



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪355号

深圳市新南山控股（集团）股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“深圳赤湾石油基地股份有限公司2012年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，评定贵公司本次跟踪主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年五月三十一日

深圳市新南山控股（集团）股份有限公司 12 基地债跟踪评级报告（2019）

原发行主体	深圳赤湾石油基地股份有限公司	
债券承接主体	深圳市新南山控股（集团）股份有限公司	
担保主体	中国南山开发（集团）股份有限公司	
债券简称	12基地债	
债券代码	112140.SZ	
发行年限	7年期，附第5年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权	
发行日期	2012/12/17	
发行规模	人民币 5.70 亿元	
剩余规模	人民币 5.60 亿元	
上次评级时间	2018/5/30	
上次评级结果	债项级别（“12 基地债”）	AAA
	主体级别（深基地）	AA
	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别（“12 基地债”）	AAA
	主体级别（南山控股）	AA ⁺
	评级展望	稳定

概况数据

	南山控股	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	64.91	102.84	107.95	106.23	
总资产（亿元）	147.16	258.57	315.24	328.09	
总债务（亿元）	25.40	83.69	121.67	126.56	
营业总收入（亿元）	49.86	73.58	70.52	6.03	
营业毛利率（%）	38.34	45.26	42.89	36.10	
EBITDA（亿元）	10.33	19.14	17.82	-	
所有者权益收益率（%）	9.26	8.84	6.98	-4.39	
资产负债率（%）	55.89	60.23	65.75	67.62	
总债务/EBITDA（X）	2.46	4.37	6.83	-	
EBITDA 利息倍数（X）	9.28	5.32	3.52	-	
	南山开发	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	114.68	134.95	154.32	154.73	
总资产（亿元）	296.13	362.30	451.89	473.47	
总债务（亿元）	92.71	130.64	174.35	186.01	
营业总收入（亿元）	94.56	118.09	137.84	19.73	
营业毛利率（%）	37.32	36.67	27.49	18.40	
EBITDA（亿元）	23.97	28.44	56.10	-	
所有者权益收益率（%）	9.04	9.96	18.49	0.14	
资产负债率（%）	61.27	62.75	65.85	67.32	
总债务/EBITDA（X）	3.87	4.59	3.11	-	
EBITDA 利息倍数（X）	5.58	5.21	7.04	-	

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定深圳市新南山控股（集团）股份有限公司（以下简称“南山控股”或“公司”）主体信用等级为 AA⁺，评级展望稳定，该级别反映了南山控股偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了南山控股战略地位重要，可获得股东较大的支持、物流园区开发运营行业地位领先、土地储备充足以及担保主体中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“南山开发”）具有很强的增信作用等正面因素对南山控股业务发展及信用水平具有的良好支撑作用。同时，中诚信证评也关注到物流园行业竞争日趋激烈、南山控股和南山开发债务规模持续增长，资本支出压力攀升等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持“深圳赤湾石油基地股份有限公司 2012 年公司债券”的信用等级为 AAA。该债项级别考虑了中国南山开发（集团）股份有限公司提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本次债券偿付的保障作用。

正 面

- 南山控股战略地位重要，可获得股东较大的支持。南山控股作为南山开发下属最重要的上市平台，近年来通过重组、吸收合并方式整合南山开发旗下业务，新增房地产、物流园区等主营业务，业务规模不断扩大。同时，南山控股在资金、项目资源获取上亦可获得南山开发较强力度的支持。
- 物流园区保持领先的行业地位，收入规模不断提升。南山控股旗下宝湾物流是国内领先的物流园区开发商和运营商之一，具有较强的品牌和运营实力。随着公司新物流园区投入运营，可出租仓库面积持续增加，截至 2018 年末，宝湾物流在全国范围内拥有及管理 58 个智慧

- 注：1、上述数据中所有者权益含少数股东权益、净利润含少数股东损益；
- 2、南山控股、南山开发2017年数据为2018年初重述数；
- 3、将南山控股、南山开发其他应付款中应付融资租赁款调整至短期债务，长期应付款中应付融资租赁款调整至长期债务，南山控股其他流动负债中的关联方借款调整至短期债务，南山控股其他非流动负债中的关联方借款调整至长期债务；
- 4、2019年一季度所有者权益收益率经年化处理。

分析师

应治平 zyying@ccxr.com.cn

李蕊 rli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年5月31日

物流园区，运营仓储面积近300万平方米，规模效应日益明显，使得2018年南山控股仓储物流收入同比增长21.92%至7.53亿元。

- 土地储备较充足。截至2018年末，南山控股商品房项目储备总建筑面积为140.21万平方米；物流园项目土地储备建筑面积为188.94万平方米。充足的土地储备资源对其未来业绩的保持形成了有力支撑。
- 南山开发具有很强的增信作用。南山开发第一大股东为招商局集团有限公司，股东背景雄厚。同时，其已形成以房地产、综合物流业务和制造业为主的多元化产业格局，2018年各板块业务规模持续增长，综合实力很强，可为本次债券的本息偿付提供有力支持。

关注

- 物流园行业竞争日趋激烈。由于物流园行业巨大的发展潜力，近年来电商企业以及传统商业地产企业也纷纷进入物流园行业，加大了土地获取的难度，优质土地获取竞争进一步加剧，行业竞争日趋激烈。
- 债务规模持续增长，资本支出压力攀升。随着业务规模持续扩张，2018年末南山控股总债务规模同比上升45.39%至121.67亿元；同期末南山开发总债务规模同比上升33.48%至174.38亿元，短期债务同比上升61.85%至75.04亿元。同时，南山控股和南山开发拥有较大规模的房地产和物流园区在建项目投资需求，两者面临的资本支出压力或将进一步攀升。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

本次评级说明

2016年8月16日，深圳市新南山控股（集团）股份有限公司（以下简称“南山控股”）公布《发行A股股份换股吸收合并深圳赤湾石油基地股份有限公司并募集配套资金暨关联交易报告书》，2016年8月18日，南山控股向中国证监会申报了南山控股换股吸收合并深圳赤湾石油基地股份有限公司（以下简称“深基地”）并募集配套资金暨关联交易的申请文件，拟向深基地的所有股东发行A股股份交换股东所持有的深基地B股股票。

2018年2月12日，南山控股发行A股股份吸收合并深基地的申请获得中国证券监督管理委员会证监许可[2018]339号批复的核准。本次合并中，南山控股换股价格为5.43元/股，深基地换股价格为19.55元/股，深基地股份与南山控股股份的换股比例为1:3.6004，即每1股深基地B股股票可以换得3.4663股南山控股股票。南山控股因本次合并将发行83,025.22万股A股股票，全部用于换股吸收合并深基地。本次换股吸收合并完成后，南山控股总股本由187,753.03万股增加至270,778.25万股。南山控股与深基地于2018年9月30日签署《换股吸收合并交割确认书》并完成交割，深基地已终止上市并注销法人资格，南山控股已承继深基地的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。

吸收合并完成后，中诚信证评根据债券实际承接人进行重新评级，今后若无重新调整，中诚信证评对于“12基地债”的跟踪评级主体将变更为深圳市新南山控股（集团）股份有限公司，担保主体为中国南山开发（集团）股份有限公司。

概 况

债券承接主体概况

南山控股（以下简称“公司”）成立于2001年04月30日，前身系深圳市雅致轻钢房屋系统有限公司，后更名为“雅致集成房屋股份有限公司”（以下简称“雅致股份”），雅致股份于2009年12月在A股上市，证券简称“雅致股份”，证券代码“002314”。2014年5月21日，雅致股份变更为“雅致集成房屋

（集团）股份有限公司”（以下简称为“雅致集团”）。2015年4月，雅致集团向指定投资者非公开发行股份，并通过同一控制下企业合并取得深圳市南山房地产开发有限公司（以下简称“南山地产”）100%股权、上海新南山房地产开发有限公司80%股权及南通南山房地产开发有限公司100%的股权，并于2015年6月完成重大资产重组标的资产过户，房地产开发业务新增成为公司主营业务之一。2015年9月22日，公司名称变更为现名，证券简称变更为“南山控股”，证券代码维持不变。2018年南山控股发行股份换股吸收合并深基地，公司的主要业务增加物流仓储业务。截至2019年3月末，公司注册资本27.08亿元，南山开发直接及间接持有公司68.43%股份，是公司控股股东，南山开发前三大股东分别为招商局（南山）控股有限公司、深圳市投资控股有限公司和广东省广业投资控股有限公司，持股比例分别为36.52%、26.10%和23.49%，公司无实际控制人。

南山控股业务以房地产开发和仓储物流为主，同时涉及制造业及石油后勤服务等业务。房地产开发主要为住宅的开发建设；物流园区业务包括仓储业务、装卸业务和办公租赁等业务；制造业板块主要包括集成房屋和船舶舱室两大业务。截至2018年末，公司资产总额为315.24亿元，所有者权益为107.95亿元，资产负债率为65.75%。2018年公司实现营业收入70.52亿元，净利润7.54亿元，经营活动净现金流为8.37亿元。

截至2019年3月末，公司资产总额为328.09亿元，所有者权益为106.23亿元，资产负债率为67.62%。2019年1~3月公司实现营业收入6.03亿元，净利润-1.17亿元，经营活动净现金流为6.12亿元。

债券募集资金使用情况

深圳赤湾石油基地股份有限公司2012年公司债券（债券简称“12基地债”、债券代码“112140.SZ”，）于2012年12月17日完成发行，募集资金5.7亿元，票面利率5.78%，期限为5+2年，附第5年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。2017年12月17日，“12基地债”的回售

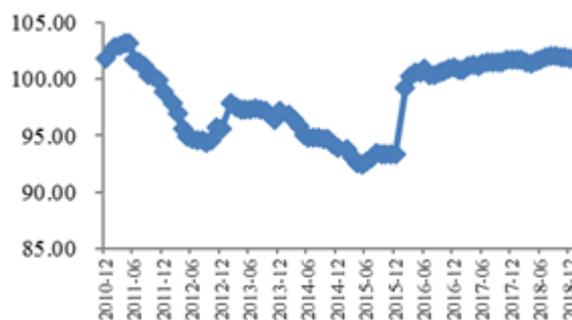
数量为100,110张,回售金额为人民币10,589,635.80元,债券余额559,989,000元,票面利率不变,仍为5.78%。截至2018年末,募集资金用途符合募集说明书规定的相关用途。

行业分析

房地产行业概况

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一,在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来,中国房地产行业得到快速发展,国房景气指数持续提升,并于2007年11月达到历史顶点106.59点。此后,受2008年次贷危机和紧缩货币政策影响,国内房价出现十年来的首次下跌;2009年随着国家信贷宽松政策出台,商品房销售情况有所好转;2010年以来,为抑制房价过快上涨,国务院先后出台多项调控政策,房地产市场再次步入调整阶段;2012年,在中央继续保持从紧政策的同时,地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求,商品房销售开始逐步回升;2014年,房地产市场短期供过于求,且受价格预期变化等因素影响,房地产市场销售下滑,国房景气指数亦随之下降;进入2015年,随着一系列宽松的行业政策出台,国房景气指数自2015年6月开始有所回升并于下半年企稳,上升态势延续至2016年上半年。2016年10月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策,国房景气指数有所调整,但仍较上年同期有所上升。2017年以来国房景气指数持续上行,于2017年12月达到101.72点,但3月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响,景气指数上升增速出现明显回落。进入2018年,各线城市调控政策持续高压,1~4月国房景气度持续回落,但得益于4月份央行定向降准改善外部资金流动性,5~9月期间国房景气度有所回升,9月份上涨至102.01点。9~12月,国房景气指数小幅回落,12月为101.85点,比9月份下降0.16点。

