



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪229号

深圳赤湾石油基地股份有限公司：

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，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；上调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
二零一八年五月三十日

深圳赤湾石油基地股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告（2018）

发行主体	深圳赤湾石油基地股份有限公司		
债券简称	12 基地债		
债券代码	112140.SZ		
担保主体	中国南山开发（集团）股份有限公司		
发行规模	人民币 5.7 亿元		
存续期限	2012/12/17—2019/12/17		
上次评级时间	2017/06/15		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

基本观点

2017 年，深圳赤湾石油基地股份有限公司（以下简称“深基地”或“赤湾基地”、“公司”）进一步完善其物流园区在全国的网络布局，多个新物流园区陆续投入运营，该业务板块成长迅速，占营业总收入的比重不断上升。但同时中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到，公司的在建和拟建项目较多，未来仍具有较大的资本支出压力，且主要偿债能力指标有所弱化，以及被南山控股公司吸收合并等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持深基地主体信用等级 AA，评级展望稳定，上调“深圳赤湾石油基地股份有限公司 2012 年公司债券”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（以下简称“南山集团”或“集团”）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

- **物流园区业务收入快速增长。**近年来多个物流园区全面投入运营，公司营业收入保持持续稳定增长，2015-2017 年，公司物流园区业务收入分别为 4.84 亿元、5.36 亿元、6.24 亿元，且随着在建物流园区项目的陆续投产，公司物流园区业务收入有望继续提升。
- **南山集团作为担保方为本次债券本息的偿付提供了有力支持。**南山集团以房地产开发、综合物流为核心产业，综合实力很强，2017 年，南山集团实现收入 118.09 亿元，同比增加 24.88%，发展前景良好，可为本次债券本息的偿付提供有力支持。

概况数据

深基地	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	20.71	26.14	35.76
总资产（亿元）	56.44	75.49	93.29
总债务（亿元）	29.30	43.13	46.56
营业总收入（亿元）	6.50	6.78	7.63
营业毛利率（%）	54.33	55.75	55.22
EBITDA（亿元）	4.58	4.26	4.15
所有者权益收益率（%）	5.34	0.81	-1.20
资产负债率（%）	63.30	65.37	61.67
总债务/EBITDA（X）	6.40	10.11	7.72
EBITDA 利息倍数（X）	2.65	2.24	1.79
南山集团	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	108.15	114.68	134.95
总资产（亿元）	254.35	296.13	362.30
总债务（亿元）	70.18	92.71	127.80
营业总收入（亿元）	72.64	94.56	118.09
营业毛利率（%）	27.25	37.32	36.67
EBITDA（亿元）	21.77	23.97	28.44
所有者权益收益率（%）	9.28	9.04	9.96
资产负债率（%）	57.48	61.27	62.75
总债务/EBITDA（X）	3.22	3.87	4.49
EBITDA 利息倍数（X）	5.37	5.58	5.21

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分析师

胡辉丽 hlhu@ccxr.com.cn

袁金富 jfyuan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年5月30日

关注

- **存在一定的资本支出压力。**截至 2017 年末，公司在建物流园项目有 12 个，主要的拟建项目 16 个，面临一定的资本支出压力。
- **盈利能力减弱。**因新投入运营的物流园缴纳房产税等导致公司税金较重，加之管理及财务费用过高，导致公司 2017 年经营性业务利润明显下滑，同时，参股公司受石油行业不景气影响，经营大幅亏损，亦造成投资收益同比下降。上述因素造成公司当年盈利减弱。2015-2017 年，公司的利润总额为 1.41 亿元、0.72 亿元、-0.10 亿元；净利润分别为 1.11 亿元、0.21 亿元、-0.42 亿元。
- **被南山控股公司吸收合并。**2018 年 2 月，证监会核准深圳市新南山控股（集团）股份有限公司换股吸收合并深基地，深基地公司 B 股股票需在证监会核准后 12 个月内终止上市并摘牌，吸收合并完成后，深基地将终止上市并注销法人资格，南山控股将承继及承接深基地的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。

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、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

重大事项

公司于 2016 年 7 月 2 日公告《深圳市新南山控股（集团）股份有限公司（以下简称“南山控股”）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（草案）》，披露南山控股拟向深基地所有换股股东发行 A 股股票交换股东所持有的深基地 B 股股票。2016 年 7 月 28 日，国务院国资委批准本次交易，2016 年 8 月 22 日，商务部原则同意南山控股吸收合并深基地交易方案。2016 年 8 月 30 日，公司收到证监会关于本次交易申请文件的受理通知书。

2018 年 2 月 12 日，南山控股发行 A 股股份吸收合并深圳赤湾石油基地股份有限公司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。根据本次换股吸收合并方案安排，公司 B 股股票需在证监会核准后 12 个月内终止上市并摘牌。2018 年 2 月 22 日，公司收到中国证监会对本次重大资产重组事项的核准批复。2018 年 2 月 23 日，公司披露《深圳市新南山控股（集团）股份有限公司发行 A 股股份换股吸收合并深圳赤湾石油基地股份有限公司暨关联交易报告书（修订稿）》。

本次换股吸收合并完成后，深基地将终止上市并注销法人资格，南山控股将承继及承接深基地的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。

行业分析

2017 年原油价格有所上涨，带动市场景气度回升。且长期来看，石油作为重要资源具有不可再生性，国家不断加大对南海油气资源的开采力度，海洋石油后勤服务需求长期向好。

据中国石油集团经济技术研究院发布的 2017 年度《国内外油气行业发展报告》，2017 年中国石油消费增速回升，国内原油产量连续两年下降，对外依存度进一步提升。2017 年，中国原油消费持续中速增长，石油表观消费量约为 5.88 亿吨，增速为 5.9%。2017 年全年估计产量 1.92 亿吨，同比下降

3.1%。同期，石油产量的下降使得石油对外依存度进一步上升，达 67%。

图1：2006~2017年中国原油产量及增速



资料来源：《2017 年国内外油气行业发展报告》

油价方面，2017 年以来，随着 OPEC 的达成减产协议以及地缘政治风险的上升，使得油价表现为震荡向上，行业景气程度有所提升。

图2：2017 年以来 WIT 原油期货价格



资料来源：公开资料

如前所述，近年来，我国石油产量有所下滑，且我国的石油产量以陆上石油为主，海上石油为辅。但由于国内陆地石油勘探程度较高，开采难度逐渐增大，海洋成为全球油气资源重要的新增长区。南海油气资源储量丰富，国内石油公司均重视南海油气勘探开采。作为南海油气资源开发重要主体的中海油，近年来加大了对南海油气资源开发的投资和开发力度，尤其是深海区域。据中海油的规划，“十三五”期间，中海油将在深水区域新建设 5,000 万吨油当量的生产能力；在 2020 年前将投资 2,000 亿元用于加大开发南海深水油气资源，同时加紧在国外收购深水钻井平台，全面铺开深水油气的开采。

