

信用评级公告

联合〔2020〕3364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及其拟发行的 2021 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估,确定宝湾物流控股有限公司主体长期信用等级为 AA⁺,宝湾物流控股有限公司 2021 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年十二月二十九日



宝湾物流控股有限公司

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺
本期中期票据信用等级：AA⁺
评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：5 亿元
本期中期票据期限：3 年
偿还方式：按年付息，到期一次还本
募集资金用途：偿还公司及子公司金融机构借款

评级时间：2020 年 12 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业主体信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

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	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	6
			盈利能力	3
			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
南山开发集团对公司支持力度大				+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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对宝湾物流控股有限公司（以下简称“公司”或“宝湾控股”）的评级反映了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”）旗下核心物流园区运营平台，物流园区运营经验丰富，园区规模位居行业前列。近年来，公司物流园区经营规模及收入规模逐年增长，整体经营情况良好。联合资信同时关注到国内仓储物流行业竞争加剧、公司在建项目资金支出压力较大、期间费用对利润形成一定侵蚀、债务规模快速增长等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度较好。

公司股东背景强且对公司支持力度大。目前公司在建及拟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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势：

1. 股东背景强且对公司支持力度大。公司实际控制人南山开发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，在资金等方面可得到股东的大力支持。
2. 公司物流园区运营管理经验丰富，仓储区域布局合理，客户较为优质，经营活动现金流保持净流入状态且规模持续增长，整体经营状况良好。公司拥有多年物流园区运营管理经验，目前运营规模位居行业前列，其仓储业务已基本覆盖全国一、二线城市的核心物流节点，客户较为优质。公司近年来主营业务收入持续增长，毛利率及仓库出租率整体维持在较高水平，经营活动现金流均保持净流入状态且持续增长，经营状况良好。

分析师：尹金泽

戴彤羽

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

3. **公司资产受限比例较低，部分园区未来有一定的增值空间。**截至2020年9月底，公司所有权或使用权受到限制的资产规模为22.13亿元，占公司资产总额15.92%，受限比例较低；公司投资性房地产以成本计量，区域位置较好且运营成熟的园区具备一定的增值空间。

关注

1. **行业竞争加剧对公司仓储物流业务带来冲击。**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，或对公司仓储物流业务的未来发展带来冲击。
2. **公司部分园区出租率较低且处于亏损状态，盈利能力有待提高。**公司锡通、江阴、镇江等部分区域园区受市场因素影响，仓库出租率相对较低。
3. **未来面临一定的投融资压力。**公司在建及拟建项目较多，尚需投入的资金规模较大，未来面临一定的投融资压力。
4. **债务规模持续快速增长。**近年来，随着经营与投资扩大，公司债务规模快速增长。2017—2020年9月底，公司全部债务资本化分别为32.15%、44.65%、52.16%和61.40%。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产 (亿元)	9.56	9.96	7.62	10.28
资产总额 (亿元)	81.35	96.86	120.42	138.97
所有者权益 (亿元)	47.00	47.14	46.92	47.00
短期债务 (亿元)	9.87	18.20	14.34	15.86
长期债务 (亿元)	12.40	19.83	36.81	58.90
全部债务 (亿元)	22.27	38.03	51.16	74.77
营业收入 (亿元)	6.04	7.54	9.64	8.45
利润总额 (亿元)	0.91	1.18	1.01	1.08
EBITDA (亿元)	3.88	4.69	6.03	--
经营性净现金流 (亿元)	3.54	4.48	5.75	5.74
营业利润率 (%)	48.85	50.10	47.75	46.82
净资产收益率 (%)	1.24	1.50	0.85	--
资产负债率 (%)	42.22	51.33	61.03	66.18
全部债务资本化比率 (%)	32.15	44.65	52.16	61.40
流动比率 (%)	58.08	45.33	34.59	52.30
经营现金流流动负债比 (%)	16.76	15.93	16.50	--
现金短期债务比 (倍)	0.97	0.55	0.53	0.65
全部债务/EBITDA (倍)	5.73	8.11	8.48	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.85	3.22	2.72	--
公司本部 (母公司) 口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额 (亿元)	68.11	71.61	84.93	109.35
所有者权益 (亿元)	48.24	47.50	48.15	48.77
全部债务 (亿元)	8.60	7.17	26.83	51.48
营业收入 (亿元)	0.00	0.05	0.00	0.04
利润总额 (亿元)	1.48	-0.11	1.33	1.11
资产负债率 (%)	29.17	33.67	43.31	55.40
全部债务资本化比率 (%)	15.14	13.12	35.78	51.35
流动比率 (%)	138.02	156.87	258.16	280.10
经营现金流流动负债比 (%)	-0.36	-1.78	-3.75	--

注: 公司 2020 年三季度财务报表未经审计; 其他流动负债及其他非流动负债中的有息债务分别调整至短期债务和长期债务

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由宝湾物流控股有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,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、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务,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,符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项,有效期为本期债项的存续期;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

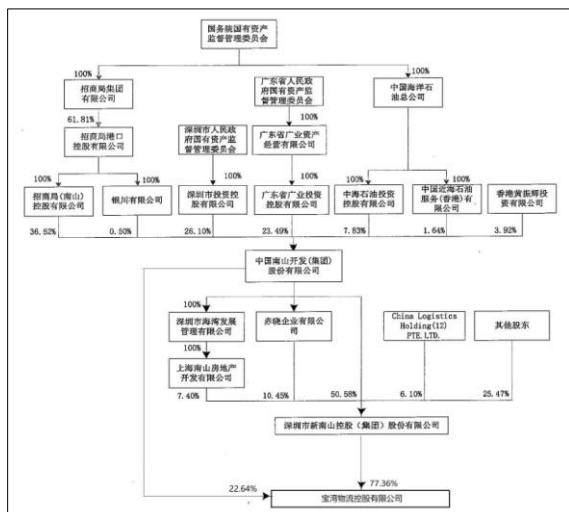
宝湾物流控股有限公司

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

宝湾物流控股有限公司成立于 2011 年 7 月，由南山开发集团和深圳赤湾石油基地股份有限公司（以下简称“深基地”）共同出资设立，注册资本 15000.00 万元。其中南山开发集团出资 3396.00 万元、深基地出资 11604.00 万元，以货币方式实缴，持股比例分别为 22.64% 和 77.36%。2011 年 12 月至 2016 年 3 月，宝湾物流注册资本由 50000.00 万元增加至 250000.00 万元，南山开发集团和深基地分别出资 56600.00 万元和 193400.00 万元。2018 年 6 月，南山开发集团下属 A 股上市公司深圳市新南山控股（集团）股份有限公司（证券代码：002314.SZ，以下简称“新南山控股”）以换股形式吸收合并深基地 B 股股份。2019 年 4 月 4 日，宝湾物流变更股东，原股东深基地变更为新南山控股，出资额不变，为 193400.00 万元，持股比例 77.36%，南山开发集团持股比例 22.64%。截至 2020 年 9 月底，宝湾物流注册资本为 25.00 亿元，新南山控股为公司控股股东，南山开发集团为公司实际控制人，具体股权结构如下图所示。

图 1 截至 2020 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主营物流园区出租及相关园区配套服

务。

截至 2020 年 9 月底，公司内设投资发展部、工程管理部、商务部、运营部、财务部和综合管理部 6 个职能部门；纳入合并范围子公司 43 家。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 120.42 亿元，所有者权益合计 46.92 亿元（含少数股东权益 0.62 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 9.64 亿元，利润总额 1.01 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司（合并）资产总额 138.97 亿元，所有者权益合计 47.00 亿元（含少数股东权益 0.53 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 8.45 亿元，利润总额 1.08 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：王世云。

二、本期中期票据概况

公司已于 2020 年注册 5 亿元中期票据，本期拟发行宝湾物流控股有限公司 2021 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），本期中期票据发行金额为 5 亿元，期限为 3 年，募集资金拟用于偿还公司及子公司金融机构借款。

本期中期票据按年付息，到期一次还本。
本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济

恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同

比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 1 2017 - 2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年前三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的-2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。**固定投资增速转正，制造业投资降幅收窄。**2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月

份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。**进出口逐季回稳，出口韧性较强。**2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个

百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9月，规模以上工业增加值累计同比增长1.2%；分季度看，一季度下降8.4%，二季度增长4.4%，三季度增长5.8%。1—9月工业企业利润总额同比下降2.4%，较1—3月下降36.7%、1—6月下降12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020年前三季度，CPI累计同比上涨3.3%，涨幅较上半年回落0.5个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI累计同比下降2.0%，降幅较上半年扩大0.1个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。2020年9月末，社会融资规模存量280.1万亿元，较上年同期增长13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模29.6万亿元，比上年同期多增9.0万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为11.1万亿元、9.8万亿元和8.8万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9月末M2余额216.4万亿元，较上年同期增长10.9%，较6月末增速（11.1%）略有下降。同期M1余额60.2万亿元，较上年同期增长8.1%，较6月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。2020年前三季度，全国一般公共预算收入14.1万亿元，同比下降6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入11.9万亿元，同比下降6.4%；非税收入2.2万亿元，同比下降6.7%。同期全国政府性基金收入5.5万亿元，同比增长3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020年前三季度全国一般公共预算支出17.5万亿元，

同比下降1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出2.5万亿元，同比下降2.1%；地方本级累计支出15.1万亿元，同比下降1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6万亿元）、卫生健康支出（1.4万亿元）、农林水支出（1.6万亿元）和债务付息支出（7351.0亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020年前三季度公共财政收支缺口3.4万亿元，较二季度缺口（2.0万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9月城镇调查失业率5.4%，较6月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020年前三季度，城镇居民人均可支配收入3.3万元，比上年同期名义增长2.8%，名义增速比上年回升1.3个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020年前三季度，全国实现减税降费累计2.09万亿元。其中，新增减税降费1.37亿元，翘尾新增减税降费7265亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020年前三季度，全国累计发行国债4.80万亿元，较上年同期（2.99万亿元）大幅增长；发行地方政府债券5.68万亿元，较上年同期（4.18万亿元）增长35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增

加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11%和 4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫

情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对

聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%，较三季度收窄 4 个百分点；从主要发达经济体制造业 PMI 来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

物流行业是国民经济中重要的服务行业，近年来，随着宏观经济增速放缓，物流行业增长速度随之放缓，但仍保持稳步增长趋势。

物流行业是国民经济中重要的服务行业，随着我国经济的快速发展和居民消费水平的不断升级，我国物流行业规模不断增长，特别是在电子商务迅猛发展的推动下，仓储物流行业和干线运输行业都获得了较为迅速的增长。虽然近年来随着宏观经济增速放缓，物流行业增长速度随之放缓，但仍保持稳步增长趋势。

