

中国南山开发（集团）股份有限公司

2026 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2026〕6135号

联合资信评估股份有限公司通过对中国南山开发（集团）股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国南山开发（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“25 南山开发 MTN001”和“25 南山开发 MTN002”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二六年七月二十日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

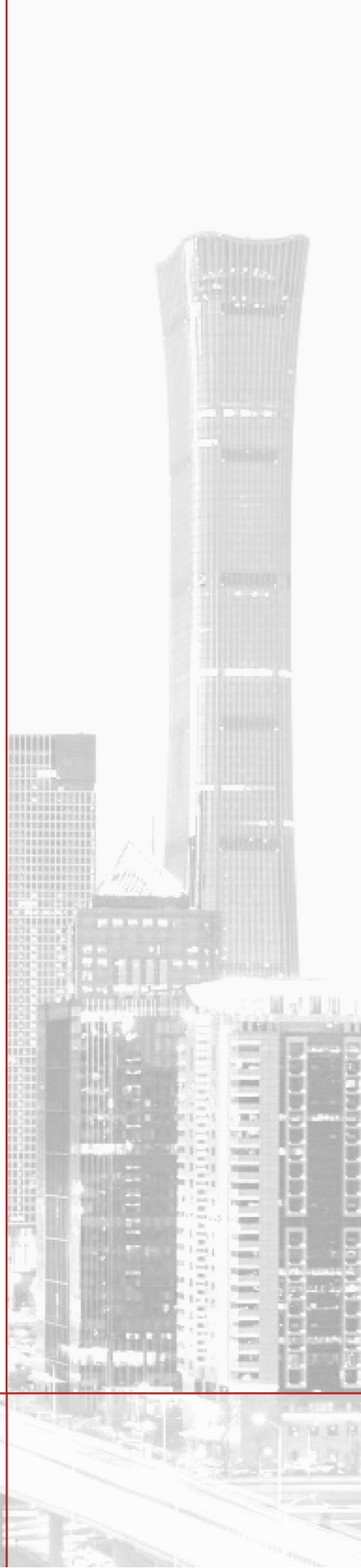
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



中国南山开发（集团）股份有限公司

2026 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
中国南山开发（集团）股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/07/20
25 南山开发 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	
25 南山开发 MTN002			

评级观点

中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）作为以综合物流和房地产开发为主业的大型中央国有企业，股东实力雄厚，在物流行业具备丰富的运营管理经验和较强的竞争优势。2025 年，公司运营的物流园区整体出租率处于很高水平，但物流园区业务回报周期较长且行业竞争加剧，租金水平面临下行压力，在建项目仍需一定投入；得益于一线城市房地产项目销售，公司签约销售规模同比大幅增长，但近年来公司拿地力度很小，该销售增速预计不可持续，且公司部分非一线城市项目面临去化及盈利承压；产城开发运营项目周期较长且受区域市场景气度影响较大，面临一定的投资支出压力及去化风险；制造业板块业绩表现整体良好。财务方面，2025 年公司结转的一线城市项目收入和毛利率较高，带动利润总额实现扭亏，但公司仍计提较大规模的减值损失，盈利基础尚不稳固；公司债务负担较重，但债务期限结构良好，融资渠道畅通。公司股东背景很强，股东支持力度大。综合评估，公司信用风险极低，公司对跟踪债券的偿还能力极强。

个体调整：无。

外部支持调整：股东在资源获取和业务协同等方面为公司提供支持。2024 年公司被纳入招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）管理体系后，在业务协同方面获得股东大力度的支持。

评级展望

在仓储物流行业竞争加剧以及房地产市场尚未止跌企稳的环境下，公司项目去化及盈利能力仍将承压，较大规模的在建项目将导致一定的资金支出压力。得益于公司综合实力及股东背景，公司融资渠道预计将保持畅通。公司评级展望为稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司股东支持力度下降，对公司经营及融资负面影响大；公司融资渠道受限，偿债能力明显下降等。

优势

- **公司股东背景多元且均实力很强，股东支持力度大。**截至 2026 年 3 月底，公司前四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、广东省环保集团有限公司和中海石油投资控股有限公司，股东实力很强。公司在资源获取、业务协同等方面可以获得各方股东支持。2024 年招商局集团将公司纳入其管理体系，将公司视同二级公司进行管理，后续公司在业务协同方面有望获得招商局集团更大力度的支持。
- **公司物流园区运营管理经验丰富，仓储区域布局合理，竞争优势明显；公司地产板块土地储备具备区域优势。**公司运营物流园区规模很大，仓储业务已基本覆盖全国一二线城市的核心物流节点，跟踪期内出租率处于很高水平。公司地产板块土地储备主要位于国内重点一二线城市，具备区域优势。同时，公司可开发的赤湾片区已被划入广东省自贸区前海-蛇口片区，该片区系粤港澳大湾区的核心区域，土地增值潜力大，未来发展前景良好。

关注

- **物流园区回报周期较长且在目前经济环境下面临租金下降风险。**截至 2026 年 3 月底，公司在建物流园区仍需一定规模的投入，考虑到仓储物流市场竞争激烈、整体租金水平持续下滑，公司在仓储物流板块面临一定的租金下降风险和新项目运营风险。

- **房地产行业景气度低迷，公司房地产板块面临去化和盈利压力。**当前房地产市场尚未止跌企稳，2025 年公司签约销售规模同比大幅增长，但随着一线城市项目剩余可售面积减少，2026 年公司销售规模和盈利水平可能有所下降，非一线城市项目仍面临较大的去化压力。
- **公司在建项目尚需投资金额较大，面临一定资金支出压力且债务负担较重。**截至 2026 年 3 月底，公司主要在建物流园区项目、房地产开发项目与产城开发运营项目尚需投资金额较大，面临一定资金支出压力。同期末，公司全部债务 358.10 亿元，全部债务资本化比率 60.38%，加之公司永续债余额 40.00 亿元，公司债务负担较重。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 一般工商企业信用评级方法与模型 V4.1.202606

债项评级方法 债项评级基本方法 V3.0.202207

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	资产质量及盈利能力		3
		资本结构		2
		偿债能力		3
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：股东支持				+3
模型级别				AAA

个体信用状况和外部支持调整变动说明：因联合资信于 2026 年 5 月及 6 月对《外部支持评估方法》和《一般工商企业信用评级方法与模型》进行修订，本次评级适用最新评级方法。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

主要财务数据

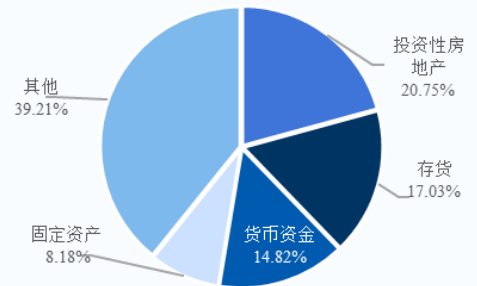
合并口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	158.53	132.91	128.82	127.20
资产总额（亿元）	880.38	833.86	741.90	729.29
所有者权益（亿元）	263.63	245.81	235.03	234.99
短期债务（亿元）	133.73	85.17	81.17	79.19
长期债务（亿元）	251.87	301.62	284.59	278.91
全部债务（亿元）	385.60	386.80	365.76	358.10
营业总收入（亿元）	221.33	211.78	261.29	42.14
利润总额（亿元）	12.46	-10.05	2.60	0.60
EBITDA（亿元）	34.21	12.84	25.41	--
经营性净现金流（亿元）	58.22	7.43	53.06	5.26
净营业周期（天）	365.35	315.26	211.22	--
EBITDA 利润率（%）	15.46	6.06	9.73	--
总资产报酬率（%）	2.59	-0.08	1.53	--
资产负债率（%）	70.06	70.52	68.32	67.78
全部债务资本化比率（%）	59.39	61.14	60.88	60.38
流动比率（%）	135.42	151.96	166.84	163.22
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（%）	0.72	0.78	1.13	--
现金短期债务比（倍）	1.19	1.56	1.59	1.61
EBITDA 利息倍数（倍）	2.29	1.02	2.44	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.27	30.13	14.39	--