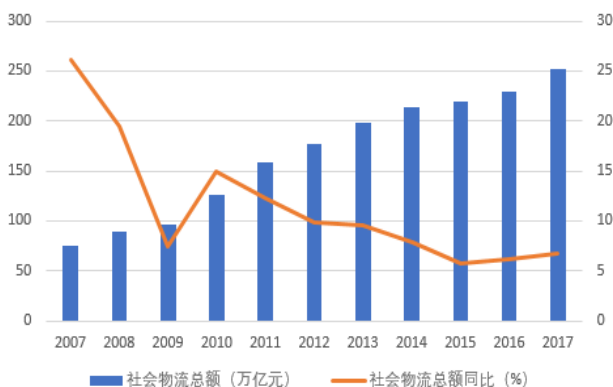
未来国家将继续加大南海石油天然气资源的

开采力度，且随着原油价格上涨，市场景气度回升，也将带动海洋石油后勤服务业务的发展。

近年我国物流行业进入平稳增长期，仓储物流需求企稳向好，但外资、民营资本及房地产企业的进入使得行业竞争有所加剧。

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，我国社会物流总额增速依然有所上升，但总体进入中低速增长态势。2015~2017年，我国的社会物流总额分别为219.2万亿元、229.7万亿元、252.8万亿元，同比增速分别为5.8%、6.1%、6.7%。

图3：2007~2017年我国社会物流总额及同比情况



资料来源：中国物流信息中心，中诚信证评整理

物流行业总体进入中低速增长期，具体到仓储行业来看，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2018年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，我国物流园区行业市场需求保持平稳增长，但外资和民营资本的介入，市场竞争有所加剧。

业务分析

公司的主要业务分为石油后勤板块和物流园区板块，其中石油后勤板块包括堆存（仓储）业务、装卸业务、港务管理业务、办公租赁业务；物流园区板块包括仓储业务、装卸业务和办公租赁等，目前物流园区板块为公司的主要收入来源。受益于公司已有物流园区仓租价格上涨和出租率的提高，以及新建物流园区的投入使用，公司的收入有所增长，2017年，公司实现营业收入为7.63亿元，同比增加12.58%。

表1：2015~2017年公司营业收入构成

	单位：亿元		
	2015	2016	2017
石油后勤业务	1.66	1.42	1.42
物流园区业务	4.84	5.36	6.04
其他	0.00	0.00	0.17
合计	6.50	6.78	7.63

注：表中数据经四舍五入而得，小数尾差并未调整，下同。（表中数据合并口径，已抵消关联交易收入、成本）

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

中海油建造的惠州基地投入运营造成了部分客户的分流，但公司积极开拓新客户以及推进转型，使得石油后勤板块整体运营相对平稳。

公司石油后勤服务以赤湾基地为运营主体，为石油行业客户提供后勤服务，具体包括堆存（仓储）、装卸、港务管理和办公租赁等业务。目前，赤湾基地占地面积487,947.12平方米，拥有101,175

平方米的仓库、167,628 平方米的堆场和 711 米功能齐全的专业码头和 9 个五千吨泊位。

赤湾基地占有南海东部作业区的大部分石油后勤服务市场份额，后随着中海油建造的惠州石油后勤服务基地全面投入运营，区域竞争市场发生了变化，部分石油类客户从赤湾基地向惠州基地转移，造成公司仓储及办公租赁业务有所下滑。2017 年公司石油后勤板块整体业务收入为 14,245 万元，较上年增长 0.66%，其中装卸及港务管理业务收入均高于上年同期，非石油业务的作业量同比有所增长；堆存（仓储）和办公租赁业务收入同比上年略有下降，主要为石油类客户退租的影响。2017 年，公司堆存（仓储）业务、装卸业务、港务管理、办公租赁收入分别 8,433 万元、1,844 万元、1,933 万元、1,823 万元，同比增速分别为-1.68%、6.96%、14.45%、-15.29%。

表 2：2015~2017 年公司石油后勤服务收入构成

单位：万元			
	2015	2016	2017
堆存（仓储）	9,865	8,577	8,433
装卸	2,570	1,724	1,844
港务管理	1,665	1,689	1,933
办公租赁	2,462	2,152	1,823
其他	80	10	211
合计	16,642	14,152	14,245

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

具体分业务来看，堆场（仓储）业务是指赤湾基地以拥有的堆场和仓库，服务于从事海上石油开发和海上石油开发服务的公司等，储存海上石油开发和服务所需的设备和物资等。堆存方面，如前所述，部分石油类客户退租，使得堆场的出租率有所下降。2017 年，堆场面积为 16.7 万平米，同比无变化，堆场出租率为 68%，较上年减少 3.88 个百分点。仓库方面，随着公司着力推进基地向“科技创新、文化创意”新型产业园区的运营转变，公司加大力度推进新产业客户的导入，先后引进多个文化创新类和科技智能类企业，仓库出租率上升明显。2017 年，公司的仓库出租率为 71%，较上年增加 10.93 个百分点。

办公租赁业务是指赤湾基地以拥有办公设施对外出租获得租金，客户群体为石油服务公司、船

运代理、银行以及钻井技术培训中心等传统客户以及新产业客户等，如前所述，部分石油类客户退租，亦对公司办公租赁业务产生一定影响，2017 年，公司的办公租赁面积为 2.3 万平米，同比无变化，出租率为 78.19%，较上年减少 6.83 个百分点。

港务管理、装卸业务是指赤湾基地建有专业码头，拥有各种吨位的吊机、叉车和拖车，以及相关装卸队伍，为海上石油和天然气作业者提供装卸服务等。中海油惠州基地建成对公司的港务管理和装卸业务也产生了一定冲击，但公司 2017 年引进非石油客户的聚酯切片业务，使得公司的装卸量大幅增加。2017 年，公司的装卸业务、港务管理收入分别 1,844 万元、1,933 万元，同比增速分别为 6.96%、14.45%。需要说明的是，2017 年新业务虽使得装卸量大幅增加，但该业务操作模式相对简单，单位装卸收入远低于石油客户装卸量每吨带来的收入，故装卸业务收入增幅相对较小。

表 3：2017 年公司石油后勤基地经营情况

		2017	同比增速
装卸业务	港口操作装卸量（万吨）	23.48	107.24%
	仓库面积（万平米）	10.1	0.00%
仓储业务	仓库出租率（%）	71	-
	堆场面积（万平米）	16.70	0.00%
堆场业务	堆场出租率（%）	68	-
	办公出租面积（万平米）	2.3	0.00%
办公租赁	办公租赁出租率（%）	78.19	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，虽然惠州基地运营对公司石油后勤服务业务产生了一定影响，但公司在稳住传统石油后勤业务的同时，推进公司转型，大力推进新产业客户的导入，使得公司的石油后勤业务板块保持相对平稳。

