

宝湾物流控股有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕6993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项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“22 宝湾物流 MTN001”“22 宝湾物流 MTN002”和“23 宝湾物流 MTN001”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

二〇二四年七月二十五日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受宝湾物流控股有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

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

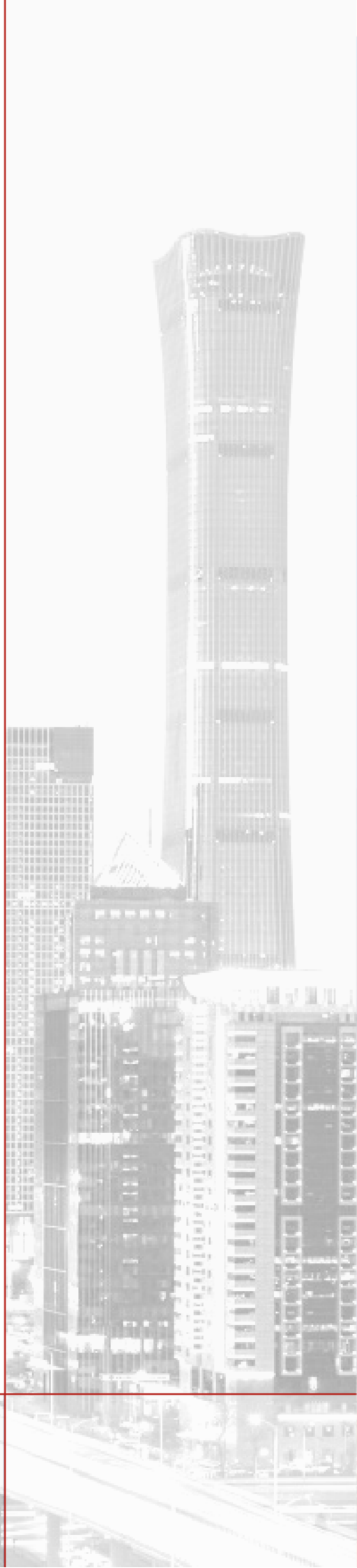
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



宝湾物流控股有限公司

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
宝湾物流控股有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/07/25
22 宝湾物流 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	
22 宝湾物流 MTN002	AA+/稳定	AA+/稳定	
23 宝湾物流 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	

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“南山集团”）旗下从事仓储物流园业务的重要运营平台，股东背景实力雄厚。公司在运营经验、运营规模和品牌竞争力方面优势明显。2023 年，公司物流园区期末可出租面积有所增长，整体运营情况稳定，投资性房地产采用成本法计量，部分成熟的园区具有一定增值空间，但受整体和区域市场经济下行及需求不振影响，部分区域园区存在较大的运营压力；同期，公司利润总额大幅提升，各项盈利指标均有所提升，融资渠道较为稳定，债务到期分布较为均匀；但公司资产流动性弱，同时，仓储物流行业竞争激烈，随着业务规模持续扩大，公司资金需求较大，债务负担加重，货币资金消耗较快，未来现金流平衡压力可能加大。

个体调整：无。

外部支持调整：股东支持。

评级展望

公司仓储业务布局聚焦华东区域、长三角区域和粤港澳大湾区核心城市和北京及周边的核心物流节点，整体运营情况平稳，未来随着在建园区项目的建成运营，公司经营情况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司资本实力显著增强，公司营收和盈利大幅增长且具有可持续性。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司控股股东对公司支持意愿减弱或支持力度大幅降低；公司营收大幅下滑，债务规模大幅增长，偿债指标恶化，盈利能力显著弱化等。

优势

- **股东背景实力雄厚。**公司股东方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，股东实力雄厚；公司作为股东仓储物流核心业务的重要运营平台，可获得股东支持力度大。
- **公司在运营经验、运营规模和品牌竞争力方面优势明显。**公司仓储物流园运营管理经验丰富，在物流地产十强中位列前三，公司物流园布局于主要一、二线城市的核心物流节点，在运营经验、运营规模和品牌竞争力方面优势明显。
- **公司物流园区期末可出租面积有所增长，整体运营情况稳定，部分成熟园区具备一定增值空间。**截至 2023 年底，公司物流园区可租面积较 2022 年底增长 11.27%，当期公司营业总收入及利润总额同比均有所增长；此外，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。

关注

- **仓储物流行业竞争加剧，期末待建项目规模及所需资金规模较大，公司存在一定运营及资本支出压力。**随着仓储物流行业竞争加剧，公司南京空港宝湾、天津津南宝湾、绍兴上虞宝湾及武汉汉南宝湾等物流园区出租率下降导致收入及利润同比降幅较大，存在较大的运营压力。同时，截至 2023 年底，公司待建项目规模及所需资金规模较大，存在一定的资本支出压力，且待建项目投产后经营存在不确定性。
- **公司资产流动性弱，债务负担加重，资金需求较大，货币资金消耗较快。**截至 2023 年底，公司资产中非流动资产占 94.26%，资产整体流动性弱。随着公司持续扩大业务规模，仓储物流园行业前期建设沉淀资金规模较大，公司资金需求较大，债务负担加重，货币资金消耗较快，未来现金流平衡压力可能加大。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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