图1: 2011~2018年国房景气指数



资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

图2: 2010~2018年全国房地产开发投资情况



资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

在房地产投资方面, 受益于宽松的行业政策, 2016年房地产行业全面回暖, 良好的销售情况提振了房企信心, 当年房地产投资增速有所提升, 全年累计完成房地产开发投资102,581亿元, 同比增长6.88%, 增速较上年上涨5.89个百分点。自2016年10月以来, 各地房地产市场调控政策持续收紧, 但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平, 2017年全国累计完成房地产开发投资109,799亿元, 同比增长7.04%, 全年整体增速与上年基本持平。2018年以来, 各线城市调控政策未出现明显放松, 加之外部融资环境持续收紧, 房企为尽快回笼资金, 加快房地产开发建设节奏, 2018年全国房地产开发投资较上年同期增长9.53%至120,264亿元, 增速较上年同期上升2.49个百分点。

房地产开发投资资金的到位情况方面, 2016~2018年房地产开发企业到位资金分别为144,214亿元、156,053亿元和165,963亿元, 年均复合增长率7.3%; 同期增速分别为15.2%、8.2%和6.4%。从资金来源来看, 房企资金来源中自筹资金

规模呈上升趋势，分别为 49,133 亿元、50,872 亿元和 55,831 亿元，占比分别为 34.1%、32.6% 和 33.6%；定金及预收款规模及其占比呈快速上升态势，2016~2018 年房企资金来源中定金及预收款规模为 41,952 亿元、48,694 亿元和 55,418 亿元，占比从 2016 年的 29.1% 上升至 2018 年的 33.4%；同期国内贷款分别为 21,512 亿元、25,242 亿元和 24,005 亿元，个人按揭贷款分别为 24,403 亿元、23,906 亿元和 23,706 亿元，受外部资金环境紧缩影响，2018 年国内贷款和个人按揭贷款同比分别下降 4.9% 和 0.8%。在去杠杆的环境下，房企资金压力上升，开发投资资金对其内部流动性资金的依赖性提高。

表 1：2016~2018 年房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%			
指标	2016	2017	2018
资金来源合计	144,214	156,053	165,963
同比增长	15.2	8.2	6.4
其中：			
自筹资金	49,133	50,872	55,831
占比	34.1	32.6	33.6
同比增长	0.2	3.5	9.7
国内贷款	21,512	25,242	24,005
占比	14.9	16.2	14.5
同比增长	6.4	17.3	-4.9
利用外资	140	168	108
占比	0.1	0.1	0.1
同比增长	-52.6	19.8	-35.8
定金及预收款	41,952	48,694	55,418
占比	29.1	31.2	33.4
同比增长	29.0	16.1	13.8
个人按揭贷款	24,403	23,906	23,706
占比	16.9	15.3	14.3
同比增长	46.5	-2.0	-0.8

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，近年房地产新开工面积呈现稳步增长态势。具体来看，2016 年，在一、二线重点城市房地产市场景气度明显提升的带动下，房企纷纷加快开发节奏以及及时补充可售货源，全国房地产当年累计新开工面积 166,928 万平方米，同比上升 8.1%。2017 年，随着房地产政策的持续收紧，当期房地产开发企业房屋新开工面积为 178,654 万平方米，增

速较上年回落 1.1 个百分点至 7.0%，同期全国商品房新开工面积与销售面积差额（差额=新开工面积-销售面积）为 9,246 万平方米，同比下降 3.5%，商品房库存去化压力下降。在外部融资环境持续收紧的背景下，基于对内部流动性资金的需求，房企加快了项目新开工进度，2018 年商品房新开工面积完成 209,342 万平方米，同比增长 17.2%，增速比 2017 年提高 10.2 个百分点。从新开工面积与销售面积的差额来看，2018 年，全国商品房新开工面积与销售面积差额较上年同期大幅增长 307.6% 至 37,688 万平方米。

图 3：2010~2018 年商品房新开工与销售面积差额

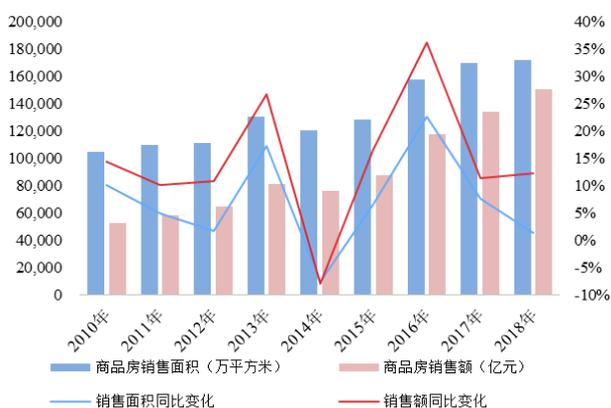
单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从销售情况看，2016 年，在宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，当年全国商品房销售面积与销售额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元，分别同比增长 22.5% 和 34.8%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长 22.4% 和 36.1%。2017 年，全国商品房销售面积和销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.7% 和 13.7%。2018 年，全国商品房销售面积和销售额分别为 171,654 万平方米和 149,973 亿元，同比分别增长 1.3% 和 12.2%，增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.47 个百分点，受房地产调控政策持续的影响，房地产销售增速放缓明显。其中，2018 年住宅销售面积同比增长 2.2%，销售额同比增长 14.7%；办公楼销售面积同比下降 8.3%，销售额同比下降 2.6%；商业营业用房销售面积同比下降 6.8%，销售额同比增长 0.7%。

图 4：2010~2018 年商品房销售情况



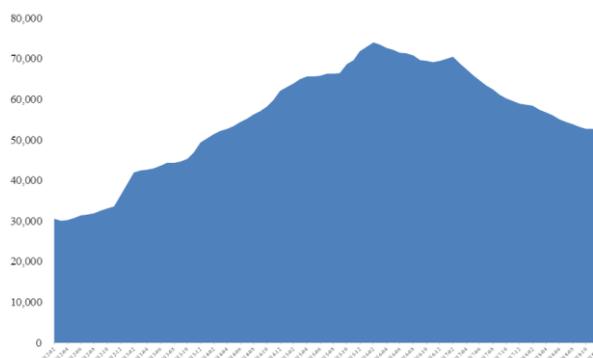
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从不同区域的销售情况来看，东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域。2018 年，东部地区商品房销售额 79,258 亿元，同比增长 6.5%；中部地区商品房销售额 33,848 亿元，同比增长 18.1%；西部地区商品房销售额 31,127 亿元，同比增长 23.4%；东北地区商品房销售额 5,740 亿元，同比增长 7.0%。2018 年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售增速高于东部地区。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点¹。受 2016 年 10 月以来房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，近年来全国住宅房价增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

图 5：2012~2018 年全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

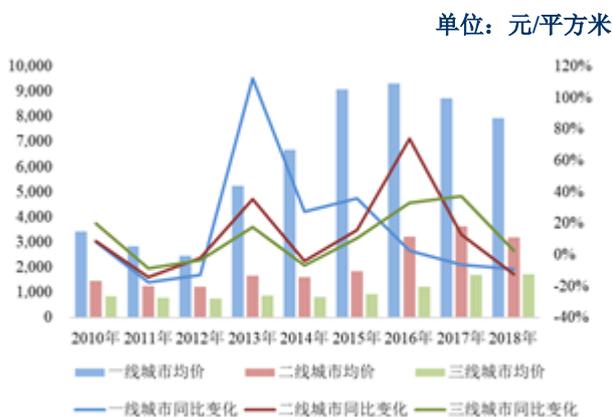
商品库存方面，2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品库存出现近年来首次下降；截至 2016 年末，全国商品房待售面积 69,539 万平方米，环比增加 444 万平方米，但较上年末减少 2,314 万平方米。2017 年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品库存持续下降，截至 2017 年末，全国商品房待售面积 58,923 万平方米，环比减少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。2018 年以来全国商品房待售面积进一步下降，截至 2018 年末为 52,414 万平方米，较上年末减少 6,510 万平方米。从去化周期来看，以 2018 年 1~12 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期较 2017 年进一步缩短至 3.7 个月；但考虑到 2018 年全国商品房新开工面积有所增长，未来商品房新增供应将有所增加。

土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2016~2018 年我国房地产业开发企业购置土地面积分别为 22,025 万平方米、25,508 万平方米和 29,142 万平方米，同比增速分别为-3.45%、15.81%和 14.25%；同期土地成交价款分别为 9,129 亿元、13,643 亿元和 16,102 亿元，增速分别为 19.77%、49.45%和 18.02%，2018 年增速较上年大幅下降 31.43 个百分点。土地购置成本增速亦有回调，2016~2018 年房地产企业土地购置成本分别为 4,144.84 元/平方米、5,348.52 元/平方米和 5,525.36 元/平方米，同比分别增长 24.05%、29.04%和 3.31%，2018 年增速较上年大幅下降 25.73 个百分点，表明在融资环境紧缩及销售

景气度下降的背景下，房企拿地回归理性。

从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交均价的涨幅在 2013 年达到顶点后逐步呈现下降态势，而土地成交均价则持续增长至 2016 年到达顶点，2017 年以来一线城市土地成交均价持续回落，2018 年一线城市土地成交均价及溢价率分别为 7,925.80 元/平方米和 5.38%。二线城市土地成交均价于 2013~2015 年间小幅波动增长，而 2016 年二线城市土地成交均价大幅增长 73.67% 至 3,221.65 元/平方米，平均溢价率同比上升 35.57 个百分点至 56.08%，2017 年以来土地市场热度持续减弱，2018 年二线城市土地成交均价为 3,189.58 元/平方米，同比下降 12.24%，溢价率回落至 13.60%。三线城市成交土地均价于 2016 年以来维持高位增长，2016 年和 2017 年土地均价涨幅分别达 33.05% 和 37.44%，平均溢价率分别为 30.58% 和 30.90%，而 2018 年以来亦出现回落，三线城市土地成交均价为 1,728.86 元/平方米，涨幅下滑至 2.81%，平均溢价率则下降至 15.35%，房企拿地更趋审慎。

图 6：2010~2018 年各能级城市土地成交情况



资料来源：WIND 数据，中诚信证评整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大，受国内房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响，房地产住宅市场销售增速有所放缓，不同能级城市分化明显，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下滑。

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房

地产市场景气度下行，房价有所下降，随着国家陆续出台救市政策，房价止跌并快速回升。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个大幅增加近 50 个。2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台“央五条”、定向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。2015 年以来，“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导。2016 年上半年整体房地产政策较为宽松，进入下半年房地产政策开始收紧。2016 年 8 月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，9 月杭州、南京、天津亦重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌等 21 个城市相继出台了限购限贷政策。

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在国家因城施策、分类调控的背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涿水县、河北省张家口市崇礼区、河北省保定市主城区、河北省廊坊市等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至 2017 年末，共有 46 城相继落地

限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至阜南、景洪等县级城市，全国约有 50 余城市根据当地市场情况从多维度新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化调控。2018 年 6 月，北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击。2018 年 8 月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018 年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是为了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017 年 7 月，住房城乡建设部、国家发展改革委等九部门在《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，并选取了广州、深圳等 12 个城市作

为住房租赁首批试点。2018 年 1 月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。同年 3 月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。同年 4 月，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。同年 5 月银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》明确表明支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道。同年 12 月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

总体来看，2018 年以来房地产调控政策延续“房住不炒”的主基调，各线城市继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的房地产制度，短期调控和长效机制的衔接更为紧密。

表 2：2018 年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2018.01	国土资源部和住房城乡建设部办公厅	同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，坚持按照区域协调发展和乡村振兴的要求，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。
2018.03	中国人民银行、银保监会	要努力抑制居民杠杆率，重点控制居民杠杆率的过快增长，严控个人贷款违规流入股市和房市，继续遏制房地产泡沫化，严肃查处各类违规房地产融资行为。
2018.03	十三届全国人大一次会议 2018 年《政府工作报告》	更好解决群众住房问题，进一步强调“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2018.04	中国证监会和住房城乡建设部《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。
2018.05	银保监会《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》	支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道，有利于发挥保险资金长期、稳定的优势，助推国家房地产调控长效机制的建设，加快房地产市场供给侧结构性改革。

