



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪274号

深圳赤湾石油基地股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“深圳赤湾石油基地股份有限公司2012年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级AA，评级展望稳定；维持本次债券信用等级AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年六月十五日

深圳赤湾石油基地股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告（2017）

发行主体	深圳赤湾石油基地股份有限公司		
担保主体	中国南山开发（集团）股份有限公司		
发行规模	人民币 5.7 亿元		
存续期限	2012/12/17—2019/12/17		
上次评级时间	2016/06/07		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

基本观点

2016 年，深圳赤湾石油基地股份有限公司（以下简称“深基地”或“公司”）下属物流园区整体出租率保持高位，当年物流园区业务收入继续增长，占公司总收入比重不断提高，同时武汉宝湾、南京宝湾、广州宝湾二期、南通宝湾二期全年投入运营，公司收入规模和利润水平有望提升。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将继续关注公司石油后勤服务业务收入下降、未来资本支出压力及短期偿债压力大幅上升等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持深基地主体信用等级 AA，评级展望稳定，维持“深圳赤湾石油基地股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级 AA⁺。该债项级别考虑了中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“南山集团”或“集团”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本次债券偿付的保障作用。

正 面

- 物流园区业务收入快速增长。近年来多个物流园区全面投入运营，公司相关收入保持增长，2014~2016 年物流园区业务板块收入分别为 3.73 亿元、4.84 亿元和 5.36 亿元，且随着在建物流园区项目的陆续投产，公司物流园区业务收入有望继续提升。
- 经营性现金流表现良好。受行业特性影响，公司经营前期投入较大，但随着项目的投产运营表现出良好的获现能力，2014~2016 年公司经营活动净现金流分别为 4.14 亿元、3.33 亿元和 3.71 亿元，经营性现金流表现良好。
- 南山集团作为担保方为本次债券本息的偿付提供了有力支持。南山集团以房地产开发、综合物流为核心产业，综合实力很强，2016 年实现营业收入 94.56 亿元，同比增加 30.19%，发展前景良好，可为本次债券本息的偿付提供有力支持。

概况数据

深基地	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	19.88	20.71	26.14	26.19
总资产（亿元）	53.90	56.44	75.49	76.66
总债务（亿元）	28.18	29.30	43.13	44.83
营业总收入（亿元）	7.13	6.50	6.78	1.70
营业毛利率（%）	63.58	54.33	55.75	54.37
EBITDA（亿元）	5.53	4.58	4.26	-
所有者权益收益率（%）	12.01	5.34	0.81	0.75
资产负债率（%）	63.11	63.30	65.37	65.83
总债务/EBITDA（X）	5.09	6.40	10.11	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.32	2.65	2.24	-
南山集团	2014	2015	2016	
所有者权益（亿元）	86.93	108.15	114.68	
总资产（亿元）	230.84	254.35	296.13	
总债务（亿元）	84.68	70.18	92.71	
营业总收入（亿元）	67.81	72.64	94.56	
营业毛利率（%）	26.58	27.25	37.32	
EBITDA（亿元）	13.47	21.93	23.97	
所有者权益收益率（%）	2.55	9.28	9.04	
资产负债率（%）	62.34	57.48	61.27	
总债务/EBITDA（X）	6.29	3.20	3.87	
EBITDA 利息倍数（X）	2.88	5.41	5.58	

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2017 年 1 季度所有者权益收益率经年化处理；
3、南山集团 2015 年财务数据系 2016 年报期初追溯调整数。

分 析 师



朱 洁 zhuojie@ccxr.com.cn
张晨葵 cyzhang@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2017年6月15日

关 注

- 石油后勤服务业务收入持续萎缩。2016年石油行业运行低迷，同时中海油旗下客户流失，公司石油后勤服务业务收入持续下降，且短期相关业务需求难以回升，公司面临较大的经营压力。
- 存在一定资本支出压力。截至2017年一季度末，公司在建、部分拟建物流园区项目预算总投资超过15亿元，未来1~2年尚需投入约12亿元，面临一定的资本支出压力。
- 债务规模大幅增加，短期偿债压力大幅上升。受物流园区大规模投资建设影响，公司债务规模大幅增加，截至2016年末，公司债务规模合计43.13亿元，长短期债务比由上年末的0.53倍增至0.92倍，短期偿债压力大幅上升。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

重大事项

公司于 2016 年 7 月 2 日发布《中国南山开发（集团）股份有限公司关于子公司深圳赤湾石油基地股份有限公司被吸收合并入新南山（集团）股份有限公司（以下简称“南山控股”）的公告》，披露南山控股拟向深基地所有换股股东发行股票交换股东所持有的深基地 B 股股票，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。2016 年 7 月 28 日，国务院国资委批准本次交易，2016 年 8 月 22 日，商务部原则同意南山控股吸收合并深基地交易方案，2016 年 8 月 30 日，公司收到证监会关于本次交易申请文件的受理通知书。

由于本次交易可能涉及的相关政策尚未明确，公司、南山控股需要落实相关事宜。鉴于上述情况，经公司和南山控股董事会研究，向证监会提出本次行政许可项目中止审核的申请。2016 年 10 月 17 日，深基地收到《中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定》第二十四条的有关规定，决定同意公司及南山控股提出的中止审查申请。中证评将对此事项的后续进展保持关注。

基本面分析

当前石油行业宏观环境不景气，石油价格低位徘徊，石油后勤业务需求持续萎缩，同时随着中海油惠州基地正式投产运营，其旗下原在赤湾基地的业务陆续搬迁至惠州基地，客户流失使公司传统石油后勤业务收入大幅下降，且短期内业务需求难以提升，公司面临较大的经营压力。近年来随着公司投入运营的物流园区规模和整体出租率的提高，物流园区业务的收入规模保持增长。

2016 年公司实现营业收入 6.78 亿元，同比增长 4.23%，其中，石油后勤服务业务实现营业收入 1.42 亿元，较上年度下降 14.96%；物流园区业务实现营业收入 5.36 亿元，较上年度增长 14.77%。