随着新物流园区陆续投入运营，加之在运营园区租金和出租率的提升，公司物流园区业务收入保持增长，但较大规模的在建及拟建物流园项目亦给公司带来了较大的资本支出压力。

近年来，随着新建物流园区项目的不断投入运营，公司物流园的仓库面积不断增加。2017 年，公司的仓库面积为 201.2 万平方米，同比增加 24.12%。

从出租率来看，受新投入运营的镇江、无锡、胶州宝湾物流园的出租率较低而影响，2017年的平均出租率有所下降，但总体保持较高出租率。2017年，公司的平均出租率为86.1%，较上年减少了7.90个百分点。

表 4：公司物流园经营情况

深基地	2015	2016	2017
仓库面积（万平方米）	130.2	162.1	201.2
平均出租率（%）	91.4	94.0	86.1

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017年，公司物流园业务收入为62,403万元，同比增长16.36%，其中，仓储业务收入为53,298万元，同比增长14.79%。

表 5：2015~2017 年公司物流园区收入构成

单位：万元

	2015	2016	2017
仓储	42,269	46,429	53,298
装卸	1,113	1,183	1,114
办公租赁及其他	5,004	6,015	7,991
合计	48,386	53,627	62,403

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 6：2017 年公司主要物流园区经营情况

园区	收入（万元）	净利润（万元）	仓库使用率（%）	收入同比	物流园收入变动较大的原因
上海宝湾	9,875	5,053	100	3%	-
明江物流	5,766	2,685	100	1%	-
昆山宝湾	6,441	2,860	100	11%	-
廊坊宝湾	3,134	1,217	100	8%	北京市场外溢使得仓库出租率与租金水平平均同比提升
天津宝湾	4,058	1,661	73.3	-20%	区域内仓库投放量激增，市场竞争加剧
新都宝湾	2,499	1,093	93.9	-8%	区域市场仓库投放量加大，竞争加剧
龙泉宝湾	6,867	1,997	96.2	9%	-
广州宝湾	5,621	2,007	99	4%	-
深圳宝湾	1,954	178	78.8	-15%	业务转型原因，主动调整仓储业务
南京宝湾	3,712	1,404	100	10%	-
南通宝湾	1,766	558	100	28%	园区仓库出租率和仓储费有所提升
武汉宝湾	3,709	1,054	96	16%	2017年逐步进入成熟运营阶段，仓库出租率同比提升
无锡宝湾	1,343	-208	54.3	1,392%	2016年底投入运营，2017年均为首个完整运营年度
镇江宝湾	891	662	32.2	5,843%	2016年底投入运营，2017年均为首个完整运营年度
津南宝湾	1,745	820	93.4	571%	2016年底投入运营，2017年均为首个完整运营年度
嘉兴宝湾	527	24	89.1	N/A	嘉兴宝湾一期于2017年4月投入运营
北京空港宝湾	1,481	831	100	N/A	北京空港宝湾于2017年5月投入运营
胶州宝湾	347	-20	41.5	N/A	胶州宝湾于2017年12月部分投入运营
合计	61,736	23,876			

注：（1）上述净利润中未扣除利息费用的影响；（2）“仓库使用率”为年度累计平均使用率；（3）深圳宝湾非宝湾控股子公司，未纳入宝湾物流业务合并范围内。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

未来，公司将持续加快物流园区布局，业务网点逐步覆盖全国主要经济中心城市，构建全面的综合物流服务体系。截至 2017 年末，公司在建项目有 12 个，建筑面积合计 98.22 万平方米，项目预算

总投资 26.65 亿元，已投资 17.60 亿元。因项目多在 2018 年竣工，给公司带来了一定的资本支出压力。

表 7：截至 2017 年末公司在建项目情况

项目名称	建筑面积 (万平方米)	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	预计竣工日期	项目简介
咸阳项目	11.15	2.96	1.96	2018	位于咸阳市秦都区北塬新城北塬一路，建 7 栋仓库
嘉兴项目	5.94	1.72	1.60	2018	位于嘉兴市秀洲区王店镇吉祥西路嘉兴现代物流园，建 4 栋仓库
成都油气二标段	2.87	0.70	0.50	2018	成都市新都区拓源路与虎桥路交汇处，一期 2 标段建 3 栋车间、1 栋办公楼和 1 栋宿舍楼
绍兴项目	8.10	2.25	1.34	2018	绍兴市上虞区南滨路与越中路交叉口东北
嘉善项目	9.53	3.38	1.90	2018	嘉兴市嘉善经济开发区丽正路 78 号
德清项目	4.33	1.30	0.50	2018	湖州市德清县新安镇新安大道杨徐线路口西南 150 米
锡通项目	7.66	1.94	1.00	2018	南通市南通锡通科技产业园，建 6 栋仓库和 1 栋综合楼
江阴项目	8.20	1.97	1.00	2018	江阴临港经济开发区璜土镇石庄花港西路 18 号，建 5 栋仓库和 1 栋综合楼
葛店项目	7.65	1.99	1.10	2018	鄂州市华容区葛店开发区聚贤路梦天湖酒店一号别墅二层 1212 房
肥东项目	6.21	1.45	0.70	2018	位于安徽省合肥市肥东县撮镇镇，一期拟建 3 栋仓库和 1 栋综合楼
胶州宝湾项目	17.63	3.55	3.40	2018	位于青岛市胶州经济技术开发区物流大道 1 号，建设 8 栋仓库和 1 栋综合楼
滨港项目	8.95	3.44	2.60	2018	天津市滨海新区临港经济区，一期建设 5 栋仓库
合计	98.22	26.65	17.60		

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

除了在建项目，公司亦拥有较大规模的拟建项目，截至 2017 年末，公司的拟建项目包括嘉兴合资项目、青山项目、无锡新区项目等 16 个，总体

投资规模较大，公司依然面临较大的资本支出压力。

表 8：截至 2017 年末公司拟建项目情况

项目名称	建筑面积 (计划建设) (万平方米)	总投资 (整个项目) (亿元)	预计竣工日期	项目简介
嘉兴合资项目	6.75	9.23	2019.04	嘉兴市秀洲区王店镇盛安路西侧，吉蚂西路南侧，建 5 栋仓库
珞璜项目	9.61	3.33	2019.09	重庆市江津区珞璜镇珞璜工业园 B 区，建设 6 栋仓库，1 栋综合楼
雨花项目	8.30	3.66	2019.09	长沙市雨花区东山街道
临潼项目	10.33	4.53	2019.09	位于西安市临潼区钢贸大道现代物流园，建 6 栋高标准仓库
余姚项目	16.37	3.08	2019.12	宁波市余姚市陆埠镇古乍线东港区码头
无锡新区项目	16.98	6.51	2019.12	无锡市无锡新区
南京高新项目	16.85	3.95	2019.12	南京市浦口区高新技术产业开发区
青山项目	14.74	10.66	2020.02	武汉市青山区焦沙中路环保科技产业园区
郑州宝海项目	16.52	2.95	2019.12	郑州市经济技术开发区南三环与 107 辅道交叉口 200 米潮河办事处东院 103 室
空港项目	7.40	2.45	2019.08	贵州省贵阳市南明区小碧布依族苗族乡猫洞村，6 栋高标准单层库
西彭项目	12.14	3.75	2019.01	重庆市九龙坡西彭铝产业园内
新津项目	5.10	4.86	2019.12	成都市新津县新津物流园