据国家统计局公布的数据，2019 年，全国社会物流总额为 298.00 万亿元，按可比价格计算，同比增长 5.90%。其中，工业品物流总额 269.60 万亿元，按可比价格计算，同比增长 5.7%；进口货物物流总额 14.30 万亿元，同比增长 4.70%。同期，农产品物流总额 4.20 万亿元，同比增长 3.10%；单位与居民物品物流总额 8.40 万亿元，同比增长 16.10%；再生资源物流总额

1.40 万亿元，同比增长 13.30%。

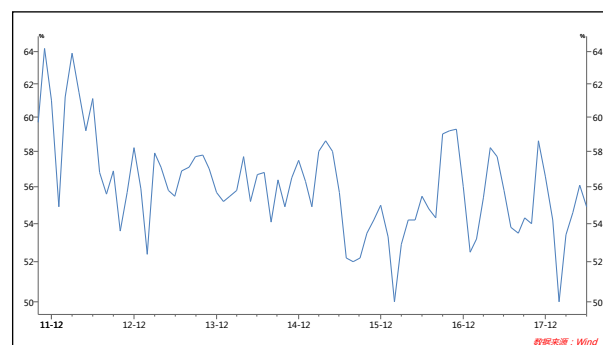
仓储物流

近年来电子商务的飞速发展带来了支撑着对仓储物流的大量需求，物流行业景气指数始终处于 50% 以上。随着资金雄厚的房地产企业和大型电商进入物流地产，市场参与方增加，仓储物流市场的竞争变得日趋激烈，部分区域市场，如武汉和成都等，短期新增大量仓储供应，仓储空置率有所上升。

仓储物流，是指物流企业依托物流园区为客户提供标准化、专业型和个性化定制的仓储设施及其配套服务。随着经济发展，产业分工更加细化，经济发展中的区域化、专业化和积聚化特征越来越突出，加之生产地和消费地的分离，客观上带动了对仓储物流的需求。

目前，我国仓储物流行业整体发展态势较为良好，行业集中度较高。各家仓储物流企业基本已完成了全国重点城市的布局。其中普洛斯是全球领先的物流服务企业，借助于物流基金模式带来的融资优势，普洛斯在大中华区的布局最为广泛，拥有的物业面积规模处于第一位，截至 2019 年底，普洛斯已完成建设投入运营的物业建筑面积为 2260.06 万平方米，运营的园区数量达到 386 个，进入中国 43 个城市。其他物流企业的运营物业面积与普洛斯相比有较大差距。宝湾控股和嘉民运营物业规模基本持平，基本均位于行业第二梯队。截至 2020 年 6 月底，宝湾物流已投入运营仓储面积为 296.20 万平方米。

图 2 物流业景气指数



资料来源：Wind

近年来电子商务的飞速发展带来了支撑着对仓储物流的大量需求，物流行业景气指数始终处于 50% 以上。仓储物流行业成为房地产业、电商行业 and 传统物流行业的共同关注热点。

截至 2020 年 6 月底，菜鸟网络先后在 24 个城市布点仓储中心，拥有 34 个园区；京东已在全国拥有 750 个仓库，仓储总面积约 1800 万平方米；唯品会在华南、华北、西南、华中、华东、东北和西北一共设立了七大仓储物流中心。除电商企业外，传统房地产开发企业持续加大对物流地产的投资。2018 年 1 月，万科完成了对普洛斯的私有化，有力增强了其物流园区运营和投资能力。总部位于香港的私募房地产基金管理公司 GAW Capital Partners 和维龙中国（Vailog S.r.l.）成立合资公司，在中国收购、开发和管理现代物流物业；私募股权基金 RRJ Management (HK) Limited 连续投资上海宇培（集团）有限公司。电子商务企业自建物流的目的在于对竞争生态形成补充，并未作为主要的盈利来源，但一定程度抑制对外部仓储的需求增长。地产企业在传统住宅开发增速放缓的背景下，纷纷将物流地产作为未来发展重点之一，加大了物流地产行业的竞争压力。

2. 行业政策

物流经济作为现代经济运行的重要服务支撑行业，便捷的物流设施和服务对提高经济运行效率有极大的意义，政府历来注重物流行业的发展，物流行业未来的政策环境长期向好。

2014 年 9 月，为促进物流业健康发展，国务院制定了《物流业发展中长期规划（2014—2020 年）》，该文件确定了以降低物流成本、提升物流企业规模化及集约化水平、加强物流基础设施网络建设为发展重点，并以大力提升物流社会化和专业化水平、进一步加强物流信息化建设、推进物流技术装备现代化、加强物流标准化建设、推进区域物流协调发展、积极推动国际物流发展、大力发展绿色物流为主要任务。为物流行业的发展确立了方向。

2015 年 8 月，为进一步促进物流业健康发展，财政部和国家税务总局联合发布《关于继续实施物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税优惠政策的通知》（以下简称“通知”），《通知》规定自 2015 年 1 月 1 日起至 2016 年 12 月 31 日止，对物流企业自有的（包括自用和出租）大宗商品仓储设施用地，减按所属土地等级适用税额标准的 50% 计征城镇土地使用税。有效的降低了物流企业运营成本，有利于物流企业的发展。

2016 年 2 月，为改善中国物流业发展水平总体不高，发展方式较粗放，特别是物流基础设施建设仍然比较滞后，现代化仓储、多式联运转运、城乡配送等设施总量不足、布局不合理、衔接配套不够等不足，发改委颁布《关于加强物流短板建设促进有效投资和居民消费的若干意见》。指导思想为加大政策引导支持力度，鼓励社会资本投入，大力加强物流短板领域建设，加快健全完善物流基础设施网络，提高物流运行质量和效益，提升物流业整体发展和服务水平。

2017 年 8 月，国务院办公厅印发《国务院办公厅关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》，提出要进一步深化“放管服”改革，激发物流运营主体活力，加大降税降费力度，切实减轻企业负担，加强重点领域和薄弱环节建设，提升物流综合服务能力，并具体提到要加强对物流发展的规划和用地支持，布局和完善一批国家级物流枢纽。

2018 年 12 月，国务院及交通运输部联合发布了《国家物流枢纽布局和建设规划》，提出到 2020 年，通过优化整合、功能提升，布局建设 30 个左右辐射带动能力较强、现代化运作水平较高、互联衔接紧密的国家物流枢纽，促进区域内和跨区域物流活动组织化、规模化运行，培育形成一批资源整合能力强、运营模式先进的枢纽运营企业初步建立符合我国国情的枢纽建设运行模式，形成国家物流枢纽网络基本框架。

2019年3月，为推动物流业高质量发展，发改委印发《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》，就有关物流高质量发展的基础设施网络优化、服务实体经济能力提升、增强发展内生动力、完善营商环境、建立配套支撑体系、健全政策保障体系等六个方面提出了25项具体工作，并明确了相关工作的承担部门。

2019年4月，发改委和交通运输部联合印发《国家物流枢纽网络建设实施方案（2019-2020年）》（发改经贸〔2019〕578号（以下简称“实施方案”）。《实施方案》明确了国家物流枢纽网络建设的总体要求、重点工作、申报基本条件、实施程序和组织保障等，进一步加强对地方相关政府部门和国家物流枢纽承载城市的工作指导。《实施方案》的印发，标志着国家物流枢纽布局和建设全面启动。

2020年6月，为深入贯彻落实党中央、国务院关于统筹推进疫情防控和经济社会发展工作的决策部署，进一步降低物流成本、提升物流效率，加快恢复生产生活秩序，发改委和交通运输部联合印发《关于进一步降低物流成本的实施意见》（以下简称“意见”）。《意见》分别从六个方面提出要求深化关键环节改革，降低物流制度成本；加强土地和资金保障，降低物流要素成本；深入落实减税降费措施，降低物流税费成本；加强信息开放共享，降低物流信息成本；推动物流设施高效衔接，降低物流联运成本；推动物流业提质增效，降低物流综合成本。

3. 行业关注与未来发展

随着房地产、电商等资本集中进入物流行业，物流行业的竞争会进一步加剧，行业的集中度会进一步提升。随着消费升级及跨境电商的发展，中国物流企业仍然拥有重大的发展机遇。

随着房地产、电商等资本集中进入物流行业，物流行业的竞争会进一步加剧，物流企业

的拿地成本和仓库空置率都面临上升的压力，同时租金的增速会进一步放缓，这将给物流企业，特别是中小型物流企业带来一定的成本压力和运营压力，未来物流行业的集中度会进一步提升，拥有资金优势、规模优势和运营效率优势的企业将会得到长足发展，市场份额将会进一步上升。

从整体来看中国现代物流设施的供给仍落后于日益膨胀的需求，据统计中国物流人均仓库面积不足美国的十二分之一，长期看中国物流行业的发展还有长足空间，且随着消费升级及跨境电商的发展，中国物流企业仍然拥有重大的发展机遇。

五、基础素质分析

1. 股权结构

截至2020年9月底，公司实收资本25.00亿元，新南山控股为公司控股股东，南山开发集团为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司拥有多年的物流园区运营管理经验，物流园区区域布局合理，客户较为优质，具有一定的品牌知名度。

公司自2003年进入物流园区行业，凭借二十多年来经营石油后勤服务基地的丰富经验快速发展，相继在长三角、珠三角、环渤海等经济区域的战略城市自行开发、拥有并管理多个大型物流园区，可为客户提供的服务包括物流运营管理、标准设施开发与运营、定制仓储设施、运输与配送、电子商务仓储服务、供应链金融服务、冷链物流、医药物流等。

目前，公司已基本覆盖全国核心城市的核心物流节点，包括北上广一线城市和天津、南京、长沙、武汉、成都等核心二线城市，已成为国内领先的物流园区开发商和运营商之一，在全国范围内具有一定的品牌知名度，并拥有一批稳定的优质客户，包括利丰供应链管理（中国）有限公司、广州顺丰速运有限公司、武汉

屈臣氏个人用品商店有限公司等知名企业。

截至 2020 年 9 月底，公司已投入运营和在建拟建的物流园区超过 60 个，已投入运营的仓储面积 316.60 万平米，规划在建及拟建面积超过 300 万平米，运营规模已位居国内行业前列。

