

跟踪评级公告

联合[2018]599 号

深圳市新南山控股（集团）股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对深圳市新南山控股（集团）股份有限公司主体长期信用状况和发行的“12 雅致 02”公司债券进行跟踪评级，确定：

深圳市新南山控股（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，
评级展望为“稳定”

深圳市新南山控股（集团）股份有限公司发行的“12 雅致 02”公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年五月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

深圳市新南山控股（集团）股份有限公司

公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
12 雅致 02	5 亿元	7 年 (5+2)	AA+	AA+	2017 年 6 月 16 日

担保方：中国南山开发（集团）股份有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2018 年 5 月 28 日

主要财务数据：

发行人

项 目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	147.16	165.33	175.67
所有者权益（亿元）	64.91	67.09	67.12
长期债务（亿元）	13.29	24.80	30.21
全部债务（亿元）	25.40	36.23	45.84
营业收入（亿元）	49.86	66.02	7.91
净利润（亿元）	6.01	9.52	0.03
EBITDA（亿元）	10.33	15.66	--
经营性净现金流（亿元）	9.77	-4.92	-18.50
营业利润率（%）	27.31	30.43	27.07
净资产收益率（%）	9.46	14.43	--
资产负债率（%）	55.89	59.42	61.80
全部债务资本化比率（%）	28.13	35.07	40.58
流动比率（倍）	1.82	1.92	1.92
EBITDA 全部债务比（倍）	0.41	0.43	--
EBITDA 利息倍数（倍）	9.28	12.20	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.07	3.13	--

担保方

项 目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	296.13	362.30	393.02
所有者权益（亿元）	114.68	134.95	133.45
营业收入（亿元）	94.56	118.09	22.61
净利润（亿元）	10.36	13.44	0.11
资产负债率（%）	61.27	62.75	66.04

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；除特别说明外，均指人民币；2、公司和担保方 2018 年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、公司其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债相应计入短期债务和长期债务，担保方长期应付款计入长期债务。

评级观点

2017 年，深圳市新南山控股（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“南山控股”）房地产业务结转收入规模大幅增长，房地产业务收入占比进一步提升，拿地规模增长，土地储备和在建项目对未来销售起到了支持作用，公司整体盈利能力有所提升。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司 2017 年房地产协议销售金额和销售均价下降，传统集成房屋业务和船舶舾装业务利润空间有所减小，以及经营净现金流持续为负等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司房地产业务发展良好，同时，作为国内最大的集成房屋生产企业和船舶舱室耐火材料生产商，公司在行业内依旧保持有利的竞争地位。目前，公司正通过换股方式吸收合并深圳赤湾石油基地股份有限公司，该事项已获得中国证券监督管理委员会证监许可[2018]339号文核准，相关事项持续推进中，重大资产重组完成后，公司将增加物流业务，业务规模和范围将有所扩大，资本实力和竞争力有望增强。

“12 雅致 02”担保方中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“南山开发”）盈利规模保持增长，整体财务实力较强，仍具有很强的偿债能力，其担保对本次债券的信用水平仍具有积极影响。

综上，联合评级本次跟踪评级上调对公司的主体长期信用等级至AA+，评级展望为“稳定”；同时维持对“12雅致02”债项AA+的信用评级。

优势

1. 2017 年，公司房地产业务拿地规模增长，为未来开发销售提供支撑。
2. 公司当期结转收入地产项目毛利率有

所提高，拉动公司整体毛利率提升，公司整体盈利能力有所增强。

3. 公司正通过换股方式吸收合并深圳赤湾石油基地股份有限公司，重大资产重组完成后，公司将增加物流业务，业务规模和范围将有所扩大，资本实力和竞争力有望增强。

4. 担保方南山开发盈利规模保持平稳增长，整体财务实力较强，仍具有很强的偿债能力，其担保对本次债券的信用水平仍具有积极影响。

关注

1. 公司2017年房地产协议销售面积和协议销售均价均有所下降，公司地产项目开发进度对公司未来利润结转有一定影响。

2. 受行业景气度下降影响，公司船舶舾装业务收入下降；受原材料价格上升等因素影响，公司集成房屋业务利润空间有所减小。

3. 2017年，公司拿地规模增长，经营活动现金流表现为净流出。苏州区域土地获取成本较高，需关注区域政策调控带来的项目盈利波动风险。

分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

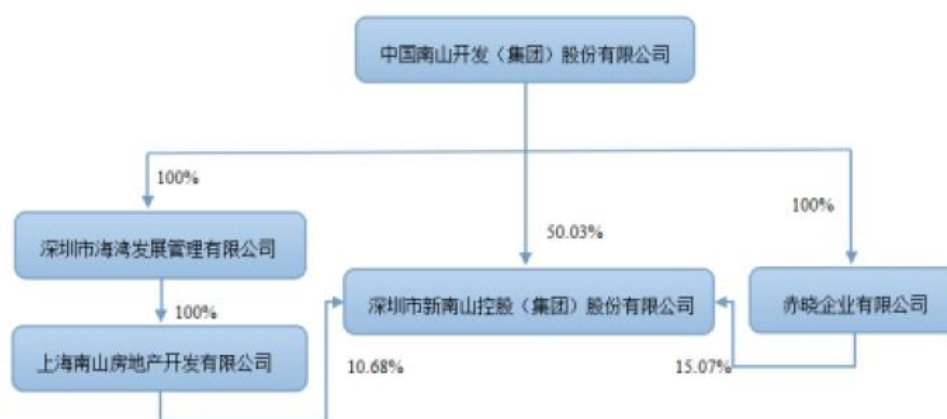
一、主体概况

深圳市新南山控股（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“南山控股”）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 月在深圳证券交易所中小企业板上市挂牌交易（证券代码：002314.SZ；证券简称：雅致股份）。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普通股 113,975.50 万股，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（以下简称“上海新南山”）80%股权及南通南山房地产开发有限公司（以下简称“南通南山”）100%的股权，并于 2015 年 6 月完成重大资产重组标的资产过户，至此，房地产开发业务新增成为公司主营业务之一，总股本增至 187,753.03 万股，控股股东变更为南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“南山开发”）；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。

截至 2017 年底，公司注册资本为 187,753.03 万元，控股股东及实际控制人均为南山开发（持股 50.03%），如下图所示。

图 1 截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司下设信息部、证券事务部、审计部、财务部、企业管理部和行政人事部 6 个部门；截至 2017 年底，公司合并范围子公司 42 家；截至 2017 年底，公司在职员工 3,494 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 165.33 亿元，负债合计 98.24 亿元，所有者权益（含少数股东权益）67.09 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 58.90 亿元。2017 年，公司实现合并营业收入 66.02 亿元，净利润（含少数股东损益）9.52 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.42 亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.92 亿元，现金及现金等价物净增加额为-10.03 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 175.67 亿元，负债合计 108.56 亿元，所有者权益（含少数股东权益）67.12 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 58.55 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 7.91 亿元，净利润（含少数股东损益）0.03 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.35 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-18.50 亿元，现金及现金等价物净增加额为-10.09 亿元。

公司注册地址：深圳市南山区高新区南区科技南十二路 007 号九洲电器大厦五楼 A 室；法定代表人：田俊彦。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2012]120 号文核准，雅致股份于 2012 年 4 月 10 日以公开方式发行公司债券 8 亿元。本次债券分为 5 年期和 7 年期两个品种。品种一为 5 年期（3+2），发行规模为 3 亿元，附第 3 年底发行人上调利率选择权和投资者回售选择权，票面利率 6.5%；品种二为 7 年期（5+2），发行规模为 5 亿元，附第 5 年底发行人上调利率选择权和投资者回售选择权，票面利率 6.7%。2012 年 5 月 15 日，本次债券在深证证券交易所挂牌上市，其中 5 年期品种证券简称“12 雅致 01”，证券代码“112075.SZ”，“12 雅致 01”于 2017 年 4 月 10 日期满 5 年，公司已于 2017 年 4 月 10 日兑付其 2016 年 4 月 10 日至 2017 年 4 月 9 日期间的利息及本金。7 年期品种证券简称“12 雅致 02”，证券代码“112076.SZ”，2017 年，“12 雅致 02”票面利息未变，仍为 6.7%，回售数量为 3,500 张，回售金额为 373,450.00 元（含利息），截至本报告出具日，“12 雅致 02”在中国结算深圳分公司剩余托管量为 4,996,500 张。

