踪期内，公司经营状况良好，部分园区有一定增值空间。**跟踪期内，公司收入和经营活动净流入规模均有所增长，公司仓库整体出租情况较好，公司投资性房地产按成本法计量，部分运营成熟的园区具备一定增值空间。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁻	评级结果		AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	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	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	6
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
公司股东实力强、对公司支持力度大				+2

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

分析师：赵兮 蒋旭

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

4. 2021 年，公司获得股东大额现金增资，有效提高其资本实力。2021 年 8 月 24 日，杭州萧山平安基石贰号股权投资有限公司（以下简称“基石贰号基金”）对公司现金增资 35.00 亿元，其中注册资本和实收资本增加 11.44 亿元，计入资本公积 23.56 亿元。

关注

1. 仓储物流行业竞争加剧，部分园区出租率较低，公司盈利指标偏弱。近年来国际、国内资本加大对仓储物流业的布局，行业竞争加剧。公司部分区域仓库出租率较低，园区单位租金水平涨幅不大，公司综合毛利率逐年下降，2021 年公司综合毛利率为 51.32%。

2. 重资产属性下公司资产流动性弱，存在较大的资本支出压力和融资需求。公司资产以非流动资产为主，公司债务规模有所增长，在建项目尚需投资规模较大，未来存在较大的资本支出压力和外部融资需求。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	7.62	11.83	23.32	16.29
资产总额(亿元)	120.42	157.32	206.32	203.47
所有者权益(亿元)	46.92	46.25	88.11	88.18
短期债务(亿元)	14.34	25.37	22.79	6.38
长期债务(亿元)	36.81	59.31	66.75	81.13
全部债务(亿元)	51.16	84.68	89.54	87.51
营业总收入(亿元)	9.64	11.80	14.72	4.03
利润总额(亿元)	1.01	13.14	1.01	0.24
EBITDA(亿元)	6.03	19.04	9.15	--
经营性净现金流(亿元)	5.75	7.85	10.86	2.58
营业利润率(%)	47.75	45.10	42.79	37.65
净资产收益率(%)	0.85	20.00	0.24	--
资产负债率(%)	61.03	70.60	57.29	56.66
全部债务资本化比率(%)	52.16	64.68	50.40	49.81
流动比率(%)	34.59	53.51	66.05	82.06
经营现金流动负债比(%)	16.50	22.50	23.58	--
现金短期债务比(倍)	0.53	0.47	1.02	2.55
EBITDA 利息倍数(倍)	2.63	5.86	2.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.48	4.45	9.79	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	84.93	134.96	170.34	165.84
所有者权益(亿元)	48.15	48.15	90.68	91.79
全部债务(亿元)	26.83	52.72	60.59	52.72
营业收入(亿元)	0.00	0.07	0.07	0.00
利润总额(亿元)	1.33	13.91	0.72	1.13
资产负债率(%)	43.31	64.32	46.77	44.65
全部债务资本化比率(%)	35.78	52.26	40.06	36.48
流动比率(%)	258.16	173.72	226.38	350.95
经营现金流动负债比(%)	-3.75	-1.98	-0.35	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计，公司财务数据均使用期末审定数；2. 公司合并层面其他流动负债、其他应付款和长期流动负债中的计息债务已计入有息债务，母公司债务未经调整；3. “--”代表计算无意义的数，“/”代表未获取数据

资料来源：联合资信根据财务报告整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 宝湾物流 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/01/17	赵 兮 蒋 旭	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907/一般工商企业信用评级模型	阅读全文
21 宝湾物流 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021/07/13	赵 兮 戴彤羽	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907/一般工商企业信用评级模型	阅读全文
21 宝湾物流 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021/06/25	赵 兮 蒋 旭	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907/一般工商企业信用评级模型	阅读全文
21 宝湾物流 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/12/29	尹金泽 戴彤羽	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907/一般工商企业信用评级模型	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

声 明

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

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

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

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

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

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

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

八、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。

宝湾物流控股有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于宝湾物流控股有限公司（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

公司成立于 2011 年 7 月，注册资本 15000.00 万元。截至 2021 年底，公司注册资本 36.44 亿元，公司直接控股股东为深圳市新南山控股(集团)股份有限公司（以下简称“南山控股”，证券代码：002314SZ），持股比例 53.07%；实际控制人为中国南山开发(集团)股份有限公司（以下简称“中国南山集团”），持股比例合计 52.03%。

2021 年，公司经营范围较上年无变化。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 206.32 亿元，所有者权益 88.11 亿元（含少数股东权益 1.92 亿元）；2021 年，公司营业收入 14.72 亿元，利润总额 1.01 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 203.47 亿元，所有者权益 88.18 亿元（含少数股东权益 1.93 亿元）；2022 年 1—3 月，公司营业收入 4.03 亿元，利润总额 0.24 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 2301；法定代表人：舒谦。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 6 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 截至 2022 年 5 月底公司存续债券概况
(单位：亿元、年)

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
21 宝湾物流 MTN001	5.00	5.00	2021/01/29	3
21 宝湾物流 MTN002	7.00	7.00	2021/07/22	2 (2+N)
22 宝湾物流 MTN001	5.00	5.00	2022/03/11	3

注：21 宝湾物流 MTN002 为永续债

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的

几何平均增长率，下同。

年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，

各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政

策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背

景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、物流行业概况

2021 年，物流需求规模再创新高，行业处于高位景气区间，社会物流总额增速恢复至正常年份平均水平。

2021 年，我国物流呈现坚实复苏态势，实体经济持续稳定恢复拉动物流需求快速增长。2021 年全年物流业景气指数平均为 53.4%，较上年提高 1.7 个百分点。物流企业业务量及订单指数均位于较高景气水平，且总体水平有所提升，物流主体活力进一步激发。从年内走势看，一季度景气指数平均为 53%，实现良好开局，二季度回升至 55.9% 的高点，下半年指数出现一定波动，三季度回落至 51.3%，四季度缓中趋稳回升到 53.2%，物流业韧性提升，实现良好开局

2021 年，全年社会物流总额 335.2 万亿元，是“十三五”初期的 1.5 倍。按可比价格计算，同比增长 9.2%，两年年均增长 6.2%。从年内走势看，由于受下半年散发疫情和上年同期基数较高等因素影响，走势前高后低。一季度同比增长 24.2%，上半年增长 15.7%，前三季度增长 10.5%。

社会物流总额与 GDP 对比来看，与疫情前的 2018、2019 年不同，2020 年以来社会物流总额增速持续高于 GDP 增长，物流需求系数持续提升，显示在疫情压力持续存在的情况下，生产、出口、消费等实物流恢复保持良好势头，实体经济是物流需求复苏的主要支撑土地市场与信贷环境

