

普洛斯中国控股有限公司

及其发行的公司债券

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)101124】

评级对象: 普洛斯中国控股有限公司及其发行的公司债券

	本次跟踪	前次跟踪	首次评级
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
16GLP01:	AAA/稳定/AAA/2018年9月27日	AAA/稳定/AAA/2017年9月22日	AAA/稳定/AAA/2016年4月11日
16GLP02:	AAA/稳定/AAA/2018年9月27日	AAA/稳定/AAA/2017年9月22日	AAA/稳定/AAA/2016年4月11日
18GLPR1:	AAA/稳定/AAA/2018年9月27日	-	AAA/稳定/AAA/2018年1月30日
18GLPR2:	AAA/稳定/AAA/2018年9月27日	-	AAA/稳定/AAA/2018年3月28日
18GLPR3:	AAA/稳定/AAA/2018年9月27日	-	AAA/稳定/AAA/2018年4月17日
18GLPR5:	AAA/稳定/AAA/2018年9月27日	-	AAA/稳定/AAA/2018年7月4日

主要财务数据及指标

项 目	2016 财年	2017 财年	2018 财年
金额单位: 亿美元			
母公司口径数据:			
货币资金	0.58	0.18	2.68
刚性债务	10.87	18.36	35.43
所有者权益	65.88	61.01	68.01
经营性现金净流入量	0.41	-0.04	-1.18
合并口径数据及指标:			
总资产	136.16	152.87	213.41
总负债	42.88	58.31	91.13
刚性债务	23.49	36.43	61.99
所有者权益	93.27	94.56	122.28
营业收入	5.38	5.94	9.05
净利润	6.82	5.81	16.49
经营性现金净流入量	2.47	2.04	1.33
EBITDA	10.08	9.69	24.16
资产负债率[%]	31.50	38.15	42.70
权益资本与刚性债务比率[%]	397.04	259.56	197.26
流动比率[%]	100.64	93.67	80.00
现金比率[%]	71.66	58.10	38.01
利息保障倍数[倍]	13.35	7.32	11.16
净资产收益率[%]	7.47	6.18	15.21
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	23.99	15.66	6.20
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-46.88	-27.04	-26.74
EBITDA/利息支出[倍]	13.42	7.35	11.18
EBITDA/刚性债务[倍]	0.63	0.32	0.49

注:根据普洛斯中国经审计的2016~2018财年财务数据整理、计算。每个财年自上年4月1日至当年的3月31日。

分析师

周文哲 zwz@shxsj.com
刘云 liuyun@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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对普洛斯中国控股有限公司(简称普洛斯中国、发行人、该公司或公司)及其发行的16GLP01、16GLP02、18GLPR1、18GLPR2、18GLPR3与18GLPR5的跟踪评级反映了2018年财年期间普洛斯中国在发展前景、行业地位、盈利能力及股东支持等方面继续维持优势,同时也反映了公司在资产估值、汇率波动、流动性、行业竞争、土地成本及投融资等方面继续面临压力。

主要优势:

- **行业发展前景良好。**政策支持、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,推动了我国仓储业务的快速发展。
- **市场地位较稳固。**普洛斯中国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。**普洛斯中国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。
- **融资渠道广泛。**普洛斯中国财务杠杆低,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:

- **投资性房地产估值风险。**普洛斯中国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，公司资本实力及收益情况将受到严重影响。

- 汇率波动风险。普洛斯中国为外资企业，截至 2018 年 3 月末持有 27.18 亿美元的美元有息负债。而公司经营实体均在国内，且以人民币收款，汇率风险管控压力大。
- 资产流动性偏弱。普洛斯中国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。我国土地资源日益减少，随着土地招拍挂制度的实施和拆迁成本的不断上升，普洛斯中国土地成本控制压力加大。
- 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，普洛斯中国面临的竞争压力将加大。
- 投融资需求大。普洛斯中国目前在建项目较多，且仍有近 820 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。
- 金融业务风险。普洛斯中国在融资租赁等业务的规模扩大，近期参与设立了两家收益增值型基金，投资规模较大，存在一定的金融业务风险。
- 控股股东退市。2018 年 1 月 22 日，普洛斯中国控股股东普洛斯集团从新加坡证券交易所退市，可能对公司的融资渠道造成一定影响。
- 股东资金支持力度弱化。截至 2018 年 3 月末，普洛斯中国股东借款余额为 19.34 亿美元。公司近期发行的“一带一路”公司债券注册额度为 120 亿元人民币，募集资金拟全部用于偿还控股股东借款。

➤ 未来展望

通过对普洛斯中国及其发行的上述公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债券还本付息安全性极高并维持上述公司债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



普洛斯中国控股有限公司及其发行的公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照普洛斯中国控股有限公司¹2016 年公司债券（第一期）（品种一）、2016 年公司债券（第一期）（品种二）、2018 年面向合格投资者公开发行“一带一路”公司债券（第一期）、2018 年面向合格投资者公开发行“一带一路”公司债券（第二期）、2018 年面向合格投资者公开发行“一带一路”公司债券（第三期）（品种一）和 2018 年面向合格投资者公开发行“一带一路”公司债券（第四期）（分别简称 16GLP01、16GLP02、18GLPR1、18GLPR2、18GLPR3 与 18GLPR5）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据普洛斯中国提供的经审计的 2018 财年财务报表及相关经营数据，对普洛斯中国的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

2016 年以来，该公司发行了多期公司债券和债务融资工具。截至 2018 年 8 月末，公司债券和债务融资工具发行金额合计 151.00 亿人民币，具体情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司 2016 年以来发行债务融资工具和债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
16GLP01	10.00	3	3.12	2016 年 7 月	未到期
16GLP02	5.00	5	3.58	2016 年 7 月	未到期
17 普洛斯洛华 MTN001	10.00	5	4.99	2017 年 10 月	未到期
18 普洛斯洛华 MTN001	12.00	3	5.29	2018 年 3 月	未到期
18 普洛斯洛华 MTN002	12.00	3	5.15	2018 年 4 月	未到期
18GLPR1	12.00	3+3+3	5.65	2018 年 2 月	未到期
18GLPR2	40.00	3+3+3	5.45	2018 年 4 月	未到期
18GLPR3	15.00	3+3+3	5.09	2018 年 5 月	未到期
18GLPR5	20.00	3+3+3	5.20	2018 年 7 月	未到期
18 普洛斯洛华 MTN003	15.00	3	5.24	2018 年 7 月	未到期

资料来源：普洛斯中国

该公司发行的债券和债务融资工具募集资金基本用于偿还银行借款和股东借款。

¹ 原名“普洛斯洛华中国海外控股(香港)有限公司”，于 2018 年 5 月更为现名。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推 CPI 改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定 CPI 印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的 CPI 均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018 年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房

地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我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国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