表 1：2014~2016 年公司营业收入构成

单位：亿元、%

	2014		2015		2016	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
石油后勤	3.40	47.67	1.66	25.59	1.42	20.88
物流园区	3.73	52.33	4.84	74.41	5.36	79.12
合计	7.13	100	6.50	100	6.78	100

注：表中数据经四舍五入而得，小数尾差并未调整，下同。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

石油后勤服务业务

2016 年全球油价持续低位波动，加之国内石油消费低速增长，负面影响石油后勤服务行业。但长期来看，石油作为重要资源具有不可再生性，且国家不断加大南海油气资源的开采力度，海洋石油后勤服务需求长期向好。

据中国石油集团经济技术研究院发布的 2016 年度《国内外油气行业发展报告》，2016 年中国石油表观消费量为 5.56 亿吨，同比增长 2.8%，增速较上年下降 1.5 个百分点。剔除原油库存变动因素，实际消费增速约为 0.7%，消费增速大幅放缓。2016 年全年成品油表观消费量为 3.13 亿吨，较上年下降 1%，成品油消费首次出现萎缩。其中，汽油表观消费量为 11,899 万吨，同比增长 3.1%，增速较上年放缓 7.9 个百分点；柴油表观消费量首次出现负增长，全年柴油表观消费量约为 16,330 万吨，同比下降 5.6%，增速较上年减少 5.7 个百分点；煤油表观消费量 3,058 万吨，增长 10.4%。

2016 年，世界能源行业经历着油价暴跌后带来的动荡与巨变，全球石油供需宽松，国际油价触底反弹，但市场再平衡慢于预期，油价持续低位波动。报告预测，2017 年，中国石油消费将持续低速增长，对外依存度将再创新高，突破 65%，其中成品油供应过剩加剧，可能出现大进大出局面，炼油能力将重回增长轨道，产能过剩形势将更加严峻。油价运行中值区间将在每桶 50 美元至 60 美元，较 2016 年上移，但不会回归高油价时代。

目前国内陆地石油勘探程度较高，开采难度逐渐增大，海洋成为全球油气资源重要的接替区。南海油气资源储量丰富，据勘探数据显示，整个南海盆地群石油地质资源量约在 230~300 亿吨之间，天

然气地质资源量约为16万亿立方米，占我国油气总资源量的1/3，其中70%蕴藏于深海区域。油气资源开发方面，国内石油公司均高度重视南海油气勘探开采，目前各公司在南海矿权登记情况为：中石油18个区块，126,848平方公里；中石化3个区块，10,573平方公里；中海油82个区块、541,982平方公里。作为南海油气资源开发重要主体的中海油，近年来加大了对南海油气资源开发的投资和开发力度，尤其是深海区域。据中海油的规划，“十三五”期间，中国海油将在深水区域新建设5,000万吨油当量的生产能力；在2020年前将投资2,000亿元，用于加大开发南海深水油气资源，同时加紧在国外收购深水钻井平台，全面铺开深水油气的开采。未来国家必将继续加大南海石油天然气资源的开采力度，尤其是加大深水油气田开采的力度，将带动海洋石油后勤服务业务的发展。

中海油惠州基地投产运营引起的客户转移，导致近年来公司石油后勤服务业务收入规模持续下降，面临较大的经营压力。

公司石油后勤服务以赤湾基地为运营主体，具体包括堆存（仓储）、装卸、港务管理和办公租赁等业务。赤湾基地占地面积487,947.12平方米，拥有105,918平方米的仓库、182,926平方米的堆场和711米功能齐全的专业码头和9个五千吨泊位，能确保为海洋石油和天然气开发作业者提供安全、高效、优质的后勤服务。

表 2：2014~2017.Q1 公司石油后勤服务收入构成

	单位：万元			
	2014	2015	2016	2017.Q1
堆存（仓储）	13,007	9,865	8,577	2,044
装卸	11,059	2,570	1,724	234
港务管理	6,593	1,665	1,689	320
办公租赁	2,282	2,462	2,152	469
其他	1,043	80	10	-
合计	33,984	16,642	14,152	3,109

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016年，国际石油价格低位波动，海洋石油行业景气度低迷，同时受中海油惠州基地全面运营的持续影响，中海油旗下原在赤湾基地的业务陆续搬迁至惠州基地，公司近年来公司石油后勤服务业务

收入规模呈下降趋势，且短期内相关业务需求难以回升，面临较大的经营压力。

2016年，公司石油后勤服务业务收入规模继续下降，该业务板块营业收入为1.42亿元，同比下降14.96%。具体来看，2016年公司仓库出租率和堆场出租率分别降至60.07%和71.88%，较上年度分别下降5.51个百分点和0.76个百分点，堆存业务当年贡献收入8,577万元，同比下降13.06%；同期，公司实现港口操作装卸量11.33万吨，较上年度下降35.15%；取得装卸业务收入1,724万元，同比下降32.92%；基地内的办公大楼对外出租率降至85.02%，当年贡献收入2,152万元，同比下降12.59%；港务管理业务贡献收入1,689万元，同比提升1.44%。

表 3：2014~2016 年公司石油后勤基地经营情况

	2014	2015	2016
港口操作装卸量（万吨）	82.65	17.47	11.33
仓库出租率（%）	88.36	65.58	60.07
堆场出租率（%）	95.06	72.64	71.88
办公租赁出租率（%）	97.45	97.32	85.02

