

普洛斯洛华中国海外控股（香港）有限公司

2016 年公司债券（第一期）

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2016)010256】

评级对象: 普洛斯洛华中国海外控股(香港)有限公司 2016 年公司债券(第一期)(本期债券/债项)

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA(未安排增级)

评级时间: 2016 年 4 月 11 日

计划发行: 不超过 100 亿元人民币(含 100 亿元)

本期发行: 15 亿元人民币

存续期限: 3 年期、5 年期

增级安排: 无

发行目的: 偿还借款和/或补充营运资金

偿还方式: 到期一次还本, 分期付息

主要财务数据及指标

项 目	2013 财年	2014 财年	2015 财年	2015 年 4-12 月(末)
金额单位: 亿美元				
母公司数据:				
现金及现金等价物	—	—	0.40	0.65
刚性债务	—	—	—	10.48
股东权益	—	—	69.80	66.33
经营性现金净流入量	—	—	-1.17	-0.55
合并数据及指标:				
总资产	76.03	96.62	113.28	132.16
总负债	26.97	36.96	24.14	39.04
刚性债务	13.81	15.04	8.00	19.84
股东权益	49.05	59.66	89.14	93.11
营业收入	2.83	3.90	4.44	3.96
净利润	2.81	3.97	4.67	5.04
经营性现金净流入量	1.99	1.05	2.77	2.23
EBITDA	4.62	6.03	6.97	—
资产负债率[%]	35.48	38.25	21.31	29.54
权益资本与刚性债务 比率[%]	355.26	396.80	1114	469.38
流动比率[%]	166.77	210.28	150.62	142.31
现金比率[%]	111.18	162.61	109.98	92.31
利息保障倍数[倍]	6.01	8.19	10.64	—
净资产收益率[%]	7.41	7.31	6.28	—
经营性现金净流入量与 负债总额比率[%]	7.37	3.30	9.06	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-31.85	-25.26	-31.62	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.07	8.26	10.72	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.33	0.42	0.61	—

注 1: 根据普洛斯洛华经审计的 2013~2015 财年及未经审计的 2015 年 4-12 月(末)财务数据整理、计算。每个财年截止日期为当年的 3 月 31 日。

注 2: 2013~2014 财年审计报告为普洛斯洛华模拟审计报告。

分析师

吴晓丽 wxl@shxsj.com
石月 shiyue@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势/机遇:

- **行业发展前景良好。**国内需求扩张、网络购物蓬勃发展,以及连续出台的物流及仓储业利好政策,推动了我国仓储业的快速发展。
- **行业地位稳固。**普洛斯洛华为国内最大的物流仓储运营企业,其仓储运营面积在国内具有绝对领先优势,且随着在建项目投入运营,公司行业地位将得到进一步巩固。
- **经营业绩良好。**普洛斯洛华专注于仓储租赁业务,租金收入及现金流入稳定。同时得益于经营规模的扩大及资产增值,公司盈利能力不断增强。
- **股东支持。**普洛斯集团是全球领先的现代物流设施提供商,普洛斯洛华为其中国业务的唯一经营主体,在股东体系内处于核心地位,可在资金及业务上获得持续支持。
- **融资渠道广泛。**普洛斯洛华财务杠杆低,后续尚有较大融资空间。且公司已通过引入战略投资者、设立物流仓储开发基金等方式筹资,融资渠道广泛。

主要风险/关注:

- **投资性房地产估值风险。**普洛斯洛华投资性房地产占资产比例高。一旦仓储行业景气度大幅下滑,仓储资产公允价值势必下跌,公司资产规模及收益情况将受到严重影响。
- **资产流动性偏弱。**普洛斯洛华资产的投资回收期长、变现能力较弱,且随着仓储资产的持续增加,资产流动性将进一步弱化。
- **土地成本上升风险。**鉴于我国土地资源日益减少、土地招拍挂制度的实施、拆迁成本的上升,推高了普洛斯洛华土地成本。

- **竞争加剧风险。**物流地产良好的发展前景吸引了较多传统房企进入，加上电商正不断完善自身物流仓储体系建设，预计普洛斯洛华面临的竞争压力将加大。
- **投融资需求大。**普洛斯洛华目前在建项目较多，且仍有逾 800 万平方米的土地储备尚待开发，后续资本性支出规模大，面临较大的融资压力。
- **汇率波动风险。**普洛斯洛华为外资企业，持有部分美元借款。而公司经营实体均在国内，且以人民币收款。在汇率频繁波动的情况下，公司存在一定的汇兑风险。

➤ 未来展望

通过对普洛斯洛华及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性高，并给予本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构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。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《房地产开发企业信用评级方法》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

普洛斯洛华中国海外控股（香港）有限公司

2016 年公司债券（第一期）

信用评级报告

一、公司概况

2013 年 10 月，该公司由 Blear Services Limited 在香港注册成立，设立时股本为 1 股，股本金为 1 万港币。成立当月，原股东将其持有的公司全部股本作价 1 港币转让给 Global Logistic Properties Limited（简称“普洛斯集团”）的全资子公司 CLH Limited（简称“CLH”），普洛斯集团通过 CLH 持有公司 100% 股份。

2014 年 5 月，该公司完成了资产和业务重组：普洛斯集团将 CLH¹ 名下所有中国境内项目公司资产和 GLPH Limited² 名下负责中国境内仓储项目的业务管理、人员培训、财务管理、市场营销、投资管理等职能的普洛斯投资管理（中国）有限公司（简称“CMC”）作价 46.01 亿美元注入公司，同时公司向 CLH 增发 46.01 亿股普通股。由此，公司成为普洛斯集团旗下中国境内全部仓储项目公司和业务管理公司的直接控股主体。

在普洛斯集团将中国仓储业务的所有资产注入该公司的基础上，2014 年 9 月公司引入战略投资财团³：战略投资财团通过 Khangai Company Limited 向公司注资 21.04 亿美元，取得公司增发的 20.95 亿股普通股，占公司已发行股份的 30.15%，2014 年 11 月 Khangai II Company Limited 从 Khangai Company Limited 受让了公司 7.79 亿股普通股。同时 GLP Associates (I) Limited 和 GLP Associates (II) LLC⁴ 向公司注资 2.54 亿美元，取得 2.53 亿股普通股，约占公司已发行股份的 3.64%。自此，公司的实缴资本增至 69.58 亿美元，CLH 对于公司的持股比例也从 100% 降至 66.21%。

¹ CLH Limited 为在开曼群岛注册的公司，其通过多个在巴巴多斯、新加坡和香港注册的直接控股公司，持有普洛斯集团在中国的全部仓储项目公司的股份。

² GLPH Limited 为在开曼群岛注册的公司，其通过在巴巴多斯的直接控股公司持有普洛斯集团在中国境内仓储项目的业务管理公司。

³ 由中国人寿保险股份有限公司、国开国际控股有限公司（隶属于国开行）、中银国际基建基金（隶属于中银国际）、中邮人寿保险股份有限公司、博裕资本以及厚朴基金等投资人组成。

⁴ GLP Associates (II) LLC 和 GLP Associates (I) Limited 均是公司为了未来实施内部员工持股计划而设立的持股公司。

截至 2015 年 12 月末，该公司股本金总额为 69.58 亿美元，控股股东 CLH 持股比例为 66.21%，普洛斯集团持有 CLH 100% 的股份，为公司实际控制人。

该公司是中国境内最大的现代仓储设施提供商，在现代仓储领域占据绝对的领先地位。截至 2015 年 12 月末公司拥有已建成的仓储面积约为 1,360 万平方米，位居中国境内现代仓储行业第一。

二、债项概况

（一）本期债券概况

该公司拟申请发行总额度不超过 100 亿元人民币（含 100 亿元）的公司债券议案已获得董事会决议通过，计划分次发行，首次发行 15 亿元人民币，本期债券分为 2 个品种，品种一为 3 年期、品种二为 5 年期（如图表 1 所示）。所募资金扣除发行费用后拟全部用于公司及其境内子公司偿还银行借款、股东借款、委托贷款和/或补充营运资金。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	普洛斯洛华中国海外控股（香港）有限公司 2016 年公司债券（第一期）
总发行规模:	100 亿元人民币（含 100 亿元人民币）
本期发行规模:	15 亿元人民币
本期债券期限:	3 年期、5 年期
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	到期一次还本
增级安排:	无

资料来源：普洛斯洛华

截至 2016 年 3 月末该公司无待偿还债券。

（二）本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，该公司拟将 70 亿元用于偿还公司及其子公司境外股东借款，10 亿元用于补充境内子公司营运资金，余下部分用于偿还公司境内子公司境内借款。

三、宏观经济和政策环境

目前国内外经济环境较为复杂，我国经济仍将保持较大的下行压力。同时，经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中，中国的经济增长和发展依然会伴随着结构性风险的增加。

