

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）

跟踪评级报告

主体信用等级：	AAA	级
债项信用等级：	AAA	级
评级时间：	2016 年 12 月 16 日	



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.

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）跟踪评级报告 概要

编号：【新世纪跟踪[2016]101035】

存续期间

16GLP01：3 年期，10 亿元人民币，2016 年 7 月 13 日—2019 年 7 月 13 日
 16GLP02：5 年期，5 亿元人民币，2016 年 7 月 13 日—2021 年 7 月 13 日

本次跟踪：

主体信用等级

评级展望

债项信用等级

评级时间

首次评级：

AAA 级

稳定

AAA 级

2016 年 12 月

AAA 级

稳定

AAA 级

2016 年 4 月

主要财务数据

项 目	2014 财年	2015 财年	2016 财年	2016 年 4-6 月(末)
金额单位：亿美元				
母公司数据：				
现金及现金等价物	—	0.40	0.58	1.04
刚性债务	—	—	—	—
股东权益	—	69.80	65.88	64.35
经营性现金净流入量	—	-1.17	—	0.14
合并数据及指标：				
总资产	96.62	113.28	136.16	137.79
总负债	36.96	24.14	42.88	46.08
刚性债务	15.04	8.00	22.13	25.69
股东权益	59.66	89.14	93.27	91.71
营业收入	3.90	4.44	5.32	1.30
净利润	3.97	4.67	6.82	1.06
经营性现金净流入量	1.05	2.77	2.47	0.07
EBITDA	6.03	6.97	10.08	—
资产负债率[%]	38.25	21.31	31.50	33.44
权益资本与刚性债务比率[%]	396.80	1113.95	421.43	356.93
流动比率[%]	210.28	150.62	100.64	96.35
现金比率[%]	162.61	109.98	71.66	63.81
利息保障倍数[倍]	8.19	10.64	13.35	—
净资产收益率[%]	7.31	6.28	7.47	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.30	9.06	7.36	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-25.26	-31.62	-46.88	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.26	10.72	13.42	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.42	0.61	0.67	—

注 1：根据普洛斯洛华经审计的 2014~2016 财年及未经审计的 2016 年 4-6 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 2：2014 财年审计报告为普洛斯洛华模拟审计报告。

分析师

吴晓丽 黄蔚飞

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

Tel: (021)63501349 63504376

Fax: (021)63500872

E-mail: mail@shxsj.com

<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

跟踪期内，普洛斯洛华仓储资产规模持续扩张，加上租金水平的上涨，公司收入和盈利增长情况良好。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，公司有息负债增长较快，非筹资性现金持续净流出，且仍有大额资本性支出计划，后续仍存在较大筹资压力。

● **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较稳定。同时得益于经营规模的扩大及资产增值，公司盈利能力较强。

● **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。

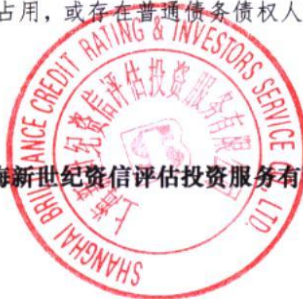
● **融资渠道广泛。**普洛斯洛华财务杠杆低，后续尚有较大融资空间。且公司已通过引入战略投资者、设立物流仓储开发基金等方式筹资，融资渠道广泛。

● **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。

● **汇率波动风险。**普洛斯洛华为外资企业，持有的美元借款超过 10 亿美元。而公司经营实体均在国内，且以人民币收款。在人民币面临较大贬值压力的情况下，公司汇兑损失风险显著加大。

- **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。2016年以来，公司完工稳定物业出租率有所下滑。
- **投融资需求大。**普洛斯洛华目前在建项目较多，且仍有逾 900 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。
- **物流基金对公司资金占用规模大。**普洛斯洛华成立的两期物流基金投资规模大，对公司资金形成了较大规模的占用，或存在普通债务债权人的利益后置问题。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司



跟踪评级报告

按照普洛斯洛华中国海外控股（香港）有限公司（简称“普洛斯洛华”、“该公司”或“公司”）2016 年公司债券（第一期）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据普洛斯洛华提供的经审计的 2016 财年¹、未经审计的 2016 年 4-6 月财务报表及相关经营数据，对普洛斯洛华的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息的收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

