

信用评级公告

联合〔2022〕11439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 2023 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 2023 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年十二月二十八日

宝湾物流控股有限公司

2023 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：每年付息，到期一次还本付息

募集资金用途：用于偿还发行人本部及子公司的金融机构借款

评级时间：2022 年 12 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V4.0.202208
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

本次评级模型打分表及结果：

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	F2	现金流	资产质量	6
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
		指示评级		
个体调整因素：--			--	
个体信用等级			aa ⁺	
外部支持调整因素： 股东实力强，对公司支持力度大			+2	
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

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“中国南山集团”）旗下仓储物流园区运营的核心平台，股东综合实力强，公司在园区运营经营和运营规模等方面竞争优势明显。随着公司园区规模迅速扩张，业务基本覆盖全国核心城市物流节点，公司园区整体运营良好，2019—2021 年，公司营业收入和经营活动净流入规模持续增长。2021 年，公司获得股东大额现金增资，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，公司部分园区出租率较低，利润规模较小，公司重资产属性下资产流动性弱，公司存在一定资金支出压力和融资需求等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

2021 年，公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力很强。

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

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据信用状况的综合评估，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. 股东背景实力强，对公司支持力度大。中国南山集团是以综合物流和房地产开发为核心主业的大型国有企业，公司作为其旗下物流业务核心运营主体，可得到股东大力支持。2021 年，公司引入战投并获得股东大额现金增资 35.00 亿元，有效提高其资本实力。

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

3. 公司经营状况良好，部分园区有一定增值空间。公司仓库整体出租情况较好，园区整体出租率水平较高，2019—2021 年，公司收入和经营活动现金流净流入规模均持续增长，公司投资性房地产按成本法计量，部分成熟园区有一定

分析师：赵 兮

李 香 庭

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

增值空间。

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

关注

1. 仓储物流行业竞争加剧，部分园区出租率较低，公司利润规模较小。近年来国际、国内资本加大对仓储物流业的布局，行业竞争加剧。公司部分区域仓库出租率较低（如天津、镇江和武汉等），2019—2021年，公司园区单位租金水平涨幅不大，综合毛利率逐年下降，利润规模较小。

2. 重资产属性下公司资产流动性弱，存在一定资本支出压力和外部融资需求。公司资产以非流动资产为主，截至2022年9月底公司非流动资产占期末总资产91.70%，在建项目尚需投资规模较大，未来存在一定资本支出压力和外部融资需求。2019—2021年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长32.30%。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
现金类资产(亿元)	7.62	11.83	23.32	11.88
资产总额(亿元)	120.42	157.32	206.32	206.24
所有者权益(亿元)	46.92	46.25	88.11	87.37
短期债务(亿元)	14.34	25.37	22.79	10.40
长期债务(亿元)	36.81	59.31	66.75	83.87
全部债务(亿元)	51.16	84.68	89.54	94.27
营业总收入(亿元)	9.64	11.80	14.72	12.50
利润总额(亿元)	1.01	13.14	1.01	0.78
EBITDA(亿元)	6.03	19.04	9.15	--
经营性净现金流(亿元)	5.75	7.85	10.86	10.59
营业利润率(%)	47.75	45.10	42.79	39.00
净资产收益率(%)	0.85	20.00	0.24	--
资产负债率(%)	61.03	70.60	57.29	57.64
全部债务资本化比率(%)	52.16	64.68	50.40	51.90
流动比率(%)	34.59	53.51	66.05	57.73
经营现金流动负债比(%)	16.50	22.50	23.58	--
现金短期债务比(倍)	0.53	0.47	1.02	1.14
EBITDA 利息倍数(倍)	2.63	5.86	2.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.48	4.45	9.79	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
资产总额(亿元)	84.93	134.96	170.34	171.82
所有者权益(亿元)	48.15	48.15	90.68	91.30
全部债务(亿元)	26.83	52.72	60.59	57.97
营业收入(亿元)	0.00	0.07	0.07	0.00
利润总额(亿元)	1.33	13.91	0.72	1.75
资产负债率(%)	43.31	64.32	46.77	46.86
全部债务资本化比率(%)	35.78	52.26	40.06	38.84
流动比率(%)	258.16	173.72	226.38	300.26
经营现金流动负债比(%)	-3.75	-1.98	-0.35	--

注：1. 公司及母公司 2022 年三季度财务报表未经审计，相关指标未经年化，公司财务数据均使用期末审定数；2. 公司合并层面其他流动负债、其他应付款和长期流动负债中的计息债务已计入有息债务，母公司债务未经调整；3. “--”代表计算无意义或未获取数据

资料来源：联合资信根据财务报告整理

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	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	阅读全文
AA ⁺	稳定	2020/05/13	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	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

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

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

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

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

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

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

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

宝湾物流控股有限公司

2023 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，初始注册资本15000.00万元。截至2022年9月底，公司注册资本36.44亿元，公司直接控股股东为深圳市新南山控股(集团)股份有限公司（以下简称“南山控股”，证券代码：002314.SZ），持股比例53.07%；间接控股股东为中国南山开发(集团)股份有限公司（以下简称“中国南山集团”），间接和直接持股比例合计51.85%，公司无实际控制人。

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

截至2022年9月底，公司合并资产总额206.24亿元，所有者权益87.37亿元（含少数股东权益1.84亿元）；2022年1—9月，公司营业总收入12.50亿元，利润总额0.78亿元。

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号中国南山集团赤湾总部大厦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，公司获准注册发行总金额为15.00亿元，拟分期发行。“宝湾物流控股有限公司2023年度第一期中期票据”（以下简称“本期中期票据”）为本额度内第三期发行，发行额度5.00亿元，发行期限为3年。偿还方式为按年付息，到期一次还本。

公司本期中期票据募集资金拟用于偿还发

行人本部及子公司的金融机构借款。

公司本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022年上半年，我国经济下行压力持续加大，党中央、国务院果断加大宏观政策实施力度，及时出台稳经济一揽子政策。三季度以来，对经济运行面临的一些突出矛盾和问题，党中央、国务院坚持稳中求进总基调，在落实好稳经济一揽子政策同时，再实施19项稳经济接续政策，同时多措并举稳外资、稳外贸，提振房地产市场信心。

经初步核算，2022年前三季度国内生产总值87.03万亿元，按不变价计算，同比增长3.00%，较上半年回升0.50个百分点。其中，受疫情冲击，二季度GDP当季同比增速（0.40%）较一季度（4.80%）明显下滑；三季度稳经济政策效果显现，GDP当季同比增速回升至3.90%。

生产端：农业生产形势较好，工业生产恢复快于服务业。2022年前三季度，第一产业增加值同比增长4.20%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长3.90%、2.30%，较上年同期两年平本期中期票据均增速（分别为5.59%、4.80%）回落幅度较大，受二季度疫情拖累明显。三季度，工业生产快速回升，而第三产业增加值增速较上年同期两年平均水平仍有一定差距，呈现出工业恢复快于服务业的特点。

需求端：消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资相对平稳，出口整体增长较快但出现边际回落迹象。消费方面，2022年前三季度社会消费品零售总额32.03万亿元，同比增长0.70%。其中，餐饮收入同比下降4.60%，受疫情影响较大。投资方面，2022年前三季度全

国固定资产投资（不含农户）42.14 万亿元，同比增长 5.90%，整体保持平稳增长。其中，房地产开发投资增速持续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处于高位，医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。

外贸方面，出口整体增长较快，但 8 月和 9 月当月同比增速均出现大幅回落。2022 年前三季度中国货物进出口总额 4.75 万亿美元，同比增长 8.70%。其中，出口 2.70 万亿美元，同比增长 12.50%；进口 2.05 万亿美元，同比增长 4.10%；贸易顺差 6451.53 亿美元。