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在业务拓展方面，中海油旗下企业客户转移至惠州基地后，公司加大了对其他客户资源的开拓力度。近两年先后成功引进非石油战略客户壳牌、全球无人机领军企业大疆创新、龙洋兴等。同时，随着国家自贸区建设的加速，全国“大众创新、万众创业”的持续深化，公司石油基地赤湾园区确立了“科技创新、文化创意”的业务转型方向。2016年，公司深化了与招商局旗下的产业孵化器——招科高智的合作，成功引进招科智控无人车、招科易租等科技企业；引进云洲科技有限公司，利用基地码头和库房，改造为智能无人船项目华南研发、测试和展示中心；引进网络创意明星项目“暴走漫画”、前海德众新能源众创空间、奥斯坦丁等项目、中国首家大型室内滑雪文化综合体验馆——深圳顽雪体育等文化科技项目，并启动赤湾基地自主运营的共享办公空间项目，探索新型园区运营模式。此外，油气后勤保障服务方面，公司已于2016年末引进中石油海洋工程公司，探讨为中石油海上和陆地后

勤作业提供一系列后勤服务的可能。公司通过以上客户拓展工作，一定程度上缓解因石油客户流失引起的仓储、办公场所出租率下降的负面影响。

总体来看，2016 年国际油价持续低迷，加之惠州基地运营对公司石油后勤服务业务的分流，导致当年公司相关收入持续下降，同时新产业园区转型业务尚处在培育期，短期内公司基地库场和仓库仍将有一定空置率，码头装卸量和操作业务或继续下滑，公司面临较大的经营压力。

物流园区业务

近年我国物流园区数量增长较快，园区功能日趋完善，集聚效应初步显现。全国物流园区发展规划的制定，为物流园区的健康发展奠定了基础。

据国家发改委网站数据，2016 年社会物流总费用 11.1 万亿元，同比增长 2.9%，增速同比提高 0.1 个百分点。其中，运输费用 6.0 万亿元，增长 3.3%，提高 0.2 个百分点；保管费用 3.7 万亿元，增长 1.3%，回落 0.3 个百分点；管理费用 1.4 万亿元，增长 5.6%，提高 0.6 个百分点。总体来讲，国内物流业在 2016 年增势平稳，行业需求持续增长，行业总体企稳向好的态势仍将持续。

物流园区作为商品产销上下游的纽带，是各项物流活动开展的重要载体，通过产业的空间集聚、资源的有效整合、业务的流程优化，在促进区域经济发展，提升物流服务水平，提高土地集约化使用等方面发挥着重要的作用。近十年来物流园区快速发展，出现了货运服务、生产服务、商贸服务、综合服务和专业品类服务等多种类型。据 2015 年 7 月发布的《第四次全国物流园区（基地）调查报告》统计，截至调查结束全国包括运营、在建和规划的各类物流园区共计 1,210 家，较 2012 年 754 家相比，增长 37.69%，其中运营的园区 857 家，在建的园区 240 家，规划的园区 113 家。从调查结果来看，目前我国物流园区以自主经营方式居多，园区业务功能日趋全面，增值服务收益稳步上升，园区服务范围逐渐扩大，功能日趋完善，集聚和辐射效应持续增强。

产业政策方面，国家发改委发布了《全国物流园区发展规划（2013~2020 年）》（以下简称“《规

划》”）。《规划》中提出，全国物流园区总体布局的基本思路是根据物流需求规模、综合交通体系规划和区域产业发展规划等因素，确定物流园区布局城市、物流园区建设数量、规划布局和用地规模，因地制宜、合理确定物流园区的发展定位、功能布局、建设分期、配套要求等。预计到 2020 年，基本形成布局合理、绿色高效的全国物流园区网络体系。

行业竞争方面，随着整体经济的增长和居民消费水平的提升，仓储行业整体企稳向好的态势仍将持续。但随着普洛斯等国际巨头的不断扩张和以菜鸟为代表新进入者的快速布局，行业竞争形势严峻，高端仓储业近年来高出租率伴随租金价格持续上涨的业态趋向平稳。

公司物流园区整体仓库使用率保持高位，收入规模保持增长，但较大规模在建及拟建物流园区项目，为公司经营业绩提升提供保障的同时，亦给其带来较大的资本支出压力。

表 4：2014~2017.Q1 公司物流园区收入构成

单位：万元

	2014	2015	2016	2017.Q1
仓储	32,935	42,269	46,429	11,948
装卸	829	1,113	1,183	194
办公租赁及其他	3,548	5,004	6,015	1,777
合计	37,312	48,386	53,627	13,919

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年，公司物流园区业务全年实现营业收入 5.36 亿元，同比增长 10.83%。具体来看，仓储业务贡献收入 4.64 亿元，同比增长 9.84%；办公租赁业务贡献收入 0.60 亿元，较上年度增长 20.20%；装卸业务当年实现收入 0.12 亿元，较上年度增长 6.29%。当年，公司继续加快物流园区布局，积极发展物流园区业务，受市场供应激增影响，公司 2016 年天津地区的仓库出租率有所下滑，且年底投入运营的无锡宝湾、镇江宝湾仓储服务市场相对不成熟，需要一段时间的市场培育期。整体来看，公司物流园区板块收入规模保持持续稳定增长。

表 5：2016 年公司主要物流园区经营情况

单位：%、万元

	仓库使用率	收入	净利润
上海宝湾	100.00	9,621	4,760
明江宝湾	100.00	5,686	2,621
昆山宝湾	98.20	5,805	2,534
廊坊宝湾	96.00	2,889	947
天津宝湾	87.30	5,064	1,941
新都宝湾	99.60	2,730	1,136
龙泉宝湾	98.10	6,324	1,911
广州宝湾	100.00	5,393	1,983
深圳宝湾	83.10	2,306	202
南京宝湾	99.80	3,385	1,276
南通宝湾	80.90	1,381	304
武汉宝湾	89.00	3,190	865
无锡宝湾	14.70	90	-558
镇江宝湾	15.00	15	-182
津南宝湾	90.80	260	111
合计	-	54,139	19,851