该公司于 2016 年 7 月 11 日发行了 15 亿元人民币的 2016 年公司债券（第一期）。本期债券分为 2 个品种，品种一债券简称 16GLP01，期限为 3 年，发行规模 10 亿元，票面利率为 3.12%，并于 2016 年 8 月 11 日起在上海证券交易所挂牌交易（证券代码 136537.SH）；品种二债券简称 16GLP02，期限为 5 年，发行规模 5 亿元，票面利率为 3.58%，并于 2016 年 8 月 11 日起在上海证券交易所挂牌交易（证券代码 136538.SH）。

该公司拟将募资金扣除发行费用后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。截至 2016 年 10 月末，公司待偿债券本金余额为 15 亿元。

图表 1. 公司发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	起息日	到期日	发行利率 (%)	本息兑付情况
16GLP01	10	2016.7.13	2019.7.13	3.12	尚未发生
16GLP02	5	2016.7.13	2021.7.13	3.58	尚未发生

资料来源：普洛斯洛华

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

跟踪期内，该公司产权状况、治理结构和管理水平变化不大。关联方往来较多，主要为股东提供的贷款支持。

跟踪期内，该公司产权结构、法人治理结构及管理水平等方面均无重大变化。公司控股股东仍为 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。

截至 2016 年 6 月末，该公司存在 4 起未决诉讼，其中 2 起公司为被告，预计赔偿金额低于 1,000 万元人民币，对经营及业绩影响小。

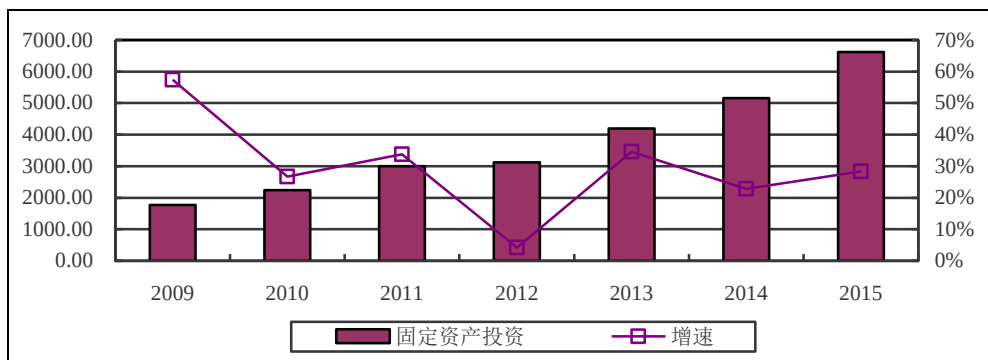
该公司的关联往来主要为股东以贷款的形式对公司业务发展提供支持，2016 财年末股东对公司的贷款金额为 11.23 亿美元，股东贷款实际年利率为 3.93%-5.00%。

（二）业务运营

跟踪期内，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）



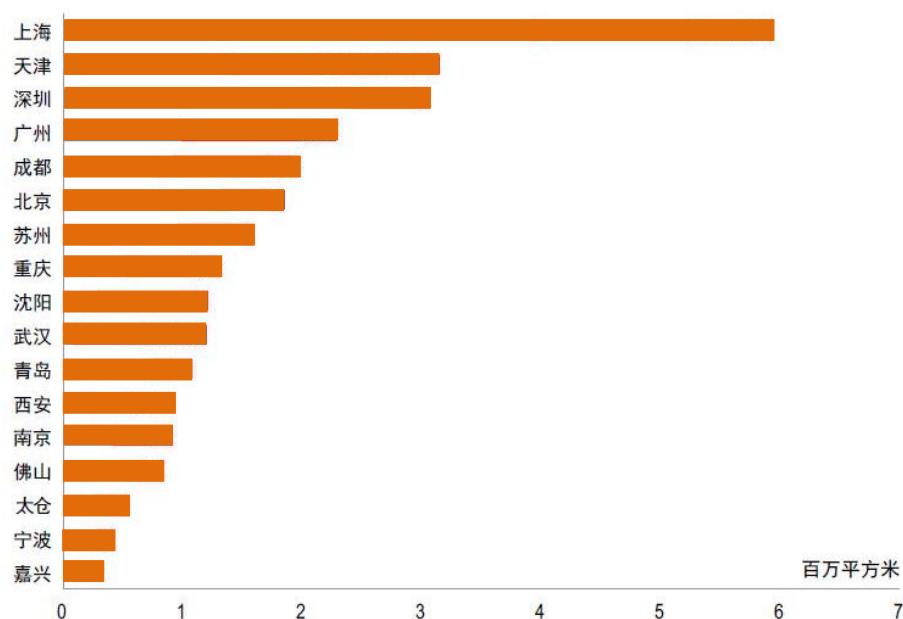
注：根据国家统计局及 WIND 资料绘制，2011 年之前仓储业与邮政业合并统计，故 2011 年前数据包含邮政业固定资产投资，自 2012 年起仓储业单独统计，因此当年的固定资产投资额增长相对较低。