从社会物流总额结构看，物流需求结构随经济结构调整、产业升级同步变化。工业物流总体稳中有进，国际进口物流下行压力较大，民生消费物流保持平稳增长。产业升级带来的高技

术制造物流需求发展趋势向好，引领带动作用增强。

工业制造物流方面，创新动能有效增强，工业制造物流需求较快增长。全年工业物流需求总体保持较快增长。2021 年工业品物流总额同比增长 9.6%，增速比上年加快 6.8 个百分点；两年平均增长 6.1%，增速接近疫情前水平。其中制造业中出口相关以及高新制造业物流需求发展较好，全年装备制造业、高技术制造业物流需求比上年增长 12.9%、18.2%，增速高于全部工业平均水平 3.3、8.6 个百分点，是工业物流恢复的主要拉动力。

消费物流方面，2021 年，消费物流保持恢复性增长，新业态新模式快速增长，单位与居民物品物流总额同比增长 10.2%，连续多月保持 10% 以上。从年内走势看，民生物流总额增速有所趋缓，增速比前三季度回落 3.6 个百分点。疫情影响下，电商、网络购物已经成为居民消费的重要渠道，带动电商快递业务量加速扩张。中国电商物流指数显示，2021 年总指数平均值为 110.3 点，较 2020 年回升 2.4 个点，需求端总业务量和农村业务量增速超过 20%；供给端恢复较快，库存周转指数、人员指数、实载率指数、成本指数均值均超过 2019 年疫情前水平。全年全国实物商品网上零售额增长 12.0%，国家邮政局数据显示，全年快递业务量完成 1085 亿件。

物流企业竞争力提升，行业集中度提高。

物流产业经受了国际严峻环境和国内疫情等多重考验，服务能力有所增强，头部企业竞争力提升。截至 2021 年末，全国 A 级物流企业近 8000 家，50 强物流企业收入合计 1.4 万亿元，同比增长 16.6%。物流行业各领域龙头企业加快兼并重组和上市步伐，央企物流“国家队”重组整合拉开序幕，中国物流集团正式成立。市场集中度进一步提升，50 强物流企业收入合计占物流业总收入的比例提升至 13%，是近年来的最高水平。

物流政策环境良好，产业地位稳中有升。

2021 年是“十四五”规划的开局之年，党中央、国务院高度重视构建现代物流体系，物流

产业地位稳中有升。交通部、发改委、商务部、农业农村部等多部委针对我国物流产业的发展规划、体系构建、组织管理、服务标准等多个方面密集出台了一系列政策，为我国物流产业健康发展提供了坚实的政策保障。

党中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，提出到 2035 年要建成“全球 123”快货物流圈，国内 1 天送达、周边国家 2 天送达、全球主要城市 3 天送达。国务院印发《2030 年前碳达峰行动方案》，交通运输绿色低碳行动纳入“碳达峰十大行动”。《“十四五”现代流通体系建设规划》对现代流通体系建设进行了战略性布局、系统性谋划，提出一系列可操作、可落地的重点任务，为进一步扩大流通规模，提高流通效率，推动流通领域创新，激发流通企业活力提供有力支撑。《“十四五”冷链物流发展规划》提出到 2025 年布局建设 100 个左右国家骨干冷链物流基地，同时针对冷链物流“最先一公里”和“最后一公里”等行业难题提出了科学可行的指导方案，规划提出打造“三级节点、两大系统、一体化网络”的冷链物流运行体系。国家发展改革委发布“十四五”首批国家物流枢纽建设名单，国家物流枢纽增至 70 家，支持重大物流基础设施互联成网，形成枢纽经济新增长极。国办印发《推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案》提出到 2025 年，多式联运发展水平明显提升，基本形成大宗货物及集装箱中长距离运输以铁路和水路为主的发展格局，全国铁路和水路货运量比 2020 年分别增长 10% 和 12% 左右，集装箱铁水联运量年均增长 15% 以上，运输结构调整进入新阶段。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。截至 2022 年 3 月底，公司注册资本 36.44 亿元，直接控股股东为南山控股持股比例为 53.07%；实际控制人中国南山集团间接和直接持股比例合计 52.03%。

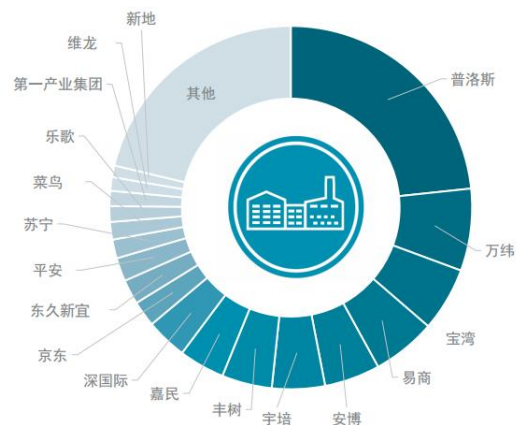
2. 企业规模及竞争力

公司在仓储物流行业内竞争优势较明显，物流园区运营规模大。

公司自 2003 年进入物流园区行业，凭借多年经营石油后勤服务基地的丰富经验快速发展，在国内物流园区开发商和运营商中均位居前列，在行业内具有一定的品牌知名度。

公司仓储业务基本覆盖全国一、二线城市的核心物流节点，包括北京、上海和广州一线城市和天津、南京、长沙、武汉和成都等核心二线城市，公司在仓储物流行业内竞争优势较明显，物流园区运营规模大，根据戴德梁行发布的中国物流行业报告显示，公司在 2022 年第一季度内地物流地产运营商存量排名中位居第三。截至 2022 年 3 月底，公司物流运营园区共 55 个，物流园区可租面积 513.80 万平方米。

图 1 2022 年第一季度内地物流地产运营商存量占比图



注：按内地物流地产运营商存量占有率 > 1%
资料来源：戴德梁行研究部，产业地产部

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2022 年 5 月 9 日，公司未结清和已结清信贷信息中均无不良和关注类信贷信息记录。

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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2022 年 7 月 10 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

公司治理与管理情况较为稳定。

跟踪期内，公司法人治理结构及主要管理制度未发生变化，公司治理与管理较为稳定。

八、重大事项

2021 年，公司获得股东大额现金增资，有效提高其资本实力。

2021 年 6 月 28 日，南山控股召开第六届董事会第九次会议，审议沟通《关于子公司公开挂牌增资扩股引入投资者的议案》，公司拟通过公开挂牌方式增资扩股引入投资者，增资的股权比例不超过 33%，增资金额最终按挂牌成交价确定，具体内容详见公司于 2021 年 6 月 29 日再《证券时报》及巨潮资讯网披露的《关于子公司公开挂牌增资扩股引入投资者的公告》。