公司本部口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	305.29	307.11	300.63	299.77
所有者权益（亿元）	140.10	142.77	142.31	142.66
全部债务（亿元）	150.16	148.46	147.07	146.64
营业总收入（亿元）	3.11	7.38	3.21	0.74
利润总额（亿元）	4.44	3.83	2.38	0.46
资产负债率（%）	54.11	53.51	52.66	52.41
全部债务资本化比率（%）	51.73	50.98	50.82	50.69
流动比率（%）	270.66	346.23	295.64	288.18

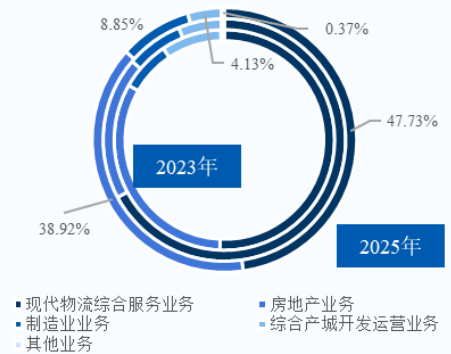
注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径 2023 年底其他流动负债中的有息部分计入短期债务，公司本部口径债务数据未经调整；4. 公司 2026 年一季度财务数据未经审计，相关指标未予年化；5. “--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

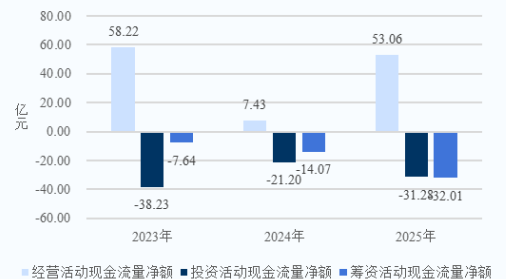
2025 年底公司资产构成



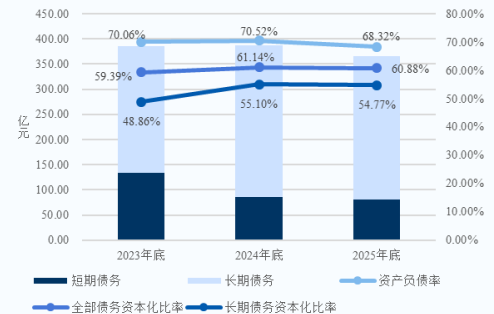
2023—2025 年公司营业总收入构成



2023—2025 年公司现金流情况



2023—2025 年末公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
25 南山开发 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2028/01/22	无
25 南山开发 MTN002	11.00 亿元	11.00 亿元	2028/02/19	无

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
25 南山开发 MTN001 25 南山开发 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/21	罗星驰 崔濛骁	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
25 南山开发 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/02/28	罗星驰 崔濛骁	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
25 南山开发 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/01/15	罗星驰 崔濛骁	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：罗星驰 luoxc@lhratings.com

项目组成员：张 垲 zhangtong@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身是成立于 1982 年 9 月的中国南山开发股份有限公司，1994 年 10 月更为现名。截至 2026 年 3 月底，公司股本 18.00 亿元，招商局（南山）控股有限公司（以下简称“招商局控股”）为公司第一大股东，公司无实际控制人（详见附件 1-1）。公司子公司深圳市新南山控股（集团）股份有限公司（以下简称“南山控股”，截至 2026 年 3 月底公司对其直接持股比例为 57.99%、间接持股比例为 10.45%）为深圳证券交易所上市公司，股票代码为“002314.SZ”；截至 2026 年 3 月底，公司所持有的南山控股股份未被质押。

公司主营业务为现代物流综合服务业务、房地产开发销售业务、制造业业务及综合产城开发运营业务等。截至 2026 年 3 月底，公司本部内设综合管理部、战略发展部、人力资源部、财务部和安全环保监督管理部等职能部门（详见附件 1-2）。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 741.90 亿元，所有者权益 235.03 亿元（含少数股东权益 54.14 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 261.29 亿元，利润总额 2.60 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 729.29 亿元，所有者权益 234.99 亿元（含少数股东权益 53.75 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 42.14 亿元，利润总额 0.60 亿元。

公司注册地址：深圳市南山区招商街道赤湾社区赤湾六路 8 号南山开发集团赤湾总部大厦 33 楼；法定代表人：舒谦。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均按照募集说明书规定用途使用。跟踪期内，“25 南山开发 MTN001”和“25 南山开发 MTN002”在付息日正常付息。

图表 1 • 截至本报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
25 南山开发 MTN001	10.00	10.00	2025/01/22	3 年
25 南山开发 MTN002	11.00	11.00	2025/02/19	3 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动承压。工业企业利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六

张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026年3月）》](#)。

五、行业分析

1 房地产开发经营行业

2025 年，我国房地产开发经营行业处于深度调整筑底阶段，呈现供强需弱格局：开发投资、新开工、施工规模持续收缩，商品房销售面积与销售额降幅虽有所收窄但仍处下行区间，房价存在下行压力，广义库存去化周期虽回落但仍处高位。行业准入壁垒低、同质化竞争充分，市场格局持续分化，央国企拿地与新增货值占比提升，销售集中度短期走低。政策以稳市场、去库存、防风险、促转型为主线，中央与地方协同发力，全面松绑需求、强化融资支持、推进保交楼与存量盘活。展望 2026 年，行业预计以筑底企稳、转型提质为主基调，逐步向租购并举、存量盘活、品质提升的新发展模式转型。完整版行业分析详见[《2026 年房地产开发经营行业分析》](#)。

2 房地产租赁经营行业

2025 年，房地产租赁经营行业仍处于筑底调整阶段，整体租金承压与空置率高企带来的现金流不确定性依然突出。宏观经济增速放缓抑制了需求，行业进入存量时代，新增供应持续缩量，资产区位与运营能力的价值凸显。政策端通过推动商业不动产 REITs 常态化发行，加速存量资产盘活，为优质资产提供了退出渠道。头部持有型租赁企业凭借稳定的租金现金流和较低的杠杆水平，抗周期能力优于中小企业，但区域与物业类型分化明显，核心城市核心地段项目已显现企稳迹象，非核心区域去化困难。此外，投资性房地产估值下降对利润与偿债能力形成冲击，线上办公与电商的结构性替代压力持续存在。未来，具备强运营能力、能够通过调改提升资产收益的企业将获得更大成长空间。完整版详见[《2026 年房地产租赁经营行业分析》](#)。

3 物流行业

2025 年全国社会物流运行稳中有进，工业品物流和消费物流需求均延续良好增长态势；物流仓储方面，高标仓净吸纳量创历史新高但预计 2026 年将同比回落，不同区域的租金走势分化显著。

社会物流方面，根据中国物流与采购联合会的数据，2025 年全国社会物流运行稳中有进，发展质量与效率均有所提升，社会物流总额 368.2 万亿元，按可比价格计算，同比增长 5.1%，物流需求保持稳定增长。从结构看，2025 年工业品物流总额同比增长 5.3%，对社会物流总额增长的贡献率达 82%，核心支柱地位持续巩固。在工业经济结构升级的带动下，装备制造业、高技术制造业物流需求成为核心增长点，2025 年相关物流需求增速均超过 9%，工业品物流需求高端化、智能化特征更加显著。此外，2025 年单位与居民物品物流总额同比增长 5.1%，年内延续良好增长态势，各领域消费物流需求潜力稳定释放。

物流仓储方面，根据世邦魏理仕的数据，2025 年在出口韧性和“以旧换新”政策共同利好下，全国高标仓净吸纳量突破 1000 万平方米，创历史新高。2026 年受“以旧换新”边际效应减弱及跨境电商自建仓分流等因素影响，世邦魏理仕预测净吸纳量或将高位回落 20%至 800 万平方米，新增供应预计也将同比小幅下降。租金走势方面，市场分化将更为显著：华东、华北因供应下降，区域内大部分市场租金跌幅收窄；去化良好的武汉、重庆、成都和青岛等城市有望迎来租金企稳回升；华南区域因集中供应量大且需求放缓，面临租金加速下跌的风险。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司作为大型集团企业，仓储物流经营体量位居国内行业前列，地产开发和产城项目布局的城市能级较高，业态多元与协同