表 1 2021 三季度至 2022 年三季度中国主要经济数据

项目	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度	2022 年 二季度	2022 年 三季度
GDP 总额（万亿元）	28.99	32.42	27.02	29.25	30.76
GDP 增速（%）	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80	0.40	3.90
规模以上工业增加值增速（%）	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50	3.40	3.90
固定资产投资增速（%）	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30	6.10	5.90
房地产投资（%）	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70	-5.40	-8.00
基建投资（%）	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50	7.10	8.60
制造业投资（%）	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60	10.40	10.10
社会消费品零售（%）	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27	-0.70	0.70
出口增速（%）	32.88	29.87	15.80	14.20	12.50
进口增速（%）	32.52	30.04	9.60	5.70	4.10
CPI 涨幅（%）	0.60	0.90	1.10	1.70	2.00
PPI 涨幅（%）	6.70	8.10	8.70	7.70	5.90
社融存量增速（%）	11.00	10.00	10.30	10.60	10.60
一般公共预算收入增速（%）	21.80	16.30	10.70	8.60	-6.60
一般公共预算支出增速（%）	4.50	2.30	0.30	8.30	6.20
城镇调查失业率（%）	5.00	4.90	5.10	5.80	5.40
全国居民人均可支配收入增速（%）	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10	3.20

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速为期末值；5.城镇调查失业率为季度均值；6.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；7.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

CPI 各月同比走势前低后高，PPI 各月同比涨幅持续回落。2022 年前三季度，CPI 累计同比增长 2.00%，各月同比增速整体呈温和上行态势。分项看，食品价格同比有所上涨，汽油、柴油、居民用煤等能源价格涨幅较大。前三季度，PPI 累计同比增长 5.90%，受上年同期基数走高影响，各月同比增速持续回落。输入性价格传导压力有所减轻，三季度油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较上半年有所回落。第三季度 PPI-CPI 剪刀差由正转负，价格上涨由上游逐步向下游传导，中下游企业成本端压力有所缓解，盈利情况有望改善。

社融规模显著扩张，政府债券净融资和信贷是主要支撑因素。2022 年前三季度，新增社融规模 27.77 万亿元，同比多增 3.01 万亿元；9 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较 6

月末低 0.20 个百分点。分项看，2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资、社融口径人民币贷款同比分别多增 1.50 万亿元、1.06 万亿元，是社融总量扩张的主要支撑因素；表外融资方面，受益于金融监管政策边际松动，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票亦对新增社融规模形成一定支撑。

财政“减收增支”，稳经济、保民生效应愈加显现。2022 年前三季度，全国一般公共预算收入 15.32 万亿元，按自然口径计算同比下降 6.60%，扣除留抵退税因素后，增长 4.10%。支出方面，2022 年前三季度全国一般公共预算支出 19.04 万亿元，同比增长 6.20%。民生等重点领域支出得到有力保障，科学技术、社会保障和就业、卫生健康及交通运输等领域支出保持较快增长。

稳就业压力仍然较大，居民消费水平有所恢复。受疫情冲击，2022 年二季度城镇调查失业率均值上升至 5.83%，三季度失业率均值较二季度有所下降，但仍高于上年同期水平，稳就业压力较大。2022 年前三季度，全国居民人均可支配收入 2.77 万元，实际同比增长 3.20%；全国居民人均消费支出 1.79 万元，实际同比增长 1.50%。上半年居民收入和消费支出受疫情影响较大，三季度以来居民收入增速回升，消费水平恢复较慢。

2. 宏观政策和经济前瞻

继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。2022 年 9 月 28 日，稳经济大盘四季度工作推进会议召开，强调围绕重点工作狠抓政策落实，继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，注重用好政策性开发性金融工具和专项再贷款、财政贴息等政策。同时，依法依规提前下达明年专项债部分限额。支持刚性和改善性住房需求，实施好“保交楼”政策。做好物流“保通保畅”。保障煤炭、电力等能源稳定供应。各地要结合实际加大政策落实和配套力度，确保项目建设工程质量。经济大省要发挥稳经济挑大梁作用。上述政策举措的全面落地、充分显效，可为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。

四季度经济有望继续修复，但仍面临较大压力。2022 年三季度，工业生产、基建和制造业投资对经济增长形成支撑，汽车消费、重点群体失业率等结构性分项指标向好也体现了一系列稳增长政策的效果。在稳增长政策的推进下，基建和制造业投资仍有一定韧性，可为经济增长提供支撑，四季度经济有望继续修复。另一方面，当前疫情仍呈多发、散发态势，对居民出行活动以及消费意愿的抑制作用持续存在，服务业恢复基础仍需巩固，消费或将继续低位修复，叠加出口边际回落、房地产投资低迷，经济增长仍面临较大压力。

四、物流行业分析

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

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

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

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

从社会物流总额结构看，物流需求结构随经济结构调整、产业升级同步变化。工业物流总体稳中有进，国际进口物流下行压力较大，民生消费物流保持平稳增长。产业升级带来的高技术制造物流需求发展趋势向好，引领带动作用增强。

工业制造物流方面，创新动能有效增强，工业制造物流需求较快增长。全年工业物流需求总体保持较快增长。2021 年工业品物流总额同比增长 9.6%，增速比上年加快 6.8 个百分点；两年平均增长 6.1%，增速接近疫情前水

平。其中制造业中出口相关以及高新制造业物流需求发展较好，全年装备制造业、高技术制造业物流需求比上年增长 12.9%、18.2%，增速高于全部工业平均水平 3.3、8.6 个百分点，是工业物流恢复的主要拉动力。

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

物流企业竞争力提升，行业集中度提高。

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

物流政策环境良好，产业地位稳中有升。

2021 年是“十四五”规划的开局之年，党中央、国务院高度重视构建现代物流体系，物流产业地位稳中有升。交通部、发改委、商务部、农业农村部等多部委针对我国物流产业的发展规划、体系构建、组织管理、服务标准等多个方面密集出台了一系列政策，为我国物流产业健康发展提供了坚实的政策保障。

党中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，提出到 2035 年要建成“全球

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

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年 9 月底，公司注册资本 36.44 亿元，公司直接控股股东为南山控股（持股比例为 53.07%），间接控股股东为中国南山集团（间接和直接持股比例合计 51.85%），公司无实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

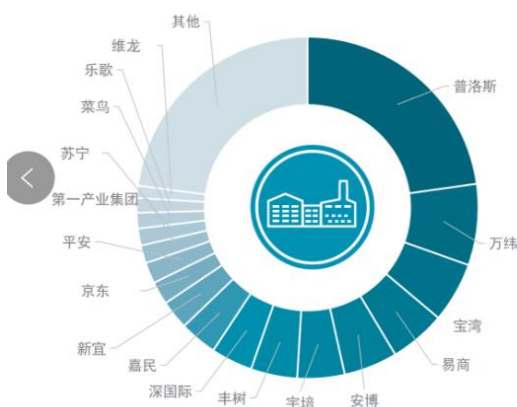
公司在仓储物流行业内竞争优势较明显，物流园区运营规模大。

公司自 2003 年进入物流园区行业，凭借多年经营石油后勤服务基地的丰富经验快速发展，在国内物流园区开发商和运营商中均位居

前列，在行业内具有一定的品牌知名度。

公司仓储业务基本覆盖全国一、二线城市的核心物流节点，包括北京、上海和广州一线城市和天津、南京、长沙、武汉和成都等核心二线城市，公司在仓储物流行业内竞争优势较明显，物流园区运营规模大，根据戴德梁行发布的中国物流行业报告显示，公司在2022年第一季度内地物流地产运营商存量排名中位居第三。截至2022年9月底，公司物流运营园区共75个，物流园区可租面积513.80万平方米。

图1 2022年第二季度内地物流地产运营商存量占比图



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

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至2022年12月20日，公司未结清和已结清信贷信息中均无不良和关注类信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2022年12月20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

公司治理结构较完善，董事会和监事会能够独立运作，整体治理运行情况良好。

公司设董事会，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，监事由股东委派的代表和职工代表组成，任期为三年。

公司实行董事会领导下的总经理负责制度，经营管理机构设总经理1人。

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。子公司银行账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。银行账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、重大事项

2021年，公司引入战投并获得大额现金增资，有效提高其资本实力。

2021年6月28日，南山控股召开第六届董事会第九次会议，审议沟通《关于子公司公开挂牌增资扩股引入投资者的议案》，公司拟通过公开挂牌方式增资扩股引入投资者，增资的股权比例不超过33%，增资金额最终按挂牌成交价确定¹。