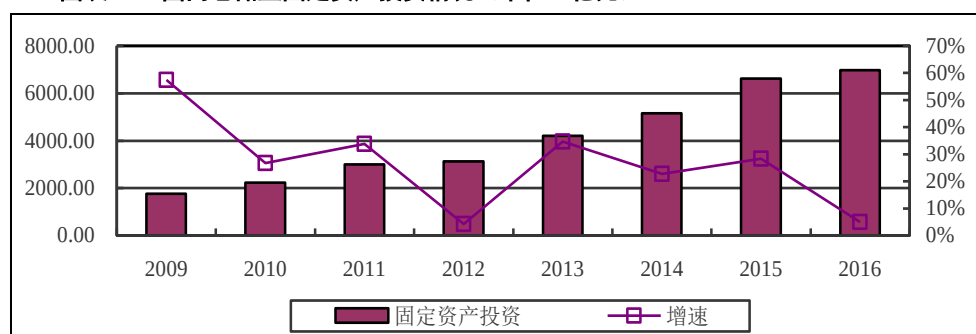
近几年，我国仓储行业得益于内需拉动、电子商务蓬勃发展而快速增长。但随着传统地产商的进入及电商自建仓库步伐的加快，未来仓储行业竞争压力或将加大。该公司仓储资产规模位列国内第一，先发优势明显、市场地位稳固。

A. 行业概况

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 2016 年的 6,984 亿元，年复合增长率达到 21.70%。

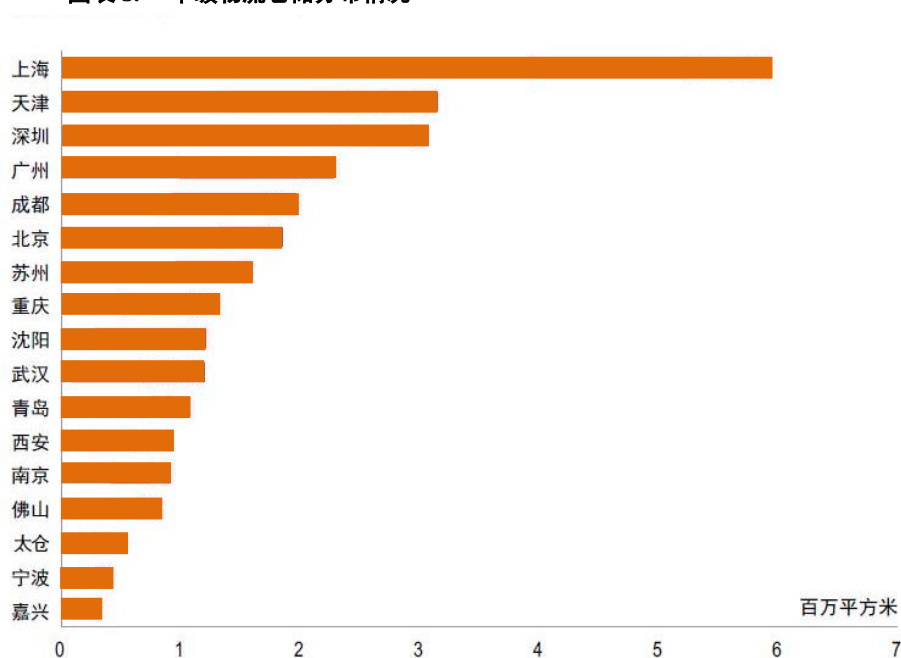
图表 2. 国内仓储业固定资产投资情况（单位：亿元）



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。

图表 3. 甲级物流仓储分布情况



资料来源：仲量联行《中国城市 60 强》

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。2014 年起，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。

B. 政策环境

我国“一带一路”、“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》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。2015 年 6 月及 11 月，中国国家标准化管理委员会、商务部分别印发了《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》，以降低物流成本、提高物流效率，带动供应链上下游关联领域物流标准化水平的不断提高。2016 年 7 月 29 日，国家发改委印发了关于《“互联网+”高效物流实施意见》的通知，要求深入推进供给侧结构性改革，顺应物流领域科技与产业发展的趋势，加快完善物流业相关政策法规和标准规范，推动大数据、云计算、物联网等先进信息技术与物流活动深度融合，推进“互联网+”高效物流与大众创业万众创新紧密结合。整体而言，我国物流仓储业发展的政策环境持续改善。

C. 竞争格局/态势

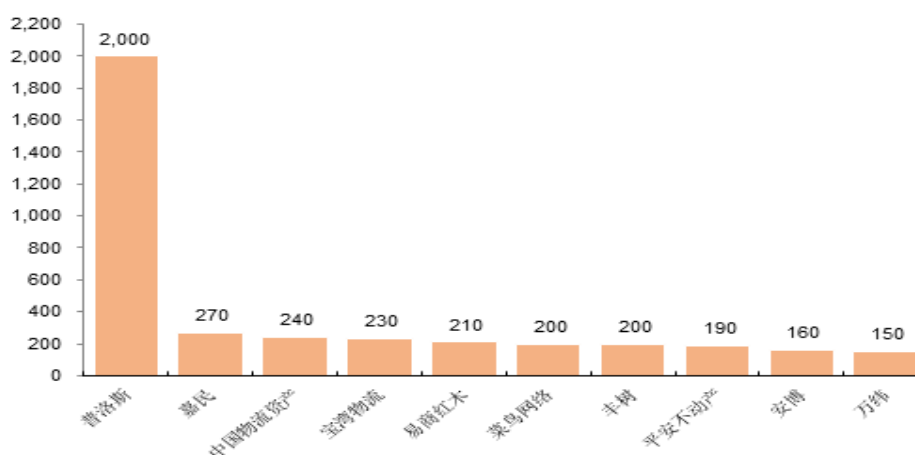
我国电商网购的市场规模从 2007 年的 560 亿元增长到 2016 年的超过 4 万亿，年均复合增速约为 56.90%。快递业务量从 2007 年的 12 亿件增长到 2016 年末的 312.8 亿件，业务量规模已经位居世界第一，年化复合增速高达 43.66%，业务收入年化复合增速接近 32.30%。随着电子商务的蓬勃发展、在线零售的需求快速增长，适用电商的专用仓库严重紧缺，促进了电商公共仓库的建设。与此同时，电商企业自建仓库步伐加快。菜鸟网络先后在 15 个城市布点仓储中心；京东已在全国 34 个城市拥有 82 个仓库，总建筑面积超过 130 万平方米；唯品会正在广东肇庆（900 亩）、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，但一定程度会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，宣布正式进军仓储地产。先后涉足仓储地产的，还有金地集团、中粮地产、绿地集团、上海复地、恒大地产、珠江投资、华润置地、嘉里建设、招商地产等诸多家传统商业地产开发企业。未来，我国物流地产行业竞争压力将加大。

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 12 家大中

型仓储地产企业，其中外资企业 6 家（即普洛斯集团、嘉民集团、易商红木、丰树、安博、维龙），本土企业 6 家（即宝湾、宇培、新地、百利威、万纬、平安）。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 2017 年末，普洛斯集团在中国境内已完工物业建筑面积约 1,935 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. 截至 2018 年 3 月 31 日国内仓储物流行业十大运营商仓储情况（单位：万平方米）



