

信用评级公告

联合〔2022〕474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 2022 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 2022 年度第一期中期票据信用评级报告信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年一月十七日

宝湾物流控股有限公司

2022 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：5.00 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：偿还公司本部及子公司的金融机构借款

评级时间：2022 年 1 月 17 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	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		3
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
股东支持力度大				+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”）的评级反映了其作为中国南山开发（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，股东综合实力强，对公司支持力度大；公司物流园区运营经验丰富，园区规模逐年增长位居行业前列。近年来，公司物流园区收入规模逐年增长，整体经营情况良好；2021 年 8 月，杭州萧山平安基石贰号股权投资有限公司（以下简称“基石贰号基金公司”）以现金形式对公司增资 35 亿元，公司资本实力进一步增强。同时，联合资信关注到仓储物流行业竞争加剧、公司在建和拟建项目资金支出压力较大、债务规模快速增长及对外融资需求较大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长期债务的保障程度偏弱，EBITDA 对长期债务的保障程度尚可。

公司成熟园区运营情况稳中向好，目前在建和拟建物流园区项目较多，区域位置较好。未来随着公司园区项目陆续建成和投入运营，公司收入水平有望得到进一步提高。

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，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 股东综合实力强，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主业的大型国有企业，公司作为其旗下物流业务运营的核心平台，股东对公司支持力度大。
2. 公司物流园区运营管理经验丰富，区位布局合理，客户较优质，整体经营状况良好。公司拥有多年物流园区运营管理经验，目前运营规模逐年增长且位居行业前列，仓储业务基本覆盖全国一、二线城市的核心物流节点，客户较优质。近年来，公司收入规模持续增长，综合毛利率水平和仓库整体出租率维持在较高水平。
3. 公司资产受限比例较低，部分园区具有一定增值空间，公司投资性房地产采用成本模式计量，部分区域位置较

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

好，部分园区有一定增值空间。截至2021年9月底，受限资产占公司总资产12.79%，资产受限比例较低。

4. **公司资本实力进一步增强，权益稳定性较好。**2021年8月，基石贰号基金公司以现金形式对公司增资35亿元，公司资本实力进一步增强，所有者权益以实收资本和资本公积为主，权益稳定性较好。

关注

1. **行业竞争加剧对公司仓储物流业务带来冲击**，近年来国际和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. **债务规模持续增长且存在一定集中到期压力；考虑在建项目资金支出情况，公司存在较大的外部融资需求。**2018—2020年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长49.22%。截至2021年9月底，公司全部债务93.58亿元，其中2022—2023年债务到期规模较大。截至2021年9月底，公司在建和拟建项目尚需投资33.99亿元。
3. **资产流动性较弱，部分园区出租率较低。**截至2021年9月底，公司资产以非流动资产（占76.15%）为主，流动性较弱。目前滨港宝湾、镇江宝湾和江阴宝湾等园区出租率较低。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
现金类资产(亿元)	9.96	7.62	11.83	41.62
资产总额(亿元)	96.86	120.42	157.32	205.11
所有者权益(亿元)	47.14	46.92	46.25	87.79
短期债务(亿元)	18.20	14.34	13.96	5.41
长期债务(亿元)	19.83	36.81	70.72	88.17
全部债务(亿元)	38.03	51.16	84.68	93.58
营业收入(亿元)	7.54	9.64	11.80	10.59
利润总额(亿元)	1.18	1.01	13.14	0.76
EBITDA(亿元)	4.69	6.03	19.04	--
经营性净现金流(亿元)	4.48	5.75	7.85	7.45
营业利润率(%)	50.10	47.75	45.10	44.91
净资产收益率(%)	1.50	0.85	20.00	--
资产负债率(%)	51.33	61.03	70.60	57.20
全部债务资本化比率(%)	44.65	52.16	64.68	51.60
流动比率(%)	45.33	34.59	53.51	209.99
经营现金流动负债比(%)	15.93	16.50	22.50	--
现金短期债务比(倍)	0.55	0.53	0.85	7.69
EBITDA 利息倍数(倍)	3.22	2.63	5.86	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.11	8.48	4.45	--
公司本部(母公司)				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额(亿元)	71.61	84.93	134.96	176.17
所有者权益(亿元)	47.50	48.15	48.15	90.51
全部债务(亿元)	7.17	26.83	52.72	63.60
营业收入(亿元)	0.05	0.00	0.07	0.07
利润总额(亿元)	-0.11	1.33	13.91	0.75
资产负债率(%)	33.67	43.31	64.32	48.62
全部债务资本化比率(%)	13.12	35.78	52.26	41.27
流动比率(%)	156.87	258.16	173.72	401.03
经营现金流动负债比(%)	-1.78	-3.75	-1.98	--

注: 1. 2021 年 1—9 月财务报表未经审计, 相关数据未经年化; 2. 公司合并报表中债务其他流动负债的有息债务已计入短期债务, 其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务; 3. “--”代表计算无意义的数字; 3. 公司母公司债务数据及相关指标未经调整

资料来源: 联合资信整理

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
AA ⁺	稳定	2021/7/13	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	阅读原文
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; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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

2022 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（以下简称“公司”）成立于 2011 年 7 月，由中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“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，公司注册资本由 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，公司变更股东，原股东深基地变更为新南山控股，出资额和持股比例不变。2021 年 8 月，杭州萧山平安基石贰号股权投资有限公司（以下简称“基石贰号基金公司”）以现金形式向公司增资 350000 万元，其中 114400 万元计入注册资本、235600 万元计入资本公积，增资后持股比例为 31.40%。截至 2021 年 9 月底，公司注册资本 364400 万元，直接控股股东为新南山控股，持股比例 53.07%；实际控制人为南山开发集团，直接和间接持股比例合计 52.03%。公司股权结构见附件 1-1。

公司经营范围以仓储物流、运输办公租赁业务和代理业务为主。截至 2021 年 9 月底，公司合并范围内拥有子公司 91 家，本部共有员工 300 名。

截至 2021 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等 6 个职能部门。公司组织架构见附件 1-2。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 157.32 亿元，所有者权益 46.25 亿元（含少数股东权益 1.40 亿元）；2020 年，公司营业收入 11.80 亿元，利润总额 13.14 亿元。

截至 2021 年 9 月底，公司合并资产总额 205.11 亿元，所有者权益 87.79 亿元（含少数股东权益 1.53 亿元）；2021 年 1—9 月，公司营业总收入 10.59 亿元，利润总额 0.76 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。

二、本期中期票据概况

2021 年 9 月 30 日，经中国银行间市场交易商协会的中市协注〔2021〕MTN856 号文核准，公司获准发行“宝湾物流控股有限公司 2022 年度第一期中期票据”（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据注册金额 15.00 亿元，分期发行，本期为本额度内首期发行，发行额度 5.00 亿元，发行期限为 3 年，面值为 100 元，发行对象为全国银行间债券市场的机构投资者。

本期中期票据偿还方式为按年付息，到期一次还本。兑付方式为单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付（到期日如遇法定节假日，则顺延至随后的第一个工作日兑付，顺延期间不另计息）。

本期中期票据募集资金用途用于偿还公司本部及子公司的金融机构借款。本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各

国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国在宏观政策方面加大了逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家；GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。但三季度以来，受限产限电政策加码、楼市调控趋严、原材料价格高位上涨、局部疫情反复等因素影响，我国经济修复放缓，生产端与需求端下行压

力均有所加大。2021 年前三季度，我国国内生产总值 82.31 万亿元，累计同比增长 9.80%，两年平均增长 5.15%，二者分别较上半年同比增速和两年平均增速放缓 2.90 个百分点和 0.16 个百分点，经济增长有所降速。

三大产业中，第三产业受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年前三季度，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.82% 和 5.64%，均高于疫情前 2019 年同期水平，恢复情况良好；第三产业前三季度两年平均增速为 4.85%，远未达到 2019 年同期 7.30% 的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2018 - 2020 年及 2021 年前三季度中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	82.31
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	9.80 (5.15)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	11.80 (6.37)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	7.30 (3.80)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	16.40 (3.93)
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	33.00
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	32.60
CPI 增幅 (%)	2.10	2.90	2.50	0.60
PPI 增幅 (%)	3.50	-0.30	-1.80	6.70
城镇失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	4.90
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	8.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	16.30
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	2.30

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数；5. 2021 年前三季度数据中，括号内数据为两年平均增速

数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

出口维持高速增长，消费与固定资产投资增速放缓。消费修复基础仍不牢固。2021 年前三季度，我国社会消费品零售总额 31.81 万亿元，同比增长 16.40%；两年平均增速 3.93%，较上半年两年平均增速小幅回落，较疫情前水平仍有一定差距，与居民人均可支配收入两年平均增速同步放缓。固定资产投资增速有所回落。2021 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）39.78 万亿元，同比增长 7.30%；两年

平均增长 3.80%，较上半年两年平均增速放缓 0.60 个百分点，仍未恢复到疫情前水平。全球经济和贸易回暖带来的需求增加支撑我国出口高增长。2021 年前三季度，我国货物贸易进出口总值 4.37 万亿美元，为历史同期最高值，同比增长 32.80%，实现较高增速，但增速呈现逐季小幅下降趋势。其中，出口 2.40 万亿美元，同比增长 33.00%；进口 1.97 万亿美元，同比增长 32.60%；贸易顺差为 4275.40 亿美元。