2021年8月24日，公司收到杭州萧山平安基石贰号股权投资有限公司（以下简称“基石贰号基金”）的投资意向，2021年8月27日，南山控股、中国南山集团、公司和基石贰号基金共同签署相关增资协议，基石贰号基金以现金形式分两次向公司增资35.00亿元，其中注册资本和实收资本增加11.44亿元，计入资本公积23.56亿元，《增资协议补充协议》中规定了公司业绩承诺及优先分红权、转让限制权和基石贰号基金的优先认购权，并对公司治理结构进行重新安排，董事会7人中，南山控股、中国南山集团和基石贰号基金委派董事人数分别为4人、1人和2人，并对部分重大事项约定一致通过流程。此外，协议还约定了退出方式，基石贰号基金有权按照约定的特殊事项退出或行

驶其他权利²。目前公司已收到全部增资款。

表2 增资完成后公司注册资本和股权比例情况

（单位：万元、%）

股东简称	认缴出资额	增资后持股比例	出资方式
南山控股	193400.00	53.07	货币
中国南山集团	56600.00	15.53	货币
基石贰号基金	114400.00	31.40	货币
合计	364400.00	100.00	货币

资料来源：公司提供

八、经营分析

1. 经营概况

公司业务以物流园堆存（仓储）为主。

2019—2021年，公司营业总收入持续增长，但综合毛利率逐年下降。2022年1—9月，公司营业总收入规模同比有所增长，综合毛利率有所下降。

公司运营的物流园区主要为公司自持自建项目，以代管项目和表外项目为辅，土地获取方式主要包括招拍挂和收购等方式，物流园区提供的服务内容主要包括仓储服务、办公楼、宿舍、库内管理、库内操作等相关增值服务，公司一般采用按月、按季预收或按月实收的方式收取管理费。2019—2021年，公司营业收入持续增长，年均复合增长23.56%，综合毛利率由56.69%持续下降至51.32%。

公司主营业务突出，2019—2021年，公司堆存（仓储）业务收入占营业总收入比重高于74.83%，公司营业总收入和毛利率水平受堆存（仓储）业务影响较大。

从收入细分板块看，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，2019—2021年公司堆存（仓储）业务收入逐年增长，平均复合增长19.48%，其中，2021年公司堆存（仓储）业务收入同比增长24.55%。随着客户对配套辅助业务需求的增加，2019—2021年，公司运输业务和办公租赁及代理业务收入持续增长，平均复

¹ 具体内容详见公司于2021年6月29日再《证券时报》及巨潮资讯网披露的《关于子公司公开挂牌增资扩股引入投资者的公告》。

² 具体内容详见公司于2021年8月31日发布的《深圳市新南山控股(集团)股份有限公司关于子公司公开挂牌增资扩股引入投资者的进展公告》。

合增长率分别为 107.61%和 22.17%，其中，2021 年公司运输业务收入和办公租赁业务及代理业务收入同比分别增长 64.57%和 33.18%。其他业务收入规模较小，影响不大。

从综合毛利率细分板块看，2019—2021 年，公司堆存（仓储）业务毛利率持续下降，公司新投入物流园运营规模较大目前处于招租和试运营阶段，以及对投资性房地产采用

成本法进行后续计量其折旧计入相关成本等综合因素，其中 2021 年堆存（仓储）业务毛利率下滑 3.51 个百分点；公司运输业务和装卸业务属于配套辅助业务，毛利率水平低，运输业务毛利率小幅提升，办公租赁业务及代理业务毛利率下降 3.95 个百分点；其他业务收入规模较小，影响不大。

表 3 公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年			2022 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	8.07	83.70	63.97	9.25	78.36	62.72	11.52	78.27	59.21	9.83	78.76	56.34
运输业务	0.48	4.99	0.12	1.25	10.59	2.76	1.30	8.83	3.37	0.95	7.64	4.14
办公租赁及代理业务	0.84	8.72	39.74	1.00	8.44	41.96	1.49	10.10	38.01	1.33	10.64	28.52
装卸业务	0.23	2.43	-18.14	0.18	1.56	-14.03	0.24	1.63	-8.27	0.26	2.09	-
其他业务	0.02	0.16	76.72	0.12	1.06	65.70	0.17	1.17	83.66	0.11	0.86	80.59
合计	9.64	100.00	56.69	11.80	100.00	53.46	14.72	100.00	51.32	12.48	100.00	48.07

资料来源：公司提供

2022 年 1—9 月，公司营业收入同比增长 18.08%，综合毛利率较上年同期减少 5.17 个百分点，主要系公司运营规模不断增长导致营业成本中折旧摊销等固定成本增加摊薄利润所致。

2. 物流园区情况

（1）园区开发建设情况

2019—2021 年，公司新投运园区面积和期末园区运营规模均持续较快增长；公司目前园区整体出租率水平较高，客户质量较好且集中度较低。但部分物流园区出租率较低，园区单位租金水平提升不大。

表 4 公司物流园区运营情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
新投运园区数量（个）	5	11	11	5
新投运园区可租面积（万平方米）	26.50	104.88	111.56	26.86
园区期末可租面积（万平方米）	270.50	375.38	486.94	513.80
园区整体出租率	91.65%	92.70%	94.50%	87.10%
园区整体单位租金水平（元/平方米·月）	29.19	29.50	29.60	30.90

注：2020 年、2021 年及 2022 年三季度公司期末可租面积包括表外项目面积 24.90 万平方米

资料来源：公司提供

2019—2021 年，公司新投运园区面积和园区期末总运营规模均持续较快增长，年均复合增长率分别为 105.18%和 34.17%。2022 年 1—9 月，公司新投运园区规模有所减少，截至 2022 年 9 月底，公司园区可租面积较 2021 年底增长 5.52%至 513.80 万平方米，新投入园区主要布局于漳州市、西安市、杭州市和重庆市。截至 2022 年 9 月底，公司物流园区运营情况详见附件 1-4。

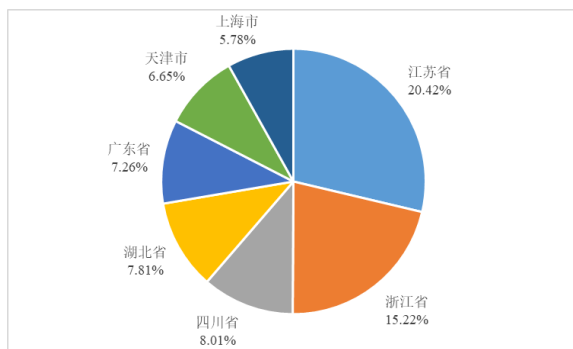
从出租率看，2019—2021 年末，公司出租率有所波动但维持在较高水平。截至 2021 年底，公司物流园区整体出租率水平较高，除租期到期以及受疫情影响等原因导致部分园区出租率下滑外，江苏镇江新区宝湾出租率处于较低水平，主要系园区所处区域的市场情况较差所致，武汉汉南宝湾、武汉青山宝湾和武汉东西湖宝湾出租率较低，武汉区域市场短时间新增仓库集中供量较大致业内竞争激烈，加之疫情影响所致。截至 2022 年 9 月底，公司园区出租率下滑 7.40 个百分点至 87.10%，其中，长沙望城宝湾、鄂州葛店宝湾和西安空港宝湾出租率明显下滑主要系部分客户业务调整提前退租，导致

出租率下滑，同时受疫情因素影响市场情绪致新客户引入进程延后所致。

从单位租金水平看，2019—2021年，公司园区单位租金水平逐年稳定增长但增幅较小，年均复合增长0.70%。

从可租面积看，2019—2021年，公司可租面积持续较快增长，截至2022年9月底，公司物流园区可租面积同比增长5.52%至513.80万平方米，主要物流园省域分布情况详见下图。

图2 截至2022年9月底公司主要物流园可租面积省域分布情况



资料来源：根据公司提供资料整理

从客户群体看，公司客户群体主要包括第三方物流企业、电子商务企业、商贸零售企业和制造业企业等。2021年，公司前五大客户收入占比16.81%，客户较分散、集中风险低。