资料来源：新世纪评级整理。

土地为仓储建设中的重要要素，随着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。

D. 风险关注

行业竞争加剧风险。随着我国物流仓储行业的发展，行业内经营企业不断增加。物流地产良好的发展前景吸引了较多传统房企进入，加上电商不断完善自身物流仓储体系建设，行业竞争不断加剧。

政策变化风险。随着物流业及仓储业相关政策的密集推行，政策变化将对物流市场格局产生较大影响。未来国家产业政策可能进一步调整，进而可能对物流地产企业的主业经营带来一定的机遇和挑战。

2. 业务运营

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，公司收入保持上升态势，盈利状况良好。随着新增项目投入运营，公司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。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。公司将整个物流设施价值链分成设计开发、物业管理、租赁销售等职能，为客户提供全面的解决方案来满足其在运营和金融方面的需求。

该公司的核心驱动因素为规模、市场地位及品牌。截至 2018 年 3 月末，公司在 38 个主要物流枢纽市场已建成 203 个仓储物流园，所持有仓储物流园总建筑面积约 3,000 万平方米，其中已建成的仓储面积约为 2,001 万平方米，居于中国境内现代仓储行业第一，超过该行业内后 9 家企业仓储面积之和。公司在中国拥有 10 年以上的现代仓储行业开发运营经验，公司品牌在客户中享有良好声誉，客户保有率高。

图表 5. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
仓储设施的开发、经营和管理	中国	横向规模化	规模/市场地位/品牌

资料来源：普洛斯中国

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况（亿美元）

主导产品或服务	2016 财年	2017 财年	2018 财年
营业总收入合计	5.38	5.94	9.05
其中：租金及相关收入	5.25	5.58	7.13
在营业总收入中所占比重	98.72%	94.78%	78.75%
销售货物及金融服务收入	0.004	0.23	1.72
在营业总收入中所占比重	0.07%	3.89%	19.04%
营业总毛利率（%）	72.84	71.85	62.92
其中：租赁及相关业务（%）	72.18	73.40	74.18
销货及金融服务业务（%）	79.68	16.93	12.03

资料来源：普洛斯中国

近年来，随着业务的不断拓展，该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，近三财年分别为 5.38 亿美元、5.94 亿美元及 9.05 亿美元。公司主业突出，收入近 98%来自于仓储及相关业务。2018 财年各项业务收入均比 2017 财年大幅增长，其中租金及相关收入增加 1.55 亿美元，销售货物收入和金融服务比上财年增加 1.49 亿美元。此外，公

司还有少量政府补助和公共设施收入，近三财年分别为 637.50 万美元、611.50 万美元及 852.20 万美元，占营业总收入比重低于 2%。2016-2018 财年，公司毛利率均保持较高水平，其中租赁及相关业务的毛利率分别为 72.18%、73.40% 和 74.18%。2018 财年，因毛利率较低的销售货物收入占比大幅增加，公司营业总毛利率有所下降，但综合获利能力仍较强。

A. 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。2017 财年新增土地储备占地面积及建筑面积有所下降，主要原因是受市场环境影响，部分项目获取土地的流程所需时间较长。2018 年财年新增土地储备同比增长。公司目前拥有的潜在项目储备充裕，2018 年 3 月末土地储备占地面积超过 800 万平方米，可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）

	2016 财年	2017 财年	2018 财年
新增土地储备占地面积	596.04	290.70	337.62
新增土地储备建筑面积	418.56	182.61	211.32
期末土地储备占地面积	978.10	873.57	819.17
期末土地储备建筑面积	643.35	570.30	536.50

注：根据普洛斯中国提供的数据绘制

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 8. 2018 年 3 月末公司区域资产分布（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	267.33	144.12	37	349.32
东部	260.09	197.24	98	979.99
南部	67.53	40.42	25	225.40
中西部	224.22	154.72	43	446.32
合计	819.17	536.50	203	2001.04

注 1：根据普洛斯中国提供的数据绘制；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。

注 2：完工物业包含了其他设施（停车场和堆场）的相应面积。

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，近三财年末在建建筑面积持续增长，分别为 501.51 万平方米、551.21 万平方米和 500.64 万平方米。

图表 9. 公司最近三年仓储项目开发情况（单位：万平方米）

	2016 财年	2017 财年	2018 财年
新开工建筑面积	302.56	261.52	214.88
竣工的建筑面积	239.30	258.87	240.62
期末在建建筑面积	501.51	551.21	500.64

注：根据普洛斯中国提供的数据绘制

目前，该公司尚有较多在建及拟建项目，重点项目建设情况如下图所示。截至 2018 年 3 月末，公司在建项目的总投资需求约为人民币 160 亿元，已完成投资额约为人民币 79 亿元，后续面临一定的投融资压力。

图表 10. 截至 2018 年 3 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
普洛斯宁河物流园项目	2014 年 3 月-2019 年 5 月	4.17	2.60
石排东立—普洛斯现代供应链管理基地项目	2013 年 12 月-2018 年 12 月	4.75	3.41
苏州工业园区普商仓储设施有限公司	2016 年 3 月-2018 年 7 月	5.72	5.57
杭州临普供应链管理有限公司	2016 年 3 月-2018 年 7 月	4.86	3.97
重庆南普仓储有限公司	2016 年 9 月-2018 年 5 月	4.06	3.17
长春普高仓储有限公司	2016 年 6 月-2018 年 9 月	3.53	2.73
重庆普嘉仓储服务有限公司	2016 年 9 月-2018 年 8 月	3.83	2.00
慈溪普洛斯仓储有限公司	2015 年 7 月-2018 年 8 月	2.23	1.35
合计：	-	33.15	24.81

注：根据普洛斯中国提供的数据绘制

图表 11. 截至 2018 年 3 月末公司重点拟建仓储项目（单位：亿元人民币）

项目名称	建设周期	计划总投资金额	进度
昆山普石-仓库建造项目	2018 年 3 月-2019 年 6 月	3.01	尚未物理动工
天津普宁仓储设施有限公司-普洛斯宁河物流园二期项目	2018 年 4 月-2019 年 6 月	2.64	尚未物理动工
合计：	-	5.64	-

注：根据普洛斯中国提供的数据绘制

B. 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，近三年公司建成一年以上物业出租率稳定在 85%以上的较好水平。

图表 12. 公司仓储租赁情况（单位：万平方米、元/平方米/月）

名称	2016 年 3 月末	2017 年 3 月末	2018 年 3 月末
总建筑面积（完工物业）	1,490.26	1,749.45	2001.04
可供出租面积（完工物业）	1,471.23	1,732.48	1985.13
实际出租面积（完工物业）	1,098.45	1,327.26	1664.01
其中：完工稳定物业	1,057.08	1,289.18	1627.40
完工未稳定物业	41.37	38.08	36.61
出租率（完工稳定物业）	87%	85%	89%
平均租金水平（完工稳定物业）	33.25	32.34	33.32