度较好。

公司从开发经营赤湾港口、石油基地起步，现已发展成为一家以综合物流（运输、贸易物流和堆存仓储等）、房地产开发、综合产城开发运营业务和制造业务（集成房屋业务、船舶舱室配套业务等）为主营业务的综合性大型集团企业。

仓储物流为公司的重点发展方向，公司仓储物流业务主要由宝湾物流控股有限公司（以下简称“宝湾物流”）运营。宝湾物流仓储业务聚焦长三角区域、粤港澳大湾区核心城市和北京及周边的核心物流节点，包括一线城市北京、上海和广州以及天津、南京、宁波和重庆等核心二线城市，具备区位优势。截至 2026 年 3 月底，宝湾物流期末可租面积为 689.95 万平方米，期末出租率 94.10%。此外，在建项目未来完工投入运营（如北京文投宝湾、台州临海、无锡惠山、成都新津项目等）将进一步增加可租面积。整体看，公司仓储物流经营体量位居国内行业前列。

运输物流方面，截至 2026 年 3 月底，公司旗下深圳市赤湾东方物流有限公司（以下简称“东方物流”）在全国范围内设立了 31 家分支机构，拥有园区及货运场面积 48.53 万平方米，同时拥有自有牵引车 240 台、半挂车 4294 辆、集装箱 3776 个，经营规模较大。

地产开发方面，2025 年，公司实现并表口径房地产签约销售金额 66.76 亿元；截至 2026 年 3 月底，公司房地产板块完工及在建项目主要分布在深圳、武汉、东莞、成都和长沙等一二线城市，整体来看城市布局较好，但成都剩余可售项目主要位于非核心区域都江堰。受市场景气度下行影响，公司房地产板块面临一定的资产减值风险。

产城业务方面，公司采取租售结合的经营模式，项目主要位于上海、重庆、合肥和西安等城市，布局的城市能级较高。产城项目周期相对较长，去化及运营情况仍有待提升。

（二）信用记录

公司过往履约记录良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至 2026 年 7 月 2 日，公司本部和南山控股本部无不良或关注类信贷记录，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司本部存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2026 年 7 月 20 日，联合资信未发现公司本部和南山控股本部被列入全国失信被执行人名单，公司本部和南山控股本部在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

（三）管理水平

公司被纳入招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）管理体系后，董事会成员有所调整，一定程度上反映了公司在招商局集团体系中重要性的提升。

2024 年 10 月起，公司第一大股东的实际控制人招商局集团将公司纳入管理体系，参照其二级公司对公司进行管理。由于工作变动等原因，2025 年 11 月，公司董事长由王秀峰变更为蒋铁峰，王世云、徐颂、刘英杰不再担任公司董事，舒谦、李锋被选举为公司董事。

蒋铁峰，研究生学历，清华大学建筑与土木工程领域专业硕士，高级工程师；现任招商局集团副总经理、公司董事长；曾任招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“招商蛇口”）南京公司总经理、华东区域总部总经理兼上海公司总经理，招商蛇口副总经理、总经理、董事长等职务。

2026 年 4 月，公司对公司章程进行了修订，按照修订后的公司章程，公司不设监事会或监事，由审计与风险委员会行使《公司法》规定的监事会职权。

（四）经营方面

1 业务经营分析

（1）经营概况

2025 年，公司一线城市房地产项目集中结转，其中结转的深圳项目土地成本很低，带动公司收入和毛利率同比显著增长；上述房地产项目结转带来的经营业绩变化预计无法持续，2026 年一季度公司收入同比下降，毛利率回归至一般水平。

公司主要业务为综合物流（运输、贸易物流和堆存仓储等）、房地产开发业务、制造业业务和综合产城开发运营业务等，其中综合物流（运输、贸易物流和堆存仓储等）和房地产业务为公司主要收入来源。

2025 年，公司营业总收入同比增长 23.38%，主要系一线城市房地产项目集中结转规模较大，房地产业务收入同比大幅增长 151.87%所致；2026 年公司仍有部分一线城市项目计划结转，但随着公司一线城市可售货值减少，该收入增幅预计无法持续。从其他各板块来看：①2025 年，公司现代物流综合服务业务收入同比下降 12.32%，一方面物流仓储市场竞争激烈、行业整体租金水平下滑，宝湾物流收入规模下降；另一方面随着政府在物流财政奖补政策方面出台了一定的限制性措施，东方物流为降低经营风险主动收缩了部分业务。②2025 年，公司制造业收入同比增长 43.13%，一方面公司在海上油气设施和海上风电设施领域的运营主体深圳赤湾胜宝旺工程有限公司（以下简称“胜宝旺”）近年来由传统制造企业向 EPC 总包方转型，当年业主委托采购收入较大，预计 2026 年胜宝旺无委托采购收入后收入规模将同比下降；另一方面全球造船业务处于行业景气阶段，公司旗下的华南建材（深圳）有限公司（以下简称“华南建材”）是船舶内装领域的整体解决方案服务商，订单量饱满，未来两年船舶行业有望保持高景气度，为华南建材的经营业绩提供支撑。③2025 年，公司综合产城开发运营业务收入同比下降 10.77%，主要系受到整体市场环境的影响。

毛利率方面，2025 年，公司现代物流综合服务毛利率同比小幅上升，主要系东方物流收缩部分业务后毛利率提升所致。2025 年，公司房地产毛利率上升至 31.19%的很高水平，当期结转的深圳琅玥湾家园项目的地块来自公司早期确权的赤湾片区开发用地，盈利空间充足；目前赤湾片区的住宅及行政办公指标已全部使用完毕，后续房地产业务毛利率将面临回落。2025 年，公司制造业毛利率同比小幅下降，但仍处于合理水平；综合产城开发运营业务毛利率同比显著上升，该板块中的租金收入相对稳定、毛利率较高，销售收入受项目结转差异影响较大，综合导致该板块毛利率波动相对较大。整体来看，2025 年公司综合毛利率同比上升 8.93 个百分点，预计 2026 年毛利率将同比下滑。

2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 42.14 亿元，同比下降 41.02%，主要系上年同期一线城市房地产项目贡献较大结转收入，当期房地产结转收入下降所致；综合毛利率为 11.94%，回归至一般水平。

图表 2 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
现代物流综合服务业务	112.15	50.67	7.26	142.24	67.16	4.93	124.71	47.73	5.34
房地产业务	72.14	32.59	17.38	40.37	19.06	12.00	101.68	38.92	31.19
制造业业务	16.32	7.37	14.99	16.16	7.63	16.63	23.12	8.85	14.64
综合产城开发运营业务	19.58	8.85	33.71	12.10	5.71	28.72	10.80	4.13	36.40
其他业务	1.14	0.52	92.01	0.92	0.43	92.06	0.98	0.37	92.54
合计	221.33	100.00	13.91	211.78	100.00	8.90	261.29	100.00	17.83

注：部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（2）综合物流业务

公司综合物流业务主要经营主体为南山控股子公司宝湾物流和公司子公司东方物流。

①宝湾物流

跟踪期内，仓储物流行业供大于求、竞争加剧，宝湾物流无新拿地项目；在“以价换量”策略下，宝湾物流出租率保持很高水平，但租金水平持续下降；宝湾物流在建项目尚需投入一定资金，在当前行业环境下，面临一定的资本支出压力和新项目运营风险。

宝湾物流以仓储物流业务为主，业务布局聚焦华东区域、长三角区域和粤港澳大湾区核心物流节点城市 and 北京及周边城市，物流园区区域布局合理。2025 年，宝湾物流营业总收入和综合毛利率均同比下降，主要系在竞争加剧的环境下租金水平下滑所致。

图表 3 • 宝湾物流营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年		
	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）	15.11	82.29	54.59	16.71	86.04	49.87	16.16	86.80	44.34
运输	1.42	7.74	2.55	1.08	5.56	3.57	0.61	3.27	4.25
办公租赁及代理	0.94	5.14	47.44	1.12	5.76	41.94	1.24	6.64	45.98
装卸	0.38	2.06	4.92	0.44	2.28	12.10	0.39	2.10	6.14
其他	0.51	2.78	96.45	0.07	0.35	96.18	0.22	1.19	59.92
合计	18.36	100.00	50.34	19.43	100.00	46.14	18.62	100.00	42.52