截至本报告出具日，“12 雅致 02”的募集资金（5 亿元）在扣除发行费用后的余额已全部用于归还银行贷款及补充流动资金。公司已于 2018 年 4 月 3 日支付 2017 年 4 月 10 日至 2018 年 4 月 9 日期间利息 3,347.66 万元。

本次债券由南山开发提供全额不可撤销的连带责任保证担保，本次债券增信机制、偿债计划及其他偿债保障措施未发生变更。

三、行业分析

1. 房地产行业

（1）行业概况

2017 年，全国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年回升 0.16 个百分点；其中，住宅投资 75,148 亿元，同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.44%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点，占房地产开发投资比重为 6.16%；商业营业用房投资 15,639 亿元，同比减少 1.26%，占房地产开发投资比重为 14.24%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 3.18%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 2.57%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.54%；东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.00%。随着限价政策的严格执行，房价的预期逐渐平稳，有助于房企的拿地、开工、建设按计划进度进行，房地产开发投资保持平稳增长。

土地供应方面，2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增加土地供给，稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较上年有所收窄，平均溢价率同比下降。除二线城市土地推出面积同比增加 8%外，一线城市和三线城市同比分别减少 20%和 6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增 3%，二线和三线城市同比分别减少 3%和 15%；一、二、三线城市的土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28%和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30%和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

资金来源方面，2017 年，全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增

速较上年下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

市场供需方面，2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%。其中，住宅销售面积同比增长 5.30%，办公楼销售面积同比增长 24.30%，商业营业用房销售面积同比增长 18.70%；住宅销售额同比增长 11.30%，办公楼销售额同比增长 17.50%，商业营业用房销售额同比增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减少 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

销售价格方面，2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37% 大幅下降至年底的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27% 下降至年底的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12% 左右水平。

竞争格局方面，2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10% 和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 15.38% 和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点。据克而瑞统计，2017 年千亿房企阵营增加到 17 家，销售额 Top10 的门槛提升到 1,500 亿元，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2017 年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升。

（2）行业政策

2016 年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017 年 3 月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。2017 年 4 月 6 日，住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，通知指出，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序，对消化周期在 36 个月以上的，应停止供地；36~18 个月的，要减少供地；12~6 个月的，要增加供地；6 个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。2017 年 7 月下旬，中共中央政治局召开了会议，提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建立长效机制的一个重要方向：我国首部住房租赁法规已公开征求意见，立法步伐正在加快；住建部等 9 部委近日支持在人口净流入大中城市培育和发展住房租赁市场，并选取 12 个城市先行试点。2017 年 8 月 3 日，北京市城乡和住房建设委对《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会各界公开征求意见，希望通过引入政府与购房人按份共有产权，有效调节产权比例，对引导新的住房消费理念有重要影响。

2017 年 10 月 18 日，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向

大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。2017年12月18日，中央经济工作会议提出，“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”，发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控。2018年3月“两会”期间，政府工作报告提出“更好解决群众住房的问题”和“稳妥推进房地产税立法”两大方面，政府政策基调延续此前提出的“因城施策”、“长效机制”等宗旨，在棚改、区域协调发展、差别化调控和房地产税等具体领域释放政策信号。

总体看，2017年，政府强调稳定房地产市场，实行差别化调控，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制。

（3）行业关注

行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至2017年9月底，Wind资讯的地产行业资产负债率为79.01%，较2016年底提高了2.24个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

房地产调控政策不放松，但实行差异化调控

2016年10月至2017年8月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线城市房地产明显降温。2017年底，兰州、武汉、南京等城市限购政策开始放松，但调控的整体基调未发生改变。

中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

（4）行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

2. 集成房屋行业

公司主营业务包括集成房屋的销售和租赁业务，公司主要产品用于建筑企业施工过程中，与建筑行业 and 房地产行业联系紧密。

2017年，全国固定资产投资完成额631,683.96亿元，比上年增长7.20%，增速下滑0.90个百

分点。其中，地方项目完成 608,132.41 亿元，比上年增长 7.70%，增速下滑 0.60 个百分点。分产业看，第一产业投资 20,892.35 亿元，比上年增长 11.80%，增速下滑 9.30 个百分点；第二产业投资 235,751.40 亿元，增长 3.20%，增速下滑 0.30 个百分点；第三产业投资 375,040.22 亿元，增长 9.50%，增速下滑 1.40 个百分点。受投资增速回落、下游需求不足和行业竞争激烈的影响，集成房屋行业发展受到一定影响。

集成房屋行业的主要客户为建筑工程企业，与建筑工程行业企业众多、流动性高、现金流情况欠佳相对应，集成房屋行业整体呈现“小、散、乱”的格局。由于初始资金、技术要求不高，进入该行业的企业数量多，竞争激烈。许多中小型企业不断以低价进行恶性竞争，加剧了行业的粗放发展。

2017 年，房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升。政府强调稳定房地产市场，实行差别化调控，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制。

整体来看，我国集成房屋行业发展正处于成长期，面临着行业竞争激烈，受经济周期影响较大。考虑到未来中国经济转型持续推进，集成房屋行业增速和盈利能力持续低迷状态短期内无较大改观空间。

四、管理分析

2017 年 5 月，公司副董事长李刚因任期满离任，股东大会选举王世云为公司董事，董事会选举其为副董事长，公司高管团队整体稳定，相关管理制度延续以往模式。

五、经营分析

1. 经营概况

2017 年，公司业务仍主要以房地产为主，集成房屋业务和船舶舱室配套业务等为辅。2017 年，公司实现营业收入 66.02 亿元，同比增长 32.41%，主要系当期房地产业务结转收入规模增长所致；净利润 9.52 亿元，同比增长 58.44%，其中归属于母公司所有者的净利润 6.42 亿元。

从业务板块来看，2017 年公司房地产业务、集成房屋业务和船舶舱室配套业务收入分别占公司营业收入的 81.76%、11.21%和 5.12%，为公司主要收入来源，其中房地产业务占比较上年上升了 3.20 个百分点。2017 年，公司房地产业务实现营业收入 53.97 亿元，同比增长 37.80%，系当期公司房地产结转收入项目规模较大所致；其中，商品房销售实现营业收入 53.11 亿元，同比增长 38.21%；伴随开发完成，业主入住项目增长，物业管理实现营业收入 0.87 亿元，同比增长 16.36%。2017 年，公司集成房屋业务实现营业收入 7.40 亿元，同比增长 40.46%，系业务规模有所增长以及原材料价格上涨推动所致。2017 年，公司船舶舱室配套业务实现营业收入 3.38 亿元，同比下降 15.56%，主要系受经济环境影响，全球海工及商船市场低迷所致。公司塔机租赁业务受经济下滑、开工项目减少及塔机资产处置等影响，2017 年实现营业收入 1.05 亿元，同比下降 11.27%。公司其他业务包括托管业务、活动板房租赁及拆装业务，2017 年实现收入 0.21 亿元，同比下降 9.74%，整体收入规模较小。

从毛利率情况来看，2017 年，公司房地产业务毛利率为 51.12%，较上年上升 7.48 个百分点，主要系利润空间较大的深圳地区项目于 2016 年销售，2017 年交房结转收入所致；集成房屋业务

毛利率为 11.21%，较上年下降 5.44 个百分点，主要系成本上涨，利润空间有所压缩所致；船舶舱室配套业务毛利率为 16.62%，较上年下降 7.92 个百分点，主要材料钢材成本大幅上涨，业务利润空间有所压缩；塔机租赁业务毛利率为 7.77%，较上年继续下降 1.14 个百分点，主要系市场环境经济下滑，塔机租赁市场低迷所致。综合来看，受房地产行业景气度较高影响，2017 年公司综合毛利率为 44.08%，较上年上升 5.72 个百分点。具体数据如下表所示。

表 1 2016~2017 年公司营业收入及利润率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1) 房地产业务	39.17	78.56	43.64	53.97	81.76	51.12
商品房销售	38.42	77.07	44.25	53.11	80.5	51.73
物业管理	0.74	1.49	12.53	0.87	1.31	13.36
2) 集成房屋业务	5.27	10.57	16.65	7.40	11.21	11.21
3) 船舶舱室配套业务	4.00	8.03	24.54	3.38	5.12	16.62
4) 塔机租赁业务	1.18	2.37	8.91	1.05	1.59	7.77
5) 其他业务	0.23	0.47	23.64	0.21	0.32	18.44
合计	49.85	100.00	38.36	66.02	100.00	44.08