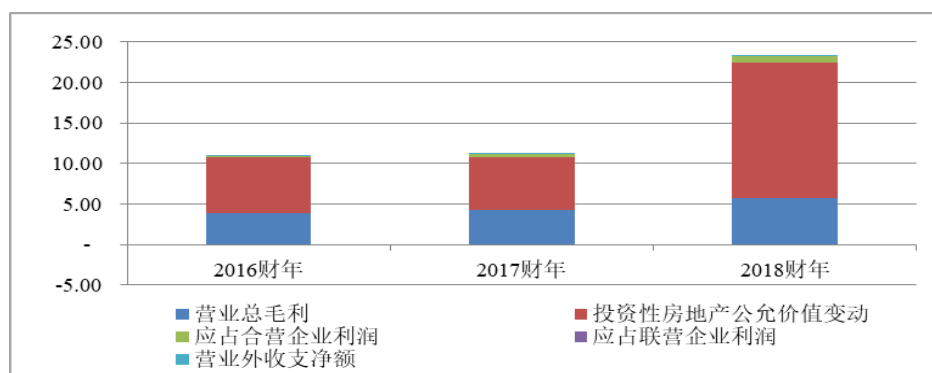
资料来源：普洛斯中国

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 2018 年 3 月末公司已拥有超过 1000 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、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不超过 27%，客户分散度高。

此外，该公司还向客户提供增值服务，推出了综合解决方案和捆绑式产品，如仓库位置优化工具和金融设备租赁，促进客户的增长，也增强客户对公司的依赖性。2017 财年和 2018 财年，销售货物收入分别为 0.19 亿美元和 1.52 亿美元；金融服务收入分别为 0.04 亿美元和 0.20 亿美元。

（2）盈利能力

图表 13. 公司盈利来源结构（单位：亿美元）



资料来源：根据普洛斯中国所提供数据绘制。

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，公司营业总收入不断上升，带动营业总毛利持续增长。2016-2018 财年，公司营业总毛利分别为 3.92 亿美元、4.27 亿美元和 5.69 亿美元，其中来自仓储租金及相关业务的占比分别 96.66%、95.83%和 92.85%。

图表 14. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 财年	2017 财年	2018 财年
营业总收入合计（亿美元）	5.38	5.94	9.05
营业总毛利（亿美元）	3.92	4.27	5.69
期间费用率（%）	29.81	47.01	13.87
净财务费用率（%）	11.59	32.38	-1.59
全年利息支出总额（亿美元）	0.75	1.32	2.10
其中：资本化利息数额（亿美元）	0.09	0.06	0.06

资料来源：根据普洛斯中国所提供数据整理。

注：期间费用率=（其他费用+净财务费用）/营业总收入；净财务费用率=净财务费用/营业总收入

该公司其他费用随经营规模的扩张而增长，2016-2018 财年分别为 0.98 亿美元、0.87 亿美元和 1.40 亿美元，主要包括管理费用和销售费用。2017 财年，其他费用同比小幅下降，主要系费用节省及人民币贬值引起的报表折算差异；2018 财年，费用随收入增长。近三财年，公司净财务费用分别为 0.62 亿美元、1.92 亿美元和-0.14 亿美元，2017 财年，由于外汇损失自 2016 财年的 0.04 亿美元增加至 0.74 亿美元，同时借款成本净额较上年增长 0.59 亿美元至 1.25 亿美元，公司净财务费用率较上年大幅上升 20.79 个百分点；2018 财年，虽然公司借款成本净额仍持续增长，但由于汇兑收益达 2.17 亿美元，净财务费用为负值。总体看，公司期间费用率受汇兑损益的影响较大。

图表 15. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016 财年	2017 财年	2018 财年
应占合营企业利润（亿美元）	0.22	0.30	0.68
应占联营企业利润（亿美元）	-0.00	0.02	-0.01
营业外收入（亿美元）	0.01	0.04	0.10
投资性房地产公允价值变动（亿美元）	6.82	6.55	16.81

资料来源：根据普洛斯中国所提供数据整理。

该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较大，近三财年分别为 6.82 亿美元、6.55 亿美元和 16.81 亿美元。近三年公司来自合营企业利润贡献逐年增大，但因收益规模相对较小，对整体盈利情况影响有限。

2016-2018 财年，该公司净利润分别为 6.82 亿美元、5.81 亿美元和 16.49 亿美元，净资产收益率分别为 7.47%、6.18%和 15.21%。2018 财年净利润同比

增长 184.03%，主要原因为外汇收益大幅增长、投资性房地产公允价值的增值明显。总体而言，公司盈利处于较好水平，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。

(3) 运营规划/经营战略

该公司的发展战略重心是成为最好的运营商，通过基金管理平台来发展和扩大业务范围并创造价值。

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。

同时，该公司通过基金管理平台推进业务发展的步伐也在稳步进行。目前公司已成立了两期中国物流基金，用于国内物流基础设施的开发。公司持有份额均为 56% 左右，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（CLF FUND I, LP）于 2013 年 9 月成立，总投资规模为 30 亿美元。公司持有物流基金一期约 55.88% 的股权，其余 44.12% 的股权由来自亚洲、欧洲、北美洲等地的多家国家主权基金或者养老基金持有。根据公司与前述投资人于 2013 年 11 月就物流基金一期所签署的协议，基金的存续期为 8 年（可延长至 10 年）。存续期届满后的退出机制包括：(1) 通过公开发行股票及上市或以 REITs 形式上市，或(2) 转变为长期存续的开放式基金，或(3) 整体出售基金资产以变现。且在与上述投资人签订的协议中，不存在任何公司的回购承诺或义务。物流基金一期共持有中国境内 57 家仓储项目公司 100% 的股权。2016-2018 财年，物流基金一期实现投资收益分别为 1.09 亿美元、0.83 亿美元和 3.45 亿美元。

物流基金二期（CLF FUND II, LP）于 2015 年 7 月成立，总投资规模拟为 70 亿美元。公司持有物流基金二期约 56.38% 的股权，其余的 43.62% 的股权由来自亚洲、北美洲等地的多家国家主权基金或者养老基金持有。根据公司与前述投资人于 2015 年 7 月就物流基金二期所签署的协议，基金的存续期为 7 年（可延长至 9 年）。存续期届满后的退出机制包括：(1) 通过公开发行股票及上市或以 REITs 形式上市，或(2) 转变为长期存续的开放式基金，或 (3) 整体出售基金资产以变现。且在与上述投资人签订的协议中，不存在任何公司的回购承诺或义务。截至 2018 年 3 月 31 日，物流基金二期共持有中国境内 31 家仓储项目公司 100% 的股权和 1 家仓储公司 95.10% 的股权，2016-2018 财年物流基金二期的投资收益分别为 -0.01 亿美元、-0.11 亿美元和 0.55 亿美元。