1. 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

2. 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，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

2021 年前三季度，CPI 先涨后落，PPI 显著上涨。2021 年前三季度，CPI 同比上涨 0.60%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.70%，总体呈先升高后回落走势；PPI 同比上涨 6.70%，整体呈上涨趋势，生产资料价格上涨是推动 PPI 上涨的主要因素，其中上游石化、煤炭、金属价格上涨的影响较大，或对相关下游企业利润产生一定挤压。

2021 年前三季度，社融存量同比增速整体呈下行趋势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年三季度末，社融存量余额为 308.05 万亿元，同比增长 10%，增速逐季小幅下降。从结构看，前三季度人民币贷款是新增社融的主要支撑项；政府债券和企业债券融资回归常态；表外融资大幅减少，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，前三季度 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后稳。二季度以来 M2—M1 剪刀差走阔，反映了企业活期存款转为定期，融资需求减弱，投资意愿下降。

2021 年前三季度，财政收入呈现恢复性增长，“三保”等重点领域支出增长较快。2021 年前三季度，全国一般公共预算收入 16.40 万亿元，同比增长 16.30%，达到 2021 年预算收入的 82.99%，财政收入恢复性增长态势总体平稳。其中，全国税收收入 14.07 万亿元，同比增长 18.40%，在 PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素的带动下，工商业增值税、企业所得税等税种实现高增长。支出方面，前三季度全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.30%，达到 2021 年预算支出的 71.68%，非急需非刚性支出持续压减，“三保”等重点领域支出得到有力保障。前三季度，全国政府性基金预算收入 6.10 万亿元，同比增长 10.50%。其中国有土地使用权出让收入 5.36 万亿元，同比增长 8.70%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 7.14 亿元，同比下降 8.80%，主要是由于专项债项目审核趋严，地方政府专项债发行进度缓慢，项目落地有所滞后。

2021 年以来就业形势总体基本稳定，调查

失业率呈逐季稳中有降的趋势。2021 年前三季度，城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标任务的 95%；1—9 月城镇调查失业率均值为 5.20%，略低于全年 5.50%左右的预期目标，就业形势总体良好。从结构看，重点群体就业情况在三季度出现改善，其中 16~24 岁城镇人口失业率结束了自 2021 年 1 月以来的连续上升趋势，自 8 月开始出现下降；截至 2021 年三季度末，农村外出务工劳动力总量同比增长 2%，基本恢复至疫情前 2019 年同期水平。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年第四季度，能耗双控、原材料价格高位运行、局部疫情、楼市调控政策等因素仍将对我国经济产生影响，经济稳增长压力有所加大。货币政策存在降准空间；财政方面预计将加快地方政府专项债券的发行及资金投入使用，促进经济平稳增长。

生产方面，2021 年第四季度我国能耗双控的压力仍然较大，叠加原材料价格较高等因素影响，工业生产或将持续承压。需求方面，未来房地产信贷政策收紧态势可能有所缓解，但在房地产调控政策基调不变的前提下，短期内房地产投资难以逆转偏弱的格局；随着财政资金到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设，基建投资有望逐步改善，但受制于地方政府债务管理趋严，预计改善空间有限；限产限电、生产成本上升等因素或将对制造业投资修复产生制约。消费市场复苏基础仍不牢固，第四季度仍然会受到疫情影响，但电商购物节等因素有助于带动消费提升。第四季度海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高水平，但在上年基数抬高因素影响下，出口增速或将小幅下行。基于上述分析，联合资信预测全年 GDP 增速在 8.00%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 物流行业概况

物流行业是国民经济中重要的服务行业。2020 年在新冠疫情的影响下物流行业运行逆势

回升,物流规模再次扩大。物流园区作为城市经济功能区,对物流组织管理和依托物流服务的经济开发具有重要意义。

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。

2020 年全国社会物流总额 300.1 万亿元,按可比价格计算,同比增长 3.5%。从构成看,工业品物流总额 269.90 万亿元,按可比价格计算,同比增长 2.80%;农产品物流总额 4.60 万亿元,增长 3.00%;单位与居民物品物流总额 9.80 万亿元,增长 13.20%;进口货物物流总额 14.20 万亿元,增长 8.90%;再生资源物流总额 1.60 万亿元,增长 16.9%。2020 年,物流业总收入 10.5 万亿元,比上年增长 2.2%。2020 年社会物流总费用 14.9 万亿元,同比增长 2.0%。社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.7%,与上年基本持平。从结构看,运输费用 7.8 万亿元,增长 0.1%;保管费用 5.1 万亿元,增长 3.9%;管理费用 1.9 万亿元,增长 1.3%。

根据中国物流与采购联合会统计,2021 年前三季度,全国社会物流总额 234.5 万亿元,按可比价格计算,同比增长 11.4%,增速比上年同期提高 9.4 个百分点,两年年均增长 6.6%。从累计数据来看,物流需求规模超过 230 万亿且年内均保持 10%以上的较快增长,显示今年以来物流需求总体保持恢复态势,规模及增速均高于疫情前同期水平。前三季度,物流业总收入 8.7 万亿元,同比增长 17.6%。

物流园区是对物流组织管理节点进行相对集中建设与发展的、具有经济开发性质的城市物流功能区域;同时,也是依托相关物流服务设施降低物流成本、提高物流运作效率,改善企业服务有关的流通加工、原材料采购、便于与消费地直接联系的生产等活动、具有产业发展性质的经济功能区,物流园区包括物流中心、配送中心、运输枢纽设施、运输组织及管理中心和物流信息中心,以及适应城市物流管理与运作需要

的物流基础设施;作为经济功能区,其主要作用是开展满足城市居民消费,就近生产、区域生产组织所需要的企业生产和经营活动。

2. 政策环境

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,中华人民共和国国务院(以下简称“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,中华人民共和国国家发展和改革委员会(以下简称“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》。该文件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、互联互通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、建立配套支撑体系和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3月，国家针对疫情所颁发的《关于城镇土地使用税优惠政策的公告》中，对物流企业自有的或者租赁的大宗商品仓储设施用地，城镇土地使用税在原标准上减征50%。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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年9月底，公司实收资本36.44亿元。公司直接控股股东为新南山控股，实际控制人为南山开发集团。

2. 企业规模和竞争力

公司物流园区运营规模大，客户较优质，园区运营经验丰富，在行业内具有一定竞争力。

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。截至2021年9月底，公司已投入运营的仓储面积448.40万平方米，仓储业务基本覆盖全国一、二线城市的核心物流节点，运营规模已位居国内行业前列。

从区域布局看，公司相继在长三角、珠三角和环渤海等区域的战略城市自行开发、拥有并管理多个大型物流园区，服务内容包括物流运营管理、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、冷链物流和医药物流等。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。

物流园区客户质量较好且稳定度较高，目前客户主要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和武汉屈臣氏个人

用品商店有限公司等。

3. 人员素质

公司核心团队具备良好的从业素质；员工素质能够满足公司日常经营需求。

2020年8月5日，公司根据《公司法》和公司章程决议对公司董事会和监事会成员进行换届选举。公司法定代表人和董事长由王世云变更为舒谦；总经理由舒谦变更为冯海虹。截至2021年9月底，公司董事会由7名董事组成，其中董事长1名；公司设监事会，由3名监事组成；总经理1人。公司核心团队具备良好的从业素质。截至2021年9月底，本部在职员工300人，员工素质能够满足公司目前经营需要。

公司董事长舒谦先生，1977年出生，博士学位，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，公司上海大区总经理。

4. 企业信用记录

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: 91440300580073846P)，截至2021年12月3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2021年12月31日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

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、监事会能够独立运作，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，是公司的权力机构，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。

公司设董事会，由7名董事组成，其中董事长1名。董事会在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，总经理由董事会聘请。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，为公司管理运作提供较好保障。

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

公司营业收入以堆存(仓储)业务收入为主。2018年以来,公司营业收入稳健增长;综合毛利率逐年下降但维持在较高水平。

2018—2020年,公司营业收入持续增长,年均复合增长25.10%,主要系堆存(仓储)业务收入持续增长所致;随着公司财务费用和投资收益等波动,利润总额波动增长,年均复合增长227.99%。公司业务以堆存(仓储)业务为主,2018—2020年,主营业务收入中其占比均高于78.00%;运输、办公租赁及代理和装卸等其他业务作为公司收入的补充来源。

从收入构成看,随着公司建成投运的物流园区规模逐年增长以及仓库出租率随园区运营逐渐成熟而提升,2018—2020年公司堆存(仓储)业务收入逐年增长,平均复合增长20.69%。随着客户对配套辅助业务需求的增加,2018—2020年运输业务和办公租赁及代理业务收入持续增长,平均复合增长率分别为107.61%和22.17%,其中2020年运输业务收入同比增长160.42%。装卸业务等其他业务收入规模较小,对公司收入和利润影响较小。