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 1,800 万平方米增至 2014 年的 2,900 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。

¹ 2016 财年为 2015 年 4 月 1 日至 2016 年 3 月 31 日，以此类推。

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。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。2015 年，京东进一步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》

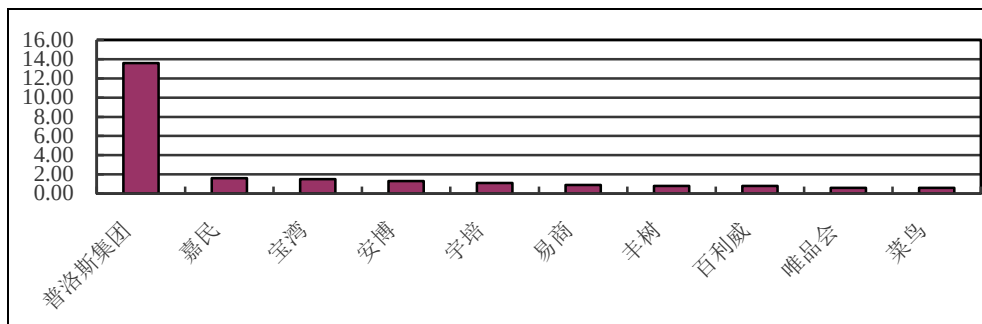
近年来随着电子商务的蓬勃发展、在线零售的需求快速增长，适用电商的专用仓库严重紧缺，促进了电商公共仓库的建设。与此同时，电商企业自建仓库步伐加快。菜鸟网络先后在 15 个城市布点仓储中心，仅在天津就拿地 1,500 亩；京东已在全国 34 个城市拥有 82 个仓库，总建筑面积超过 130 万平方米；唯品会正在广东肇庆（900 亩）、江苏昆山（300 亩）、天津武清（300 亩）、湖北鄂州（1,500 亩）、成都（1,500 亩）等地建设仓库。电子商务企业自建物流的目的在于对竞争生态形成补充，并未作为主要的盈利来源，但一定程度抑制对外部仓储的需求增长。

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。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。目前我国有 11 家大中型仓储地产企业，其中外资企业 5 家（即普洛斯集团、嘉民、丰树、安博、维龙），本土企业 6 家（即宝湾、宇培、新地、百利威、上海易商、广州富力）。截至 2014 年末，11 家仓储地产企业的仓库总面积为 2,120 万平方米，较上年末增长近 44%，远大于全国营业性仓库与仓储服务企业 5.80-13.8% 的增幅。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 2016 年 6 月末，普洛斯集团在中国境内已完工物业建筑面积达 1,520 万平方米，远超排名第二的嘉民集团，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）



注：公开资料、世邦魏理仕根据获得信息估计（2015 年 12 月末）

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 2016 年 6 月末，公司在 38 个城市运营约 152 个已完工仓储物流园，所持有仓储物流园总建筑面积约 2,697 万平方米。

图表 5. 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）

	2014 年 3 月末	2015 年 3 月末	2016 年 3 月末	2016 年 6 月末
完工稳定物业	7.39	9.57	11.70	12.08
完工未稳定物业	1.32	1.52	2.52	2.40
其他设施	0.75	0.72	0.72	0.72
在建物业或重新调整物业	3.56	4.64	5.30	5.62
物业储备项目规划建筑面积	5.66	5.39	6.43	6.14
合计	18.69	21.83	26.68	26.97