资料来源：公司年报

2018 年 1~3 月，公司营业收入 7.91 亿元，同比大幅增长 1.46 倍，主要系当期结转项目较上年同期增长所致，毛利率为 39.71%，较 2017 年有所下降，回归 2016 年毛利率水平。营业利润 0.43 亿元，净利润 280.08 万元，由负转正；归属于母公司所有者净利润为-0.35 亿元，仍然为负。

总体看，2017 年公司房地产业务收入平稳增长，带动公司整体收入规模有所增加；集成房屋业务收入有所增长；集成房屋业务和船舶舱室配套业务利润空间有所压缩，但受益于房地产业务毛利率的提高，公司综合毛利率提升，整体经营状况较好。

2. 房地产业务

2017 年，公司房地产业务模式变化不大。

（1）土储情况

公司建立了严格的项目风险控制体系，保持着稳健的土地储备获取方针，以确保自身具备足够的能力和资源应对各类经营风险以及外部市场的变化。公司土地获取的方式以公开招拍挂为主。

2017 年以来，公司拿地节奏加快，共拿地 6 块，主要位于苏州、长沙、合肥和武汉，新拿地规划面积 65.62 万平方米，业态以住宅为主。从拿地成本看，近年来拿地成本呈现上升态势，2017 年公司在苏州地区拿地成本较高。

表 2 2017 年以来公司新增土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

项目名称/公司名称	所在地	获取时间	权益比例	物业类型	占地面积	规划建面/尚未开发面积	楼面价
十里星空	武汉	2017.5.23	100	住宅	2.54	5.34	6,014.71
南山柠檬郡	合肥	2017.7.21	100	住宅	3.83	7.66	7,544.36
苏州联鑫置业有限公司	苏州	2017.10.19	16.66	住宅	3.32	3.99	23,631.87
苏州宏景置业有限公司	苏州	2017.11.16	20	住宅	6.00	13.21	11,567.09
长沙梅溪湖	长沙	2017.12.29	100	住宅+商业	4.75	24.25	6,152.00
苏州南山新阳房地产开发有限公司	苏州	2018.1.8	100	住宅+幼儿园	5.51	11.18	21,342.71
合计	--	--	--	--	25.96	65.62	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司土地储备尚未开发的建筑面积共 116.07 万平方米，主要分布在苏州和长沙等二线城市，房地产市场形势尚可，土地储备较为充足，能够满足未来 3 年的开发需求。从楼面均价看，十里天池拿地时间较早，楼面均价较低，2016 年以来拿地成本逐步提高，总体看公司土地储备均价有所升高。苏州区域土地获取成本较高，需关注区域政策调控，带来的项目盈利波动风险。

表 3 截至 2017 年底公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米）

序号	项目名称	所在地	获取时间	权益比例	物业类型	占地面积	规划建面	楼面地价	尚未开发的建筑面积
1	南山维拉	苏州	2014-4-15	100%	住宅	17.36	48.75	2,830.65	19.84
2	南山楠（南山·新程）	苏州	2016-4-7	100%	住宅	9.51	19.01	14,164.87	19.01
3	南山·十里天池	长沙	2006-12-14	100%	住宅	39.62	44.10	503.42	34.06
4	三食六巷	合肥	2015-10-20	100%	商业	6.32	3.85	2,215.30	3.03
5	南通南山	南通	2012-9-20	100%	住宅	9.08	27.03	1,857.51	2.98
6	武汉为侨	武汉	2017-1-19	100%	工业	7.07	10.30	4,126.21	10.30
7	长沙梅溪湖	长沙	2017-12-29	100%	住宅	4.75	24.25	6,152.00	24.25
8	南山柠檬郡	合肥	2017-7-21	100%	住宅	3.83	7.66	7,544.36	7.66
9	十里星空	武汉	2017-5-23	100%	住宅	2.54	5.34	6,014.71	5.34
合计		--	--	--	--	100.08	190.29	--	116.07

资料来源：公司提供

注：武汉为侨项目系通过收购方式获得

整体看，2017 年公司拿地节奏加快，土地成本有所上升，公司土地储备主要位于二线城市，土储总规模基本能满足公司未来 3 年的开发需求。苏州区域土地获取成本较高，需关注区域政策调控，带来的项目盈利波动风险。

（2）项目开发

从开发数据来看，2017 年，公司当期新开工项目 4 个，新开工面积 22.95 万平方米，当期新开工面积较 2016 年有所下降，主要 2016 年公司新开工项目较多，以及受公司项目储备和开发进度安排影响所致；竣工项目 3 个，竣工面积 27.08 万平方米，当期竣工面积较大。2017 年公司加大了拿地规模，截至 2017 年底，公司在建面积 50.17 万平方米，在建面积较大对公司房地产业务开发和销售有一定支撑作用。为持续发展，2017 年公司拿地规模增长，预计 2018 年开工建设面积较 2017 年将有一定增长。

表 4 2016~2017 年公司房地产业务开发情况（单位：个、万平方米）

项目	2016 年	2017 年
当期新开工项目数	5	4
当期新开工面积	36.03	22.95
当期竣工项目数	2	3
当期竣工面积	6.74	27.08
期末在建项目数	5	6
期末在建面积	54.30	50.17

资料来源：公司提供

表 5 截至 2017 年底公司在建、拟建项目情况（单位：万平方米）

序号	项目名称	权益比例	总建筑面积	开工时间	工程进度	已竣工建筑面积	已售建筑面积	土地储备建面	在建	待售面积	
										已取得预售证	未取得预售证
1	南山·雨果	80%	15.9	2013.01	已完工	15.9	15.59	--	--	0.31	--
2	南山·柠檬城	100%	20.87	2013.11	已完工	20.87	20.87	--	--	--	--
3	南山·雍江汇	100%	21.56	2012.12	已完工	21.56	25.85	--	--	0.16	--

4	南山·苏迪亚诺	100%	32.11	2006.11	已完工	32.11	31.6	--	--	--	--
5	南山·柠府	100%	15.01	2015.09	在建	7.91	13.96	--	7.11	1.05	--
6	南山·维拉	100%	48.75	2015.04	在建	16.86	22.47	19.84	12	4.01	19.94
7	南山楠（南山·新程）	100%	19.01	2017.12	在建	--	--	8.61	10.4	--	19.01
8	南山国际社区（一、二期）	100%	27.03	2013.06	在建	13.66	22.05	2.98	10.35	1.61	--
9	南山·十里天池	100%	43.82	2016.12	在建	--	9.05	34.06	9.76	0.36	--
10	山语海	100%	6.59	2014.02	在建	6.04	5.32	--	0.55	0.52	0.56
11	南山·三食六巷	100%	3.85	2016.03	已完工	0.71	--	3.03	--	--	--
12	武汉光谷自贸港（一期）	69.23%	10.30	--	未开工	--	--	10.3	--	--	--
合计		--	264.8	--	--	135.62	166.76	78.82	50.17	9.08	39.51

资料来源：公司提供。

注：武汉光谷自贸港和南山·三食六巷为出租项目

从公司各项的投资情况来看，截至2017年底，公司各房地产项目预计总投资251.83亿元，实际已投资179.31亿元，未来尚需投资72.52亿元，资金支出压力一般。

表6 截至2017年底公司主要地产项目投资情况（单位：亿元、%）

序号	项目名称	所在地	权益比例	预计总投资	实际已投资
1	南山·雨果	上海青浦区	80	28.00	32.11
2	南山·柠檬城	苏州高新区	100	17.69	17.24
3	南山·柠府	苏州高新区	100	15.69	12.04
4	南山·维拉	苏州吴中区	100	43.31	24.02
5	南山楠（南山·新程）	苏州高新区	100	43.62	28.95
6	南山·苏迪亚诺B地块	长沙望城区	100	1.10	0.94
7	南山·雍江汇	长沙岳麓区	100	17.11	14.73
8	南山·十里天池	长沙岳麓区	100	25.90	5.88
9	南山国际社区一期	南通港闸区	100	10.00	9.26
10	南山国际社区二期	南通港闸区	100	11.00	4.80
11	山语海	深圳南山区	50.98	14.03	16.00
12	南山·三食六巷	合肥庐江县	100	3.13	1.41
13	D地块租赁用地	合肥庐江县	100	1.20	0.19
14	南山·柠檬郡	合肥新站区	100	10.30	6.01
15	武汉光谷自贸港	武汉东湖高新区	69.23	3.25	2.27
16	十里星空	武汉黄陂区	100	6.50	3.46
合 计			--	251.83	179.31