公司实际控制人南山开发集团股东实力雄厚，资源储备充足，对公司后续业务开展及资金方面提供有利支持。

公司实际控制人南山开发集团的前身是成立于 1982 年 9 月的中国南山开发股份有限公司。截至 2019 年底，南山开发集团注册资本 90000 万元人民币，第一大股东为招商局(南山)控股有限公司，其实际控制人为招商局集团有限公司。第二大股东及第三大股东分别为深圳市投资控股有限公司和广东广业投资控股有限公司，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国有资产监督管理委员会，股东背景雄厚。2017-2019 年，公司从实际控制人南山开发集团及关联公司共获得的借款金额 11.64 亿元、20.65 亿元和 15.07 亿元，年利率为 4.28%~5.46%；同期，公司接受来自实际控制人南山开发集团及关联公司的担保金额分别为 7.94 亿元，6.44 亿元及 22.94 亿元。公司作为南山开发集团旗下主要物流业务运营主体，在资金等方面可得到股东的一定支持。南山开发集团综合产业园区开发与公司物流园区开发业务可形成较好的协同效应，双方可在获取土地、园区开发及园区运营等方面进行合作，对公司业务拓展起到了促进作用。

南山开发集团从开发经营赤湾港口、石油基地起步，现已发展成为一家以综合物流（运输、贸易物流和堆存仓储等）、房地产开发和制造业务（集成房屋业务、船舶舱室配套业务等）为主营业务的综合性大型企业集团。截至 2019 年底，南山开发集团（合并）资产总额 552.79 亿元，所有者权益合计 167.97 亿元（其中少数股东权益 40.71 亿元）；2019 年实现营业收入 132.92 亿元，利润总额 13.06 亿元。

3. 人员素质

公司管理团队从业经验丰富；员工素质能够满足目前经营需要。

公司董事长舒谦先生，1977 年出生，本科学历，历任深圳赤湾国际货运代理有限公司会计、财务部副经理，深圳赤湾港航股份有限公司经营部业务主管，南山开发集团研究发展部助理总经理、副总经理、总经理，深圳赤湾石油基地股份有限公司董事兼副总经理。现任深圳市新南山控股（集团）股份有限公司董事兼副总经理、公司董事长。

公司董事兼总经理冯海虹女士，1973 年出生，大学本科学历。历任宝钢集团特殊钢分公司财务，美国安信五金有限公司上海代表处总经理助理，诺万五金（上海）有限公司管理部副经理、物业工程部副经理、行政人事部经理，上海宝湾国际物流有限公司副经理、总经理，宝湾物流上海大区总经理。现任公司总经理。

截至 2020 年 9 月底，公司在职员工人数共计 261 人，其中按专业划分总经理办公室 5 人，大区和独立园区总经理室 6 人，财务审计 43 人，操作运营与管理 5 人，工程技术 52 人，客服与售后 60 人，人事行政 23 人，市场与销售 30 人，投资与发展 21 人，物流与供应链 9 人，其他 7 人；按年龄划分 30 岁以下 63 人，30~50 岁 190 人，50 岁以上 8 人；按学历划分大专及大专以下 54 人，本科 166 人，硕士及以上 41 人。

4. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（中征码：4403010006446194），截至 2020 年 12 月 7 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司治理结构较为完善，董事会、监事能够独立运作，整体治理运行情况良好。

公司按照《公司法》和相关法律法规要求，

不断完善公司法人治理结构，制订了《公司章程》并建立了由董事会、监事、经营层组成的法人治理结构体系；同时建立了完善的制度体系，规范各项议事规则和程序，形成了集中控制、分级管理、责权分明的管理机制，确保公司经营工作有序、高效地进行。

根据公司章程，公司设股东会，股东会由全体股东组成，是公司的权利机构，行使修改公司章程、决定公司的经营方针和投资计划、有关董事和监事的报酬事项、审议批准公司的年度财务预算方案及决算方案和对发行公司债券作出决议等职权。股东会由董事会召集，董事长主持。

截至 2019 年底，公司董事会由 5 名董事组成，其中，董事长 1 名，副董事长 1 名。董事会确保公司一切活动合法和公司章程的基础上，负责制订公司的年度财务预算方面、决算方案，公司的利润分配方案和弥补亏损方案，向股东汇报工作、执行股东会决议、决定公司的经营计划和投资方案等关于企业发展的重大事项。

公司设监事会，由 3 名监事组成，监事由股东委派的代表和职工代表组成，任期为三年。监事负责对公司的财务以及公司董事和高级管理人员履行职责的合法、合规性进行监督，提议召开临时股东会和列席董事会会议等。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，经营管理机构设总经理 1 人，总理由董事会聘请。总经理直接对董事会负责，执行董事会的各项决定，组织实施公司年度经营计划和投资方案、拟定公司的年度财务预、决算方案。

2. 管理水平

公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

融资管理制度方面，公司根据相关法律、规范和规范性文件以及公司《财务制度》的规定，结合公司实际情况，制定了《融资管理制度》，公司财务部负责公司的融资管理，完善公

司的融资管理制度，审核各公司提出的项目性融资方案，并提出专业意见；审核各公司因申请融资活动申请的对外担保行为；跟踪与管理各公司的融资活动；负责以公司作为融资主体的债务性融资的还本付息、信息披露、跟踪评级等工作，监督与指导各公司债务性融资涉及的上述工作。各公司对外开展融资活动，应事先向财务部报备，并征询财务部意见。各子公司的融资行为，由财务部统一履行审批手续，未经审批，禁止开展融资活动。

对外担保管理制度方面，公司制定了关于对外担保管理的相关管理制度，明确了担保业务申请、审批、执行等环节的控制要求，对担保业务进行严格控制。公司的对外担保遵循集中管理原则，未经公司股东、董事会批准，任何人无权以公司名义签署对外担保的合同、协议及其他类似的法律文件。

资金管理制度方面，公司制定了《资金管理内部控制》制度。对现金库存实行限额管理，超过库存限额的现金应及时存入银行，各下属公司可针对自身情况，对特殊现金收付业务制订相关应急管理办法，控制财务风险。相关办法需及时报总部财务部备案。子公司银行帐户开立需在公司负责人审核同意后报总部财务总监批准，开立后及时报总部财务部备案。银行帐户必须由财务部门统一掌握和管理，任何其他部门不得开立银行帐户，禁止出租出借银行帐户。

关联交易管理方面，公司根据《公司法》等法律、法规及规范性文件的要求，制定了关联交易管理的相关处理办法，确保关联交易定价公允，审批及决策流程合规完整，严格履行关联董事、股东回避表决程序，及时履行信息披露义务。公司关联交易采取公平、公开、公允、自愿、诚信原则，按照公平市场价格定价，充分保护各方投资者的利益，必要时聘请独立财务顾问或专业评估师对相关交易进行评价并按规定披露，所有关联交易均履行必要的授权批准程序。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司主营业务收入持续增长，毛利率维持在较高水平，整体经营情况良好。

公司主营业务包括堆存（仓储）业务、运输业务、办公租赁业务及代理业务和装卸业务等，其中堆存（仓储）业务为公司核心业务。2017—2019 年，公司营业收入持续增长，分别为 6.04 亿元、7.54 亿元和 9.64 亿元，主要系堆存（仓

储）业务收入增长所致。

从收入构成来看，公司收入占比最大的为堆存（仓储）业务。2017—2019 年，堆存（仓储）业务收入分别为 5.20 亿元、6.35 亿元和 8.07 亿元，逐年增长主要系部分成熟园区租金价格上升、出租率提高，以及新园区投入运营所致，堆存（仓储）占营业收入比重均在 80%以上；办公租赁业务及代理业务、运输业务、装卸业务及其他业务收入规模较小，对公司整体收入和利润影响较小。

表 2 公司主要物流园区经营情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年度			2018 年度			2019 年度			2020 年 1—9 月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
堆存（仓储）业务	5.20	85.98	65.52	6.35	84.27	67.16	8.07	83.70	63.97	6.69	79.18	63.42
运输业务	0.27	4.54	7.58	0.29	3.81	1.40	0.48	4.99	0.12	0.83	9.76	2.20
办公租赁业务及代理业务	0.50	8.27	36.99	0.67	8.85	44.77	0.84	8.72	39.74	0.73	8.61	47.95
装卸业务	0.06	1.05	-18.70	0.16	2.16	-80.58	0.23	2.43	-18.14	0.13	1.49	-3.67
其他业务	0.01	0.17	97.88	0.07	0.91	85.25	0.02	0.16	76.72	0.08	0.95	65.26
合计	6.04	100.00	59.70	7.54	100.00	59.65	9.64	100.00	56.69	8.45	100.00	55.13

资料来源：公司提供

毛利率方面，公司毛利率受堆存（仓储）业务影响较大。2017—2019 年，公司堆存（仓储）业务毛利率有所波动，但毛利率整体维持在较高水平；受益于租金水平上涨，公司办公租赁业务及代理业务毛利率波动增长；运输业务和装卸业务属于配套辅助业务，毛利率水平低。受上述因素影响，公司近年来综合毛利率均在 55%以上。

2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 8.45 亿元，同比增长 23.13%，主要系新园区投入运营，堆存（仓储）收入增长所致；同期，公司综合毛利率 55.13%，同比下降 4.66 个百分点，主要系毛利率较低的运输业务占比提升所致。

2. 物流园区运营情况

近年来，公司物流园区经营规模逐年快速增长，仓库出租率有所波动但整体维持在较高水平，物流园区整体经营情况良好，客户集中度较低，客户质量较好。公司锡通、江阴、镇江等部分区域

园区受市场因素影响，仓库出租率相对较低，且公司 2019 年部分园区处于亏损状态，需对上述园区后续经营情况予以关注。

从物流园区的运营模式来看，公司主要以招拍挂或收购物流仓储资产项目方式获取土地，采取项目公司形式管理当地物流园区，按物流项目规划建设仓库或按客户要求定制仓库，建设完工验收后投入使用（即招商引资客户，出租仓库），为客户提供仓储服务、办公楼、宿舍使用、库内管理、库内操作及有关增值服务。公司一般采用预收 1—3 个月费用或当月收取当月费用的方式。

从物流园区整体运营情况来看，截至 2020 年 9 月底，公司已投入运营仓储面积 316.60 万平方米。2017—2019 年，园区平均出租率分别为 86.10%、93.20%和 91.70%；其中，2017 年有所下滑主要系当期正式投入运营的胶州宝湾、嘉兴宝湾等较大规模的物流园区运营初期出租率较低所致。2019 年较上年底有所下降主要系当期新投入