2015 年，中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。美国经济在量化宽松政策后维持低利率的货币政策下继续复苏，2015 年底的加息政策对全球资本的流动、汇率波动、证券市场震动产生了明显影响。在欧洲，尽管希腊主权债务危机的暂时性解决，有利于欧盟政治、经济的整体稳定，但是欧洲经济增长仍整体乏力，复苏前景仍不明朗。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应明显下降。

2015 年，国际石油价格继续下跌，石油输出国的经济处于疲软状态，石油输出国的国家风险上升，全球以石油为基础的行业风险上升。新兴经济体除印度外，整体经济呈现持续下行落态势。其中，俄罗斯在因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁、石油价格下跌双重因素影响下，经济增长形势较为严峻；巴西的经济增长和国别风险增大。

2016 年，美国将视经济复苏的强度、就业水平和物价水平的变化维持或继续上调利率；欧洲为了促进经济增长、缓解主权债务风险和银行业的结构性危机，继续实施量化宽松的货币政策；日本将继续维持量化宽松和低利率货币政策。新兴经济体整体将维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策，刺激经济的增长。

2015 年，中国对外开放水平不断提高，人民币已经加入了特别提款权篮子货币，持续推进“一带一路”、亚洲基础设施投资银行、金砖国家银行的建设，已经与韩国、澳大利亚等国签署了自由贸易协定，继续推进与美国、欧盟的信息技术协议谈判，继续推动人民币资本项下的货币自由兑换。中国的这些区域和全球性的战略推进，将进一步推动中国经济和金融深度融入世界经济体系，为中国和世界经济增长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。在中国提高对外开放水平的同时，国内长江经济带、京津冀协同发展等区域和省市经济建设、自贸区建设等都与对外开放进行了衔接，熊猫债发行开始升温。

2015 年，中国实施积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策。在财政政策上，2015 年在新预算法下，财政部积极推动了各省市和计划单列的地方政府债券发行，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，中国地方政府债务的风险总

体可控；2015 年底，财政部对地方政府债券的限额管理，有利于控制地方政府债务进一步扩张。在货币政策上，中国人民银行结构性的降低存款准备金比率、降低贷款利率，既有效地控制了物价水平的上涨，也保证了市场的流动性、降低了实体经济的融资成本，促进了实体经济增长和发展。2016 年，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中宽松的货币政策。

在中国面临复杂国际环境、对外开放水平不断提高、积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策下，2015 年中国经济总体运行平稳。但是，中国的经济增长仍然面临下行压力，以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业和以石油为基础的化工行业的风险仍然较高，信用风险和违约事件从中小企业、光伏行业等向国有企业、有色金属、煤炭行业等进行扩散。

2016 年，中国经济仍将保持较大的下行压力，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下，中国债券市场的信用风险和违约事件将呈现增加态势；在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下，证券市场的大幅波动对金融系统和实体经济的冲击风险在相应提高。

从中长期看，随着中国对外开放的不断提高，在中国供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大的条件下，中国经济仍将保持稳定的增长；在国际经济、金融形势尚未完全稳定的外部环境下，在中国国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中，中国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险，以及证券市场大幅波动对金融、经济的冲击性风险。

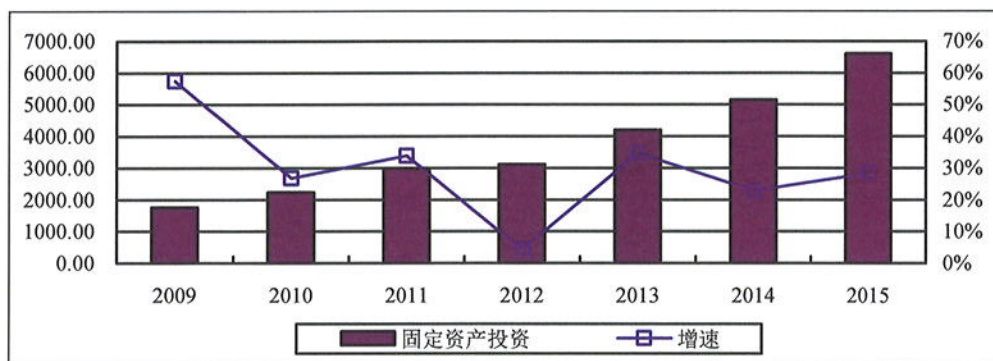
该公司从事的仓储物流园区开发和经营业务与宏观经济形势有着较强的相关性，国内外宏观经济形势变化、国家宏观经济政策调整以及经济增长周期性变化都会对公司经营产生重大影响。

四、公司所处行业及区域经济环境

近几年，我国仓储行业得益于内需拉动、电子商务蓬勃发展而快速增长。但随着传统地产商的进入及电商自建仓库步伐的加快，未来仓储行业竞争压力或将加大。该公司仓储资产规模位列国内第一，先发优势明显、市场地位稳固。

受我国内需拉动、电子商务的发展和前期物流设施相对不足的多重影响，近年来国内仓储业经历了迅速的扩张。仓储业固定资产投资额从2009年的1,766亿元增长到2015年的6,619.97亿元，年复合增长率达到24.64%。

图表 2. 国内仓储业固定资产投资情况 (单位: 亿元)



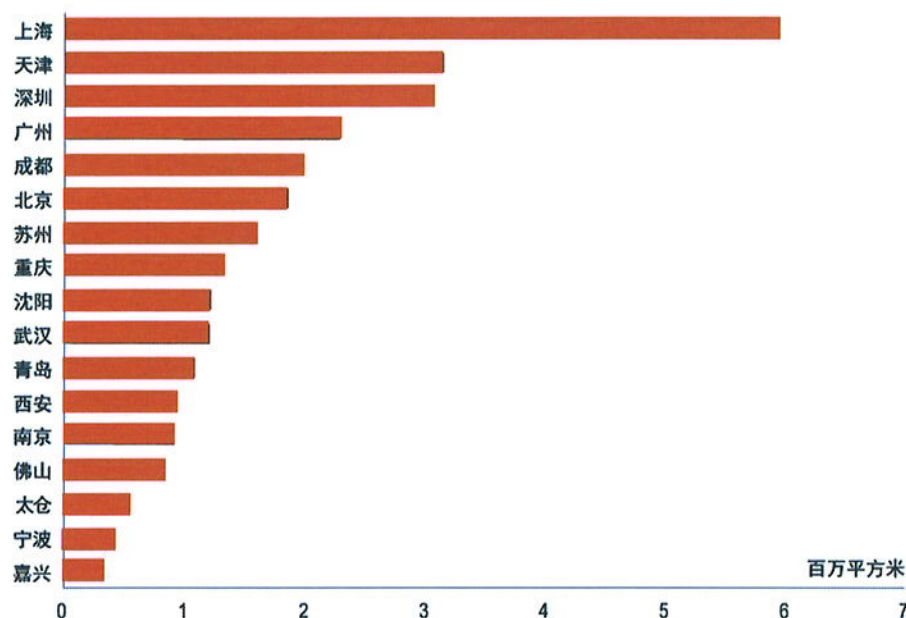
注：根据国家统计局及 WIND 资料绘制，2011 年之前仓储业与邮政业合并统计，故 2011 年前数据包含邮政业固定资产投资，自 2012 年起仓储业单独统计，因此当年的固定资产投资额增长相对较低。

根据仲量联行出版的《中国城市 60 强》报告，甲级非业主自用物流仓储面积虽由 2011 年的 1800 万平方米增至 2014 年的 2900 万平方米，但仅为全国物流仓储设施存量的 3%，且与美国 1.55 亿平方米同类物业市场总量相比，高品质物流仓储资产总量仍旧匮乏，物流地产拥有强劲的长期增长前景。

我国“一路一带”、“京津冀一体化”、“长江经济带”等战略的实施对物流业发展提出更高的要求。2014 年我国相继出台了《物流业发展中长期规划（2014~2020 年）》、《关于促进商贸物流发展的实施意见》、《关于加快推进商贸物流标准化工作的意见》和《商贸物流标准化专项行动计划》等文件，涉及推进仓储建设、仓储延伸服务、仓储管理、仓储标准的制定等多项内容。我国物流仓储业发展的政策环境持续改善。

目前，大型物流地产企业已实现一、二线城市及重点区域的市场布局，长江三角洲、珠江三角洲和环渤海地区拥有的甲级物流仓储面积占全国总量的三分之二（如图表 3）。随着制造业向中西部城市转移，加上高速公路网络的日益完善，带动了如成都、重庆、沈阳和武汉等区域物流中心的发展，而西安、郑州、长沙和合肥正逐步成为次级物流中心。此外，受电商渠道下沉的推动，物流服务网络随之向三、四线城市扩张。2014 年，京东将渠道向小县城渗透，目前已覆盖 90% 以上的县城区域。当当网也重点布局三四线城市，在 3 年内完成 100 个仓储布点。