2018.06	北京、上海等 30 个城市	北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击，表明了政府坚决整治市场秩序，遏制房价上涨的决心。市场监管的方向和重心也从过去的控需求、管供给转向整秩序、治乱象。
2018.07	住房和城乡建设部	公布 20 家违法违规房企及中介黑名单，直指哄抬房价、“黑中介”、捂盘惜售、虚假宣传等房地产市场乱象。
2018.07	中央政治局会议	坚决遏制房价上涨。下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。
2018.08	住房和城乡建设部座谈会	要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任，明确提出两点要求：其一，加快制定住房发展规划，调整住房和用地供应结构，大力发展住房租赁市场等。其二，坚决遏制投机炒房，并引入问责机制，对工作不力、市场波动大、未能实现调控目标的城市坚决问责。
2018.12	中央经济工作会议	强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

在延续“房住不炒”为主基调的房地产调控政策影响下，房地产企业内外部流动性来源持续收紧，加之房企信用债到期高峰的来临，其资金平衡能力面临更高挑战。

从内部流动性来源来看，2016 年，在相对宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，房地产企业签约销售金额增长明显，为其带来了较为充足的内部流动性来源。2016~2018 年，全国商品房销售金额为 117,627.05 亿元、133,701.31 亿元和 149,973.00 亿元，同比增速为 34.77%、13.67% 和 12.17%，增速呈逐年放缓趋势；同期住宅销售金额为 99,064.17 亿元、110,239.51 亿元和 126,393.00 亿元，同比增速为 36.13%、11.28% 和 14.65%。另外从开发资金到位情况来看，2016 年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额占比由上年的 39.28% 上升为 46.01%，金额为 66,355.08 亿元，同比增长 34.92%，较上年同期增速上升 22.89 个百分点。但受 2017 年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017 年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，增速同比下降 25.51 个百分点；2018 年，房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 79,124 亿元，同比增长 8.99%，增速同比下降 0.43 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。

外部流动性方面，目前房地产企业外部流动性来源主要来自于银行贷款、非银行金融机构贷款、债券等债权融资所产生的现金流。2018 年以来，《银

行金融机构联合授信管理办法（试行）》、《商业银行委托贷款管理办法》等系列政策出台，银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2016 年和 2017 年房地产开发资金来源于银行贷款资金分别为 18,158 亿元和 20,485 亿元，分别同比上升 4.3% 和 12.80%；来源于非银行金融机构贷款金额分别为 3,354 亿元和 4,756 亿元，同比分别增长 19.84% 和 41.81%。而受融资环境趋紧影响，2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,025.96 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.67%，增速大幅下滑。债券融资方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。

房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升，房企规模分化格局持续加大。2018年TOP100房企销售金额占全国销售额比重较上年上升11.20个百分点至66.70%；TOP50房企销售金额占比较上年上升9.20个百分点至55.10%；TOP20房企销售额占比达到37.50%，较上年提升5.00个百分点；TOP10房企销售金额门槛超过2,000亿元，占全国销售金额的比重为26.90%，较上年上升2.80个百分点，千亿房企数量亦达到30家，行业集中度和销售门槛均不断提升。在行业增速放缓且面临不确定因素背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

表 3：2016~2018 年国内房企销售额集中度

	2016	2017	2018
TOP3	8.88%	12.00%	12.60%
TOP10	18.35%	24.10%	26.90%
TOP20	24.73%	32.50%	37.50%
TOP50	34.59%	45.90%	55.10%
TOP100	43.92%	55.50%	66.70%

资料来源：克而瑞信息集团，中诚信证评整理

物流园区

物流业是融合运输、仓储、货代、信息等产业的复合型服务业，是支撑国民经济发展的基础性、战略性产业。批发、零售、住宿、餐饮、居民服务等商贸服务业及货物贸易迅速发展，对物流服务需求不断扩大。尽管，近年来，我国社会物流总额总体进入中低速增长态势。2016~2018年，我国的社会物流总额分别为229.7万亿元、252.8万亿元和283.1万亿元，同比增速分别为6.1%、6.7%和6.4%。

物流园区作为商品产销上下游的纽带，是各项物流活动开展的重要载体，通过产业的空间集聚、资源的有效整合、业务的流程优化，在促进区域经

济发展，提升物流服务水平，提高土地集约化使用等方面发挥着重要的作用。近十年来物流园区快速发展，出现了货运服务、生产服务、商贸服务、综合服务和专业品类服务等多种类型。目前我国物流园区以自主经营方式居多，园区业务功能日趋全面，增值服务收益稳步上升，园区服务范围逐渐扩大，功能日趋完善，集聚和辐射效应持续增强。

仓储行业来看，随着整体经济的增长和居民消费水平的提升，在电子商务的驱动下，仓储行业整体企稳向好的态势仍将持续。但随着普洛斯等国际巨头的不断扩张和以菜鸟为代表的新进入者的快速布局，物流业的竞争有所加剧。

目前我国大中型仓储企业不多，主要包括外资企业即普洛斯、嘉民、丰树、安博、维龙，内资企业即宝湾、宇培、新地、百利威等。激增的市场供应量导致部分地区的仓库出租率有所下滑，预计未来高端仓储业在部分区域将面临租金价格滞涨和出租率下滑的双重压力。部分区域市场由于短期内供应量大增，需一定的时间消化，使得短期竞争加剧。

产业政策方面，国家发改委发布了《全国物流园区发展规划（2013~2020年）》（以下简称“《规划》”）。《规划》中提出，全国物流园区总体布局的基本思路是根据物流需求规模、综合交通体系规划和区域产业发展规划等因素，确定物流园区布局城市、物流园区建设数量、规划布局和用地规模，因地制宜、合理确定物流园区的发展定位、功能布局、建设分期、配套要求等。预计到2020年，基本形成布局合理、绿色高效的全国物流园区网络体系。

总体来看，随着整体经济的增长和居民消费水平的提升，仓储行业整体企稳向好的态势仍将持续，但外资和民营资本的介入，市场竞争有所加剧。

竞争优势

强有力的股东支持

公司控股股东为南山开发，南山开发成立于1982年，是我国第一家中外合资股份制企业，截至2019年3月末，南山开发前三大股东分别为招商局

(南山) 控股有限公司 (持股 36.52%)、深圳市投资控股有限公司 (持股 26.10%) 和广东广业投资控股有限公司 (持股 23.49%)，前三大股东的实际控制人分别为招商局集团有限公司、深圳市国有资产管理委员会和广东省国有资产管理委员会。经过 30 余年的发展，南山开发由一家在深圳赤湾区域开发建设、经营赤湾深水港口和海洋石油后勤服务基地的公司发展成为涵盖房地产、物流园区、物流运输和集成房屋等业务的综合性集团。

公司作为南山开发下属最重要的上市平台，近年来通过重组、吸收合并方式整合南山开发旗下业务，新增房地产、物流园区等主营业务，业务规模不断扩大。此外，公司在资金、项目资源获取上亦可获得南山开发较强力度的支持。

物流园区开发行业地位领先

公司吸收合并深基地后新增物流园区业务，深基地于 2003 年开始布局物流园行业，是国内最早从事物流园开发运营的企业之一。凭借二十多年来经营石油后勤服务基地的丰富经验，旗下宝湾物流控股有限公司（以下简称“宝湾物流”）相继在长三角、珠三角、环渤海等经济发达地区开发并运营多个大型物流园区。凭借高效、优质和安全的物流设施服务、运输服务及多种增值服务，宝湾物流园区

吸引了众多企业和商家进驻。截至 2018 年末，宝湾物流在全国范围内拥有及管理 58 个智慧物流园区、运营仓储面积近 300 万平方米，规划在建面积超过 200 万平方米，是国内领先的物流园区开发商和运营商之一。

业务运营

公司的主要业务房地产开发和仓储物流两大板块。房地产开发主要为住宅的开发建设；仓储物流板块主要为物流园区仓储业务。同时，公司还涉及制造业，主要包括集成房屋和船舶舱室两大业务。此外，公司在收购深基地后新增石油后勤业务，计入其他收入。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司分别实现营业收入 49.86 亿元、73.58 亿元、70.52 亿元和 6.03 亿元。同期毛利率分别为 38.34%、45.26%、42.89% 和 36.10%。其中 2016~2018 年公司房地产开发分别实现营业收入 39.17 亿元、54.07 亿元和 47.86 亿元，受项目结转时点而呈一定波动；仓储物流收入保持稳定增长，2017~2018 年分别实现收入 6.18 亿元和 7.53 亿元；2016~2018 年制造业分别实现收入 9.27 亿元、10.90 亿元和 12.44 亿元，收入规模呈上升趋势。

表 4：2016~2018 年公司营业收入情况

单位：亿元、%

业务类型	2016			2017			2018		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产	39.17	78.56	51.03	54.07	73.48	51.03	47.86	67.87	49.80
仓储物流	-	-	-	6.18	8.40	58.53	7.53	10.68	58.75
制造业	9.27	18.59	20.06	10.90	14.81	13.12	12.44	17.64	6.56
产城综合开发	-	-	-	-	-	-5.89	0.04	0.06	-6.89
其他	1.42	2.85	11.35	2.43	3.30	27.89	2.64	3.74	44.20
合计	49.86	100.00	38.34	73.58	100.00	45.26	70.52	100.00	42.89

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

物流园开发运营

公司吸收合并深基地后新增物流园区业务，物流园开发运营业务主要由宝湾物流负责。宝湾物流是由深基地与南山开发共同投资成立的高端物流设施投资平台，在全国范围内享有较高的知名度。截至 2018 年末，公司全国范围内拥有及管理 58 个

智慧物流园区，可出租面积达 263.34 万平方米。

作为自有核心仓储物流园的物流服务商、行业领先的物流园区开发商和运营商，宝湾物流为客户提供园区管理、定制化服务及增值服务等核心业务。园区管理方面，宝湾物流根据客户业务类型和服务区域不同，可为客户提供国际物流中心、区域

分拨中心、城市配送中心以及生产配套物流中心的管理服务；定制化服务方面，宝湾物流可以根据客户供应链管理的要求，为客户提供包括选址咨询、规划设计和工程建设等全方位的服务，在指定地区寻找合适地点为客户建造量身订做的仓库，并提供长期租赁合同以及物业管理服务；增值服务方面，宝湾物流可为入驻客户提供多种增值服务，如物流增值服务（分拣、分拆、贴标签、流通加工、包装和组装等）、供应链延伸业务（库存管理和仓库操作等）、物流租赁业务（物业租赁和设备租赁等）、物流核心业务（以宝湾仓储物流园区为中心的干线运输与城市配送等）。宝湾物流在项目选址、规划设计、工程建设以及投入使用后的物业管理都已经形成标准化的科学管理流程。宝湾物流业务以堆存（仓储）业务为主，同时宝湾物流还为客户提供装卸、办公楼租赁以及运输等服务。2017~2018 年公司仓储物流收入分别为 6.18 亿元和 7.53 亿元，随

着公司新物流园区不断投入运营，其收入规模呈上升趋势。2017~2018 年，该业务毛利率分别为 58.53% 和 58.75%，受益于公司较好的物流园区运营能力和品牌效应，毛利率水平维持在很高水平。

物流园区域分布来看，截至 2018 年末，宝湾物流主要有 17 个园区投入运营。其中，上海宝湾、龙泉宝湾、明江宝湾、昆山宝湾、广州宝湾和廊坊宝湾等物流园区已运营成熟，收入规模稳定上升，仓库使用率基本在 100% 左右；天津宝湾近年来受区域内竞争市场影响，盈利能力有所波动；南京宝湾、南通宝湾及武汉宝湾是公司 2015 年新成立的物流园区，目前仓库使用率基本饱和。2016 年公司在无锡、镇江及津南等地建立 3 个物流园区，2017 年在胶州、嘉兴、北京三地的物流园区正式投入运营，上述 6 个物流园区除镇江宝湾外仓库使用率基本已趋于饱和。