资料来源：公司年报，联合评级整理

注：武汉为侨产业园项目案名于2017年9月更新为“武汉光谷自贸港”。

整体看，2017年，公司新开工面积有所下降，但竣工面积增长，期末在建面积略有下降；公司各项目未来资金支出压力一般。

（3）销售情况

2017年，公司协议销售面积为35.33万平方米，较2016年略有下降，受项目储备和项目开发进度安排影响所致，协议销售金额为52.49亿元，为2016年全年的77.76%。2017年协议销售均价下降，主要系2016年销售价格较高的深圳地区项目较多所致。从结转收入看，2017年公司结转收入较2016年增长38.24%，结转均价有所上升。

表7 2016~2017年公司房地产业务的销售情况

项目	2016年	2017年
期末达预售项目（个）	5	10
当期协议销售面积(万平方米)	39.32	35.33

当期协议销售金额（亿元）	67.50	52.49
协议销售均价（万元/平方米）	1.71	1.49
当期结转面积（万平方米）	26.40	28.64
当期结转收入（亿元）	38.42	53.11
当期结转均价（万元/平方米）	1.46	1.85

资料来源：公司提供

从公司可售项目来看，截至 2017 年底，公司主要在售项目已售面积 166.76 万平方米，公司已完工项目剩余待售主要为剩余尾盘；待售面积 48.59 万平方米，待售面积中已取得预售证的面积为 9.08 万平方米，未取得预售证的面积为 39.51 万平方米。公司在售项目能够支撑公司未来 1 年的销售。

此外，公司开发的南山·三食六巷商业项目（持股比例100.00%）2016年9月开业，项目总建筑面积3.85万平方米，截至2017年底已竣工0.71万平方米，可租面积0.68万平方米，已出租面积0.42万平方米，出租率为62%。武汉光谷自贸港项目（持股比例69.23%），总建筑面积10.30万平方米，目前尚无竣工部分。待项目竣工对外出租，将会对公司利润形成一定补充。

总体看，2017 年公司房地产业务协议销售面积、协议销售金额和协议销售均价均有所下降，受到项目储备和开发进度安排的一定影响；公司房地产项目的去库存情况较好，公司在售项目能够支撑公司未来 1 年的销售，2017 年公司加大了拿地力度，预计未来销售将有所回升。公司自持项目竣工对外出租后，将对公司利润形成一定补充。

3. 集成房屋业务

2017 年公司集成房屋业务实现营业收入 7.40 亿元，同比增长 40.46%；其中，集成房屋业务板块中仍以销售业务为主，占比达到 90%以上，较上年变动不大。

从毛利率情况来看，2017 年集成房屋业务中的销售业务毛利率微降至 14.01%；其他业务出现成本倒挂，系其他业务中的租赁业务萎缩，收入降低，但是成本为已购入的资产每年的分摊成本所致。

表 8 2016~2017 年公司集成房屋业务的收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
销售业务	4.49	85.25	16.68	6.82	92.11	14.01
其他业务	0.78	14.75	16.48	0.58	7.89	-21.45
合计	5.27	100.00	16.65	7.40	100.00	11.21

资料来源：公司年报

注：其他业务主要包括拆装业务和租赁业务

原材料采购方面，2017 年，集成房屋原材料采购量整体呈增长态势，带钢同比增长 27.94%至 5,648.15 万吨，型钢采购量同比增长 1.04 倍至 20,044.03 万吨，彩钢卷略微下降 2.40%至 4,989.92 万吨。从采购均价看，原材料采购均价均有所上涨，彩钢卷、带钢和型钢采购均价分别为 6,114.95 元/吨、3,799.14 元/吨和 4,533.53 元/吨。

表 9 2016~2017 年公司集成房屋业务的原料采购情况（单位：万吨、元/吨）

原料	项目	2016 年	2017 年
彩钢卷	采购量	5,112.64	4,989.92
	采购均价	4,586.08	6,114.95
带钢	采购量	4,414.69	5,648.15
	采购均价	2,560.95	3,799.14

型钢	采购量	9,845.67	20,044.03
	采购均价	3,713.24	4,533.53

资料来源：公司提供

销售方面，2017年，公司集成房屋业务新品销售收入和销售面积均有所增长，分别增至6.48亿元和110.90万平方米。因原材料价格上涨拉动，新品平均销售价格增长至559.22元/平方米，租赁业务体量下降，租赁业务收入大幅下降至2,046.49万元，租赁业务均价略微增长至116.12元/平方米/年，变化不大。

表10 2016~2017年公司新品集成房屋销售及租赁业务情况

项目	2016年	2017年
新品销售收入（万元）	36,181.77	64,833.38
新品销售面积（万平方米）	75.20	110.90
新品平均销售价格（元/平方米）	481.14	559.22
租赁业务销售收入（万元）	4,928.40	2,046.49
租赁业务销售均价（元/平方米/年）	112.77	116.12

资料来源：公司提供

总体看，2017年，公司集成房屋业务收入有所增长，毛利率水平有所下降，对公司利润仍有一定补充作用。

4. 船舶舾装业务

2017年，公司船舶舱室配套业务实现营业收入3.38亿元，同比下降15.56%，主要系受经济环境影响，全球海工及商船市场低迷所致；毛利率为16.62%，较上年下降7.92个百分点，主要材料钢材成本大幅上涨，业务利润空间有所压缩。2017年，公司复合板、防火门和卫生单元产能均无变化；产量分别为108.90万平米、5.40万扇和1.47万套，复合板和防火门产量有所下降，卫生单元产量略有增长。复合板和防火门销量均有所下降，卫生单元销量有所上升。从产销率看，复合板产销率略有下降至95.51%，防火门和卫生单元产销率分别上升至64.81%和85.57%。

表11 2016~2017年公司船舶舱室业务生产情况

产品类别	科目	2016年	2017年
复合板	产能（万平方米）	144	144
	产量（万平方米）	134.09	108.90
	销量（万平方米）	131.96	104.01
	产能利用率（%）	93.12	75.63
	产销率（%）	98.41	95.51
防火门	产能（万扇）	9.6	9.6
	产量（万扇）	7.75	5.40
	销量（万扇）	4.35	3.50
	产能利用率（%）	80.68	56.25
	产销率（%）	56.14	64.81
卫生单元	产能（万套）	1.5	1.5
	产量（万套）	1.40	1.47
	销量（万套）	0.96	1.25
	产能利用率（%）	93.50	98.00
	产销率（%）	68.75	85.57

资料来源：公司年报及提供

受船舶制造不景气影响，2017 年，公司复合板和防火门产品销量下降，收入相应下降；卫生单元产品销量有所增长，收入相应增长。从产品售价看，复合板平均售价略有下降，防火门平均售价变动不大，卫生单元平均售价略有上升。

表 12 2016~2017 年公司船舶舱室业务的销售情况

产品类别	类别	2016 年	2017 年
复合板	销售收入（亿元）	2.20	1.72
	平均售价（元/平方米）	167.19	165.42
防火门	销售收入（亿元）	0.70	0.56
	平均售价（元/扇）	1,590.52	1593.41
卫生单元	销售收入（亿元）	1.1	1.12
	平均售价（元/套）	11,430.45	12,123.56

资料来源：公司提供

整体看，受船舶制造行业不景气影响，公司船舶舾装业务收入规模和毛利率水平有所下降。

5. 重大事项

南山控股拟以发行 A 股股份换股方式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”），即南山控股向深基地的所有换股股东发行股票交换该等股东所持有的深基地 B 股股票。本次换股吸收合并已获得经中国证券监督管理委员会证监许可〔2018〕339 号文核准。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。

深基地系经深圳市人民政府办公厅以深府办函[1995]112 号文批准，由赤湾石油基地股份有限公司改组设立，深基地由中外合资经营企业改组为股份有限公司。深基地的控股股东和实际控制人为南山开发，持股比例为 51.79%。深基地的主营业务分为两大板块，一是通过控股子公司以物流园区为平台，提供多元化和一体化的综合物流服务；二是为中国南海东部石油的勘探、开发及生产活动提供石油后勤服务。目前深基地收入主要来自宝湾物流园堆存仓储业务，深基地已经在全国建立 18 个宝湾物流园区，仓储使用率较高。