本次评级打分表及结果

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	F3	现金流	资产质量	7
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
		指示评级		
个体调整因素：--			--	
个体信用等级			a ⁺	
外部支持调整因素：股东支持			+3	
评级结果			AA ⁺	

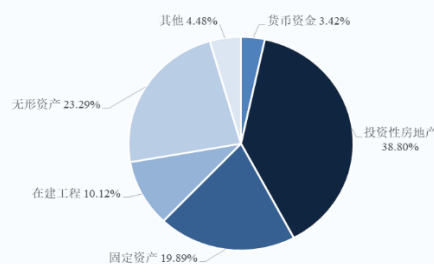
注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

主要财务数据

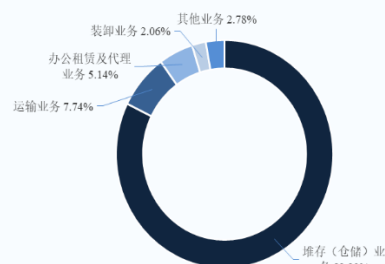
合并口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	12.65	8.14	9.79
资产总额（亿元）	211.56	235.61	237.90
所有者权益（亿元）	87.45	82.44	82.88
短期债务（亿元）	25.38	44.34	33.22
长期债务（亿元）	73.95	87.59	102.01
全部债务（亿元）	99.33	131.94	135.23
营业总收入（亿元）	16.36	18.36	4.67
利润总额（亿元）	1.19	2.88	0.59
EBITDA（亿元）	9.99	12.75	--
经营性净现金流（亿元）	13.43	12.02	-1.29
营业利润率（%）	39.53	41.00	35.36
净资产收益率（%）	0.49	5.88	--
资产负债率（%）	58.66	65.01	65.16
全部债务资本化比率（%）	53.18	61.54	62.00
流动比率（%）	42.68	21.40	30.53
经营现金流动负债比（%）	29.99	19.01	--
现金短期债务比（倍）	0.50	0.18	0.29
EBITDA 利息倍数（倍）	2.57	2.95	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.95	10.35	--
公司本部口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	174.47	187.38	181.02
所有者权益（亿元）	91.32	87.13	87.08
全部债务（亿元）	58.75	48.02	44.53
营业总收入（亿元）	0.00	0.77	0.13
利润总额（亿元）	1.80	2.11	-0.04
资产负债率（%）	47.66	53.50	51.89
全部债务资本化比率（%）	39.15	35.53	33.83
流动比率（%）	186.56	128.16	139.57
经营现金流动负债比（%）	-0.05	-0.11	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计，相关数据未经年化；2. 公司合并层面其他流动负债、其他应付款和其他非流动负债中的计息债务已计入有息债务，公司本部债务未经调整；3. “—”代表计算无意义或不适用于数据资料来源：公司财务报告，联合资信整理

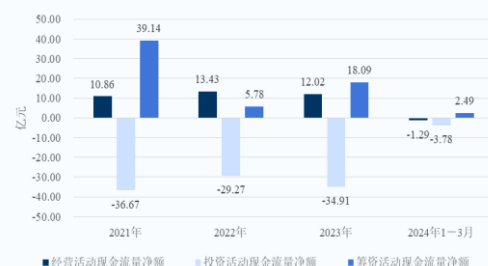
2023 年底公司资产构成



2023 年公司营业总收入构成



2021—2023 年及 2024 年一季度公司现金流情况



2021—2023 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
22 宝湾物流 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2025/03/11
22 宝湾物流 MTN002	5.00 亿元	5.00 亿元	2025/08/12
23 宝湾物流 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2026/03/10

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 宝湾物流 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/07/11	赵 兮 曹梦茹	一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208）/一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
22 宝湾物流 MTN002						
23 宝湾物流 MTN001						
23 宝湾物流 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2022/12/28	赵 兮 李香庭 蒋 旭	一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208）/一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
22 宝湾物流 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2022/07/19	赵 兮 蒋 旭	一般工商企业信用评级方法（V3.1.202204）/一般工商企业信用评级模型（V3.1.202204）	阅读全文
22 宝湾物流 MTN002	AA+/稳定	AA+/稳定	2022/07/07	赵 兮 蒋 旭	一般工商企业信用评级方法（V3.1.202204）/一般工商企业信用评级模型（V3.1.202204）	阅读全文
22 宝湾物流 MTN001	AA+/稳定	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）/一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：赵 兮 zhaoxi@lhratings.com

项目组成员：高 星 gaoxing@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于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，截至 2024 年 3 月底，公司注册资本 36.44 亿元，公司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“新南山控股”，证券代码：002314.SZ），持股比例 53.07%；公司实际控制人为中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“南山集团”）。