表5 2021年公司前五位客户情况

客户	收入 (万元)	占比 (%)
苏州交运物流有限公司	7587.49	5.15
利丰供应链管理(中国)有限公司	4902.05	3.33
广州顺丰速运有限公司	4564.19	3.10
武汉屈臣氏个人用品商店有限公司	3920.23	2.66
芜湖安得智联科技有限公司	3777.02	2.57
合计	24750.97	16.81

资料来源：公司提供

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

（2）园区运营情况

公司在建项目整体布局较好，截至2022

年9月底，公司待建园区所需资金规模较大且开发周期较长，面临一定资本支出压力。

截至2022年9月底，公司主要在建项目计划总投资金额51.03亿元，尚需投入资金20.31亿元，考虑到物流园前期建设投入资金较大且收益回收期较长，公司面临一定资本支出压力。公司主要在建项目布局于长三角区域（上海市、浙江省和江苏省）、广东省和西南区域（重庆市和四川省），公司在建项目整体布局较好。截至2022年9月底，公司主要在建项目情况详见附件1-5。

表6 公司物流园区开发建设情况

项目	2019年	2020年	2021年	2022年9月
期末在建物流园数量(个)	14	14	17	9
期末在建物流园建筑面积(万平方米)	176.27	129.32	224.78	150.19

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司未来发展规划比较明确。

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

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019—2021年度财务报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2022年1—9月财务报表未经审计。

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

截至2022年9月底，公司合并资产总额206.24亿元，所有者权益87.37亿元（含少数股东权益1.84亿元）；2022年1—9月，公司营业总收入12.50亿元，利润总额0.78亿元。

2. 资产质量

随着公司加大投资建设力度，2019—2021年末，公司资产规模持续增长，部分成熟物流园具备一定增值空间，资产受限比例尚可，资产流动性弱。

2019—2021年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长30.89%。截至2021年底，公司合并资产总额较上年底增长30.76%，资产以非流动资产为主。

表8 2019—2022年9月末公司资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019年末		2020年末		2021年末		2022年9月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.55	6.27	11.78	7.48	23.24	11.26	11.88	5.76
流动资产	12.05	10.01	18.68	11.87	30.42	14.75	17.11	8.30
投资性房地产	26.14	21.71	38.78	24.65	53.58	25.97	62.82	30.46
固定资产	18.60	15.45	20.61	13.10	31.45	15.24	36.21	17.56
在建工程	23.14	19.22	32.29	20.52	30.49	14.78	29.50	14.31
无形资产	38.04	31.59	41.32	26.27	47.20	22.88	54.68	26.51
非流动资产	108.37	89.99	138.65	88.13	175.89	85.25	189.13	91.70
资产总额	120.42	100.00	157.32	100.00	206.32	100.00	206.24	100.00

注：占比为占总资产的比例

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2019—2021年末，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长58.90%。截至2021年底，流动资产较上年底增长60.13%，流动资产主要由货币资金构成。

2019—2021年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长75.43%。截至2021年底，公司货币资金较上年底增长97.26%，主要系公司本年度获得股东现金增资所致，公司货币资金中银行存款占95.27%。

2019—2021年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长27.40%。截至2021年底，公司非流动资产较上年底增长26.74%，非流动资产主要由投资性房地产、固定资产、在建工程和无形资产构成。

公司投资性房地产采用成本模式进行后续计量，部分成熟物流园具有一定升值空间。2019—2021年末，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长43.16%。截至2021年底，随着公司园区经营规模的不断扩大，投资性房地产较上年底增长38.18%，累计折旧7.06亿元。

2019—2021年末，随着公司经营规模的不断扩大，公司固定资产持续增长，年均复合增长30.01%。截至2021年底，公司固定资产较上年底增长51.86%，累计计提折旧4.94亿元，固定资产成新率为82.83%，公司固定资产中房屋及建筑物占92.75%。

2019—2021年末，公司在建工程波动增长，年均复合增长14.80%。截至2021年底，公司在建工程较上年底下降5.56%。在建工程情况详见经营分析。

2019—2021年末，公司无形资产持续增长，年均复合增长11.39%。截至2021年底，公司无形资产较上年底增长14.12%，主要系收购子公司相应资产增加所致，其中土地使用权占99.64%，累计摊销5.32亿元，无形资产受限比例为26.42%，受限程度略高。

截至2022年9月底，公司所有权受到限制的资产合计32.69亿元，占期末总资产比例为15.85%，公司资产受限程度较轻。

表9 截至2022年9月底公司资产受限情况
(单位: 亿元)

资产名称	受限金额	受限原因
货币资金	1.01	农民工工资保证金、质押保证金及监管资金
固定资产	7.61	借款抵押
投资性房地产	12.10	借款抵押
无形资产	11.96	借款质押
合计	32.69	--

注: 尾差系四舍五入所致
资料来源: 公司财务报告

截至2022年9月底, 公司合并资产总额206.23亿元, 资产规模和结构较上年底变动不大。其中, 公司货币资金较上年底下降48.88%至11.88亿元, 主要系公司融资规模有所下降所致。

3. 资本结构

2019—2021年末, 公司所有者权益波动增长。2021年8月, 公司获得股东现金增资, 所有者权益规模和资本实力提升, 公司权益稳定性较强。

2019—2021年末, 公司所有者权益波动增长, 年均复合增长37.03%。截至2021年底, 公司所有者权益较上年底增长88.87%至88.11亿元, 其中, 归属于母公司所有者权益占97.83%, 少数股东权益占2.17%。所有者权益主要由实收资本(占41.36%)、资本公积(占35.76%)和未分配利润(占10.56%)构成, 权益稳定性较强。

截至2022年9月底, 公司所有者权益87.37亿元, 所有者权益规模和结构较上年底变动不大。

(2) 负债

随着公司加大投资建设力度, 2019—2021年末, 公司负债和债务规模均持续快速增长, 公司整体债务负担尚可。

2019—2021年末, 公司负债规模持续增长, 年均复合增长26.82%。截至2021年底, 公司负债总额较上年底增长6.37%, 负债以非流动负债为主。

表10 2019—2022年9月末公司负债构成情况(单位: 亿元、%)

科目	2019年末		2020年末		2021年末		2022年9月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	19.38	26.37	19.34	17.41	21.41	18.11	16.79	14.12
一年内到期的非流动负债	3.68	5.00	2.94	2.65	21.16	17.90	29.63	24.93
流动负债	34.83	47.39	34.90	31.42	46.06	38.97	55.77	46.92
长期借款	13.70	18.64	29.30	26.38	48.41	40.95	28.04	23.59
应付债券	16.95	23.06	30.01	27.02	18.09	15.30	89.23	75.07
非流动负债	38.66	52.61	76.17	68.58	72.14	61.03	118.87	100.00
负债总额	73.50	100.00	111.08	100.00	118.20	100.00	167.9	14.12

注: 占比为占总负债的比例

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

2019—2021年末, 公司流动负债持续增长, 年均复合增长14.99%。截至2021年底, 公司流动负债较上年底增长31.78%, 流动负债主要由其他应付款(合计)和一年内到期的非流动负债构成。

2019—2021年末, 公司其他应付款(合计)持续增长, 年均复合增长5.09%。截至2021年底, 公司其他应付款较上年底增长10.39%, 主要系应付工程款增加所致, 公司其他应付款中应付工程款占79.78%。

2019—2021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139.92%。截至2021年底, 公司一年内到期的非流动负债较上年底增长620.01%, 主要系应付债券重分类所致, 公司同期应付债券较上年底下降39.73%。

2019—2021年末, 公司非流动负债波动增长, 年均复合增长36.60%。截至2021年底, 公司非流动负债较上年底下降5.29%, 非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。