2018 年 2 月，该公司与中国人寿联合发起设立公司在国内的第一个收益增值型基金，该基金的承诺资本为 100 亿元人民币；9 月，公司与新加坡主权财

富基金新加坡政府投资公司在中国联合设立第二个收益增值型基金，该基金总额 20 亿美元。公司的收益增值性基金将用于在国内收购已完工物流和工业资产。公司对收益增值型基金没有控股，将担任资产管理人，收入来自两方面：资产管理费和投资收益。

2018 年 5 月，该公司宣布设立隐山现代物流服务基金（以下简称“隐山基金”）。隐山基金本期目标总额为 100 亿元人民币，将专注于股权投资，投资方向集中在现代物流集成运力体系、食品供应链等领域。本期机构投资者有中邮资本等国内知名的大型金融及保险机构、物流及相关行业的领军企业。公司的私募股权基金平台隐山资本将担任基金管理人。

管理

该公司为外资企业，股权结构较为清晰。跟踪期内，实际控制人完成私有化，截至目前，其对公司的管控政策基本未变。

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。

普洛斯集团于 2018 年 1 月 19 日完成私有化，并于 2018 年 1 月 22 日正式从新加坡证券交易所退市。私有化之后，普洛斯集团是在开曼群岛注册的 GLP Bidco Limited (简称“GLP Bidco”) 的全资子公司。GLP Bidco 由 GLP Holdings, L.P. (简称“GHLP”) 全资持股，GHLP 是一家根据开曼群岛法律设立的可豁免有限合伙企业。GHLP 的普通合伙人是 GLP Holdings Limited (简称“GHL”)，是一家依照开曼群岛法律成立的可豁免的有限责任公司。厚朴基金(HOPU)、高瓴资本(Hillhouse Capital)、SMG (其中 SMG 为普洛斯集团 CEO 梅志明独资拥有的公司)、中银投资(BOCGI)和万科(Vanke) (前述各方单独称为“财团成员”) 作为投资人按比例向 GHLP 出资；同时在 GHL 中也持有相同比例的普通股股权。

根据普洛斯集团于 2017 年 10 月 27 日向其股东披露的协议相关文件中特别载明的有关协议的详细内容，财团成员在 GHLP 中持有的财产份额如图表 17 所示。由于各财团成员实际持股比例均低于 50%，且在私有化之后，普洛斯集团仍保持独立运营及对发行人的控制，所以该公司的实际控制人仍为普洛斯集团，截至目前，其对公司的管控政策基本未变。

图表 16. 财团成员在 GHLP 中持有的财产份额情况

合伙人	财产份额比例(%)	备注
厚朴基金	21.30	GHLP 有限合伙人
高瓴资本	21.20	GHLP 有限合伙人
SMG	21.20	GHLP 有限合伙人

合伙人	财产份额比例(%)	备注
中银投资	15.00	GHLP 有限合伙人
万科	21.40	GHLP 有限合伙人

资料来源：根据普洛斯中国所提供数据整理。

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，2018 财年末股东对公司的贷款金额为 19.34 亿美元，比上财年末增长 17.12%。其中间接控股股东普洛斯集团给予的贷款余额为 18.91 亿元，实际年利率为 3.95%-5.61%；少数股东给予的贷款余额为 0.43 亿元，实际年利率为 4.00%-6.00%。公司近期注册的“一带一路”公司债券注册额度为 120 亿元人民币，募集资金拟全部用于偿还控股股东借款，预计募集资金到账后，间接控股股东贷款将会减少。

根据该公司提供的 2018 年 4 月 24 日《企业信用报告》所载，公司核心子公司普洛斯投资（上海）有限公司无不良贷款和欠息记录。

财务

近三年，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，以及持续收购土地储备和投资性房地产，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。

1. 数据与调整

毕马威会计师事务所（KPMG）对该公司 2016-2018 财年的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。

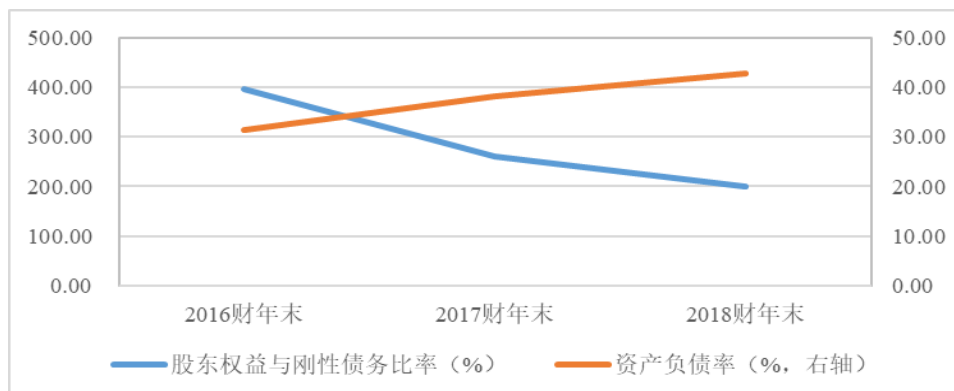
2018 财年，该公司合并报表范围增加 67 家子公司，其中以新设成立方式取得的为 50 家，以收购形式取得的为 17 家；同时减少 42 家子公司，其中以清算方式减少 36 家，以处置方式减少 6 家。公司新设的子公司大部分在国内和香港，清算的子公司有 33 家在新加坡。处置子公司方面，公司于 2017 年 8 月出售杭州传化立新公路港投资发展有限公司 60% 股权，对价是公司持有的杭州普新仓储设施有限公司（杭州普新）40% 的股权，自始，杭州普新成为公司的全资子公司；2018 年 3 月，公司将北京普洛斯顺航仓储有限公司（简称“北京顺航”）和维龙仓储（上海）有限公司（简称“上海维龙”）100% 股权出售给普洛斯中国收益增值型基金，因公司持有后者 18.37% 股权，北京顺航和上海维龙成为公司的合营企业。2018 财年公司处置子公司的收益为 0.11 亿美元。截至 2018 年 3 月末，公司合并范围内子公司合计 654 家，其中 312

家境内公司，342 家境外公司。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 17. 公司财务杠杆水平变动趋势