跟踪期内，公司经营范围较上年无重大变化。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 235.61 亿元，所有者权益 82.44 亿元（含少数股东权益 1.49 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 18.36 亿元，利润总额 2.88 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 237.90 亿元，所有者权益 82.88 亿元（含少数股东权益 1.71 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 4.67 亿元，利润总额 0.59 亿元。

公司注册地址：深圳市南山区招商街道赤湾社区赤湾六路 8 号南山开发集团赤湾总部大厦 2301；法定代表人：吕峰。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 6 月 30 日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，债券募集资金已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

图表 1 • 截至 2024 年 6 月 30 日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限	到期日
22 宝湾物流 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2022/03/11	3 年	2025/03/11
22 宝湾物流 MTN002	5.00 亿元	5.00 亿元	2022/08/12	3 年	2025/08/12
23 宝湾物流 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/03/10	3 年	2026/03/10

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

五、行业分析

2023 年，全国社会物流总额稳定增长，物流业总收入保持恢复性增长，社会物流总费用与 GDP 的比率小幅下降。物流企业竞争力进一步提升。

2023 年，全国社会物流总额为 352.4 万亿元，按可比价格计算，同比增长 5.2%，增速比上年提高 1.8 个百分点，物流需求规模持续恢复，增速稳步提升。从构成看，工业品物流总额 312.6 万亿元，按可比价格计算，同比增长 4.6%；农产品物流总额 5.3 万亿元，增长 4.1%；再生资源物流总额 3.5 万亿元，增长 17.4%；单位与居民物品物流总额 13.0 万亿元，增长 8.2%；进口货物物流总额 18 万亿元，增长 13%。2023 年，全国物流业总收入 13.2 万亿元，同比增长 3.9%。2023 年，社会物流总费用 118.2 万亿元，同比增长 2.3%。社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.4%，比上年下降 0.3 个百分点。从结构看，运输费用 9.8 万亿元，增长 2.8%；保管费用 6.1 万亿元，增长 1.7%；管理费用 2.3 万亿元，增长 2%。中国物流与采购联合会发布的 2023 年 12 月份中国物流业景气指数为 53.5%，较上月回升 0.2 个百分点。物流产业经受了国际严峻环境和国内经济大环境等多重考验，服务能力有所增强，物流企业竞争力提升。截至 2023 年末，全国 A 级物流企业近 9600 家，50 强物流企业收入合计 2.3 万亿元，同比增长 13.4%。物流行业各领域龙头企业加快兼并重组，央企物流“国家队”重组整合拉开序幕。

物流政策环境良好，产业地位稳中有升。

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中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，为中国物流产业健康发展提供了坚实的政策保障。在 2021 年“十四五”规划的开局之年，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。发改委发布“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。国务院办公厅印发的《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、跟踪期主要变化

（一）基础素质

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，目前作为南山集团仓储物流园运营的重要平台，仓储物流经验丰富。根据宇博智业产业研究院发布的 2023 年物流地产十大品牌排行榜，公司位居第三。公司仓储业务布局聚焦华东区域、长三角区域和粤港澳大湾区核心城市和北京及周边的核心物流节点，包括一线城市北京、上海和广州以及天津、南京、宁波、广州和重庆等核心二线城市。截至 2023 年底，公司运营物流园区共 61 个，物流园区期末可租面积 594.53 万平方米。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：91440300580073846P），截至 2024 年 6 月 17 日，公司已结清和未结清贷款中无关注类和不良/违约类信息。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 2024 年 7 月 19 日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。

（二）管理水平

跟踪期内公司法人及董事长发生变更，系公司内部正常人事变动，未对公司正常管理及生产经营造成重大不利影响。

跟踪期内，公司在治理结构、部门设置和内控管理等方面未发生重大变化。公司法定代表人及董事长由舒谦变更为吕峰，上述人员变动事项系公司正常人事变更，未对公司正常管理及生产经营造成重大不利影响。

(三) 经营方面

1 经营概况

2023 年，受公司运营物流园区规模有所增加影响，营业总收入同比有所增长；综合毛利率同比小幅提升。

跟踪期内，堆存（仓储）业务仍是公司主要收入来源，此外，运输、办公租赁及代理业务能够为公司收入提供一定补充，装卸及其他业务对收入贡献较小。2023 年，公司营业总收入同比增长 12.22%，主要系公司运营物流园区规模有所增加导致堆存（仓储）业务收入增长所致，运输、办公租赁及代理业务同比变动不大。

毛利率方面，2023 年，公司各业务板块毛利率基本保持稳定，其中装卸业务由负转正，主要系公司调整业务操作模式并严格控制编制，人数下降，导致人工成本同比下降所致。同期，公司综合毛利率同比小幅提升。

2024 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 7.07%；综合毛利率同比下降 3.88 个百分点至 46.30%。