表 5：2016~2018 年公司主要物流园运营情况

单位：万元、%

园区	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	净利润	仓库使用率	收入	净利润	仓库使用率	收入	净利润	仓库使用率
上海宝湾	9,621	4,760	100	9,875	5,053	100	10,576	5,172	100
明江宝湾	5,686	2,621	100	5,766	2,685	100	6,090	2,547	100
昆山宝湾	5,805	2,534	98	6,441	2,860	100	6,855	2,536	100
广州宝湾	5,393	1,983	100	5,621	2,007	99	6,016	1,603	100
廊坊宝湾	2,889	947	96	3,134	1,217	100	3,543	1,339	100
龙泉宝湾	6,324	1,911	98	6,867	1,997	96	6,993	1,059	100
南京宝湾	3,385	1,276	100	3,712	1,404	100	3,767	991	98
北京宝湾	-	-	-	1,481	831	100	2,336	972	100
新都宝湾	2,730	1,136	100	2,499	1,093	94	2,627	889	100
胶州宝湾	-	-	-	347	-20	42	2,862	752	88
津南宝湾	260	111	91	1,745	820	93	1,941	748	98
无锡宝湾	90	-558	15	1,343	-208	54	2,788	727	100
嘉兴宝湾	-	-	-	527	24	89	1,781	517	100
武汉宝湾	3,190	865	89	3,709	1,054	96	3,791	505	99
天津宝湾	5,064	1,941	87	4,058	1,661	73	5,064	472	93
南通宝湾	1,381	304	81	1,766	558	100	1,738	371	98
镇江宝湾	15	-182	15	891	662	32	2,761	-1,346	58

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

客户群体方面，宝湾物流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。2016~2018 年物流园区销售前五位客户

占公司物流园业务收入的比重分别为 29.05%、19.43% 和 24.52%，前五大客户销售集中度尚可。在建项目方面，截至 2018 年末，公司在建物流园区

总共有 18 个，主要分布于长三角地区、西南地区的重点二线城市；总规划建筑面积 143.61 万平方米，预计总投资规模为 48.86 亿元，截至 2018 年末累计投资 14.88 亿元，2019 年计划投资 33.98 亿元。物流园项目前期建设资金需求较大，后期主要靠租金收入回收投资成本，回收期在 10~12 年，目前公司主要通过自有资金及债务融资来筹集前期建设资金。

表 6：截至 2018 年末公司在建物流园区情况

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	累计投资	2019 预计投资	预计竣工时间
天津项目 1 一期	24.60	3.70	3.29	1.43	1.86	2019.03
绍兴项目	19.97	8.10	2.64	1.64	1.00	2019.03
鄂州葛店项目	13.30	7.20	4.50	1.21	3.29	2019.03
合肥项目一期	10.10	6.20	2.29	1.18	1.11	2019.03
南通项目	13.50	7.70	1.80	1.27	0.54	2019.03
西安项目 1	18.70	11.20	4.21	1.61	2.60	2019.03
德清项目	7.80	4.30	1.46	0.89	0.57	2019.03
嘉善项目	16.70	9.50	1.96	1.61	0.35	2019.03
贵阳项目	13.30	7.20	1.68	1.36	0.32	2019.03
江阴项目	13.30	8.20	2.67	0.88	1.79	2019.03
佛山项目 1	20.40	7.90	2.28	0.60	1.68	2019.10
重庆项目 1 一期、二期	20.84	10.21	2.62	0.08	2.54	2019.10
长沙项目	10.29	5.91	2.60	0.08	2.52	2019.12
西安项目 2	17.15	10.70	3.28	0.11	3.17	2019.12
佛山项目 2	35.33	12.54	2.28	0.17	2.11	2019.12
成都项目 1	22.33	5.38	4.17	0.16	4.01	2019.12
重庆项目 2	16.44	9.43	2.25	0.59	1.65	2019.12
广汉项目一期	24.83	8.24	2.89	0.02	2.87	2019.12
合计	318.88	143.61	48.86	14.88	33.98	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

物流园区土地储备方面，近年来公司加速在全国各经济热点城市进行战略布局。2016~2018 年，公司实现签约面积分别约为 4,600 亩、1,700 亩和 1,500 亩，同期落实土地指标面积分别约为 700 亩、1,500 亩和 1,200 亩，持续的土地资源补充为公司未来物流园业务扩大经营规模提供了保障。其中 2018 年公司实现了石家庄、杭州、淮安、湖州等多个城市的项目签约，在杭州、淮安、漳州、德阳等多个新城市获取土地。截至 2018 年末，公司物流园储

备项目合计 16 个，总占地面积 195.46 万平方米，建筑面积 188.94 万平方米，预计总投资规模为 53.41 亿元。公司项目储备丰富，能为未来业绩的提升提供有力支撑。但较大规模的在建和拟建项目亦为公司带来较大的资本支出压力。

表 7：截至 2018 年末公司物流园项目储备情况

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
天津项目二期	16.07	8.37	1.96
郑州项目	15.57	20.65	5.73
昆明项目	14.27	8.10	1.93
广汉项目二期	24.83	8.24	3.53
南京项目	6.47	20.35	4.43
宁波项目	28.90	16.14	3.73
武汉项目	14.53	19.12	5.29
无锡项目	11.27	19.18	5.60
淮安项目	10.00	5.87	5.25
杭州项目	9.40	10.04	3.40
合肥项目二期	7.46	4.08	暂无
青白江项目	7.14	9.09	1.39
嘉兴项目	8.32	9.31	2.05
长沙项目	9.11	9.87	2.91
奉化项目	10.36	19.66	6.01
津南项目	1.76	0.87	0.19
合计	195.46	188.94	53.41

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，公司物流园区开发和经营状况良好，收入规模稳定增长，毛利率维持在较高水平。同时公司项目储备丰富，能为未来业绩的提升提供有力支撑。但较大规模的在建和拟建项目亦为公司带来一定的资本支出压力，同时，国内仓储物流市场竞争日趋激烈，亦给公司运营管理带来更大的挑战。

房地产开发业务

公司自 1993 年开始从事房地产开发建设，产品业态主要为住宅和商业，积累了较为丰富的房地产开发经验公司，公司房地产业务包括房地产开发与销售、持有物业经营和物业管理，主要开发区域位于长江三角洲，辐射长沙、武汉和深圳等地；公司在致力于实现产品标准化、系列化、快速复制、高周转规模扩张的同时，注重围绕客户体验来设计

产品和服务，打造公司核心竞争力。截至 2018 年末公司共进入苏州、长沙、深圳、合肥、武汉、南通、上海和广州八个城市，其中苏州和深圳是公司重点发展城市。

表 8：2016~2018 年公司项目销售和结算情况

单位：万平方米、亿元

指标	2016	2017	2018
签约销售面积	39.32	35.33	31.09
签约销售金额	67.50	52.49	51.48
结转面积	26.40	28.64	32.93
结转金额	38.42	53.11	44.42

注：以上数据为并表口径。

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

项目销售方面，公司所开发的项目以自主销售和代理销售相结合的方式进行销售。在房地产调控政策持续及竞争加剧的背景下，公司房地产业务扩张较为谨慎，近年来销售金额呈下降趋势，2016~2018 年公司分别实现签约销售面积 39.32 万平方米、35.33 万平方米和 31.09 万平方米；同期分别实现签约销售金额 67.50 亿元、52.49 亿元和 51.48 亿元。从项目销售的区域分布来看，2018 年公司在 7 个城市实现签约销售，持续深耕苏州、深圳区域，在苏州、深圳、长沙的签约销售金额占总销售金额的比重分别为 63.36%、14.61% 和 8.95%。

表 9：2018 年公司房地产业务区域销售占比

单位：万平方米、亿元

城市	2018 年	
	销售面积	签约金额
苏州	19.36	32.62
长沙	5.41	4.61
深圳	1.08	7.52
合肥	2.13	2.89
武汉	2.50	3.15
南通	0.45	0.54
上海	0.07	0.15
合计	31.09	51.48

注：以上数据为并表口径。

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

项目结转方面，2016~2018 年公司分别结转面积 26.40 万平方米、28.64 万平方米和 32.93 万平方米；同期分别实现结转金额 38.42 亿元、53.11 亿元和 44.42 亿元，2017 年公司结转收入规模增长较快，主要系深圳山语海项目结转价格较高，且金额较

大，2018 年结转规模有所回落。待结算资源方面，截至 2019 年 3 月末，公司预收款项为 53.49 亿元，主要为预收房款，待结算资源规模尚可。

从项目开发情况来看，公司房地产项目主要为自主开发，2016~2018 年公司新开工面积分别为 36.03 万平方米、22.95 万平方米和 41.09 万平方米，同期竣工面积分别为 6.74 万平方米、27.08 万平方米和 32.03 万平方米。在建项目方面，截至 2018 年末，公司在建项目共有 11 个，主要分布于苏州、合肥、南通、长沙和武汉；在建项目计容建筑面积合计 193.44 万平方米。

表 10：2016~2018 年公司开竣工及在建情况

单位：万平方米

指标	2016	2017	2018
新开工面积	36.03	22.95	41.09
竣工面积	6.74	27.08	32.03

注：以上数据为并表口径。

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

新增土地储备方面，公司主要通过招拍挂渠道在原有重点城市基础上进行资源补充。近年来公司加大拿地力度，扩充土地储备。2016~2018 年公司新增并表项目土地储备建筑面积（全口径）分别为 18.96 万平方米、37.24 万平方米和 51.81 万平方米，购置成本（全口径）分别为 26.93 亿元、23.90 亿元和 67.61 亿元，新增土地平均成本分别为 14,486 元/平方米、6,419 元/平方米和 13,050 元/平方米，其中 2016 年公司在苏州获取 1 宗土地，新增土地储备楼面地价约 14,486 元/平方米；2017 年公司在合肥、长沙和武汉各获取一宗土地，因当地房地产均价较低，新增土地储备楼面地价约 6,419 元/平方米，较 2016 年明显下降；2018 年公司通过招拍挂方式获取 2 宗土地，对应计容建筑面积 51.81 万平方米，全年拿地金额为 67.61 亿元，新增土地储备楼面地价约 13,050 元/平方米。具体来看，2018 年 1 月公司以 23.86 亿元通过招拍挂方式竞得苏地 2017-WG-57 号地块，占地面积 5.51 万平方米，规划总建筑面积 15.26 万平方米，土地属性为住宅、幼儿园用地；2018 年 12 月公司通过招拍挂方式以 43.76 亿元竞得武汉 P（2018）179 地块，该宗地块占地 10.23 万平方米，规划总建筑面积 40.82 万平

方米，土地属性为住宅、商服、公园绿地，该项目为合作项目，公司持有 51% 股权。

表 11：2016~2018 年公司新增土地情况

单位：个、万平方米、元/平方米、亿元

项目	2016	2017	2018
当年新拓展项目	1	3	2
当年新增土地储备建筑面积（全口径）	18.96	37.24	51.81
当年新增土地储备建筑面积（权益口径）	18.96	37.24	31.81
当年新增土地平均成本	14,486	6,419	13,050
当年地价支出金额（全口径）	26.93	23.90	67.61
当年地价支出金额（权益口径）	26.93	23.90	46.17

注：以上仅包含并表项目。

资料来源：据公司提供，中诚信证评整理

截至 2018 年末，公司项目储备²总建筑面积为 140.21 万平方米，其中在售项目可售面积 17.58 万平方米，在建未取证项目可售面积 78.89 万平方米，待开发项目可售面积 43.74 万平方米。从具体城市来看，公司在苏州、长沙、武汉、合肥和南通项目储备面积分别为 35.37 万平方米、51.90 万平方米、46.00 万平方米、5.76 万平方米和 1.19 万平方米。按照目前公司房地产开发进度，现有土地储备可满足公司 3~4 年的开发需求，公司整体土地储备规模充足。但公司布局城市近年来调控政策有所收紧，其后续去化压力应加以关注。

