

宝湾物流控股有限公司

2025 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〔2025〕7333号

联合资信评估股份有限公司通过对宝湾物流控股有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持宝湾物流控股有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“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

二〇二五年七月二十五日

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

2025 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	2025/07/25
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。2024 年，公司物流园区运营稳健，期末可出租面积同比提升，但受宏观经济下行及行业需求疲软影响，仓储物流板块的出租率及租金水平均面临一定压力。财务方面，跟踪期内，公司通过向基础设施 REIT 出售物流园项目，提升投资收益，成为利润增长的重要贡献点；但需关注的是，公司整体资产流动性偏弱，未来需进一步优化资产周转效率。同时，公司拥有稳定畅通的融资渠道，债务到期分布均衡，并持续获得股东支持，整体具备较强的偿债能力。

个体调整：无。

外部支持调整：股东支持。

评级展望

受宏观经济环境影响，物流地产行业整体仍将面临出租率和租金水平下行压力。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 and 北京及周边的核心物流节点，业务表现保持稳健，未来随着新建高标准物流园区陆续投入运营，叠加通过资产证券化等创新手段持续优化资产结构，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；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，2024 年招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）将南山集团纳入其管理体系，将南山集团视同二级公司进行管理，后续公司作为南山集团的仓储物流核心业务的重要运营平台在业务协同方面有望获得招商局集团更大力度的支持。
- **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，在物流地产行业中处于头部水平，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。
- **公司物流园区可出租面积有所增长，整体运营情况稳定。**截至 2024 年底，公司物流园区可租面积较 2023 年底增长 13.08%，当期公司营业总收入及利润总额均同比增长。

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，公司部分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 2024 年底，公司在建及拟建项目规模面临一定资金需求，存在一定的资本支出压力。
- **公司资产流动性弱，债务负担较重。**截至 2024 年底，公司资产中非流动资产占 94.04%，资产整体流动性弱。截至 2024 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 64.32%和 61.26%。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	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	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
指示评级				a ⁺
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 ⁺

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

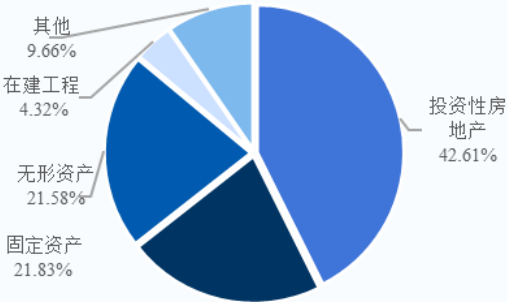
合并口径			
项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	8.14	8.73	7.03
资产总额（亿元）	235.61	239.83	236.93
所有者权益（亿元）	82.44	85.58	85.64
短期债务（亿元）	44.34	37.66	36.89
长期债务（亿元）	87.59	97.65	99.58
全部债务（亿元）	131.94	135.31	136.47
营业总收入（亿元）	18.36	19.43	4.53
利润总额（亿元）	2.88	8.08	0.27
EBITDA（亿元）	12.75	19.35	--
经营性净现金流（亿元）	12.02	12.02	-2.55
营业利润率（%）	41.00	35.21	32.18
净资产收益率（%）	5.88	5.86	--
资产负债率（%）	65.01	64.32	63.86
全部债务资本化比率（%）	61.54	61.26	61.44
流动比率（%）	21.40	26.62	26.08
经营现金流流动负债比（%）	19.01	22.40	--
现金短期债务比（倍）	0.18	0.23	0.19
EBITDA 利息倍数（倍）	2.95	4.19	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.35	6.99	--

公司本部口径			
项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	187.38	184.62	183.19
所有者权益（亿元）	87.13	87.76	87.58
全部债务（亿元）	48.02	62.22	61.62
营业总收入（亿元）	0.77	0.53	0.11
利润总额（亿元）	2.11	2.70	-0.18
资产负债率（%）	53.50	52.46	52.19
全部债务资本化比率（%）	35.53	41.49	41.30
流动比率（%）	128.16	133.95	131.04
经营现金流流动负债比（%）	-0.11	-0.38	--

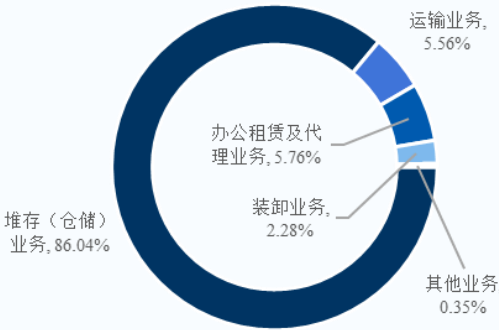
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计，相关数据未经年化；2. 公司合并层面其他流动负债和长期应付款中的计息债务已计入有息债务，公司本部债务未经调整；3.“--”代表计算无意义或不适用数据