注：部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据宝湾物流年报整理

2025 年及 2026 年一季度，在供大于求的行业供需环境下，宝湾物流未获取新的物流园项目；随着前期获取的项目建成，2025 年位于天津武清和安徽合肥的物流园项目新投入运营。截至 2026 年 3 月底，宝湾物流总管理物流地产项目共 86 个，可租面积充裕。跟踪期内，宝湾物流整体出租率处于很高水平，但广州黄埔宝湾、淮安经开宝湾、鄂州葛店宝湾等部分物流园区出租率下降；在行业整体“以价换量”的经营策略下，宝湾物流单位租金水平从 2024 年底的 28.90 元/平方米·月降至 2026 年 3 月底的 23.90 元/平方米·月，租金降幅加大。除少数区域租金水平有所企稳，预计短期内大部分区域租金水平仍面临下行压力。

图表 4 • 宝湾物流物流园获取和运营情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
新获取物流园项目数量（个）	2	0	0	0
新获取物流园土地面积（亩）	309.00	0.00	0.00	0.00
期末可租面积（万平方米）	594.53	672.27	689.95	689.95
期末出租率（%）	89.00	88.70	95.00	94.10
期末单位租金水平（元/平方米·月）	30.80	28.90	24.10	23.90

资料来源：公司提供

从客户构成来看，宝湾物流选择合作的客户侧重于大中型客户，包括全球 500 强企业、跨国企业及国内大型企业集团等。客户群体主要包括第三方物流企业、电子商务企业、商贸零售企业和制造业企业等，整体质量较好。2025 年，宝湾物流收入贡献前五大客户占总收入比重为 16.78%，同比小幅上升 2.92 个百分点，客户分布较分散、集中风险较低。

截至 2026 年 3 月底，宝湾物流在建物流园 4 个，建筑面积（全口径）共 55.15 万平方米，尚需投入资金 8.57 亿元。受仓储物流行业竞争日趋激烈及当前经济环境等因素影响，公司新建运营园区的出租率与盈利水平可能面临挑战。鉴于仓储物流园区行业具有前期投资大、运营培育周期长、收益回报缓慢等特点，公司或将面临一定的资本支出压力及长期运营挑战。

②东方物流

跟踪期内，东方物流主动收缩部分业务，毛利润有所减亏，但短期内盈利能力仍承压。

东方物流主要发展国内陆运干线运输和区域配送业务，近年来着力发展网络货运平台服务建设，该服务主要通过互联网平台把货主、运营商及司机等物流资源进行高效整合，依靠物联网、云计算、大数据、人工智能等数字技术，根据货主需求制定和规划出科学合理的物流方案，解决运输过程中的运力调度、订单追踪、车辆管理、在途监管、交易存证、运费结算、信用评价等问题，并通过运力撮合模式解决货车空车率及运输成本高问题，从而实现运力资源结构优化。

2025 年，东方物流主动缩减了部分业务，毛利润有所减亏。东方物流收入以网络货运平台承运业务为主、合同物流为辅，近年来随着东方物流持续处置自有车辆，通过经营租赁等模式逐渐向轻资产化运营转型，自营车队收入占比很小。2025 年，东方物流取得国际道路运输许可资质，后续有望在跨境物流方面取得突破。但整体来看，东方物流短期内盈利能力预计仍将承压。

图表 5 • 东方物流经营业绩情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
营业总收入	92.12	121.36	104.39
营业成本	93.92	123.88	106.02
毛利润	-1.80	-2.52	-1.66
净利润	0.03	0.24	0.07

注：毛利润=营业总收入-营业成本
 资料来源：公司提供

（3）房地产业务

①土地储备

跟踪期内公司未自主拿地，后续将更多与招商蛇口协同合作；公司在一线城市仍有一定规模的剩余可售货量，但有部分项目所在区域房地产景气度较弱、面临去化压力。

2025 年及 2026 年一季度，房地产行业景气度较弱，公司并表口径无新增拿地，但公司以参股形式与招商蛇口在深圳、西安和三亚合作获取新项目，整体土地投资支出不大，后续公司在拿地方面将进一步加强与招商蛇口的协同。截至 2026 年 3 月底，公司并表口径完工及在建项目主要分布在一二线城市，其中成都、武汉、深圳、东莞和长沙剩余可售货值较大；成都剩余可售面积主要位于都江堰，处于成都非核心区域，其他项目布局的城市能级较高、整体地段区位尚可。

此外，公司有权对赤湾 2.2 平方公里土地进行开发。后续公司将在协议框架内，结合市场需求、产业规划及合规要求，有序推进开发建设。赤湾片区已被划入广东省自贸区前海-蛇口片区，该片区也是粤港澳大湾区的核心区域之一，土地增值潜力大，未来发展前景良好。

图表 6 • 公司房地产板块新获取项目情况（单位：亿元、万平方米、万元/平方米）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
新增土地面积	10.01	0.00	0.00	0.00
新增建筑面积	17.79	0.00	0.00	0.00
土地成本	22.69	0.00	0.00	0.00
拿地均价	1.31	--	--	--

注：表中数据采用并表口径
 资料来源：公司提供

②项目开发

跟踪期内，公司新开工面积较小，但竣工面积仍保持较大规模；公司在建拟建项目尚需投资金额较大，面临一定的资金支出压力。

跟踪期内，由于公司未新增并表项目，新开工面积较小；2025 年，公司房屋竣工面积同比有所下降但仍保持较大规模。公司房地产板块在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临一定的资金支出压力。

图表 7 • 公司房地产板块项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
新开工面积	27.92	13.30	3.43	0.00
房屋竣工面积	40.72	42.04	30.57	3.44

注：表中数据采用并表口径
 资料来源：公司提供

③项目销售

2025 年得益于一线城市项目销售，公司签约销售规模大幅增长；公司位于部分城市的项目去化率较低，预计后续销售额将有所回落。

2025 年，上海和深圳项目对公司签约销售金额贡献较大，公司签约销售面积、销售金额和销售均价同比显著增长；2026 年一季度，随着上海剩余可售货值减少，公司签约销售规模一般。截至 2026 年 3 月底，公司位于南通、东莞、成都都江堰的项目以及武汉的部分项目去化率较低，主要系市场景气度下行以及当地区域政府规划配套落地不及预期所致，公司根据市场情况相应放缓开发节奏，部分项目处于与政府沟通调规或收储的阶段。

图表 8 • 公司房地产板块项目销售情况（单位：亿元、万平方米、万元/平方米）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
当期签约面积	30.96	10.68	16.31	2.73
签约销售金额	96.98	29.42	66.76	8.70
签约均价	3.13	2.75	4.09	3.19

注：表中数据采用并表口径
资料来源：公司提供

（4）综合产城开发运营业务

综合产城项目整体去化和培育周期较长，受市场环境的影响，公司可售项目去化率和可租项目出租率均有待提升；公司在建产城项目尚需投资金额较大，公司将根据客户需求逐步分期开发。

公司综合产城开发运营业务主要包括租赁、商服服务业务和产城综合开发，运营项目主要以商贸物流、国际影视中心、汽车港、科技园和物流小镇等产业为主，采取租售并举的模式，布局区域主要集中在长三角、成渝及华中区域。跟踪期内，公司无新拿地的综合产城项目。

截至 2026 年 3 月底，公司综合产城项目中销售型部分剩余可售面积主要位于合肥、重庆、西安和滁州，业态涵盖仓储、办公、工业园和影视城等，受业态及市场环境的影响，整体去化周期较长。

截至 2026 年 3 月底，公司已完工综合产城项目中租赁型部分总可租面积约 84 万平方米，主要位于合肥（业态主要为物流、仓储和公路港）和成都（业态主要为工业厂房），其余主要分布于上海、重庆、西安、武汉、南京和德阳等；其中合肥宝湾国际商业部分、南京浦口智芯科技港、重庆南山新能源交付中心、上海长三角国际影视中心和岗集综合交通物流港出租率较低，其他项目出租率均在 70%以上。