广汉项目	14.60	3.97	2019.12	德阳市广汉经济开发区
成都油气三标段	7.90	待定	2019.08	成都市新都区拓源路与虎桥路交汇处，一期 2 标段建 3 栋车间、1 栋办公楼和 1 栋宿舍楼
三水项目	23.93	5.31	2020.04	位于佛山创新大道西 10 号
望城项目	10.00	5.14	2019.11	位于长沙市望城经济开发区

注：建筑面积及其对应的总投资额以项目实施为准。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司积极扩张物流园区规模，进一步完善宝湾物流在全国的网络布局，且物流园业务发展梯队层级较为清晰。随着新物流园区陆续投入运营，物流园区业务板块已成长为公司的主要业务板块，占营业总收入的比重将不断上升。同时中诚信证评也关注到，公司的在建和拟建项目较多，未来仍具有较大的资本支出压力。

财务分析

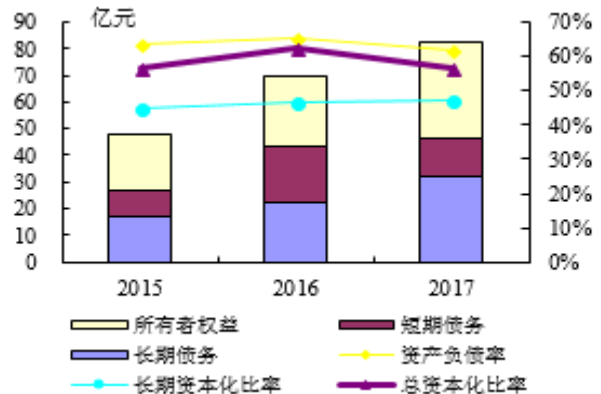
以下分析基于公司提供的经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年度审计报告。

资本结构

随着在建物流园项目的持续推进，公司的总资产有所扩大，截至 2017 年末，公司的总资产为 93.29 亿元，同比增加 23.58%。同时，资金需求的增加亦导致公司负债规模持续增长，截至 2017 年末，公司的总负债为 57.53 亿元，同比增加 16.58%。权益方面，2017 年公司下属子公司宝湾物流控股接受华润信托 10 亿元永续债权投资，使得当期少数股东权益增加，进而推升了公司的所有者权益规模。截至 2017 年末，公司所有者权益为 35.76 亿元，同比增加 36.78%。

财务杠杆比率方面，权益增加使得公司的杠杆率 2017 年有所下降。截至当年末，公司的资产负债率、总资本化率分别为 61.67%、56.56%，较上年分别下降 3.70 个百分点、5.79 个百分点。

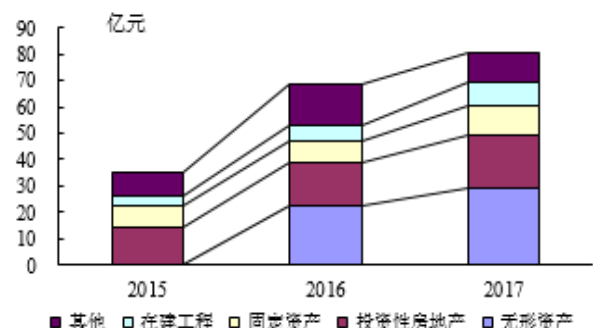
图4：2015~2017年末公司资本结构情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产方面，公司仍以非流动资产为主，但占比有所下降。截至 2017 年末，公司的非流动资产占比为 86.17%，较上年减少 5.23 个百分点。具体来看，非流动资产主要包括无形资产、投资性房地产、固定资产。截至 2017 年末，公司无形资产为 29.15 亿元，同比增加 29.84%，主要系新购置的用于新物流园区建设的土地使用权。截至 2017 年末，公司的投资性房地产为 19.91 亿元，同比增加 23.99%，主要系在建的物流园资产完工后由在建工程转入。截至 2017 年末，公司的固定资产为 11.29 亿元，同比增加 28.68%，亦主要系在建项目完工结转所致。

图5：2015~2017年末公司非流动资产情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从负债来看，截至 2017 年末，公司总负债为 57.53 亿元，同比增加 16.58%。债务结构上，以非流动负债为主，2017 年末，公司的非流动负债为 32.67 亿元，同比增加 39.69%；流动负债为 24.87

亿元，同比下降 4.23%。

具体来看，非流动负债主要包括其他非流动负债、长期借款。截至 2017 年末，公司其他非流动负债为 14.54 亿元，同比增加 184.47%，主要系向母公司南山集团的借款。截至 2017 年末，长期借款为 11.70 亿元，同比下降 1.33%，主要为公司及下属子公司向中开财务公司借入的长期借款，年利率从 4.7500% 至 5.4625%。

总债务方面，公司主要通过向母公司借入长期有息借款来增加筹资资金，造成总债务有所增加，尤其长期债务的增长较为显著。2017 年末，公司的总债务为 46.56 亿元，同比增加 7.54%，其中长期债务为 31.84 亿元，同比增长 40.52%。

表 9：2015~2017 年末公司长短期债务情况

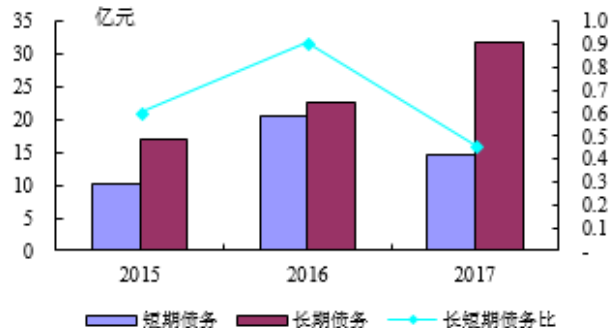
单位：亿元

	2015	2016	2017
短期借款	3.00	8.50	12.64
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.16	1.34
一年内到期的非流动负债	7.07	6.33	0.74
其他流动负债	0.06	5.64	0.00
短期债务合计	10.13	20.63	14.71
长期借款	4.90	11.86	11.70
应付债券	9.67	5.69	5.60
其他非流动负债	2.26	5.11	14.54
长期应付款	2.51	0.00	0.00
长期债务合计	19.35	22.66	31.84
总债务	29.48	43.29	46.56