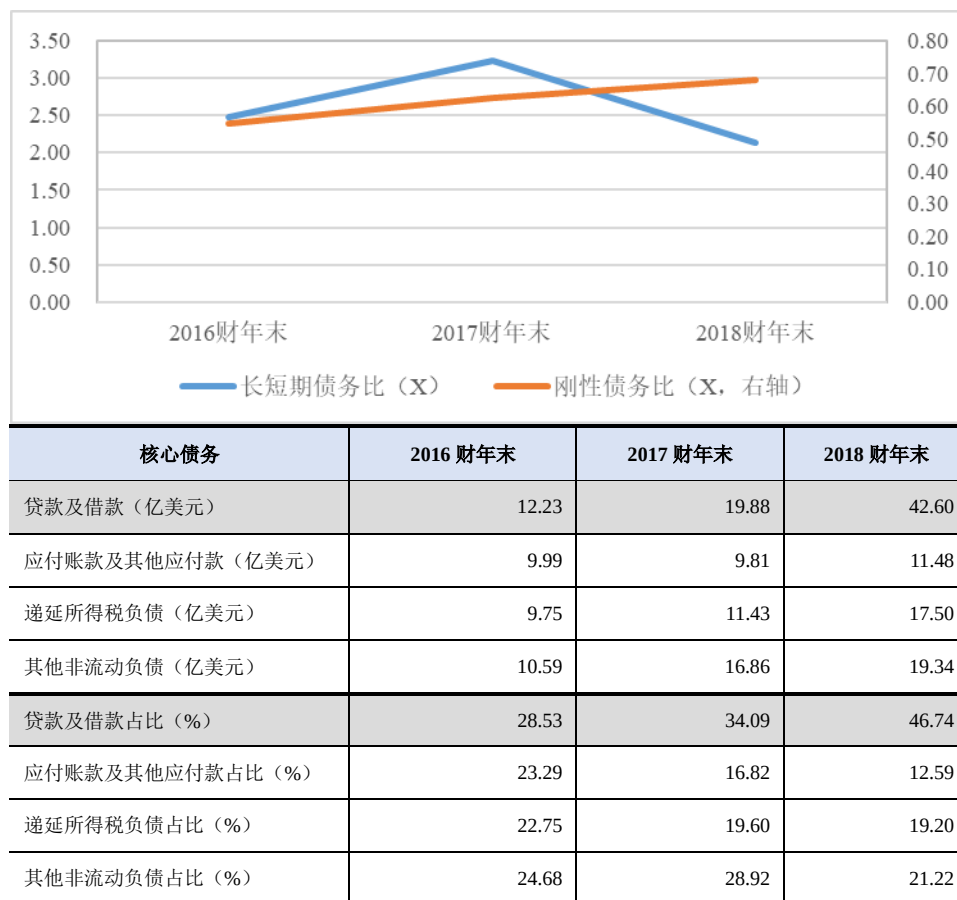
资料来源：根据普洛斯中国所提供数据绘制。

2016-2018 财年末，该公司资产负债率分别为 31.50%、38.15%和 42.70%，总体维持在较低水平。近年来，随着境内仓储设施建设加速推进，公司刚性债务规模迅速攀升，权益资本对刚性债务的覆盖比率呈快速下滑趋势，近三年财年末分别为 397.04%、259.56%和 197.26%。

该公司权益资本补充能力较强，2016-2018 财年末公司所有者权益分别为 93.27 亿美元、94.56 亿美元 和 122.28 亿美元。公司权益资本主要包括股本及储备，其中股本近三年保持稳定，占所有者权益的比例分别为 74.52%、73.51%和 56.84%，2018 财年末占比下降主要系储备中的留存收益和外币报表折算差异当期大幅增加的原因；储备主要包括公允价值储备、外汇报表折算差异和留存收益等。受益于经营积累及外币报表折算差异增长，公司权益资本规模持续扩大。公司未来仍有较大规模资本性支出计划，将进一步增加债务融资，但鉴于目前稳健的财务结构，杠杆水平将维持在较合理区间。

(2) 债务结构

图表 18. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据普洛斯中国所提供数据绘制。

2016-2018 财年末，该公司负债总额分别为 42.88 亿美元、58.31 亿美元和 91.13 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。

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。公司应付及其他应付款项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、收购子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主要为土地出让金和建筑工程款的预提款，近三年占比均为 45% 左右，2018 财年末应付工程土地款余额为 4.53 亿美元，同比增长 5.63%，预计随着公司仓储开发项目的增多，应付工程土地款将继续保持增长态势；收购子公司的应付对价为 1.26 亿美元，和上财年末基本持平。递延所得税负债主要因投资性房地产公允价值逐年增加，引起资产账面价值和计税基础差异加大，呈逐年上升的态势。公司其他非流动负债近三年快速增长，绝大部分系来自间接控股股东的贷款。

(3) 刚性债务

图表 19. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2016 财年末	2017 财年末	2018 财年末
短期刚性债务合计	3.37	3.97	18.46
其中：抵押银行借款	0.85	1.05	3.42
无抵押银行借款	1.16	2.57	14.00
股东借款	1.33	0.32	0.98
应付票据	0.03	0.04	0.05
中长期刚性债务合计	20.12	32.46	43.53
其中：抵押银行借款	10.22	14.09	17.12
无抵押银行借款	-	0.00	0.29
股东借款	9.90	16.20	18.36
应付债券	-	2.16	7.76
综合融资成本（年化，%）	4.72	4.40	4.39

资料来源：根据普洛斯中国所提供数据整理，其中综合融资成本估算公式为：当期综合融资成本=当期利息支出总额/[（期初刚性债务+期末刚性债务）/2]*100%。

2016-2018 财年末，该公司刚性债务分别为 23.49 亿美元、36.43 亿美元和 61.99 亿美元，主要由贷款和借款（含银行借款、应付债券），以及其他非流动负债和应付及其他应付款项中的股东借款计息部分构成，刚性债务偏重长期。同期末，公司刚性债务占总负债的比例分别为 54.78%、62.47%和 68.02%。2018 财年末，公司银行借款总额为 34.83 亿美元，其中抵押借款合计 20.54 亿美元，抵押物为账面价值 90.72 亿美元的投资性房地产；信用借款 14.29 亿美元。公司人民币借款利率为 4.35%-6.86%，美元借款利率为 2.31%-5.95%，借款 70%以上为长期。近三财年末，公司股东借款分别为 11.23 亿美元、16.51 亿美元和 19.34 亿美元，主要系间接控股股东贷款。股东所提供贷款无抵押及担保。截至 2018 年 3 月末，公司持有 27.18 亿美元的直接美元有息负债，其中银行借款 8.82 亿美元，股东借款 18.36 亿美元，公司面临一定的汇兑损失风险。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 20. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 财年	2017 财年	2018 财年
营业周期（天）	77.82	61.38	74.43
经营环节产生的现金流量净额（亿美元）	2.47	2.04	1.33
EBITDA（亿美元）	10.08	9.69	24.16
EBITDA/刚性债务（倍）	0.63	0.32	0.49
EBITDA/全部利息支出（倍）	13.42	7.35	11.18

资料来源：根据普洛斯中国所提供数据整理。

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，2016-2018 财年分别为 2.47 亿美元、2.04 亿美元和 1.33 亿美元。2017 财年和 2018 年财年经营活动现金净流量同比减少 17.16%和 34.90%，主要是由于随着公司投资规模的扩大和业务的扩张，应收及其他应收款项同比增加 1.13 亿美元和 7.12 亿美元，其中 2018 财年的增加主要因融资租赁应收款、应收合营企业款项、第三方贷款和保证金的增加。

该公司 EBITDA 主要由利润总额及费用化利息构成。2016-2018 财年，利润总额占 EBITDA 的比重为 92.94%、86.60%和 91.12%；费用化利息占 EBITDA 的比重为 6.52%、12.94%和 8.68%。近年来，公司负债规模持续扩张，EBITDA 则随利润总额出现波动，EBITDA 对刚性债务及利息支出的保障程度亦出现波动。