运营的德清宝湾、绍兴宝湾等物流园区运营初期出租率较低所致。

从物流园区域分布来看,截至2020年9月底,宝湾物流主要运营的园区27个。从2019年及2020年1—9月主要运营园区的经营情况看,上海宝湾、明江宝湾、昆山宝湾、廊坊宝湾、广州宝湾、北京宝湾、嘉善宝湾等物流园区为成熟物流园区,收入

规模较为稳定,仓库出租率维持在较高水平。其中,江阴宝湾、锡通宝湾及镇江宝湾出租率较低,主要系投入运营时间较短,仓库出租率相对较低所致。净利润方面,2019年部分园区处于亏损状态,其中,滨港宝湾和鄂州宝湾由于处于运营初期,收入规模相对较小,财务费用相对较高,盈利能力较弱(具体如下表所示)。

表3 2019年及2020年1—9月宝湾物流主要物流园区经营情况(单位:万元、%)

园区名称	2019年			2020年1—9月		
	营业收入	净利润	仓库出租率	营业收入	净利润	仓库出租率
上海宝湾	10810.49	5601.47	100.00	8345.28	4403.22	100.00
明江宝湾	6435.67	2828.79	100.00	5090.37	2577.21	100.00
昆山宝湾	6964.91	2411.54	100.00	5113.67	1474.56	100.00
廊坊宝湾	4148.06	1789.52	100.00	3117.76	1512.78	98.70
天津宝湾	3139.07	-217.53	70.00	2905.58	656.50	89.90
新都宝湾	2507.06	743.35	100.00	1766.51	541.92	99.70
龙泉宝湾	6930.64	790.25	99.00	3037.36	856.48	100.00
广州宝湾	6337.80	1635.60	100.00	5077.75	1300.45	100.00
南京宝湾	4016.80	1207.01	100.00	2848.47	1048.24	97.80
南通宝湾	1458.54	594.22	83.00	1146.67	202.87	95.50
武汉宝湾	3435.58	642.56	82.00	2507.68	582.59	87.10
无锡宝湾	3472.01	295.06	100.00	2815.48	646.94	100.00
镇江宝湾	2733.50	-579.12	60.00	1523.45	75.56	65.70
津南宝湾	1712.85	598.39	85.00	1435.22	552.88	95.90
嘉兴宝湾	2112.15	405.49	92.00	1627.31	471.56	100.00
北京宝湾	2416.32	1124.41	100.00	1970.35	787.38	100.00
胶州宝湾	3288.28	941.95	91.00	2588.32	797.12	96.10
嘉善宝湾	3,950.18	682.84	100.00	2,960.39	880.15	100.00
绍兴宝湾	2504.51	601.56	83.00	1766.68	449.18	89.30
德清宝湾	1193.54	200.74	87.30	1195.41	193.85	100.00
滨港宝湾	1284.19	-548.52	100.00	947.67	-301.71	100.00
江阴宝湾	1408.00	208.00	63.90	1064.77	-50.68	79.30
锡通宝湾	1323.75	230.64	83.70	1113.60	244.58	82.30
双龙宝湾	1673.95	299.46	100.00	1577.62	205.11	95.60
肥东宝湾	3791.86	239.64	99.00	7667.64	296.61	97.10
鄂州宝湾	1170.42	0.28	89.20	983.78	-25.97	93.20
咸阳宝湾	2562.27	-29.53	90.00	2149.57	112.90	93.80
合计	88832.22	22698.07	--	74344.36	20492.28	--

注:上表中仓库出租率为年度加权平均出租率
资料来源:公司提供

客户群体方面,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。2017—2019年和2020年1—9月公司物流园客户前五位收入占其物流园业

务收入的比重分别为 19.43%、24.52%、18.06% 和 21.71%（具体前五大客户情况如下表所示）。整体看，公司前五大客户集中度较低，客户质量较好。

表 4 2017-2019 年及 2020 年 1-9 月公司前五大客户收入占比情况（单位：%）

时间	客户名称	收入占比
2017 年	利丰供应链管理（中国）有限公司	5.76
	广州顺丰速运有限公司	5.30
	武汉屈臣氏个人用品商店有限公司	3.40
	大众汽车（中国）销售有限公司	2.69
	深圳海油工程水下技术有限公司	2.28
	合计	19.43
2018 年	利丰供应链管理（中国）有限公司	6.46
	广州顺丰速运有限公司	5.65
	武汉屈臣氏个人用品商店有限公司	4.40
	北京京东世纪信息技术有限公司	4.04
	大众汽车（中国）销售有限公司	3.97
	合计	24.52
2019 年	利丰供应链管理（中国）有限公司	4.99
	广州顺丰速运有限公司	4.24
	武汉屈臣氏个人用品商店有限公司	3.59
	杭州菜鸟供应链管理有限公司	2.73
	北京京讯递科技有限公司	2.51
	合计	18.06
2020 年 1-9 月	苏州交运物流有限公司	8.19
	利丰供应链管理（中国）有限公司	4.31
	广州顺丰速运有限公司	3.91
	武汉屈臣氏个人用品商店有限公司	2.67
	上海安能聚创供应链管理有限公司	2.63
	合计	21.71

资料来源：公司提供

公司运输业务为供应链延伸服务，包括干线运输及城市配送服务等。装卸业务为物流增值服务，包括库内管理、分拣、装卸搬运等。目前运输业务及装卸业务均处于起步阶段，仅在某些项目公司进行试点运营。办公租赁业务是为仓储客户提供的配套综合楼和宿舍楼租赁服务。代理业务是为代为仓储客户缴纳水电费及修理费等服务。2017—2019 年，公司办公租赁业务及代理业务收入持续增长，主要系公司管理的运营仓储面积增加，相关配套服务收入增加所致；同期，公司运输及装卸业务毛利率较低且波动较大，主要系该配套增值服务尚处于起步阶段，运营暂不成熟所致。

3. 在建及拟建项目

公司目前在建及拟建物流园区项目较多，区域分布以二、三城市为主，区域位置较好。考虑到物流园项目前期建设资金需求较大，后期主要通过仓储收入收回投资成本，回收期较长，公司未来面临一定的资本支出压力。

在建及拟建项目方面，截至 2020 年 9 月底，公司主要在建及拟建项目合计 17 个，区域主要分布在长沙、四川、武汉、南京、合肥、宁波、无锡等二、三线城市，项目区域位置较好。从投资规模来看，公司主要在建及拟建项目合计总投资规模 100.42 亿元，其中已投入资金规模 35.59 亿元，尚需投入资金 64.83 亿元。尚需投入资金中，2021 年和 2022 年预计将分别投资 15.02 亿元和 2.98 亿元（具体如下表所示），未来面临一定的资金支出压力。资金来源方面，公司主要通过自有资金及债务融资来筹集前期建设资金，现金回流则主要来自物流园区所产生的仓储收入，回收期一般在 10 年左右。

表 5 截至 2020 年 9 月底宝湾物流主要在建项目情况（单位：万平方米、亿元、%）

序号	项目名称	建筑面积	预计总投资	目前工程完成进度	截至 2020 年 9 月累计已投资	2020 年 10-12 月预计投资	2021 年预计投资	2022 年计划投资
1	长沙望城宝湾	5.91	1.92	73	1.57	0.35	--	--
2	西安临潼宝湾	10.66	4.53	45	2.03	1.00	1.50	--
3	长沙雨花宝湾	9.80	3.88	47	1.83	2.00	0.05	--

4	武汉青山宝湾	17.87	6.00	43	2.59	2.50	0.91	--
5	郑州宝海宝湾	17.86	5.00	73	3.66	1.34	--	--
6	南京高新宝湾	17.77	5.40	72	3.90	0.60	0.90	-
7	浙江余姚宝湾	16.14	6.70	24	1.64	0.60	2.50	1.96
8	无锡供应链宝湾	17.08	6.25	62	3.89	1.20	1.16	-
9	云南滇中宝湾	8.1	3.10	70	2.17	0.93	--	--
10	宁波镇海宝湾	11.1	4.36	38	1.67	1.00	1.69	--
11	宁波奉化宝湾	19.43	6.20	22	1.38	1.50	2.70	0.62
12	合肥新站宝湾	5.60	1.90	38	0.66	0.60	0.64	--
13	江苏淮安宝湾	5.87	2.00	67	1.34	0.66	--	--
14	漳州角美宝湾	16.58	4.70	22	1.04	1.00	2.26	0.40
15	天津滨海宝湾（二期）	8.37	2.20	50	1.12	0.88	0.20	--
16	嘉兴供应链宝湾	6.73	2.71	70	1.77	0.94	--	--
17	四川广汉宝湾	16.47	4.67	63	3.33	0.83	0.51	--
合计		211.34	71.52	--	35.59	17.93	15.02	2.98

资料来源：公司提供

表 6 截至 2020 年 9 月底宝湾物流拟建项目情况（单位：亿元、%）

序号	项目名称	计划总投资	资金筹措方案		截至 2020 年 9 月底已投	截至 2020 年 9 月底工程进度	2020 年 10-12 月底计划投资	2021 年计划投资	2022 年计划投资
			自有资金	借款					
1	太仓雅鹿项目	3.20	1.00	2.20	1.10	36	0.08	1.60	0.52
2	重庆两江宝湾	4.50	1.50	3.50	1.20	29	0.10	1.80	1.4
3	浙江义乌宝湾	10.00	3.00	7.00	1.50	16	0.10	3.00	4
4	漳州龙海宝湾	2.70	1.00	1.70	1.10	41	0.05	1.00	0.55
5	佛山南海宝湾	8.50	2.50	6.00	3.10	39	--	0.50	3
合计		28.90	9.00	20.40	7.33	--	0.33	7.90	9.47

资料来源：公司提供

4. 未来发展

公司坚定发展物流战略性主业，坚持“稳健发展、优中选优”的原则，树立平台化思维，进一步完善网络布局，力争实现可运营面积 500 万平方米的战略目标。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，对“后 500 万时代”的工作重点和发展思路进行提前布局，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宝湾商业模式，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，打造业务滚动发展的资本闭环和可持续发展模式。

5. 经营效率

2017—2019 年，公司销售债权周转次数分别为 19.41 次、14.50 次和 15.47 次；同期，公司存货周转次数三年分别为 278.24 次、200.53 次和 252.79 次；公司总资产周转次数分别为 0.08 次、0.08 次和 0.09 次，呈波动下降趋势。