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

未来三至五年，公司将持续加快物流园区布局，业务网点逐步覆盖全国主要经济中心城市，构建全面的综合物流服务体系。在此基础上，公司还将积极探索包括供应链金融、汽车产业园、新零售、智慧物流港、冷链产业园在内多种新业态发展的可行性。截至 2017 年一季度末，公司在建、拟建项目有 13 个，建筑面积合计 106.73 万平方米，分布于天津、西安、嘉兴和青岛等城市，项目预算总投资超过 15 亿元（含筹划中的项目），已投入 2.94 亿元，后续尚需投入超过 12 亿元。较大规模的在建、拟建项目为公司未来经营业绩提升提供保障的同时，亦给其带来了一定的资本支出压力。

表 6：截至 2017.Q1 公司在建及部分拟建项目一览表

项目名称	建筑面积 (万平方米)	预计竣工 时间	工程投资 额(万元)	期末已投金 额(万元)
天津滨海 宝湾	6.30	2017.10	15,560	5,144
嘉兴项目	5.90	2018	10,698	4,097
青岛项目	17.60	2017.09	26,696	17,004
北京顺义 项目	5.01	2017.03	3,511	2,305
新都油气 田项目	3.52	2018	6,120	621
西安咸阳 项目	11.00	2018.01	19,540	128
葛店项目	7.00	2017.10	11,583	33
成都西彭 项目	10.50	2018.09	筹划中	-
肥东项目	6.20	2017.12	10,300	67
绍兴项目	8.40	2018.6	17,000	-
锡通项目	7.60	2018.02	13,000	-
江阴项目	8.20	2018.06	14,000	-
嘉善项目	9.50	2018.06	筹划中	-
合计	106.73	-	-	29,399

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司积极扩张物流园区规模，进一步完善宝湾物流在全国的网络布局，继续提升宝湾物流在核心城市的品牌效应和整体竞争实力。随着新物流园区陆续投入运营，物流园区业务板块已成长为公司的主要业务板块，占营业总收入的比重将不断上升。同时中诚信证评也关注到，公司未来仍具有较大的资本支出压力。

财务分析

以下分析基于公司提供的经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年度审计报告以及未经审计的 2017 年一季度报，其中 2014 年数据采用 2015 年年报的重述数。

资本结构

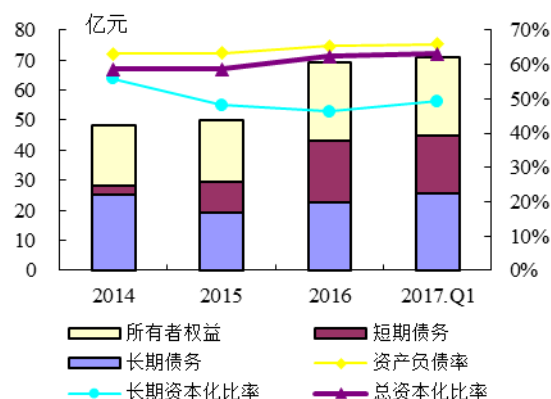
截至 2016 年末，公司总资产为 75.49 亿元，同比增长 33.75%。同期，公司负债总额同比上升 38.12%至 49.35 亿元。自有资本方面，受少数股东权益增加影响，公司 2016 年末所有者权益合计 26.14 亿元，同比增长 26.22%。截至 2017 年一季度末，公司资产总额和负债总额分别为 76.66 亿元和 50.47 亿元，所有者权益为 26.19 亿元。

财务杠杆比率方面，2016 年末公司资产负债率同比增加 2.07 个百分点至 65.37%，资本化比率增加 3.67 个百分点至 62.26%，整体杠杆水平有所上升。截至 2017 年一季度末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 65.83%和 63.12%。

资产方面，2016 年末，公司资产以非流动资产为主，非流动资产占总资产的比重为 91.40%，其中非流动资产主要包括长期股权投资（6.02 亿元）、投资性房地产（16.06 亿元）、固定资产（8.77 亿元）、在建工程（6.02 亿元）、无形资产（22.45 亿元）和其他非流动资产（9.31 亿元）。公司长期股权投资系对联营企业的投资余额，受石油行业不景气影响，投资企业深圳赤湾胜宝旺工程有限公司和深圳赤湾海洋石油工程有限公司的经营效益出现了不同程度的下降，公司投资收益有所减少；投资性房地产、固定资产和无形资产等系物流园区及石油后勤基地的建设成本，近年来公司不断加大物流园区投资，相关资产规模持续扩大；其他非流动资产主要系预付的资产购买款和土地出让款，用于布局物流园区经营业务。总体看，公司资产以非流动资产为主，新增部分以物流园区土地及仓储设施为主，良好的出租率保证了整体资产的质量，但资产流动性不足。

从债务规模和期限结构来看，受物流园区大规模投资建设影响，公司债务规模大幅增加。2016 年末，公司债务规模合计 43.13 亿元，其中长期债务 22.50 亿元，包括银行长期借款、应付债券和南山集团借款；短期债务合计 20.63 亿元，包括银行借款和关联方借款。2016 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）由上年末的 0.53 倍增至 0.92 倍。截至 2017 年一季度末，公司长期债务和短期债务分别为 25.50 亿元和 19.34 亿元，长短期债务比为 0.76 倍，短期偿债压力上升较快。

图1：2014~2016年及2017年一季度公司资本结构

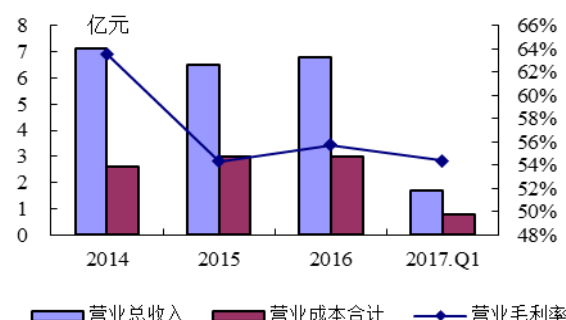


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，公司自有资本实力逐年增强，资产规模大幅提升，资产质量较好但流动性偏弱，同时近年来公司债务规模快速扩张，长短期债务比不断提高，债务期限结构合理性下降，短期偿债压力有所上升。