2021 年 8 月 24 日，公司收到杭州萧山平安基石贰号股权投资有限公司（以下简称“基石贰号基金”）的投资意向，2021 年 8 月 27 日，南山控股、中国南山集团、公司和基石贰号基金共同签署相关增资协议，基石贰号基金以现金形式分两次向公司增资 35.00 亿元，其中注册资本和实收资本增加 11.44 亿元，计入资本公积 23.56 亿元，《增资协议补充协议》中规定了公司业绩承诺及优先分红权、转让限制权和基石贰号基金的优先认购权，并对公司治理结构进行重新安排，董事会 7 人中，南山控股、中国南山集团和基石贰号基金委派董事人数分别为 4 人、1 人和 2 人，并对部分重大事项约定一致通过流程。此外，协议还约定了退出方式，基石贰号基金有权按照约定的特殊事项退出或行使其他权利，具体内容详见公司于 2021 年 8 月 31 日发布的《深圳市新南山控股(集团)股份有限公司关于子公司公开挂牌增资扩股引入投资者的进展公告》。截至目前公司已收到 35.00 亿元增资款。

表3 增资完成后公司注册资本和股权比例情况
(单位: 万元、%)

股东简称	认缴出资额	增资后持股比例	出资方式
南山控股	193400	53.07	货币
中国南山集团	56600	15.53	货币
基石贰号基金	114400	31.40	货币
合计	364400	100.00	货币

资料来源: 公司提供

九、经营分析

1. 经营概况

公司业务仍以物流园堆存(仓储)为主。

2021年, 公司收入有所增长, 综合毛利率有所下降。

2021年, 公司营业收入同比增长24.72%, 综合毛利率同比下降2.14个百分点。公司主营业务突出, 2021年, 堆存(仓储)业务收入占营业收入78.27%, 收入和毛利率水平受堆存(仓

储)业务影响较大。从收入构成来看, 2021年, 堆存(仓储)业务收入同比增长24.55%, 主要系公司运营物流园区规模增长所致; 随着园区规模增加, 相关配套服务收入增加, 运输业务板块和办公租赁及代理业务板块的收入分别同比增长3.98%和48.72%; 其他业务收入规模较小, 对公司收入规模影响不大。

从综合毛利率细分板块看, 2021年, 公司堆存(仓储)业务毛利率下滑3.51个百分点, 主要系公司新投入物流园运营规模较大且目前处于招租和试运营阶段以及公司对投资性房地产采用成本法计量等综合因素所致; 公司运输业务和装卸业务属于配套辅助业务, 毛利率水平低, 其中运输业务毛利率小幅提升, 办公租赁及代理业务毛利率减少3.95个百分点; 其他业务收入规模较小, 对公司毛利率影响不大。

表4 公司营业收入及毛利率情况(单位: 亿元、%)

业务板块	2019年			2020年			2021年			2022年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
堆存(仓储)业务	8.07	83.70	63.97	9.25	78.36	62.72	11.52	78.27	59.21	3.01	74.83	56.85
运输业务	0.48	4.99	0.12	1.25	10.59	2.76	1.30	8.83	3.37	0.32	8.07	4.36
办公租赁及代理业务	0.84	8.72	39.74	1.00	8.44	41.96	1.49	10.10	38.01	0.40	9.88	31.58
装卸业务	0.23	2.43	-18.14	0.18	1.56	-14.03	0.24	1.63	-8.27	0.06	1.61	-1.52
其他业务	0.02	0.16	76.72	0.12	1.06	65.70	0.17	1.17	83.66	0.23	5.62	12.28
合计	9.64	100.00	56.69	11.80	100.00	53.46	14.72	100.00	51.32	4.03	100.00	46.68

注: 尾差系数据四舍五入所致。

资料来源: 公司提供

2022年1-3月, 公司营业收入同比增长19.44%, 综合毛利率较上年减少6.86个百分点。

2. 物流园区运营情况

(1) 地块获取及园区开发建设情况

2021年, 公司新增土地面积有所下降。

表5 公司获取项目情况(单位: 个、亩)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
新获取物流园项目数量	9	9	3	1
新获取物流园土地面积	982.40	1119.60	668.00	50.00

资料来源: 公司提供

2021年, 公司拿地规模有所下降, 新增物流园土地面积同比下降40.34%, 新增的物流园3个项目分别位于北京市、佛山市和西安市, 获取方式均为二手收购。截至2021年底, 公司储备项目土地规模较充足。

2021年, 公司新投入园区可租面积有所增长, 截至2022年3月底, 公司在建项目整体布局较好, 但待建园区所需资金规模较大且开发周期较长, 公司面临较大的资本支出压力。

2021年, 公司新投入园区可租面积有所增长, 截至2022年3月底, 公司主要在建项目尚需投入资金25.32亿元, 其中2022年计划投资10.85亿元; 此外, 公司拟建项目共5个, 预计

总投资 33.80 亿元。考虑到公司物流园前期建设投入资金较大，且收益回收期较长，公司面临一定资本支出压力。

表 6 公司园区开发建设情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
本期新投入运营物流园数量（个）	5	11	11	5
本期新投入运营物流园可租面积（万平方米）	26.50	104.88	111.56	26.86
本期在建物流园数量（个）	14	14	17	8
本期在建物流园建筑面积（万平方米）	176.27	129.32	224.78	131.26

资料来源：公司提供

（2）园区运营情况

2021 年，公司物流园区经营规模有所增长，单位租金水平有所提升，仓库整体出租率水平较好，客户质量较好且集中度较低，但部分园区出租率较低且有所下滑、园区租金水平提升不大。

截至 2022 年 3 月底，公司物流运营园区共 55 个，其中并表项目 53 个，从项目获取方式看，一手政府供地 42 个、二手收购 13 个。

表 7 近年来公司投入运营园区情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
期末可租面积（万平方米）	270.50	375.38	486.94	513.80
期末出租率（%）	91.65	92.70	94.50	87.80
期末单位租金水平（元/平方米/月）	29.19	29.50	29.60	30.60

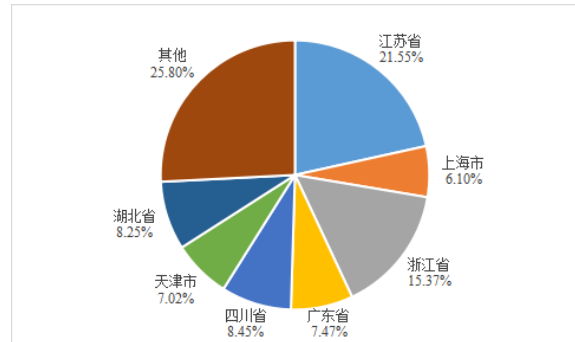
注：2020 年、2021 年及 2022 年一季度公司期末可租面积包括表外项目面积 24.90 万平方米

资料来源：公司提供

从出租率看，2019—2021 年末，公司出租率有所波动但维持在较高水平。截至 2021 年底，公司物流园区整体出租率同比增加 1.80 个百分点，除租期到期以及受疫情影响等原因导致部分园区出租率下滑外，江苏镇江新区宝湾出租率仍在较低水平，主要系区位较弱所致，武汉汉南宝湾出租率较低，主要系汉南当地市场近期新增仓库供给量较大，导致出租率下滑所致，此外，天津部分园区受宏观经济、区域市场情况等因素影响出租率水平较低。从单位租金水平看，公司 2019—2021 年单位租金水平逐年增长但提