针对本次收购交易，公司管理层已就该交易编制了 2016 年度及截至 2017 年 9 月 9 个月期间的备考合并财务报表，经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审阅。根据备考财务报表，公司合并深基地后，公司资产总额规模和资本实力提升，收入和利润规模有所增长，资产负债率略有上升。截至 2017 年底，深基地资产总额 93.29 亿元，所有者权益合计 35.76 亿元。2017 年，深基地实现营业收入 7.63 亿元，净利润-0.43 亿元。

表 13 备考合并财务数据对比

项目 口径	2016 年 合并备考	2016 年 审计口径	2017 年 9 月 合并备考	2017 年 9 月 三季报公告口径
资产总额（亿元）	222.65	147.16	250.34	165.92
所有者权益（亿元）	91.06	64.91	88.15	61.85
营业收入（亿元）	56.53	49.86	32.56	27.08
净利润（亿元）	6.22	6.01	3.33	3.17
资产负债率（%）	59.10	55.89	64.79	62.73

资料来源：公司提供

有关本次重组，公司股东现金选择权股权登记日为 2018 年 5 月 9 日，2018 年 5 月 10 日，南

山控股（002314.SZ）开始停牌，申报日为2018年5月16日到2018年5月22日之间的交易日，共有424,752份现金选择权通过交易系统方式进行了有效申报，相关股份的资金交收均已办理完毕，现金选择权提供方为南山开发，南山控股（002314.SZ）2018年5月25日上午开市起复牌。实施完成现金选择权行权股份过户、资金清算后，南山控股和深基地B将刊登换股实施公告确定换股股权登记日并实施换股。

整体看，深基地重组完成后，公司将加强“房地产+物流地产”的业务模式，公司规模及业务范围均将扩大，资本实力和竞争力有望增强。

6. 经营关注

（1）公司的房地产开发板块以商品房建设项目为主，开发项目集中于二线城市，2017年，公司协议销售面积和销售均价有所下降，地产项目开发进度及所在地区房地产市场情况对公司利润有一定影响。公司2017年在苏州区域土地获取成本较高，需关注区域政策调控，带来的项目盈利波动风险。

（2）公司集成房屋原材料成本上涨，毛利率水平下降，未来公司集成房屋业务发展有一定不确定性。

（3）受船舶制造行业不景气影响，毛利率水平下降，未来公司的船舶舾装业务发展有一定不确定性。

7. 未来发展

公司布局城市主要集中在一线、热点二线城市，在短期政策调控不放松的预期下，为抵御房地产行业进入调整期的宏观风险，公司将密切关注市场变化，积极应对。

（1）积极探索多元化业务领域，寻找新的利润增长点。公司一方面继续加强传统的住宅开发，实现规模增长目标；另一方面，顺应市场形势变化，积极探索商业地产、产业地产、旅游地产等多元化业务发展，寻找新的利润增长点。

（2）坚持重点深耕现有城市，同时根据公司业务发展需要，逐步布局长三角、华中和成渝地区的其他具备发展潜力城市。鉴于公开市场土地价格不断攀升，公司对存量土地市场保持密切关注，不断加宽拓展渠道。

（3）完善运营管控体系，提升精细化管理。进一步强化运营管理思路，建立并完善项目指标评价体系，提升内部管理效率。

（4）把握市场变化，强化营销管理。

（5）加强资金管理。提高资金计划管控能力，对全盘资金和资源进行合理配置，提高资金回笼效率管理，提升资金可预见性，为投资拓展、企业转型积聚资源。

（6）继续尝试多渠道融资，加大项目融资力度，积极补充优质的资金来源。同时，公司将持续关注有关政策变化，加强风险防范。

整体看，公司发展战略符合行业发展特点和自身实际情况，能够指导公司未来的战略和经营管理。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2017年度财务报表已经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了

标准无保留审计意见。公司财务报表按照最新企业会计准则编制。公司 2017 年度财务报表根据《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》(财会[2017]30 号)和《关于印发修订〈企业会计准则第 16 号——政府补助〉的通知》(财会[2017]15 号)编制。

2017 年,公司新纳入合并范围子公司 1 家,注销子公司 1 家,新成立子公司 2 家,合并范围变化较小,财务数据可比性较强。

截至 2017 年底,公司合并资产总额 165.33 亿元,负债合计 98.24 亿元,所有者权益(含少数股东权益) 67.09 亿元,其中归属于母公司所有者权益合计 58.90 亿元。2017 年,公司实现合并营业收入 66.02 亿元,净利润(含少数股东损益) 9.52 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润 6.42 亿元;经营活动产生的现金流量净额-4.92 亿元,现金及现金等价物净增加额为-10.03 亿元。

截至 2018 年 3 月底,公司合并资产总额 175.67 亿元,负债合计 108.56 亿元,所有者权益(含少数股东权益) 67.12 亿元,其中归属于母公司所有者权益合计 58.55 亿元。2018 年 1~3 月,公司实现合并营业收入 7.91 亿元,净利润(含少数股东损益) 0.03 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润-0.35 亿元;经营活动产生的现金流量净额为-18.50 亿元,现金及现金等价物净增加额为-10.09 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底,公司资产总额 165.33 亿元,较年初增长 12.35%,流动资产和非流动资产均有所增长。资产总额中流动资产占 84.99%,非流动资产占 15.01%,以流动资产为主。

截至 2017 年底,公司流动资产 140.51 亿元,较年初增长 12.29%,主要系其他应收款增长所致。截至 2017 年底,公司流动资产以货币资金(占 18.43%)、其他应收款(占 20.81%)和存货(占 55.13%)为主。截至 2017 年底,公司货币资金 25.89 亿元,较年初下降 27.58%,主要系公司当期支付拍地保证金较多所致;年底货币资金以银行存款为主,占 96.67%。截至 2017 年底,公司其他应收款 29.23 亿元,较年初大幅增长 757.99%,主要系公司支付的拍地保证金;截至 2017 年底,公司其他应收款中押金及保证金占 77.36%,合作方往来款占 15.96%;其他应收款按照单项金额重大并单独计提坏账准备部分(占 98.30%)无计提坏账准备,按照账龄计提部分(占 1.70%)累计计提坏账准备 0.13 亿元。截至 2017 年底,公司存货 77.47 亿元,较年初微增 0.07%,主要为房地产开发成本(占 85.04%)和开发产品(占 9.18%),公司针对库存原材料和产成品等共计提跌价准备 0.22 亿元,房地产项目无跌价迹象。

截至 2017 年底,公司非流动资产 24.82 亿元,较年初增长 12.68%,主要系递延所得税资产和其他非流动资产增长所致;公司非流动资产以长期股权投资(占 10.19%)、固定资产(占 26.02%)、递延所得税资产(占 8.04%)和其他非流动资产(占 43.94%)为主。截至 2017 年底,公司长期股权投资 2.53 亿元,较年初增长 10.92%,增长主要来自合营企业惠州市惠阳半岛新城市物业管理有限公司、联营企业中开财务有限公司的投资收益。截至 2017 年底,公司固定资产 6.46 亿元,较年初下降 17.47%,主要系处置和折旧导致租赁资产数量减少所致,公司固定资产累计计提折旧 4.16 亿元,固定资产成新率 65.00%,固定资产成新率一般,公司逐步退出集成房屋租赁和塔机租赁等业务,针对相关资产计提了 1.26 亿元减值准备。截至 2017 年底,公司递延所得税资产 1.99 亿元,较年初增长 1.69 亿元,主要系预提土地增值税。截至 2017 年底,公司其他非流动资产 10.91 亿元,较年初增长 16.34%,主要系四川省成都市武侯区新马路 1 号片区棚户区改造项目代武侯区危房改造中心垫付的拆迁补偿款增加所致。

截至 2017 年底,公司受限资产 29.83 亿元,其中受限存货 28.93 亿元,主要为用于抵押借款,

公司资产受限比例为 18.04%，受限比例不高。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 175.67 亿元，较年初增长 6.26%，变动不大；其中流动资产和非流动资产分别占 85.60% 和 14.40%，资产结构较年初变动不大。

总体看，2017 年，公司资产规模有所增长，资产构成以流动资产为主；因公司支付拍地款规模较大，导致货币资金有所下降，其他应收款大幅增长；资产受限规模不大，资产流动性较强；整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 98.24 亿元，较年初增长 19.45%，主要系非流动负债增长所致；其中流动负债占 74.68%，非流动负债占 25.32%，非流动负债占比有所上升。