资料来源：公司财务报告及公司提供资料

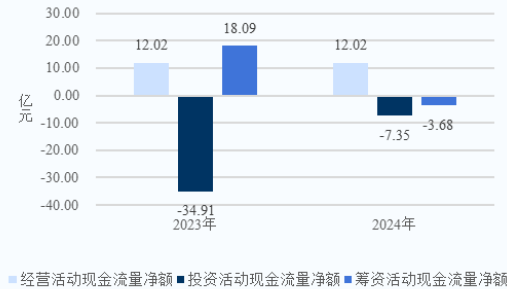
2024 年底公司资产构成



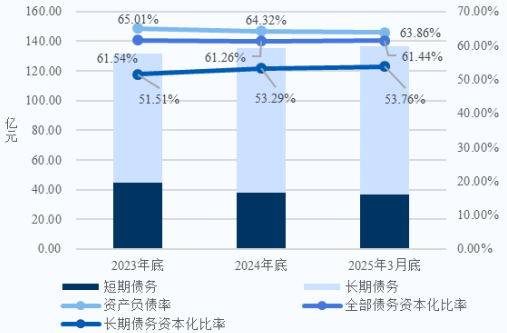
2024 年公司营业总收入构成



公司现金流情况



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	特殊条款
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 MTN002	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/07/25	赵 兮 苏柏文 高 星	一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208）	阅读全文
23 宝湾物流 MTN001					一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	
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）	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

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号
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：李 旭 lixu@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 2025 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%；中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“南山集团”）持有新南山控股 57.99% 的股权。截至 2025 年 3 月底，招商局（南山）控股有限公司（以下简称“招商局控股”）为南山集团的第一大股东，南山集团无实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围较上年无重大变化。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 239.83 亿元，所有者权益 85.58 亿元（含少数股东权益 1.60 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 19.43 亿元，利润总额 8.08 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 236.93 亿元，所有者权益 85.64 亿元（含少数股东权益 1.59 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 4.53 亿元，利润总额 0.27 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 2025 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 2025 年 6 月底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
22 宝湾物流 MTN002	5.00	5.00	2022/08/12	3 年
23 宝湾物流 MTN001	5.00	5.00	2023/03/10	3 年

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

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 年一季度报）](#)》。

五、行业分析

2024 年，全国社会物流运行总体平稳、稳中有进，物流需求持续回暖，各领域物流规模保持增长态势。物流业与产业加速融合创新，社会物流成本占经济总量的比重进一步下降，行业发展质量稳步提升。

2024 年，全国社会物流总额为 360.6 万亿元，按可比价格计算，同比增长 5.8%，增速比上年提高 0.6 个百分点，物流运行总体平稳、稳中有进，物流需求有所回暖。从构成看，工业品物流总额 318.4 万亿元，同比增长 5.8%；农产品物流总额 5.5 万亿元，增长 4.0%；再生资源物流总额 4.4 万亿元，增长 15.7%；单位与居民物品物流总额 13.9 万亿元，增长 6.7%；进口货物物流总额 18.4 万亿元，增长 3.9%。2024 年，全国物流业总收入 13.8 万亿元，同比增长 4.9%。2024 年，社会物流总费用 19.0 万亿元，同比增长 4.1%。社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.1%，比上年下降 0.3 个百分点。从结构看，运输费用 10.3 万亿元，增长 5.0%；保管费用 6.4 万亿元，增长 3.8%；管理费用 2.3 万亿元，增长 1.3%。中国物流与采购联合会发布的 2024 年 12 月份中国物流业景气指数为 53.1%，较上月回升 0.3 个百分点。2024 年，物流与产业加速融合创新，市场规模优势进一步巩固，需求总量持续扩张。截至 2025 年 4 月，全国 A 级物流企业 10797 家，代表国内最高水平的 5A 级物流企业超过 500 家。

2024 年，物流地产行业在政策引导、市场作用及技术驱动下，呈现出规模与结构协同发展，同时伴随区域分化、转型机遇与挑战并存的局面。

2024 年物流地产行业在政策引导与市场驱动下呈现规模扩张与结构优化并行的态势，中央层面通过《有效降低全社会物流成本行动方案》等政策，与《“十四五”智能制造发展规划》《关于加快建设全国统一大市场的意见》《“十四五”现代物流发展规划》等形成联动，推动降本增效、绿色智能化转型，提出“大力发展智慧物流”“打造智慧供应链体系”等目标，力争到 2027 年将社会物流总费用占 GDP 比率降至 13.5%左右；地方则以超长期特别国债、“财政+金融”政策等支持设施升级，如甘肃推动物流设备更新、快递进村等。市场方面，全国物流地产供需失衡导致部分城市空置率上升、租金下跌，区域分化明显，华南受跨境电商驱动需求旺盛，华西因平价零售等转型空置率走低。同时，在人工智能、大数据等技术驱动下，供应链物流企业迎来数字化、智能化转型机遇，整体行业在绿色智能转型中面临供需错配等挑战，新兴需求也为发展注入动力。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司为国内领先的物流园区运营商，业务覆盖全国核心经济区，规模位居行业前列。