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。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，2016 财年及 2016 年 4-6 月分别为 5.38 亿美元和 1.31 亿美元。公司主业突出，收入 98%以上来自于仓储租赁。

图表 6. 公司最近三年一期营业收入变化

金额（万美元）	2014 财年	2015 财年	2016 财年	2016 年 4-6 月
仓储业务	39,001.80	44,417.20	53,205.70	13,037.30
其他	695.30	468.50	637.50	107.60
合计：	39,697.10	44,885.70	53,843.20	13,144.90

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。为推动业务的持续扩张，公司每年均新增一定规模的土地储备，2016 年 6 月末土地储备占地面积超过 900 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 7. 公司土地储备情况（单位：万平方米）

	2014 财年	2015 财年	2016 财年	2016 年 4-6 月
新增土地储备占地面积	650.48	521.69	596.04	50.16

	2014 财年	2015 财年	2016 财年	2016 年 4-6 月
新增土地储备建筑面积	405.95	329.02	418.56	31.09
期末土地储备占地面积	874.09	835.00	978.10	934.81
期末土地储备建筑面积	566.29	538.71	643.35	614.26

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 8. 2016 年 6 月末公司资产分布（单位：个、万平方米）

	土地储备分布		完工仓储资产分布	
	占地面积	建筑面积	仓储物流园数目	总建筑面积（完工物业）
北部	262.46	149.78	32	287.21
东部	256.86	183.15	76	785.98
南部	116.42	75.68	17	139.94
中西部	299.08	205.65	27	303.18
合计	934.81	614.26	152	1,516.31

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、福建等省；中西部指的是四川、陕西、重庆、湖南、河南、湖北、云南等省或直辖市。

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，近三年期末在建建筑面积持续增长，2016 财年末及 2016 年 6 月末分别为 501.51 万平方米和 533.69 万平方米。

图表 9. 公司最近三年一期仓储项目开发情况（单位：万平方米）

	2014 财年	2015 财年	2016 财年	2016 年 4-6 月
新开工建筑面积	251.37	325.14	302.56	59.99
竣工的建筑面积	202.36	221.66	239.30	25.21
期末在建建筑面积	335.41	439.19	501.51	533.69

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 10。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 10. 截至 2016 年 6 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
西安高新区环普产业园扩建项目	2014.3-2017.12	8.54	4.05
普洛斯（郑州）物流园 B 区项目	2014.8-2016.10	4.91	3.08
普洛斯宁河物流园	2014.3-2018.3	4.17	2.09
昆山高新普洛斯仓储有限公司仓储物流园项目	2014.12-2016.10	4.89	3.26
普洛斯（重庆）城市配送物流中心项目（二三期）	2013.2-2017.6	3.89	3.67
石排东立—普洛斯现代供应链管理基地项目	2013.12-2017.9	4.75	2.60
普洛斯佛山丹灶物流园项目	2015.3-2017.3	4.83	2.97
沈阳环普国际产业园项目	2014.3-2017.3	3.61	3.50
合计：	-	39.59	25.21

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。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。截至 2016 年 6 月末，公司建成一年以上物业出租率处于 85% 以上的较好水平。

图表 11. 公司仓储租赁情况（单位：万平方米、元/平方米/月）

名称	2014 年 3 月末	2015 年 3 月末	2016 年 3 月末	2016 年 6 月末
总建筑面积（完工物业）	946.92	1,180.94	1,490.26	1,516.31
可供出租面积（完工物业）	936.84	1,167.06	1,471.23	1,497.68
实际出租面积（完工物业）	748.94	937.64	1,098.45	1,136.10
其中：完工稳定物业	733.94	917.77	1,057.08	1,074.96
完工未稳定物业	15.00	19.87	41.37	61.14
出租率（完工稳定物业）	92%	90%	87%	86%
平均租金水平（完工稳定物业）	30.64	32.25	33.25	31.97

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 2016 年 6 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 亿美元，基金的存续期为 8 年（可延长至 10 年）。物流基金二期于 2015 年 7 月成立，总投资规模拟为 70 亿美元，基金的存续期为 7 年（可延长至 9 年）。2 期物流基金均用于投资中国物流基础设施建设。