升幅度不大。从可租面积看，2019—2021 年末，公司可租面积持续较快增长，截至 2021 年底，公司物流园区可租面积 486.94 万平方米，同比增长 29.72%，截至 2021 年底公司主要物流园可租面积城市分布情况详见下图。

图 2 截至 2021 年底公司主要物流园可租面积城市分布情况



注：其他主要包括河南省、陕西省、河北省、湖南省、山东省、重庆市、北京市、云南省和贵州省

资料来源：根据公司提供资料整理

从客户看，公司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。2021 年，公司前五大客户收入占比 16.81%，客户较分散、集中风险低。

表 8 2021 年公司前五位客户情况（单位：万元、%）

客户	收入	占比
苏州交运物流有限公司	7587.49	5.15
利丰供应链管理（中国）有限公司	4902.05	3.33
广州顺丰速运有限公司	4564.19	3.10
武汉屈臣氏个人用品商店有限公司	3920.23	2.66
芜湖安得智联科技有限公司	3777.02	2.57
合计	24750.97	16.81

资料来源：公司提供

从区域收入贡献看，公司 2021 年物流园仓储收入主要来源于江苏省（占 21.53%）、上海市（占 13.22%）、浙江省（占 11.38%）、广东省（占 9.95%）和四川省（占 6.74%）。

3. 未来发展

公司未来发展规划比较明确。

公司未来仍以物流为主业，坚持“稳健发

展、优中选优”的原则，完善平台化操作和加速网络布局，战略目标为实现管理面积 1000 万平米。公司将综合国内外宏观经济形势、政府土地供应和市场需求变化以及企业自身发展情况，继续保持一定的投资节奏和速度，建立多元、健康的物流生态圈。同时，公司将积极探索新的模式，逐步建立“募投管退”资产管理能力，积极推进资产证券化、物流基金、公募 REITs（或类 REITs）等工作，优化提升资产效益，业务滚动发展的资本闭环和可持续发展模式。公司未来发展规划比较明确。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对上述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2022年1—3月财务报表未经审计。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 206.32 亿元，所有者权益 88.11 亿元（含少数股东权益 1.92 亿元）；2021 年，公司营业总收入 14.72 亿元，利润总额 1.01 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 203.47 亿元，所有者权益 88.18 亿元（含少数股东权益 1.93 亿元）；2022 年 1—3 月，公司营业总收入 4.03 亿元，利润总额 0.24 亿元。

2. 资产质量

随着公司加大投资建设力度，公司规模快速增长，其中非流动资产规模大，部分成熟物流园具备一定增值空间，资产受限比例尚可，资产流动性弱。

截至2021年底，公司合并资产总额较上年底增长30.76%，资产结构仍以非流动资产为主。

表 9 2019 - 2022 年 3 月末公司资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.55	6.27	11.78	7.48	23.24	11.26	16.29	8.01
流动资产	12.05	10.01	18.68	11.87	30.42	14.75	23.61	11.60
投资性房地产	26.14	21.71	38.78	24.65	53.58	25.97	60.53	29.75
固定资产	18.60	15.45	20.61	13.10	31.45	15.24	35.72	17.56
在建工程	23.14	19.22	32.29	20.52	30.49	14.78	26.12	12.84
无形资产	38.04	31.59	41.32	26.27	47.20	22.88	51.79	25.45
非流动资产	108.37	89.99	138.65	88.13	175.89	85.25	179.87	88.40
资产总额	120.42	100.00	157.32	100.00	206.32	100.00	203.47	100.00

注：占比为占总资产的比例

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2021年底，流动资产较上年底增长60.13%，流动资产主要由货币资金构成。

截至2021年底，公司货币资金较上年底增长97.26%，主要系公司本年租金收入增加和偿还债务规模所致。货币资金中银行借款占95.27%，货币资金受限比例为4.35%，受限程度较低。

截至2021年底，公司非流动资产较上年底增长26.74%，非流动资产主要由投资性房地产、固定资产、在建工程 and 无形资产构成。

公司投资性房地产采用成本模式进行后续计量，部分成熟物流园具有一定升值空间。截至

2021年底，公司投资性房地产较上年底增长38.18%，累计折旧7.06亿元，投资性房地产受限比例为26.88%，受限程度略高。

公司固定资产主要包括园区内的办公楼、道路、配套设施（给排水设施、消防设施、电气供暖设施、修理间、门卫室、岗亭、充电间等）、绿化、园区设备（电梯、叉车等）和办公设备等。截至2021年底，公司固定资产较上年底增长51.86%，固定资产主要由房屋及建筑物（占92.75%）构成，累计计提折旧4.94亿元，固定资产受限比例为28.90%，受限程度略高。

截至2021年底，公司在建工程较上年底下降5.56%。在建工程情况详见经营分析。

截至2021年底，公司无形资产较上年底增长14.12%，主要系收购子公司相应资产增加所致，其中土地使用权占99.64%构成，累计摊销5.32亿元，无形资产受限比例为26.42%，受限程度略高。

截至2021年底，公司所有权受到限制的资产合计36.96亿元，占期末总资产比例为17.91%，公司资产受限程度尚可。

表 10 截至 2021 年底公司资产受限情况（单位：亿元）

资产名称	受限金额	受限原因
货币资金	1.01	农民工工资保证金、质押保证金及监管资金
固定资产	9.09	借款抵押
投资性房地产	14.40	借款抵押
无形资产	12.47	借款质押
合计	36.96	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司财务报告

截至2022年3月底，公司合并资产总额203.47亿元，资产规模和结构较上年底变动不大。其中，公司货币资金较上年底下降29.89%

至16.29亿元，主要系公司偿还债务规模增加所致。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2021年8月，公司获得股东现金增资，公司所有者权益规模和资本实力提升，权益稳定性较强。

截至2021年底，公司所有者权益较上年底增长88.87%至88.11亿元，其中，归属于母公司所有者权益占97.83%，少数股东权益占2.17%。所有者权益主要由实收资本（占41.36%）、资本公积（占35.76%）和未分配利润（占10.56%）构成，公司权益稳定性较强。

截至2022年3月底，公司所有者权益88.18亿元，所有者权益规模和结构较上年底变动不大。

（2）负债

随着公司加大投资建设力度，公司债务规模有所增长，债务期限结构偏长，融资渠道较合理，整体债务负担尚可。

截至2021年底，公司负债总额较上年底增长6.37%，负债结构以非流动负债为主。

表 11 2019 - 2022 年 3 月末公司负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	19.38	26.37	19.34	17.41	21.41	18.11	20.19	17.51
一年内到期的非流动负债	3.68	5.00	2.94	2.65	21.16	17.90	2.84	2.46
流动负债	34.83	47.39	34.90	31.42	46.06	38.97	28.77	24.95
长期借款	13.70	18.64	29.30	26.38	48.41	40.95	57.93	50.24
应付债券	16.95	23.06	30.01	27.02	18.09	15.30	23.04	19.98
非流动负债	38.66	52.61	76.17	68.58	72.14	61.03	86.53	75.05
负债总额	73.50	100.00	111.08	100.00	118.20	100.00	115.30	100.00