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。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 2024 年底，公司经营体量位居国内行业前十。截至 2025 年 3 月底，公司在超过 40 个城市，总管理物流地产项目 82 个，其中，自营项目 65 个，轻资产运营项目 14 个（不含 REITs 项目），管理的公募 REIT 项目 3 个。截至 2025 年 3 月底，公司期末可租面积为 680.17 万平方米，2024 年出租率稳定在 88.70%。此外，在建及拟建项目（如北京文投宝湾、台州临海项目等）将进一步增加可租面积，整体看，公司规模优势显著。

公司持有型物业区域布局优越、以高标仓为主的项目品质突出，但业态单一可能面临行业波动风险。

区域位置：公司物流园主要分布于长三角（上海、昆山、南通等）、粤港澳大湾区（广州、佛山）及成都、西安、武汉等全国性物流节点城市，具备区位优势。

业态构成：公司租金收入高度依赖物流仓储单一业态（堆存业务占比 86.00%），虽聚焦主业但易受物流行业需求波动影响。

项目品质：公司在管高标仓项目共 82 个，总建筑面积超 900 万平方米，高标仓通常具备智能化管理系统、高消防等级及灵活仓储空间，项目定位高端，与同区域普通物流仓储相比，在吸引优质客户（如电商、第三方物流企业）方面更具竞争力。

公司运营水平处于行业上游，出租率表现稳健但租金水平受市场影响有所下滑。

2024 年期末公司物流园出租率 88.70%，2025 年 3 月提升至 89.10%；但单位租金水平从 2023 年的 30.80 元/（平方米·月）降至 2024 年的 28.90 元/（平方米·月），2025 年 3 月进一步降至 26.40 元/（平方米·月），市场租金下行压力加大。

运营能力方面，公司已实现 14 个轻资产运营项目管理输出，拥有较强的品牌影响力和管理经验；同时，公司前五大客户收入占比 16.78%，客户集中度低。

再融资能力

公司融资渠道多元、成本较低，股东背景及银企关系为再融资提供有力支撑。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月底，公司总授信额度 186.19 亿元，剩余可使用额度 76.10 亿元，融资渠道包括银行贷款、债券及股东借款，结构均衡。控股股东为深圳市国有企业，综合实力较强，可为公司提供潜在资金支持，进一步增强再融资弹性。

（二）信用记录

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：91440300580073846P），截至 2025 年 7 月 15 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，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2025 年 7 月 22 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用信息公示系统、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。

（三）管理水平

2024 年，公司股东南山集团被纳入招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）管理体系，法人及董事长和部分董事发生变更。

2024 年 10 月起，南山集团第一大股东的实际控制人招商局集团将南山集团纳入管理体系，参照其二级公司对公司进行管理。

2024 年内，由于工作变动原因，公司董事人员发生一定变化。公司法定代表人及董事长由舒谦先生变更为吕峰先生，沈启盟先生不再担任董事，新任职董事邱文鹤先生和黄艳女士。2024 年，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。

（四）经营方面

1 经营概况

2024 年，受公司运营物流园区规模扩大及租赁价格承压的影响，营业总收入同比有所增长，综合毛利率同比下降。

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。2024 年，公司营业总收入同比增长 5.83%，主要系公司运营物流园区规模扩大导致堆存（仓储）业务收入增长所致，运输、办公租赁及代理业务收入变动主要系园区客户需求调整所致。

毛利率方面，2024 年，公司综合毛利率同比下降 4.20 个百分点，主要系租赁市场价格下行导致堆存（仓储）业务毛利率下降 4.72 个百分点所致。

2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 3.06%；综合毛利率下降至 43.36%。

图表 2 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
堆存（仓储）业务	15.11	82.29%	54.59%	16.71	86.00%	49.87%	3.95	87.12%	45.30%
运输业务	1.42	7.74%	2.55%	1.08	5.56%	3.57%	0.17	3.64%	5.24%
办公租赁及代理业务	0.94	5.14%	47.44%	1.12	5.76%	41.94%	0.16	3.47%	25.66%
装卸业务	0.38	2.06%	4.92%	0.44	2.26%	12.10%	0.11	2.32%	10.67%
其他业务	0.51	2.78%	96.45%	0.07	0.36%	96.18%	0.16	3.44%	74.57%
合计	18.36	100%	50.34%	19.43	100.00%	46.14%	4.53	100.00%	43.36%

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

2 业务经营分析

（1）物流园区运营情况

2024 年，公司新投入运营园区规模有所增长，客户质量整体较好且集中度较低；但受宏观经济下行及需求不振影响，单位租金和整体出租率均小幅下降，公司部分园区存在较大的运营压力。