毛利率方面,2018—2020年,综合毛利率逐年下降,但维持在较高水平,主要受堆存(仓储)业务毛利率影响所致。2020年,公司综合毛利率同比小幅下滑3.23个百分点,主要系本期堆存(仓储)业务毛利率下滑及毛利率低的运输业务收入规模大幅增长所致。公司办公租赁及代理业务毛利率持续下降但整体水平尚可。公司提供的办公租赁及代理业务、运输和装卸服务属于配套辅助业务,公司运输板块毛利率波动增长。

表2 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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）业务	6.35	84.27	67.16	8.07	83.70	63.97	9.25	78.36	62.72	8.41	79.41	60.79
运输业务	0.29	3.81	1.40	0.48	4.99	0.12	1.25	10.59	2.76	0.93	8.79	4.42
办公租赁及代理业务	0.67	8.85	44.77	0.84	8.72	39.74	1.00	8.44	41.96	0.98	9.23	40.05
装卸业务	0.16	2.16	-80.58	0.23	2.43	18.14	0.18	1.56	14.03	0.15	1.39	-2.02
其他业务	0.07	0.91	85.25	0.02	0.16	76.72	0.12	1.06	65.7	0.12	1.17	83.33
合计	7.54	100.00	59.65	9.64	100.00	56.69	11.80	100.00	53.46	10.59	100.00	53.31

注：尾差系数据四舍五入所致
资料来源：公司提供

2021 年 1—9 月，公司营业收入同比增长 25.25%，主要系公司已投运仓储物流面积增加，业务规模同步扩大所致；公司综合毛利率较 2020 年小幅减少 0.15 个百分点；公司利润总额同比下降 29.65%，主要系随着公司债务规模不断增长，公司财务费用同比增长 47.85%所致。

2. 物流园区运营情况

2018 年以来，公司物流园区经营规模持续增长，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；客户质量较好且集中度较低。

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（即招商引进客户，出租仓库），为客户提供仓储服务、办公楼、宿舍使用、库内管理和库内操作及有关增值服务等。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，公司物流园区经营规模持续增长，仓库出租率有所波动但整体维持在较高水平。2018—2020 年末及 2021 年 9 月底，公司已投入运营仓储面积分别为 265.60 万平方米、265.60 万平方米、375.10 万平方米和 448.40 万平方米，园区平均出租率分别为 93.20%、91.70%、92.70%和 94.20%。

公司位于广州和明江的物流园区于 2020 年通过股权方式出表。截至 2021 年 9 月底，公司主要运营的园区 25 个，区域布局较合理。从公司目前主要运营园区的经营情况看，上海宝湾、昆山宝湾、廊坊宝湾、北京宝湾、无锡宝湾和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。公司部分园区出租率较低，其中滨港宝湾出租率较低主要系滨港物流园二期处于投入运营初期所致；武汉宝湾出租率降幅较大主要系部分租户租约到期，处于租约结构调整优化的空窗期所致；镇江宝湾出租率有所提高但仍处于较低水平，主要系园区区位布局条件相较偏弱，招商环境较差所致。

表3 公司主要物流园区经营情况（单位：亿元、%）

园区名称	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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	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	1.06	0.52	100.00	1.08	0.56	100.00	1.13	0.57	100.00	0.88	0.38	100.00
肥东宝湾	--	--	--	0.38	0.02	99.00	1.12	0.05	97.50	0.68	0.02	100.00
昆山宝湾	0.69	0.25	100.00	0.70	0.24	100.00	0.69	0.19	100.00	0.52	0.15	100.00
廊坊宝湾	0.35	0.13	100.00	0.41	0.18	100.00	0.43	0.21	100.00	0.35	0.17	100.00
龙泉宝湾	0.70	0.11	100.00	0.69	0.08	99.00	0.40	0.12	99.50	0.30	0.09	100.00
南京宝湾	0.38	0.10	98.00	0.40	0.12	100.00	0.40	0.14	99.50	0.31	0.11	100.00

天津宝湾	0.51	0.05	93.00	0.31	-0.02	70.00	0.39	0.05	90.90	0.32	0.11	99.30
嘉善宝湾	--	--	--	0.40	0.07	100.00	0.39	0.10	100.00	0.31	0.09	100.00
无锡宝湾	0.28	0.07	100.00	0.35	0.03	100.00	0.38	0.09	100.00	0.30	0.08	100.00
胶州宝湾	0.29	0.08	88.00	0.33	0.09	91.00	0.35	0.09	96.60	0.25	0.07	94.20
武汉宝湾	0.38	0.05	99.00	0.34	0.06	82.00	0.34	0.06	89.00	0.23	0.01	72.20
咸阳宝湾	--	--	--	0.26	-	90.00	0.29	0.01	93.30	0.24	0.03	100.00
北京宝湾	0.23	0.10	100.00	0.24	0.11	100.00	0.27	0.10	100.00	0.22	0.08	100.00
绍兴宝湾	--	--	--	0.25	0.06	83.00	0.24	0.05	93.20	0.21	0.05	100.00
新都宝湾	0.26	0.09	100.00	0.25	0.07	100.00	0.23	0.06	100.00	0.17	0.04	100.00
嘉兴宝湾	0.18	0.05	100.00	0.21	0.04	92.00	0.22	0.06	91.40	0.17	0.05	96.20
双龙宝湾	--	--	--	0.17	0.03	100.00	0.22	0.03	95.70	0.17	0.03	95.50
镇江宝湾	0.28	-0.13	58.00	0.27	-0.06	60.00	0.22	-0.01	70.50	0.17	0.02	74.80
天津津南宝湾	0.19	0.07	98.00	0.17	0.06	85.00	0.19	0.07	96.70	0.16	0.02	98.90
南通宝湾	0.17	0.04	98.00	0.15	0.06	83.00	0.16	0.03	93.80	0.13	0.02	99.80
德清宝湾	--	--	--	0.12	0.02	87.30	0.16	0.03	100.00	0.12	0.02	100.00
锡通宝湾	--	--	--	0.13	0.02	83.70	0.16	0.04	89.30	0.14	0.04	99.40
江阴宝湾	--	--	--	0.14	0.02	63.90	0.16	-	83.20	0.14	0.01	88.60
鄂州宝湾	--	--	--	0.12	-	89.20	0.14	0.01	94.80	0.11	0.03	100.00
滨港宝湾	--	--	--	0.13	-0.05	100.00	0.14	-0.03	74.00	0.15	-0.02	74.60
广州宝湾	0.60	0.16	100.00	0.63	0.16	100.00	--	--	--	--	--	--
明江宝湾	0.61	0.25	100.00	0.64	0.28	100.00	--	--	--	--	--	--
合计	7.15	1.99	--	9.27	2.25	--	8.82	2.12	--	6.75	1.70	--

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。整体看，公司前五大客户集中度较低，客户质量较好。

表 4 公司前五位客户收入占比（单位：%）

时间	客户名称	收入占比
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	苏州交运物流有限公司	8.39
	利丰供应链管理（中国）有限公司	4.11

2021 年 1—9 月	广州顺丰速运有限公司	3.52
	武汉屈臣氏个人用品商店有限公司	2.71
	上海安能聚创供应链管理有限公司	2.53
	合计	21.26
	苏州交运物流有限公司	4.87
	利丰供应链管理（中国）有限公司	3.45
	广州顺丰速运有限公司	3.24
	武汉屈臣氏个人用品商店有限公司	2.79
	芜湖安得智联科技有限公司	2.63
	合计	16.98

资料来源：公司提供

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且回收期较长，公司未来面临一定的资本支出和资金占用压力。

在建及拟建项目方面，截至 2021 年 9 月底，公司主要在建及拟建项目合计 14 个，区域主要分布在二、三线城市，项目整体区位较好。

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 72.11 亿元，尚需投入资金 33.99 亿元。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 2021 年 9 月底公司主要在建项目情况（单位：万平方米、亿元、%）

序号	项目名称	建筑面积	预计总投资	工程完成进度	截至 2021 年 9 月底已投资	2021 年 9—12 月预计投资	2022 年计划投资
1	宁波镇海宝湾	11.10	4.36	95.00	3.70	0.66	--
2	青白江蓉欧	12.59	3.80	20.00	0.94	0.16	2.70
3	宁波奉化宝湾	19.43	6.20	90.00	5.07	0.51	0.62
4	浙江余姚宝湾	16.14	6.70	70.00	5.35	0.49	0.86
5	漳州角美宝湾	16.58	4.70	66.00	3.13	1.07	0.50
6	浙江义乌宝湾	26.07	7.20	25.00	3.03	1.17	1.90
7	重庆两江宝湾	10.18	3.50	50.00	2.6	0.5	0.40
8	东西湖项目	5.51	2.50	19.50	1.62	0.58	0.30
9	太仓雅鹿项目	8.04	3.70	21.00	1.6	1.4	0.70
10	肥东二期	4.34	1.00	40.00	0.73	0.27	--
合计		129.98	43.66	--	27.77	6.81	7.98

资料来源：公司提供

表 6 截至 2021 年 9 月底公司拟建项目情况（单位：亿元、%）

序号	项目名称	计划投资	资金筹措方案		截至 2021 年 9 月底已投	截至 2021 年 9 月底工程进度	2021 年 9—12 月计划投资	2022 年计划投资
			自有资金	借款				
1	漳州龙海宝湾	3.10	1.00	2.10	1.80	25.00	0.40	0.90
2	佛山南海宝湾	12.20	3.60	8.60	4.40	34.00	0.80	3.00
3	吴江中旺	5.15	1.62	3.53	2.55	0.00	0.30	2.00
4	江门鹤山	8.00	2.40	5.60	1.60	0.00	0.10	3.10
合计		28.45	8.62	19.83	10.35	--	1.60	9.00