(2) 投资环节

2016-2018 财年该公司投资性现金流净流量分别为-18.18 亿美元、-15.72 亿美元和-21.31 亿美元。公司投资性现金流持续净流出主要系投资性房地产开发支出较大，近三财年分别为 10.97 亿美元、9.09 亿美元和 8.56 亿美元。2016 财年公司投资活动产生的现金净流出量同比增加 5.89 亿美元，主要是由于购买中储发展股份有限公司（600787.SH，简称“中储发展”）15.45%的股权；2017 财年投资活动产生的现金净流出量同比减少 13.50%，主要系其他投资付款减少所致；2018 财年投资活动产生的现金净流出量同比增加 5.59 亿美元，主要系收购子公司所支付的收购款、购买其他投资、收购投资性房地产、向第三方贷款等带来的现金支出增加。公司未来仍有较多开发计划，投资性现金大幅净流出的趋势短期内不会改变。

(3) 筹资环节

图表 21. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016 财年	2017 财年	2018 财年
权益类净融资额	0.49	0.11	1.03
债务类净融资额	15.28	12.52	21.59
其中：现金利息支出	0.50	0.67	1.73
筹资环节产生的现金流量净额	15.77	12.63	22.62

资料来源：根据普洛斯中国所提供数据整理。

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。2016-2018 财年，公司筹资性现金净流入量分别为 15.77 亿美元、12.63 亿美元和 22.62 亿美元。2017 财年筹资环节产生的现金流量净额同比减少 19.88%，主要系新增的控股公司贷款减少所致；2018 年财年筹资环节产生的现金流量净额同比增长 79.11%，主要系新增银行贷款和发行债券增加所致。

4. 资产质量

图表 22. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 财年末	2017 财年末	2018 财年末
流动资产（亿美元，在总资产中占比）	12.40	12.89	23.29
	9.11%	8.43%	10.92%
货币资金（亿美元）	8.83	8.00	11.07
应收及其他应收款项（亿美元）	3.57	4.84	11.95
非流动资产（亿美元，在总资产中占比）	123.76	139.98	190.12
	90.89%	91.57%	89.08%
其中：对合营企业投资（亿美元）	3.42	3.34	4.76
投资性房地产（亿美元）	110.60	124.07	166.05
商誉及无形资产（亿美元）	3.15	2.96	3.24
其他长期投资（亿美元）	5.74	7.11	10.56
期末全部受限资产账面金额（亿美元）	44.68	58.93	91.15
期末抵质押融资余额（亿美元）	11.07	15.15	20.54
受限资产账面余额/总资产（%）	32.82	38.55	42.71

资料来源：根据普洛斯中国所提供数据整理。

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，2016-2018 财年末分别为 136.16 亿美元、152.87 亿美元和 213.41 亿美元，同期投资性房地产账面价值占比分别为 81.23%、81.16%和 77.81%。公司投资性房地产按公允价值入账，仲量联行有限公司（Jones Lang LaSalle Limited）每年对其进行评估，近三年评估增值额分别为 6.82 亿美元、6.55 亿美元和 16.81 亿美元。公司投资性房地产为物流仓储资产及土地储备，完工物业账面价值占比超过 75%。2018 财年末账面价值为 90.72 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。公司现金及现金等价物主要为银行现金，少量为定期存款，近三财年末占总资产的比例分别为 6.48%、5.23%和 5.19%。应收及其他应收款项主要由第三方贷款、保证金、融资租赁净额、应收账款净值、其他应收款、应收合营企业款项、预付款项购成，2018 财年末分别为 2.96 亿美元、2.17 亿美元、2.13 亿美元、1.11 亿美元、1.08 亿美元、1.08 亿美元、1.03 亿美元，同比均有所增长，其中第三方贷款大部分为有担保、需在 12 个月偿还、年利率在 4.90%-15.00%间，保证金主要与收购土地储备和投资性房地产相关，预付款项主要为预付工程款，其他应收款主要为应收出售资产款及保证金。2018 财年末，合营企业的股权价值余额同比增长 42.56%，主要系汇率变动和新收购合营公司所致。同期末，公司商誉及无形资产金额同比增长 9.34%，主要系汇率变动所致。公司其他长期投资主要包含中储发展 15.45%的权益、深圳赤湾石油基地股份有限公司(200053.SZ，简称“深基地”)19.90%的权益以及上海临港股份有限

公司（600848.SH，简称“上海临港”）0.89%的权益，2018 财年公司通过新股认购对多个未上市企业完成了约为 2.23 亿美元的投资，还出资 458.3 万美元收购在新三板上市的深圳市凯东源现代物流股份有限公司（833653.OC，简称“凯东源”）10.47%股权，财年末其他长期投资同比增长 48.42%。

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。

5. 流动性/短期因素

图表 23. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 财年末	2017 财年末	2018 财年末
流动比率（%）	100.64	93.67	80.00
速动比率（%）	100.64	93.25	79.06
现金比率（%）	71.66	58.10	38.01

资料来源：根据普洛斯中国所提供数据整理。

近年来，该公司短期债务持续增加，流动性指标明显弱化，2016-2018 财年末，流动比率分别为 100.64%、93.67%和 80.00%。公司现金类资产有所减少，货币资金对流动负债的覆盖程度显著下滑，近三财年末现金比率分别为 71.66%、58.10%和 38.01%。但同时，公司持有上市公司中储发展、深基地、上海临港及凯东源的部分股权，上述股权可快速变现，可提升资产的流动性。

6. 表外事项

该公司无重大诉讼、仲裁事项，无对外担保事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部无任何实质业务运营，主要承担融资职能。2016-2018 财年末，公司本部资产合计分别为 78.40 亿美元、81.89 亿美元和 107.12 亿美元，主要系对附属公司的股权投资及对其的借款。同期末，公司本部负债总额分别为 12.53 亿美元、20.88 亿美元和 39.11 亿美元，其中刚性债务占比超过 85%，主要系间接控股股东普洛斯集团借款及应付债券。公司本部无营业收入，近三财年实现净利润分别为 0.01 亿美元、-1.16 亿美元和 0.92 亿美元，净利润波动较大主要系净财务费用变动影响。

外部支持因素

跟踪期内，间接控股股东普洛斯集团对该公司的支持持续。2018 财年末，普洛斯集团为公司提供委托贷款 18.91 亿美元。

该公司与金融机构建立了良好的合作关系，能得到各类金融机构的信贷

支持。2018 年 3 月末，公司获得授信总额 46.22 亿美元，其中未使用的授信额度为 11.73 亿美元，仍有一定后续融资空间。

附带特定条款的债项跟踪分析

18GLPR1、18GLPR2、18GLPR3、18GLPR5 的期限均为 9 年，附第 3 年末和第 6 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。资本市场波动频繁，上述债券在第 3 年末或第 6 年末存在提前赎回的可能。