图表 2 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年		
	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	11.52	78.27%	59.21%	13.47	82.33%	55.39%	15.11	82.29%	54.59%
运输业务	1.30	8.83%	3.37%	1.36	8.31%	3.79%	1.42	7.74%	2.55%
办公租赁及代理业务	1.49	10.10%	38.01%	0.95	5.81%	46.31%	0.94	5.14%	47.44%
装卸业务	0.24	1.63%	-8.27%	0.38	2.32%	-26.46%	0.38	2.06%	4.92%
其他业务	0.17	1.17%	83.66%	0.20	1.22%	85.30%	0.51	2.78%	96.45%
合计	14.72	100.00%	51.32%	16.36	100.00%	49.04%	18.36	100%	50.34%

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2 业务经营分析

(1) 物流园区运营情况

2023 年，公司新投入运营园区规模有所增长，单位租金水平保持稳定，整体出租率有所增长。同时，受整体和区域市场经济下行及需求不振影响，公司在天津、南京、绍兴及武汉等地园区存在较大的运营压力，公司目前客户质量整体较好且集中度较低。

2023 年，公司维持一定的项目获取力度，新获取物流园项目位于无锡和成都，获取方式主要为招拍挂；新投入运营物流园规模有所增长，主要包括惠州、上海、义乌、苏州吴江和重庆等地项目，其中重庆、上海及苏州吴江项目尚处于爬坡阶段故出租率尚未达到理想状态，惠州、义乌项目运营情况较好，出租率分别约 100%和 90%。截至 2023 年底，公司运营物流园区共 61 个，物流园区可租面积较 2022 年底增长 11.27%。

从单位租金水平看，截至 2023 年底，公司物流园区平均单位租金水平同比变动不大。从出租率看，截至 2023 年底，公司物流园整体出租率较上年底提高 1.8 个百分点。跟踪期内，受整体和区域市场经济下行、需求不振及竞争加剧影响，南京空港宝湾、天津津南宝湾、绍兴上虞宝湾及武汉汉南宝湾等物流园区出租率下降导致收入及利润同比降幅较大，上述物流园区存在较大的运营压力。

图表 3 公司物流园获取和运营情况总表

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

资料来源：公司提供，联合资信整理

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，整体质量水平较好。2023 年，公司收入贡献前五大客户占总收入比重为 13.90%，公司客户分布较分散、集中风险较低。

图表 4 2023 年公司前五位客户情况（单位：亿元）

项目	收入	占比
苏州交运物流有限公司	0.78	4.22%
广州顺丰速运有限公司	0.52	2.83%
深圳美团优选科技有限公司	0.46	2.51%
马士基供应链管理（江苏）有限公司上海宝山一分公司	0.45	2.45%
上海禹璨信息技术有限公司	0.35	1.89%
总计	2.55	13.90%

资料来源：公司提供，联合资信整理

（2）在建和拟建项目情况

公司期末待建项目规模及所需资金规模较大，考虑行业竞争加剧和当前经济环境，公司存在一定资本支出及后续运营压力。

截至 2024 年 3 月底，公司在建物流园 6 个，建筑面积（全口径）共 73.25 万平方米，分别布局于京津冀（占 36.71%）和长三角（占 63.29%）。

截至 2024 年 3 月底，公司在建物流园计划尚需投入资金 18.50 亿元，年内计划投资 6.53 亿元，此外公司拟建项目预计尚需投资 3.25 亿元。随着仓储物流行业竞争加剧，叠加目前经济环境等整体情况，公司新建成运营的园区出租率和盈利能力或将承压，同时考虑到仓储物流园行业前期建设投入资金较大且培育运营及收益回收周期较长，公司存在一定资本支出及后续运营压力。

图表 5 截至 2024 年 3 月底公司在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	占地面积	建筑面积	预计总投资	累计已投资	预计投入运营期	2024 年 4—12 月计划投资
合肥和诚项目	15.61	20.50	5.93	3.63	2024 年 12 月	1.34
北京文投宝湾	8.32	12.71	14.90	8.59	2025 年 5 月	2.41
张家港项目	7.48	8.07	2.70	1.68	2024 年 9 月	0.61
台州临海项目	8.61	18.82	7.24	1.50	2026 年 8 月	0.70
廊坊信达项目	7.13	11.11	3.98	1.29	2025 年 11 月	1.02
天津武清项目	3.33	2.04	0.80	0.36	2025 年 1 月	0.44
合计	50.49	73.25	35.55	17.05	--	6.53

资料来源：公司提供，联合资信整理

图表 6 截至 2024 年 3 月底公司拟建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	占地面积	建筑面积	预计总投资	预计建设期	预计投入运营期	累计已投资
苏州雅致项目	4.40	8.60	3.30	2024 年 9 月- 2026 年 8 月	2026 年 9 月	0.05
合计	4.40	8.60	3.30	--	--	0.05