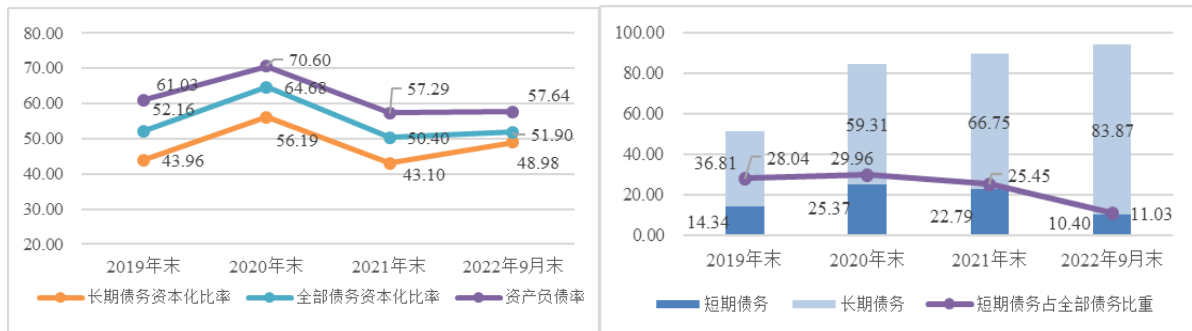
2019—2021年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长87.99%。截至2021年底，公司长期借款较上年底增长65.23%，其中信用借款占36.82%；长期借款利率范围为4.00%至5.64%。

2019—2021年末，公司应付债券波动增长，年均复合增长3.31%。截至2021年底，公司应付债券较上年底下降39.73%，主要系应付债券重分类至一年内到期的非流动负债所致。

有息债务方面，本报告将其他应付款、其他流动负债和其他非流动负债中计息部分调入

有息债务。2019—2021年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长32.30%，公司主要债务指标均波动下降，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率三年加权平均值分别为62.03%、55.04%和47.20%。截至2021年底，公司全部债务较上年底增长5.74%至89.54亿元，债务结构以长期债务（占74.55%）为主，截至2021年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为57.29%、50.40%和43.10%。整体看，公司债务负担可控。

图3 公司债务及相关指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2022年9月底，公司负债总额118.87亿元，负债规模和结构较上年底无重大变动。截至2022年9月底，公司全部债务较上年底增长5.28%至94.27亿元，债务期限结构以长期债务（占88.97%）为主。从债务指标来看，截至2022年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所提升。

4. 盈利能力

2019—2021年，公司营业总收入规模不断增长，但利润规模较小。其中，2020年公司投资收益对利润有一定影响但无可持续性。2022年1—9月，公司营业总收入和利润规模同比有所增长。

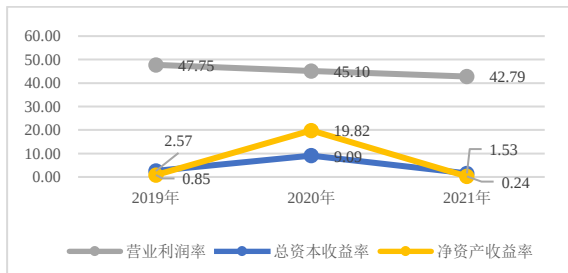
2019—2021年，公司营业总收入和毛利率等情况详见经营分析部分。2019—2021年，随着公司物流园区等固定资产折旧，营业成本持续增长，年均复合增长31.00%。2022年1—9月，公司营业总收入同比增长18.08%至12.50亿元，净利润同比增长28.01%至0.36亿元。

2019—2021年，公司费用总额持续增长，年均复合增长23.06%。2021年，公司费用总额同比增长20.87%至5.60亿元，期间费用以财务费用（占64.45%）和管理费用（占35.33%）为主。其中，随着公司债务规模不断增长，公司财务费用同比增长36.79%至3.61亿元。2021年，公司期间费用率同比下降1.21个百分点至38.06%，公司费用控制能力有待提升。2022年1—9月，公司期间费用同比增长1.52%至4.25亿元，其中财务费用占57.56%，管理费用占42.44%。

2019年和2021年，公司非经营性损益对利润影响不大。2020年，公司投资收益12.50亿元，主要系公司通过发行资产证券化产品（股权性质）方式转让2家子公司产生的溢价所致。

从盈利指标看，2019—2021年，公司营业利润率持续下滑，总资本收益率和净资产收益率波动下降。整体看，公司利润规模较小。

图 4 公司盈利能力相关指标变化情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5. 现金流

2019—2021年，公司经营活动现金净流入规模持续增长，但投资活动现金净流出规模较大。考虑到公司存在一定资本支出压力和公司资产流动性偏弱等情况，公司对外存在一定筹资需求。

表 11 2019—2021 年及 2022 年 1—9 月公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
销售商品、提供劳务收到的现金	10.12	12.24	15.62	12.51
经营活动现金流入小计	11.24	14.64	18.66	17.63
购买商品、接受劳务支付的现金	1.81	2.78	3.37	3.02
经营活动现金流出小计	5.50	6.79	7.80	7.04
经营活动现金流量净额	5.75	7.85	10.86	10.59
投资活动现金流入小计	0.01	17.89	0.19	1.29
投资活动现金流出小计	21.06	42.42	36.86	24.25
投资活动现金流量净额	-21.05	-24.53	-36.67	-22.95
筹资活动前现金流量净额	-15.31	-16.67	-25.81	-12.36
筹资活动现金流入小计	41.96	89.20	79.54	46.75
筹资活动现金流出小计	30.37	69.85	40.40	45.78
筹资活动现金流量净额	11.59	19.35	39.14	0.97

注：公司经营活动现金流入中销售商品、提供劳务收到的现金含收到租金现金
资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，随着公司物流园区运营规模迅速扩张致租金收入不断增加，2019—2021年，公司经营活动现金流入量持续增长，年均复合增长28.82%；随着公司物流园土地购买支出和园区建设投入规模增加，公司经营活动现金流出持续增长，年均复合增长19.10%。综上，2019—2021年，公司经营活动现金净流入规模持续增长，年均复合增长37.48%。2021年，公司现金收入比同比提高2.35个百分点至106.08%，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2019—2021年，公司投资活动现金流入量波动增长，年均复合增长341.03%，其中，2020年公司投资性活动流入量规模较大主要系公司本期处置广州和明江两个资产证券化项目子公司所致；随着公司获取购建项目支出波动，公司投资活动现金流出量波动增长，年均复合增长32.29%。综上，2019—2021年，公司投资活动现金净流出规模持续

增长，年均复合增长31.97%。

2019—2021年，公司筹资活动前现金流净流出规模逐年增长，经营活动持续无法覆盖投资活动现金流，考虑公司在建工程尚需投资规模较大等，公司存在一定对外融资需求。

从筹资活动来看，2019—2021年，公司筹资活动现金流入量波动增长，年均复合增长37.69%，主要系公司获得股东增资和获得借款增加等综合因素所致；2019—2021年，随着公司偿还债务规模波动，筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长15.34%。综上，2019—2021年，公司筹资活动现金净流入规模持续增长，年均复合增长83.77%。

2022年1—9月，公司经营活动现金流持续净流入10.59亿元；投资活动现金流持续净流出22.95亿元，筹资活动前现金流持续净流出，筹资活动净流入0.97亿元。

6. 偿债指标

2021年，公司引入战投并获得大额现金增资，偿债指标有所提升，目前公司长短期偿债指标表现尚可。考虑到公司园区运营良好、融资渠道较畅通和股东支持等因素，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，2019—2021年末，公司流动比率和速动比率持续增长，现金类资产/短期债务波动上升，公司流动资产对流动负债的保障程度偏弱，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债指标表现尚可。公司获得的现金增资对短期偿债能力有明显提升作用，截至2022年9月底，公司现

金短期债务比提升至1.14倍。

从长期偿债指标看，2019—2021年，公司EBITDA波动较大。其中，2021年，公司EBITDA同比下降51.96%，主要由折旧（占35.64%）、摊销（占11.69%）、计入财务费用的利息支出（占41.59%）和利润总额（占11.08%）构成，公司EBITDA/利息支出明显下滑，但EBITDA对利息的覆盖程度仍属较高；公司全部债务/EBITDA增幅大，EBITDA对全部债务的覆盖程度弱。整体看，公司长期债务偿债指标表现尚可。