整体来看，南山控股具有较丰富的房地产开发运营经验，近年来公司房地产业务销售情况较好，毛利率水平维持在较高水平，是公司收入和利润的主要来源。同时，项目储备充足，能为公司后续业绩的提升提供较好保障。但中诚信证评也关注到，随着在建和拟建项目的推进，公司后续仍具有一定的资本支出压力。

制造业板块

公司制造业板块收入主要由集成房屋和船舶舱室业务构成。2016~2018 年制造业板块收入分别为 9.27 亿元、10.90 亿元和 12.44 亿元，同期，毛利率分别为 20.05%、13.12%和 6.56%，受原材料成本上升影响，公司制造业毛利率逐年下降。

集成房屋

集成房屋业务由南山控股旗下的雅致集成事业部经营。公司集成房屋业务包括活动房、打包箱、模方空间、易安居、雅居、特种集装箱和配套产品等七大系列产品，是国内集成房屋的龙头企业之一，“雅致”品牌被评为“中国驰名商标”及“中国政府采购首选品牌”。公司在华南、华东、华中、西南、西北和华北等地区均拥有生产制造基地，通过实施以珠江三角洲、长江三角洲和环渤海湾区域为中心的三大区域城市群带发展以及其他区域中心城市的发展战略，产品的销售及网络覆盖全国近百个重点城市，主要销售客户为中建三局集团、中国建筑第五工程局及中交四航局等大型央企。

集成房屋产品主要包括模方空间、雅居、易安居、打包箱、活动板房、特种集装箱和雅致配套等七大系列产品，使用领域为建筑工地、政府安置、能源矿山营地、市政临时用房、大型赛事及各类商业活动临时用房等。其中，主要产品 K 房、箱房和围墙近三年来始终保持着市场占有率第一的地位。

原材料采购方面，集成房屋所需原材料包括带钢、彩钢、油漆、玻璃棉和木夹板等，主要原材料占生产成本的比重约为 65%，主要采用集中招（议）标分散采购与集中招（议）标统一采购两种模式，集中招（议）标统一采购占比在 60% 以上。

产品生产方面，集成房屋产品生产模式包括存货生产和订单生产两种，其中以存货生产模式为主，该模式以各制造部根据销售计划和库存定额等要素采取精益、准时生产方式组织生产；订单生产模式为各制造部根据客户个性化需求采取准时生产方式组织生产。产量方面，公司 K 房产量近年来有所波动，2016 年~2018 年分别为 76.46 万平方米、66.54 万平方米和 64.40 万平方米，同期产能利用率分别为 50.30%、42.12%和 99.08%，2018 年公司缩减过剩产能，产能利用率有所上升。箱房产量呈波动上升趋势，2016~2018 年分别为 14.68 万平方米、12.96 万平方米和 28.48 万平方米，同期产能利用率波动较大，分别为 48.92%、21.25%和 67.81%；围墙的业务规模较小，2016~2018 年产量分别为 6.82 万平方米、11.02 万平方米和 5.21 万平方米，产能

² 项目储备面积=已完工项目剩余可售面积+在建项目剩余可售面积+待开发项目剩余可售面积，仅包含并表项目。

利用率分别为 85.29%、110.18% 和 52.08%。

表 12：2016~2018 年集成房屋主要产品生产情况

产品	2016	2017	2018	
K 房	产能（万平方米）	152	158.00	65.00
	产量（万平方米）	76.46	66.54	64.40
	销量（万平方米）	76.46	66.54	61.34
	销售额（亿元）	2.37	2.54	2.13
箱房	产能（万平方米）	30.00	61.00	42.00
	产量（万平方米）	14.68	12.96	28.48
	销量（万平方米）	14.67	12.96	27.13
	销售额（亿元）	1.94	1.95	5.83
围墙	产能（万平方米）	8.00	10.00	10.00
	产量（万平方米）	6.82	11.02	5.21
	销量（万平方米）	6.82	11.02	4.96
	销售额（亿元）	0.64	0.18	0.15

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

产品销售方面，公司采取以销定产的销售策略，故主要产品 K 房、箱房和围墙的产销率近三年一期均为 100%。2016~2018 年 K 房实现销售金额分别为 2.37 亿元、2.54 亿元和 2.13 亿元；同期箱房分别实现销售金额 1.94 亿元、1.95 亿元和 5.83 亿元，2018 年箱房收入大幅上升；同期围墙分别实现销售额 0.64 亿元、0.18 亿元和 0.15 亿元。综上，2016~2018 年公司集成房屋业务收入分别为 5.27 亿元、7.37 亿元和 8.67 亿元，同期毛利率分别为 15.01%、11.34% 和 3.44%，毛利率受原材料采购成本上升而呈下降趋势。

船舶舱室

船舶舱室业务由南山控股旗下的华南建材（深圳）有限公司（以下简称“华南建材”）进行经营。华南建材成立于 1985 年，依托南山开发的强大资源优势，打造了集研发、设计、生产、销售和工程技术服务为一体的船舶耐火舱室提供商，并和全球

30 多个国家的几百家船舶制造企业建立了长期合作关系。

华南建材的主营产品包括金属复合岩棉板、金属铝蜂窝板、防火门、卫生单元、体舱室、船用钢质门和船用窗等，产品已经过世界主要船级室认证。其中，金属复合岩棉板、防火门及卫生单元的市场占有率近三年均为市场第一。

原材料采购方面，船舶舱室原材料主要包括钢材、岩棉、胶水、PVC 膜、锁具、洁具及五金件等，主要原材料占生产成本的 70%。公司主要采用集中招（议）标分散采购与集中招（议）标统一采购两种模式，且以前者为主。

产品生产方面，目前船舶舱室业务主要产品包括船舱板、卫生单元和防火门。产能方面，近三年公司复合板产能较为稳定，2016~2018 年分别为 144 万平方米、144 万平方米和 150 万平方米；防火门的产能由 2016 年的 96,000 扇下降至 2018 年的 80,000 扇；2016~2018 年卫生单元的产能分别为 15,000 套、15,000 套和 20,000 套。产能利用率方面，2018 年复合板、防火门、卫生单元产能利用率分别为 76.00%、70.47% 和 89.05%。

产品销售方面，公司采取经销商模式和直销模式相结合的销售模式，其中经销商模式占比 35%，直销模式占比 65%。从销售区域来看，公司以国内销售为主，国内销售额占销售收入总额的比重在 65% 以上。2016~2018 年，船舶舱室业务收入分别为 4.00 亿元、3.38 亿元和 3.63 亿元，2016 年以来受船舶行业景气度影响，收入规模有所波动。同期，毛利率分别为 24.54%、16.44% 和 17.51%，毛利率水平受原材料采购成本变化而有所波动。

表 13：2016~2018 年船舶舱室主要产品生产情况

产品	2016		2017		2018	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
复合板（万平方米）	144	134	144	109	150	114
防火门（扇）	96,000	77,454	96,000	54,046	80,000	56,373
卫生单元（套）	15,000	14,025	15,000	14,654	20,000	17,809

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，南山控股已发展成为以房地产开发、物流园区和制造业三大板块多元化发展格局。

同时，强有力的股东支持、丰富的项目开发运营经验以及充足的项目储备能为公司未来业绩的持续

提升提供有力支撑。但同时中诚信证评也关注到，房地产行业竞争加剧、制造业景气度及原材料采购成本波动或对公司业务运营产生一定影响。

公司治理

治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律法规要求，设立了股东大会、董事会、监事会、经理层。董事会下设战略、审计、提名、薪酬与考核委员会四个专门委员会，并设立独立董事、董事会秘书制度，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成有效的职责分工和制衡机制。

股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划。公司设董事会，对股东大会负责，负责召集股东大会，向股东大会报告工作，制定公司重要计划、制度和方案，决定公司内部管理机构的设置等。南山控股现董事会由 12 名董事组成，设董事长 1 名，副董事长 2 名，董事 5 名，独立董事 4 名，董事的任期为三年，可连选连任。董事会根据《公司章程》及相关细则在授予的权职范围内行使职权，决定公司的重大事项，制定公司的发展规划及经营方案。

公司设监事会，监事会由 3 名监事组成，其中职工代表选举的监事 1 名。监事会设主席 1 人，监事会主席由全体监事二分之一以上选举产生。公司监事会负责对董事、高级管理人员的履职情形及公司依法运作情况进行监督，对股东大会负责。董事、总经理和其他高级管理人员不得兼任监事。监事的任期为三年，可连选连任。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作。公司设副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。公司总经理、副总经理、董事会秘书和财务总监为公司高级管理人员。

总的来看，公司治理结构较为完善，能够按照现代企业制度实施有效的管理。

内部管理

投资管理方面，公司制定了《对外投资管理制

度》、《风险投资管理制度》等制度和流程，在重大投资及资产重组的提案、审核及决策时严格履行审批程序，并对其信息进行及时、准确、详细的披露，加强公司对重大投资的管理能力，规范投资行为，提高投资经济效益。

采购管理方面，公司建立了高效、透明的采购管理体系，制定并不断完善采购、外协加工的控制制度，使采购业务流程化、规范化、高效化，节省采购成本，提高采购效率；公司建立了供应商评价及控制制度，规范供应商评估标准，加强对供应商的管理，保证采购质量；公司采取有针对性的方法及策略，加强对物资采购的全面监督，有效防范采购风险。

销售管理方面，公司科学制定年度销售目标，有针对性的开展产品的销售业务，不断完善客户服务机制；公司根据客户的信誉、资信情况等，建立信用分级体系，优化客户资源，促进市场开发，降低资金风险；公司对销售与收款岗位进行职责分离，并规范销售发票开具程序，明确现金收取及记录的程序，控制销售收款过程中的风险；公司对应收账款责任到人，并配备专业法务人员，制定并不断更新欠款清收方案，及时收回款项，保证充足的现金流。

工程管理方面，公司设有工程管理部门，建立了总部与下属子公司的工程项目分级管控机制，明确了工程立项、招标、施工建设管理、成本管理、竣工验收等环节的业务流程、以及相关部门和工程管理人员的职责权限，以切实有效的管理活动规范工程项目的现场管理，发挥了提高工程质量、保证工程进度、控制工程成本的作用。

财务管理制度方面，公司设有财务部门，严格执行国家统一的会计准则制度，加强会计基础工作，制定了相应的会计核算、财务管理等制度，明确了会计凭证、会计账簿和财务报告的处理程序，并指定专人对各项交易的真实性、准确性、完整性进行审查、稽核。公司的核算工作基本实现了信息化处理，为会计信息及资料的真实完整提供了良好保证。

在资金管理方面，公司制定了《募集资金管理

办法》，对募集资金存储、资金使用及审批程序、项目变更及审批、管理监督和责任追究等方面进行明确规定，以保证募集资金专款专用。

此外，为强化集团化管理，公司对子公司亦进行统一管理。公司总部通过下达经营计划和目标责任书，委派董监高人员等方式，实现公司总部和子公司的战略协同，促进公司运营效率的提升；通过推进全面预算控制，对子公司经营进行更好的指导、控制与考核；通过财务审计、经营管理审计、日常监督检查等措施，进一步加强了对子公司的管控力度。

总体看，公司已建立了较为健全的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的长远发展奠定了良好的基础。

战略规划

基于对当前所面临的内外部环境，充分考虑自身资源、竞争力和发展潜力，公司修编了中长期发展规划，明晰了公司的战略定位和业务具体规划。

战略定位方面，公司坚持“聚焦主业、保持定力”，坚定发展物流战略性主业，进一步夯实主业根基，提升主业竞争力。进一步优化业务结构，提高物流业务对公司规模和业绩的贡献。同时，增强地产业务持续盈利能力，进一步提升公司资产效率。