资料来源：公司提供，联合资信整理

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，以“打造国内领先的物流园区开发商和运营商”为发展目标，提供现代化物流中心的投资、开发、建设和运营管理，以及高端仓储、智能仓配、流通加工、物流增值、绿色配送和供应链金融等全方位现代物流和供应链业务服务，致力于打造服务于区域经济发展的现代智慧物流和供应链生态圈，业务布局聚焦华东区域、长三角区域和粤港澳大湾区核心城市 and 北京及周边，战略目标为实现管理面积 1000 万平方米。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。同时，公司将优化创新商业模式，坚持轻重并举发展战略，牢牢稳固仓储物流主业基石，持续锻造价值发现、价值提升、价值实现三大核心能力，积极推进公募 REITs、创造资本良性循环，不断探索“物流+产业”、管理输出、供应链服务等多样化的创新业态及延伸业务。

（五）财务方面

公司提供了 2023 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 2024 年 1—3 月财务报表未经审计。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，随着业务规模的扩张，公司货币资金整体下降至较小规模，投资性房地产及固定资产较上年底均有所增长，整体资产结构重、流动性弱。2023 年，公司利润总额同比大幅增长，各盈利指标均有所提升。同期，公司经营性现金流保持净流入状态，但仓储物流园行业前期建设沉淀资金规模较大，随着公司持续扩大业务规模，公司资金需求较大，债务负担加重，货币资金消耗较快，未来现金流平衡压力可能加大。

截至 2023 年底，随着公司业务规模扩张，公司资产总额较上年底增长 11.37%，仍以非流动资产为主，占比进一步提高，资产流动性弱。其中 2023 年末，受在建工程完工转入投资性房地产和固定资产及回购资产支持专项计划中物流园影响，公司投资性房地产和固定资产较上年底分别增长 37.09%和 19.71%，在建工程较上年底下降 5.89%。公司投资性房地产采用成本模式进行后续计量，截至 2023 年底，公司投资性房地产和固定资产累计折旧分别为 11.62 亿元和 10.86 亿元，部分运营成熟的物流园具有一定升值空间，园区运营情况详见经营分析。2023 年，公司收购子公司等投资活动支出规模较大，消耗货币资金，期末公司现金保有量略有不足。截至 2023 年底，公司受限资产占总资产的比重为 19.23%，主要为固定资产和投资性房地产抵押融资受限，受限程度一般。截至 2024 年 3 月底，公司资产总额和构成较上年底变动不大。

图表 7 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	19.12	9.04%	13.53	5.74%	15.44	6.49%
货币资金	12.33	5.83%	8.05	3.42%	9.70	4.08%
非流动资产	192.45	90.96%	222.08	94.26%	222.45	93.51%
投资性房地产	66.69	31.52%	91.42	38.80%	90.70	38.13%
固定资产	39.15	18.50%	46.86	19.89%	46.22	19.43%
在建工程	25.34	11.98%	23.85	10.12%	25.82	10.85%
无形资产	55.49	26.23%	54.87	23.29%	55.07	23.15%
资产总额	211.56	100.00%	235.61	100.00%	237.90	100.00%

注：占比指占资产总额的比例
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 8 • 截至 2023 年底公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产名称	账面价值	占该科目的比例	受限原因
货币资金	0.68	8.46%	履约保证金、工程保证金等日常经营业务需要的受限资金
固定资产	12.14	25.90%	抵押给金融机构用于申请贷款
投资性房地产	20.58	22.51%	抵押给金融机构用于申请贷款
无形资产	11.91	21.71%	抵押给金融机构用于申请贷款
合计	45.32	--	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

资本结构方面，截至 2023 年底，公司所有者权益 82.44 亿元，较上年底下降 5.73%，主要系公司发行的“21 宝湾物流 MTN002”永续债于本年度到期赎回所致。在所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润和少数股东权益分别占 44.20%、38.18%、3.15%、12.64%和 1.80%，权益稳定性较好。公司负债主要由有息债务和其他应付类款项构成，受关联方借款增加影响，期末其他流动负债较上年底大幅增长，截至 2023 年底，公司负债总额较上年底增长 23.41%，其他应付账款较上年底变动不大，主要为应付工程款、保证金及押金等。

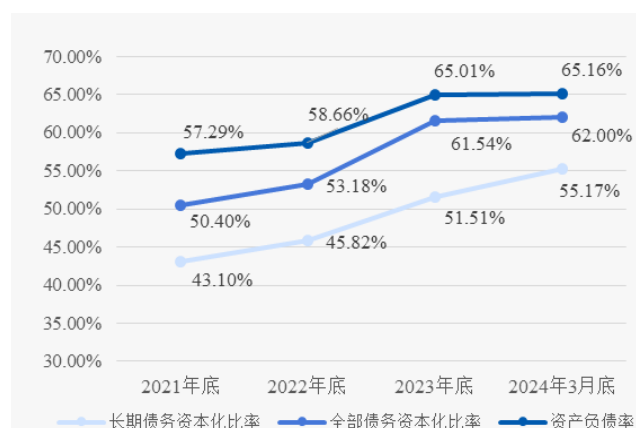
图表 9 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	44.79	36.09%	63.23	41.28%	50.60	32.64%
其他应付款（合计）	17.05	13.74%	16.73	10.92%	15.70	10.13%
一年内到期的非流动负债	21.64	17.44%	19.32	12.61%	12.22	7.88%
其他流动负债	--	--	23.02	15.03%	20.00	12.90%
非流动负债	79.32	63.91%	89.94	58.72%	104.42	67.36%
长期借款	57.34	46.20%	65.44	42.72%	84.84	54.73%
应付债券	15.00	12.09%	15.00	9.79%	10.00	6.45%
其他非流动负债	1.43	1.15%	7.04	4.60%	7.04	4.54%
负债总额	124.11	100.00%	153.17	100.00%	155.01	100.00%