表 12 公司偿债指标情况

项目	项目	2019年	2020年	2021年	2022年9月
短期偿债指标	流动比率（%）	34.59	53.51	66.05	57.73
	速动比率（%）	34.54	53.47	66.00	57.68
	经营现金/流动负债（%）	16.50	22.50	23.58	35.74
	经营现金/短期债务（倍）	0.40	0.31	0.48	1.02
	现金类资产/短期债务（倍）	0.53	0.47	1.02	1.14
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	6.03	19.04	9.15	--
	全部债务/EBITDA（倍）	8.48	4.45	9.79	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.11	0.09	0.12	--
	EBITDA/利息支出（倍）	2.63	5.86	2.07	--
	经营现金/利息支出（倍）	2.50	2.42	2.46	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2022年9月底，公司无对外担保、无重大未决诉讼。

截至2022年9月底，公司共计获得银行授信额度157.10亿元，剩余可使用额度100.12亿元。

7. 母公司财务分析

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

2019—2021年末，母公司资产总额持续增长，年均复合增长41.62%。截至2021年底，母公司资产总额较上年底增长26.22%至170.34亿元。其中，流动资产占47.79%，非流动资产占52.21%。从构成看，流动资产主要由货币资金（占25.09%）和其他应收款（合计）（占73.77%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占88.87%）和其他非流动资产（占

10.02%）构成。截至2021年底，母公司货币资金为20.43亿元。

2019—2021年末，母公司负债波动增长，年均复合增长47.17%。截至2021年底，母公司负债总额较上年底下降8.23%至79.66亿元。其中，流动负债占45.14%，非流动负债占54.86%。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占44.76%）和一年内到期的非流动负债（占50.82%）构成；非流动负债主要由长期借款（占50.40%）、应付债券（占42.98%）和递延所得税负债（占6.61%）构成。

2019—2021年末，母公司所有者权益持续增长，年均复合增长37.23%。截至2021年底，母公司所有者权益较上年底增长88.31%至90.68亿元。母公司所有者权益主要由实收资本（占40.19%）、资本公积（占34.67%）和未分配利润（占15.30%）构成，所有者权益稳定性较好。截至2021年底，母公司全部债务

60.59 亿元，其中，短期债务为 19.78 亿元，资产负债率为 46.77%，全部债务资本化比率 40.06%，母公司债务负担尚可。

2019—2021 年，母公司营业总收入持续增长，年均复合增长 767.94%；利润总额波动下降，年均复合下降 26.33%；投资收益波动增长，年均复合增长 1.11%。2021 年，母公司营业收入 0.07 亿元，投资收益 1.59 亿元，利润总额 0.72 亿元。

2019—2021 年，母公司经营活动和投资活动现金流均持续净流出，筹资活动前现金流持续净流出且规模较大，母公司外部融资需求很大。

截至 2022 年 9 月底，母公司合并资产总额 206.24 亿元，所有者权益总额 87.37 亿元；2022 年 1—9 月，母公司营业总收入 12.50 亿元，利润总额 0.78 亿元。2022 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 -0.21 亿元、-8.72 亿元和 -7.03 亿元。

十、外部支持

中国南山集团背景实力强，公司是中国南山集团仓储物流业务核心运营平台。

中国南山集团成立于 1982 年，因应国家南海石油开发战略而生，是中国第一家股份制企业，现已发展成一家以综合物流、房地产开发和制造业务为主业的综合性大型企业集团。截至 2022 年 9 月底，中国南山集团注册资本 18.00 亿元人民币，第一大股东为招商局（南山）控股有限公司（实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会），第二大股东及第三大股东分别为深圳市投资控股有限公司和广东省环保集团有限公司（实际控制人分别为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会和广东省人民政府）。公司控股股东作为中国南山集团旗下主要的上市平台，涉及综合物流、产城综合开发、金融服务和资产管理等产业领域，业务覆盖国内 30 多个重点城市，客户遍布全球。公司是中国南山集团仓储物流业务核心运营平台，截至 2022

年 9 月底，股东为公司提供融资担保 21.11 亿元。

十一、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；公司现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障能力很强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

按公司本期中期票据基础发行规模 5.00 亿元测算，本期中期票据分别占 2022 年 9 月底公司长期债务和全部债务的 5.96% 和 5.30%，对公司现有债务结构影响不大。截至 2022 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.64%、51.90% 和 48.98%，本期中期票据发行后上述指标将分别上升至 58.64%、53.19% 和 50.43%。

2. 本期中期票据偿还能力分析

从指标上看，2021 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期中期票据保障能力很强；公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期中期票据发行后的长期债务保障能力偏弱。

表 13 本期中期票据偿还能力测算

项目	2021 年
发行后长期债务*（亿元）	71.75
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.26
经营现金流净额/发行后长期债务（倍）	0.15
发行后长期债务/EBITDA（倍）	7.84
经营现金流入/本期中期票据（倍）	3.73
经营现金流净额/本期中期票据（倍）	2.17
本期中期票据/EBITDA（倍）	0.55

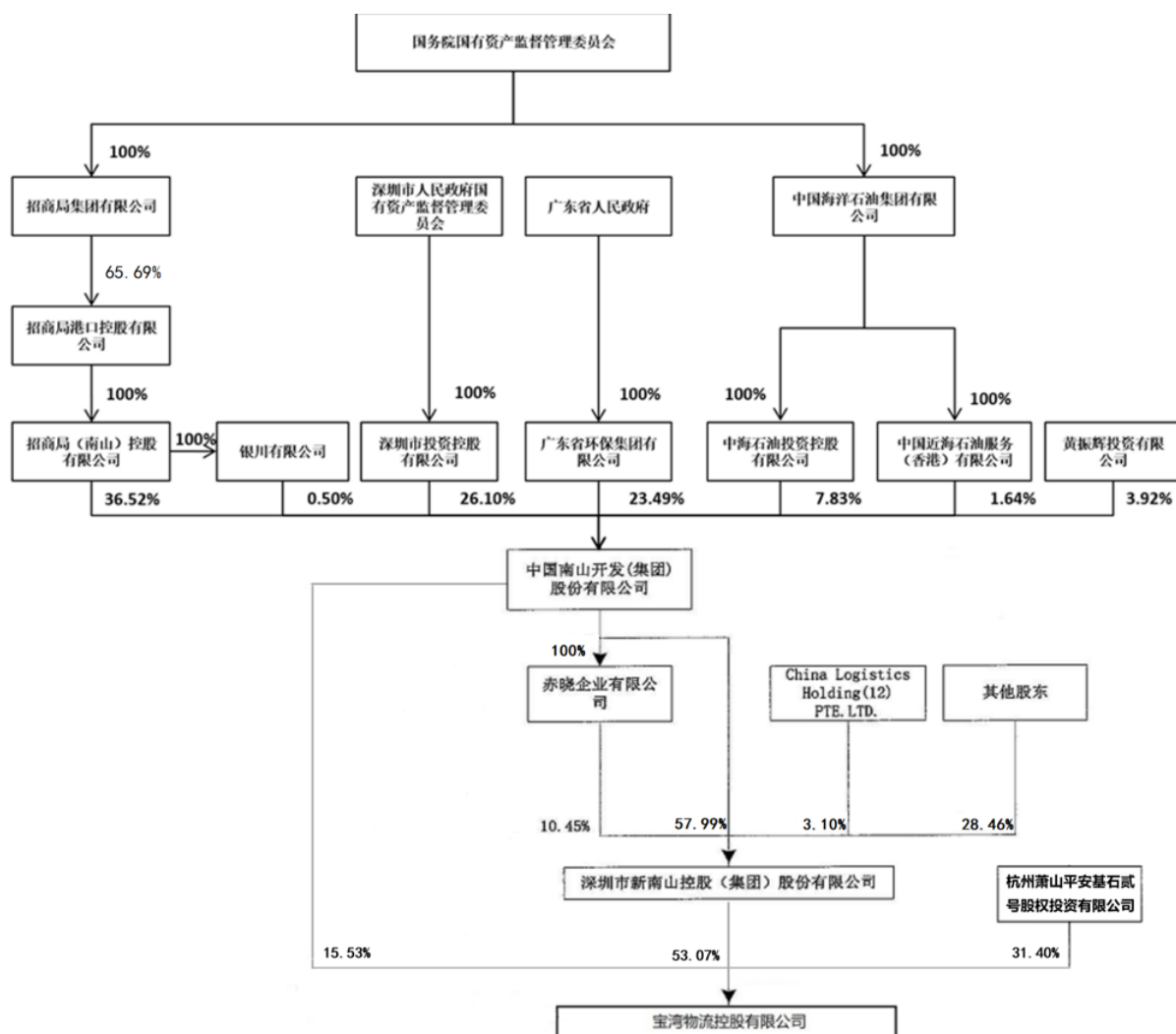
注：发行后长期债务为将本期中期票据发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十二、结论