物流园区方面，公司坚定在 2020 年实现“持有 500 万平方米仓储面积”的战略目标，坚持“稳健发展、优中选优”的原则，树立平台化思维，进一步完善网络布局，积极探索新的业务增长点，尝试基金合作，完善宝湾商业模式，建立多元、健康的物流生态圈，力争 2019 年末实现可出租面积 330 万平方米。

房地产方面，公司坚定发挥地产业绩支撑作用，坚定城市群深耕策略，以多种方式做好土地战略性储备工作，加快项目周转速度，提高产品品质，增强南山品牌影响力；公司将平衡好传统业务与转型业务的发展关系，对于商业综合体、文旅、康养、长租公寓等转型业态，认真总结经验，聚焦具有可持续、可复制业务模式的领域。

同时，公司以产城综合开发为战略性培育性主

业，“以产业+城市的综合开发和运营”为主营业务，为目标城市群提供区域产业发展规划、城市配套建设、产业资源整合及智慧化运营等服务，打造具备全国影响力的产城生态园区。公司将严格筛选产城综合开发项目，把握发展节奏，遵循“可复制，控风险”的发展原则，重点做好现有项目，突出产城互动、综合开发的宗旨，同时积极探索创新商业模式。

整体来看，公司根据其自身经营实际制定的战略规划较符合公司现阶段发展需求，其发展战略有望逐步实现。但同时中诚信证评也注意到，公司开展物流、地产等业务对外部融资需求较大，未来或将面临一定的资本支出压力。

财务分析

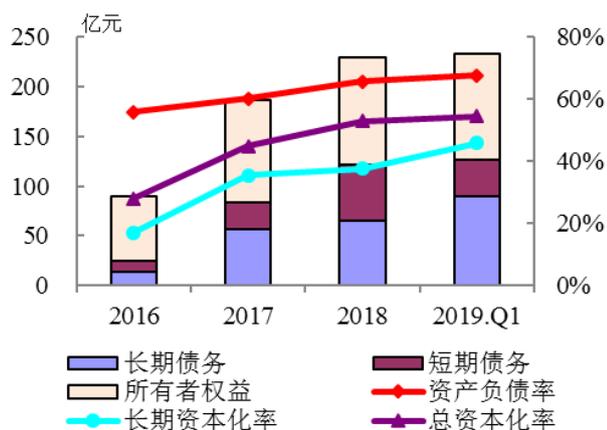
以下分析主要基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年~2018 年度审计报告和未经审计的 2019 年一季度报，其中 2017 年数据为 2018 年年初重述数。

资本结构

随着公司房地产及物流园区业务规模的不断扩张以及换股吸收深基地，公司资产规模呈现较明显增长，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司总资产分别为 147.16 亿元、258.57 亿元、315.24 亿元和 328.09 亿元；而随着公司项目的不断推进，公司对外部的融资需求快速增长，负债规模亦持续增长，同期末，公司负债总额分别为 82.25 亿元、155.73 亿元、207.28 亿元和 221.86 亿元。得益于利润累积及公司发行股份，同期末公司所有者权益分别为 64.91 亿元、102.84 亿元、107.95 亿元和 106.23 亿元，自有资本实力不断得以夯实。

财务杠杆比率方面，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司资产负债率分别为 55.89%、60.23%、65.75% 和 67.62%，同期末总资本化比率分别为 28.13%、44.87%、52.99% 和 54.37%，公司杠杆水平呈逐年上升趋势，但整体处于适中水平。

图 7：2016~2019.Q1 末公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司资产构成中以流动资产为主，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末流动资产占资产总额的比重分别为 85.03%、59.31%、60.36% 和 62.09%，公司流动资产主要由存货、货币资金、其他应收款和应收账款构成。截至 2018 年末，公司存货账面价值为 110.48 亿元，其中房地产开发成本账面价值 104.30 亿元，2018 年末公司在建和拟建项目大部分位于苏州、武汉和合肥等重点二线城市，此外房地产开发产品账面价值 1.90 亿元，近年来公司去化情况较好，整体来看未来现房销售压力较小；同期末公司货币资金为 51.61 亿元，货币资金较为充裕；同期末，公司其他应收款账面价值为 12.44 亿元，主要为关联方往来款及保证金，前五大应收单位余额占其他应收款期末余额的 74.42%，均为公司关联方，集中度较高；同期末，公司应收账款账面价值为 9.36 亿元，其中前五名应收账款占应收账款总额的比例为 40.76%，应收账款集中度较高；同期末，公司其他流动资产为 4.43 亿元，主要为待抵扣进项税额和预缴税费。另截至 2019 年 3 月末，公司存货、货币资金、其他应收款、应收账款和其他流动资产分别为 114.29 亿元、60.71 亿元、12.72 亿元、8.05 亿元和 6.35 亿元。

非流动资产方面，2018 年末公司非流动资产主要由无形资产、投资性房地产和固定资产构成。具体来看，截至 2018 年末，公司无形资产账面价值为 38.21 亿元，主要为公司物流园区土地使用权；同期末公司投资性房地产账面价值为 28.71 亿元，主要为已完工的物流园区；同期末公司固定资产为

24.75 亿元，主要为房屋及建筑物；同期末公司其他非流动资产为 12.71 亿元，主要为成都棚户改造项目的代垫拆迁补偿款；同期末公司长期股权投资账面价值 9.81 亿元，主要为公司持有的中开财务有限公司和深圳赤湾胜宝旺工程有限公司股权。另截至 2019 年 3 月末，公司无形资产、投资性房地产、固定资产分别为 37.82 亿元、30.80 亿元和 23.77 亿元、13.47 亿元和 9.81 亿元。

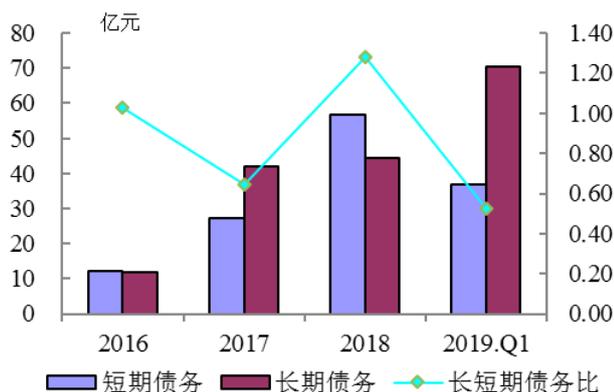
负债方面，2018 年末公司负债主要由预收款项、其他应付款、应交税费和有息债务构成。预收款项方面，得益于公司房地产销售回款，2018 年末公司预收账款余额为 42.19 亿元，同比增长 11.59%，一定规模的预收款项可为公司未来业绩提供较好支撑；2018 年末公司其他应付款余额为 14.33 亿元，主要为应付工程设备款、关联方往来款和押金质保金；应交税费方面，2018 年末公司应交税费余额 16.64 亿元，同比增长 65.23%，主要因土地增值税增加所致。另截至 2019 年 3 月末，公司预收款项、其他应付款、应交税费分别为 53.49 亿元、19.28 亿元和 13.76 亿元。

有息债务方面，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司总债务分别为 25.40 亿元、83.69 亿元、121.67 亿元和 126.56 亿元，公司房地产及物流园区项目开发支出需求持续攀升，使得总债务规模大幅增长。债务期限结构方面，同期末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.91 倍、0.48 倍、0.87 倍和 0.41 倍，2019 年以来公司调整长短期债务结构，债务期限结构有所优化。

所有者权益构成方面，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、未分配利润及少数股东权益构成，其中，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司实收资本分别为 18.77 亿元、18.77 亿元、27.08 亿元和 27.08 亿元，2018 年公司发行股票换股吸收深基地股权导致公司实收资本有所上升。同期末公司资本公积分别为 28.06 亿元、35.89 亿元、27.44 亿元和 27.44 亿元，2018 年末资本公积下降主要由于公司将收购深基地支付的合并对价与享有其所有者权益账面价值的份额之间的差额冲减资本公积。同期末，公司未分配利润分别为 6.75 亿元、18.39

亿元、23.35 亿元和 21.66 亿元，得益于较好的盈利能力，近年来公司留存收益呈不断增长趋势，2019 年 1~3 月公司出现亏损，期末未分配利润有所下滑。同期末，公司少数股东权益分别为 8.55 亿元、26.93 亿元、27.15 亿元和 27.12 亿元，主要为深圳市赤湾房地产开发有限公司和宝湾物流控股有限公司的少数股东权益³。

图 8：2016~2019.Q1 末公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，随着公司业务规模的扩大，其资产总额保持快速增长。但同时我们也关注到，公司近年来债务增幅较大，财务杠杆水平合理但呈上升趋势，加之公司拥有较大规模的房地产和物流园区开发在建项目，公司面临的资本支出压力或将进一步攀升。

盈利能力

公司营业收入主要来源于房地产开发、物流园区和制造业三大板块，其中房地产开发仍是其收入和利润的主要来源。2016~2018 年，公司分别实现营业收入 49.86 亿元、73.58 亿元和 70.52 亿元。分板块来看，同期房地产开发实现营业收入分别为 39.17 亿元、54.07 亿元和 47.86 亿元，受项目结转时点而呈一定波动；仓储物流收入保持稳定增长，2017~2018 年分别实现收入 6.18 亿元和 7.53 亿元；2016~2018 年制造业分别实现收入 9.27 亿元、10.90 亿元和 12.44 亿元，收入规模呈上升趋势。

毛利率方面，2016~2018 年公司营业毛利率分别为 38.34%、45.26%和 42.89%。具体来看，同期

房地产毛利率分别为 51.03%、51.03%和 49.80%，毛利率水平较高；2017~2018 年公司物流园区毛利率分别为 58.53%和 58.75%；2016~2018 年制造业毛利率分别为 20.06%、13.12%和 6.56%，受原材料采购成本上升影响，公司制造业毛利率明显下滑。此外，2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.03 亿元，同比下降 39.72%，受公司工程节点铺排影响，2019 年一季度公司竣工结转收入较少；同期公司毛利率为 36.10%，同比下降 7.47 个百分点。

期间费用方面，受深基地并入影响，近年来公司管理费用上升，同时债务规模的增加亦使公司财务费用逐年增加，公司整体期间费用呈上升趋势。2016~2018 年公司期间费用分别为 4.69 亿元、9.52 亿元和 10.88 亿元，同期公司三费收入占比分别为 9.41%、12.93%和 15.43%，公司整体期间费用控制能力有所弱化。另 2019 年 1~3 月，公司三费合计 3.25 亿元，受 2019 年一季度结转收入较少影响，三费收入占比为 53.91%。

表 14：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

项目	单位：亿元、%			
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	1.99	2.17	2.21	0.58
管理费用	2.57	4.65	5.86	1.69
财务费用	0.13	2.70	2.81	0.98
三费合计	4.69	9.52	10.88	3.25
营业总收入	49.86	73.58	70.52	6.03
三费收入占比	9.41	12.93	15.43	53.91

注：2018 年及 2019 年一季度管理费用含研发费用。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成，2016~2018 年公司经营性业务利润分别为 8.92 亿元、14.08 亿元和 11.84 亿元。此外，同期公司资产减值损失分别为 0.84 亿元、0.59 亿元和 0.24 亿元，主要为公司计提坏账损失。综上，2016~2018 年公司利润总额分别为 8.56 亿元、13.78 亿元和 11.95 亿元，同期公司分别实现净利润 6.01 亿元、9.10 亿元和 7.54 亿元，所有者权益收益率分别为 9.26%、8.84%和 6.98%，公司整体盈利能力有所弱化。此外，2019 年 1~3 月，受公司收入下降且三费侵蚀影响，公司实现利润总额-1.10 亿元，净利

³ 截至 2018 年末深圳市赤湾房地产开发有限公司和宝湾物流控股有限公司少数股东持股比例分别为 49.02%和 22.64%。

润-1.17 亿元。

图 9：2016~2019.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司收入受房地产业务影响呈一定波动，且公司并入深基地后期间费用有所增长，对公司利润造成一定侵蚀，公司整体盈利能力有所下降。