图表 3. 2015 年甲级物流仓储分布情况



资料来源：仲量联行《中国城市 60 强》

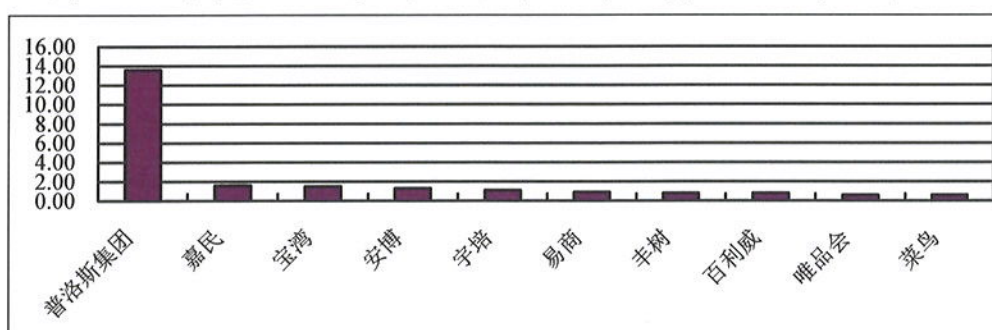
近年来随着电子商务的蓬勃发展、在线零售的需求快速增长，适用电商的专用仓库严重紧缺，促进了电商公共仓库的建设。与此同时，电商企业自建仓库步伐加快。菜鸟网络先后在 15 个城市布点仓储中心，仅在天津就拿地 1,500 亩；京东已在全国 34 个城市拥有 82 个仓库，总建筑面积超过 130 万平方米；唯品会正在广东肇庆（900 亩）、江苏昆山（300 亩）、天津武清（300 亩）、湖北鄂州（1,500 亩）、成都（1,500 亩）等地建设仓库。电子商务企业自建物流的目的在于对竞争生态形成补充，并未作为主要的盈利来源，但一定程度抑制对外部仓储的需求增长。

由于仓储行业巨大的发展潜力，物流地产企业纷纷引入外部资本，用以加强在中国的仓储战略布局。2014 年以来，宇培两次获得 RRJ 的投资；维龙和 GAW Capital Partners 成立合资公司；普洛斯集团已成立中国物流基金二期，总投资规模达 70 亿美元。同时传统商业地产企业也开始进军仓储行业。最早进入仓储领域的是广州富力地产，其投资 30 亿元的空港物流园已于 2010 年正式挂牌。2014 年 5 月，万科地产与河北廊坊市国土地产开发建设投资公司就基于京津冀一体化战略下的仓储物流等方面的建设建立战略合作关系。未来，我国物流地产行业竞争或将加大。

我国仓储行业集中度高，且市场受外资企业主导。目前我国前 10 家大中型仓储地产企业中，外资企业 4 家（即普洛斯集团、嘉民、丰树、安博），本土企业 6 家（即宝湾、宇培、百利威、易商、唯品会、菜鸟），

但外资企业仓储资产规模远大于本土企业。截至 2015 年末，以上 10 家仓储地产企业的仓库总面积为 22.8 百万平方米，外资企业龙头普洛斯集团仓储资产面积占比达 60%。普洛斯集团早于 2003 年进入中国市场，得益于丰富的运营经验和雄厚的资本实力，且抓住了中国经济快速增长的良好机遇期，其业务实现飞速增长。截至 2015 年 12 月末，普洛斯集团在中国境内已完工物业建筑面积达 1,360 万平方米，远超排名第二嘉民的 160 万平方米，在仓储行业具有很高的市场地位。目前，普洛斯集团已积累了显著的先发优势，鉴于行业具有资本密集、土地密集的特性，其余企业短期内难以打破现有的竞争格局。

图表 4. 国内仓储物流行业十大运营商仓储情况（单位：百万平方米）



资料来源：公司网站，不同新闻来源，世邦魏理仕根据获得信息估计（2015 年 12 月末）

土地为仓储建设中的重要要素，随城镇化建设步伐的加快，土地稀缺性日益凸显。为推进土地节约集约利用，上海、湖南、厦门、珠海等省市开始探索用地弹性年期制、缩短土地最高出让年限等方式。且土地招拍挂制度的实施、拆迁成本的上升，均增加了企业的拿地成本和拿地难度，中短期内土地供应为制约高标准物流设施发展的一大瓶颈。鉴于经济发达地区土地供应短缺尤为突出，一线城市的仓储需求逐步向外围溢出，带动了上海周边的太仓、昆山，广州周边的佛山、东莞，以及北京周边的廊坊等仓储业务的发展。

五、公司自身素质

（一）公司产权状况

该公司为外资企业，股权结构较为清晰。

截至 2015 年末，该公司控股股东为 CLH Limited，普洛斯集团持有 CLH Limited 100% 的股份，为公司实际控制人。公司产权状况详见附录一。

普洛斯集团是全球领先的现代物流设施提供商，其仓储设施分布于中国、日本、巴西和美国的 118 个主要城市。中国市场是普洛斯集团最大、最具成长潜力的市场。截至 2015 年 12 月末，普洛斯集团拥有、管理并出租 1,068 个综合园区，面积总计 5,030 万平方米。

普洛斯集团前身为美国 Prologis 在中国和日本境内仓储资产的组合。2008 年，美国 Prologis 将中国和日本的全部资产组合出售给新加坡政府投资有限公司（GIC）。2010 年普洛斯集团在新加坡主板挂牌上市（股票代码“MC0”）。

2015 财年，普洛斯集团实现收入 7.08 亿美元，净利润 6.68 亿美元（投资性房地产评估增值 4.88 亿美元），其中中国业务收入贡献占比超过 60%。截至 2015 年 12 月末，普洛斯集团未经审计的总资产为 224.65 亿美元（公司占比达 58.83%），净资产为 129.36 亿美元。

（二）公司法人治理结构

该公司建立有较完整的法人治理机构，具备独立的经营能力，未决诉讼对公司财务和经营的影响有限。为支持项目建设，股东对公司的贷款金额大。

该公司自成立以来严格按照香港当地有关法律、法规及规章的要求规范运作，建立健全了公司法人治理结构。公司在人员、资产、财务、机构、业务等方面与控股股东及实际控制人分开，具有独立完整的业务运营体系及自主经营能力。公司设有董事会，董事 7 人，其中 4 人由普洛斯集团委派、3 人由投资财团委派。

截至 2015 年 12 月，该公司存在 6 起未决诉讼，其中 3 起公司为被告，预计赔偿金额低于 300 万元人民币，对经营及业绩影响小。

该公司的关联交易金额相对较小，主要体现为应付（或已付）最终控股股东利息费用。股东以贷款的形式对公司业务发展提供支持，2013-2015 财年末及 2015 年 12 月末股东对公司的贷款金额分别为 9.28 亿美元、17.01 亿美元、0.33 亿美元和 10.83 亿美元。

图表 5. 公司关联交易及控股股东贷款情况（单位：万美元）

与合营企业关联交易	2013 财年	2014 财年	2015 财年
已收/应收资产管理费	-	7.70	18.80
已收/应收物业管理费	14.80	-	2.10
已收/应收开发管理费	-	75.40	338.10
合计:	14.80	83.10	359.00

与最终控股股东关联交易	2013 财年	2014 财年	2015 财年
投资支持服务收入	429.70	399.20	-
管理服务费	-410.40	-462.00	-225.40
利息费用	-3,042.70	-2,663.40	-1,562.60
其他管理服务费	-272.90	-22.20	-
基于上市公司股份支付的费用	-163.60	-215.40	-276.60
股东贷款	2013 财年末	2014 财年末	2015 财年末
来自公司股东的贷款	92,783.80	170,142.09	3,256.80

注：根据普洛斯洛华提供的数据绘制。

（三）公司管理水平

该公司组织机构设置较为合理，经营管理较为规范，并通过对各项业务的制度化管理控制主要环节的业务风险。

该公司根据业务运营需求，设立了投资管理部、区域业务发展部、人力行政部、运营管理部、采购部、法务部、财务部、投资者关系管理部等职能部门，各部门之间权责明确，部门设置和职责分工基本满足公司日常管理的需要。公司组织架构详见附录二。

该公司在经营所涉及的主要方面均施行严格的制度化管理。在财务管理方面，公司按照相关会计准则的规定，制定了多个有关财务制度，规范了会计凭证、会计账簿和会计报告的处理程序，明确了会计、财务人员的相应职责。公司的会计核算体系制度健全，从制度上保障了公司会计管理在重大方面具有完整性、合理性及有效性。