2024 年及 2025 年一季度，公司无新增项目；新投入运营物流园规模有所增长，2024 年公司新开始运营的项目位于江门鹤山、合肥东城、张家港；2025 年 1—3 月公司新开始运营的项目位于天津武清。截至 2024 年底，公司总管理物流地产项目共 82 个，物流园区可租面积较 2023 年底增长 13.08%。

从单位租金水平看，截至 2024 年底，公司物流园区平均单位租金水平同比有所下降。从出租率看，截至 2024 年底，公司物流园期末出租率较上年底下降 0.30 个百分点。2024 年，受宏观经济下行、需求不振及竞争加剧影响，嘉兴嘉善宝湾、绍兴上虞宝湾、无锡江阴宝湾和长沙雨花宝湾等物流园区出租率下降，上述物流园区存在较大的运营压力。截至 2025 年 3 月底，公司期末出租率较 2024 年末提升 0.40 个百分点，但单位租金水平较上年末下降 2.50 元/（平方米·月）。

图表 3 公司物流园获取和运营情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
新获取物流园项目数量（个）	5	2	0	0
新获取物流园土地面积（亩）	667.8	309	0	0
本期新投入运营物流园数量（个）	7	4	3	1
本期新投入运营物流园可租面积（万平方米）	43.02	60.20	77.74	7.90
期末可租面积（万平方米）	534.33	594.53	672.27	680.17
期末出租率（%）	87.20	89.00	88.70	89.10
期末单位租金水平（元/平方米·月）	30.90	30.80	28.90	26.40

注：上表新增项目统计不含轻资产运营项目，新投入运营项目包含轻资产运营项目；期末可出租面积包含轻资产运营项目和 REITs 项目
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。2024 年，公司收入贡献前五大客户占总收入比重为 16.78%，同比小幅上升 2.88 个百分点，公司客户分布较分散、集中风险较低。

图表 4 2024 年公司前五位客户情况（单位：万元）

项目	收入	占比
上海禹璨信息技术有限公司	8599.44	4.43%
深圳美团优选科技有限公司	7731.29	3.98%
广州顺丰速运有限公司	5862.89	3.02%
苏州交运物流有限公司	5209.66	2.68%
江门浩川仓储服务有限公司	5200.14	2.68%
合计	32603.41	16.78%

资料来源：公司提供，联合资信整理

（2）在建和拟建项目情况

公司物流园项目存在一定资金需求，而行业竞争激烈和经济环境压力可能影响新园区运营表现，加之行业重资产、长周期特性，公司面临资本支出和经营压力。

截至 2025 年 3 月底，公司在建物流园 5 个，建筑面积（全口径）共 66.26 万平方米。截至 2025 年 3 月底，公司在建及拟建物流园计划尚需投入资金 17.90 亿元，年内计划投资 6.99 亿元。受仓储物流行业竞争日趋激烈及当前经济环境等因素影响，公司新建运营园区的出租率与盈利水平可能面临挑战。鉴于仓储物流园区行业具有前期投资大、运营培育周期长、收益回报缓慢等特点，公司或将面临一定的资本支出压力及长期运营挑战。

图表 5 截至 2025 年 3 月底公司在建及拟建项目情况（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	累计已投资	预计投入运营期	2025 年 4—12 月计划投资
北京文投宝湾	8.32	12.71	14.90	10.78	2025 年 5 月	2.28

台州临海项目	8.61	18.82	7.24	2.01	2026 年 8 月	1.60
廊坊信达项目	7.13	11.11	3.98	2.04	2025 年 11 月	0.88
无锡惠山项目	8.52	14.88	5.73	1.56	2026 年 10 月	1.43
成都新津宝湾	9.95	8.74	3.23	0.79	2026 年 12 月	0.80
合计	42.53	66.26	35.08	17.18	--	6.99

资料来源：公司提供，联合资信整理

项目退出方面，2024 年 10 月，华泰紫金宝湾物流仓储封闭式基础设施证券投资基金（证券简称：华泰宝湾物流 REIT，证券代码：180303）上市，基金募集规模 12.19 亿元¹，天津宝湾物流园、南京空港宝湾物流园及嘉兴宝湾物流园作为底层基础设施项目退出，产生投资收益 6.82 亿元。

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，遵循“稳健发展、优中选优”原则，目标为打造国内领先的物流园区开发商和运营商，计划实现 1000 万平方米管理面积。公司聚焦主业优化与稳健经营，通过完善“募投建管”链条、优化客户及运营服务体系、推进数智化和 ESG 管理等，稳固优质项目资产池，推动运营规模和综合效益量质增长。业务布局聚焦华东、长三角、粤港澳大湾区核心城市及北京及周边等重要节点，深耕区域同时加大管理输出拓展，挖掘优质资产、探索轻资产机会，提升核心区域行业影响力。此外，公司将通过提供现代物流中心投建管及高端仓储、智能仓配等供应链服务，构建区域现代智慧物流和供应链生态圈。经营上结合宏观经济等因素维持投资节奏，优化商业模式，坚持轻重并举，培育三大核心能力，推进公募 REITs，探索“物流+产业”等创新业态及延伸业务。