截至 2026 年 3 月底，公司在建综合产城项目主要集中在重庆汽车公园项目，该项目体量较大，公司将根据市场情况逐步分期开发。受市场环境的影响，产城项目整体将面临一定的去化压力，公司采取“以销定产”策略，根据客户需求推进开发。

（5）制造业

2025 年公司制造业板块整体向好，各家子公司均实现盈利，经营风险不大。

公司在制造业板块有 5 家主要子公司。①胜宝旺主营海上油气设施和海上风电设施业务，在导管架领域有长期运营经验，近年来由制造向 EPC 总包转型，2025 年实现营业收入约 14 亿元，盈利和现金流状况保持良好。②上海松尾钢结构有限公司（以下简称“上海松尾”）主营陆上钢结构产品，是中日合资公司，受地缘政治等因素影响，部分原定于 2025 年开工的项目延迟至 2026 年，导致 2025 年上海松尾虽保持盈利但低于预期。③深圳赤晓建筑科技有限公司主营屋面板、墙面板等建筑板材类产品，由于市场竞争激烈，2025 年收入和利润规模较小。④常熟雅致模块化建筑有限公司主营特种箱和模块化建筑业务，国内相关市场需求一般但海外市场有较大拓展空间，市场拓展期毛利率相对较低，2025 年保持盈利但规模不大。⑤华南建材是船舶内装领域的整体解决方案服务商，得益于船舶行业的高景气度，2025 年华南建材是公司制造业板块的主要利润来源，预计 2026 年有望保持较高的盈利水平。综上，2025 年公司实现制造业收入合计 23.12 亿元，毛利率为 14.64%。制造业板块能够为公司贡献较稳定的盈利，应收账款回款风险可控，整体经营风险不大。

（6）经营效率

2025 年公司主要经营效率指标同比均有所增长。

2025 年，受一线城市房地产项目结转规模较大影响，公司主要经营效率指标均同比增长。公司应收账款主要来自制造业板块和东方物流，存货主要来自房地产板块，整体经营效率指标处于较高水平。2025 年公司净营业周期 211.22 天，同比显著下降。

图表 9 • 公司经营效率指标情况（单位：次）

指标	2023 年	2024 年	2025 年
应收账款周转次数	14.80	16.32	21.82
存货周转次数	0.81	0.91	1.32
总资产周转次数	0.26	0.25	0.33

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2 未来发展

公司计划在现有业务基础上推动转型升级，但需关注公司扩张过程中可能发生的经营及财务风险。

公司未来的发展规划聚焦于智慧物流、持有型物业、高端制造和新能源四大核心领域。房地产住宅销售和金融赋能业务将与这四大业务深度融合，形成配套。公司重视数字化物流和持有型物业的发展，其中数字化物流不仅是物流的重要组成部分，也是公司未来发展的驱动力。持有型物业包括仓储物流园区、房地产板块中的物业以及产城融合下的工业园区和产业园区物业，作为公司的长期核心资产，对公司的稳定发展具有重要意义。

在制造业方面，公司计划从传统制造业转向高端制造业，同时加大对具有竞争力的制造业的投入。公司重点关注绿色新能源领域，特别是通过收购中国核能科技集团有限公司（证券代码：00611.HK，简称“中国核能科技”）进入光伏行业，符合国家绿色能源政策，并与公司现有业务如仓储物流园区形成配套。

房地产住宅为公司传统且稳定的收入来源，但公司不再将其作为主要板块，而是根据市场变化灵活调整业务结构。金融赋能业务则围绕公司自身产业，通过内部财务公司和供应链金融服务公司为上下游提供金融支持，实现业务深度融合和赋能。公司发展规划调整旨在更好地适应经济环境变化，优化业务结构，提升整体竞争力。

（五）财务方面

德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2025 年财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2026 年一季度财务报表未经审计。跟踪期内，公司未发生重大合并范围变化或会计政策变化，财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

跟踪期内，公司资产总额有所下降，房地产板块存货面临一定的去化压力和跌价风险，投资性房地产以成本法计量具有较大的增值空间，资产受限程度一般，整体资产质量较好。

图表 10 • 公司主要资产情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	475.92	54.06	415.74	49.86	349.54	47.11	330.98	45.38
货币资金	149.08	16.93	120.79	14.49	109.98	14.82	113.31	15.54
其他应收款（合计）	39.30	4.46	37.24	4.47	46.43	6.26	38.05	5.22
存货	228.12	25.91	197.93	23.74	126.33	17.03	123.12	16.88
非流动资产	404.47	45.94	418.12	50.14	392.36	52.89	398.31	54.62
长期股权投资	45.27	5.14	43.96	5.27	37.33	5.03	45.76	6.27
投资性房地产	145.48	16.53	159.12	19.08	153.98	20.75	152.66	20.93
固定资产（合计）	67.65	7.68	68.03	8.16	60.71	8.18	59.46	8.15
在建工程（合计）	49.47	5.62	47.93	5.75	54.41	7.33	55.17	7.57
无形资产	66.64	7.57	61.94	7.43	56.38	7.60	55.89	7.66
资产总额	880.38	100.00	833.86	100.00	741.90	100.00	729.29	100.00

注：占比指占资产总额的比例

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司业务多元化，资产结构较分散，其中房地产相关资产占比较高。截至 2025 年底，公司资产总额较上年底下降 11.03%，主要系房地产存货结转规模较大所致。货币资金较上年底下降 8.95%，主要系在建项目持续投资及压降有息债务所致。其他应收款（合计）较上年底增长 24.66%，主要系关联方往来款增长所致，关联方往来款合计 43.38 亿元；公司对其他应收款累计计提坏账准备 8.63 亿元，计提比例为 15.93%，计提较充分。存货较上年底下降 36.18%，其中开发成本占 47.20%、开发产品占 50.01%，现房占比较高，整体去化压力加大；公司累计计提存货跌价准备 23.51 亿元，计提比例为 15.69%，考虑到市场整体尚未止跌企稳，仍存在一定的跌价风险。长期股权投资较上年底下降 15.07%，主要系权益法下确认投资损失 5.07 亿元所致，损失主要来自武汉和南通的房地产合作项目。投资性房地产较上年底变化不大，采用成本法计量，账面价值约为 2025 年租金收入（含宝湾物流仓储收入和综合产城开发项目租金收入）的 8.93 倍，若以公允价值计量将存在较大的增值空间。固定资产（合计）较上年底下降 10.76%，以房屋和建筑物为主，其余主要为机器设备、运输设备等。在建工程（合计）较上年底增长 13.52%，主要系物流园项目持续投入所致，规模较大的在建工程为海城锦地铁综合体项目（20.87 亿元，位于深圳赤湾区域）和北京天竺物流园项目（9.76 亿元）等。无形资产较上年底下降 8.97%，主要为土地使用权。

截至 2026 年 3 月底，公司资产总额和资产结构较上年底变化不大。

截至 2025 年底，公司受限资产占资产总额的 16.96%，受限程度一般。

图表 11 • 截至 2025 年底公司资产受限情况（单位：亿元、%）

受限资产名称	账面价值	占该科目的比例	受限原因
货币资金	6.66	6.06	保证金、冻结
存货	20.25	16.03	抵押借款
固定资产	24.42	40.22	抵押借款
无形资产	19.67	34.89	抵押借款
投资性房地产	54.65	35.49	抵押借款
在建工程	0.14	0.26	抵押借款
合计	125.79	--	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（2）资本结构

①所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模有所下降，权益结构稳定性仍属一般。

截至 2025 年底，公司所有者权益 235.03 亿元，较上年底下降 4.39%，主要系未分配利润和少数股东权益减少所致；所有者权益主要由股本（占 7.66%）、其他权益工具（占 17.02%）、资本公积（占 11.25%）、盈余公积（占 6.99%）、未分配利润（占 34.18%）和少数股东权益（占 23.04%）构成，权益结构稳定性一般。