盈利能力

图2：2014~2016年及2017年一季度公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司石油后勤服务业务受中海油旗下客户流失影响，规模继续萎缩；但得益于物流园区业务的进一步增长，全年收入规模仍取得一定提升，达到 6.78 亿元，同比增长 4.23%。毛利率方面，公司 2016 年营业毛利率为 55.75%，同比基本持平。具体来看，受赤湾石油基地业务收入规模下降的影响，公司石油后勤部分装卸和租赁业务毛利率有所下滑；但得益于物流园区整体出租率保持高位，公司堆存（仓储）业务毛利水平保持稳定。

表 7：2014~2016 年公司业务毛利率情况

业务种类	2014 年 (%)	2015 年 (%)	2016 年 (%)
堆存（仓储）	63.97	61.22	61.98
装卸	62.01	10.24	-6.01
港务管理	76.11	20.78	65.37
办公租赁及其他	51.67	50.82	47.03
运输	-	10.77	4.85
其他业务	-	-152.17	-32.39
合计	63.58	54.33	55.75

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

中海油旗下客户流失后，公司积极拓展其他客户，2016 年仍保持一定规模的销售费用支出；管理费用支出刚性较大，且受人工成本增加、土地摊销增加及重组项目费用增加影响，费用支出规模大幅增加；在债务规模提升的情况下，公司财务费用有所增长，且后期存在进一步提升趋势。2016 年公司合计发生期间费用 2.99 亿元，三费收入占比为 44.18%，同比提升 3.82 个百分点，公司期间费用控制能力有待提升。

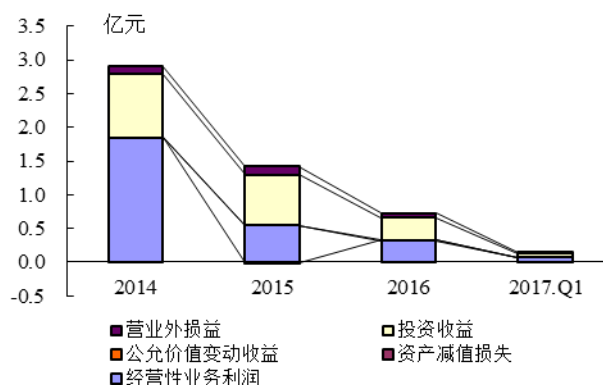
表 8：2014~2016 年及 2017 年一季度公司期间费用分析

项目	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用（亿元）	0.00	0.02	0.01	0.00
管理费用（亿元）	0.95	0.95	1.17	0.28
财务费用（亿元）	1.46	1.65	1.82	0.42
三费合计（亿元）	2.42	2.62	2.99	0.70
三费收入占比（%）	33.93	40.36	44.18	40.89

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要包括经营性业务利润、投资收益和营业外损益，2016 年为 0.72 亿元，较上年减少 48.64%。2016 年，受期间费用增加影响，公司经营性业务利润由上年的 0.55 亿元降至 0.32 亿元；同期投资收益和营业外净收入分别为 0.34 亿元和 0.06 亿元，分别主要为公司长期股权投资收益和政府补助，对其利润总额形成有益补充。2017 年一季度，公司利润总额为 0.14 亿元。

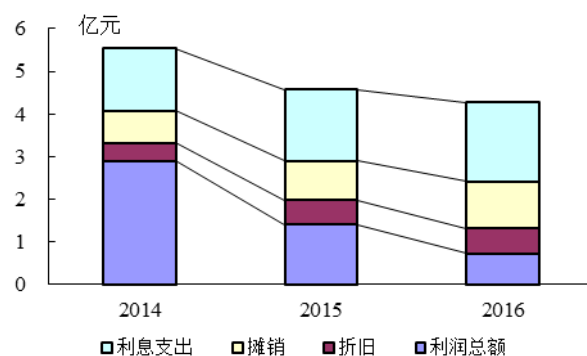
图 3：2014~2016 年及 2017 年一季度公司利润总额构成



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司 EBITDA 主要由利润总额、利息支出、摊销及折旧构成。2016 年，公司 EBITDA 为 4.26 亿元，受盈利能力弱化影响有所下降，但整体规模仍较为可观。

图 4：2014~2016 年公司 EBITDA 构成



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体而言，2016 年物流园区业务收入的增长有效弥补了公司因石油后勤服务业务收入下滑带来的负面影响，全年公司整体营业收入有所增长，但在人工成本、折旧摊销及财务费用等上升的压力下，盈利能力受到削弱。随着公司在建物流园区的陆续投入运营，公司营业收入规模和盈利能力存在一定的上升空间。

偿债能力

获现能力方面，2016 年公司 EBITDA 和经营活动净现金流分别为 4.26 亿元和 3.71 亿元，表现出良好的获现能力。从主要偿债能力指标表现来看，公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 10.11 和 2.24 倍；经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流利息保障倍数分别为 0.09 和 1.95 倍，指标较上年有所弱化，但依然能对其债务本息

的偿还形成较好保障。

表 9：2014~2016 年及 2017 年一季度公司偿债能力指标

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
短期债务（亿元）	3.01	10.13	20.63	19.34
长期债务（亿元）	25.17	19.17	22.50	25.50
EBITDA（亿元）	5.53	4.58	4.26	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.32	2.65	2.24	-
总债务/EBITDA（X）	5.09	6.40	10.11	-
经营活动净现金流量（亿元）	4.14	3.33	3.71	0.62
经营活动净现金流/总债务（X）	0.15	0.11	0.09	0.06
经营活动净现金流 利息保障倍数（X）	2.48	1.93	1.95	1.50

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

银行授信方面，截至 2016 年末，公司获得多家金融机构综合授信额度共计 42.00 亿元，其中尚未使用额度为 19.72 亿元，备用流动性相对充足。

或有事项方面，截至 2016 年末，公司担保余额合计 4.62 亿元，均为对下属子公司的担保，占净资产的比重为 17.67%。

总体看，随着物流园区业务板块投资的持续推进，公司 2016 年债务规模大幅上升，主要偿债能力指标有所弱化，但是 EBITDA 和经营活动净现金流对其债务本息偿还的保障程度较好。