注：拟建项目的工程进度指项目前期土地平整或已有建筑拆除等

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2018—2020 年，公司经营效率情况较好。

2018—2020 年，公司销售债权周转次数波动增长；存货周转次数持续增长；总资产周转次数波动增长。结合同行业公司经营效率指标对比，整体看，公司经营效率较好。

表 7 2020 年公司经营效率指标情况

指标	2018 年	2019 年	2020 年
销售债权周转次数(次)	14.50	15.47	14.62
存货周转次数(次)	200.53	252.79	333.33
总资产周转次数(次)	0.08	0.09	0.08

资料来源：联合资信整理

表 8 2020 年同行业公司经营效率对比情况

企业简称	存货周转次数(次)	应收款项周转次数(次)	总资产周转次数(次)
普洛斯	/	/	0.04

中国物流资产	/	25.09	0.03
公司	333.33	14.62	0.08

注：同行业公司数据引自 Wind，与本报告附表计算方式有一定差异，“/”为未获取数据

资料来源：联合资信整理

5. 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，战略目标为在 500 万平方米运营管理面积的基础上进一步发展，成为行业领先的高端物流园区开发商和运营商。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、物流基金和公募 REITs（或类 REITs）等工作，优化提升资产效益，打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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018－2020 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。公司提供的 2021 年 1－9 月财务报表未经审计。

合并范围变化方面，截至 2021 年 9 月底，公司纳入合并范围子公司 91 家。2018 年公司新增 5 家子公司，减少 1 家子公司；2019 年公司新增 12 家子公司，减少 1 家子公司；2020 年公司新增 19 家子公司，减少 4 家子公司；2021 年 1－9 月公司新增 6 家子公司，减少 1 家子公司。公司合并范围有一定变化，考虑到上述子公司主要为项目公司且规模不大，公司财务数据可比性仍较强。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 157.32 亿元，所有者权益 46.25 亿元（含少数股东权益 1.40 亿元）；2020 年，公司营业收入 11.80 亿元，利润总额 13.14 亿元。

截至 2021 年 9 月底，公司合并资产总额 205.11 亿元，所有者权益 87.79 亿元（含少数股东权益 1.53 亿元）；2021 年 1－9 月，公司营业总收入 10.59 亿元，利润总额 0.76 亿元。

2. 资产质量

随着物流园投资建设力度不断加大，公司资产规模持续增长，部分区位较好、运营成熟的园区具备一定增值空间，资产受限比例较低，但公司资产整体流动性较弱。

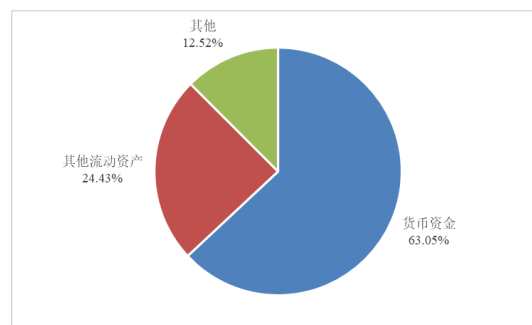
2018－2020 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 27.44%。截至 2020 年底，公司合

并资产总额 157.32 亿元，较上年底增长 30.65%。主要系非流动资产（占 88.13%）增加所致。

（1）流动资产

2018－2020 年末，公司流动资产规模波动增长，年均复合增长 21.00%。截至 2020 年底，公司流动资产较上年底增长 55.00%至 18.68 亿元，主要系货币资金和其他流动资产增加所致。公司流动资产构成如下图所示。

图 1 截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信整理

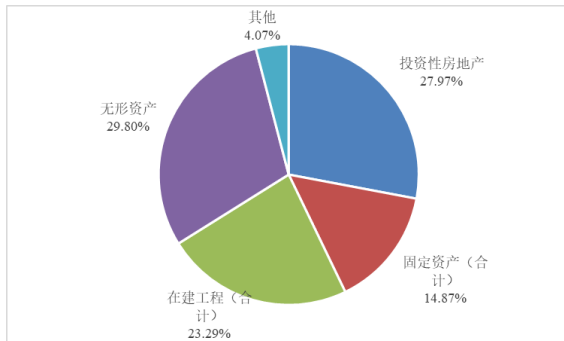
2018－2020 年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长 8.91%。截至 2019 年底，公司货币资金较上年底下降 23.95%至 7.55 亿元，主要系当期物流园建设支出较大所致。截至 2020 年底，公司货币资金较上年底增长 55.96%至 11.78 亿元，主要系公司融资规模增加所致，构成以银行存款（占 75.11%）为主。

2018－2020 年末，公司其他流动资产逐年增长，年均复合增长 62.00%。截至 2020 年底，公司其他流动资产 4.56 亿元，较上年底增长 43.90%，主要系待抵扣进项税额增加所致。截至 2020 年底，公司其他流动资产中待抵扣进项税额 3.15 亿元（占比为 99.17%）。

（2）非流动资产

2018－2020 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 28.39%。截至 2020 年底，公司非流动资产较上年底增长 27.94%至 138.65 亿元，主要系投资性房地产和在建工程增加所致。公司非流动资产构成如下图所示。

图 2 截至 2020 年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信整理

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相对成熟的园区具备一定的增值空间。2018 - 2020 年末，投资性房地产持续增长，年均复合增长 26.13%。截至 2020 年底，投资性房地产较上年底增长 48.32%至 38.78 亿元，主要系云南滇中、无锡供应链和长沙望城等物流园项目完工转入所致。

2018 - 2020 年末，公司固定资产（合计）持续增长，年均复合增长 6.72%。截至 2020 年底，随着公司在建物流园区完工转入，公司固定资产（合计）较上年底增长 10.79%至 20.61 亿元，2020 年公司固定资产累计折旧 5.14 亿元，计提减值准备 0.28 亿元。

2018 - 2020 年末，公司在建工程（合计）持续增长，年均复合增长 151.70%。截至 2020 年底，公司在建工程（合计）32.29 亿元，较上年底增长 39.55%，考虑公司目前在建工程投入及建设力度较大，存在一定资本支出压力。

2018 - 2020 年末，公司无形资产持续增长，年均复合增长 9.64%。截至 2020 年底，公司无形资产较上年底增长 8.64%至 41.32 亿元，公司未计提减值准备。

截至 2021 年 9 月底，公司所有权受到限制的资产合计 26.24 亿元，占总资产 12.79%，资产受限比例较低。

表 9 截至 2021 年 9 月底公司资产受限情况

项目	金额（亿元）	原因
货币资金	1.00	质押保证金
投资性房地产	8.33	抵押借款
无形资产	11.12	抵押借款

固定资产	4.79	抵押借款
长期股权投资	1.00	抵押借款
合计	26.24	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

截至 2021 年 9 月底，公司合并资产较上年底增长 30.38%至 205.11 亿元，主要系基石贰号基金公司现金增资，公司货币资金较上年底增长 253.46%至 41.62 亿元所致；投资性房地产和固定资产（合计）账面余额分别为 48.60 亿元和 27.72 亿元，较上年底分别增长 25.33%和 34.50%，主要系无锡供应链宝湾、西安临潼宝湾和武汉青山等物流园项目完工转入所致。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2018 - 2020 年末，公司所有者权益变化不大。2021 年 8 月，基石贰号基金公司以现金形式对公司增资 35 亿元，公司资本实力增强，权益稳定性较强。

2018 - 2020 年末，公司所有者权益逐年小幅下降，年均复合下降 0.95%。截至 2020 年底，公司所有者权益 46.25 亿元，较上年底下降 1.43%，归属于母公司所有者权益占 96.98%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 54.06%、17.47%、0.02%和 21.46%。整体看，公司所有者权益以实收资本为主，权益结构稳定性较强。

2021 年 8 月，基石贰号基金公司以现金形式向公司增资 35.00 亿元，其中 11.44 亿元计入实收资本，23.56 亿元计入资本公积。截至 2021 年 9 月底，公司所有者权益 87.79 亿元，较上年底增长 89.82%，归属于母公司所有者权益占 98.26%。所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 41.51%、35.06%、7.97%和 11.62%。公司资本实力增强，权益稳定性较强。

（2）负债

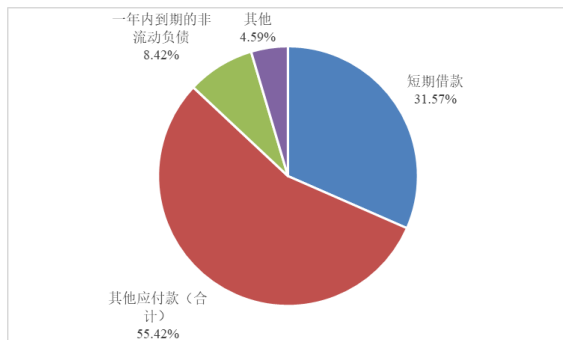
随着公司投资和运营规模扩大，债务规模快速增长，债务负担处于可控水平，股东通过提供借款和担保增信等方式对公司进行大力支