截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益 234.99 亿元，规模和构成较上年底变化不大。

②负债

跟踪期内，公司负债总额和全部债务规模持续下降，债务负担较重但债务期限结构良好。

图表 12 • 公司主要负债情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	351.44	56.98	273.58	46.52	209.51	41.34	202.79	41.03
应付账款	58.35	9.46	53.46	9.09	38.55	7.61	33.92	6.86
其他应付款（合计）	55.84	9.05	48.53	8.25	45.26	8.93	42.91	8.68
一年内到期的非流动负债	127.60	20.69	82.91	14.10	78.68	15.52	77.02	15.58
合同负债	83.25	13.50	67.08	11.41	26.09	5.15	29.86	6.04
非流动负债	265.32	43.02	314.47	53.48	297.35	58.66	291.51	58.97
长期借款	205.66	33.34	266.00	45.23	223.07	44.01	217.29	43.96
应付债券	46.00	7.46	35.00	5.95	61.00	12.03	61.00	12.34
负债总额	616.76	100.00	588.04	100.00	506.86	100.00	494.30	100.00

注：占比指占负债总额的比例

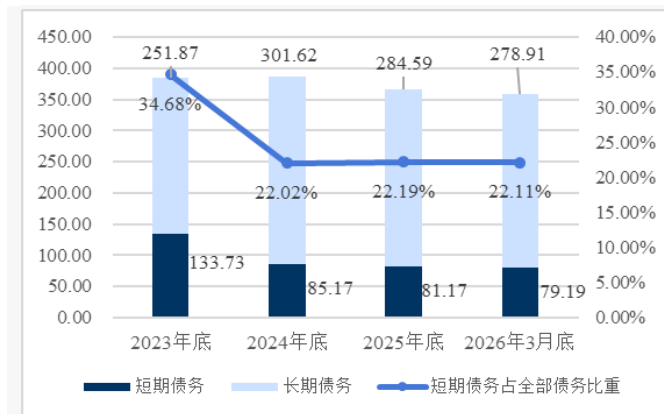
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年底，公司负债总额较上年底下降 13.81%，主要系应付账款和合同负债减少所致。应付账款较上年底下降 27.89%，主要系房地产项目结转，应付材料及工程款相应支付所致。其他应付款（合计）较上年底下降 6.74%，主要为关联方和非关联方往来款、工程设备款和押金质保金等。合同负债较上年底下降 61.10%，主要系集中结转所致。

截至 2025 年底，公司全部债务 365.76 亿元，较上年底下降 5.44%；短期债务占比为 22.19%，占比较稳定；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 68.32%和 60.88%。若将永续债 40.00 亿元调整计入长期债务，公司全部债务增加至 405.76 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 73.71%和 67.54%，债务负担较重；从融资渠道来看，债券融资约占 26%，其他主要为银行借款。

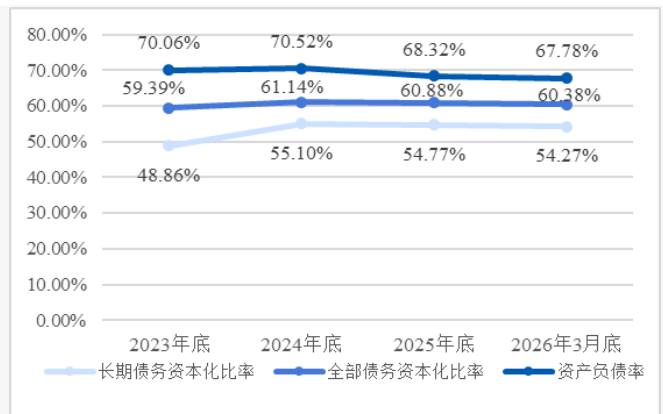
截至 2026 年 3 月底，公司负债总额和负债结构较上年底变化不大；公司全部债务较上年底下降 2.09%，短期债务占比变化不大。

图表 13 • 公司全部债务构成情况（单位：亿元）



注：不含永续债
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 14 • 公司债务指标情况



注：不含永续债
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

(3) 盈利能力

2025 年公司利润总额扭亏，2026 年一季度公司处于微利状态；考虑到当前市场环境，短期内公司盈利能力仍将承压。

图表 15 • 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	221.33	211.78	261.29	42.14
毛利润	30.78	18.86	46.59	5.03
费用总额	20.61	21.08	21.67	4.36
投资收益	7.84	7.46	-1.66	0.03
减值损失	-5.95	-14.68	-17.40	-0.09
公允价值变动收益	2.08	-1.12	0.14	0.01
利润总额	12.46	-10.05	2.60	0.60
总资产报酬率	2.59	-0.08	1.53	--
EBITDA 利润率	15.46	6.06	9.73	--

注：毛利润=营业总收入-营业成本，减值损失=资产减值损失+信用减值损失
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2025 年，得益于一线城市房地产项目结转，公司营业总收入和毛利润同比显著增长；费用总额同比变化不大；受房地产合作项目亏损影响，投资收益由正转负；资产减值损失和信用减值损失对公司利润形成较大侵蚀，主要来自存货跌价损失和合作开发项目产生的其他应收款坏账损失。综上，公司利润总额扭亏，总资产报酬率和 EBITDA 利润率尚可。

2026 年 1—3 月，公司房地产项目结转规模不大，公司盈利表现同比下降，处于微利状态。当前房地产市场尚未完全止跌企稳，短期内公司盈利能力仍将承压。

(4) 现金流

2025 年公司实现大规模经营活动现金净流入，投资和筹资活动现金净流出规模均同比增长；2026 年一季度，公司投资活动现金流转为净流入。

图表 16 • 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	275.29	235.74	253.52	53.05
其中：销售商品、提供劳务收到的现金	253.67	214.60	237.34	50.22
经营活动现金流出小计	217.07	228.31	200.46	47.79
经营活动现金流量净额	58.22	7.43	53.06	5.26
投资活动现金流入小计	18.30	121.01	90.00	43.28
投资活动现金流出小计	56.52	142.21	121.27	36.58
投资活动现金流量净额	-38.23	-21.20	-31.28	6.70
筹资活动前现金流量净额	19.99	-13.78	21.79	11.96
筹资活动现金流入小计	159.66	162.51	146.50	19.62
筹资活动现金流出小计	167.31	176.58	178.51	28.88
筹资活动现金流量净额	-7.64	-14.07	-32.01	-9.26
现金收入比	114.61	101.33	90.83	119.18

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2025 年，公司销售回款增长且经营支出下降，实现大规模的经营活动现金净流入，能够完全覆盖投资活动现金净流出；公司投资活动现金流入主要来自收回投资收到的现金，现金流出主要来自投资支付的现金和在建物流园项目建设支出；公司筹资活动现金仍为净流出且规模同比增长，当年销售回款规模较大，公司实现了一定规模的债务净偿还。

2026 年 1—3 月，公司经营活动现金流入仍为净流入但规模不大；公司近年来无新拿地的物流园区项目，随着在建项目尚需投资规模下降，投资活动现金流转为净流入；公司对有息债务规模严格管控，筹资活动现金流仍为净流出。

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司偿债指标表现较好且银行融资渠道畅通，权益规模对资产减值的覆盖倍数高。公司实际偿债能力仍属极强。

图表 17 • 公司偿债指标（单位：亿元、倍、%）

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
短期偿债指标	流动比率	135.42	151.96	166.84	163.22
	速动比率	70.51	79.61	106.54	102.50
	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债	0.72	0.78	1.13	--
	经营现金/短期债务	0.44	0.09	0.65	--
	现金短期债务比	1.19	1.56	1.59	1.61
长期偿债指标	EBITDA	34.21	12.84	25.41	--
	全部债务/EBITDA	11.27	30.13	14.39	--
	经营现金/全部债务	0.15	0.02	0.15	--
	EBITDA/利息支出	2.29	1.02	2.44	--
	经营现金/利息支出	3.90	0.59	5.10	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标来看，2025 年，公司主要短期偿债指标均有所提升，销售回款能够完全覆盖流动负债，现金类资产对短期债务覆盖情况较好；截至 2026 年 3 月底，公司现金短期债务比进一步上升。整体来看，公司短期偿债指标表现仍属较好。