注：1. 表中占比为占总负债比例；2. “—”表示无数据
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

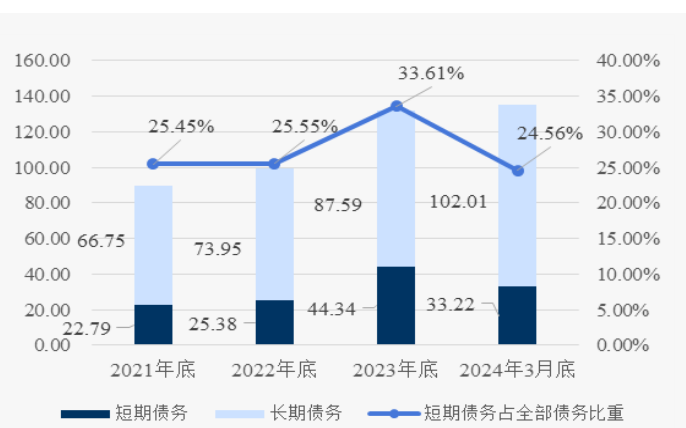
有息债务方面，截至 2023 年底，公司全部债务规模较上年底增长 32.82%至 131.94 亿元，主要系公司回购资产支持专项计划导致股东借款增加所致，债务结构以长期债务为主，杠杆水平有所增长，公司整体债务负担加重。从债务构成看，截至 2023 年底，公司信用类债券占 14.88%、银行贷款占 59.08%、非银贷款占 5.95%、股东借款占 20.09%，公司有息债务以银行借款和股东借款为主，融资渠道较为稳定。截至 2024 年 3 月底，公司全部债务规模较上年底继续增长 2.50%，债务到期分布较为均匀。

图表 10 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 11 • 公司有息债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 12 • 截至 2024 年 3 月底公司有息债务期限结构（单位：亿元）

项目	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年以上	合计
银行借款	4.17	3.29	16.53	68.80	92.79
股东借款	20.00	7.00	0.00	0.00	27.00
债券	5.00	10.00	0.00	0.00	15.00
合计	29.17	20.29	16.53	68.80	134.79

注：上表中不包括租赁负债
数据来源：公司财务报告，联合资信整理

盈利能力方面，公司营业总收入及毛利率情况分析见经营概况部分。2023 年，公司利润总额同比大幅增长，主要系收入规模增长及毛利率提升所致，期间费用同比变动不大。2023 年，公司投资收益同比大幅增长，主要系公司对合联营企业的投资收益增加所致，当期投资收益占营业利润比重为 19.80%，对公司利润产生一定影响。盈利指标方面，2023 年，受营收增长及所得税费用冲抵影响，公司各盈利指标均有所提升。

图表 13 • 公司盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	16.36	18.36	4.67
营业成本	8.34	9.12	2.51
期间费用	5.64	5.40	1.09
其中：销售费用	0.00	0.00	0.00
管理费用	2.38	1.78	0.04
财务费用	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.28	0.57	0.00
利润总额	1.19	2.88	0.59
营业利润率（%）	39.53	41.00	35.36
总资本收益率（%）	2.03	3.99	--
净资产收益率（%）	0.49	5.88	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

现金流方面，2023 年，公司经营活动现金流保持净流入态势。本期受开发支出减少及收购物流园支出增加的综合影响，公司投资活动现金净流出同比有所增加。2023 年，公司筹资活动前现金流量持续净流出，考虑公司在建物流园尚需投资规模较大，公司仍存在一定外部融资需求。同期，公司筹资活动现金保持净流入状态。公司固定资产和投资性房地产尚存在一定的再融资空间，但随着公司持续扩大业务规模，仓储物流园行业前期建设沉淀资金规模较大，公司资金需求较大，货币资金消耗较快，未来现金流平衡压力可能加大。

图表 14 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	23.37	22.78	1.53
经营活动现金流出小计	9.94	10.76	2.81
经营活动现金流量净额	13.43	12.02	-1.29
投资活动现金流入小计	2.10	3.94	0.07
投资活动现金流出小计	31.37	38.85	3.85
投资活动现金流量净额	-29.27	-34.91	-3.78
筹资活动前现金流量净额	-15.84	-22.89	-5.07
筹资活动现金流入小计	55.31	61.34	24.33
筹资活动现金流出小计	49.53	43.24	21.84
筹资活动现金流量净额	5.78	18.09	2.49
现金收入比（%）	108.36	115.28	23.60