持，2021年8月股东现金增资后，公司债务指标显著下降。期限结构以长期债务为主，但公司于2022—2023年到期债务规模较大，存在一定集中偿付压力。

2018—2020年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长49.47%。截至2020年底，公司负债总额111.08亿元，较上年底增长51.13%。公司负债以非流动负债为主（占68.58%），非流动负债占比上升较快。

流动负债方面，2018—2020年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长11.37%。截至2020年底，公司流动负债34.90亿元，较上年底增长0.19%。流动负债构成如下图所示。

图3 截至2020年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信整理

2018—2020年末，公司短期借款波动增长，年均复合增长26.00%。截至2019年底，公司短期借款6.01亿元，较上年底下降13.43%，主要系公司提前结清银行流动资金贷款所致；截至2020年底，公司短期借款11.02亿元，较上年底增长83.38%，主要系公司为增加现金储备新增银行借款所致。截至2020年底，公司短期借款构成中信用借款占63.61%，保证借款占36.39%；保证借款均由控股股东新南山控股提供担保；短期借款利率范围为4.00%~4.50%。

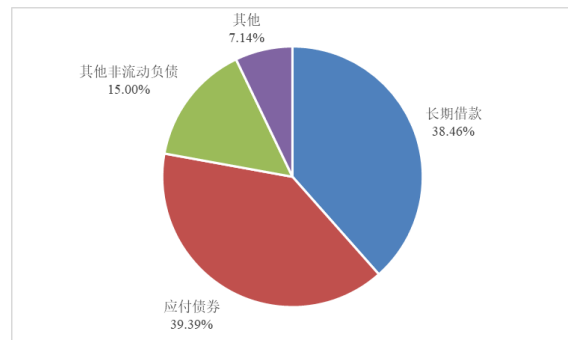
2018—2020年末，公司其他应付款（合计）波动增长，年均复合增长45.47%，主要系应付工程款波动所致。截至2019年底，公司其他应付款（合计）19.38亿元，较上年底增长112.06%，主要系公司产业规模扩大，应付工程款增加所致。截至2020年底，公司其他应付款（合计）

19.34亿元，较上年底小幅下降0.22%，其中主要为应付工程款（占77.18%）。

2018—2020年末，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长44.02%。截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债3.68亿元，较上年底增长159.44%；截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债2.94亿元，一年内到期的其他非流动负债为关联方借款，年利率为4.57%。

非流动负债方面，2018—2020年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长87.87%。截至2020年底，公司非流动负债76.17亿元，较上年底增长97.02%。公司非流动负债构成如下图所示。

图4 截至2020年底公司非流动负债构成



资料来源：联合资信整理

随着公司物流园建设所需资金增加，公司向金融机构申请贷款规模持续增长。2018—2020年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长71.22%。截至2020年底，公司长期借款29.30亿元，较上年底增长113.89%；长期借款主要由信用借款（占54.25%）、抵押借款（占28.88%）和保证借款（占15.30%）构成。截至2020年底，公司长期借款的年利率为4.00%至5.46%。保证借款部分由新南山控股和南山开发集团提供担保。

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。截至2020年底，公司应付债券30.01亿元，较上年底增长77.07%，主要系公司发行资产支持票据（CMBN）所致。

表 10 截至 2021 年 9 月底存续债务融资工具情况
(单位: 亿元、%)

存续债简称	发行时间	账面余额	占比
宝湾 01 优	2019-01-18	16.75	40.04
20 宝湾物流(疫情防控债)ABN001 优先	2020-04-15	13.08	31.27
21 宝湾物流 MTN001	2021-01-29	5.00	11.95
21 宝湾物流 MTN002	2021-07-23	7.00	16.73
合计	--	41.83	100.00

注: 1. “21 宝湾物流 MTN002”为永续债, 计入其他权益工具; 除上述债项之外与 2021 年 1—9 月财务报表公司应付债券中金额差异系部分计入一年内到期的非流动负债所致; 2. “宝湾 01 优”和“20 宝湾物流(疫情防控债)ABN001”的次级部分均由公司持有
资料来源: 公司提供

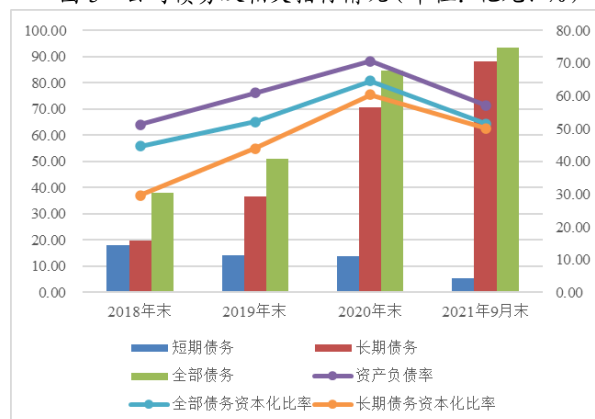
2018—2020 年末, 公司其他非流动负债波动增长, 年均复合增长 7.78%。截至 2019 年底, 公司其他非流动负债 6.18 亿元, 较上年底下降 37.19%, 公司其他非流动负债主要为从南山开发集团等关联方获得的借款, 借款的年利率为 4.28%至 5.46%。截至 2020 年底, 公司其他非流动负债 11.43 亿元, 较上年底增长 84.96%, 主要系新增投资建设物流园的资金需求较大, 向南山开发集团借款增加所致, 年利率为 4.36%至 5.39%。

截至 2021 年 9 月底, 公司负债总额 117.32 亿元, 较上年底增长 5.63%, 主要系非流动负债(占 80.14%)增加所致。其中, 长期借款较上年底增长 73.17%至 50.74 亿元, 增信方式取得贷款金额约占 6 成, 贷款利率在 4%~5%左右。

有息债务方面, 2018—2020 年末, 公司全部债务持续增长, 年均复合增长 49.22%。截至 2020 年底, 公司全部债务 84.68 亿元, 较上年底增长 65.53%, 长期债务占 83.52%。从债务指标看, 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持续增长, 三年加权平均值分别为 63.88%、56.92%和 49.34%。整体看, 公司债务负担持续增长, 但仍处于可控水平。截至 2021 年 9 月底, 公司全部债务较上年底增长 10.51%至 93.58 亿元, 其中长期债务占 94.22%。从债务指标看, 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, 分别为 57.20%、51.60%和 50.11%。若将永续债计入长期债务, 公司全部债务增至

100.58 亿元; 资产负债率、全部资本化比率和长期债务资本化比率上升至 60.61%、55.46%和 54.09%。

图 5 公司债务及相关指标情况(单位: 亿元、%)



注: 本报告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

资料来源: 联合资信整理

从债务期限结构看, 截至 2021 年 9 月底, 公司 2022—2023 年债务到期规模较大, 存在一定集中到期压力。

表 11 截至 2021 年 9 月底公司债务期限分布情况
(单位: %、亿元)

科目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年及以后	合计
一年内到期的非流动负债	0.38	0.57	--	--	0.95
短期借款	2.90	1.51	--	--	4.41
长期借款	--	1.00	12.58	37.16	50.74
应付债券	--	16.79	--	18.05	34.83
其他非流动负债	--	1.30	--	1.30	2.60
合计	3.28	21.17	12.58	56.51	93.53

注: 1. 假设债券在行权日全额回售; 2. 尾差系四舍五入所致
资料来源: 公司提供

4. 盈利能力

2018—2020 年, 公司营业收入持续增长、利润规模波动增长, 2020 年投资收益对公司利润规模贡献较大但无可持续性。整体看, 公司盈利能力强。

2018—2020 年及 2021 年三季度, 公司营业收入和利润变动情况详见经营概况分析。

期间费用方面, 2018—2020 年, 公司期间费用总额持续增长, 年均复合增长 34.07%, 构成以管理费用和财务费用为主。2018—2020 年,

管理费用由 1.44 亿元持续增长至 1.94 亿元, 年均复合增长 16.00%; 财务费用由 1.11 亿元持续增长至 2.64 亿元, 年均复合增长 54.46%。2020 年, 公司费用总额 4.64 亿元, 同比增长 25.29%, 主要系财务费用增加所致。

2020 年, 公司投资收益 12.50 亿元, 占当年营业利润 95.45%, 主要系公司发行资产证券化产品方式转让广州宝湾物流有限公司和明江(上海)国际物流有限公司两家子公司所致, 本期投资收益对利润贡献较大但无可持续性。

盈利指标方面, 2018—2020 年, 公司营业利润率持续下降, 三年加权平均值 46.89%; 总资产收益率持续增长, 三年加权平均值 5.80%; 净资产收益率波动上升, 三年加权平均值 10.55%。与同行业公司相比, 公司整体盈利能力强。

表 12 2020 年同行业公司盈利能力对比 (单位: %)

企业简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
普洛斯	54.55	6.46	8.12
中国物流资产	77.41	3.49	6.34
公司	53.46	11.39	20.00