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务的期限结构方面，随着长期债务的增加，公司的债务期限结构有所改善，2017 年末，公司的长短期债务比为 0.46 倍，较上年下降 0.45 倍。

图6：2015~2017年公司长短期债务结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，尽管规模扩张导致公司债务规模快速增加，但公司自有资本实力逐年增强，负债率有所下降，且债务多为长期债务，期限结构得以改善，短期偿债压力下降。

盈利能力

如前所述，得益于新物流园区的陆续投入运营，其收入持续增长，公司 2017 年收入规模进一步扩大。2017 年，公司实现营业收入为 7.63 亿元，同比增加 12.58%。毛利率方面，作为公司主要收入来源的堆存（仓储）业务的毛利率较高，使得公司的综合毛利率保持较高水平，且相对稳定。2017 年，公司的综合毛利率为 55.22%。

表 10：2015~2017 年公司收入及毛利率情况

单位：亿元、%

业务种类	2015			2016			2017		
	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）	5.20	80.00	61.22	5.50	81.26	61.98	6.16	80.83	60.71
港务管理	0.17	2.56	20.78	0.17	2.49	65.37	0.19	2.54	70.57
运输	-	-	-	0.24	3.54	4.85	0.28	3.64	7.55
装卸	0.37	5.66	10.24	0.29	4.30	-6.01	0.27	3.58	-9.28
办公租赁及其他	0.77	11.78	35.99	0.57	8.41	47.03	0.72	9.42	47.00
合计	6.50	100.00	54.33	6.78	100.00	55.75	7.63	100.00	55.22

资料来源：公开资料及公司提供，中诚信证评整理

三费方面，公司期间费用规模较大，在营业收入中占比较高，对公司利润吞噬较为明显。2017 年，公司的三费合计为 3.57 亿元，同比增加 19.07%，

在总收入中占比为 46.73%，较上年增加 2.55 个百分点。具体来看，主要为财务费用和管理费用，随着有息债务规模的扩大，公司财务费用不断增加，

2017年，公司的财务费用为2.13亿元，同比增加16.94%。管理费用主要为职工薪酬和资产摊销，随着公司新建物流项目的完工，人工成本和资产摊销不断增加。2017年，公司的管理费用为1.43亿元，同比增加22.65%。

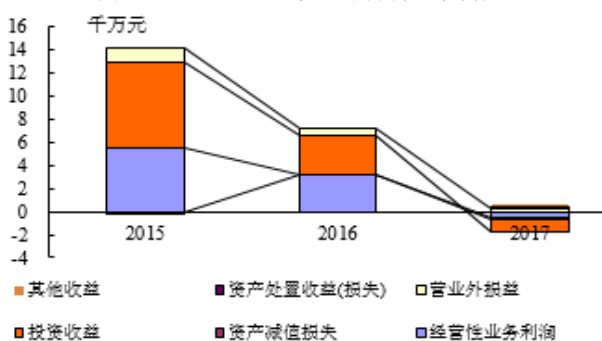
表 11：2015~2017 年公司期间费用分析

单位：亿元	2015	2016	2017
销售费用	0.02	0.01	0.01
管理费用	0.96	1.17	1.43
财务费用	1.65	1.82	2.13
三费合计	2.62	2.99	3.57
营业总收入	6.50	6.78	7.63
三费收入占比	40.36%	44.18%	46.73%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，如前所述，尽管公司的毛利率较高，但三费占比高企，且因新拿地项目缴纳土地使用税、新投入运营的物流园缴纳房产税等导致公司税金较重，上述因素使得公司的经营性业务利润出现明显下滑。2017年，公司的经营性业务利润为-0.05亿元，较上年减少0.37亿元。同时，参股公司深圳赤湾胜宝旺工程有限公司受石油行业不景气影响，经营利润大幅亏损，导致公司投资收益同比下降。2017年，公司的投资收益为-0.11亿元，同比减少0.45亿元。综上，受经营性业务利润、投资收益下滑影响，公司的利润总额亦出现下滑。2017年，公司的利润总额为-0.10亿元，同比减少0.83亿元。

图 7：2015~2017 年公司利润总额构成



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体而言，2017年物流园区业务收入的增长带动了公司整体营业收入的增加，但在人工成本、资产摊销及财务费用等上升的压力下，盈利能力出现大幅下滑。且近年来，公司在建物流园区较多，新投入物流园需要一定培育期，使得公司的短期经营

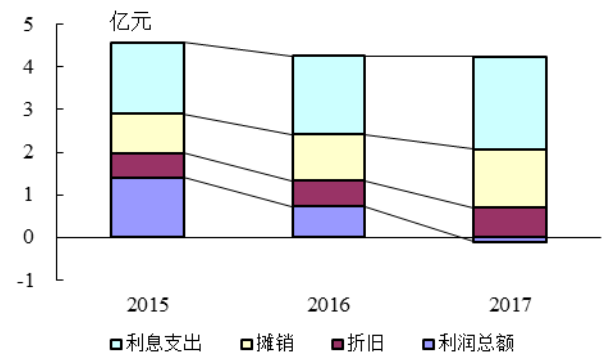
压力较大，中诚信证评对此表示持续关注。

偿债能力

经营活动净现金流方面，公司的收现能力较强，使得公司的经营活动净现金流呈持续净流入状态，2017年，公司的收现比为1.02倍，经营活动净现金流为3.80亿元，同比增加2.42%。

公司EBITDA主要由利润总额、利息支出和摊销构成。2017年，公司的EBITDA为4.15亿元，同比下降2.77%，其中利息支出为2.18亿元，摊销为1.38亿元。

图 8：2015~2017 年公司 EBITDA 构成



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从主要偿债能力指标表现来看，如前所述，债务规模的增加带动公司的利息支出持续增加，同时利润总额的下滑使得公司的EBITDA规模略有减少，两者叠加，使得公司的利息保障能力趋弱。2017年，公司的EBITDA利息保障系数为1.79倍，较上年减少0.45倍。

表 12：2015~2017 年公司偿债能力指标

	2015	2016	2017
总债务（亿元）	26.97	43.29	46.56
利息支出（亿元）	1.73	1.90	2.31
EBITDA（亿元）	4.58	4.26	4.15
总债务/EBITDA (X)	5.89	10.15	11.23
EBITDA 利息保障系数 (X)	2.65	2.24	1.79