在投资决策方面，该公司制定了《普洛斯洛华中国海外控股（香港）有限公司投资管理办法》，明确了投资决策体系，并对投资方向、投资流程、尽职调查、投资风险等方面做了明确的规定。在投资机会出现时，由区域总监提交《投资报告》至总部投资管理部门，投资管理部门审核通过后，提交投资委员会，需过半数的委员投票支持，该项目才可继续进行。

在融资及资金管理方面，该公司统一由总部进行管理，各子公司对外融资由总部统一安排，经各级负责人审批后方可进行；子公司银行账户的开销户需由地区财务经理向总部资金管理部主管提交申请审核；公司对外融资业务由专人专岗负责，使得融资活动有序和平稳的执行，确保公司融资渠道的通畅稳定。

该公司一般不提供对外担保，若需对外担保的，则需由财务部门会同其他相关部门对担保事项的必要性以及潜在风险作出全面评估，提出风险防范措施，出具书面审查意见上报公司董事会进行审批。

在子公司管理方面，该公司重点在人事、财务、投资及其他重要事项上对子公司进行控制和管理。通过对区域项目公司委派关键项目管理经理来全面负责项目公司的日常运营及管理。公司总部管理职能部门负责对子公司进行业务指导、工作检查以及监督。子公司对投融资等重大事项需由区域经理上报总部职能部门审批，对于超出授权范围的事项，需由公司董事会进行批准。

在项目管理方面，该公司对项目的质量以及成本的管理有严格的要求，从设计、采购、建设到租赁、以及物业管理建立了一整套的管理规范。公司采用招投标、名单制等管理模式，本着公平公正、充分竞争的原则，选择恰当的总包/关键产品/服务供应商，保障工程质量。

（四）公司经营状况

该公司为我国最大的仓储设施提供商，物流仓储资产规模在行业内处于绝对领先地位。近三年，公司不断完善国内战略布局，仓储资产规模实现较快扩张，加上租金水平的上涨，公司收入保持上升态势，未来仍具有较大增长潜力。

该公司为我国最大的仓储设施提供商，业务专注于现代仓储设施的开发、经营和管理，仓储资产持有规模在行业内处于绝对领先地位。截至 2015 年 12 月末，公司在 38 个城市运营约 130 个已完工仓储物流园，完工仓储资产建筑面积为约 1,360 万平方米。

图表 6. 公司最近三年一期仓储资产建筑面积情况（单位：百万平方米）

	2013 年 3 月末	2014 年 3 月末	2015 年 3 月末	2015 年 12 月末
完工稳定物业	6.23	7.39	9.57	10.78
完工未稳定物业	0.65	1.32	1.52	1.98
其他设施	0.76	0.75	0.72	0.81
在建物业或重新调整物业	3.14	3.56	4.64	5.71
物业储备项目规划建筑面积	4.21	5.66	5.39	6.15
合计	14.98	18.69	21.83	25.43

注 1：根据普洛斯洛华提供的数据绘制；

注 2：完工稳定物业指的是已完工达到一年或是出租率达到 93%以上的仓储物业项目，满足两个条件之一即可认为是完工稳定物业；

注 3：完工未稳定物业指的是完工未满一年且出租率未达到 93%以上的仓储物业项目，现代仓储行业内一般用此两种表述介绍仓储物业的状态。

注 4：其他设施指停车场和堆场。

该公司具有多年的现代物流仓储运营管理经验，可为客户提供全面的物流仓储解决方案和产品，业务模式包括多租户物流设施开发、定制

开发、收购与回租。近三年，随着业务的不断拓展，公司运营的仓储物流园增加，且租赁单价持续上涨，公司营业总收入保持增长，2013-2015 财年及 2015 年 4-12 月，分别为 2.88 亿美元、3.97 亿美元、4.49 亿美元和 4.00 亿美元。公司主业突出，收入 98% 以上来自于仓储租赁。

图表 7. 公司最近三年一期营业收入变化

金额 (万美元)	2013 财年	2014 财年	2015 财年	2015 年 4-12 月
仓储业务	28,349.90	39,001.80	44,417.20	39,647.30
其他	456.50	695.30	468.50	398.30
合计:	28,806.40	39,697.10	44,885.70	40,045.60

注：根据普洛斯洛华提供的数据绘制

1. 项目获取及项目建设

该公司主要通过招拍挂获取仓储用地，建设物流园区并提供配套物流设施，用于出租获取租赁收入。此外，鉴于目前国内土地指标较紧张、土地集约化管理倾向明显，为控制成本，公司也通过并购或合资的形式，收购土地或物流仓储资产，进行重新规划或改造后出租。

为推动业务的持续扩张，该公司每年均新增一定规模的土地储备，2015 年 12 月末土地储备占地面积超过 800 万平方米，为后续业务的开展提供有力支持。凭借较强的品牌优势、丰富的物流仓储运营经验，公司可获取相对低成本的仓储项目用地。

图表 8. 公司土地储备情况 (单位：万平方米)

	2013 财年	2014 财年	2015 财年	2015 年 4-12 月
新增土地储备占地面积	563.47	650.48	521.69	448.80
新增土地储备建筑面积	416.20	405.95	329.02	300.32
期末土地储备建筑面积	420.59	566.29	538.71	614.54
期末土地储备占地面积	656.51	874.09	835.00	927.93

注：根据普洛斯洛华提供的数据绘制；

在进行项目拓展时，该公司主要考虑以下几个因素：当地人均 GDP 水平、当地仓储物流园区的租金水平、当地未来物流及商业发展潜力、仓储设施预先招租情况、项目内部收益率测算等。目前，公司完工项目或土地储备集中在一二线城市的交通枢纽，其中东部区域完工的仓储资产面积约占公司总体完工物业面积的一半。

图表 9. 2015 年 12 月末公司资产分布

	土地储备分布 (万平方米)		完工仓储资产分布	
	占地面积	建筑面积	城市数 (个)	物业面积 (万平方米)

	土地储备分布 (万平方米)		完工仓储资产分布	
	占地面积	建筑面积	城市数 (个)	物业面积 (万平方米)
北部	283.13	163.25	7	247.11
东部	256.83	189.27	14	723.35
南部	122.42	77.40	5	123.28
中西部	265.55	184.61	7	260.59
合计	927.93	614.54	33	1354.33

注：根据普洛斯洛华提供的数据绘制；北部指的是北京、天津、辽宁、黑龙江、吉林、河北等省或直辖市；东部指的是山东、上海、江苏、浙江、安徽等省或直辖市；南部指的是广东、广西、福建、云南等省；中西部指的是四川、陕西、重庆、湖南、河南、湖北等省或直辖市。

该公司仓储项目从设计到建成的周期为 12-18 个月，单个项目平均总投资约 1-3 亿元人民币，其中土地购置成本占比 20%-35%，建安支出占比 60%-75%。公司项目外包给第三方建筑承包商负责承建，工程款在项目开工时预付 20%-30%，剩余款项待监理商出具监理报告后按进度支付，且保留一定额度尾款在工程质保期之后支付。

为了保持在物流仓储行业绝对的领先优势，该公司加大仓储设施开发力度，近三年新开工及竣工面积保持增长，2015 财年分别为 325.14 万平方米和 221.66 万平方米。

图表 10. 公司最近三年一期仓储项目开发情况 (单位：万平方米)

	2013 财年	2014 财年	2015 财年	2015 年 4-12 月
新开工建筑面积	207.55	251.37	325.14	217.50
竣工的建筑面积	119.47	202.36	221.66	106.14
期末在建建筑面积	297.56	335.41	439.19	549.61

注：根据普洛斯洛华提供的数据绘制；

目前，该公司有多个项目正在建设，重点项目建设情况如图表 11。根据提供资料显示，目前公司尚有大量在建及拟建项目，后续拟投资规模很大。

图表 11. 截至 2015 年 12 月末公司重点在建仓储项目 (单位：亿元人民币)

项目名称	建设周期	计划总投资金额	已投资金额
上海宝山电子商务供应链管理平台项目	2013.3-2016.3	11.23	9.30
西安高新区环普产业园扩建项目	2014.3-2017.12	8.54	3.79
普洛斯 (郑州) 物流园 B 区项目	2014.8-2016.10	4.91	2.99
普洛斯宁河物流园	2014.3-2016.11	4.17	2.10
昆山高新普洛斯仓储有限公司仓储物流园项目	2014.12-2016.9	4.89	2.37
普洛斯 (重庆) 城市配送物流中心项目 (二三期)	2013.2-2017.6	3.89	3.39
石排东立一普洛斯现代供应链管理基地项目	2013.12-2017.9	4.75	2.50
普洛斯佛山丹灶物流园项目	2015.3-2017.4	4.83	2.88
沈阳环普国际产业园项目	2014.3-2017.3	3.61	2.73
合计:		50.82	32.05