偿债能力

2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司总债务规模分别为 25.40 亿元、83.69 亿元、121.67 亿元和 126.56 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.91 倍、0.48 倍、0.87 倍和 0.41 倍。

获现能力方面，2016~2018 年公司 EBITDA 分别为 10.33 亿元、19.14 亿元和 17.82 亿元。同期，公司总债务/EBITDA 分别为 2.46 倍、4.37 倍和 6.83 倍，EBITDA 利息保障系数分别为 9.28 倍、5.32 倍和 3.52 倍，随着债务规模的快速上升，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度有所减弱。

现金流方面，2016~2018 年公司经营活动净现金流分别为 9.77 亿元、-0.99 亿元和 8.37 亿元，受销售回款进度和当年拿地规模影响而呈一定波动，同期经营活动净现金流/总债务分别为 0.38 倍、-0.01 倍和 0.07 倍，经营活动净现金流/利息支出分别为 8.78 倍、-0.27 倍和 1.66 倍，经营活动净现金流对债务保障程度不足。

表 15：2016~2019.Q1 公司偿债能力指标

财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务（亿元）	12.11	27.20	56.70	37.02
长期债务（亿元）	13.29	56.49	64.97	89.55
总债务（亿元）	25.40	83.69	121.67	126.56
经营活动净现金流（亿元）	9.77	-0.99	8.37	6.12
EBITDA（亿元）	10.33	19.14	17.82	-
总债务/EBITDA（X）	2.46	4.37	6.83	-
经营净现金流/总债务（X）	0.38	-0.01	0.07	0.19
EBITDA 利息倍数（X）	9.28	5.32	3.52	-
经营净现金流/利息支出（X）	8.78	-0.27	1.66	-

注：2019 年一季度经营净现金流/总债务指标经年化处理。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

对外担保方面，截至 2018 年末，公司对外担保总额⁴为 2.30 亿元，担保对象为苏州宏景置业房地产有限公司，占公司 2018 年末净资产的 2.13%。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限货币资金、存货、投资性房地产、无形资产和固定资产分别为 1.08 亿元、33.66 亿元、0.69 亿元、0.45 亿元和 0.53 亿元，公司受限资产账面价值合计 36.95 亿元，占当期末总资产的 11.72%，主要为保证金和因抵押贷款而受限的资产。

从融资渠道方面来看，截至 2019 年 3 月末，公司获得银行授信额度 89.99 亿元，未使用额度 55.62 亿元。此外，公司为 A 股上市公司，融资渠道较为畅通。

总体而言，近年来公司盈利能力有所下滑，同时随着公司房地产开发及物流园区业务项目的持续推进，公司债务快速增长，未来或面临较大的资本支出压力。但考虑到公司强有力的股东支持、经营活动净现金流状况好转、项目储备充足以及通畅的融资渠道，公司债务偿还有保障。

担保实力

本次债券由中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“南山开发”或“公司”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

⁴ 不包括子公司为客户提供的销售按揭担保；南山控股持有苏州宏景置业房地产有限公司 20% 股权。

业务运营

南山开发从开发赤湾港口、石油基地起步，现已发展为一家以房地产开发、综合物流为核心产业的跨行业、跨地区经营的综合性大型企业集团。2018 年南山开发实现收入 137.84 亿元，同比增加 16.72%，其中，房地产业务、物流运输业务、车辆产品销售业务、物流园区业务和集成房屋业务分别实现收入 46.58 亿元、29.43 亿元、23.74 亿元、8.86 亿元和 8.67 亿元，其在总收入中占比分别为 33.79%、21.35%、17.23%、6.43%和 6.29%。同期，上述业务的增速分别为-20.58%、44.42%、136.94%、28.99%和 17.54%，除房地产业务收入受结转时点影响有所下降外，公司各大板块收入均实现较好增长。

表 16: 2017~2018 年公司营业收入情况

单位：亿元、%

业务类型	2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率
一、综合物流业务	37.75	12.16	62.79	10.46
其中：运输物流-运输业务	20.38	1.69	29.43	1.13
仓储物流-装卸业务	0.28	-8.92	0.53	-4.37
仓储物流-堆存仓储业务	6.87	58.78	8.86	60.93
仓储物流-港务管理业务	0.19	70.57	0.23	71.92
贸易物流-车辆产品销售	10.02	0.97	23.74	2.91
二、房地产业务	58.65	55.69	46.58	49.30
三、制造业务	13.91	12.65	16.97	7.39
其中：集成房屋业务	7.37	11.34	8.67	3.44
船舶舱室配套业务	3.38	16.44	3.64	17.51
钢结构及其他产品销售业务	3.15	11.66	4.67	6.86
四、其他业务	7.80	56.34	11.50	61.84
其中：经营租赁业务	2.58	80.17	3.00	82.54
电站业务（供电业务）	1.47	22.69	1.51	22.07
工程及监理业务	0.47	0.35	1.50	2.09
塔机租赁业务	1.05	7.77	0.88	1.80
其他业务	2.22	85.92	4.61	92.32
合计	118.09	36.67	137.84	27.49

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司房地产开发、物流园区、集成房屋和船舶舱室业务主要由南山控股运营，其业务运营情况参见在南山控股业务运营部分，在此不再赘述。

物流运输业务主要由深圳市赤湾东方物流有限公司（以下简称“东方物流”）运营，东方物流是

一家集物流网络运营、供应链管理及物流园区运作为一体，专业从事第三方物流、第四方物流服务的大型综合性现代物流企业，东方物流有自有车、挂靠车和外包车三种经营模式。近年来公司积极扩张东方物流业务规模，截至 2018 年末，东方物流在全国范围内设立 45 家分支机构，拥有园区及货运场面积 130 万平方米；东方物流自有牵引车 1,830 辆，槽罐车 264 辆，半挂车 5,137 台，集装箱 4,334 个，可控社会车辆约 3 万台。东方物流主要客户包括百世物流科技（中国）有限公司（以下简称“百世物流”）、速尔快递有限公司、富士康、比亚迪等，2018 年东方物流销售前五大客户销售占比为 62.51%，其中百世物流销售占比为 51.78%，单一客户集中度较高。

公司车辆产品销售业务由物流业务板块东方物流下属全资子公司深圳市赤湾东方供应链管理有限公司负责经营。车辆产品销售业务主要为平行汽车进口、内贸业务及其产业链物流延伸服务，包括海内外采购、进口通关、保税展示、货运代理、售后保险、车辆保养维修综合服务。业务模式方面，公司接受国内经销商的企业客户的订单，根据客户的订单具体需求向国外汽车贸易商进行进口采购，货物到港后办理物流报关、运输和仓储保管等物流服务，客户在提货前完成所有款项支付。其主要客户是国内车辆经销商、销售公司。结算方式方面，主要采用现金结算，客户支付一定比例的预付款，货物一般在 3-6 个月内交付，客户在提货前结清货款。该业务主要供应商是海内外车商，国内主要采用现金结算，国外采购主要采用现金或 3-6 个月期限的信用证结算。公司 2018 年车辆产品销售业务实现收入 23.74 亿元，同比增长 136.94%，业务规模快速扩张，已成为公司最重要的收入来源之一。

总体来看，公司目前已形成以房地产、综合物流业务和制造业为主的多元化产业格局，2018 年房地产业务签约销售金额有所提升，物流园区可出租面积持续扩大，物流运输和车辆产品销售业务规模扩张较快，制造业收入稳步增长。多元化的产业格局有利于分散其经营风险，且各产业间具有一定的协同效应，公司整体业务运营情况良好。

财务分析

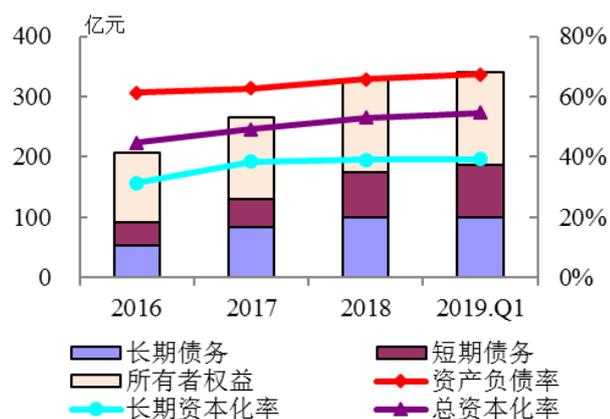
以下分析主要基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年~2018年度审计报告和未经审计的2019年一季度报，其中2017年数据为2018年年初重述数。

资产方面，随着各板块业务的开展，公司的资产规模有所扩大，截至2018年末，公司的总资产为451.89亿元，同比增加24.73%。同期负债亦有所增加，同期末，公司的总负债为297.58亿元，同比增加30.89%。同期末，得益于利润累积，公司所有者权益规模为154.32亿元，同比增加14.35%。另截至2019年3月末，公司总资产、总负债和所有者权益分别为473.47亿元、318.75亿元和154.73亿元。

财务杠杆比率方面，2018年末公司资产负债率和总资本化比率分别为65.85%和53.05%，同比分别上升3.10个百分点和3.86个百分点。另截至2019年3月末，公司资产负债率和总资本化比率进一步上升至67.32%和54.59%。

债务规模方面，2018年公司房地产及物流园区项目开发支出需求持续攀升，使得总债务规模大幅增长，截至2018年末公司总债务规模为174.35亿元，同比上升33.46%，其中短期债务同比上升61.85%至75.04亿元，长期债务同比上升17.84%至99.31亿元，长短期债务比为0.76倍，同比上升0.21倍。另截至2019年3月末，公司总债务上升至186.01亿元，长短期债务比为0.86倍。公司短期债务规模上升较快，短期偿付压力加大。

图 10：2016~2019.Q1 末公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从盈利能力来看，2018年公司营业收入同比增加16.72%至137.84亿元，同时，公司的营业毛利率为27.49%，同比下降9.17个百分点，具体来看，制造业毛利率受原材料采购成本上升而大幅下降，2018年其毛利率下降5.26个百分点至7.39%。房地产业务受结转区域结构变化影响，毛利率下降6.39个百分点至49.30%；综合物流业务毛利率同比下降1.70个百分点至10.46%，主要受毛利率较低的车辆产品销售收入占比上升影响。另2019年1~3月，公司实现收入19.73亿元，同比下降12.73%，毛利率为18.40%，同比下降7.10个百分点。

2018年公司的期间费用合计19.59亿元，同比上升23.04%，期间费用收入占比为14.21%，同比增长0.73个百分点，期间费用占比稳中有升。另2019年1~3月公司期间费用合计4.88亿元，期间费用占比为24.74%。

表 17：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元、%				
项目	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	2.74	2.67	2.84	0.54
管理费用	6.89	8.25	10.57	2.63
财务费用	3.41	5.00	6.18	1.71
期间费用合计	13.05	15.92	19.59	4.88
营业总收入	94.56	118.09	137.84	19.73
期间费用收入占比	13.80	13.48	14.21	24.74

注：2018年及2019年一季度管理费用含研发费用。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司的利润总额主要来自经营性业务利润和投资收益，2018年公司的经营性业务利润为9.35亿元，同比下降43.90%，主要因公司主要利润来源房地产业务收入下降所致；2018年公司实现投资收益36.08亿元，主要因2018年6月南山开发将其持有的深圳赤湾港航股份有限公司（以下简称“深赤湾”）32.52%股权的协议转让给招商局港通发展（深圳）有限公司，取得投资收益34.68亿元，该收入不具备可持续性；此外，2018年公司资产减值损失为2.87亿元，主要受2018年A股市场波动影响，公司计提可供出售金融资产减值损失2.60亿元。综合来看，2018年公司的利润总额为44.28亿元，同比增长135.16%，同期公司实现净利