（三） 财务质量

毕马威会计师事务所（KPMG）对该公司 2016 财年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。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 2016 财年末，该公司经审计的合并口径资产总计为 136.16 亿美元，股东权益为 93.27 亿美元（其中归属于母公司股东权益为 76.35 亿美元）；2016 财年实现营业总收入 5.38 亿美元，净利润 6.82 亿美元（其中归属于母公司股东的净利润 5.56 亿美元），经营活动产生的现金流量净额为 2.47 亿美元。截至 2016 年 6 月末，公司未经审计的合并报表口径资产总额为 137.79 亿美元，股东权益合计为 91.71 亿美元；2016 年 4-6 月实现营业总收入 1.31 亿美元，净利润 1.06 亿美元。

受股东借款变动的影响，该公司负债总额波动较大，2016 财年末及 2016 年 6 月末分别为 42.88 亿美元和 46.08 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。公司资产负债率维持在 40% 以下。

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。2016 财年末及 2016 年 6 月末，公司贷款及借款分别为 12.23 亿美元和 13.75 亿美元，2016 年 6 月末，公司美元借款达到 10.12 亿美元，人民币借款为 22.70 亿元人民币；人民币借款利率为 4.86%-6.55%，美元借款利率为 3.86%-5.00%，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，2016 财年末及 2016 年 6 月末分别为 9.99 亿美元和 9.52 亿元，以应付工程土地款为主，预收保证金、应付最终控股股东、少数股东、合营企业的款项、收购附属公司的应付对价及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 2015 财年末的 3.69 亿美元增至 2016 财年末的 4.35 亿美元。2016 财年末递延所得税负债较上财年末增长 19.96% 至 9.75 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 2016 财年末及 2016 年 6 月末分别为 10.59 亿美元和 12.59 亿美元，2016 年财年末较财年初大幅增加 9.88 亿元，主要系控股股东贷款的变动所致。控股股东所提供贷款无抵押，按 3.93%-5.00%的实际年利率计息。

该公司刚性债务由银行借款和控股股东借款计息部分构成，刚性债务偏重长期，2016 财年末及 2016 年 6 月末分别为 22.13 亿美元和 25.69 亿美元。2016 财年末公司有息负债较上财年末大幅增加 14.13 亿元，主要系中国境内的仓储设施建设加速所需借款资金增多所致。

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，2016 财年末及 2016 年 6 月末分别为 136.16 亿美元和 137.79 亿美元。同期投资性房地产账面价值为 110.60 亿美元和 112.40 亿美元，按公允价值入账，仲量联行有限公司（Jones Lang LaSalle Limited）每财年对其进行评估，近一财年及一期评估增值额分别为 6.82 亿美元和 1.24 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%。2016 财年末账面价值为 44.68 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、商誉及无形资产以及其他长期投资，2016 财年末分别为 8.83 亿美元、3.57 亿美元、3.42 亿美元、3.15 亿美元和 5.74 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，2016 年财年末分别 0.71 亿美元、0.41 亿美元、0.51 亿美元、0.76 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。2016 财年末，公司合营企业股权价值余额较上财年末增长 16.50%，主要系对合营企业的注资增加 0.57 亿美元所致。同期末，公司商誉金额较上财年末减少 6.07%，主要系摊销额导致账面价值降低所致。公司其他长期投资主要包含中储发展股份有限公司 15.45% 的权益和深圳赤湾石油基地股份有限公司 19.9% 的权益。同期末，其他长期投资较上财年末增加 4.79 亿美元，增幅 502.03%，主要系公司于 2015 年 12 月出资人民币 19.92 亿元（等值于约 3.08 亿美元）购买中储发展股份有限公司 15.45% 股权及股权公允价值提升所致。

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，2016 财年为 3.92 亿美元，同比增长 18.79%。公司利润对投资性房地产公允价值变动依赖大，近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，2016 财年已达 6.82 亿美元。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。

该公司其他费用随经营规模的扩张而增长，2016 财年为 0.98 亿美元，同比上升 30.67%，主要包括管理费用和销售费用；同期净财务费用较上财年增长 31.91% 至 0.62 亿美元。2016 财年，公司实现净利润 6.82 亿美元，同比上升 46.04%，公司盈利处于较好水平。