（五）财务方面

公司提供了 2024 年度财务报告，德勤华永会计师事务所（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 2025 年 1—3 月财务报表未经审计。

2024 年，公司合并范围内因丧失控制权减少子公司 6 家，其中 3 家为清算注销，3 家为处置股权到 REITs。整体看，处置的三家子公司规模较公司整体规模较小，对公司影响较小，财务可比性尚可。

1 主要财务数据变化

截至 2024 年底，公司资产规模较上年底小幅提升 1.79%，公司资产结构未发生重大变化，仍以自营物流园形成的投资性房地产和固定资产为主，合计占比 64.44%，资产流动性弱。

截至 2024 年底，公司资产总额较上年底变动不大，仍以非流动资产为主，资产流动性弱。其中 2024 年末，受在建工程完工转入投资性房地产和固定资产及向基础设施 RITE²出售物流园项目的综合影响，公司投资性房地产和固定资产较上年底分别增长 11.78%和 11.70%，在建工程较上年底下降 56.53%。公司投资性房地产采用成本模式进行后续计量，截至 2024 年底，公司投资性房地产和固定资产累计折旧分别为 13.42 亿元和 12.26 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司受限资产占总资产的比重为 28.76%，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 2025 年 3 月底，公司资产总额和构成较上年底变动不大。

图表 6 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	13.53	5.74%	14.29	5.96%	12.74	5.38%
货币资金	8.05	3.42%	8.64	3.60%	6.95	2.94%
非流动资产	222.08	94.26%	225.53	94.04%	224.20	94.62%

¹ 公司支付投资款 3.81 亿元持有华泰宝湾物流 REIT31.27%份额

² 华泰紫金宝湾物流仓储封闭式基础设施证券投资基金（证券简称：华泰宝湾物流 REIT，证券代码：180303）于 2024 年 10 月 29 日在深圳证券交易所上市交易。公司及公司之子公司天津宝湾国际物流有限公司、嘉兴宝湾物流有限公司、南京宝湾国际物流有限公司支付投资款总额计人民币 3.81 亿元持有华泰宝湾物流 REIT31.27%份额。

投资性房地产	91.42	38.80%	102.19	42.61%	101.41	42.80%
固定资产	46.86	19.89%	52.35	21.83%	51.62	21.79%
在建工程	23.85	10.12%	10.37	4.32%	10.98	4.64%
无形资产	54.87	23.29%	51.76	21.58%	51.42	21.70%
资产总额	235.61	100.00%	239.83	100.00%	236.93	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 7 • 截至 2025 年 3 月底公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产名称	账面价值	占总资产的比例	受限原因
货币资金	0.23	0.10%	履约保证金、工程保证金/冻结资金
固定资产	17.29	7.30%	抵押给金融机构用于申请贷款
投资性房地产	34.83	14.70%	抵押给金融机构用于申请贷款
无形资产	15.79	6.66%	抵押给金融机构用于申请贷款
合计	68.14	28.76%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司所有者权益较上年底变动不大，权益稳定性较好；有息债务规模较上年底小幅增长，债务负担较重，但债务到期分布均衡。

资本结构方面，截至 2024 年底，公司所有者权益 85.58 亿元，较上年底提升 3.81%，主要系利润累积所致。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 42.58%、36.76%、3.35%、15.41%和 1.87%，权益稳定性较好。截至 2024 年底，公司负债总额较上年底变化不大；公司负债主要由有息债务和其他应付类款项构成，受关联方借款下降影响，期末其他流动负债较上年底大幅下降；其他应付账款主要为应付工程款、保证金及押金等，较上年底下降 22.76%，主要系应付工程设备款下降所致。

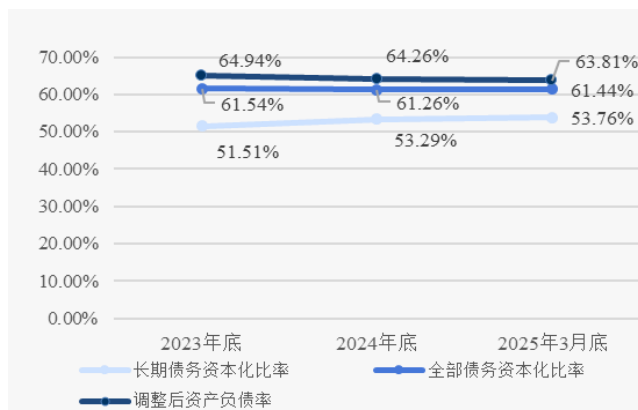
图表 8 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	63.23	41.28%	53.68	34.80%	48.83	32.27%
其他应付款（合计）	16.73	10.92%	12.92	8.38%	10.46	6.91%
一年内到期的非流动负债	19.32	12.61%	28.66	18.58%	27.89	18.44%
其他流动负债	23.02	15.03%	9.03	5.85%	9.00	5.95%
非流动负债	89.94	58.72%	100.57	65.20%	102.47	67.73%
长期借款	65.44	42.72%	92.04	59.67%	88.99	58.82%
应付债券	15.00	9.79%	5.00	3.24%	10.00	6.61%
负债总额	153.17	100.00%	154.24	100.00%	151.30	100.00%