注：根据普洛斯洛华提供的数据绘制

2. 运营情况

该公司产品分为标准库和定制库。一般情况下，公司与标准库客户租约期限为 3-5 年，与定制库的客户租约基本要求为 10 年。依据公司与承租人签订的租赁合同协议，承租人提出提前解约，则仍需要继续支付后续的仓储租金，以此降低租户的违约风险，确保租金收入稳定增长。

仓储的租金水平主要取决于所处区位、硬件条件及运营者的管理能力。依托于较好的品牌认知度、优越的区位布局、良好的仓储品质及丰富的运营管理经验，该公司可以获得高于市场平均水平的租金。一般情况下，在租约期内，公司与标准库客户约定每年一定幅度的租金增长；若到期后续约，公司将根据市场情况与客户重新协定租金水平。公司按月或按季收取租金，在签订租约时，将根据客户资信情况预收金额不等的保证金。

该公司分区域设立仓储销售团队，负责仓库的招商引租。公司仓储租赁情况较好，近三年，该公司建成一年以上物业出租率稳定在 90% 左右的较好水平。

图表 12. 公司仓储租赁情况（单位：万平方米、元/平方米/月）

名称	2013 年 3 月末	2014 年 3 月末	2015 年 3 月末	2015 年 12 月末
总建筑面积（完工物业）	756.84	946.92	1,180.94	1,354.33
可供出租面积（完工物业）	752.41	936.84	1,167.06	1,318.51
实际出租面积（完工物业）	636.85	748.94	937.64	1,052.31
其中：完工稳定物业	621.29	733.94	917.77	986.82
完工未稳定物业	15.56	15.00	19.87	65.49
出租率（%）（完工稳定物业）	91%	92%	90%	88%
平均租金水平（完工稳定物业）	28.98	30.64	32.25	33.26

资料来源：普洛斯洛华

目前，凭借仓储项目网络化、规模化优势，该公司在中国境内的仓储客户极为多元化，截至 2015 年 12 月末已拥有超过 700 家租户，涵盖全球 500 强企业、跨国企业及国内大型企业集团等，分布于第三方物流、电商零售行业、制造及医药行业等多个行业，百世物流、京东、德邦及唯品会等均为公司大客户，前十大客户出租面积合计占比低于 25%，客户分散度高。

3. 发展规划

未来，该公司将继续专注于物流仓储租赁业务，通过自建、收购等方式不断扩大资产及经营规模，进一步巩固国内市场领导者的地位，成为现代仓储物流行业的领先者。目前公司在国内的战略布局已覆盖华东、华北、华南和西部经济发达地区，遍布 38 个主要市场，区域布局已基本

完成，未来主要深耕现有市场，增加现有市场的战略布点。

为进一步提升净资产收益率，该公司将适度提升财务杠杆。目前公司已成立了2期中国物流基金，持有份额均为56%，目标财务杠杆在50%左右（即总投资规模约一半来自资本金、约一半来自对外筹资）。物流基金一期于2013年11月成立，总投资规模为30亿元，投资项目已全部确定。物流基金二期于2015年7月成立，总投资规模拟为70亿美元，用于国内1,300万平米的物流基础设施开发。

（五）公司财务质量

毕马威会计师事务所（KPMG）对该公司2015财年⁵财务报表及2013-2014财年模拟财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。因公司2013年10月成立，2014年9月完成重大资产重组，为了保证历史财务数据的可比性，2013-2014财年公司模拟财务报表所包含的资产和2015财年所包含的资产具备完全延续性，是普洛斯集团在中国境内所有资产的真实经营体现，真实、完整地反映了公司在2013-2014财年经营成果和现金流量等有关信息。公司财务报表依据香港会计师公会（The Hong Kong Institute of Certified Public Accountants，简称“HKICPA”）颁布的香港会计准则编制。

截至2015财年末，该公司经审计的合并口径资产总计为113.28亿美元，股东权益为89.14亿美元（其中归属于母公司股东权益为74.12亿美元）；2015财年实现营业总收入4.49亿美元，净利润4.67亿美元（其中归属于母公司股东的净利润3.88亿美元），经营活动产生的现金流量净额为2.77亿美元。截至2015年12月末，公司未经审计的合并报表口径资产总额为132.16亿美元，股东权益合计为93.11亿美元；2015年4-12月实现营业总收入4.00亿美元，净利润5.04亿美元。

近三年，该公司业务规模持续扩大，收入和盈利增长情况良好，资产负债率保持在低位，经营性现金持续净流入，总体来看，偿债能力较强。

⁵ 2015财年为2014年4月1日至2015年3月31日，以此类推。

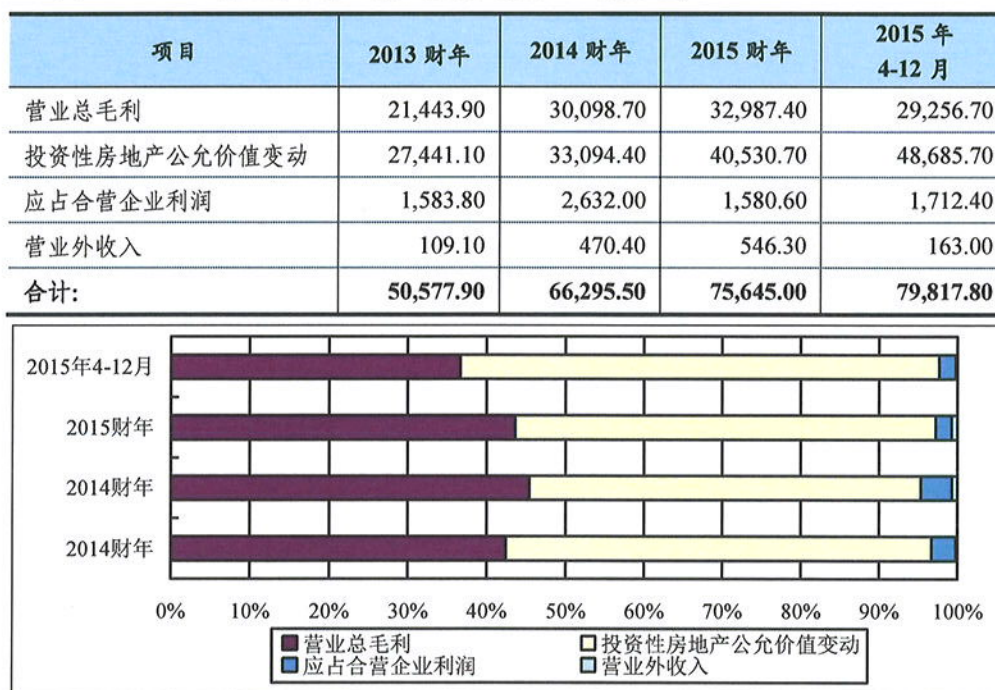
六、公司财务分析

（一）公司盈利能力

近三年，该公司业务规模持续扩大，收入和盈利增长情况良好。

该公司形成了以营业总毛利和投资性房地产公允价值变动收益为核心、以应占合营企业利润为补充的盈利结构。伴随仓储物业出租规模的扩张及租金收入水平的上涨，公司营业总收入不断上升，带动营业总毛利持续增长，2013-2015 财年分别为 2.14 亿美元、3.01 亿美元和 3.30 亿美元。公司利润对投资性房地产公允价值变动依赖大，近三年仓储物流行业经营情况良好，且土地储备不断升值，公司投资性房地产公允价值变动净收益规模保持 20%以上的增长，2015 财年已达 4.05 亿美元。近三年公司来自合营企业利润贡献波动较大，但因收益规模相对较小，对整体盈利情况影响有限。

图表 13. 公司盈利来源及构成分析（单位：万美元）



资料来源：根据普洛斯洛华所提供数据整理、绘制。

该公司其他费用随经营规模的扩张而增长，2013-2015 财年分别为 0.54 亿美元、0.64 亿美元和 0.75 亿美元，主要包括管理费用和销售费用；同期净财务费用分别为 0.66 亿美元、0.69 亿美元和 0.47 亿美元，2015 财年因贷款利率大幅下降，公司财务费用得以显著降低。

2013-2015 财年，该公司净利润分别为 2.81 亿美元、3.97 亿美元和 4.67 亿美元，保持了较快的增速，公司盈利处于较好水平。

2015 年 4-12 月, 该公司营业总毛利同比增长 20.09% 至 2.93 亿美元; 投资性房地产公允价值变动收益 4.87 亿美元, 同比增长 75.68%; 共同使得净利润同比增长 56.07% 至 5.04 亿美元。未来, 随着在建仓储项目完工并投入运营, 公司经营规模将继续扩大, 推动盈利能力进一步提升。