从长期偿债指标来看，2025 年公司扭亏，EBITDA 同比显著增长，对利息支出和全部债务覆盖情况较好。公司所有者权益规模大、过往利润积累较厚，所有者权益规模对资产减值空间的覆盖倍数高，公司对地产行业下行背景下可售项目未来的跌价亏损仍有一定的承受能力。

截至 2026 年 3 月底，公司获得的银行授信¹合计 734.30 亿元，已使用额度 336.14 亿元，尚未使用额度 398.16 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2026 年 3 月底，公司对外担保余额 14.08 亿元，占所有者权益的 5.99%，均为对房地产合作开发项目公司的担保，其中担保余额较大的项目位于武汉。考虑到武汉房地产市场去化压力较大，存在一定的或有负债风险。

截至 2026 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

3 公司本部主要变化情况

公司本部主要承担管理及对外融资职能，持有的货币资金规模较大，债务负担一般。

公司本部主要经营赤湾片区内自持物业等业务，同时也承担部分对外融资功能。截至 2025 年底，公司本部资产总额 300.63 亿元，所有者权益 142.31 亿元，整体资本实力较强，公司本部所有者权益中含 40.00 亿元永续中期票据。公司本部资产构成主要为货币资金、银行理财、对下属子公司的应收贷款以及持有的子公司股权，持有的货币资金规模较大，截至 2025 年底，公司本部货币资金 75.17 亿元。截至 2025 年底，公司本部债务负担一般，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 52.66% 和 50.82%。2025 年，公司本部实现营业总收入 3.21 亿元，利润总额 2.38 亿元；公司本部经营活动现金流量净额 5.87 亿元，投资活动现金流量净额-1.77 亿元，筹资活动现金流量净额-7.89 亿元。

（六）ESG 分析

公司 ESG 表现较好，对其持续经营和信用风险无负面影响。

环境责任方面，截至 2025 年底，南山控股累计园区绿色仓库认证数量 18 个，2025 年首次取得国际标准零碳园区认证，投资的新能源业务风光电站运营规模突破 2000 兆瓦。

社会责任方面，公司构建了较为完善的人才培养机制，持续推进人才培养与储备项目，通过轮岗学习和双导师制个性化辅导培养模式，并持续完善学习型组织建设；公司坚持多渠道及多形式向客户传递公司内在核心价值，形成市场前瞻思维与公司发展战略的良性互动。

公司治理方面，公司已建立了完善的公司治理架构，各治理主体权责清晰、协调运转；公司建立了健全的内控体系，对生产经营过程中的风险能够做到有效识别、防范和处理。

七、外部支持

1 支持能力

公司股东背景很强，主要股东均有极强的支持能力。

截至 2026 年 3 月底，公司前四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、广东省环保集团有限公司和中海石油投资控股有限公司，股东背景很强，主要股东均有极强的支持能力。

2 支持可能性

公司在业务协同、资源获取等方面持续获得股东支持。

2024 年 10 月招商局集团将公司纳入管理体系，对公司视同二级公司进行管理，公司与招商局集团在新能源、园区开发运营、房地产及制造业等板块逐步加强业务协同。在新能源板块，招商局集团向公司开放其所有符合应用场景的项目；在地产板块，招商蛇口协同支持公司进行优质项目的投资开发和存量项目盘活，在当前核心城市核心地段房地产项目拿地竞争激烈的环境下，与招

¹ 本次公司对银行授信额度的统计口径较上次评级发生变化。截至 2025 年 3 月底，公司获得的银行授信额度合计 951.78 亿元，该额度包含到期在续做的部分；截至 2026 年 3 月底银行授信额度统计口径不包含上述部分。

商蛇口的协同有利于公司获取优质项目，跟踪期内公司在房地产板块的新增参股项目均来自与招商蛇口的协同；在物流园板块，招商局集团协同旗下企业优先使用公司园区，2025 年通过协同消化的公司园区面积约 2 万平方米。

除招商局集团以外，其他股东在资源获取、业务协同等方面也为公司提供支持。公司有权对赤湾 2.2 平方公里土地进行开发，赤湾片区同时也是粤港澳大湾区的核心区域，土地增值潜力大，该部分土地储备系公司在深圳投控协调下获取。

八、债券偿还能力分析

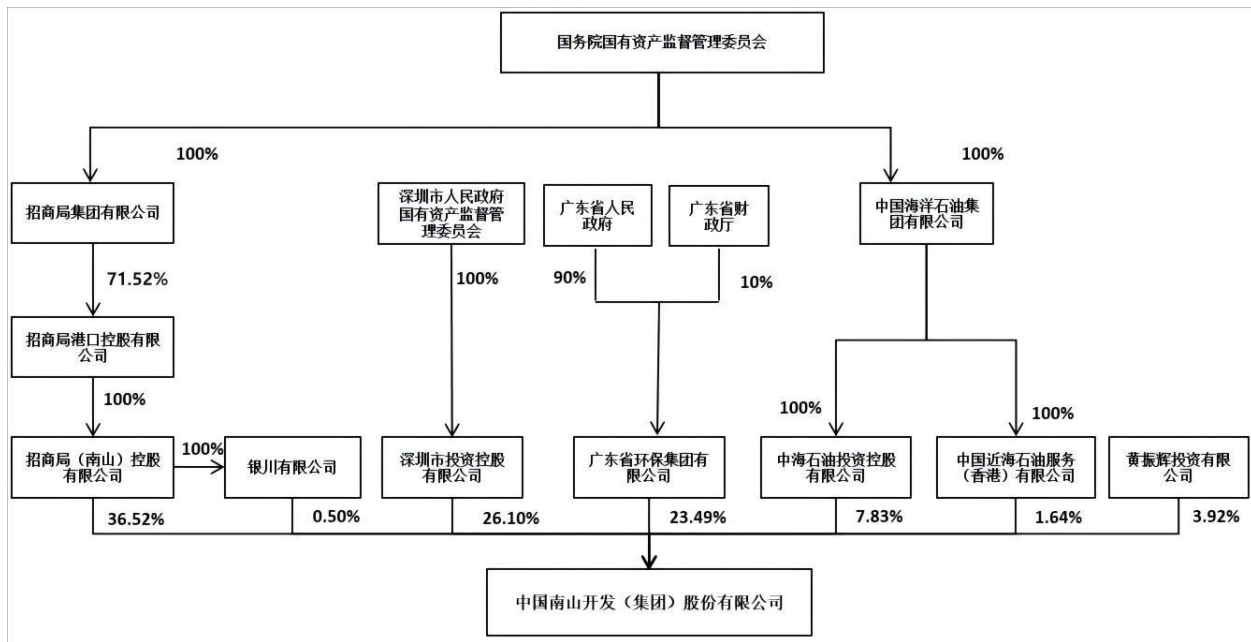
公司对待偿债券的偿还能力极强。

截至本报告出具日，由联合资信评级的公司待偿债券“25 南山开发 MTN001”和“25 南山开发 MTN002”本金余额合计 21.00 亿元。截至 2025 年底，公司现金类资产为 128.82 亿元，为上述待偿债券本金余额的 6.13 倍；2025 年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 253.52 亿元、53.06 亿元、25.41 亿元，为上述待偿债券本金余额的 12.07 倍、2.53 倍和 1.21 倍。公司对待偿债券的偿还能力极强。