注：表中占比为占总负债比例
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

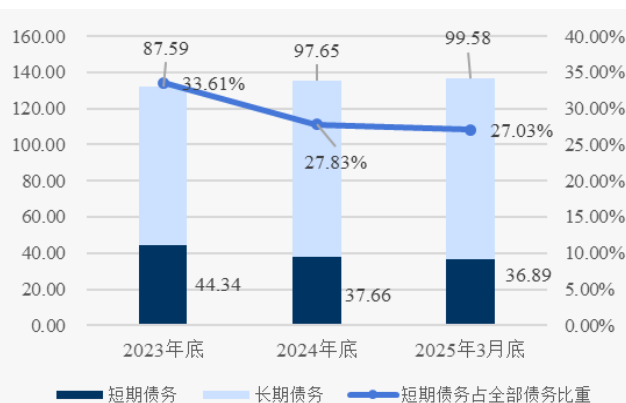
有息债务方面，截至 2024 年底，公司全部债务规模较上年底小幅增长 2.56%至 135.31 亿元，债务结构以长期债务为主，杠杆水平有所上升，公司整体债务负担较重。从债务构成看，截至 2024 年底，公司信用类债券占 11.34%、银行贷款占 76.20%，其余主要为股东借款。公司有息债务以银行借款为主，融资渠道较为稳定。截至 2025 年 3 月底，公司全部债务规模较上年底继续增长 0.86%，公司有息债务以长期借款为主，债务到期分布较为均衡。

图表 9 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

图表 10 • 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及提供资料整理

图表 11 • 截至 2025 年 3 月底公司有息债务期限结构（单位：亿元）

项目	2025 年 4—12 月以内	2026 年	2027 年	2028 年及以上	合计
银行借款	2.27	5.04	19.18	73.02	99.50
股东借款	16.00	--	--	--	16.00
融资租赁	0.04	0.05	0.04	--	0.12
债券	5.00	5.00	--	10.00	20.00
合计	23.31	10.09	19.21	83.02	135.62

注：上表中不包括利息费用支出
数据来源：公司财务报告，联合资信整理

2024 年，公司通处置子公司产生的投资收益规模较大，利润总额同比大幅增长。

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。2024 年，公司利润总额同比大幅增长，主要系公司处置子公司，投资收益大幅增长所致，期间费用同比变动不大。2024 年，公司投资收益占营业利润比重为 85.08%，对公司利润影响很大，其中处置子公司产生投资收益 6.82 亿元。盈利指标方面，2024 年，受投资收益增长及所得税费用冲抵影响，公司各盈利指标同比变动不大。

图表 12 • 公司盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	18.36	19.43	4.53
营业成本	9.12	10.46	2.57
期间费用	5.40	5.45	1.22
其中：管理费用	1.78	1.27	0.27
财务费用	3.62	4.18	0.95
投资收益	0.57	6.89	0.01
利润总额	2.88	8.08	0.27
营业利润率（%）	41.00	35.21	32.18
总资产收益率（%）	3.99	4.20	--
净资产收益率（%）	5.88	5.86	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年，公司经营现金流保持净流入状态；公司投资活动现金流净流出规模同比大幅缩窄；考虑公司在建物流园尚需一定规模投资，公司仍存在一定外部融资需求。

现金流方面，2024 年，公司经营活动现金流继续保持净流入态势，净流入规模同比变动不大。本期受开发支出减少及处置子公司收到现金增加的综合影响，公司投资活动现金净流出同比大幅下降。2024 年，公司筹资活动前现金流实现由负转正，考虑公

司在建物流园尚需一定规模投资，公司仍存在一定外部融资需求。同期，筹资活动净现金流同比转为净流出。考虑到当前的行业竞争压力及宏观经济变化，公司短期内大幅新增自营项目的可能性较小。未来随着经营现金流的持续流入及通过 REITs 实现资产盘活资产、回收现金，公司现金流有望继续改善。

图表 13 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	22.78	23.33	1.35
经营活动现金流出小计	10.76	11.31	3.90
经营活动现金流量净额	12.02	12.02	-2.55
投资活动现金流入小计	3.94	12.51	0.05
投资活动现金流出小计	38.85	19.87	3.18
投资活动现金流量净额	-34.91	-7.35	-3.13
筹资活动前现金流量净额	-22.89	4.67	-5.68
筹资活动现金流入小计	61.34	47.32	12.80
筹资活动现金流出小计	43.24	50.99	12.64
筹资活动现金流量净额	18.09	-3.68	0.16
现金收入比（%）	115.28	113.92	--