注: 本表对公司数据引自 Wind, 与本报告附表口径有一定差异
资料来源: Wind

5. 现金流

近年来, 公司经营活动现金持续净流入且规模持续增长; 公司投资活动现金支出规模较大; 受业务规模扩大影响, 公司融资规模逐年增长。考虑到公司在建项目较多, 未来存在较大的外部筹资需求。

表 13 公司现金流情况 (单位: 亿元)

科目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	8.73	11.24	14.64	13.09
经营活动现金流出小计	4.25	5.50	6.79	5.64
经营活动现金流量净额	4.48	5.75	7.85	7.45
投资活动现金流入小计	1.88	0.01	17.89	0.16
投资活动现金流出小计	15.51	21.06	42.42	24.77
投资活动现金流量净额	-13.63	-21.05	-24.53	-24.61
筹资活动前现金流量净额	-9.15	-15.31	-16.67	-26.37
筹资活动现金流入小计	29.80	41.96	89.20	79.67
筹资活动现金流出小计	20.28	30.37	69.85	32.70
筹资活动现金流量净额	9.52	11.59	19.35	46.96

资料来源: 联合资信整理

从经营活动来看, 2018—2020 年, 公司经营活动现金流入和流出规模均持续增长, 年均复合增长率分别为 29.51%和 26.41%。2018—2020 年, 公司经营活动现金持续净流入, 年均复合增长 32.38%。2020 年, 随着公司园区运营逐渐成熟, 经营活动现金流入同比增长 30.22%; 经营活动现金流出同比增长 23.47%, 主要系新投入运营的园区致运营支出增加所致。2020 年, 公司经营活动现金净流入同比增长 36.68%。

从投资活动来看, 2018—2020 年, 公司投资活动现金流入波动增长, 年均复合增长 208.79%; 同期, 公司投资活动现金流出持续增长, 年均复合增长 65.38%。2018—2020 年, 公司投资活动现金净额为负且持续增长, 年均复合增长 34.13%。2020 年, 公司投资活动现金流入同比大幅增长主要系公司处置 2 家子公司所致; 投资活动现金流出同比增长 101.38%, 主要系公司追加购买成都青白江宝湾国际物流有限公司股权所致。2020 年, 公司投资活动现金呈净流出态势, 同比增长 16.48%。2020 年, 公司筹资活动前现金流量净额-16.67 亿元。

从筹资活动来看, 2018—2020 年, 公司筹资活动现金流入和流出均持续增长, 年均复合增长率分别为 73.02%和 85.59%; 综上, 公司筹资活动现金净流入规模持续增长, 年均复合增长 42.60%。2020 年, 随着公司融资规模和偿还债务规模增长, 公司筹资活动现金流入和流出同比分别增长 112.60%和 130.01%。综上, 公司筹资活动现金净流入同比增长 66.97%。考虑到在建项目较多, 公司存在较大的外部筹资需求。

2021 年 1—9 月, 公司经营活动现金净流入 7.45 亿元; 投资活动现金净流出 24.61 亿元, 主要为公司对宁波奉化、浙江余姚、宁波镇海、浙江义乌和漳州角美等项目的购建和投入; 筹资活动现金净流入 46.96 亿元。

6. 偿债指标

2018—2020 年末, 公司短期偿债指标有待改善, 长期偿债指标表现强; 截至 2021 年 9 月底, 因获得现金增资, 公司短期偿债指标表现

显著提升。考虑到股东支持力度大、园区运营良好和融资渠道较畅通等因素，公司整体偿债指标表现很强。

从短期偿债能力指标看，2018-2020 年末，公司流动比率和速动比率波动增长但均处于较低水平，流动资产对流动负债的保障程度有待提升；现金短期债务比波动增长，但仍处于较低水平，现金类资产对短期债务的保障程度有待提高。整体看，公司短期偿债指标有待改善。截至 2021 年 9 月底，因获得基石贰号基金公司现金形式增资，公司短期偿债指标得到显著提升。

从长期偿债能力指标看，2018-2020 年，公司 EBITDA 持续增长；公司 EBITDA 利息倍数波动增长，EBITDA 对利息的覆盖程度高；全部债务/EBITDA 波动下降。整体看，公司长期偿债指标强。

表 14 公司主要偿债指标（单位：亿元、%、倍）

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
短期偿债指标	流动比率	45.33	34.59	53.51	209.99
	速动比率	45.27	34.54	53.47	209.92
	经营现金流动负债比	15.93	16.50	22.50	--
	现金短期债务比	0.55	0.53	0.85	7.69
长期偿债指标	EBITDA	4.69	6.03	19.04	--
	EBITDA 利息倍数	3.22	2.63	5.86	--
	全部债务/EBITDA	8.11	8.48	4.45	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年 9 月底，公司无对外担保情况；无重大未决诉讼、仲裁事项。

截至 2021 年 9 月底，公司共获得银行授信额度 115.19 亿元，剩余银行授信额度 67.39 亿元，间接融资渠道较通畅。

7. 母公司财务分析

母公司基本无经营性业务，权益稳定性强；资产以其他应收款和长期股权投资为主，资产整体流动性弱。截至 2021 年 9 月底，母公司债务负担较轻。

2018-2020 年末，母公司资产总额持续增长，年均复合增长 37.28%。截至 2020 年底，母

公司资产总额 134.96 亿元，较上年底增长 58.90%。其中，流动资产占 45.25%，非流动资产占 54.75%。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 13.24%）和其他应收款（合计）（占 86.68%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 95.78%）构成。截至 2020 年底，母公司货币资金 8.08 亿元。

2018-2020 年末，母公司负债持续增长，年均复合增长 89.73%。截至 2020 年底，母公司负债总额 86.80 亿元，较上年底增长 136.00%。其中，流动负债占 40.49%，非流动负债占 59.51%。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 31.35%）和其他应付款（合计）（占 61.39%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 15.13%）、应付债券（占 61.19%）和其他非流动负债（占 17.23%）构成。截至 2020 年底，母公司资产负债率 64.32%，母公司债务负担尚可。

2018-2020 年末，母公司所有者权益持续增长，年均复合增长 0.69%。截至 2020 年底，母公司所有者权益 48.15 亿元，较上年底增长 0.01%。其中实收资本占 51.92%、资本公积（合计）占 17.18%、未分配利润（合计）占 27.09%和盈余公积占 3.82%。

2018-2020 年，母公司营业收入波动增长，年均复合增长 22.42%；利润总额亦持续增长。2020 年，母公司营业收入 0.07 亿元，利润总额 13.91 亿元，投资收益 15.01 亿元。

现金流方面，2018-2020 年，经营活动现金流持续净流出，年均复合增长 41.23%；投资活动现金流持续净流出，年均复合增长 144.92%；筹资活动现金流量持续净流入，年均复合增长 139.57%。2020 年，母公司经营活动现金流净额-0.70 亿元，投资活动现金流净额-24.20 亿元，筹资活动现金流净额 27.89 亿元。

截至 2021 年 9 月底，母公司资产总额 176.17 亿元，所有者权益为 90.51 亿元，负债总额 85.66 亿元；母公司资产负债率 48.62%；全部债务 63.60 亿元，全部债务资本化比率 41.27%。2021 年 1-9 月，母公司营业收入 0.07 亿元，利润总额 0.75 亿元，投资收益 1.53 亿元。

2021年1—9月，母公司经营活动现金流净额、投资活动现金流净额和筹资活动现金流净额分别为-0.75亿元、-7.56亿元和34.83亿元。

九、外部支持

公司股东背景实力强，股东对公司支持力度大。

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2021年9月底，南山开发集团注册资本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，股东背景雄厚。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)为主业的综合性大型企业集团。

项目获取方面，公司的股东背景为公司获取物流仓储项目给予强有力的背书，实际控制人旗下的兄弟公司如宝湾产城发展(深圳)有限公司与公司协力综合开发，对公司项目获取形成有力支持。

增信担保方面，2018—2020年及2021年1—9月，南山开发集团为公司提供担保分别为1.46亿元、16.95亿元、13.26亿元和8.00亿元，新南山控股为公司提供担保分别为4.98亿元、6.01亿元、7.99亿元和3.00亿元。

资金拆入方面，南山开发集团及其财务公司、新南山控股为公司拆入资金情况详见下表。2018—2020年及2021年1—9月，公司获得股东及关联方借款20.65亿元、15.07亿元、32.62亿元和3.19亿元，融资成本较低。

表15 关联方资金拆入情况(单位:亿元)

公司简称	拆入金额	利率范围	借款期间
2018年			

南山开发集团	17.01	5.00%至5.46%	2018/02/05至2019/12/12
中开财务公司	3.64	5.46%至5.88%	2018/06/29至2026/06/28
2019年			
南山开发集团	7.30	4.57%至4.81%	2019/08/29至2022/11/08
新南山控股	1.35	5.39%	2019/02/28至2033/12/31
中开财务公司	6.42	4.90%至5.46%	2019/01/22至2026/05/27
2020年			
南山开发集团	26.70	2.5%至4.75%	2020/1/14至2023/12/10
中开财务公司	5.92	4.35%至4.99%	2020/1/19至2030/9/7
2021年1—9月			
南山开发集团	1.09	4.11%至4.3%	2021/1/22至2024/6/17
中开财务公司	2.10	4.65%至4.75%	2021/1/13至2028/9/28