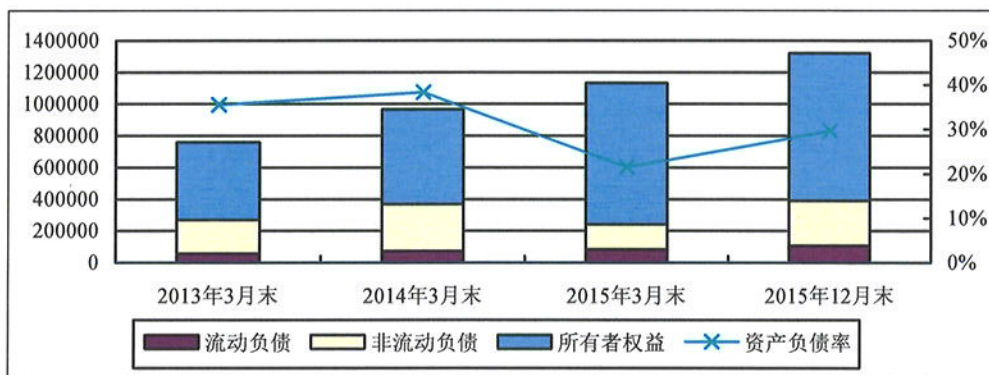
(二) 公司偿债能力

该公司财务杠杆低, 资产和负债均偏重长期、期限结构相匹配。由于大规模的项目建设投入, 公司非筹资性现金持续净流出, 且仍有大额资本性支出计划, 后续仍存在一定筹资压力。

1. 债务分析

受股东借款变动的影响, 该公司负债总额大幅波动, 2013-2015 财年末分别为 26.97 亿美元、36.96 亿美元和 24.14 亿美元。公司债务偏重长期, 其中非流动负债占比超过 65%, 与资产的期限结构相匹配。近三财年末, 公司资产负债率维持在 40% 以下, 2014 年下半年引进战略投资财团, 公司资本实力得到大幅增强, 资产负债率相应降至 30% 以下的低水平。

图表 14. 公司财务杠杆水平变化趋势 (单位: 万美元)



资金来源构成	2013 年 3 月末	2014 年 3 月末	2015 年 3 月末	2015 年 12 月末
流动负债	55,985.20	72,237.50	82,413.90	106,844.00
非流动负债	213,759.20	297,364.40	158,987.70	283,575.60
股东权益	490,525.70	596,615.10	891,446.60	931,144.90
资产负债率	35.48%	38.25%	21.31%	29.54%

资料来源: 普洛斯洛华

该公司负债主要由贷款及借款、应付及其他应付款项、递延所得税负债、其他非流动负债构成。2013-2015 财年末及 2015 年 12 月末, 公司贷款及借款分别为 6.82 亿美元、6.75 亿美元、8.00 亿美元和 10.33 亿

美元，2015 财年以来仓储项目建设加速推进，所需资金有所增加；2015 财年末公司全部采用抵押方式借款，抵押物为账面价值 20.98 亿美元的投资性房地产；公司人民币借款利率在 4.86%-6.55%，美元借款利率为 3.86%-4.04%，借款 80%以上为长期。公司应付及其他应付款项保持较快增长，2013-2015 财年末及 2015 年 12 月末分别为 4.76 亿美元、5.77 亿美元、7.14 亿美元和 9.22 亿美元，以应付工程土地款为主，预收保证金、其他应付款、收购附属公司的应付对价、出售投资性房产的预提费用等款项为辅。其中应付工程土地款金额呈快速上升态势，由 2013 财年末的 1.77 亿美元增至 2015 财年末的 3.69 亿美元。递延所得税负债由 2013 财年末的 5.44 亿美元增至 2015 年 12 月末的 9.10 亿美元，主要因投资性房地产公允价值增加，引起资产账面价值和计税基础差异加大。公司其他非流动负债主要由控股股东贷款构成，近三年其他非流动负债波动较大，2013-2015 财年末及 2015 年 12 月末分别为 9.89 亿美元、17.69 亿美元、0.70 亿美元和 10.18 亿美元，2014 财年末、2015 年 12 月末的大幅增加及 2015 财年末的显著减少均因控股股东贷款的变动所致。控股股东所提供贷款均无抵押，但分为计息（利率为 3.93%-5%）和不计息两部分，2013-2014 财年末控股股东计息贷款分别为 6.99 亿美元和 8.28 亿美元，不计息贷款为 1.96 亿美元和 8.35 亿美元，2015 财年因获得战略投资财团注资，即归还大部分控股股东贷款，2015 年 3 月末其他非流动负债科目中无控股股东贷款，2015 年 12 月末控股股东计息贷款增至 9.50 亿美元。

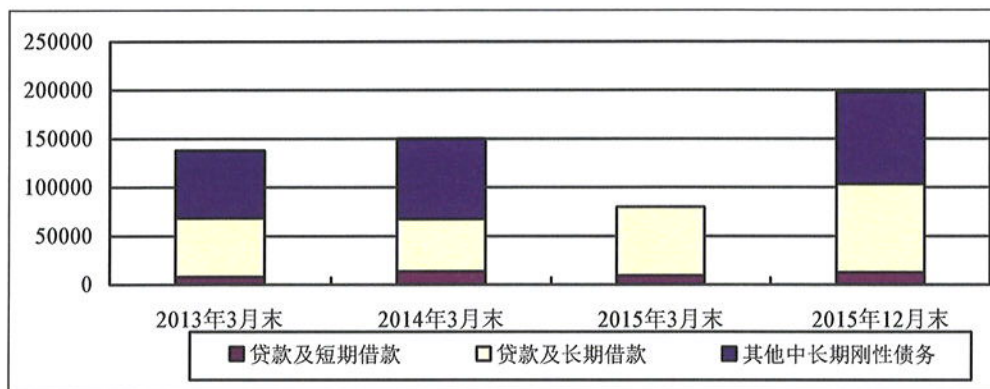
图表 15. 公司应付账款及其他应付款项明细（单位：万美元）

	2013 年 3 月末	2014 年 3 月末	2015 年 3 月末	2015 年 12 月末
应付账款	164.10	107.60	376.70	441.30
应付工程土地款	17,730.40	25,461.30	36,862.60	37,024.20
预提营业费用	2,226.80	3,235.70	3,410.70	3,163.50
预收租金	1,710.10	2,143.10	2,091.10	2,626.90
预收保证金	1,727.50	5,173.20	6,780.30	6,553.50
应支付给最终控股公司和合营公司的金额：	2,054.30	2,581.80	1,435.90	2,518.20
来自最终控股公司的贷款	—	—	—	11,602.20
少数股东贷款	3,402.80	3,884.90	3,314.40	3,484.70
应付股利	—	—	—	12.70
应付利息	156.10	172.10	117.70	248.80
收购附属公司的应付对价	8,760.40	5,418.60	6,690.00	10,103.50
出售投资性房产的预提费用和已收保证金	5,906.30	5,965.90	6,261.20	5,936.30
处置持有待售资产所得的政府补偿	—	—	—	4,222.40
其它应付款	3,792.50	3,595.60	4,083.10	4,226.40
总计	47,631.30	57,739.80	71,423.70	92,164.60

注：根据普洛斯洛华提供资料整理、绘制。

该公司刚性债务频繁波动，2013-2015 财年末及 2015 年 12 月末分别为 13.81 亿美元、15.04 亿美元、8.00 亿美元和 19.84 亿美元，由银行借款和控股股东借款计息部分构成。2015 年 12 月末，公司刚性债务偏重长期，且人民币借款约占公司刚性债务总额的 70%左右。

图表 16. 公司刚性债务构成分析 (单位: 万美元)



刚性债务构成	2013 年 3 月末	2014 年 3 月末	2015 年 3 月末	2015 年 12 月末
贷款及短期借款	7,791.00	13,508.70	9,361.40	12,641.80
贷款及长期借款	60,417.90	54,025.00	70,664.60	90,702.00
其他中长期刚性债务	69,865.40	82,821.90	-	95,035.80
总计:	138,074.30	150,355.60	80,026.00	198,379.60

资料来源：普洛斯洛华

总体看，该公司债务期限结构合理，财务杠杆处于较低水平，且必要时可获得股东资金支持，公司偿债压力可控。但考虑到公司在建及储备项目较多，未来仍有较大的投资需求，如无资本补充，财务杠杆及负债规模将呈上升趋势。