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

银行授信方面，截至2017年末，公司获得多家金融机构综合授信额度共计45.00亿元，其中尚未使用额度为24.40亿元，备用流动性相对充足。

或有事项方面，截至2017年末，公司无对外担保。同时公司不存在重大未决诉讼。

受限资产方面，截至2017年，公司的贷款为信用借款或母公司提供担保，不存在受限资产。

总体看,2017年,公司的盈利能力出现明显下滑,且随着物流园区业务板块投资的持续推进,公司债务规模有所上升,主要偿债能力指标有所弱化。但考虑到公司经营活动净现金状况良好,实际债务本息的偿还仍具有一定的保障。

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“南山集团”或“集团”)提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

南山集团从开发赤湾港口、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。南山集团的收入主要来自房地产业务、运输业务、销售业务和集成房屋业务。2017年,随着经济环境的回暖,上述业务规模快速增长,其总收入大幅增加。2017年,南山集团实现收入118.09亿元,同比增加24.88%,其中,房地产业务、运输业务、销售业务和集成房屋业务收入分别为58.65亿元、20.38亿元、13.17亿元、7.37亿元,其在总收入中占比分别为49.66%、17.25%、11.15%、6.24%,同期,四个业务的增速分别为7.77%、49.85%、279.54%、40.20%。

表 13: 2015~2017 年南山集团营业收入构成

单位: 亿元

项目	2015	2016	2017
房地产业务	37.82	54.42	58.65
运输业务	7.32	13.60	20.38
销售业务	3.06	3.47	13.17
集成房屋业务	5.51	5.26	7.37
堆存业务	5.71	6.10	6.87
船舶舱室配套业务	5.65	4.00	3.38
房产经营性租赁业务	2.61	2.66	2.58
塔机租赁业务	1.44	1.18	1.05
供电业务	1.35	1.39	1.47
工程及监理业务	0.44	0.29	0.47
装卸业务	0.40	0.32	0.28
港务管理业务	0.17	0.17	0.19
其他业务	1.15	1.67	2.22
合计	72.64	94.56	118.09

注: 销售业务主要包括钢结构销售和进口汽车的销售业务, 2017年销售收入主要为进口汽车的销售业务大幅增加。
资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

房地产开发业务主要系普通商品住宅开发, 开

发区域位于珠三角、长三角、长江中游、成渝区域, 辐射广州、深圳、上海、苏州、南通、长沙、武汉、成都、合肥等地。截至2017年末, 南山集团项目土地储备67.49万平方米, 较上年增加2.15万平方米, 当年新增土地储备25.96万平方米, 较上年增加9.38万平方米; 截至2017年末, 在建房地产项目6个, 主要包括南山水语金城、南山维拉、南山南、南山国际社区二期、山语海、长沙天池等, 投资合计130亿元, 规划建筑面积160.21万平方米。当年销售面积为36.64万平方米, 公司共计取得房地产业务收入58.65亿元。

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、挂车和外协车三种经营模式, 主要客户包括百世物流科技(中国)有限公司、速尔快递有限公司、富士康、比亚迪等。截至2017年末, 东方物流在全国范围内设立35家分支机构, 拥有园区及货场面积130万平方米; 东方物流自有牵引车1,051台, 槽罐车411台, 半挂车3,368台, 集装箱2,660个, 东方物流长期合作的外协车辆近30,000台。2017年全年实现营业收入31.06亿元, 同比增加49.85%; 净利润0.1亿元, 东方物流公司总资产为22.94亿元, 所有者权益6.15亿元。

集成房屋业务主要有新南山控股运营, 拥有活动房、打包箱、魔方空间、易安居、雅居、特种集装箱、配套产品等七大系列产品, 广泛应用于建筑工地、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领域。集成房屋业务的具体产品包括K房¹、箱房、围墙等。2017年随着市场回暖以及公司不断推出新产品, 集成房屋业务的产销量同比大幅增加。2017年全年累计销售量148.58万平方, 同比增加56.00%; 生产量99.44万平方, 同比增加96.00%; 库存量9.18万平方, 同比减少65.00%。全年实现营业收入7.40亿元,

¹ “K房”产品指以“1K=1.82m”为建筑平面设计模数, 以“1P=0.95m”为建筑高度设计模数, 通过标准化构件进行组合, 形成不同造型和空间的一种轻钢结构房屋。

同比增加 40.46%。

总体来看,受益经济环境的复苏,房地产业务、运输业务规模持续增加,使得南山集团的业务规模大幅增加,业务发展良好。

财务分析

以下分析基于南山集团提供的经安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)深圳分所审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年度审计报告。

资产方面,随着各板块业务的开展,集团的资产规模有所扩大,截至 2017 年末,集团的总资产为 362.30 亿元,同比增加 22.34%。同期负债亦有所增加,2017 年末,集团的总负债为 227.35 亿元,同比增加 25.30%。债务规模的扩大使得公司杠杆率略有增加。2017 年末,公司的资产负债率为 62.75%,较上年增加 1.48 个百分点。

从盈利能力来看,如前所述集团的总收入大幅增加,同时,集团的营业毛利率较上年略有下滑,但仍处于较高水平。2017 年,集团的毛利率为 36.67%,较上年下降 0.65%。三费占比不高,且较上年亦有所下降。2017 年,集团的三费占比为 13.48%,较上年下降 0.32%。总体而言,集团的收入大幅增长,营业毛利率和三费占比相对稳定,使得集团的经营性业务利润不断增长。

表 14: 2015~2017 年集团营业收入、毛利率和三费占比情况
单位: 亿元

	2015	2016	2017
营业总收入	72.64	94.56	118.09
营业毛利率	27.25%	37.32%	36.67%
三费收入占比	17.84%	13.80%	13.48%

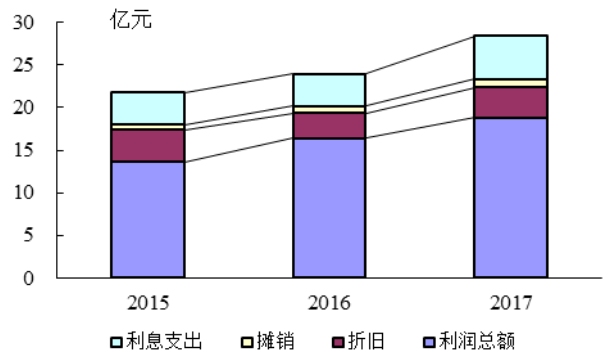
资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

利润总额方面,集团的利润总额主要来自经营性业务利润和投资收益,如前所述,集团的经营性业务利润有所增加,2017 年为 16.67 亿元,同比增加 22.34%;投资收益受联营公司等收益下滑影响,集团的投资收益有所减少。2017 年,集团的投资收益为 1.86 亿元,同比下滑 31.67%。综合来看,集团的利润总额依然保持一定增长,2017 年,集团的利润总额为 18.83 亿元,同比增加 14.77%。