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一般，长期偿债指标表现较好。

受股东短期借款减少的影响，2024 年末公司流动比率与速动比率均较上年底有所提升，现金短期债务比有所提升。整体看，公司短期偿债指标表现一般。公司短期债务以股东借款为主，滚动续借压力不大。

2024 年，受 EBITDA 大幅增长的影响，EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度均大幅提升，长期偿债指标表现较好。公司投资性房地产采用成本法计量，由于在手项目出租率较高，整体减值风险较小。此外，公司权益规模充裕，对潜在资产减值的覆盖能力较强。

图表 14 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	21.40	26.62	26.08
	速动比率（%）	21.38	26.61	26.07
	经营现金流动负债比（%）	19.01	22.40	-5.22
	经营现金/短期债务（倍）	0.27	0.32	-0.07
	现金短期债务比（倍）	0.18	0.23	0.19
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	12.75	19.35	--
	全部债务/EBITDA（倍）	10.35	6.99	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.09	0.09	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.95	4.19	--
	经营现金/利息支出（倍）	2.78	2.60	--

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 2025 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。

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 2024 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，其中货币资金同比增长 82.04%至 5.64 亿元。公司本部负债以其他应付款和有息债务为主，截至 2024 年底，公司本部资产负债率为 52.46%，全部债务受借款增长的影响增加至 62.22 亿元，期末全部债务资本化比率为 41.49%，同比提升 5.96 个百分点。公司本部所有者权益为 87.76 亿元，同比变化不大。

2024 年，公司本部营业总收入规模不大，利润总额为 2.70 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-0.21 亿元，投资活动现金流量净额 1.61 亿元，筹资活动现金流量净额 1.11 亿元。

（六）ESG 方面

公司在环境、社会责任及公司治理方面均有显著实践与成果。

公司在环境方面积极践行绿色理念，推进全链条低碳转型。在清洁能源应用上，截至 2024 年底，公司分别在上海宝山、宁波余姚、佛山三水、天津滨港、苏州太仓落地 5 个分布式光伏项目，覆盖面积 19.35 万平方米，总装机容量 18.62MW，平均每年可发绿电 2047.65 万 KWh；园区电动叉车覆盖率达 98%，完成 19 个园区的充电改造工程，累计建成 155 台充电桩。在绿色运营实践中，推广高效节能的 LED 灯具，采用自然光带设计以减少照明能耗；实施雨水回收系统，截至 2024 年底，公司完成了苏州张家港、惠州仲恺、佛山南海、宁波余姚、漳州角美等 9 个园区的雨水回收系统改造，实现年均节约用水 20267 万吨、节约标准煤 2898 吨、碳排放减排约 2387 吨，二氧化碳减排约 8752 吨；同时推行垃圾分类，提升资源回收利用率。此外，不断进阶绿色建筑，截至 2024 年底，公司已完成 1 个园区银级 LEED 认证、11 个园区一级绿色仓库认证。此外，上海宝山宝湾、成都龙泉宝湾获得五星级仓库认证证书。2024 年，公司获得 LOG 低碳供应链物流“杰出贡献奖”、智慧物流奖 TOP50（综合物流服务）。

社会责任方面，公司积极践行社会责任，在员工关怀方面，构建多层次培训体系，2024 年员工平均培训时长 67.01 小时，推出多项定制化培养项目，劳动合同签订率、社保覆盖率、工会入会率均达 100%，员工流失率仅 8.88%。在社区公益与乡村振兴领域，宁波余姚光伏项目年收益助力 12 个村落扶贫，连续 3 年开展尊老活动，北京空港园区持续 8 年支持村庄发展，2024 年公益捐款总额 3.65 万元，员工志愿活动参与 65 人次，人均服务 2 小时。

公司治理方面，公司以党建为引领夯实公司治理根基，2024 年召开党总支委员会 17 次，研究决策重大事项 40 项，获南山集团“先进基层党组织”称号，开展党纪教育与反贪培训 8 次，160 人次参与，人均培训 7 小时，建立纪检举报机制与廉洁从业规范；依托南山控股 ESG 架构，识别环境、社会、治理层面 26 个核心议题，建立利益相关方沟通机制，将 ESG 理念融入战略规划；同时建立标准化供应商管理体系，通过资质审核、分级评估与动态管控，2024 年完成 400 余项设施整改，客户满意度达 99.14%，严格监督供应商环保、安全合规性，保障供应链可持续性。