九、跟踪评级结论

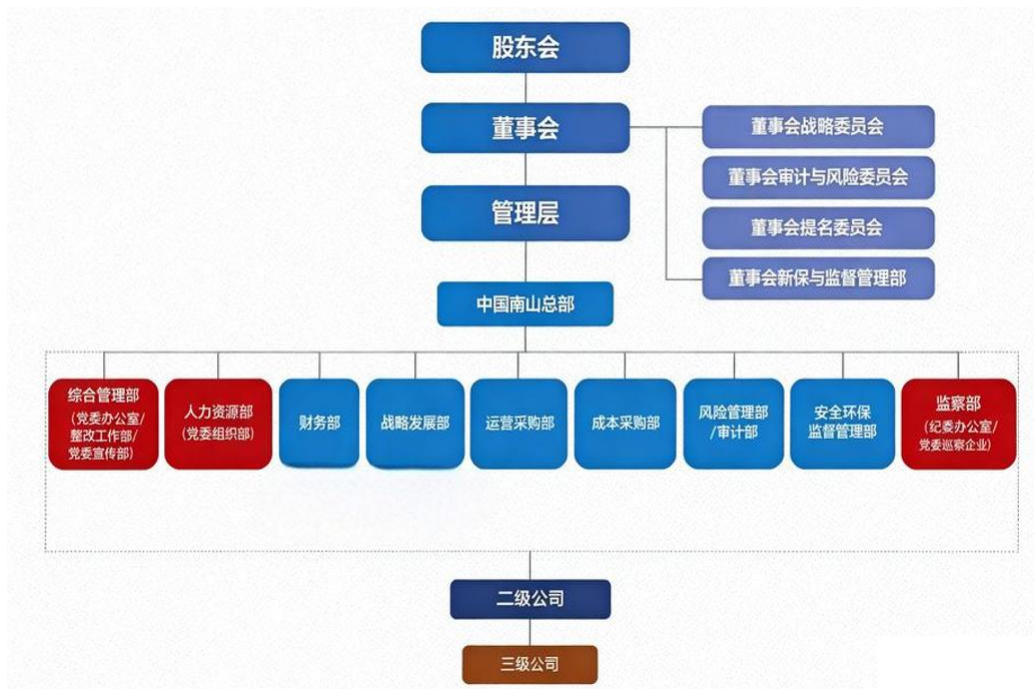
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持和债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“25 南山开发 MTN001”和“25 南山开发 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	158.53	132.91	128.82	127.20
应收账款（亿元）	13.58	12.38	11.57	12.37
其他应收款（合计）（亿元）	39.30	37.24	46.43	38.05
存货（亿元）	228.12	197.93	126.33	123.12
长期股权投资（亿元）	45.27	43.96	37.33	45.76
固定资产（合计）（亿元）	67.65	68.03	60.71	59.46
在建工程（合计）（亿元）	49.47	47.93	54.41	55.17
资产总额（亿元）	880.38	833.86	741.90	729.29
实收资本（亿元）	18.00	18.00	18.00	18.00
少数股东权益（亿元）	69.17	63.62	54.14	53.75
所有者权益（亿元）	263.63	245.81	235.03	234.99
短期债务（亿元）	133.73	85.17	81.17	79.19
长期债务（亿元）	251.87	301.62	284.59	278.91
全部债务（亿元）	385.60	386.80	365.76	358.10
营业总收入（亿元）	221.33	211.78	261.29	42.14
营业成本（亿元）	190.55	192.92	214.69	37.11
其他收益（亿元）	4.94	6.13	5.00	1.17
利润总额（亿元）	12.46	-10.05	2.60	0.60
EBITDA（亿元）	34.21	12.84	25.41	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	253.67	214.60	237.34	50.22
经营活动现金流入小计（亿元）	275.29	235.74	253.52	53.05
经营活动现金流量净额（亿元）	58.22	7.43	53.06	5.26
投资活动现金流量净额（亿元）	-38.23	-21.20	-31.28	6.70
筹资活动现金流量净额（亿元）	-7.64	-14.07	-32.01	-9.26
财务指标				
净营业周期（天）	365.35	315.26	211.22	--
应收账款周转次数（次）	14.80	16.32	21.82	--
存货周转次数（次）	0.81	0.91	1.32	--
总资产周转次数（次）	0.26	0.25	0.33	--
现金收入比（%）	114.61	101.33	90.83	119.18
EBITDA 利润率（%）	15.46	6.06	9.73	--
总资产报酬率（%）	2.59	-0.08	1.53	--
净资产收益率（%）	3.66	-5.77	-2.51	--
长期债务资本化比率（%）	48.86	55.10	54.77	54.27
全部债务资本化比率（%）	59.39	61.14	60.88	60.38
资产负债率（%）	70.06	70.52	68.32	67.78
流动比率（%）	135.42	151.96	166.84	163.22
速动比率（%）	70.51	79.61	106.54	102.50
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	0.72	0.78	1.13	--
现金短期债务比（倍）	1.19	1.56	1.59	1.61
EBITDA 利息倍数（倍）	2.29	1.02	2.44	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.27	30.13	14.39	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径 2023 年底其他流动负债中的有息部分计入短期债务；4. 公司 2026 年一季度财务数据未经审计，相关指标未予年化；5. “--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	108.11	87.03	81.18	93.58
应收账款（亿元）	0.10	4.63	0.83	0.23
其他应收款（合计）（亿元）	3.38	5.44	11.08	13.47
存货（亿元）	1.73	1.73	1.73	1.73
长期股权投资（亿元）	82.02	81.47	84.93	84.94
固定资产（合计）（亿元）	2.14	2.04	1.97	1.96
在建工程（合计）（亿元）	0.13	0.18	0.02	0.03
资产总额（亿元）	305.29	307.11	300.63	299.77
实收资本（亿元）	18.00	18.00	18.00	18.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	140.10	142.77	142.31	142.66
短期债务（亿元）	57.84	44.77	47.10	48.82
长期债务（亿元）	92.32	103.68	99.97	97.82
全部债务（亿元）	150.16	148.46	147.07	146.64
营业总收入（亿元）	3.11	7.38	3.21	0.74
营业成本（亿元）	0.52	0.48	0.48	0.11
其他收益（亿元）	*	*	0.00	*
利润总额（亿元）	4.44	3.83	2.38	0.46
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	2.88	2.88	2.11	1.27
经营活动现金流入小计（亿元）	6.06	7.32	10.03	1.49
经营活动现金流量净额（亿元）	2.72	2.71	5.87	0.40
投资活动现金流量净额（亿元）	3.61	-17.03	-1.77	12.20
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.52	-10.27	-7.89	-1.30
财务指标				
净营业周期（天）	1066.40	1101.38	1154.20	
应收账款周转次数（次）	28.85	3.11	1.18	--
存货周转次数（次）	0.30	0.28	0.28	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.02	0.01	--
现金收入比（%）	92.64	39.07	65.56	171.70
EBITDA 利润率（%）	311.15	113.83	191.20	--
总资产报酬率（%）	3.20	2.74	2.02	--
净资产收益率（%）	2.50	2.10	1.31	--
长期债务资本化比率（%）	39.72	42.07	41.26	40.68
全部债务资本化比率（%）	51.73	50.98	50.82	50.69
资产负债率（%）	54.11	53.51	52.66	52.41
流动比率（%）	270.66	346.23	295.64	288.18
速动比率（%）	268.07	343.08	292.38	284.98
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	0.04	0.05	0.04	--
现金短期债务比（倍）	1.87	1.94	1.72	1.92
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：公司本部有息债务数据未经调整；“/”表示数据未获取，“--”表示指标不适用，“*”表示数据非常小
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
应收账款周转次数	营业总收入 / 平均应收账款净额
存货周转次数 ²	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入×100%
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
盈利指标	
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
调整后营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-财务费用-管理费用-研发费用) / 营业总收入×100%
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出) / 总资产 ³ ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业总收入×100%
调整后 EBITDA 利润率	调整后 EBITDA / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债) / (资产总额-预收款项-合同负债) ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
调整后 EBITDA 利息倍数	调整后 EBITDA / 利息支出
全部债务 / 调整后 EBITDA	全部债务 / 调整后 EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计×100%
速动比率 ⁴	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
销售商品提供劳务收到的现金 / 流动负债	销售商品提供劳务收到的现金 / 流动负债合计
经营活动现金流入 / 流动负债	经营活动现金流入 / 流动负债合计
经营活动现金流入 / (流动负债-合同负债)	经营活动现金流入 / (流动负债合计-合同负债)
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
 长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销
 调整后 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销-非经常性损益
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 应收账款周转天数=360/应收账款周转次数
 存货周转天数=360/存货周转次数
 应付账款周转天数=360/(营业成本/平均应付账款)

² 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 存货周转次数=营业成本 / (平均存货净额+平均合同资产)

³ 使用《一般工商企业信用评级方法与模型》的企业, 总资产报酬率= (利润总额+费用化利息支出) / 平均资产总额×100%

⁴ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 速动比率= (流动资产合计-存货-合同资产) / 流动负债合计×100%

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断