EBITDA 方面,集团的 EBITDA 主要由利润总额和利息支出构成,如前所述,集团利润总额保持

增长,且同时,集团的利息支出亦保持增长,使得公司的 EBITDA 规模持续扩大。2017 年,集团的 EBITDA 为 28.44 亿元,同比增加 18.64%。其中利润总额为 18.83 亿元,同比增加 14.77%,利息支出为 5.08 亿元,同比增加 34.40%。

图 9: 2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

债务方面,2017 年,集团加大长期债务融资使得集团的债务规模有所扩大,同时一定程度优化债务期限结构。2017 年末,集团的长期债务为 82.49 亿元,同比增加 56.51%,总债务为 127.80 亿元,同比增加 37.85%,长短期债务比(短期债务/长期债务)为 0.55 倍,较上年减少 0.21 倍。

偿债能力方面,集团债务规模不断扩大使得其利息支出亦随之增加。如前所述,集团的 EBITDA 有所增加,但增速略慢于利息支出增速,使得集团的 EBITDA 利息倍数略有下降,但依然保持较强利息保障能力。2017 年,集团的 EBITDA 利息倍数为 5.21 倍,较上年下降 0.37 倍。

表 15: 2015~2017 年集团偿债能力分析

	2015	2016	2017
短期债务(亿元)	28.22	40.00	45.31
长期债务(亿元)	41.95	52.70	82.49
总债务(亿元)	70.18	92.71	127.80
EBITDA(亿元)	21.77	23.97	28.44
总债务/EBITDA(X)	3.22	3.87	4.49
EBITDA 利息保障系数(X)	5.37	5.58	5.21

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

或有负债方面,截至 2017 年末,南山集团无对外担保。

财务弹性方面,截至 2017 年末,南山集团共获得银行授信 266.40 亿元,其中未使用额度为 165.97 亿元,备用流动性充足。

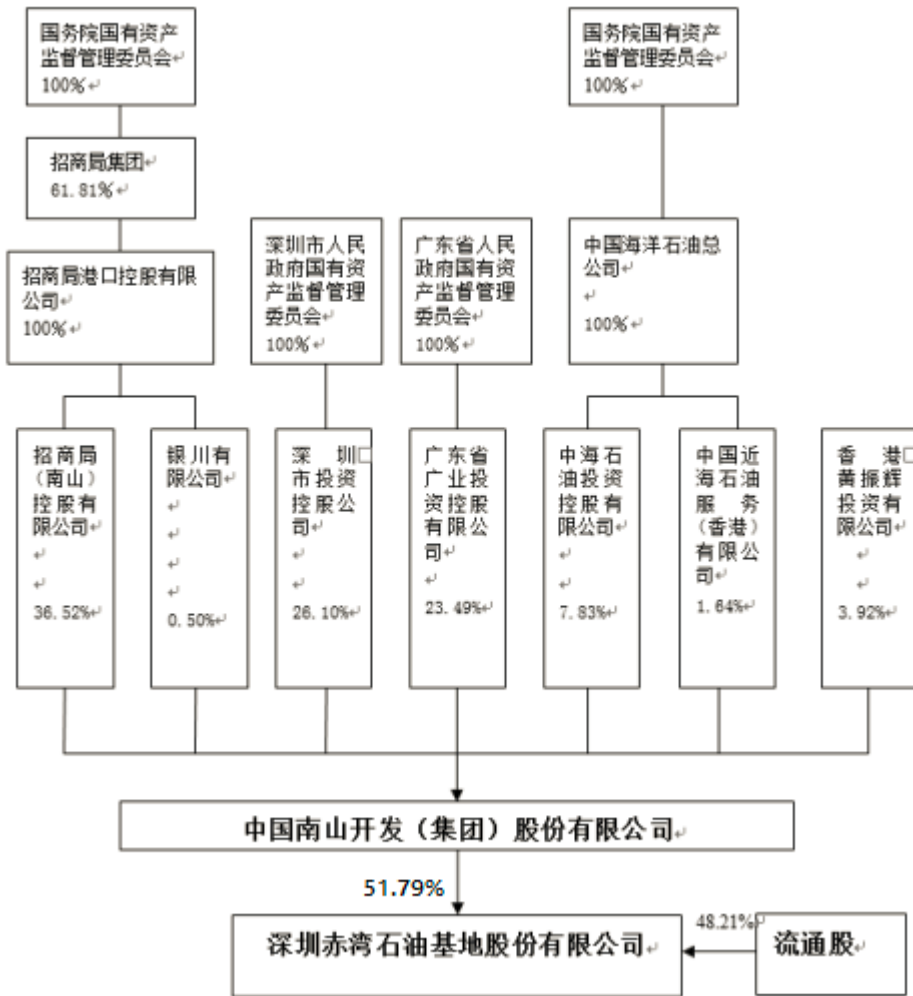
重大诉讼方面，截至 2017 年末，集团无重大未决诉讼。

南山集团 2017 年房地产业务板块、运输业务等业务收入大幅增长，使得营业总收入规模增长，同时毛利率较高，主营业务盈利能力提升。整体上看，南山集团业务涉及多行业、多领域，综合竞争实力很强，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。