6. 同行对比

同行业对比普洛斯中国控股有限公司和中国物流资产控股有限公司，公司经营效率、盈利能力及获现能力处行业内中等水平。

表 7 2019 年仓储物流类企业经营效率指标
（单位：万平方米、亿元、亿美元、%）

项目	公司	中国物流资产控股有限公司	普洛斯中国控股有限公司
仓储物业实际出租面积	296.20	282.10	2260.06

出租率	91.70	90.00	88.00
资产总额	120.42	229.62	274.10
所有者权益	46.92	117.39	148.28
全部债务	51.16	83.80	86.81
营业收入	9.64	7.13	11.67
利润总额	1.01	7.15	15.22
经营活动现金流净额	5.75	6.18	5.62
营业利润率	47.75	--	--
营业毛利率	56.69	76.72	78.62
资产负债率	61.03	48.88	45.90
全部债务资本化比率	52.16	41.65	36.93
流动比率	34.59	57.70	89.65
经营现金流动负债比	16.50	23.65	4.46

资料来源：联合资信根据公开资料整理

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

德勤华永会计师事务所(特殊普通合伙)深圳分所对公司 2017 年财务报告进行了审计；安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)深圳分所对公司 2018—2019 年财务报告进行了审计，均出具了标准无保留的审计意见。2020 年 1—9 月公司财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2017 年公司合并范围新增子公司 9 家；2018 年公司合并范围新增子公司 7 家，不再纳入合并范围子公司 2 家；2019 年公司合并范围新增子公司 6 家，不再纳入合并范围子公司 1 家；2020 年 1—9 月，公司合并范围新增子公司 1 家，截至 2020 年 9 月底，公司纳入合并范围子公司 72 家。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 120.42 亿元，所有者权益合计 46.92 亿元（含少数股东权益 0.62 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 9.64 亿元，利润总额 1.01 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司（合并）资产总额 138.97 亿元，所有者权益合计 47.00 亿元（含少数

股东权益 0.53 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 8.45 亿元，利润总额 1.08 亿元。

2. 资产质量

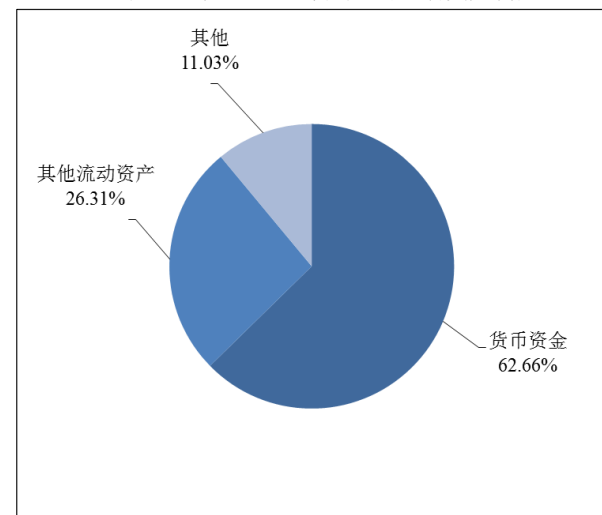
受公司不断加大物流园区工程投资建设力度影响，公司资产规模持续增长；公司资产构成以投资性房地产、固定资产和无形资产等非流动资产为主；投资性房地产以成本计量，区域位置较好且运营成熟的园区具备一定的增值空间；资产受限比例较低。公司资产流动性较弱，整体质量较好。

2017—2019 年底，公司资产总额持续增长，年均复合增长 24.67%，主要系非流动资产增长所致。截至 2019 年底，公司合并资产总额 120.42 亿元，较上年底增长 24.32%；从资产结构看，以非流动资产为主，非流动资产占比 89.99%。

流动资产

流动资产方面，2017—2019 年底，公司流动资产规模波动中有所下降，年均复合下降 0.89%。截至 2019 年底，公司流动资产为 12.05 亿元，较上年底下降 5.54%。公司流动资产以货币资金（占 62.66%）和其他流动资产（占 26.31%）为主。

图 3 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2017—2019 年底，公司货币资金波动中有所下降，分别为 9.56 亿元、9.93 亿元和 7.55 亿元，年均复合下降 11.14%。截至 2019 年底，公司货币资金以银行存款为主，其中使用受限的货币资金 1.33 亿元，占公司货币资金的 17.62%，受限比例

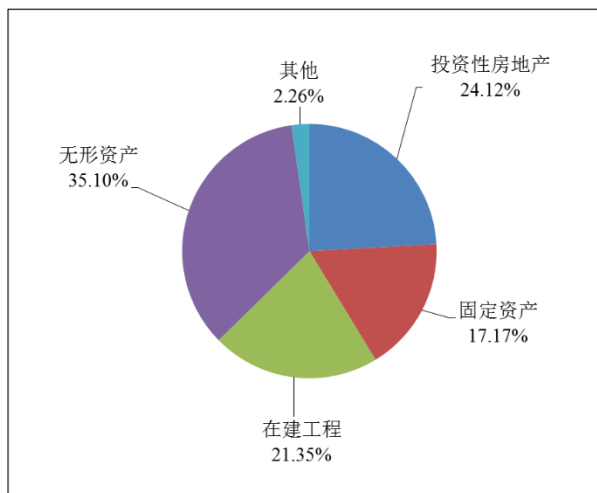
尚可。

2017—2019 年底，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长 37.56%，截至 2019 年底，公司其他流动资产账面价值 3.17 亿元，较上年底增长 82.39%，主要系待抵扣进项税额增加所致，公司其他流动资产中待抵扣进项税额 3.15 亿元（占比为 99.37%）。

非流动资产

非流动资产方面，2017—2019 年底，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 25.25%，主要系投资性房地产、在建工程及无形资产增长所致。截至 2019 年底，公司非流动资产总额为 108.37 亿元，较上年底增长 28.85%。公司非流动资产构成以无形资产（占 35.10%）、投资性房地产（占 24.12%）、固定资产（占 17.17%）和在建工程（占 21.35%）为主。

图 4 截至 2019 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

公司投资性房地产采用成本模式进行后续计量。2017—2019 年，公司投资性房地产快速增长，分别为 18.65 亿元、24.38 亿元和 26.14 亿元，年均复合增长 18.40%。其中 2018 年增长主要系绍兴宝湾物流园、嘉善宝湾物流园、鄂州宝湾物流园等在建工程转入所致。截至 2019 年底，公司投资性房地产累计折旧和摊销 4.04 亿元。由于公司投资性房地产采用成本模式计量，区域位置较好且运营较为成熟的园区具备一定的增值空间。

2017—2019 年，公司固定资产持续增长，分别为 10.74 亿元、18.10 亿元和 18.60 亿元，年均

复合增长 31.59%，主要系胶州宝湾物流园、滨港宝湾物流园等项目中的自用办公楼、修理车间、变电站、消防泵房等配套设施建成后转入固定资产所致。截至 2019 年底，公司固定资产账面余额为 23.57 亿元，累计折旧 4.96 亿元，固定资产成新率 78.91%，成新率较高。

公司在建工程主要为在建的物流园项目。2017—2019 年，公司在建工程波动中有所增长，分别为 8.29 亿元、5.10 亿元和 23.14 亿元。其中 2018 年下降主要系当期在建工程项目部分完工后转出所致。截至 2019 年底，公司在建工程较上年底大幅增长 353.97%，主要系公司加大在建物流园项目投入所致；公司近年来持续加大在建工程投入及建设力度，存在一定的资本支出压力。

公司无形资产主要为土地使用权。2017—2019 年，公司无形资产快速增长，分别为 26.04 亿元、34.37 亿元和 38.04 亿元，年均复合增长 20.86%，主要系新投资的物流项目取得土地使用权所致。截至 2019 年底，累计摊销 3.79 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司合并资产总额 138.97 亿元，较上年底增长 15.41%，主要系投资性房地产及在建工程增加所致。投资性房地产 31.66 亿元，较上年底增长 21.10%；在建工程 28.51 亿元，较上年底增长 23.21%；主要系在建物流园项目增加所致。资产构成方面，非流动资产占比为 88.41%。

截至 2020 年 9 月底，公司所有权或使用权受到限制的资产规模为 21.87 亿元，其中受限资产主要为抵押的无形资产、投资性房地产及固定资产，占公司资产总额 15.74%，受限比例不高。

表 8 截至 2020 年 9 月底公司资产受限情况

（单位：亿元）

项目	抵质押金额	抵质押原因
货币资金	1.22	质押保证金等
固定资产	3.85	抵押借款
投资性房地产	6.99	抵押借款
无形资产	8.80	抵押借款
长期股权投资	1.00	抵押借款
合计	21.87	--

资料来源：公司提供

3. 所有者权益及负债

所有者权益

近年来，公司所有者权益规模变化不大，构成以实收资本为主，所有者权益结构稳定性较强。

2017—2019 年，公司所有者权益波动中有所下降，年均复合下降 0.09%。截至 2017 年底，公司所有者权益 47.00 亿元，较上年底增长 26.77%，主要系当期发行永续债所致。截至 2019 年底，公司所有者权益 46.92 亿元，较上年底下降 0.47%；其中归属于母公司的所有者权益 46.30 亿元。公司归属于母公司的所有者权益中实收资本（占 53.99%）、资本公积（占 17.58%）、其他权益工具（占 21.60%）盈余公积（占 1.61%）和未分配利润（占 5.19%）构成。整体看，公司所有者权益以实收资本为主，所有者权益结构稳定性较强。

截至 2020 年 9 月底，公司所有者权益 47.00 亿元，较 2019 年底基本持平。

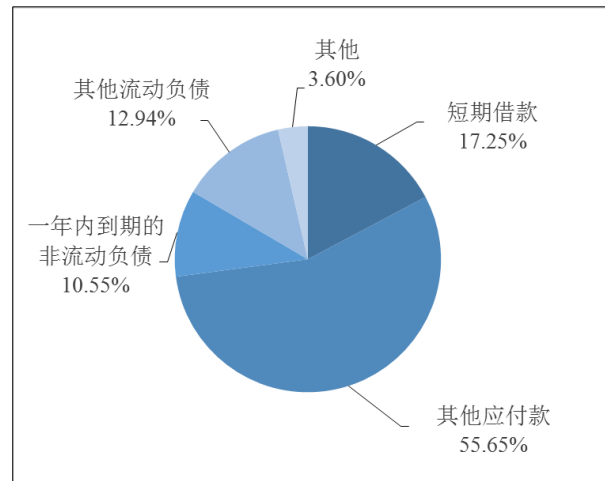
负债

随着经营及投资规模扩大，公司负债规模及有息债务规模快速增长；有息债务结构较好，以长期债务为主，实际控制人南山开发集团通过提供借款和信用担保对公司进行了较大力度的资金支持。