资料来源:公司提供

十、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司债务结构影响不大;考虑本期中期票据发行后,公司整体偿债能力很强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

截至2021年9月底,公司全部债务93.58亿元,本期中期票据拟发行金额5.00亿元,本期中期票据分别占2021年9月底公司长期债务和全部债务的5.37%和5.07%,对公司现有债务结构影响不大。

以2021年9月底财务数据为基础,本期中期票据发行后,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57.20%、51.60%和50.11%上升至58.22%、52.90%和51.49%,债务负担变化不大。考虑到本期中期票据募集资金用途用于偿还公司本部及子公司的金融机构借款,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

考虑本期中期票据发行后,公司经营活动现金流入量对长期债务的保障程度偏弱,EBITDA对长期债务的保障程度尚可。

表 16 本期中期票据保障能力测算

指标	2020 年
经营活动现金流入量（亿元）	14.64
经营活动现金流入量保障倍数（倍）	2.93
经营活动现金流量净额（亿元）	7.85
经营活动现金流量净额保障倍数（倍）	1.57
EBITDA（亿元）	19.04
EBITDA 保障倍数（倍）	3.81
发行后长期债务（亿元）	93.17
经营活动现金流入量/发行后长期债务（倍）	0.16
经营活动现金流量净额/发行后长期债务（倍）	0.08
发行后长期债务/EBITDA（倍）	4.89

注：发行后长期债务为截至2021年9月底公司长期债务加上本期中期票据拟发行规模

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

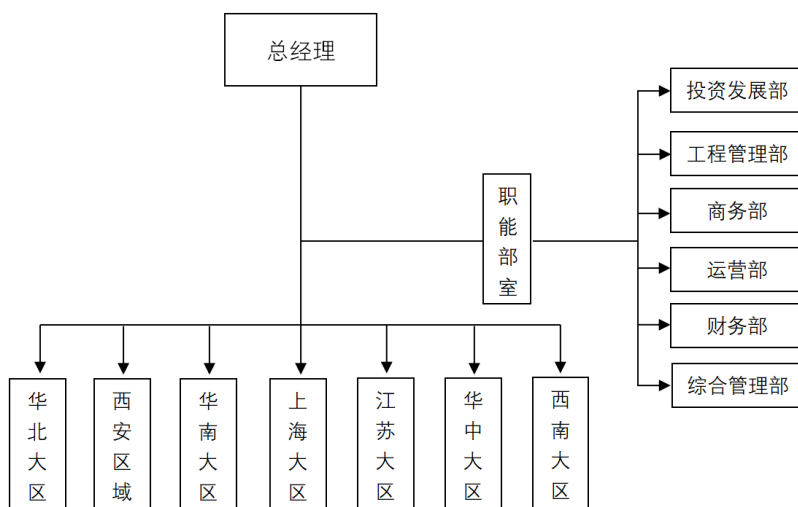
十一、 结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持以及债项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 AA⁺，本期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

The diagram illustrates the ownership structure of Shenzhou New Nanshan Holdings (Group) Co., Ltd. (新南山控股) and its subsidiaries. The ownership is as follows:

- State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council (国务院国有资产监督管理委员会)**
 - 招商局集团有限公司 (招商局集团)** (100%)
 - 招商局港口控股有限公司 (招商局港口控股)** (63.79%)
 - 招商局 (南山) 控股有限公司 (招商局南山控股)** (100%)
 - 银川有限公司 (银川有限)** (36.52%)
 - 深圳市投资控股有限公司 (深圳投资控股)** (0.50%)
 - 广东省环保集团有限公司 (广东环保集团)** (26.10%)
 - 中海石油投资控股有限公司 (中海石油投资控股)** (23.49%)
 - 中国近海石油服务 (香港) 有限公司 (中国近海石油服务香港)** (7.83%)
 - 黄振辉投资有限公司 (黄振辉投资)** (1.64%)
 - 其他股东 (Other Shareholders)** (3.92%)
 - 深圳市人民政府国有资产监督管理委员会 (深圳国资委)** (100%)
 - 广东省人民政府 (广东省委)** (100%)
 - 中国海洋石油集团有限公司 (中国海油集团)** (100%)
 - 中海石油投资控股有限公司 (中海石油投资控股)** (100%)
 - 中国近海石油服务 (香港) 有限公司 (中国近海石油服务香港)** (100%)
 - 黄振辉投资有限公司 (黄振辉投资)** (100%)
- 中国南山开发 (集团) 股份有限公司 (南山开发集团)**
 - 深圳市前海发展管理有限公司 (前海发展管理)** (100%)
 - 上海南山房地产开发有限公司 (上海南山房地开)** (100%)
 - 深圳市新南山控股 (集团) 股份有限公司 (新南山控股)** (1.40%)
 - 赤晓企业有限公司 (赤晓企业有限)** (10.45%)
 - China Logistics Holding (12) PTE. LTD. (中远海运物流控股)** (56.58%)
 - 其他股东 (Other Shareholders)** (6.10%)
 - 杭州萧山平安基石武尊股权投资投资有限公司 (平安基石武尊)** (25.47%)
- 宝湾物流控股有限公司 (宝湾物流控股)**
 - 深圳市新南山控股 (集团) 股份有限公司 (新南山控股)** (15.53%)
 - 赤晓企业有限公司 (赤晓企业有限)** (53.07%)
 - 杭州萧山平安基石武尊股权投资投资有限公司 (平安基石武尊)** (31.40%)

附件 1-2 截至 2021 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 2021 年 9 月底公司子公司情况

序号	项目公司	主要经营地/注册地	业务性质	注册资本 (亿元)	表决权比例 (%)	
					直接	间接
1	上海宝湾国际物流有限公司	上海	仓储物流业	1.60	100.00	--
2	昆山宝湾国际物流有限公司	昆山	仓储物流业	1.20	100.00	--
3	天津宝湾国际物流有限公司	天津	仓储物流业	1.50	100.00	--
4	廊坊宝湾国际物流有限公司	廊坊	仓储物流业	0.90	100.00	--
5	成都龙泉宝湾国际物流有限公司	成都	仓储物流业	1.00	100.00	--
6	成都新都宝湾国际物流有限公司	成都	仓储物流业	0.60	100.00	--
7	南京宝湾国际物流有限公司	南京	仓储物流业	1.30	100.00	--
8	天津滨港宝湾国际物流有限公司	天津	仓储物流业	1.75	100.00	--
9	南通宝湾国际物流有限公司	南通	仓储物流业	0.70	100.00	--
10	宝湾物流(武汉)有限公司	武汉	仓储物流业	1.00	100.00	--
11	天津青武宝湾国际物流有限公司	天津	仓储物流业	0.50	100.00	--
12	宝湾物流(武汉)阳逻有限公司	武汉	仓储物流业	1.00	100.00	--
13	宝湾物流肥东有限公司	合肥	仓储物流业	1.00	100.00	--
14	西安宝湾国际物流有限公司	西安	仓储物流业	1.00	100.00	--
15	咸阳宝湾国际物流有限公司	咸阳	仓储物流业	1.00	100.00	--
16	青岛胶州宝湾国际物流有限公司	胶州	仓储物流业	1.20	100.00	--
17	宝湾物流(香港)有限公司	香港	投资	美元 4.00 万元	100.00	--
18	中国汇通(香港)有限公司	香港	投资	港币 1000 元	100.00	--
19	镇江深基地仓储有限公司	镇江	仓储物流业	2.67	100.00	--
20	无锡宝湾仓储设施有限公司	无锡	仓储物流业	1.00	--	100.00
21	嘉兴宝湾物流有限公司	嘉兴	仓储物流业	1.00	--	100.00
22	江阴宝湾国际物流有限公司	江阴	仓储物流业	美元 0.16 亿元	100.00	--
23	武汉宝湾物流鄂州有限公司	鄂州	仓储物流业	0.50	--	100.00
24	绍兴宝湾物流有限公司	绍兴	仓储物流业	1.00	--	100.00
25	郑州宝海国际物流有限公司	郑州	仓储物流业	1.00	--	100.00
26	重庆西彭宝湾国际物流有限公司	重庆	仓储物流业	1.00	--	100.00
27	江苏宝湾国际物流有限公司	南京	仓储物流业	美元 0.35 亿元	--	91.00
28	南通锡通宝湾物流有限公司	南通	仓储物流业	美元 0.38 亿元	--	100.00
29	嘉善宝湾物流有限公司	嘉兴	仓储物流业	1.00	--	100.00
30	北京空港宝湾国际物流有限公司	北京	仓储物流业	1.00	--	100.00
31	浙江余姚宝湾国际物流有限公司	余姚	仓储物流业	1.00	100.00	--
32	佛山三水宝湾物流有限公司	佛山	仓储物流业	1.00	100.00	--
33	佛山南海宝湾物流有限公司	佛山	仓储物流业	1.00	--	100.00
34	天津市津南区宝湾国际物流有限公司	天津	仓储物流业	0.35	100.00	--
35	长沙雨花宝湾物流有限公司	长沙	仓储物流业	1.00	100.00	--
36	重庆珞璜宝湾国际物流有限公司	重庆	仓储物流业	0.80	--	100.00
37	德清宝湾国际物流有限公司	湖州	仓储物流业	0.50	--	100.00
38	宝湾供应链管理(嘉兴)有限公司	嘉兴	仓储物流业	2.30	--	100.00