注：占比为占总负债的比例

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2021年底，公司流动负债较上年底增长31.78%，流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

截至2021年底，公司其他应付款较上年底增长10.39%，主要系应付工程款增加所致。截至2021年底，公司其他应付款中应付工程款占79.78%。

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底增长620.01%，主要系应付债券重分类所致。同期，公司应付债券较上年底下降39.73%至18.09亿元。

截至2021年底，公司非流动负债较上年底下降5.29%，非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。

截至2021年底，公司长期借款较上年底增长65.23%，其中信用借款占36.82%；长期借款利率范围为4.00%至5.64%。

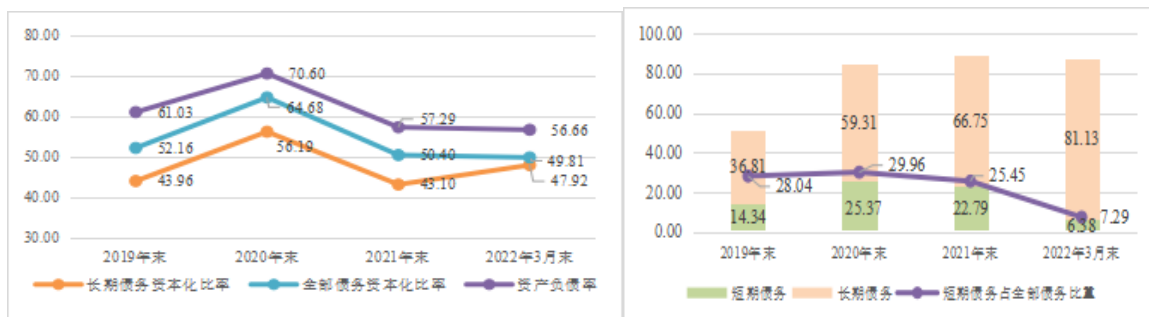
截至2021年底，公司应付债券较上年底下降39.73%。

表 12 公司债务渠道情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年 3 月	利率范围
银行贷款	45.75	56.06	4.00%-5.19%
信托机构	8.00	8.00	4.50%-5.00%
债券	5.00	10.00	3.40%-4.13%
结构化产品	30.07	13.16	3.00%-3.50%
股东借款	0.13	0.12	4.00%-4.50%

资料来源：公司提供

图3 公司债务及其相关指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2022年3月底，公司负债总额115.30亿元，较上年底下降2.46%，负债规模和负债结构较上年底变化不大。截至2022年3月底，公司全部债务87.51亿元，较上年底下降2.27%，债务规模和债务结构较上年底变化不大。截至2022年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降。

4. 盈利能力

2021 年，公司收入有所增长，利润规模下滑，整体看，公司盈利能力偏弱。

2021 年，公司营业收入和毛利率等情况详见经营部分分析。随着公司物流园区折旧，公司营业成本同比增长 30.45%至 7.17 亿元。

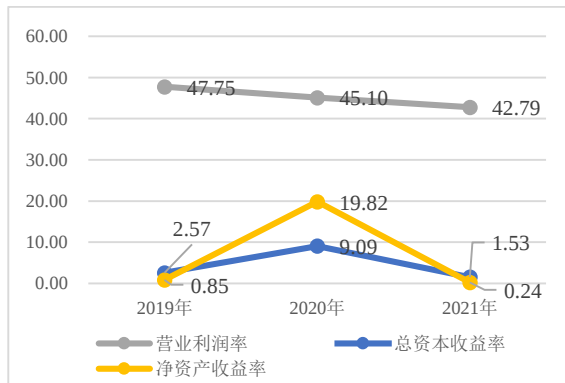
2021 年，公司费用总额同比增长 20.87%至 5.60 亿元，期间费用以管理费用（占 35.33%）和财务费用（占 64.45%）为主。随着公司债务规模不断增长，公司财务费用同比增长 36.79%至 3.61 亿元。2021 年，公司期间费用率同比下

本报告将其他应付款和其他非流动负债中计息部分调入有息债务。截至2021年底，公司全部债务89.54亿元，较上年底增长5.74%，债务结构以长期债务为主（占74.55%），截至2021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分别为57.29%、50.40%和43.10%。整体看，公司债务负担尚可。

降 1.21 个百分点至 38.06%，公司期间费用对整体利润存在一定侵蚀，公司费用控制能力有待提升。2021 年，非经营性损益对公司利润影响不大。

从盈利指标看，2021年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均有所下滑，公司盈利能力指标表现偏弱。

图 4 公司盈利能力指标变化情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5. 现金流

2021年，公司经营活动现金流净流入规模有所增长，但仍无法弥补投资活动净流出规模；考虑到公司开发建设支出需求和资产流动性等情况，公司仍存在较大的外部筹资需求。

表 13 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
销售商品、提供劳务收到的现金	10.12	12.24	15.62	4.06
经营活动现金流入小计	11.24	14.64	18.66	4.82
购买商品、接受劳务支付的现金	1.81	2.78	3.37	1.03
经营活动现金流出小计	5.50	6.79	7.80	2.24
经营活动现金流量净额	5.75	7.85	10.86	2.58
投资活动现金流入小计	0.01	17.89	0.19	0.04
投资活动现金流出小计	21.06	42.42	36.86	7.84
投资活动现金流量净额	-21.05	-24.53	-36.67	-7.80
筹资活动前现金流量净额	-15.31	-16.67	-25.81	-5.22
筹资活动现金流入小计	41.96	89.20	79.54	30.77
筹资活动现金流出小计	30.37	69.85	40.40	32.52
筹资活动现金流量净额	11.59	19.35	39.14	-1.74

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2021年，随着公司物流园区租金收入增加，公司经营活动现金流入同比增长27.44%；随着公司物流园开发建设力度增大，经营活动现金流出同比增长14.89%。综上，公司经营活动现金持续净流入且规模同比增长38.28%。2021年，公司现金收入比同比提高2.35个百分点至106.08%，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入规模较小；投资活动现金流出同比下降13.10%，主要系公司本年度获取项目支出减少所致。综上，公司投资活动现金持续净流出且规模同比增长49.51%。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为-25.81亿元，经营活动无法覆盖投资活动现金流，考虑公司在建工程尚需投资规模较大，公司对外融资需求较大。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现

金流入同比下降10.83%，主要系公司取得借款规模减少所致；筹资活动现金流出同比下降42.16%，主要系公司偿还债务规模较大所致。综上，公司筹资活动现金持续净流入且规模同比增长102.27%。