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 2025 年 3 月底，南山集团合并资产总额 808.67 亿元，实收资本 18.00 亿元。2024 年，南山集团实现营业总收入 211.78 亿元，利润总额-10.05 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。2024 年 10 月招商局集团将南山集团纳入管理体系，对南山集团视同二级公司进行管理，后续公司作为南山集团的仓储物流核心业务的重要运营平台在业务协同方面有望获得招商局集团更大力度的支持。

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 2024 年底，公司向南山集团及其旗下财务公司借款余额 16.00 亿元；贷款利率范围为 3.00%~3.50%。

八、跟踪评级结论

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

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	8.14	8.73	7.03
应收账款（亿元）	1.29	1.07	1.48
其他应收款（亿元）	0.72	0.55	0.56
存货（亿元）	0.01	0.01	0.01
长期股权投资（亿元）	1.76	5.62	5.63
固定资产（亿元）	46.86	52.35	51.62
在建工程（亿元）	23.85	10.37	10.98
资产总额（亿元）	235.61	239.83	236.93
实收资本（亿元）	36.44	36.44	36.44
少数股东权益（亿元）	1.49	1.60	1.59
所有者权益（亿元）	82.44	85.58	85.64
短期债务（亿元）	44.34	37.66	36.89
长期债务（亿元）	87.59	97.65	99.58
全部债务（亿元）	131.94	135.31	136.47
营业总收入（亿元）	18.36	19.43	4.53
营业成本（亿元）	9.12	10.46	2.57
其他收益（亿元）	0.17	0.04	0.02
利润总额（亿元）	2.88	8.08	0.27
EBITDA（亿元）	12.75	19.35	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	21.17	22.13	0.75
经营活动现金流入小计（亿元）	22.78	23.33	1.35
经营活动现金流量净额（亿元）	12.02	12.02	-2.55
投资活动现金流量净额（亿元）	-34.91	-7.35	-3.13
筹资活动现金流量净额（亿元）	18.09	-3.68	0.16
财务指标			
销售债权周转次数（次）	12.31	15.39	--
存货周转次数（次）	607.18	1045.49	--
总资产周转次数（次）	0.08	0.08	--
现金收入比（%）	115.28	113.92	16.63
营业利润率（%）	41.00	35.21	32.18
总资本收益率（%）	3.99	4.20	--
净资产收益率（%）	5.88	5.86	--
长期债务资本化比率（%）	51.51	53.29	53.76
全部债务资本化比率（%）	61.54	61.26	61.44
资产负债率（%）	65.01	64.32	63.86
流动比率（%）	21.40	26.62	26.08
速动比率（%）	21.38	26.61	26.07
经营现金流动负债比（%）	19.01	22.40	--
现金短期债务比（倍）	0.18	0.23	0.19
EBITDA 利息倍数（倍）	2.95	4.19	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.35	6.99	--

注：1. 公司 2025 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和长期应付款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

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	3.10	5.64	2.99
应收账款（亿元）	0.44	0.48	0.54
其他应收款（亿元）	77.03	67.76	67.52
存货（亿元）	*	*	*
长期股权投资（亿元）	105.83	109.59	111.00
固定资产（亿元）	0.01	0.01	0.01
在建工程（亿元）	*	*	*
资产总额（亿元）	187.38	184.62	183.19
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）	87.13	87.76	87.58
短期债务（亿元）	17.64	20.52	20.23
长期债务（亿元）	30.37	41.70	41.39
全部债务（亿元）	48.02	62.22	61.62
营业总收入（亿元）	0.77	0.53	0.11
营业成本（亿元）	0.35	0.30	0.00
其他收益（亿元）	*	*	*
利润总额（亿元）	2.11	2.70	-0.18
EBITDA（亿元）	*	*	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.35	0.56	0.06
经营活动现金流入小计（亿元）	0.49	0.67	0.09
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.07	-0.21	-0.10
投资活动现金流量净额（亿元）	-5.36	1.61	0.06
筹资活动现金流量净额（亿元）	4.75	1.11	-2.60
财务指标			
销售债权周转次数（次）	3.48	1.14	--
存货周转次数（次）	*	*	--
总资产周转次数（次）	*	*	--
现金收入比（%）	45.05	106.25	54.65
营业利润率（%）	53.61	41.49	96.64
总资本收益率（%）	5.62	3.43	--
净资产收益率（%）	6.03	3.08	--
长期债务资本化比率（%）	25.85	32.21	32.09
全部债务资本化比率（%）	35.53	41.49	41.30
资产负债率（%）	53.50	52.46	52.19
流动比率（%）	128.16	133.95	131.04
速动比率（%）	128.16	133.95	131.04
经营现金流动负债比（%）	-0.11	-0.38	--
现金短期债务比（倍）	0.18	0.27	0.15
EBITDA 利息倍数（倍）	*	*	--
全部债务/EBITDA（倍）	*	*	--

注：1. 公司本部 2025 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；5. 公司本部折旧摊销数据未获取，相关指标无意义，用“*”表示

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持