公司过往债务履约情况

根据该公司提供的 2016 年 2 月 17 日《企业信用报告》所载，公司本部无贷款记录，核心子公司 CMC 无不良贷款和欠息记录。

2. 现金流分析

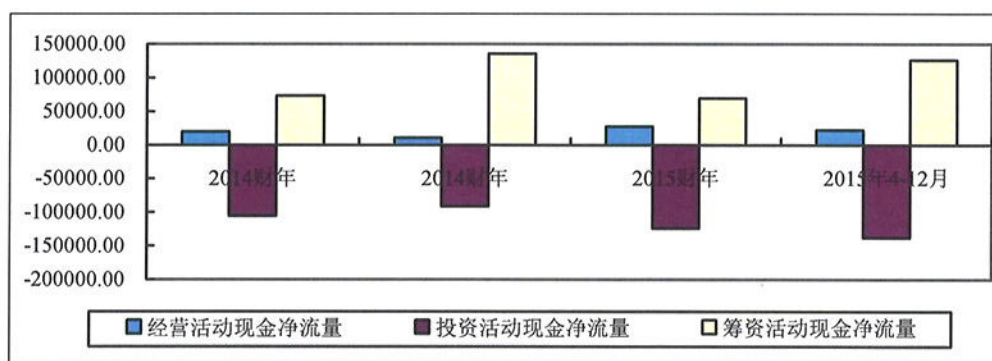
在租赁模式下，该公司经营性现金保持净流入，但与较大的投资需求相比规模尚小，资金缺口依赖对外融资弥补。

该公司经营规模不断扩大，且租赁模式下现金流入较为及时和稳定，使得公司经营性现金保持净流入，2013-2015 财年及 2015 年 4-12 月分别为 1.99 亿美元、1.05 亿美元、2.77 亿美元和 2.23 亿美元，因应收及其他应收款项增加、应付及其他应付款项减少，2014 财年公司经营性现金流入量大幅下滑。

该公司仓储项目投入较大，2013 年 3 月至 2015 年 12 月投资性房地产开发现金支出共计 36.78 亿美元，导致投资性现金持续净流出，2013-2015 财年及 2015 年 4-12 月分别为 10.58 亿美元、9.13 亿美元、12.43 亿美元和 13.81 亿美元。公司仍有较多开发计划，投资性现金大幅净流出的趋势短期内不会改变。

在租赁模式下，该公司资产的投资回收期较长，目前经营性现金净流入量不足以弥补投资性现金缺口，仍需大量对外融资以支持项目建设。2013-2015 财年及 2015 年 4-12 月，公司筹资性现金净流入量分别为 7.30 亿美元、13.56 亿美元、6.93 亿美元和 12.63 亿美元。2014 财年及 2015 年 4-12 月筹资性现金流入主要来自于出售股权或新增股东贷款；2015 财年虽因发行普通股获得现金流入 23.51 亿美元，但归还 18.06 亿美元股东贷款，筹资性现金净流入规模较上一财年减少。

图表 17. 公司现金流量趋势（单位：万美元）



项目	2013 财年	2014 财年	2015 财年	2015 年 4-12 月
经营活动产生的现金流量净额	19,876.30	10,546.50	27,688.70	22,335.00
投资活动产生的现金流量净额	-105,776.70	-91,283.40	-124,285.60	-138,085.20
筹资活动产生的现金流量净额	73,011.50	135,567.40	69,264.80	126,301.70

资料来源：普洛斯洛华

3. 资产质量分析

投资性房地产为该公司的核心资产，占公司资产总额的 80%左右，随投资性房地产规模的扩大，公司资产总额迅速增加，2013-2015 财年末及 2015 年 12 月末分别为 76.03 亿美元、96.62 亿美元、113.28 亿美元和 132.16 亿美元。同期投资性房地产账面价值为 59.70 亿美元、73.96 亿美元、92.82 亿美元和 102.59 亿美元，按公允价值入账，仲量联行有限公司（Jones Lang LaSalle Limited）每年对其进行评估，2013-2015 财年及 2015 年 4-12 月评估增值额分别为 2.74 亿美元、3.31 亿美元、4.05 亿美元和 4.87 亿美元。公司投资性房地产为物流仓储资产及土地储备，

竣工物业账面价值占比超过 70%。2015 财年末账面价值为 20.98 亿美元的投资性房地产已用于抵押借款。

除此之外，该公司资产还较多分布于现金及现金等价物、应收及其他应收款项、对合营企业投资、商誉及无形资产，2015 财年末分别为 9.06 亿美元、3.35 亿美元、2.93 亿美元和 3.35 亿美元。公司现金及现金等价物主要为银行现金，少量为定期存款。公司应收及其他应收款项主要由预付款项、其他应收款、保证金、应收账款净值购成，2015 年 12 月末金额分别 1.52 亿美元、1.70 亿美元、0.19 亿美元、0.75 亿美元，其中预付款项主要为预付工程款，其他应收款主要为委托贷款及资产出售款。截至 2015 年 12 月末公司有合营企业 9 家，同样从事仓储服务业务。2015 财年公司商誉金额为 3.14 亿美元，来自 2014 年股东注入资产和对 ACL 集团投资而引起的商誉分别为 2.54 亿美元和 0.60 亿美元。

总体看，该公司现金及现金等价物余额相对充裕，可满足短期债务的偿付及营运资金周转，但投资性房地产在资产中比重大，导致资产的流动性较弱、投资回收期偏长。

图表 18. 公司核心资产分布及变化趋势（亿美元，%）

项目	2013 年 3 月末		2014 年 3 月末		2015 年 3 月末		2015 年 12 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
投资性房地产	59.70	78.52	73.96	76.55	92.82	81.93	102.59	77.63
对合营企业投资	2.31	3.03	2.61	2.70	2.93	2.59	3.56	2.69
商誉及无形资产	3.39	4.47	3.37	3.49	3.35	2.96	3.34	2.53
应收及其他应收款项	2.61	3.44	3.44	3.56	3.35	2.96	4.50	3.40
现金及现金等价物	6.22	8.19	11.75	12.16	9.06	8.00	9.86	7.46

资料来源：根据普洛斯洛华所提供资料整理。

七、公司抗风险能力/外部支持

（一）自身抗风险能力

该公司行业地位稳固、财务弹性较强，偿债能力较有保障。

1. 行业地位稳固

该公司为国内最大的物流仓储运营企业，截至 2015 年 12 月末所持仓储资产总建筑面积达 2,543 万平方米，在国内具有绝对领先优势，且随着业务规模的较快扩张，公司在国内的行业地位稳固。

2. 财务弹性较强

该公司资产负债率较低，后续尚具有一定的融资空间。且除银行借款之外，公司还通过引进战略投资者、设立物流仓储开发基金等方式筹资，融资渠道广泛。

（二）外部支持

该公司与国内外多家银行具有良好合作关系，截至 2015 年 12 月末共获得银行授信额度折合 19.49 亿美元。其中已使用额度约折合 10.33 亿美元，未使用授信额度 9.15 亿美元。

股东对该公司支持力度较大，2013-2015 财年公司获得控股股东贷款分别为 7.57 亿美元、8.71 亿美元和 0.79 亿美元，有力的支持项目建设。此外，公司已采用建立物流仓储基金的方式进行融资，加速公司业务的发展。

八、本期债券偿付保障分析

（一）盈利能力强

2013-2015 财年及 2015 年 4-12 月，该公司营业收入分别为 2.83 亿美元、3.90 亿美元、4.44 亿美元和 3.96 亿美元，营业收入规模快速增加。随着诸多在建仓储项目陆续投入运营，以及租金水平的上涨，公司租金收入将进一步提升，为本期债券本息的偿付提供较好保障。

（二）偿债资金来源保障

该公司资产负债率较低，后续尚具有一定的融资空间。且除银行借款之外，公司还通过引进战略投资者、设立物流仓储开发基金等方式筹资，融资渠道广泛。

九、结论

该公司为我国最大的仓储设施提供商，物流仓储资产规模在行业内处于绝对领先地位。近三年，公司不断完善国内战略布局，仓储资产规模实现较快扩张，加上租金水平的上涨，公司收入和利润保持上升态势，未来仍具有较大增长潜力。

该公司财务杠杆低，资产和负债均偏重长期、期限结构相匹配。由

于大规模的项目建设投入，公司非筹资性现金持续净流出，且仍有大额资本性支出计划，后续仍存在一定筹资压力。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