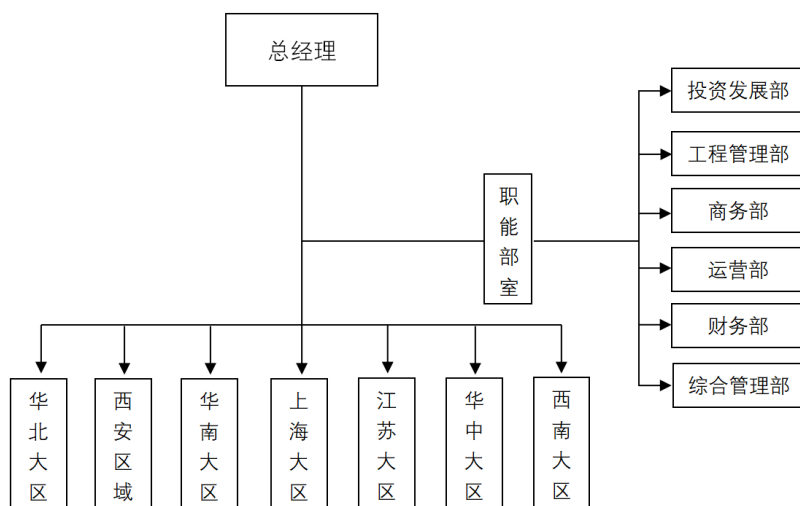
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 9 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 9 月底公司主要子公司情况

公司名称	主要经营地/ 注册地	业务性质	注册金额 (亿元)	持股比例 (%)	
				直接	间接
宝恒企业管理有限公司	上海	商业服务业	3.23	95.00	--
镇江深基地仓储有限公司	镇江	仓储物流业	2.67	--	100.00
宝湾供应链管理(嘉兴)有限公司	嘉兴	仓储物流业	2.30	60.00	30.00
宝灏物流园管理(成都)有限公司	成都	仓储物流业	2.20	99.29	--
北京歌华美文置业有限公司	北京	仓储物流业	2.10	100.00	--
宝湾供应链管理(无锡)有限公司	无锡	仓储物流业	2.03	--	100.00
云南滇中宝湾物流有限公司	云南	仓储物流业	2.00	--	100.00
浙江义乌宝湾国际物流有限公司	义乌	仓储物流业	2.00	100.00	--
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
温州宝湾物流有限公司	温州	商业服务业	2.00	--	89.50
台州市黄岩宝旅物流有限公司	台州	装卸搬运和 仓储业	2.00	--	48.50

资料来源：公司提供

附件 1-4 截至 2022 年 9 月底公司主要物流园运营情况

(单位：亿元、万平方米)

园区名称	投运 时间	拿地 方式	权益比例	可租面积	出租率		营业收入	
					2021 年	2022 年 9 月	2021 年	2022 年 9 月
苏州吴江宝湾	2021 年 1 月	二手收 购	100.00%	3.59	100.00%	100.00%	0.17	0.10
昆山花桥宝湾	2008 年 3 月	一手政 府供地	100.00%	14.12	100.00%	100.00%	0.71	0.53
上海松江宝湾	2012 年 7 月	一手政 府供地	20.00%	11.82	100.00%	100.00%	0.75	0.57
上海宝山宝湾	2003 年 12 月	一手政 府供地	100.00%	17.87	100.00%	95.10%	1.19	0.90
北京空港宝湾	2017 年 1 月	二手收 购	100.00%	5.01	100.00%	100.00%	0.30	0.23
无锡惠山宝湾	2016 年 1 月	一手政 府供地	100.00%	11.43	100.00%	100.00%	0.40	0.32
成都新都宝湾	2009 年 7 月	一手政 府供地	100.00%	6.74	100.00%	99.20%	0.23	0.17
廊坊经开宝湾	2012 年 2 月	一手政 府供地	100.00%	9.05	100.00%	100.00%	0.47	0.23
广州黄埔宝湾	2014 年 12 月	一手政 府供地	20.00%	13.08	100.00%	99.00%	0.70	0.55
无锡空港宝湾	2021 年 1 月	一手政 府供地	100.00%	14.14	93.39%	100.00%	0.56	0.44

天津塘沽宝湾	2009 年 7 月	一手政府供地	100.00%	15.14	99.65%	100.00%	0.43	0.23
合肥肥东宝湾	2019 年 1 月	一手政府供地	100.00%	8.87	97.69%	95.90%	0.58	0.22
绍兴上虞宝湾	2018 年 8 月	一手政府供地	100.00%	7.45	100.00%	99.90%	0.28	0.22
天津津南宝湾	2020 年 7 月	二手收购	100.00%	7.36	98.89%	96.80%	0.21	0.16
成都龙泉宝湾	2014 年 1 月	一手政府供地	100.00%	12.62	100.00%	96.10%	0.41	0.30
佛山三水宝湾	2020 年 1 月	二手收购	100.00%	19.78	100.00%	99.12%	0.64	0.50
郑州经开宝湾	2020 年 11 月	一手政府供地	100.00%	15.75	99.73%	97.20%	0.54	0.45
南通港闸宝湾	2014 年 7 月	一手政府供地	100.00%	5.54	100.00%	100.00%	0.17	0.13
杭州北宝湾	2019 年 1 月	一手政府供地	100.00%	3.73	100.00%	100.00%	0.17	0.13
青岛胶州宝湾	2018 年 8 月	一手政府供地	100.00%	16.43	94.78%	95.20%	0.34	0.25
嘉兴三期宝湾	2020 年 6 月	一手政府供地	90.00%	6.76	98.18%	90.60%	0.24	0.19
无锡江阴宝湾	2018 年 12 月	一手政府供地	100.00%	7.39	92.53%	85.00%	0.18	0.14
合肥新站宝湾	2021 年 9/29	二手收购	100.00%	5.58	95.94%	92.00%	0.13	0.11
南京空港宝湾	2014 年 9 月	一手政府供地	100.00%	10.57	100.00%	89.20%	0.41	0.21
西安空港宝湾	2018 年 12 月	一手政府供地	100.00%	10.84	100.00%	88.60%	0.32	0.22
宁波镇海宝湾	2021 年 6 月	一手政府供地	100.00%	8.32	36.52%	60.70%	0.11	0.19
贵阳空港宝湾	2018 年 12 月	一手政府供地	100.00%	7.64	95.94%	100.90%	0.22	0.18
镇江新区宝湾	2016 年 10 月	一手政府供地	100.00%	13.81	77.10%	70.60%	0.24	0.18
南通锡通宝湾	2018 年 9 月	一手政府供地	100.00%	7.05	100.00%	94.30%	0.19	0.13
长沙雨花宝湾	2021 年 1 月	一手政府供地	100.00%	7.82	88.47%	99.80%	0.23	0.24
淮安经开宝湾	2020 年 8 月	一手政府供地	100.00%	5.17	85.31%	100.00%	0.11	0.12
昆明空港宝湾	2020 年 9 月	一手政府供地	100.00%	7.68	96.77%	99.10%	0.22	0.20
青白江东宝湾	2020 年 5 月	一手政府供地	100.00%	15.84	96.75%	100.00%	0.29	0.26
西安临潼宝湾	2020 年 3 月	一手政府供地	100.00%	7.13	100.00%	100.00%	0.21	0.19
武汉汉南宝湾	2014 年 11 月	一手政府供地	100.00%	14.37	76.88%	67.20%	0.32	0.20
浙江杭州大江东速能	2022 年 1 月	二手收购	99.27%	3.39	--	76.50%	-	0.08
佛山南海宝湾	2018 年 3 月	二手收购	100.00%	4.44	100.00%	100.00%	0.12	0.15
杭州大江东宝湾	2021 年 1 月	二手收购	100.00%	4.29	100.00%	100.00%	0.21	0.16