2017—2019 年，公司负债快速增长，年均复合增长 46.29%。截至 2019 年底，公司负债合计 73.50 亿元，较上年底增长 47.82%，流动负债和非流动负债均有所增长。其中，公司流动负债和非流动负债占比分别为 47.39%和 52.61%，负债结构以非流动负债为主。

流动负债方面，2017—2019 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 28.42%，主要系其他应付款增加所致。截至 2019 年底，公司流动负债合计 34.83 亿元，较上年底增长 23.79%，公司流动负债以短期借款（占 17.25%）、一年内到期的非流动负债（占 10.55%）、其他应付款（占 55.65%）和其他流动负债（占 12.94%）为主。

图5 截至2019年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

2017—2019 年，公司短期借款持续下降，年均复合下降 13.01%，分别为 7.94 亿元、6.94 亿元和 6.01 亿元；均为保证借款，担保方为新南山控股和南山开发集团。

2017—2019 年，公司其他应付款波动中有所增长，分别为 10.10 亿元、8.97 亿元和 19.38 亿元，主要系应付工程款波动所致。截至 2019 年底，公司其他应付款主要以应付工程款、应付保证金及押金和应付股权收购款为主，占比分别为 86.22%、7.33%和 4.64%。

公司其他流动负债均为关联方借款。2017—2019 年，公司其他流动负债波动中有所下降，分别为 0 亿元、5.05 亿元和 4.51 亿元。2019 年，公司关联方借款系从实际控制人南山开发集团获得的借款，年利率为 4.5675%和 4.5700%。

非流动负债方面，2017—2019 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 70.99%，主要系近年来公司长期借款及应付债券增加所致。截至 2019 年底，公司非流动负债合计 38.66 亿元，较上年底增长 79.15%；公司非流动负债主要以长期借款（占 35.43%）、非流动负债（15.98%）和应付债券（占 43.83%）为主。

2017—2019 年，公司长期借款持续增长，分别为 7.30 亿元、9.99 亿元和 13.70 亿元，主要系经营规模扩大导致借款规模增加所致；从构成看，公司长期借款主要由信用借款和保证借款构成，截至 2019 年底分别占 80.88%和 11.09%。

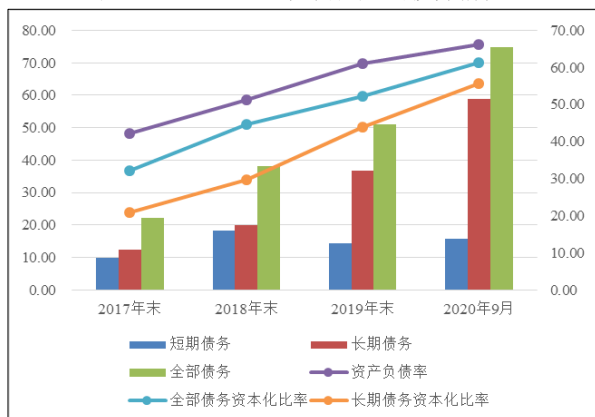
截至 2019 年底，公司新增应付债券 16.95 亿元，主要系公司于 2019 年 1 月 18 日发行商业抵押贷款支持证券所致。

2017—2019 年，公司其他非流动负债持续增长，年均复合增长 10.07%。截至 2019 年底，公司其他非流动负债 6.18 亿元，主要为从南山开发集团等关联方获得的借款，上述关联方借款的年利率为 4.2750%至 5.4625%。整体看，南山开发集团对公司的资金支持力度较大。

有息债务方面，若将其他流动负债及其他非流动负债中的有息债务分别计入短期债务和长期债务中，2017—2019 年公司调整后全部债务总额快速增长，年均复合增长 51.57%，主要经营规模扩大，融资规模相应增加所致。截至 2019 年底，公司全部债务 51.16 亿元，较上年底增长 34.52%，其中短期债务 14.34 亿元（占 28.04%），长期债务 36.81 亿元（占 71.96%），公司债务结构合理。2017—2019 年，公司资产负债率分别为 42.22%、51.33%和 61.03%；全部债务资本化比率分别为 32.15%、44.65%和 52.16%；长期债务资本化比率分别为 20.87%、29.61%和 43.96%。整体看，公司债务负担持续增长，但仍处于适中水平。

若将永续债金额从所有者权益调整至长期债务，2017—2019 年，公司调整后全部债务分别为 32.27 亿元、48.03 亿元和 61.16 亿元，调整后资产负债率分别为 54.51%、61.66%和 69.34%；调整后全部债务资本化比率分别为 46.58%、56.39%和 62.36%；调整后长期债务资本化比率分别为 37.71%、44.54%和 55.91%。公司实际债务负担有所加重。

图6 2017—2020年9月底公司债务情况



资料来源：联合资信整理

截至 2020 年 9 月底，公司负债总额合计 91.98 亿元，较 2019 年底增长 25.14%，主要系公司长期借款及应付债券增长所致。其中非流动负债占 66.51%，较 2019 年底上升 13.90 个百分点。同期，公司全部债务为 74.77 亿元，较 2019 年底增长 46.15%，其中短期债务占 21.22%，长期债务占 78.78%，短期债务占比较 2019 年底有所下降。截至 2020 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 66.18%、61.40%和 55.62%，较上年底分别上升 5.15 个百分点、9.24 个百分点和 11.66 个百分点。若进一步考虑将其他权益工具中的 10.00 亿元调整至长期债务后，公司调整后资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 73.38%、69.62%和 65.06%。

截至 2020 年 9 月底，公司合并口径报表范围内有息债务共 66.68 亿元，其中 2021 年到期的有息债务 12.50 亿元，2022 年到期的有息债务 2.30 亿元，2023 年到期的有息债务 12.47 亿元，2024 年及以后到期的有息债务 44.36 亿元。公司 1 年内到期债务规模较小，集中兑付压力尚可。

表 9 公司合并口径有息债务期限分布情况

(单位：亿元)

项目	2020 年到期	2021 年到期	2022 年到期	2023 年到期	2024 年及以上
有息债务	3.10	12.50	2.30	12.47	44.36

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入持续增长；受财务费用增长等因素影响，公司期间费用持续增长，财务费用对公司利润形成一定侵蚀；公司整体盈利能力有待提高。

2017—2019 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 26.29%，分别为 6.04 亿元、7.54 亿元和 9.64 亿元，主要系部分成熟园区租金价格上升、出租率提高，以及新投入运营园区所致。同期，公司营业成本快速增长，年均复合增长 30.92%，分别为 2.44 亿元、3.04 亿元和 4.18 亿元。

从期间费用看，2017—2019 年，公司期间费用快速增长，三年分别为 2.11 亿元、2.58 亿元和

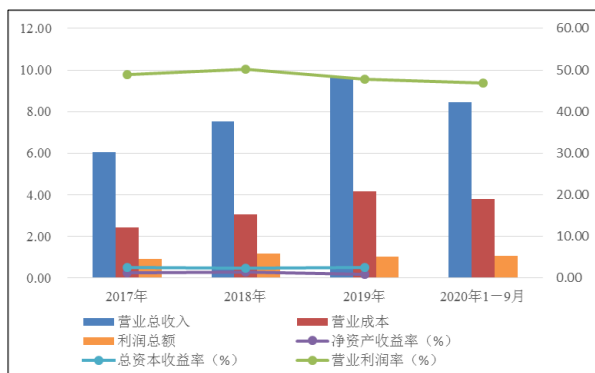
3.70 亿元，年均复合增长 32.57%；其中财务费用分别为 1.02 亿元、1.11 亿元和 2.06 亿元，年均复合增长 41.85%；主要系融资规模扩大，导致财务费用相应增长所致；公司期间费用占营业收入比重分别为 34.83%、34.20%和 38.38%。

非经常性损益方面，公司非经常性损益主要包括资产减值损失、其他收益和营业外支出。2017—2019 年，公司资产减值损失分别为 21.48 万元、204.97 万元和 0.00 元，全部为坏账损失。2017—2019 年，公司其他收益分别为 271.51 万元、483.26 万元和 0.15 万元，全部为各类政府补助。2017—2019 年，公司所取得的营业外收入波动中有所下降，分别为 308.87 万元、129.26 万元和 214.06 万元，年均复合下降 16.75%。整体看，非经常性损益对公司利润规模的贡献程度一般。

2017—2019 年，公司利润总额波动中有所增长，年均复合下降 5.17%；2019 年，公司实现利润总额 1.01 亿元，同比下降 14.51%。

从各项盈利指标来看，2017—2019 年，公司营业利润率分别为 48.85%、50.10%和 47.75%，波动下降；受所有者权益以及债务规模增加共同影响，公司总资本收益率和净资产收益率持续下降，三年均值分别为 2.52%和 1.12%，2019 年分别为 2.57%和 0.85%。整体来看，公司盈利能力有待提高。

图 7 2017—2020 年 9 月公司盈利指标情况



资料来源：联合资信整理

2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 8.45 亿元，同比增长 23.13%，主要系新园区投入运营，堆存（仓储）收入增长所致；利润总额 1.08 亿元，同比上升 44.00%；期间费用 3.09 亿元，占当期营业收入的比重为 36.57%，同比下降 3.65 个百分点。

5. 现金流

近年来，公司经营活动现金流保持净流入状态且规模持续增长；同期，公司投资活动现金支出规模较大，经营活动产生的现金净额不能满足投资活动现金需要，公司对外融资需求较大。受业务规模扩大影响，公司融资规模逐年增长。考虑到在建项目较多，公司未来仍存在较大的外部筹资需求。

从经营活动看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入量快速增长，三年分别为 6.47 亿元、8.73 亿元和 11.24 亿元，主要系经营规模增加带动仓储收入增长所致；公司经营活动现金流出量快速增长，三年分别为 2.93 亿元、4.25 亿元和 5.50 亿元，主要系业务规模扩大，相关经营支出增加所致。同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 3.54 亿元、4.48 亿元和 5.75 亿元，保持净流入状态且规模持续增长。同期，公司现金收入比分别为 101.96%、103.57%和 105.01%。

从投资活动看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入量波动中有所下降，分别为 1.11 亿元、1.88 亿元和 0.01 亿元，主要系收到其他与投资活动有关的现金减少所致；投资活动现金流出量持续增长，三年分别为 11.21 亿元、15.51 亿元和 21.06 亿元，主要系每年购建的固定资产和无形资产规模增长所致。同期，公司投资活动现金净流出量分别为 9.97 亿元、13.63 亿元和 21.05 亿元。