担保实力

本次债券由中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“南山集团”或“集团”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

南山集团从开发赤湾港口、石油基地起步，现已发展为一家以房地产开发、综合物流为核心产业的跨行业、跨地区经营的综合性大型企业集团。2016 年，南山集团实现营业收入 94.56 亿元，同比增加 30.19%。鉴于石油后勤服务和物流园区经营业务集中在深基地运营，故以下主要对房地产开发业务、运输业务、船舶舱室配套业务、集成房屋业务进行说明。

表 10：2014~2016 年南山集团营业收入构成

单位：亿元

项目	2014	2015	2016
房地产业务	31.36	37.82	54.42
运输业务	5.95	7.32	13.60
堆存业务	4.88	5.71	6.10
船舶舱室配套业务	5.56	5.65	4.00
集成房屋业务	9.30	5.51	5.26
钢结构销售业务	1.65	3.06	3.47
房产经营性租赁业务	2.58	2.61	2.66
塔机租赁业务	2.14	1.44	1.18
供电业务	1.05	1.35	1.39
工程及监理业务	0.42	0.44	0.29
装卸业务	1.19	0.40	0.32
港务管理业务	0.66	0.17	0.17
其他业务	1.07	1.15	1.67
合计	67.81	72.64	94.56

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

南山集团房地产开发业务主要由深圳市新南山控股（集团）股份有限公司（以下简称“新南山控股”）运营。截至 2016 年末，新南山控股项目土地储备 65.34 万平方米，当年新增土地储备 16.58 万平方米；年末在建房地产项目 12 个，主要包括南山 柠府、南山 维拉、南山 苏迪亚诺、南山国际社区、南山 三食六巷、山语海等，投资合计 237.12 亿元，规划建筑面积 191.57 万平方米，当年销售面积为 39.32 万平方米。截至 2016 年末，新南山控股（集团）股份有限公司总资产为 147.16 亿元，所有者权益为 64.91 亿元，全年实现营业收入 49.85 亿元，净利润 6.01 亿元，收入规模和净流量均实现大幅增长。

物流运输业务主要由深圳市赤湾东方物流有限公司（以下简称“东方物流”）运营。2016 年东方物流自有车辆 555 台，全年实现营业收入 14.63 亿元，净利润 0.45 亿元。船舶舱室业务中，集团产品主要针对船舶内装市场，主要客户有靖江亚泰船用物资有限公司、常石（岱山）船舶服务有限公司、江门市海舜船舶工程有限公司等，相关产品 2016 年产量为复合板产量为 134.09 万 m²、131.82 万 m²，防火门产量为 77,454 扇、43,841 扇，卫生单元产量为 14,025 套、9,642 套。集成房屋租赁业务中，截至 2016 年末，集团租赁资产规模为 3.30

万平方米。钢结构业务方面，集团 2016 年新拓展的客户有 Nooter Eriksen、Coldeco、CB&I、Air Liquide、Amec Foster Wheeler、Evonik，目前主要客户有住友重机械工业株式会社、Paul Wurth IHI Co.,LTD、GE Electric Company、Bechtel Corporation、TTCL PUBLIC COMPANY LIMITED，当年实现钢结构加工量为 2.27 万吨；

财务分析

以下分析基于南山集团提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年度审计报告，其中 2015 年财务数据系 2016 年报期初追溯调整数。

从资本结构来看，截至 2016 年末，南山集团总资产为 296.13 亿元，同比增长 16.43%，所有者权益 114.68 亿元，同比增加 2.57%，资产负债率 61.27%，同比增加 3.79 个百分点，财务结构稳健性良好。

从盈利能力来看，2016 年南山集团实现营业总收入 94.56 亿元，同比增加 30.19%，营业毛利率为 37.32%，同比增加 10.07 个百分点。同期，公司取得利润总额 16.41 亿元，同比增长 20.52%；净利润 10.36 亿元，同比增长 3.21%，主要得益于经营性业务利润的增加。

偿债能力方面，从债务规模来看，2016 年公司总债务 92.71 亿元，同比增加 32.11%，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.76 倍，受银行短期借款大幅增加影响，当年长短期债务比有所上升，但整体债务期限结构仍较合理。从偿债能力指标来看，2016 年南山集团总债务/EBITDA 指标为 3.87 倍，EBITDA 利息倍数为 5.58 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖能力良好。

或有负债方面，截至 2016 年末，南山集团担保余额为 20.40 亿元，担保对象基本为关联方或子公司，或有负债风险较小。财务弹性方面，截至 2016 年末，南山集团共获得银行授信 173.10 亿元，其中未使用额度为 107.53 亿元，备用流动性充足。