截至 2017 年底，公司流动负债 73.37 亿元，较年初增长 6.53%，变化较小，主要以短期借款（占 6.82%）、应付账款（占 10.29%）、预收款项（占 51.40%）、应交税费（占 13.26%）和其他应付款（占 6.62%）为主。截至 2017 年底，公司短期借款 5.00 亿元，较年初下降 37.50%，公司短期借款融资规模有所下降，其中全部为信用借款。截至 2017 年底，公司应付账款 7.55 亿元，较年初增长 34.23%，应付材料款及工程款有所增长。截至 2017 年底，公司预收款项 37.71 亿元，较年初下降 10.73%，系地产项目交房结转收入及当期协议销售金额下降所致。截至 2017 年底，公司应交税费 9.73 亿元，较年初增长 383.39%，主要系应交土地增值税及企业所得税增长所致。2017 年，公司新增其他流动负债 1.67 亿元，为关联方借款（已调整进短期债务）。

截至 2017 年底，公司非流动负债 24.88 亿元，较年初大幅增长 85.99%，主要系长期借款规模增长所致，公司非流动负债主要系长期借款（占 78.75%）和应付债券（占 20.01%）构成。截至 2017 年底，公司长期借款 19.59 亿元，较年初增长 256.18%，公司业务规模增长，融资规模扩大，截至 2017 年底，公司长期借款以信用借款为主。从期限结构看，公司长期借款 2019 年到期部分 2.30 亿元，2020 年到期部分 17.29 亿元，期限结构较为集中。截至 2017 年底，公司应付债券 4.98 亿元，为“12 雅致 02”，较年初无变化。

截至 2017 年底，公司全部债务 36.23 亿元，较年初增长 42.65%，主要系公司长期借款大幅增长所致，公司全部债务中短期债务占 31.55%，长期债务占 68.45%。从债务指标看，截至 2017 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 59.42%、35.07% 和 26.99%，公司债务指标均有所上升，但仍处于较低水平。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 108.56 亿元，较年初增长 10.50%，主要系短期借款和长期借款增长所致；其中流动负债和非流动负债分别占 72.10% 和 27.90%，负债结构较年初变动不大。截至 2018 年 3 月底，公司短期借款 9.00 亿元，较年初增长 80.00%，长期借款 25.05 亿元，较年初增长 27.87%。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 45.84 亿元，较年初增长 26.50%，其中短期债务和长期债务分别占 34.10% 和 65.90%，公司债务规模较年初变动不大。从债务指标看，截至 2018 年 3 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 61.80%、40.58% 和 31.04%，较年初均有所上升。

总体看，公司负债规模有所增长，仍以流动负债为主；债务规模大幅增长，其中长期债务增长迅速，占比大幅上升，公司债务负担仍属较低水平，公司债务到期结构较为集中，存在一定集中偿付压力。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 67.09 亿元，较年初增长 3.35%，变动较小，股本、资本公积、盈余公积较年初均无变化；未分配利润为 9.28 亿元，较年初增长 37.50%，系利润积累所致。公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益 58.90 亿元，占 87.79%，少数股东权益 8.19 亿元，占 12.21%。归属于母公司所有者权益中股本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 31.88%、47.63%、4.71%和 15.76%，所有者权益结构较年初变化较小，公司权益稳定性较好。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 67.12 亿元，较年初增长 0.04%，变动不大。公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占 87.24%，归属于母公司所有者权益中，股本、资本公积和未分配利润分别占 32.07%、47.92%和 15.26%，所有者权益结构较年初变化较小，公司权益稳定性较好。

总体看，公司所有者权益规模小幅增长，权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 66.02 亿元，同比增长 32.41%，主要系当期房地产业务结转收入规模增长所致；净利润为 9.52 亿元，同比增长 58.44%，其中归属于母公司所有者的净利润 6.42 亿元，同比增长 21.80%。

从期间费用看，2017 年公司费用总额 5.96 亿元，同比增长 27.06%，主要系管理费用和财务费用增长所致。其中销售费用同比增长 8.76%至 2.17 亿元；管理费用同比增长 25.35%至 3.22 亿元，财务费用增长 0.44 亿元，同比增长 3.37 倍，系当期汇兑损失导致。2017 年，公司费用收入比为 9.03%，同比下降 0.38%，公司期间费用控制能力较好。

从盈利指标看，2017 年，公司营业利润率为 30.43%，同比上升了 3.12 个百分点；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 10.71%、9.43%和 14.43%，分别同比上升了 2.47 个百分点、2.40 个百分点和 4.97 个百分点，盈利能力有所增强。

2018 年 1~3 月，公司营业收入 7.91 亿元，同比大幅增长 1.46 倍，主要系当期结转项目较上年同期增长所致；营业利润 0.43 亿元，净利润 280.08 万元，由负转正；归属于母公司所有者净利润为-0.35 亿元，仍然为负。

总体看，公司主营业务获利能力提高，收入规模和盈利水平有所提高，整体盈利能力有所提升。

5. 现金流

从经营活动来看，2017 年公司经营活动现金流入 64.43 亿元，同比下降 13.29%，系当期协议销售金额减少所致。2017 年公司经营活动现金流出 69.35 亿元，同比增长 7.47%，主要系当期公司因拿地支付拍地保证金规模较大所致。受以上因素影响，2017 年，公司经营活动现金流量净额由经流入转为净流出，为-4.92 亿元。

从投资活动看，2017 年，公司投资活动现金流入规模较小，为 0.80 亿元，同比大幅下降 86.76%，上年同期公司收到联营公司苏州招商南山地产有限公司分红款规模较大。2017 年，公司投资活动现金流出 7.54 亿元，同比下降 10.42%。因当期投资活动现金流入规模较小，公司投资活动现金流量净额为-6.74 亿元，继续表现为净流出，净流出金额有所增长。

从筹资活动看，2017 年公司筹资活动现金流入 38.75 亿元，同比大幅增长 40.50%，主要系当期借款规模增长所致；筹资活动现金流出 36.96 亿元，同比增长 50.53%，系公司当期偿还债务支付的现金规模增长所致。2017 年公司筹资活动现金流量净额为 1.79 亿元，同比下降 40.90%。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为-18.50 亿元；投资活动现金流量净额为-0.60 亿元；筹资活动现金流量净额为 9.03 亿元。

总体看，2017 年，公司房地产项目协议销售规模有所下降，支付拿地款规模增长，经营活动变为现金净流出，投资活动持续表现为现金净流出，公司存在外部筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.92 倍（年初为 1.82 倍）和 0.86 倍（年初为 0.69 倍），较年初略有上升。公司现金短期债务比由 3.00 倍下降至 2.35 倍。整体看，公司短期偿债能力仍较强。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 15.66 亿元，同比增长 51.56%，主要系利润总额增长所致，公司 EBITDA 中，折旧、摊销、计入财务费用的利息支出和利润总额分别占 4.57%、1.39%、5.37%和 88.66%，以利润总额为主。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 9.28 倍上升至 12.20 倍；EBITDA 全部债务比由上年的 0.41 倍上升至 0.43 倍，EBITDA 对全部债务及利息的保障能力较好，公司长期偿债能力较强。

截至 2017 年底，公司无合并范围外的担保事项。

截至 2017 年底，公司无重大未决诉讼事项。

截至 2017 年底，公司已取得银行授信 39.30 亿元，尚未使用 22.36 亿元，公司间接融资渠道通畅。同时，公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

根据人民银行企业信用报告（企业征信号：G10440305005271105），截至 2018 年 3 月 23 日，公司已结清信贷信息有 2 笔垫款，垫款金额发生时间为 2007 年，垫款金额为 200.60 万元，此外公司未结清信贷信息无不良或关注信息。

总体看，2017 年，公司房地产业务发展情况良好，整体偿债能力仍属很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）26.89 亿元，约为“12 雅致 02”债券本金（5.00 亿元）的 5.78 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度强；净资产 67.09 亿元，约为“12 雅致 02”债券本金（5.00 亿元）的 13.42 倍，公司现金类资产和净资产能够对“12 雅致 02”债券的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 15.66 亿元，约为债券本金（5.00 亿元）的 3.13 倍，公司 EBITDA 对“12 雅致 02”的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 64.43 亿元，约为债券本金合计（5.00 亿元）的 12.89 倍，公司经营活动现金流入量对“12 雅致 02”的覆盖程度好。