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司短期偿债指标表现弱，长期偿债指标表现尚可。

受股东短期借款增加影响，2023 年末公司流动比率与速动比率均较上年底大幅下降，现金短期债务比低于 1 倍。整体看，公司短期偿债指标表现弱。2023 年，受 EBITDA 增长同时债务规模增长的综合影响，EBITDA 对利息的覆盖程度有所增加，对全部债务的覆盖程度有所下降，长期偿债指标表现尚可。

图表 15 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	42.68	21.40	30.53
	速动比率（%）	42.64	21.38	30.51
	经营现金/流动负债（%）	29.99	19.01	--

长期偿债指标	经营现金/短期债务（倍）	0.53	0.27	--
	现金类资产/短期债务（倍）	0.50	0.18	0.29
	EBITDA（亿元）	9.99	12.75	--
	全部债务/EBITDA（倍）	9.95	10.35	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.14	0.09	--
	EBITDA/利息支出（倍）	2.57	2.95	--
	经营现金/利息支出（倍）	3.46	2.78	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同；“--”表示指标不适用或无意义
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年 3 月底，公司无对外担保、不存在重大未决诉讼和仲裁事项。

截至 2024 年 3 月底，公司获得银行授信额度共计 176.12 亿元，剩余可使用额度 67.08 亿元，公司间接融资渠道通畅。

3 公司本部主要变化情况

公司本部作为投资控股平台，整体债务负担尚可。

截至 2023 年底，公司本部资产以货币资金、其他应收款和长期股权投资为主，其中货币资金继续下降 17.95%至 3.10 亿元，货币资金规模较小。公司本部负债以其他应付款和有息债务为主，截至 2023 年底，公司本部资产负债率为 53.50%，全部债务较年初下降 18.27%至 48.02 亿元，以长期债务为主。公司本部所有者权益为 87.13 亿元，较年初下降 4.58%。

2023 年，公司本部营业总收入规模不大，利润总额为 2.11 亿元，利润主要来自投资收益。同期，公司本部经营活动现金流量净额 0.07 亿元，投资活动现金流量净额-5.36 亿元，筹资活动现金流量净额 4.75 亿元。

（六）ESG 方面

公司以绿色、可持续为发展目标，注重环保投入，积极履行社会责任，内部治理体系和组织架构较为完善。整体来看，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司以绿色、可持续为发展目标，通过提高运营管理的智能化、数字化水平，提高效率、减少成本。同时，公司积极推广绿色建筑和节能技术，构建全链路绿色物流体系，从订单、包装、运输、仓储等环节较少碳排放。2023 年，公司分别在上海宝山、宁波余姚、天津滨港、苏州太仓落地 4 个分布式光伏项目，平均每年可发绿电 1200 万余度，二氧化碳减排约 1.2 万吨，同时通过使用采光带设计及 LED 绿色照明系统，实现二氧化碳减排 4.4 万吨，此外，本年度公司完成 9 个园区的雨水回收系统改造，年均节约用水 1.7 吨。截至 2023 年底，公司已完成 1 个园区银级 LEED 认证、7 个园区一级绿色仓库认证。

社会责任方面。公司关注员工福利、社会安全担当、助农发展和偏远地区教育等方面，积极履行社会责任。2023 年，公司为 A 级纳税人。

公司治理方面，公司作为国有企业，建立了较为完善的内部治理体系和组织管理架构。同时，公司通过“数字化”建立 4 大业务平台，不断满足公司及客户的管理需求。

七、外部支持

公司为南山集团仓储物流板块的核心平台，股东在业务发展和融资等方面对公司支持力度大。

1 支持能力

公司股东南山集团前身是成立于 1982 年 9 月的中国南山开发股份有限公司（1994 年 10 月更为现名），因应国家南海石油开发战略而生的中国第一家股份制企业，南山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集团企业，南山集团综合实力强。

截至 2024 年 3 月底，南山集团合并资产总额 863.96 亿元，实收资本 18.00 亿元。2023 年，南山集团实现营业总收入 221.33 亿元，利润总额 12.46 亿元。南山集团第一大股东招商局（南山）控股有限公司（以下简称“招商局南山”）实际控制人为招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”），第二大股东深圳市投资控股有限公司（以下简称“深圳市投控公司”）实际控制人为深圳市人民政府国有资产

监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”），第三大股东广东省环保集团有限公司（以下简称“广东环保集团”）实际控制人为广东省人民政府。整体看，南山集团股东实力和自身综合实力强，具备很强的支持能力。

2 支持可能性

仓储物流为南山集团的重点发展方向。公司作为南山集团核心物流业务的重要物流园运营平台，公司在资金和担保等方面可获得股东支持的可能性大，截至 2023 年底，公司向南山集团及其旗下财务公司借款余额 31 亿元，较上年底大幅增长 147.01%；贷款利率范围为 3.00%~3.50%，较上年底有所下降。