嘉兴嘉善宝湾	2019 年 1 月	二手收 购	100.00%	8.46	100.00%	100.00%	0.41	0.29
重庆西彭宝湾	2020 年 4 月	一手政 府供地	100.00%	9.41	99.49%	99.50%	0.26	0.19
天津滨港宝湾	2020 年 10 月	一手政 府供地	100.00%	11.69	59.47%	87.60%	0.22	0.25
西安高陵宝湾- 世冠	2022 年 1 月	二手收 购	99.80%	4.83	--	82.50%	-	0.08
宁波余姚宝湾	2021 年 11 月	一手政 府供地	100.00%	15.47	17.49%	62.10%	0.02	0.25
西安乾龙宝湾	2022 年 1 月	二手收 购	99.80%	1.93	--	67.00%	-	0.03
嘉兴宝湾	2017 年 1 月	一手政 府供地	100.00%	5.42	98.03%	96.10%	0.22	0.10
宁波空港宝湾	2021 年 9 月	一手政 府供地	100.00%	14.93	6.62%	38.40%	0.01	0.15
鄂州葛店宝湾	2019 年 11 月	一手政 府供地	100.00%	6.57	100.00%	74.70%	0.15	0.06
重庆珞璜宝湾	2019 年 9 月	一手政 府供地	100.00%	8.93	43.18%	73.50%	0.07	0.10
成都青白江宝 湾	2021 年 2 月	二手收 购	79.60%	5.96	72.16%	87.40%	0.06	0.08
武汉东西湖宝 湾	2021 年 12 月	二手收 购	100.00%	5.06	2.40%	44.50%	0.00	0.04
南京高新宝湾	2021 年 6 月	一手政 府供地	100.00%	12.13	7.16%	10.30%	0.02	0.03
长沙望城宝湾	2020 年 8 月	一手政 府供地	100.00%	5.48	89.36%	25.20%	0.19	0.04
漳州角美宝湾	2022 年 1 月	一手政 府供地	100.00%	13.30	--	15.40%	-	0.04
重庆空港宝湾	2022 年 1 月	一手政 府供地	95.00%	2.49	--	22.60%	-	0.01
武汉青山宝湾	2021 年 6 月	一手政 府供地	100.00%	14.15	26.74%	19.20%	0.05	0.06
合计				513.80	--	--	14.68	11.58

注：均为并表项目

资料来源：公司提供

附件 1-5 截至 2022 年 9 月底公司主要在建项目情况

(单位: 亿元、万平方米)

园区名称	拿地方式	权益比	土地金额	竣工面积	开工时间	预计竣工时间	预计总投	累计已投	未来投资计划		
									2022 年	2023 年	2024 年及以后
上海快仓宝湾	二手收购	58.91	0.93	9.14	2021 年 7 月	2023 年 2 月	4.62	2.70	0.65	1.27	0.00
浙江义乌宝湾	一手政府供地	100.00	1.18	26.07	2020 年 12 月	2022 年 11 月	7.20	6.00	0.51	0.69	0.00
江苏省太仓雅鹿	二手收购	100.00	0.27	8.04	2021 年 3 月	2022 年 10 月	3.10	2.18	0.53	0.39	0.00
重庆两江宝湾	一手政府供地	95.00	1.02	10.18	2020 年 6 月	2022 年 10 月	3.50	3.20	0.13	0.17	0.00
四川省成都市青白江蓉欧	一手政府供地	100.00	0.92	12.59	2020 年 9 月	2022 年 10 月	3.80	3.44	0.14	0.22	0.00
广东省佛山南海宝湾	二手收购	100.00	2.22	38.61	2021 年 9 月	2024 年 2 月	13.20	5.33	0.60	3.65	3.62
广东省惠州仲恺宝湾	一手政府供地	98.99	1.13	20.14	2021 年 7 月	2023 年 6 月	7.01	4.20	0.30	1.70	0.81
江苏省吴江中旺二期	二手收购	100.00	0.12	6.49	2022 年 3 月	2023 年 12 月	2.40	0.73	0.10	1.10	0.47
广东省江门鹤山	二手收购	99.29	2.21	18.93	2022 年 5 月	2024 年 7 月	6.20	2.94	0.70	1.50	1.06
合计											

注: 均为并表项目

资料来源: 公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	7.62	11.83	23.32	11.88
资产总额（亿元）	120.42	157.32	206.32	206.24
所有者权益（亿元）	46.92	46.25	88.11	87.37
短期债务（亿元）	14.34	25.37	22.79	10.40
长期债务（亿元）	36.81	59.31	66.75	83.87
全部债务（亿元）	51.16	84.68	89.54	94.27
营业总收入（亿元）	9.64	11.80	14.72	12.50
利润总额（亿元）	1.01	13.14	1.01	0.78
EBITDA（亿元）	6.03	19.04	9.15	--
经营性净现金流（亿元）	5.75	7.85	10.86	10.59
财务指标				
销售债权周转次数（次）	15.47	14.62	14.94	--
存货周转次数（次）	252.79	333.33	381.15	--
总资产周转次数（次）	0.09	0.08	0.08	--
现金收入比（%）	105.01	103.73	106.08	22.62
营业利润率（%）	47.75	45.10	42.79	39.00
总资本收益率（%）	2.57	9.11	2.26	--
净资产收益率（%）	0.85	20.00	0.24	--
长期债务资本化比率（%）	43.96	56.19	43.10	48.98
全部债务资本化比率（%）	52.16	64.68	50.40	51.90
资产负债率（%）	61.03	70.60	57.29	57.64
流动比率（%）	34.59	53.51	66.05	57.73
速动比率（%）	34.54	53.47	66.00	57.68
经营现金流动负债比（%）	16.50	22.50	23.58	--
现金短期债务比（倍）	0.53	0.47	1.02	1.14
EBITDA 利息倍数（倍）	2.63	5.86	2.07	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.48	4.45	9.79	--

注：1. 公司 2022 年三季度财务报表未经审计，相关指标未经年化，公司财务数据均使用期末审定数；2. 公司合并层面其他流动负债、其他应付款和长期流动负债中的计息债务已计入有息债务，母公司债务未经调整；3. “--”代表计算无意义或未获取数据

资料来源：联合资信根据财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.45	8.08	20.43	4.50
资产总额（亿元）	84.93	134.96	170.34	171.82
所有者权益（亿元）	48.15	48.15	90.68	91.30
短期债务（亿元）	6.07	13.30	19.78	7.55
长期债务（亿元）	20.76	39.42	40.82	50.42
全部债务（亿元）	26.83	52.72	60.59	57.97
营业收入（亿元）	0.00	0.07	0.07	0.00
利润总额（亿元）	1.33	13.91	0.72	1.75
EBITDA（亿元）	2.57	15.99	3.75	--
经营性净现金流（亿元）	-0.53	-0.70	-0.13	-0.21
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.10	4.80	4.11	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	*	*	*	--
现金收入比（%）	2,126.54	64.31	139.81	535.97
营业利润率（%）	-897.32	79.21	84.39	5.70
总资本收益率（%）	3.36	12.77	2.59	--
净资产收益率（%）	2.71	22.48	1.01	--
长期债务资本化比率（%）	30.13	45.01	31.04	35.58
全部债务资本化比率（%）	35.78	52.26	40.06	38.84
资产负债率（%）	43.31	64.32	46.77	46.86
流动比率（%）	258.16	173.72	226.38	300.26
速动比率（%）	258.16	173.72	226.38	300.26
经营现金流动负债比（%）	-3.75	-1.98	-0.35	--
现金短期债务比（倍）	0.57	0.61	1.03	0.60
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 母公司 2022 年三季度财务报表未经审计，相关指标未经年化公司财务数据均使用期末审定数；2. 公司母公司债务未经调整；3. “-”代表计算无意义或未获取数据，“*”代表数据过大或过小

资料来源：联合资信根据财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (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

联合资信评估股份有限公司关于 宝湾物流控股有限公司 2023 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评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。