综合以上分析，并考虑到公司整体经营发展良好，公司对“12 雅致 02”债券的偿还能力依旧很强。

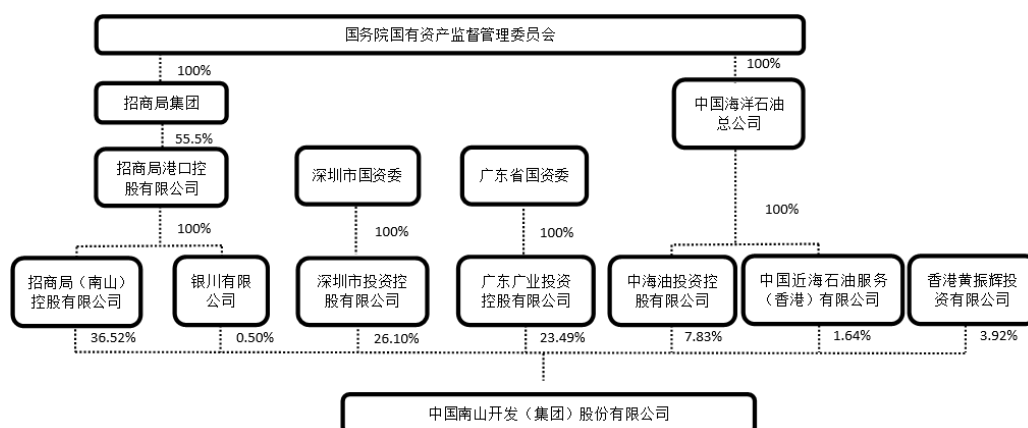
八、担保方实力

本次债券由公司控股股东南山开发提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

1. 担保方概况

南山开发的前身是成立于 1982 年 9 月的中国南山开发股份有限公司。截至 2018 年 3 月底，南山开发注册资本为 9 亿元人民币。南山开发控股股东—招商局（南山）控股有限公司是招商局集团有限公司下属控股公司—招商局国际的全资子公司。南山开发实际控制人为招商局集团有限公司。

图 2 截至 2018 年 3 月底南山开发股权结构图



资料来源：公司提供

2. 业务运营

南山开发主营业务为房地产业务、物流业务（以运输业务和堆存仓储为主，此外还有装卸和港务管理）、集成房屋业务和船舶舱室配套业务。

南山开发房地产业务、集成房屋业务和船舶舱室配套业务的经营主体为南山控股，物流业务的经营主体为深基地和深圳市赤湾东方物流有限公司（以下简称“东方物流”）。

2017 年，南山开发实现营业收入 118.09 亿元，同比增长 24.88%，主要系运输业务和产品销售增长所致。从收入构成看，房地产收入、运输业务收入和产品销售收入分别占 49.66%、17.25% 和 11.15%，其他业务占比均为超过 10%。2017 年，南山开发房地产业务收入 58.65 亿元，同比增长 7.75%；运输业务收入收入 20.38 亿元，同比增长 49.82%，运输业务大幅增长；产品销售收入 13.17 亿元，较上年大幅增长。

从毛利率水平看，2017 年南山开发毛利率为 36.67%，较 2016 年的 37.72% 变动较小。

2018 年 1~3 月，南山开发营业收入 22.61 亿元，较上年同期增长 73.80%，主要系当期房地产确认收入以及产品销售较上年同期增长所致；毛利率为 25.50%，较 2017 年全年的 36.67% 有所下降，主要系毛利率较高的房地产业务当期收入占比低于 2017 年全年所致。

从未来发展来看，南山开发未来将定位为以物流业为核心主业、以物业开发与运营为支撑业务、以金融投资与资产管理为创新业务，成为在核心产业领域具有影响力的企业集团。业务组合上明确“2+1”的方向，即：“中国领先的仓储与公路运输综合运营商”、“独具特色的住宅与产业地产开发运营商”两个实业平台，集股权运作、金融投资、传统业务管理、新业务培育为一体的“资产管理平台”。

整体来看，南山开发的房地产板块稳定，物流板块保持增长。

3. 财务情况

南山开发 2017 年审计报告已经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所审计，并出具了标准无保留的审计意见。2018 年一季度财务报告未经审计。从合并范围来看，南山开发 2017 年新设立子公司 12 家，注销子公司 3 家，主营业务未受影响，财务可比性较强。

截至 2017 年底，南山开发资产总额 362.30 亿元，负债合计 227.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）134.95 亿元，其中归属于母公司所有者的权益合计 99.93 亿元。2017 年，南山开发实现营业收入 118.09 亿元，净利润（含少数股东损益）13.44 亿元，归属于母公司所有者的净利润 12.19 亿元；经营活动现金流量净额为-10.01 亿元，现金及现金等价物净增加额为-16.50 亿元。

截至 2018 年 3 月底，南山开发资产总额 393.02 亿元，负债合计 259.57 亿元，所有者权益（含少数股东权益）133.45 亿元，其中归属于母公司所有者的权益合计 98.51 亿元。2018 年 1~3 月，南山开发实现营业收入 22.61 亿元，净利润（含少数股东损益）0.11 亿元，归属于母公司所有者的净利润为 0.25 亿元；经营活动现金流量净额为-21.76 亿元，现金及现金等价物净增加额为 9.91 亿元。

（1）资产质量

截至 2017 年底，南山开发资产总额 362.30 亿元，较年初增长 22.34%，流动资产和非流动资产均有所增长，其中流动资产占 54.43%，非流动资产占 45.57%。

截至 2017 年底，南山开发流动资产 197.21 亿元，较年初增长 22.19%，主要系其他应收款和其他流动资产增长所致，主要由货币资金（占 18.51%）、其他应收款（占 15.74%）、存货（占 47.93%）和其他流动资产（占 10.47%）构成。截至 2017 年底，南山开发非流动资产 165.09 亿元，较年初增长 22.53%，主要系可供出售金融资产、固定资产、投资性房地产和无形资产等增长所致，主要由长期股权投资（占 18.33%）、投资性房地产（占 15.17%）、固定资产（占 20.40%）、在建工程（占 9.42%）、无形资产（占 17.91%）和其他非流动资产（占 9.30%）构成，其中投资性房地产以成本法计量。

截至 2017 年底，南山开发受限资产 34.84 亿元，其中受限存货 28.93 亿元，受限货币资金 4.35 亿元，受限投资性房地产 1.06 亿元，受限比例为 9.62%，受限比例一般。

截至 2017 年底，南山开发资产总额 393.02 亿元，较年初增长 8.48%，其中流动资产和非流动资产分别占 57.27%和 42.73%，流动资产占比略有上升。

总体看，伴随房地产项目开发推进，南山开发资产总额持续增长；流动资产占比略高于非流动资产，符合房地产业务特点；投资性房地产以成本法计量，具有一定升值空间。

（2）负债和所有者权益

负债

截至 2017 年底，南山开发负债合计 227.35 亿元，较年初增长 25.30%，主要系应交税费、长期借款和应付债券增长所致，其中流动负债和非流动负债分别占 58.64%和 41.36%。

截至 2017 年底，南山开发流动负债 133.33 亿元，较年初增长 12.03%，主要系应交税费增长以及债务即将到期转入流动负债所致，主要由短期借款（占 19.51%）、应付账款（占 8.87%）、预收款项（占 30.28%）、应交税费（占 9.09%）、其他应付款（占 13.27%）和一年内到期的非流动负债（占 12.03%）构成。截至 2017 年底，南山开发非流动负债 94.02 亿元，较年初增长 50.58%，主要系长期借款和应付债券增长所致，主要由长期借款（60.53%）、应付债券（占 27.20%）和其

他流动负债（占 7.71%）构成。

截至 2017 年底，南山开发全部债务 129.59 亿元，较年初增长 39.79%，债务规模增长，其中短期债务和长期债务分别占 34.97%和 65.03%。从债务比率指标看，资产负债率、全部债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 62.75%、48.99%和 38.44%，较年初均有所上升，仍处于合理水平。

截至 2018 年 3 月底，南山开发负债合计 259.57 亿元，较年初增长 14.17%，流动负债和非流动负债均有所增长，分别占 58.33%和 41.67%，负债结构变动较小。截至 2018 年 3 月底，南山开发全部债务 148.68 亿元，较年初增长 14.73%，其中短期债务和长期债务分别占 33.91%和 66.09%。从债务比率指标看，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 66.04%、52.70%和 42.41%，南山开发债务比率指标有所上升。