2017—2019 年公司筹资活动前现金流量净额分别为 -6.43 亿元、-9.15 亿元和 -15.31 亿元，公司对外融资需求程度较大。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入量快速增长，三年分别为 28.12 亿元、29.80 亿元和 41.96 亿元，主要系随着公司业务规模扩大，相应融资规模增加所致；同期，筹资活动现金流出量分别为 17.21 亿元、20.28 亿元和 30.37 亿元，主要系偿还到期债务所致。公司筹资活动现金流量净额分别为 10.91 亿元、9.52 亿元和 11.59 亿元。

2020 年 1—9 月，公司现金收入比 19.41%，同比下降 0.11 个百分点；经营活动现金流量净额 5.74 亿元，投资活动现金流量净额 -24.20 亿元，筹

资活动前现金流量净额-18.46 亿元，筹资活动现金流量净额 21.13 亿元。

表 10 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
经营活动现金流入量	6.47	8.73	11.24	10.45
现金收入比	101.96	103.57	105.01	19.41
经营活动现金流量净额	3.54	4.48	5.75	5.74
投资活动现金流量净额	-9.97	-13.63	-21.05	-24.20
筹资活动前现金流量净额	-6.43	-9.15	-15.31	-18.46
筹资活动现金流量净额	10.91	9.52	11.59	21.13

资料来源：联合资信整理

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标有待提升，长期偿债能力一般。考虑到公司为南山开发集团旗下物流园区的核心运营平台，未来随着公司在建园区项目的建成运营，公司收入和利润规模有望持续提升，公司整体偿债能力强于指标值。

从短期偿债能力指标来看，2017—2019 年底，公司流动比率和速动比率均值分别为 42.51%和 42.45%，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 34.59%和 34.54%，较上年底均有所下降，主要系公司近年来快速发展，流动负债规模增长所致。截至 2020 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 52.30%和 52.26%，较 2019 年底均有所上升。2017—2019 年，公司经营现金流动负债比分别为 16.76%、15.93%和 16.50%。同期，公司现金类资产短期债务比分别为 0.97 倍、0.55 倍和 0.53 倍，2019 年较上年底略有下降。截至 2020 年 9 月底，公司现金类资产短期债务比为 0.65 倍，较 2019 年底有所上升。综合来看，公司短期偿债指标有待提升。

从长期偿债能力指标来看，2017—2019 年，公司全部债务/EBITDA 分别为 5.73 倍、8.11 倍和 8.48 倍，EBITDA 利息倍数分别为 2.85 倍、3.22 倍和 2.72 倍，EBITDA 对全部债务和利息的覆盖程度尚可。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2020 年 9 月底，公司无对外担保及重大未决诉讼。

截至 2020 年 9 月底，公司共获得授信总额

76.94 亿元，已使用授信额度 32.42 亿元，未使用授信余额 44.52 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

公司本部基本无经营性业务，资产以其他应收款和长期股权投资为主，整体流动性弱。近年来，公司本部债务规模有所加重，债务负担尚可。

2017—2019 年底，公司本部资产规模持续增长，年均复合增长 11.67%。截至 2019 年底，公司本部资产总额 84.93 亿元，流动资产占 56.16%，非流动资产占 43.83%；流动资产主要由其他应收款构成（占 90.44%），截至 2019 年底，公司本部其他应收款 32.73 亿元，主要为与子公司之间往来款；货币资金 3.45 亿元。非流动资产主要是由长期股权投资构成。

2017—2019 年底，公司本部所有者权益波动下降，年均复合下降 0.09%。截至 2019 年底，公司本部股东权益合计 48.15 亿元，其中股本 25.00 亿元；其他权益工具 10.00 亿元，全部为永续债券；未分配利润为 4.13 亿元。2017—2019 年底，公司本部负债规模持续增长，年均复合增长 36.07%。截至 2019 年底，公司本部负债合计 36.78 亿元，流动负债占 38.12%，非流动负债占 61.88%；流动负债中短期借款、其他应付款及其他流动负债规模较大，分别为 6.01 亿元和 7.24 亿元。非流动负债由应付债券及其他非流动负债构成，分别为 17.85 亿元和 2.00 亿元。

有息债务方面，2017—2019 年底，公司本部全部债务总额波动增长，年均复合增长 76.60%。截至 2019 年底，公司本部全部债务 26.83 亿元，其中长期债务占比 77.38%。2017—2019 年，公司本部资产负债率分别为 29.17%、33.67%和 43.31%，持续上升；全部债务资本化比率分别为 15.14%、13.12%和 35.78%，波动中有所上升；长期债务资本化比率分别为 0.00%、0.00%和 30.13%；整体看，公司本部债务规模有所加重，债务负担尚可。

2017—2019 年，公司本部营业收入波动下降，年均复合下降 40.97%。2019 年公司本部实现营业总收入 9.43 万元，利润总额 1.33 亿元，由于当期公司本部投资收益同比大幅增长至 1.56 亿元，使得利润总额由负转正至 1.33 亿元。

现金流方面, 2017—2019 年, 公司本部经营活动现金流量净额近三年分别为-0.07 亿元、-0.35 亿元和-0.53 亿元。同期, 公司本部投资活动产生的现金流表现为净流出, 分别为-10.58 亿元、-4.03 亿元和-6.74 亿元。筹资活动前现金流量净额分别为-10.66 亿元、-4.38 亿元和-7.26 亿元。同期, 筹资活动产生的净现金流分别为 12.19 亿元、4.86 亿元和 5.41 亿元。

截至 2020 年 9 月底, 公司本部资产总计 109.35 亿元, 所有者权益 48.77 亿元, 当期本部营业收入 429.10 万元, 投资收益 1.68 亿元, 实现利润总额 1.11 亿元, 投资收益对公司本部利润影响较大。同期, 经营活动现金流量净额为-0.73 亿元。公司本部偿债能力主要依赖于子公司。

8. 抗风险能力

基于对公司所处行业、股东背景、经营及财务状况的综合分析, 联合资信认为, 仓储物流行业发展前景良好, 公司物流园区运营经验丰富、园区规模和出租率位居行业前列, 近年营业收入和经营活动净现金流持续增长, 整体抗风险能力很强。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对现有债务的影响

本期中期票据对公司现有债务结构有一定影响。

公司本期中期票据拟发行金额为 5 亿元, 占公司 2020 年 9 月底长期债务的 8.49%, 全部债务的 6.69%, 对公司现有债务结构影响不大。

截至 2020 年 9 月底, 在考虑将其他流动负债及其他非流动负债中的有息债务分别调整至短期债务及长期债务, 并进一步考虑将其他权益工具中的 10.00 亿元调整至长期债务后, 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 73.38%、69.62%和 65.06%。以 2020 年 9 月底数据为基础, 在考虑将其他流动负债及其他非流动负债中的有息债务分别调整至短期债务及长期债务, 及其他权益工具中的 10.00 亿元调整至长期债务后, 本期中期票据发行后, 上述债务指标将分别上升至 74.30%、70.81%和 66.04%。考虑到

本期中期票据募集资金用于偿还公司及子公司金融机构借款, 本期中期票据发行后, 公司实际债务指标可能低于前述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度较好。

2017—2019 年, 公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据的 1.29 倍、1.75 倍和 2.25 倍; 经营活动现金流量净额分别为本期中期票据的 0.71 倍、0.90 倍和 1.15 倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度较好。2017—2019 年, 公司 EBITDA 分别为 3.88 亿元、4.69 亿元和 6.03 亿元, 分别为本期中期票据的 0.78 倍、0.94 倍和 1.12 倍, 公司 EBITDA 对本期中期票据保障程度一般。

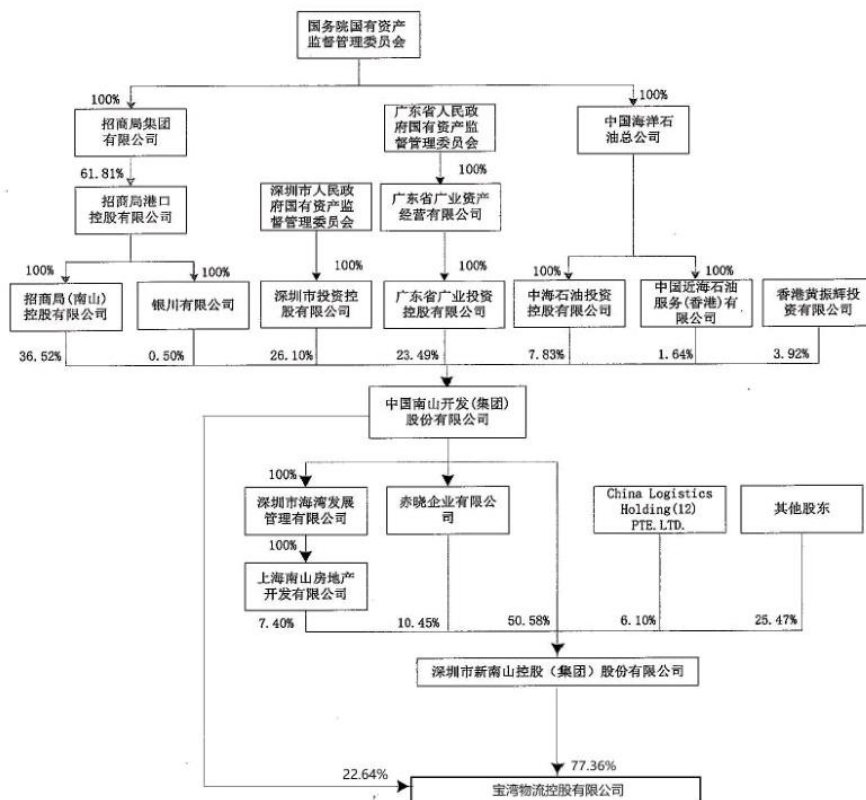
十、结论

作为南山开发集团旗下核心物流园区运营平台, 公司具有丰富的物流园区运营经验, 下属物流园区区域布局合理, 园区规模和出租率位居行业前列。同时, 公司股东实力较强, 对公司支持力度大。未来随着公司下属各个园区板块的建成运营, 公司业务规模及盈利水平将不断增长。但联合资信也关注到公司在建项目资金支出压力较大、期间费用对利润形成一定侵蚀、债务规模快速增长等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度较好。