2022年1-3月，公司经营活动现金流持续净流入；投资活动现金流持续净流出，筹资活动现金流净额-1.74亿元，由净流入转为净流出。

6. 偿债指标

因获得现金增资，公司偿债指标显著提升，但长短期偿债指标表现偏弱，考虑到公司股东支持力度大、园区运营良好和融资渠道畅通等因素，公司整体偿债能力很强。

表 14 公司偿债指标

项目	项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
短期偿债指标	流动比率（%）	34.59	53.51	66.05	82.06
	速动比率（%）	34.54	53.47	66.00	82.00
	现金类资产/短期债务（倍）	0.53	0.47	1.03	2.55
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	6.03	19.04	9.15	--
	全部债务/EBITDA（倍）	8.48	4.45	9.79	--
	EBITDA/利息支出（倍）	2.63	5.86	2.07	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，截至2021年底，公司流动比率与速动比率均有所提升，流动资产对流动负债的保障程度仍偏弱，现金短期债务比提高至1.03倍，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。整体看，公司短期偿债指标表现偏弱。截至2022年3月底，公司现金短期债务比提升至2.55倍，流动比率和速动比率亦有所提升。

从长期偿债指标看，2021年，公司EBITDA同比下降51.96%，公司EBITDA主要由折旧（占35.64%）、摊销（占11.69%）、计入财务费用的利息支出（占41.59%）和利润总额（占11.08%）构成。2021年，公司EBITDA利息倍数有所下降，但EBITDA对利息的覆盖程度仍属较高；公司全部债务/EBITDA增幅较大，EBITDA对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期债务偿债指

标表现尚可。

截至2022年3月底，公司无对外担保、无重大未决诉讼。

截至2022年3月底，公司共计获得银行授信额度134.89亿元，剩余可使用额度78.82亿元。

7. 公司本部（母公司）财务分析

母公司为控股平台，基本无经营性业务，收入和现金流规模小，权益稳定性强。截至2021年底，母公司债务负担尚可。

截至2021年底，母公司资产总额较上年底增长26.22%至170.34亿元。其中，流动资产占47.79%，非流动资产占52.21%。从构成看，流动资产主要由货币资金（占25.09%）和其他应收款（合计）（占73.77%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占88.87%）和其他非流动资产（占10.02%）构成。截至2021年底，母公司货币资金为20.43亿元。

截至2021年底，母公司负债总额较上年底下降8.23%至79.66亿元。其中，流动负债占45.14%，非流动负债占54.86%。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占44.76%）和一年内到期的非流动负债（占50.82%）构成；非流动负债主要由长期借款（占50.40%）、应付债券（占42.98%）和递延所得税负债（占6.61%）构成。

截至2021年底，母公司全部债务60.59亿元，其中，短期债务为19.78亿元，资产负债率为46.77%，全部债务资本化比率40.06%，母公司债务负担较轻。

截至2021年底，母公司所有者权益较上年底增长88.31%至90.68亿元。母公司所有者权益主要由实收资本（占40.19%）、资本公积（占34.67%）和未分配利润（占15.30%）构成，所有者权益稳定性较好。

2021年，母公司营业收入0.07亿元，投资收益1.59亿元，利润总额0.72亿元。

2021年，公司母公司经营活动和投资活动现金流持续净流出，筹资活动现金流净额29.21亿元。

十一、外部支持

股东背景实力雄厚，公司作为股东重要的物流园运营平台，获得股东支持力度大。

公司实际控制人中国南山集团成立于1982年，因应国家南海石油开发战略而生，是中国第一家股份制企业，现已发展成一家以综合物流、房地产开发和制造业务为主业的综合性大型企业集团。截至2021年9月底，中国南山集团注册资本180000万元人民币，第一大股东为招商局（南山）控股有限公司，其实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，第二大股东及第三大股东分别为深圳市投资控股有限公司和广东省环保集团有限公司，实际控制人分别为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会和广东省人民政府。公司控股股东南山控股作为中国南山集团旗下主要的上市平台，涉及综合物流、产城综合开发、金融服务和资产管理等产业领域，业务覆盖国内30多个重点城市，客户遍布全球。公司作为股东重要的物流园运营平台，可获得股东支持力度大，增信担保方面，截至2021年底，中国南山集团为公司提供担保8.00亿元。资金方面，截至2021年底，股东对公司提供的贷款余额为14.51亿元。

十二、债券偿还能力分析

公司对存续债偿还能力尚可。

截至2021年底，公司存续债券余额共17.00亿元，其中一年内到期金额（即未来待偿债券本金峰值）7.00亿元。

截至2021年底，公司未受限货币资金为22.23亿元，为存续债券余额（17.00亿元）的1.31倍；2021年，公司经营活动现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为18.66亿元、10.86亿元和9.15亿元，分别为存续债券余额（17.00亿元）的1.10倍、0.64倍和0.54倍，公司经营活动现金流入和EBITDA对存续债券余额保障程度尚可。

表 15 公司存续债券保障情况

项 目	2021 年
本年度剩余应到期债券金额（亿元）	17.00
未来待偿债券本金峰值（亿元）	7.00
现金类资产/本年度剩余到期债券金额（倍）	1.31
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	2.67
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	1.55
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	1.31

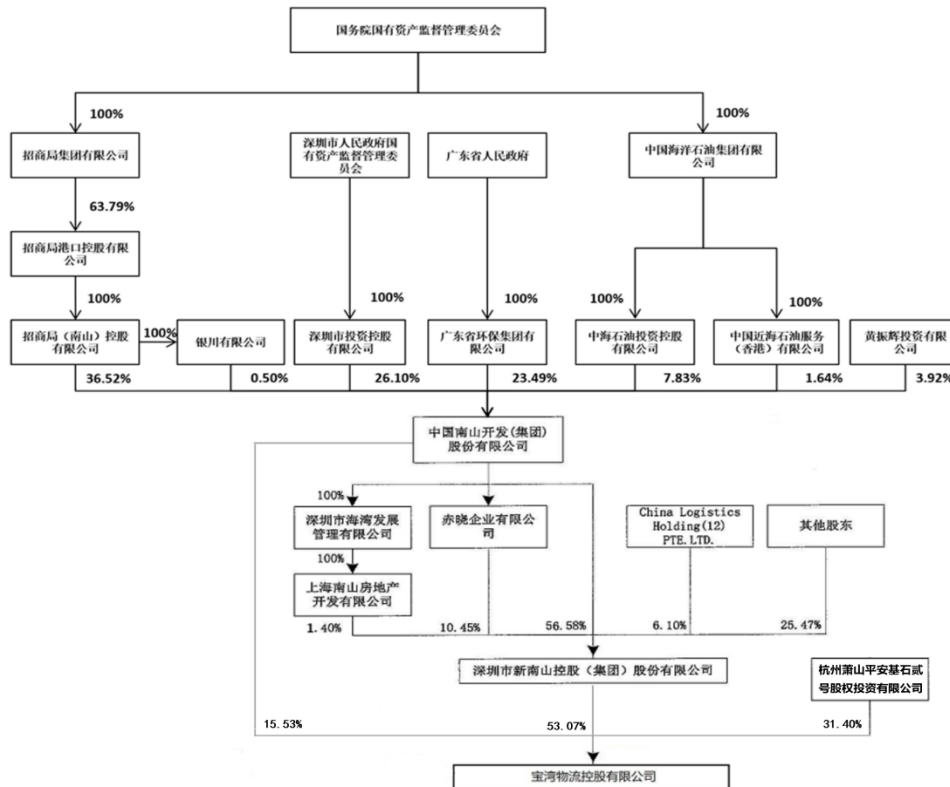
注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新2021年底财务数据，已剔除受限资金和监管资金，经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA均采用2021年度数据