润 28.54 亿元，同比增长 112.37%。另 2019 年 1~3 月，公司利润总额为 0.25 亿元，实现净利润 0.05 亿元。

EBITDA 方面，公司的 EBITDA 主要由利润总额和利息支出构成，2018 年公司 EBITDA 为 56.10 亿元，同比增加 97.26%。2018 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 3.11 倍和 7.04 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度有所增强。

现金流方面，2018 年公司经营活动净现金流为 -2.13 亿元，较 2017 年的 -10.01 亿元净流出幅度有所缩窄，但仍无法对债务本息形成保障。

或有负债方面，截至 2018 年末，南山开发无对外担保。

财务弹性方面，截至 2018 年末，南山开发共获得银行授信 344.81 亿元，其中未使用额度为 217.40 亿元，备用流动性充足。同时，公司控股子公司南山控股为 A 股上市公司，融资渠道顺畅。

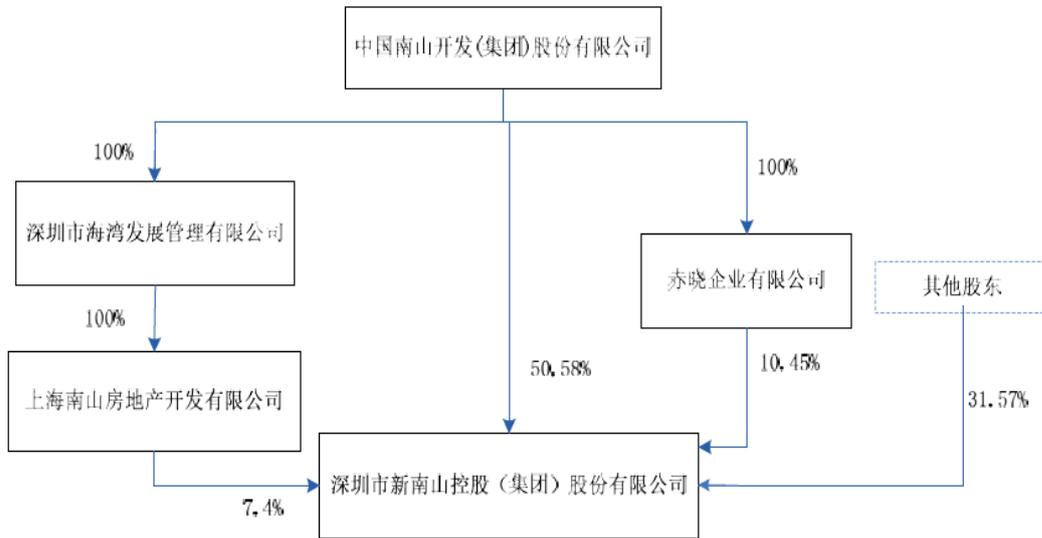
重大诉讼方面，截至 2018 年末，公司无重大未决诉讼。

总体来看，南山开发在跟踪期内积极扩充土地储备并保持在建项目持续推进，债务规模实现较快增长，财务杠杆水平有所上升。但公司收入规模不断增长，拥有充足且优质的项目储备，融资渠道通畅，加之公司股东综合实力雄厚，整体仍具备极强的偿债能力。其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能够对本次债券按期偿还提供有力的保障。

结 论

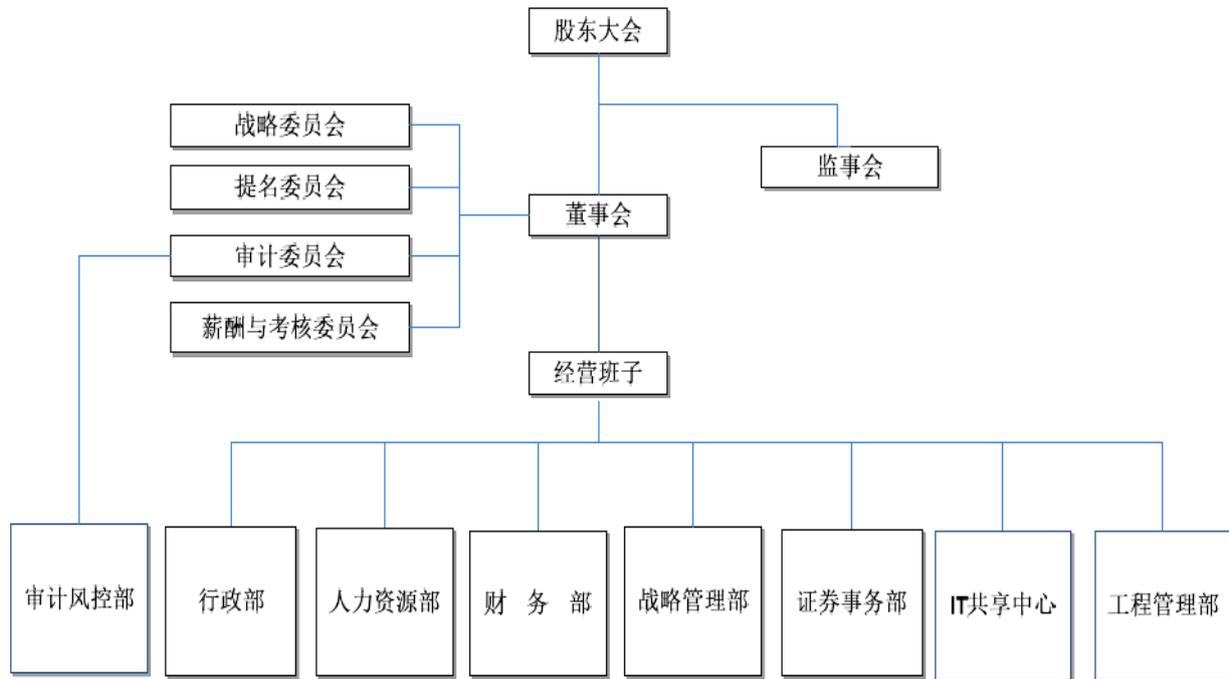
综上，中诚信证评评定深圳市新南山控股（集团）股份有限公司主体信用等级 **AA⁺**，评级展望稳定；维持“深圳赤湾石油基地股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级 **AAA**。

附一：深圳市新南山控股（集团）股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：深圳市新南山控股（集团）股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：深圳市新南山控股（集团）股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	357,505.95	357,126.98	516,091.59	607,112.35
应收账款净额	51,984.93	65,890.53	104,558.94	86,008.72
存货净额	774,119.51	774,851.99	1,104,787.78	1,142,863.10
流动资产	1,251,358.18	1,533,652.50	1,902,646.09	2,037,230.95
长期投资	22,801.72	88,411.55	98,076.03	98,118.34
固定资产合计	80,097.51	471,656.17	589,902.23	586,869.30
总资产	1,471,606.85	2,585,742.74	3,152,366.88	3,280,893.00
短期债务	121,065.78	271,962.55	567,021.76	370,172.41
长期债务	132,948.41	564,937.35	649,709.46	895,452.08
总债务（短期债务+长期债务）	254,014.20	836,899.89	1,216,731.22	1,265,624.49
总负债	822,463.92	1,557,297.88	2,072,816.91	2,218,560.32
所有者权益（含少数股东权益）	649,142.93	1,028,444.86	1,079,549.97	1,062,332.68
营业总收入	498,581.21	735,847.90	705,167.86	60,342.21
三费前利润	136,158.43	235,949.65	227,204.12	18,737.25
投资收益	5,743.64	1,057.14	897.13	4,253.63
净利润	60,108.34	90,954.55	75,364.69	-11,653.96
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	103,349.40	191,358.65	178,187.62	-
经营活动产生现金净流量	97,748.44	-9,872.03	83,749.58	61,184.27
投资活动产生现金净流量	-23,785.81	-160,630.00	-194,239.71	-37,838.41
筹资活动产生现金净流量	30,263.70	117,568.61	266,513.86	65,914.92
现金及现金等价物净增加额	105,956.88	-54,563.22	157,205.55	89,123.74
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	38.34	45.26	42.89	36.10
所有者权益收益率（%）	9.26	8.84	6.98	-4.39
EBITDA/营业总收入（%）	20.73	26.01	25.27	-
速动比率（X）	0.69	0.77	0.57	0.69
经营活动净现金/总债务（X）	0.38	-0.01	0.07	0.19
经营活动净现金/短期债务（X）	0.81	-0.04	0.15	0.66
经营活动净现金/利息支出（X）	8.78	-0.27	1.66	-
EBITDA 利息倍数（X）	9.28	5.32	3.52	-
总债务/EBITDA（X）	2.46	4.37	6.83	-
资产负债率（%）	55.89	60.23	65.75	67.62
总债务/总资本（%）	28.13	44.87	52.99	54.37
长期资本化比率（%）	17.00	35.46	37.57	45.74

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、其他应付款中的融资租赁款调整至短期债务，长期应付款中的融资租赁款调整至长期债务，其他流动负债中的关联方借款调整至短期债务，其他非流动负债中的关联方借款调整至长期债务；

3、2017 年数据为 2018 年初重述数；

4、2019 年一季度所有者权益收益率数据经年化处理。

附四：中国南山开发（集团）股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	530,423.39	365,009.13	579,106.66	866,298.44
应收账款净额	92,109.77	114,329.39	190,172.23	169,622.34
存货净额	848,036.24	945,236.01	1,361,261.56	1,413,056.19
流动资产	1,613,987.84	1,972,090.14	2,746,947.94	2,997,293.60
长期投资	305,386.68	382,248.67	228,435.15	199,987.13
固定资产合计	577,828.83	742,767.01	939,135.54	936,013.39
总资产	2,961,322.69	3,622,962.14	4,518,912.43	4,734,708.93
短期债务	400,030.44	463,614.17	750,356.03	859,808.12
长期债务	513,531.29	842,795.70	993,116.78	1,000,332.59
总债务（短期债务+长期债务）	913,561.74	1,306,409.87	1,743,472.80	1,860,140.71
总负债	1,814,503.88	2,273,496.25	2,975,756.59	3,187,450.00
所有者权益（含少数股东权益）	1,146,818.80	1,349,465.90	1,543,155.84	1,547,258.93
营业总收入	945,634.97	1,180,929.70	1,378,386.20	197,331.45
三费前利润	266,739.29	325,922.81	289,390.39	31,619.05
投资收益	27,159.80	18,557.87	360,828.89	8,052.66
净利润	103,619.22	134,374.29	285,369.07	531.88
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	239,703.93	284,376.61	560,950.95	-
经营活动产生现金净流量	203,670.20	-98,790.08	-21,304.02	53,057.52
投资活动产生现金净流量	-188,461.36	-398,791.33	-51,772.62	128,056.20
筹资活动产生现金净流量	46,950.80	334,430.69	285,150.00	112,082.19
现金及现金等价物净增加额	64,053.06	-165,005.12	210,522.60	293,447.81
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	37.32	36.67	27.49	18.40
所有者权益收益率（%）	9.04	9.96	18.49	0.07
EBITDA/营业总收入（%）	25.35	24.08	40.70	-
速动比率（X）	0.64	0.77	0.74	0.76
经营活动净现金/总债务（X）	0.22	-0.08	-0.01	0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	0.51	-0.21	-0.03	0.12
经营活动净现金/利息支出（X）	4.74	-1.81	-0.27	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.58	5.21	7.04	-
总债务/EBITDA（X）	3.81	4.59	3.11	-
资产负债率（%）	61.27	62.75	65.85	67.32
总债务/总资本（%）	44.34	49.19	53.05	54.59
长期资本化比率（%）	30.93	38.44	39.16	39.27

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、其他应付款中的融资租赁款调整至短期债务，长期应付款中的融资租赁款调整至长期债务；

3、2017 年数据为 2018 年初重述数；

4、2019 年一季度所有者权益收益率数据经年化处理。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

经营性业务利润 = 三费前利润 - 三费合计

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附六：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。