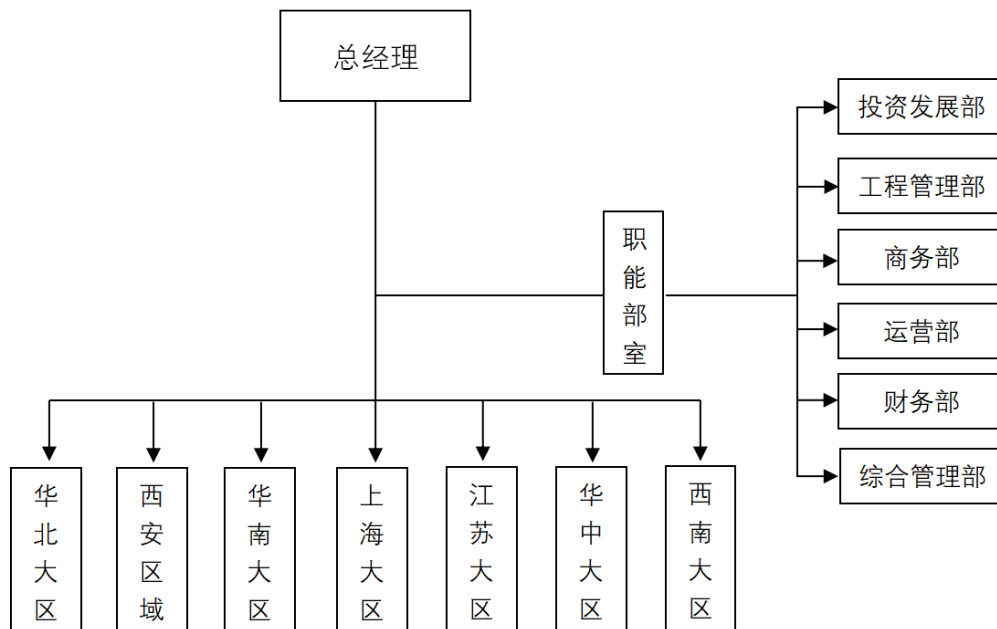
基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司主体偿债风险很低, 本期中期票据到期不能偿还的风险很低, 安全性很高。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 9 月底公司主要子公司情况

序号	公司名称	注册地	持股比例	
			直接	间接
1	上海宝湾国际物流有限公司	上海	100%	--
2	昆山宝湾国际物流有限公司	昆山	100%	--
3	天津宝湾国际物流有限公司	天津	100%	--
4	廊坊宝湾国际物流有限公司	廊坊	100%	--
5	明江（上海）国际物流有限公司	上海	100%	--
6	成都龙泉宝湾国际物流有限公司	成都	100%	--
7	成都新都宝湾国际物流有限公司	成都	100%	--
8	南京宝湾国际物流有限公司	南京	100%	--
9	天津滨港宝湾国际物流有限公司	天津	100%	--
10	南通宝湾国际物流有限公司	南通	100%	--
11	宝湾物流（武汉）有限公司	武汉	100%	--
12	广州宝湾物流有限公司	广州	100%	--
13	天津青武宝湾国际物流有限公司	天津	100%	--
14	宝湾物流（武汉）阳逻有限公司	武汉	100%	--
15	宝湾物流肥东有限公司	合肥	100%	--
16	西安宝湾国际物流有限公司	西安	100%	--
17	咸阳宝湾国际物流有限公司	咸阳	100%	--
18	青岛胶州宝湾国际物流有限公司	胶州	100%	--
19	宝湾物流（香港）有限公司	香港	100%	--
20	中国汇通（香港）有限公司	香港	--	100%
21	镇江深基地仓储有限公司	镇江	--	100%
22	无锡宝湾仓储设施有限公司	无锡	100%	-
23	嘉兴宝湾物流有限公司	嘉兴	--	100%
24	江阴宝湾国际物流有限公司	江阴	--	100%
25	武汉宝湾物流鄂州有限公司	鄂州	--	100%
26	绍兴宝湾物流有限公司	绍兴	--	100%
27	郑州宝海国际物流有限公司	郑州	--	91%
28	重庆西彭宝湾国际物流有限公司	重庆	--	100%
29	江苏宝湾国际物流有限公司	南京	--	100%
30	南通锡通宝湾物流有限公司	南通	--	100%
31	嘉善宝湾物流有限公司	嘉兴	100%	--
32	北京空港宝湾国际物流有限公司	北京	100%	--
33	浙江余姚宝湾国际物流有限公司	余姚	--	100%
34	佛山三水宝湾物流有限公司	佛山	100%	--
35	佛山南海宝湾物流有限公司	佛山	100%	--
36	天津市津南区宝湾国际物流有限公司	天津	--	100%
37	长沙雨花宝湾物流有限公司	长沙	--	100%

序号	公司名称	注册地	持股比例	
			直接	间接
38	重庆珞璜宝湾国际物流有限公司	重庆	--	100%
39	德清宝湾国际物流有限公司	湖州	--	100%
40	宝湾供应链管理（嘉兴）有限公司	嘉兴	60%	30%
41	宁波宝湾国际物流有限公司	宁波	--	100%
42	长沙望城宝湾物流有限公司	长沙	--	100%
43	成都新津宝湾国际物流有限公司	成都	--	100%
44	云南滇中宝湾物流有限公司	云南	--	100%
45	华中宝湾物流投资有限公司	武汉	100%	--
46	武汉青山宝湾国际物流有限公司	武汉	--	100%
47	漳州福美供应链管理有限公司	漳州	100%	--
48	贵阳双龙宝湾华业国际物流有限公司	贵阳	100%	--
49	四川广汉宝湾国际物流有限公司	广汉	--	100%
50	宝湾供应链管理（无锡）有限公司	无锡	--	100%
51	淮安宝湾国际物流有限公司	淮安	100%	--
52	杭州宝湾智能科技有限公司	杭州	100%	--
53	宝湾物流控股（深圳）有限公司	深圳	100%	--
54	长沙宝湾智能物流有限公司	长沙	--	100%
55	宝湾冷链物流投资（深圳）有限公司	深圳	100%	--
56	福州宝湾物流有限公司	福州	100%	--
57	天津宝湾冷链物流有限公司	天津	--	100%
58	漳州宝湾国际物流有限公司	福建	100%	--
59	宝湾物流合肥新站有限公司	合肥	100%	--
60	江苏宝湾智慧供应链管理有限公司	南京	70%	--
61	宁波镇海宝湾国际物流有限公司	宁波	100%	--
62	重庆两江宝湾物流有限公司	重庆	100%	--
63	践远投资（成都）有限公司	成都	100%	--
64	浙江义乌宝湾国际物流有限公司	浙江	100%	--
65	成都青白江宝湾供应链管理有限公司	成都	100%	--
66	以新投资（成都）有限公司	成都	100%	--
67	湖州宝湾供应链管理有限公司	湖州	--	100%
68	宝湾库迈（上海）信息技术有限公司	上海	100%	--
69	成都宝湾物流资产管理有限公司	成都	70%	--
70	龙海市宝博智谷物流有限公司	福建	75%	--
71	苏州优品授网络科技有限公司	苏州	--	49%
72	广东宝湾股权投资基金管理有限公司	佛山	100%	--

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	9.56	9.96	7.62	10.28
资产总额（亿元）	81.35	96.86	120.42	138.97
所有者权益（亿元）	47.00	47.14	46.92	47.00
短期债务（亿元）	9.87	18.20	14.34	15.86
长期债务（亿元）	12.40	19.83	36.81	58.90
全部债务（亿元）	22.27	38.03	51.16	74.77
营业收入（亿元）	6.04	7.54	9.64	8.45
利润总额（亿元）	0.91	1.18	1.01	1.08
EBITDA（亿元）	3.88	4.69	6.03	--
经营性净现金流（亿元）	3.54	4.48	5.75	5.74
财务指标				
销售债权周转次数（次）	19.41	14.50	15.47	--
存货周转次数（次）	278.24	200.53	252.79	--
总资产周转次数（次）	0.08	0.08	0.09	--
现金收入比（%）	101.96	103.57	105.01	19.41
营业利润率（%）	48.85	50.10	47.75	46.82
总资本收益率（%）	2.61	2.39	2.57	--
净资产收益率（%）	1.24	1.50	0.85	--
长期债务资本化比率（%）	20.87	29.61	43.96	55.62
全部债务资本化比率（%）	32.15	44.65	52.16	61.40
资产负债率（%）	42.22	51.33	61.03	66.18
流动比率（%）	58.08	45.33	34.59	52.30
速动比率（%）	58.01	45.27	34.54	52.26
经营现金流动负债比（%）	16.76	15.93	16.50	--
现金短期债务比（倍）	0.97	0.55	0.53	0.65
EBITDA 利息倍数（倍）	2.85	3.22	2.72	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.73	8.11	8.48	--

注：2020 年三季度财务报表未经审计；其他流动负债及其他非流动负债中的有息债务分别调整至短期债务和长期债务；

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.54	4.01	3.45	8.57
资产总额（亿元）	68.11	71.61	84.93	109.35
所有者权益（亿元）	48.24	47.50	48.15	48.77
短期债务（亿元）	8.60	7.17	6.07	15.18
长期债务（亿元）	0.00	0.00	20.76	36.30
全部债务（亿元）	8.60	7.17	26.83	51.48
营业收入（亿元）	0.00	0.05	0.00	0.04
利润总额（亿元）	1.48	-0.11	1.33	1.11
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-0.07	-0.35	-0.53	-0.73
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.72	4.30	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	--	--	--	--
现金收入比（%）	172.39	71.69	2126.54	98.05
营业利润率（%）	-12.92	68.63	-897.32	88.80
总资本收益率（%）	2.60	-0.16	1.74	--
净资产收益率（%）	3.06	-0.18	2.71	--
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	30.13	42.67
全部债务资本化比率（%）	15.14	13.12	35.78	51.35
资产负债率（%）	29.17	33.67	43.31	55.40
流动比率（%）	138.02	156.87	258.16	280.10
速动比率（%）	138.02	156.87	258.16	280.10
经营现金流动负债比（%）	-0.36	-1.78	-3.75	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：2020 年三季度财务报表未经审计

附件 4 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	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期--上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
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	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

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 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
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 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

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 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 宝湾物流控股有限公司 2021 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在信用等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。

宝湾物流控股有限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。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

宝湾物流控股有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对宝湾物流控股有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，宝湾物流控股有限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宝湾物流控股有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现宝湾物流控股有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对宝湾物流控股有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如宝湾物流控股有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对宝湾物流控股有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与宝湾物流控股有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。