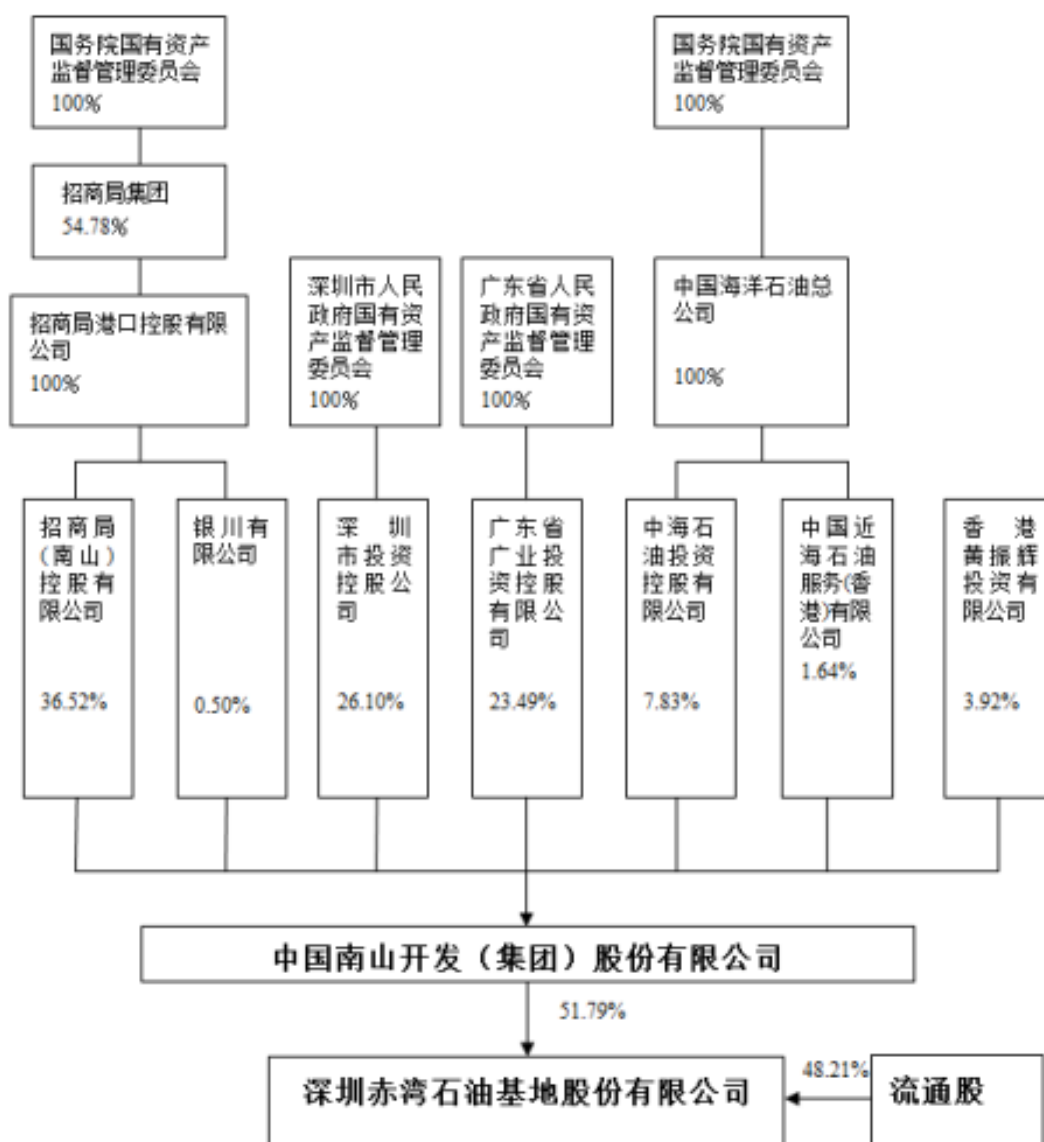
综合来看，南山集团 2016 年房地产业务板块收入大幅增长，使得营业总收入规模增长，同时毛利率提升，主营业务盈利能力快速拉升。整体上看，

南山集团业务涉及多行业、多领域，综合竞争实力很强，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能够对本次债券按期偿还提供有力的保障。