总体看，伴随房地产项目销售和融资规模增长，南山开发负债规模有所增长；南山开发债务结构以长期债务为主，债务规模有所增长。

所有者权益

截至 2017 年底，南山开发所有者权益合计 134.95 亿元，较年初增长 17.67%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占 74.05%；归属于母公司所有者权益中，股本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 9.01%、22.90%、25.29%、42.93%。

截至 2018 年 3 月底，南山开发所有者权益合计 133.45 亿元，较年初下降 1.11%，变动较小。其中归属于母公司所有者权益占 73.82%，少数股东权益占 26.18%，所有者权益较年初变动较小。

总体看，南山开发所有者权益增长，南山开发所有者权益稳定性一般。

（3）盈利能力

2017 年，南山开发营业收入 118.09 亿元，同比增长 24.88%；营业利润 18.85 亿元，同比增长 21.75%，净利润 13.44 亿元，同比增长 29.68%，其中归属于母公司所有者净利润 12.19 亿元。

2018 年 1~3 月，南山开发营业收入 22.61 亿元，较上年同期增长 73.80%，净利润 0.11 亿元，较上年同期下降 67.11%，系本期期间费用规模较大所致。

总体看，2017 年南山开发收入和净利润规模均有所增长。

（4）现金流

2017 年，南山开发经营活动现金流入 119.77 亿元，同比增长 4.93%，略有增长；经营活动现金流出 129.78 亿元，同比增长 38.39%，主要系支付拿地保证金等增长所致。2017 年，南山开发经营活动现金流量净额为-10.01 亿元，变为净流出。2017 年，南山开发投资活动现金流入大幅下降 93.14%至 3.31 亿元；受此影响，2017 年南山开发投资活动现金净流出 39.75 亿元。2017 年南山开发筹资活动现金净流入 33.44 亿元，大幅增长 6.12 倍，主要系南山开发发行债券和借款规模增长所致。

2018 年 1~3 月，南山开发经营活动现金净流出 21.76 亿元；投资活动现金净流入 19.25 亿元；筹资活动现金净流入 12.45 亿元。

总体看，2017 年南山开发经营活动转为现金净流出，南山开发有对外筹资需求。

（5）偿债能力

短期偿债能力方面，截至 2017 年底，南山开发流动比率和速动比率分别为 1.48 倍和 0.77 倍，较年初均有所上升；现金短期债务比为 0.83 倍，较年初有所下降，主要系长期债务即将到期科目重新划分所致。南山开发短期偿债能力尚可。

长期偿债能力方面，2017 年，南山开发 EBITDA 为 28.44 亿元，同比增长 18.64%，主要系利

润总额和计入财务费用的利息支出增长所致；其中，折旧、摊销、计入财务费用的利息支出和利润总额分别占 12.42%、3.49%、17.87%和 66.22%。EBITDA 利息倍数由 5.58 倍微降至 5.21 倍；EBITDA 全部债务比由 0.26 倍降至 0.22 倍，南山开发长期偿债能力仍属强。

截至 2017 年底，南山开发无对外担保。

截至 2018 年 3 月底，南山开发银行综合授信额度为 273.40 亿元，尚未使用额度 171.20 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2017 年底，南山开发无重大未决涉诉事项。

根据人民银行企信用报告（信用机构代码：G1044030500471580J），截至 2018 年 5 月 3 日，南山开发已结清信贷信息有 1 笔欠息¹，其他未结清和已结清的信贷信息无不良记录，南山开发过往债务履约情况良好。

总体看，南山开发整体的偿债能力很强。

4. 担保效果评价

以 2018 年 3 月底南山开发财务数据测算，“12 雅致 02”发行规模（5.00 亿元）占南山开发资产总额的 1.45%，占所有者权益总额的 1.27%，占现金类资产的 10.56%，占比均较低，南山开发担保对“12 雅致 02”本金保障程度高。

总体看，南山开发综合实力雄厚，收入规模大，其担保对“12 雅致 02”的到期还本付息具有积极影响。

九、综合评价

2017 年，南山控股房地产业务结转收入规模大幅增长，房地产业务收入占比进一步提升，拿地规模增长，土地储备和在建项目对未来销售起到了支持作用，公司整体盈利能力有所提升。同时，联合评级也关注到公司 2017 年房地产协议销售金额和销售均价下降，传统集成房屋业务和船舶舾装业务利润空间有所减小，以及经营净现金流持续为负等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司房地产业务发展良好，同时，作为国内最大的集成房屋生产企业和船舶舱室耐火材料生产商，公司在行业内依旧保持有利的竞争地位。目前，公司正通过换股方式吸收合并深圳赤湾石油基地股份有限公司，该事项已获得中国证券监督管理委员会证监许可[2018]339 号文核准，相关事项持续推进中，重大资产重组完成后，公司将增加物流业务，业务规模和范围将有所扩大，资本实力和竞争力有望增强。

“12 雅致 02”担保方南山开发盈利规模保持增长，整体财务实力较强，仍具有很强的偿债能力，其担保对本次债券的信用水平仍具有积极影响。

综上，联合评级本次跟踪评级上调对公司的主体长期信用等级至 AA+，评级展望为“稳定”；同时维持对“12 雅致 02”债项 AA+ 的信用评级。

¹ 欠息金额为 43.35 万元，发生日期为 2008 年 4 月 20 日（周日），结清日起为 2008 年 4 月 21 日（周一）

附件1 深圳市新南山控股（集团）股份有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	147.16	165.33	175.67
所有者权益（亿元）	64.91	67.09	67.12
短期债务（亿元）	12.11	11.43	15.63
长期债务（亿元）	13.29	24.80	30.21
全部债务（亿元）	25.40	36.23	45.84
营业收入（亿元）	49.86	66.02	7.91
净利润（亿元）	6.01	9.52	0.03
EBITDA（亿元）	10.33	15.66	--
经营性净现金流（亿元）	9.77	-4.92	-18.50
应收账款周转次数（次）	7.18	9.71	--
存货周转次数（次）	0.44	0.48	--
总资产周转次数（次）	0.38	0.42	--
现金收入比率（%）	139.88	94.39	129.61
总资本收益率（%）	8.24	10.71	--
总资产报酬率（%）	7.02	9.43	--
净资产收益率（%）	9.46	14.43	--
营业利润率（%）	27.31	30.43	27.07
费用收入比（%）	9.41	9.03	22.00
资产负债率（%）	55.89	59.42	61.80
全部债务资本化比率（%）	28.13	35.07	40.58
长期债务资本化比率（%）	17.00	26.99	31.04
EBITDA 利息倍数（倍）	9.28	12.20	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.41	0.43	--
流动比率（倍）	1.82	1.92	1.92
速动比率（倍）	0.69	0.86	0.40
现金短期债务比（倍）	3.00	2.35	1.03
经营现金流动负债比率（%）	14.19	-6.70	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.07	3.13	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、公司其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债相应计入短期债务和长期债务，担保方长期应付款计入长期债务。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件2 中国南山开发（集团）股份有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	296.13	362.30	393.02
所有者权益（亿元）	114.68	134.95	133.45
短期债务（亿元）	40.00	45.31	50.41
长期债务（亿元）	52.70	84.28	98.26
全部债务（亿元）	92.71	129.59	148.68
营业收入（亿元）	94.56	118.09	22.61
净利润（亿元）	10.36	13.44	0.11
EBITDA（亿元）	23.97	28.44	--
经营性净现金流（亿元）	20.37	-10.01	-21.76
应收账款周转次数（次）	8.57	9.34	--
存货周转次数（次）	0.74	0.83	--
总资产周转次数（次）	0.34	0.36	--
现金收入比率（%）	112.35	96.08	110.23
总资本收益率（%）	7.33	7.85	--
总资产报酬率（%）	7.33	7.26	--
净资产收益率（%）	9.30	10.77	--
营业利润率（%）	28.21	27.60	19.67
费用收入比（%）	13.80	13.48	18.65
资产负债率（%）	61.27	62.75	66.04
全部债务资本化比率（%）	44.70	48.99	52.70
长期债务资本化比率（%）	31.49	38.44	42.41
EBITDA 利息倍数（倍）	5.58	5.21	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.26	0.22	--
流动比率（倍）	1.36	1.48	1.49
速动比率（倍）	0.64	0.77	0.72
现金短期债务比（倍）	1.35	0.83	0.94
经营现金流动负债比率（%）	17.11	-7.50	-14.37

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。