八、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险及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“22 宝湾物流 MTN001”“22 宝湾物流 MTN002”和“23 宝湾物流 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

13

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	12.65	8.14	9.79
应收账款（亿元）	1.44	1.29	1.22
其他应收款（合计）（亿元）	17.05	16.73	15.70
存货（亿元）	0.02	0.01	0.01
长期股权投资（亿元）	3.15	1.76	1.76
固定资产（亿元）	39.15	46.86	46.22
在建工程（亿元）	25.34	23.85	25.82
资产总额（亿元）	211.56	235.61	237.90
实收资本（亿元）	36.44	36.44	36.44
少数股东权益（亿元）	1.94	1.49	1.71
所有者权益（亿元）	87.45	82.44	82.88
短期债务（亿元）	25.38	44.34	33.22
长期债务（亿元）	73.95	87.59	102.01
全部债务（亿元）	99.33	131.94	135.23
营业总收入（亿元）	16.36	18.36	4.67
营业成本（亿元）	8.34	9.12	2.51
其他收益（亿元）	0.22	0.17	0.03
利润总额（亿元）	1.19	2.88	0.59
EBITDA（亿元）	9.99	12.75	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	17.73	21.17	1.10
经营活动现金流入小计（亿元）	23.37	22.78	1.53
经营活动现金流量净额（亿元）	13.43	12.02	-1.29
投资活动现金流量净额（亿元）	-29.27	-34.91	-3.78
筹资活动现金流量净额（亿元）	5.78	18.09	2.49
财务指标			
销售债权周转次数（次）	12.49	12.31	--
存货周转次数（次）	411.13	607.18	--
总资产周转次数（次）	0.08	0.08	--
现金收入比（%）	108.36	115.28	--
营业利润率（%）	39.53	41.00	35.36
总资本收益率（%）	2.03	3.99	--
净资产收益率（%）	0.49	5.88	--
长期债务资本化比率（%）	45.82	51.51	55.17
全部债务资本化比率（%）	53.18	61.54	62.00
资产负债率（%）	58.66	65.01	65.16
流动比率（%）	42.68	21.40	30.53
速动比率（%）	42.64	21.38	30.51
经营现金流动负债比（%）	29.99	19.01	--
现金短期债务比（倍）	0.50	0.18	0.29
EBITDA 利息倍数（倍）	2.57	2.95	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.95	10.35	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计，相关数据未经年化；2. 公司合并层面其他流动负债、其他应付款和其他非流动负债中的计息债务已计入有息债务，公司本部债务未经调整；3. “--”代表计算无意义或不适用数据
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	3.77	3.10	1.89
应收账款（亿元）	0.00	0.44	0.00
其他应收款（合计）（亿元）	76.75	77.03	69.70
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	92.44	105.83	107.96
固定资产（合计）（亿元）	*	*	*
在建工程（合计）（亿元）	*	*	*
资产总额（亿元）	174.47	187.38	181.02
实收资本（亿元）	36.44	36.44	36.44
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	91.32	87.13	87.08
短期债务（亿元）	22.21	17.64	9.26
长期债务（亿元）	36.54	30.37	35.27
全部债务（亿元）	58.75	48.02	44.53
营业总收入（亿元）	0.00	0.77	0.13
营业成本（亿元）	0.00	0.35	0.00
其他收益（亿元）	0.01	0.00	0.00
利润总额（亿元）	1.80	2.11	-0.04
EBITDA（亿元）	3.99	4.45	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.01	0.35	0.07
经营活动现金流入小计（亿元）	0.23	0.49	0.14
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.02	-0.07	-0.14
投资活动现金流量净额（亿元）	-9.54	-5.36	9.16
筹资活动现金流量净额（亿元）	-6.09	4.75	-2.59
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.49	3.48	/
存货周转次数（次）	*	*	/
总资产周转次数（次）	*	*	/
现金收入比（%）	535.97	45.05	50.32
营业利润率（%）	-12.57	53.61	99.23
总资本收益率（%）	2.62	5.62	--
净资产收益率（%）	1.90	6.03	--
长期债务资本化比率（%）	28.58	25.85	28.83
全部债务资本化比率（%）	39.15	35.53	33.83
资产负债率（%）	47.66	53.50	51.89
流动比率（%）	186.56	128.16	139.57
速动比率（%）	186.56	128.16	139.57
经营现金流动负债比（%）	-0.05	-0.11	--
现金短期债务比（倍）	0.17	0.18	0.20
EBITDA 利息倍数（倍）	1.82	1.90	--
全部债务/EBITDA（倍）	14.71	10.80	--

注：1. 公司本部 2024 年一季度财务报表未经审计，相关指标未经年化；2. 公司本部有息债务未经调整；3. 尾差系四舍五入所致；4. “--”表示指标不适用，“/”表示未能获取的数据，“*”表示数据过大或过小，无实际意义
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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	(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	
营业总收入年复合增长率	
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	
总资产收益率	(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