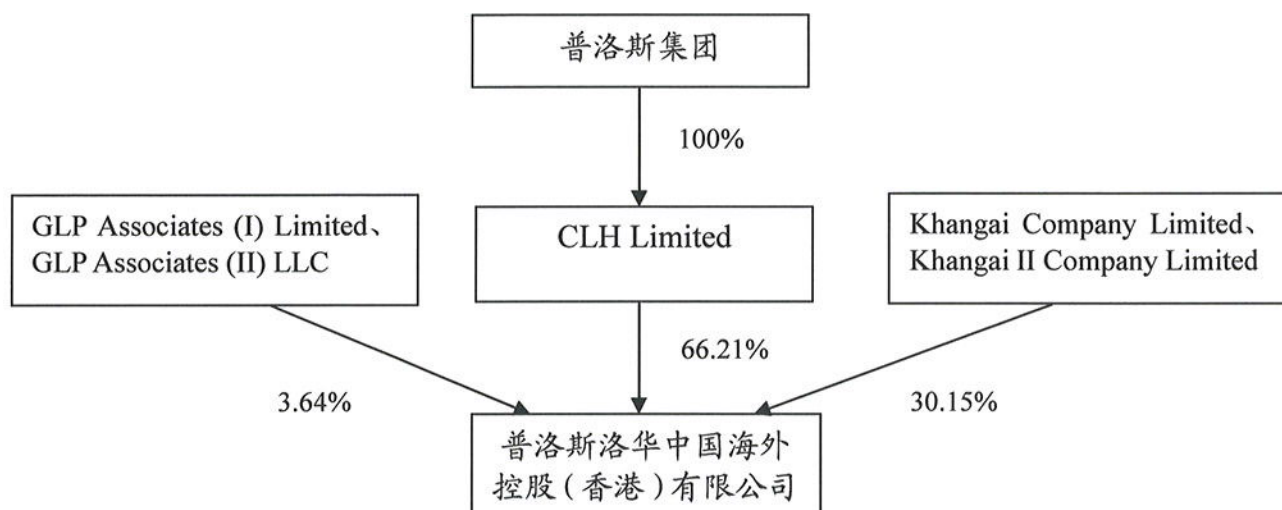
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

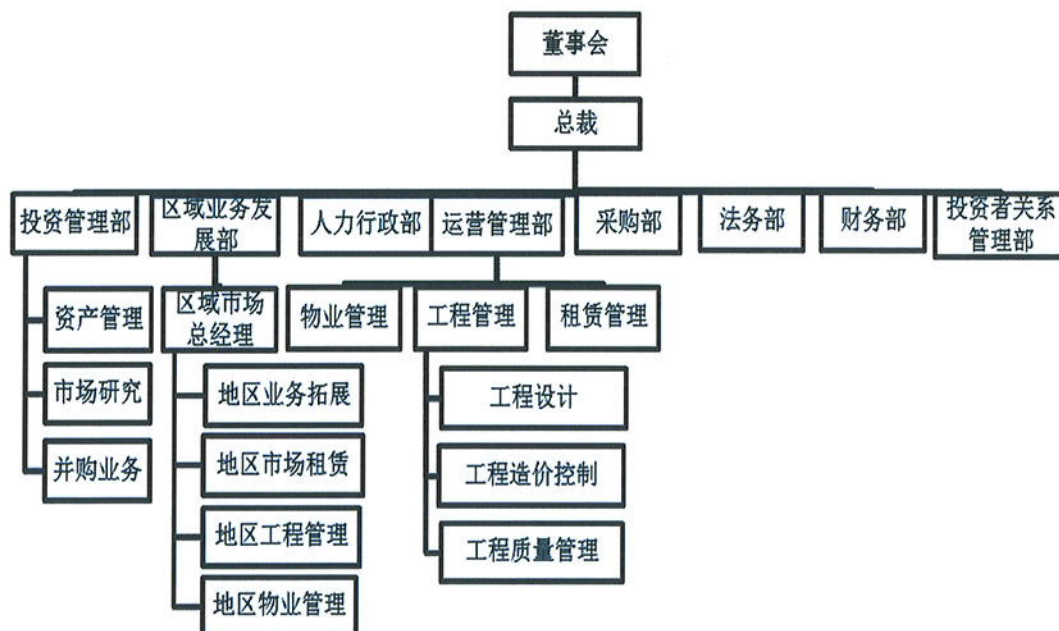
公司与实际控制人关系图



注：根据普洛斯洛华提供的资料绘制（截至 2015 年 12 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据普洛斯洛华提供的资料绘制（截至 2015 年 12 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称	母 公 司 持股比例 (%)	主 营 业 务	2015 财年 (末) 主要财务数据 (万美元)			
			总资产	所有者权益	营业收入	净利润
廊坊普洛斯仓储有限公司	100.00%	仓储服务	8,945.35	5,481.42	593.22	486.71
维纶 (上海) 仓储服务有限公司	100.00%	仓储服务	9,416.69	6,266.34	671.68	634.62
武汉普夏仓储有限公司	100.00%	仓储服务	9,741.53	4,739.55	761.19	733.45
普洛斯 (佛山) 仓储经营有限公司	100.00%	仓储服务	11,050.96	6,424.64	746.60	906.09
上海普洛斯嵯浦仓储有限公司	100.00%	仓储服务	9,799.08	7,051.71	713.84	567.18
普洛普新西安仓储服务有限公司	100.00%	仓储服务	10,153.84	5,128.24	508.62	825.06
长沙市普星仓储有限公司	100.00%	仓储服务	6,367.99	3,806.43	379.93	540.30
广州普洛斯仓储设施管理有限公司	100.00%	仓储服务	8,783.33	3,885.44	643.96	670.25
苏州普洛斯物流园开发有限公司	80.00%	仓储服务	41,513.92	33,653.81	3164.22	3110.48
北京普洛斯空港物流发展有限公司	100.00%	仓储服务	17,499.68	10,196.46	1201.15	1026.83
上海闵行普洛斯仓储有限公司	100.00%	仓储服务	15,383.96	8,184.76	965.62	866.95
普洛斯投资管理(中国)有限公司	100.00%	投资管理和咨询、	13,479.92	3,558.85	6940.68	1182.08

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2015 财年 (末) 主要财务数据 (万美元)			
				总资产	所有者权益	营业收入	净利润
普新投资 (上海) 有限公司 ²			市场营销、员工培训等				
CLF Fund I, LP		55.88%	投资控股	89,411.60	29,995.46	-	8.23
China Management Holdings (Hong Kong) Limited ³		55.88%	证券投资基金	129,399.34	148,335.19	402.36	-9235.03
GLP HK Holdings Limited ⁴		100%	公司投资、控股、管理	13.33	-7.72	-	-7.71
GLP SG Holdings Pte. Ltd. ⁵		100%	公司投资、控股、管理	288,645.68	288,644.86	-	-0.55
Iowa China Asset Holdings (Hong Kong) Limited ⁶		100%	投资控股	132,876.81	132,875.88	-	-0.93
			投资控股	487,868.77	487,348.30	-	-8.70

注 1: 根据普洛斯洛华提供资料整理、绘制 (2015 年财年)

注 2,3,4,5,6: 上述五家公司均为普洛斯洛华在上海、香港、新加坡注册的控股平台, 自身无任何经营活动, 同时普洛斯洛华未在上述五家公司进行合并统计, 因此无任何营业收入, 净利润也因此为负数。

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 财年	2014 财年	2015 财年	2015 年 4-12 月(末)
资产总额[亿美元]	76.03	96.62	113.28	132.16
现金及现金等价物[亿美元]	6.22	11.75	9.06	9.86
刚性债务[亿美元]	13.81	15.04	8.00	19.84
股东权益 [亿美元]	49.05	59.66	89.14	93.11
营业收入[亿美元]	2.83	3.90	4.44	3.96
净利润 [亿美元]	2.81	3.97	4.67	5.04
EBITDA[亿美元]	4.62	6.03	6.97	—
经营性现金净流入量[亿美元]	1.99	1.05	2.77	2.23
投资性现金净流入量[亿美元]	-10.58	-9.13	-12.43	-13.81
资产负债率[%]	35.48	38.25	21.31	29.54
长期资本固定化比率[%]	94.69	91.09	96.03	96.28
权益资本与刚性债务比率[%]	355.26	396.80	1,113.95	469.38
流动比率[%]	166.77	210.28	150.62	142.31
速动比率[%]	155.57	196.12	134.34	128.04
现金比率[%]	111.18	162.61	109.98	92.31
利息保障倍数[倍]	6.01	8.19	10.64	—
有形净值债务率[%]	59.08	65.66	28.14	43.49
营运资金与非流动负债比率[%]	17.49	26.79	26.24	15.94
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	6.50	6.23	5.64	—
存货周转速度[次]	—	—	—	—
固定资产周转速度[次]	38.85	55.65	66.24	—
总资产周转速度[次]	0.06	0.05	0.04	—
毛利率[%]	74.03	75.39	73.21	72.79
营业利润率[%]	135.55	134.54	141.66	173.13
总资产报酬率[%]	8.89	6.96	6.60	—
净资产收益率[%]	7.41	7.31	6.28	—
净资产收益率*[%]	7.09	8.22	6.46	—
营业收入现金率[%]	—	—	—	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	35.50	16.45	35.81	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	7.37	3.30	9.06	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-153.43	-125.93	-124.92	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-31.85	-25.26	-31.62	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.07	8.26	10.72	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.33	0.42	0.61	—

注：表中数据依据普洛斯洛华经审计的 2013~2015 财年及未经审计的 2015 年 4-12 月财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清偿担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业总收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业总收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业总收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业总收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业总收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。