序号	项目公司	主要经营地/注册地	业务性质	注册资本 (亿元)	表决权比例 (%)	
					直接	间接
39	宁波宝湾国际物流有限公司	宁波	仓储物流业	0.78	--	100.00
40	长沙望城宝湾物流有限公司	长沙	仓储物流业	1.00	60.00	30.00
41	成都新津宝湾国际物流有限公司	成都	仓储物流业	0.80	--	100.00
42	云南滇中宝湾物流有限公司	云南	仓储物流业	2.00	--	100.00
43	华中宝湾物流投资有限公司	武汉	仓储物流业	1.00	--	100.00
44	武汉青山宝湾国际物流有限公司	武汉	仓储物流业	2.00	--	100.00
45	贵阳双龙宝湾华业国际物流有限公司	贵阳	仓储物流业	1.26	100.00	--
46	四川广汉宝湾国际物流有限公司	广汉	仓储物流业	1.00	--	100.00
47	宝湾供应链管理(无锡)有限公司	无锡	仓储物流业	2.03	100.00	--
48	淮安宝湾国际物流有限公司	淮安	仓储物流业	0.60	100.00	--
49	杭州宝湾智能科技有限公司	杭州	仓储物流业	2.88	-	100.00
50	宝湾物流控股(深圳)有限公司	深圳	投资	0.10	-	100.00
51	宝湾冷链物流投资(深圳)有限公司	深圳	投资	1.50	100.00	-
52	福州宝湾物流有限公司	福州	仓储物流业	1.00	100.00	-
53	天津宝湾冷链物流有限公司	天津	仓储物流业	1.50	100.00	-
54	漳州宝湾国际物流有限公司	福建	仓储物流业	1.00	--	100.00
55	宝湾物流合肥新站有限公司	合肥	仓储物流业	1.00	100.00	--
56	江苏宝湾智慧供应链管理有限公司	南京	仓储物流业	0.30	100.00	--
57	宁波镇海宝湾国际物流有限公司	宁波	仓储物流业	1.50	--	100.00
58	重庆两江宝湾物流有限公司	重庆	仓储物流业	1.50	100.00	--
59	践远投资(成都)有限公司	成都	投资	1.00	100.00	--
60	浙江义乌宝湾国际物流有限公司	浙江	仓储物流业	2.00	70.00	--
61	成都青白江宝湾供应链管理有限公司	成都	仓储物流业	1.00	100.00	--
62	以新投资(成都)有限公司	成都	投资	1.00	100.00	--
63	湖州宝湾供应链管理有限公司	湖州	服务业	美元 0.50 亿元	100.00	--
64	宝湾库迈(上海)信息技术有限公司	上海	商贸	0.05	100.00	--
65	成都宝湾物流资产管理有限公司	成都	仓储物流业	0.30	100.00	--
66	龙海市宝博智谷物流有限公司	福建	仓储物流业	0.60	100.00	--
67	苏州优优品授网络科技有限公司	苏州	仓储物流业	0.36	--	100.00
68	中旺精密机械(吴江)有限公司	苏州	制造业	1.62	100.00	--
69	江门市宝鹤物流有限公司	鹤山	仓储物流业	1.54	70.00	--
70	武汉市沁园饮料有限公司	武汉	制造业	0.61	75.00	--
71	三原宝湾国际物流有限公司	三原	仓储物流业	1.00	--	49.00
72	广东宝湾股权投资基金管理有限公司	佛山	金融业	1.00	100.00	--
73	北辰宝湾国际物流(深圳)有限公司	深圳	仓储物流业	1.00	100.00	--
74	上海宝湾库迈企业管理有限公司	上海	服务业	0.10	100.00	--
75	天津北辰陆路港宝湾国际物流有限公司	天津	仓储物流业	1.00	95.00	--
76	仲恺宝湾物流(深圳)有限公司	深圳	仓储物流业	1.15	40.00	--
77	宝源物流园管理(成都)有限公司	成都	仓储物流业	2.20	90.00	--
78	宝冷供应链(天津)有限公司	天津	仓储物流业	0.10	--	100.00
79	贵阳观山湖宝湾物流有限公司	贵阳	仓储物流业	0.10	100.00	--
80	惠州宝湾物流有限公司	惠州	仓储物流业	0.12	--	40.00

序号	项目公司	主要经营地/注册地	业务性质	注册资本 (亿元)	表决权比例 (%)	
					直接	间接
81	宝松物流科技(深圳)有限公司	深圳	零售业	0.01	100.00	--
82	宝埔物流科技(深圳)有限公司	深圳	零售业	0.01	100.00	--
83	松湾产业园管理(深圳)有限公司	深圳	服务业	0.01	--	100.00
84	埔湾产业园管理(深圳)有限公司	深圳	服务业	0.01	--	100.00
85	成都青白江宝湾国际物流有限公司	成都	仓储物流业	1.00	--	66.00
86	雅致集成房屋(苏州)有限公司	苏州	生产制造业	美元 0.15 亿元	100.00	--
87	宝淳企业管理(成都)有限公司	成都	服务业	1.60	--	98.18
88	上海快仓供应链科技有限公司	上海	服务业	1.00	--	58.91
89	宝澄企业管理(成都)有限公司	成都	服务业	1.80	--	99.44
90	温州宝湾物流有限公司	温州	仓储物流业	2.00	--	89.50
91	宝湾供应链管理(温州)有限公司	温州	服务业	1.00	--	89.50

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	9.96	7.62	11.83	41.62
资产总额（亿元）	96.86	120.42	157.32	205.11
所有者权益（亿元）	47.14	46.92	46.25	87.79
短期债务（亿元）	18.20	14.34	13.96	5.41
长期债务（亿元）	19.83	36.81	70.72	88.17
全部债务（亿元）	38.03	51.16	84.68	93.58
营业收入（亿元）	7.54	9.64	11.80	10.59
利润总额（亿元）	1.18	1.01	13.14	0.76
EBITDA（亿元）	4.69	6.03	19.04	--
经营性净现金流（亿元）	4.48	5.75	7.85	7.45
财务指标				
销售债权周转次数（次）	14.50	15.47	14.62	--
存货周转次数（次）	200.53	252.79	333.33	--
总资产周转次数（次）	0.08	0.09	0.08	--
现金收入比（%）	103.57	105.01	103.73	106.76
营业利润率（%）	50.10	47.75	45.10	44.91
总资本收益率（%）	2.39	2.57	9.11	--
净资产收益率（%）	1.50	0.85	20.00	--
长期债务资本化比率（%）	29.61	43.96	60.46	50.11
全部债务资本化比率（%）	44.65	52.16	64.68	51.60
资产负债率（%）	51.33	61.03	70.60	57.20
流动比率（%）	45.33	34.59	53.51	209.99
速动比率（%）	45.27	34.54	53.47	209.92
经营现金流动负债比（%）	15.93	16.50	22.50	--
现金短期债务比（倍）	0.55	0.53	0.85	7.69
EBITDA 利息倍数（倍）	3.22	2.63	5.86	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.11	8.48	4.45	--

注：1. 公司 2021 年 1—9 月财务报表未经审计，相关数据未经年化；2. “--”代表不适用；3. 其他流动负债的有息债务已计入短期债务，其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务；4. 数据尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	4.01	3.45	8.08	34.64
资产总额（亿元）	71.61	84.93	134.96	176.17
所有者权益（亿元）	47.50	48.15	48.15	90.51
短期债务（亿元）	7.17	6.07	13.30	4.95
长期债务（亿元）	0.00	20.76	39.42	58.65
全部债务（亿元）	7.17	26.83	52.72	63.60
营业收入（亿元）	0.05	0.00	0.07	0.07
利润总额（亿元）	-0.11	1.33	13.91	0.75
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-0.35	-0.53	-0.70	-0.75
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.30	0.10	4.80	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	71.69	2,126.54	64.31	97.92
营业利润率（%）	68.63	-897.32	79.21	99.23
总资本收益率（%）	-0.16	1.74	10.73	--
净资产收益率（%）	-0.18	2.71	22.48	--
长期债务资本化比率（%）	0.00	30.13	45.01	39.32
全部债务资本化比率（%）	13.12	35.78	52.26	41.27
资产负债率（%）	33.67	43.31	64.32	48.62
流动比率（%）	156.87	258.16	173.72	401.03
速动比率（%）	156.87	258.16	173.72	401.03
经营现金流动负债比（%）	-1.78	-3.75	-1.98	--
现金短期债务比（倍）	0.56	0.57	0.61	7.00
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 母公司 2021 年 1—9 月财务报表未经审计，相关数据未经年化；2. “/”代表缺少资料无法计算，“--”代表不适用；3. 债务数据和相关指标未经调整；4. 数据尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信整理

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%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = $[(\text{本期} / \text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
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

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

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4-1 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。

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 4-3 评级展望设置及其含义

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

联合资信评估股份有限公司关于 宝湾物流控股有限公司 2022 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，联合资信将在本期债项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，及时对该事项进行分析，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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 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。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。