2016 年 4-6 月，该公司营业总毛利为 0.96 亿美元，投资性房地产公允价值变动净收益 1.24 亿美元，当期实现净利润 1.06 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。

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，2016 财年及 2016 年 4-6 月分别为 2.47 亿美元和 0.07 亿美元。2016 财年因经营性应付项目减少 0.38 亿美元，经营活动现金净流量同比下降 10.93%。

该公司投资性房地产开发现金支出较大，导致投资性现金持续净流出，2016 财年及 2016 年 4-6 月分别为 18.18 亿美元和 3.06 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。2016 财年及 2016 年 4-6 月，公司筹资性现金净流入量分别为 15.77 亿美

元和 2.30 亿美元。2016 财年，公司新增控股股东贷款，导致筹资性现金净流量同比增长 127.62%。

该公司与国内外多家银行具有良好合作关系，截至 2016 年 6 月末共获得银行授信额度折合 23.79 亿美元。其中已使用额度约折合 13.75 亿美元，未使用授信额度 10.03 亿美元。

股东对该公司支持力度较大，2016 财年公司获得股东借款 11.23 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。

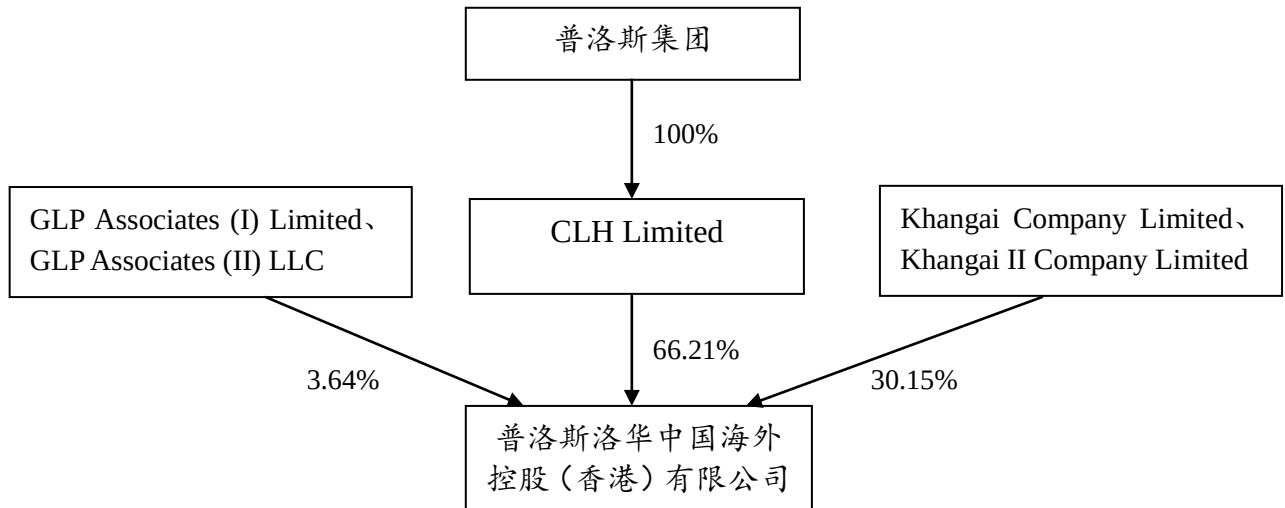
根据该公司提供的 2016 年 9 月 27 日《企业信用报告》所载，公司核心子公司 CMC 无不良贷款和欠息记录。

综上所述，跟踪期内，该公司仓储资产规模持续扩张，公司收入和利润保持上升态势。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，公司刚性债务增长较快，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。

同时，本评级机构仍将持续关注：（1）物流行业的市场环境及产业政策变化；（2）该公司汇率波动风险；（3）公司投资性房地产估值风险；（4）公司债务规模的增长及偿债压力变化情况；（5）公司后续项目投资及资金支出情况。