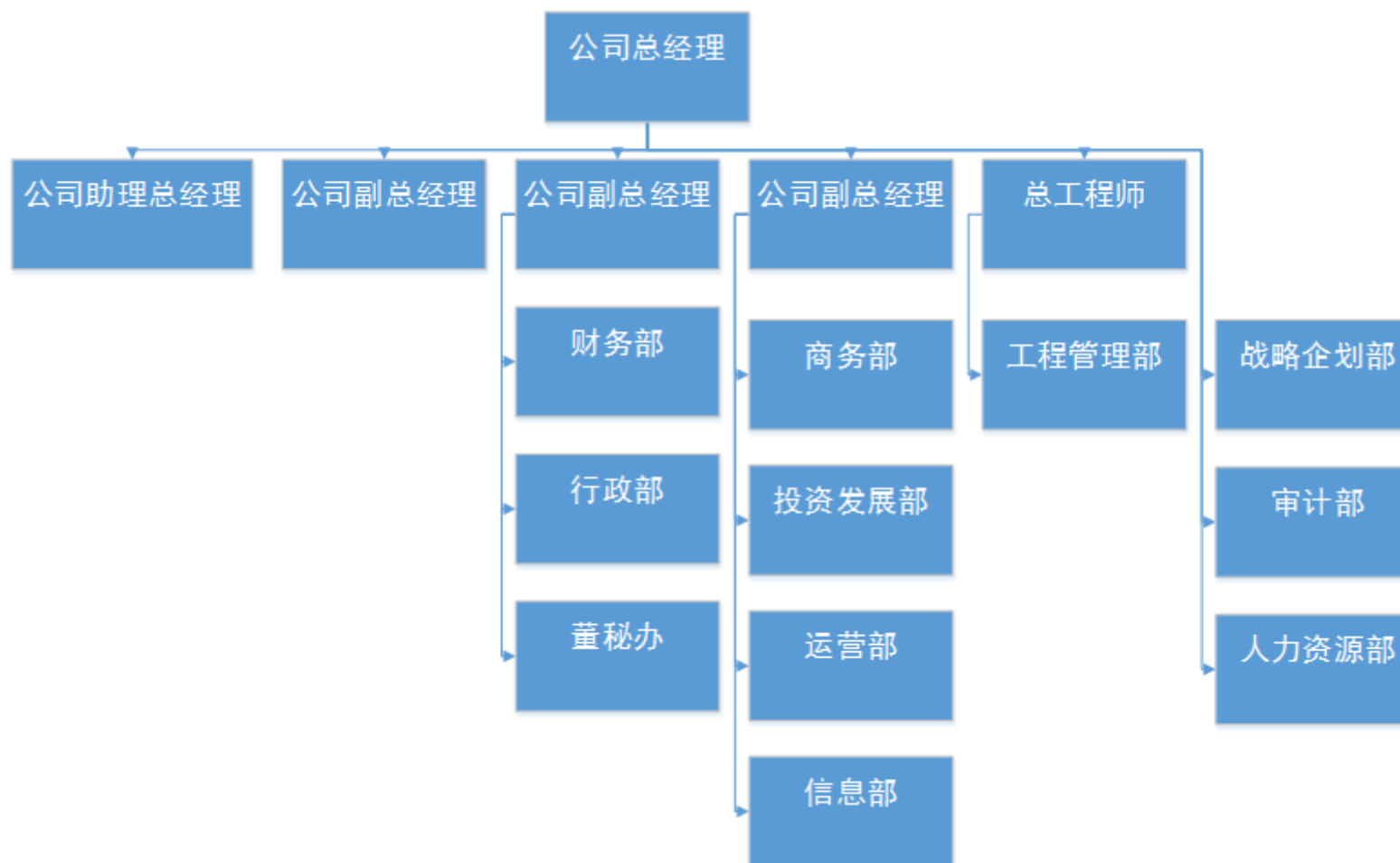
结 论

综上所述，中诚信证评维持深基地主体信用等级 **AA**，评级展望稳定；上调“深圳赤湾石油基地股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级为 **AAA**。

附一：深圳赤湾石油基地股份有限公司股权结构图（截至 2017 年末）



附二：深圳赤湾石油基地股份有限公司组织结构图（截至 2017 年末）



附三：深圳赤湾石油基地股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	32,112.19	52,460.91	98,221.34
应收账款净额	5,025.78	4,386.28	7,663.58
存货净额	91.45	96.19	198.82
流动资产	66,753.51	64,889.32	128,991.31
长期投资	58,260.04	60,219.49	63,119.90
固定资产	84,272.21	87,709.61	112,864.39
总资产	564,395.66	754,904.15	932,905.38
短期债务	101,339.67	206,325.80	147,145.62
长期债务	168,336.13	226,594.78	318,413.56
总债务（短期债务+长期债务）	269,675.80	432,920.58	465,559.17
总负债	357,286.51	493,495.19	575,338.44
所有者权益（含少数股东权益）	207,109.15	261,408.96	357,566.94
营业总收入	65,027.95	67,779.13	76,307.40
三费前利润	31,709.28	33,157.66	35,166.17
投资收益	7,511.05	3,378.66	-1,099.59
净利润	11,067.26	2,104.50	-4,281.19
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	45,803.16	42,642.41	41,463.32
经营活动产生现金净流量	33,265.64	37,147.47	38,046.02
投资活动产生现金净流量	-31,344.86	-180,277.30	-91,937.33
筹资活动产生现金净流量	-7,311.05	163,459.14	99,682.31
现金及现金等价物净增加额	-5,420.69	20,348.72	45,760.43
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	54.33	55.75	55.22
所有者权益收益率（%）	5.34	0.81	-1.20
EBITDA/营业总收入（%）	70.44	62.91	54.34
速动比率（X）	0.42	0.25	0.52
经营活动净现金/总债务（X）	0.12	0.09	0.08
经营活动净现金/短期债务（X）	0.33	0.18	0.26
经营活动净现金/利息支出（X）	1.93	1.95	1.64
EBITDA 利息倍数（X）	2.65	2.24	1.79
总债务/EBITDA（X）	5.89	10.15	11.23
资产负债率（%）	63.30	65.37	61.67
总资本化比率（%）	56.56	62.35	56.56
长期资本化比率（%）	44.84	46.43	47.10

附四：中国南山开发（集团）股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	456,833.58	530,423.39	365,009.13
应收账款净额	86,778.23	92,109.77	114,329.39
存货净额	745,092.47	848,036.24	945,236.01
流动资产	1,549,580.12	1,613,987.84	1,972,090.14
长期投资	285,707.99	305,386.68	382,248.67
固定资产	241,188.79	245,564.19	336,807.09
总资产	2,543,502.81	2,961,322.69	3,622,962.14
短期债务	282,228.94	400,030.44	453,118.79
长期债务	419,534.12	527,042.67	824,876.53
总债务（短期债务+长期债务）	701,763.06	927,073.11	1,277,995.32
总负债	1,461,963.89	1,814,503.88	2,273,496.25
所有者权益（含少数股东权益）	1,081,538.92	1,146,818.80	1,349,465.90
营业总收入	726,364.77	945,634.97	1,180,929.70
三费前利润	153,803.04	266,739.29	325,922.81
投资收益	110,609.56	27,159.80	18,557.87
净利润	100,395.79	103,619.22	134,374.29
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	217,665.27	239,703.93	284,376.61
经营活动产生现金净流量	252,584.01	203,670.20	-100,058.08
投资活动产生现金净流量	-5,447.22	-188,461.36	-397,523.33
筹资活动产生现金净流量	-97,418.73	46,950.80	334,430.69
现金及现金等价物净增加额	151,199.58	64,053.06	-165,005.12
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	27.25	37.32	36.67
所有者权益收益率（%）	9.28	9.04	9.96
EBITDA/营业总收入（%）	29.97	25.35	24.08
速动比率（X）	0.84	0.64	0.77
经营活动净现金/总债务（X）	0.36	0.22	-0.08
经营活动净现金/短期债务（X）	0.89	0.51	-0.22
经营活动净现金/利息支出（X）	6.23	4.74	-1.83
EBITDA 利息倍数（X）	5.37	5.58	5.21
总债务/EBITDA（X）	3.22	3.87	4.49
资产负债率（%）	57.48	61.27	62.75
总资本化比率（%）	39.35	44.70	48.64
长期资本化比率（%）	27.95	31.49	37.94

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

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+其他非流动负债-中长期借款

总债务=长期债务+短期债务

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

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+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））/营业总收入

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/期末所有者权益

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）

净资产收益率=净利润/期末净资产

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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。

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 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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

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，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。