资料来源：联合资信根据公司最新财务报表及公开资料整理

十三、结论

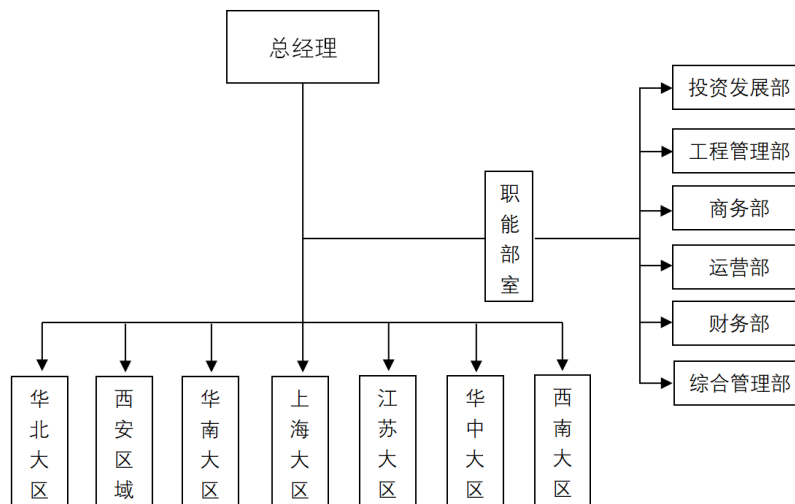
基于对公司经营风险、财务风险和外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“21宝湾物流MTN001”“21宝湾物流MTN002”和“22宝湾物流MTN001”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底公司子公司情况

公司名称	主要经营地/注册地	业务性质	持股比例 (%)	
			直接	间接
淮安宝湾国际物流有限公司	淮安	仓储物流业	100	--
宝湾冷链物流投资（深圳）有限公司	深圳	投资	100	--
宝湾物流控股（深圳）有限公司	深圳	投资	100	--
成都青白江宝湾供应链管理有限公司	成都	仓储物流业	100	--
践远投资（成都）有限公司	成都	投资	100	--
江苏宝湾智慧供应链管理有限公司	南京	仓储物流业	70	--
以新投资（成都）有限公司	成都	投资	100	--
宁波镇海宝湾国际物流有限公司	宁波	仓储物流业	100	--
重庆两江宝湾物流有限公司	重庆	仓储物流业	95	--
湖州宝湾供应链管理有限公司	湖州	服务业	--	100
宝湾库迈（上海）信息技术有限公司	上海	商贸	100	--
浙江义乌宝湾国际物流有限公司	义乌	仓储物流业	100	--
成都宝湾物流资产管理有限公司	成都	仓储物流业	70	--
天津宝湾冷链物流有限公司	天津	仓储物流业	--	100
中旺精密机械（吴江）有限公司	苏州	制造业	100	--
江门市宝鹤物流有限公司	鹤山	仓储物流业	--	99.29
武汉市沁园饮料有限公司	武汉	制造业	--	100
宝埔物流科技（深圳）有限公司	深圳	技术服务业	100	--
上海宝湾国际物流有限公司	上海	仓储物流业	100	--
昆山宝湾国际物流有限公司	昆山	仓储物流业	100	--
天津宝湾国际物流有限公司	天津	仓储物流业	100	--
天津市津南区宝湾国际物流有限公司	天津	仓储物流业	--	100
廊坊宝湾国际物流有限公司	廊坊	仓储物流业	100	--
西安宝湾国际物流有限公司	西安	仓储物流业	100	--
咸阳宝湾国际物流有限公司	咸阳	仓储物流业	100	--
青岛胶州宝湾国际物流有限公司	胶州	仓储物流业	100	--
无锡宝湾仓储设施有限公司	无锡	仓储物流业	100	--
中国汇通（香港）有限公司	香港	投资业	--	100
镇江深基地仓储有限公司	镇江	仓储物流业	--	100
江阴宝湾国际物流有限公司	江阴	仓储物流业	--	100
江苏宝湾国际物流有限公司	南京	仓储物流业	--	100
南通锡通宝湾物流有限公司	南通	仓储物流业	--	100
宝湾供应链管理（无锡）有限公司	无锡	仓储物流业	--	100
嘉兴宝湾物流有限公司	嘉兴	仓储物流业	--	100
绍兴宝湾物流有限公司	绍兴	仓储物流业	--	100
郑州宝海国际物流有限公司	郑州	仓储物流业	--	91
重庆西彭宝湾国际物流有限公司	重庆	仓储物流业	--	100
嘉善宝湾物流有限公司	嘉兴	仓储物流业	100	--
北京空港宝湾国际物流有限公司	北京	仓储物流业	100	--
浙江余姚宝湾国际物流有限公司	余姚	仓储物流业	--	100
佛山三水宝湾物流有限公司	佛山	仓储物流业	100	--
佛山南海宝湾物流有限公司	佛山	仓储物流业	100	--