附录一：

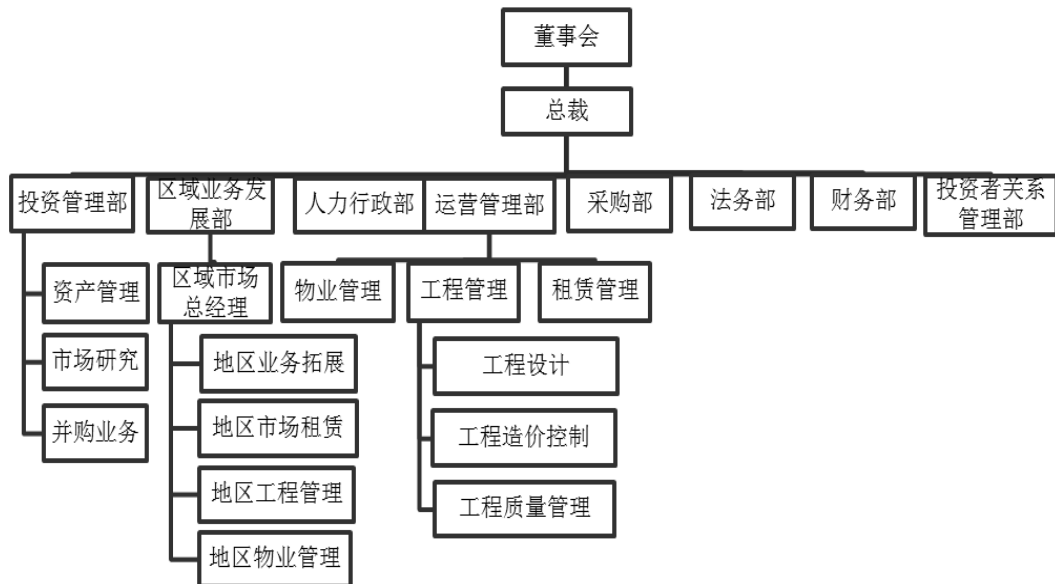
公司与实际控制人关系图



注：根据普洛斯洛华提供的资料绘制（截至 2016 年 6 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 2016 年 6 月末）

附录三：

主要财务数据及指标表

主要财务指标	2014 财年	2015 财年	2016 财年	2016 年 4-6 月(末)
金额单位：亿美元				
资产总额	96.62	113.28	136.16	137.79
货币资金	11.75	9.06	8.83	8.03
刚性债务	15.04	8.00	22.13	25.69
所有者权益	59.66	89.14	93.27	91.71
营业收入	3.90	4.44	5.32	1.30
净利润	3.97	4.67	6.82	1.06
EBITDA	6.03	6.97	10.08	—
经营性现金净流入量	1.05	2.77	2.47	0.07
投资性现金净流入量	-9.13	-12.43	-18.18	-3.06
资产负债率[%]	38.25	21.31	31.50	33.44
长期资本固定化比率[%]	91.09	96.03	99.94	100.37
权益资本与刚性债务比率[%]	396.80	1,113.95	421.43	356.93
流动比率[%]	210.28	150.62	100.64	96.35
速动比率[%]	201.61	138.21	89.75	84.25
现金比率[%]	162.61	109.98	71.66	63.81
利息保障倍数[倍]	8.19	10.64	13.35	—
有形净值债务率[%]	65.66	28.14	47.58	51.99
营运资金与非流动负债比率[%]	26.79	26.24	0.26	-1.37
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	6.23	5.64	5.88	—
存货周转速度[次]	—	—	—	—
固定资产周转速度[次]	55.65	66.24	78.09	—
总资产周转速度[次]	0.05	0.04	0.04	—
毛利率[%]	75.39	73.21	72.53	72.55
营业利润率[%]	134.54	141.66	175.93	121.10
总资产报酬率[%]	6.93	6.60	8.04	—
净资产收益率[%]	7.31	6.28	7.47	—
净资产收益率*[%]	8.22	6.46	7.39	—
营业收入现金率[%]	—	—	—	—
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	16.45	35.81	23.99	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.30	9.06	7.36	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率[%]	-125.93	-124.92	-152.82	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-25.26	-31.62	-46.88	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.26	10.72	13.42	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.42	0.61	0.67	—

注：表中数据依据普华永道经审计的 2014~2016 财年及未经审计的 2016 年 4-6 月财务数据整理、计算。

附录四：

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-期末无形资产及商誉余额-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/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×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+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

附录五：

评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等级	含义
投资级	AAA 级 短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级 短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级 短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级 短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB 级 短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级 短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级 短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级 短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级 短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

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 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。
投机级	BB 级 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	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。

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。