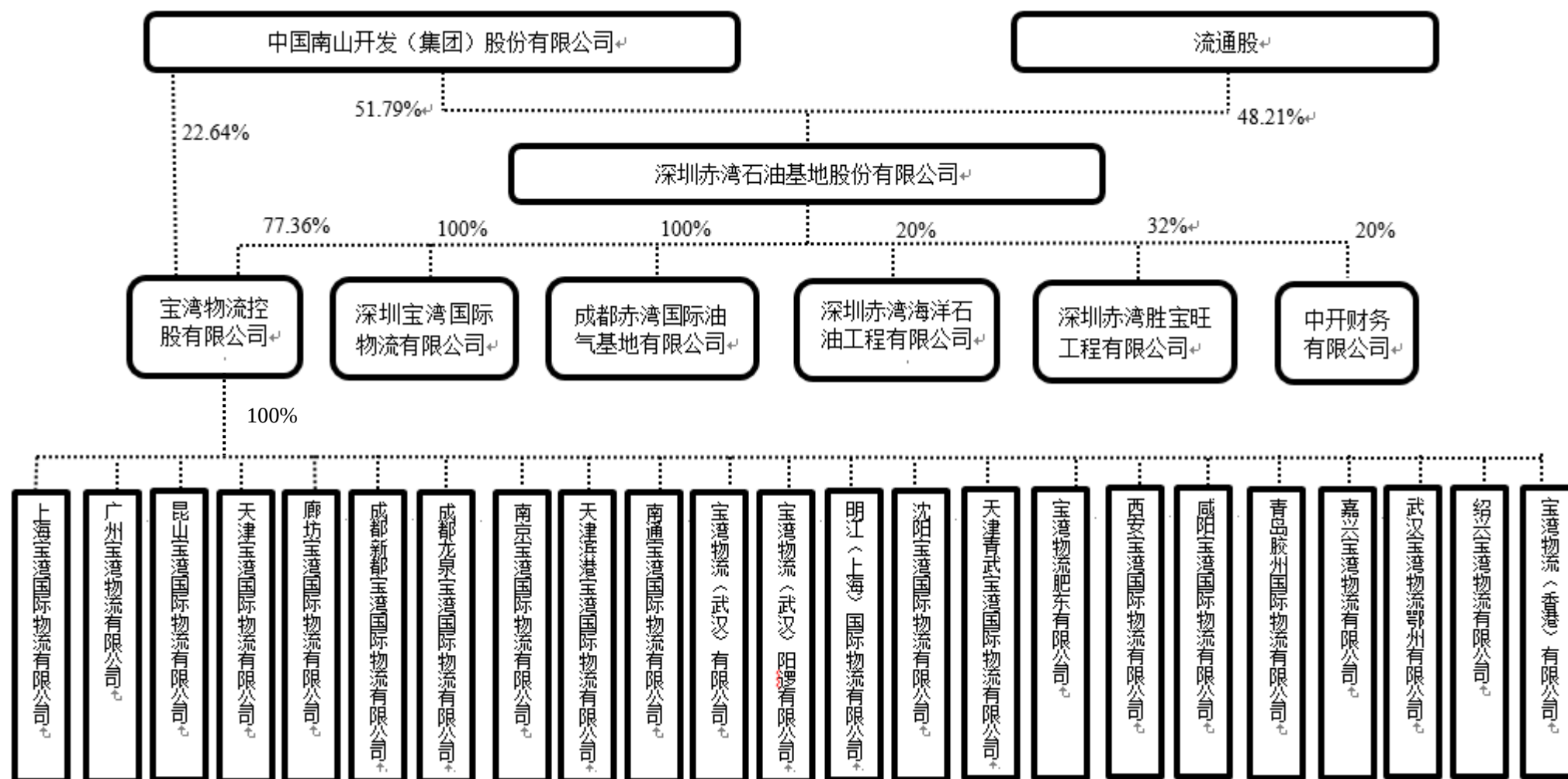
结 论

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

附一：深圳赤湾石油基地股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



附二：深圳赤湾石油基地股份有限公司架构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



注：宝湾物流控股有限公司下属子公司未全部列示

附三：深圳赤湾石油基地股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	37,532.89	32,112.19	52,460.91	43,101.34
应收账款净额	5,323.46	5,025.78	4,386.28	4,915.54
存货净额	105.40	91.45	96.19	82.63
流动资产	89,485.12	66,753.51	64,889.32	58,574.45
长期投资	53,796.20	58,260.04	60,219.49	60,786.60
固定资产合计	234,493.90	263,728.13	308,505.24	311,740.90
总资产	538,962.99	564,395.66	754,904.15	766,632.44
短期债务	30,134.94	101,339.67	206,325.80	193,366.52
长期债务	251,656.27	191,706.23	224,958.02	254,960.44
总债务（短期债务+长期债务）	281,791.20	293,045.90	431,283.82	448,326.95
总负债	340,120.76	357,286.51	493,495.19	504,700.79
所有者权益（含少数股东权益）	198,842.23	207,109.15	261,408.96	261,931.65
营业总收入	71,295.86	65,027.95	67,779.13	17,027.89
三费前利润	42,672.98	31,709.28	33,157.66	7,685.08
投资收益	9,389.24	7,511.05	3,378.66	567.11
净利润	23,885.69	11,067.26	2,104.50	491.38
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	55,313.78	45,803.16	42,642.41	-
经营活动产生现金净流量	41,437.08	33,265.64	37,147.47	6,212.92
投资活动产生现金净流量	-39,925.84	-31,344.86	-180,277.30	-23,978.26
筹资活动产生现金净流量	6,049.13	-7,311.05	163,459.14	8,405.95
现金及现金等价物净增加额	7,542.35	-5,420.69	20,348.72	-9,359.57
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	63.58	54.33	55.75	54.37
所有者权益收益率（%）	12.01	5.34	0.81	0.75
EBITDA/营业总收入（%）	77.58	70.44	62.91	-
经营活动净现金/总债务（X）	0.15	0.11	0.09	0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	1.38	0.33	0.18	0.13
经营活动净现金/利息支出（X）	2.48	1.93	1.95	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.32	2.65	2.24	-
总债务/EBITDA（X）	5.09	6.40	10.11	-
资产负债率（%）	63.11	63.30	65.37	65.83
总债务/总资本（%）	58.63	58.59	62.26	63.12
长期资本化比率（%）	55.86	48.07	46.25	49.33

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2017年一季度的所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经过年化处理。

附四：中国南山开发（集团）股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016
货币资金	301,084.44	456,833.58	530,423.39
应收账款净额	94,914.21	86,778.23	92,109.77
存货净额	738,734.91	745,092.47	848,036.24
流动资产	1,367,115.34	1,549,580.12	1,613,987.84
长期投资	257,049.24	285,707.99	305,386.68
固定资产合计	460,254.67	487,916.22	577,828.83
总资产	2,308,436.17	2,543,502.81	2,961,322.69
短期债务	195,980.65	282,228.94	400,030.44
长期债务	650,865.82	419,534.12	527,042.67
总债务（短期债务+长期债务）	846,846.47	701,763.06	927,073.11
总负债	1,439,138.31	1,461,963.89	1,814,503.88
所有者权益（含少数股东权益）	869,297.86	1,081,538.92	1,146,818.80
营业总收入	678,137.97	726,364.77	945,634.97
三费前利润	139,863.58	153,803.04	266,739.29
投资收益	37,158.73	110,609.56	27,159.80
净利润	22,136.08	100,395.79	103,619.22
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	134,723.13	219,324.82	239,703.93
经营活动产生现金净流量	-118,009.81	252,584.01	203,670.20
投资活动产生现金净流量	-50,936.11	-5,447.22	-188,461.36
筹资活动产生现金净流量	146,044.51	-97,418.73	46,950.80
现金及现金等价物净增加额	-23,257.20	151,199.58	64,053.06
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	26.58	27.25	37.32
所有者权益收益率（%）	2.55	9.28	9.04
EBITDA/营业总收入（%）	19.87	30.19	25.35
速动比率（X）	0.94	0.84	0.64
经营活动净现金/总债务（X）	-0.14	0.36	0.22
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.60	0.89	0.51
经营活动净现金/利息支出（X）	-2.52	6.23	4.74
EBITDA 利息倍数（X）	2.88	5.41	5.58
总债务/EBITDA（X）	6.29	3.20	3.87
资产负债率（%）	62.34	57.48	61.27
总债务/总资本（%）	49.35	39.35	44.70
长期资本化比率（%）	42.82	27.95	31.49

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2015年财务数据系2016年报期初追溯调整数。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券+其他非流动负债-中长期借款

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

总资产报酬率=净利润*2/（期初总资产+期末总资产）

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

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

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。