长沙雨花宝湾物流有限公司	长沙	仓储物流业	--	100
重庆珞璜宝湾国际物流有限公司	重庆	仓储物流业	--	100
德清宝湾国际物流有限公司	湖州	仓储物流业	--	100
宝湾供应链管理（嘉兴）有限公司	嘉兴	仓储物流业	60	30
宁波宝湾国际物流有限公司	宁波	仓储物流业	--	100
长沙望城宝湾物流有限公司	长沙	仓储物流业	--	100
成都新津宝湾国际物流有限公司	成都	仓储物流业	--	100
云南滇中宝湾物流有限公司	云南	仓储物流业	--	100
华中宝湾物流投资有限公司	武汉	仓储物流业	--	100
武汉青山宝湾国际物流有限公司	武汉	仓储物流业	--	100
漳州宝湾国际物流有限公司	漳州	仓储物流业	100	--
福州宝湾物流有限公司	福州	仓储物流业	100	--
武汉宝湾物流鄂州有限公司	鄂州	仓储物流业	--	100
杭州宝湾智能科技有限公司	杭州	仓储物流业	100	--
四川广汉宝湾国际物流有限公司	广汉	仓储物流业	--	100
南京宝湾国际物流有限公司	南京	仓储物流业	100	--
天津滨港宝湾国际物流有限公司	天津	仓储物流业	42.86	57.14
南通宝湾国际物流有限公司	南通	仓储物流业	100	--
宝湾物流（武汉）有限公司	武汉	仓储物流业	100	--
天津青武宝湾国际物流有限公司	天津	仓储物流业	100	--
宝湾物流（武汉）阳逻有限公司	武汉	仓储物流业	100	--
宝湾物流合肥新站有限公司	合肥	仓储物流业	100	--
成都龙泉宝湾国际物流有限公司	成都	仓储物流业	100	--
成都新都宝湾国际物流有限公司	成都	仓储物流业	100	--
宝湾物流肥东有限公司	合肥	仓储物流业	100	--
宝湾物流（香港）有限公司	香港	投资业	100	--
贵阳双龙宝湾华业国际物流有限公司	贵阳	仓储物流业	100	--
龙海市宝博智谷物流有限公司	龙海	仓储物流业	75	--
广东宝湾股权投资基金管理有限公司	佛山	金融业	100	--
上海宝湾库迈企业管理有限公司	上海	服务业	100	--
宝松物流科技（深圳）有限公司	深圳	技术服务业	100	--
松湾产业园管理（深圳）有限公司	深圳	服务业	--	100
埔湾产业园管理（深圳）有限公司	深圳	服务业	--	100
宝灏物流园管理（成都）有限公司	成都	仓储物流业	99.29	--
仲恺宝湾物流（深圳）有限公司	深圳	仓储物流业	98.99	--
天津北辰陆路港宝湾国际物流有限公司	天津	仓储物流业	95	--
宝冷供应链（天津）有限公司	天津	仓储物流业	--	100
北辰宝湾国际物流（深圳）有限公司	深圳	仓储物流业	100	--
贵阳观山湖宝湾物流有限公司	贵阳	仓储物流业	100	--
惠州宝湾物流有限公司	惠州	仓储物流业	--	99.89
苏州优品授网络科技有限公司	苏州	仓储物流业	34.8	65.20-
成都青白江宝湾国际物流有限公司	成都	仓储物流业	--	66
宝淳企业管理（成都）有限公司	成都	商业服务业	--	98.18
宝岨企业管理有限公司	上海	商业服务业	95	--
宝渊企业管理（成都）有限公司	成都	商业服务业	--	95.1
宝澄企业管理（成都）有限公司	成都	商务服务业	--	99.44

温州宝湾物流有限公司	温州	商业服务业	--	89.5
宝湾供应链管理（温州）有限公司	温州	商务服务业	--	89.5
宝嵘湾泮企业管理（上海）有限公司	上海	商务服务业	--	99.8
蓝宝湾泮企业管理（深圳）有限公司	深圳	商务服务业	--	99.75
上海快仓供应链科技有限公司	上海	商业服务业	--	60
西安乾龙物流有限公司	西安	多式联运和运输代理业	--	99.8
陕西世立物流有限公司	西安	多式联运和运输代理业	--	99.8
陕西世冠物流有限公司	西安	多式联运和运输代理业	--	99.8
深圳蓝胖子人工智能有限公司	深圳	科学研究和技术服务业	--	90
广东顺德蓝胖子机器人有限公司	佛山	专用设备制造业	--	65
雅致集成房屋（苏州）有限公司	苏州	房屋建筑业	100	--
宝桦湾澜企业管理（上海）有限公司	上海	商务服务业	99.65	--
北京歌华美文置业有限公司	北京	仓储物流业	100	--
宝聚能企业管理（深圳）有限公司	深圳	商务服务业	99.27	--
杭州速能实业有限公司	杭州	仓储物流业	--	99.27
南京宝深物流科技有限公司	南京	商务服务业	100	--
南京宝南物流科技有限公司	南京	科技推广和应用服务业	100	--
台州市黄岩宝旅物流有限公司	台州	装卸搬运和仓储业	--	48.50

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	7.62	11.83	23.32	16.29
资产总额（亿元）	120.42	157.32	206.32	203.47
所有者权益（亿元）	46.92	46.25	88.11	88.18
短期债务（亿元）	14.34	25.37	22.79	6.38
长期债务（亿元）	36.81	59.31	66.75	81.13
全部债务（亿元）	51.16	84.68	89.54	87.51
营业总收入（亿元）	9.64	11.80	14.72	4.03
利润总额（亿元）	1.01	13.14	1.01	0.24
EBITDA（亿元）	6.03	19.04	9.15	--
经营性净现金流（亿元）	5.75	7.85	10.86	2.58
财务指标				
销售债权周转次数（次）	15.47	14.62	14.94	--
存货周转次数（次）	252.79	333.33	381.15	--
总资产周转次数（次）	0.09	0.08	0.08	--
现金收入比（%）	105.01	103.73	106.08	21.83
营业利润率（%）	47.75	45.10	42.79	37.65
总资本收益率（%）	2.57	9.11	2.26	--
净资产收益率（%）	0.85	20.00	0.24	--
长期债务资本化比率（%）	43.96	56.19	43.10	47.92
全部债务资本化比率（%）	52.16	64.68	50.40	49.81
资产负债率（%）	61.03	70.60	57.29	56.66
流动比率（%）	34.59	53.51	66.05	82.06
速动比率（%）	34.54	53.47	66.00	82.00
经营现金流动负债比（%）	16.50	22.50	23.58	--
现金短期债务比（倍）	0.53	0.47	1.02	2.55
EBITDA 利息倍数（倍）	2.63	5.86	2.07	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.48	4.45	9.79	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计，公司财务数据均使用期末审定数；2. 公司合并层面其他流动负债、其他应付款和长期流动负债中的计息债务已计入有息债务，母公司债务未经调整；3. “--”代表计算无意义的数字，“/”代表未获取数据

资料来源：联合资信根据财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.45	8.08	20.43	10.62
资产总额（亿元）	84.93	134.96	170.34	165.84
所有者权益（亿元）	48.15	48.15	90.68	91.79
短期债务（亿元）	6.07	13.30	19.78	3.85
长期债务（亿元）	20.76	39.42	40.82	48.87
全部债务（亿元）	26.83	52.72	60.59	52.72
营业收入（亿元）	0.00	0.07	0.07	0.00
利润总额（亿元）	1.33	13.91	0.72	1.13
EBITDA（亿元）	2.57	15.99	3.75	--
经营性净现金流（亿元）	-0.53	-0.70	-0.13	-0.09
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.10	4.80	4.11	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	*	*	*	--
现金收入比（%）	2,126.54	64.31	139.81	1,403.51
营业利润率（%）	-897.32	79.21	84.39	-103.53
总资本收益率（%）	3.36	12.77	2.59	--
净资产收益率（%）	2.71	22.48	1.01	--
长期债务资本化比率（%）	30.13	45.01	31.04	34.74
全部债务资本化比率（%）	35.78	52.26	40.06	36.48
资产负债率（%）	43.31	64.32	46.77	44.65
流动比率（%）	258.16	173.72	226.38	350.95
速动比率（%）	258.16	173.72	226.38	350.95
经营现金流动负债比（%）	-3.75	-1.98	-0.35	--
现金短期债务比（倍）	0.57	0.61	1.03	2.76
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 母公司 2022 年一季度财务报表未经审计，公司财务数据均使用期末审定数；2. 公司母公司债务未经调整；3. “--”代表计算无意义的数，“/”代表未获取数据，“*”代表数据过大或过小

资料来源：联合资信根据财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
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