跟踪评级结论

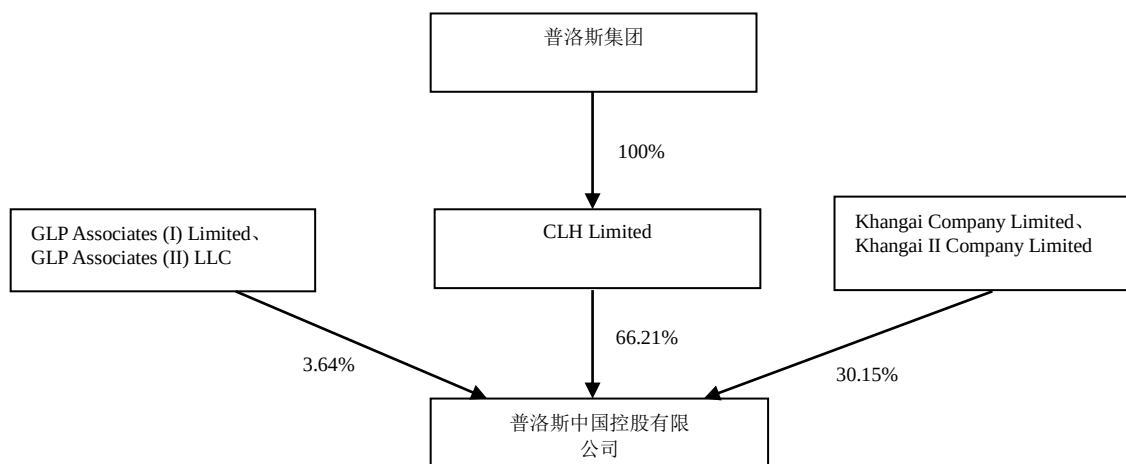
该公司为外资企业，股权结构较为清晰。跟踪期内，间接控股股东完成私有化，截至目前，其对公司的管控政策基本未变。

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，公司收入保持上升态势，盈利状况良好。随着新增项目投入运营，公司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，后续存在一定筹资压力。

附录一：

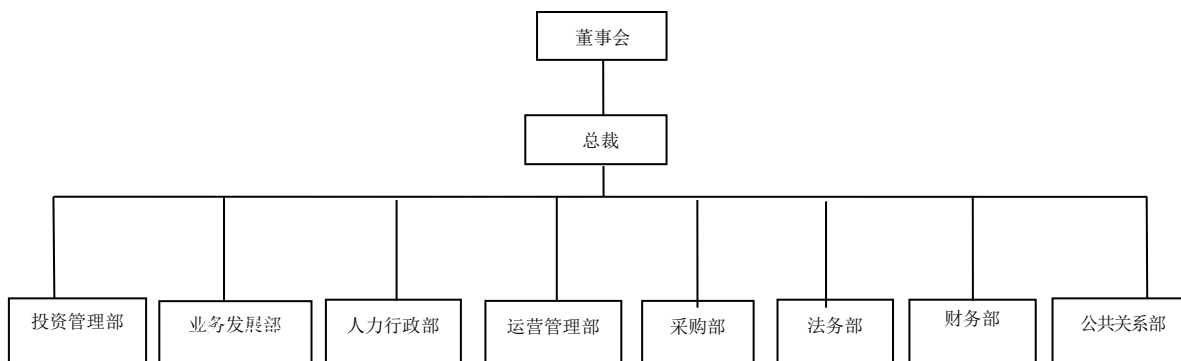
公司与实际控制人关系图



注：根据普洛斯中国提供的资料绘制（截至2018年3月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据普洛斯中国提供的资料绘制（截至2018年3月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例(%)	主营业务	2018 财年（末）主要财务数据（万美元）				备注
					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	廊坊普洛斯	重大项目公司	100.00	仓储服务	11,700.82	7,951.34	733.05	1,384.26	
维纶（上海）仓储服务有限公司	维纶仓储	重大项目公司	100.00	仓储服务	13,184.77	10,327.76	768.19	617.33	
武汉普夏仓储有限公司	武汉普夏	重大项目公司	100.00	仓储服务	11,635.89	6,344.77	679.88	582.29	
普洛斯（佛山）仓储经营有限公司	佛山普洛斯	重大项目公司	100.00	仓储服务	14,608.74	9,731.77	709.44	1,628.48	
上海普洛斯槎浦仓储有限公司	上海普洛斯	重大项目公司	100.00	仓储服务	13,873.06	11,091.45	674.71	2,335.60	
普洛斯普新西安仓储服务有限公司	普新西安	重大项目公司	100.00	仓储服务	11,319.42	6,535.52	803.93	726.78	
长沙市普星仓储有限公司	长沙普洛斯	重大项目公司	100.00	仓储服务	7,111.31	4,630.86	512.50	253.23	
广州普洛斯仓储设施管理有限公司	普洛斯	重大项目公司	100.00	仓储服务	11,713.92	7,588.26	664.81	1,916.91	
苏州普洛斯物流园开发有限公司	苏州普洛斯	重大项目公司	80.00	仓储服务	52,571.34	42,525.36	3,670.49	4,987.73	
北京普洛斯空港物流发展有限公司	北京普洛斯	重大项目公司	100.00	仓储服务	23,842.24	16,361.23	1,263.13	3,472.77	
上海闵行普洛斯仓储有限公司	闵行普洛斯	重大项目公司	100.00	仓储服务	22,474.08	13,783.24	1,060.13	3,454.16	
普洛斯投资（上海）有限公司	普洛斯投资	重要资产管理公司	100.00	投资管理服务及投资控股	104,027.61	37,057.05	9,192.08	1,304.81	
普新投资（上海）有限公司	普新投资	重要投资平台	55.88	投资控股	134,825.12	121,469.98	-	402.73	
普开投资（上海）有限公司	普开投资	重要投资	56.38	投资控股	46,960.99	42,330.48	-	-313.31	

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018 财年（末）主要财务数据（万美元）				备注
					总资产	所有者权益	营业收入	净利润	
		平台							
CLF Fund I, LP	CLF Fund I	基金	55.88	投资基金	313,592.70	200,590.40	10,660.10	34,505.30	
CLF Fund II, LP	CLF Fund II	基金	56.38	投资基金	81,236.90	34,748.90	40.10	5,469.80	
China Management Holdings (Hong Kong) Limited	-	重要资产管理公司	100.00	投资控股	31,433.28	30,479.41	-	-1,694.31	
GLP HK Holdings Limited	-	中间重要投资平台	100.00	投资控股	501,461.75	500,857.28	-	143.84	
GLP SG Holdings Pte. Ltd.	-	中间重要投资平台	100.00	投资控股	162,178.38	162,176.37	-	-0.44	
Iowa China Asset Holdings (Hong Kong) Limited	-	中间重要投资平台	100.00	投资控股	787,485.02	772,236.90	-	-12.27	

注：根据普洛斯中国 2018 财年审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016 财年	2017 财年	2018 财年
资产总额 [亿美元]	136.16	152.87	213.41
货币资金 [亿美元]	8.83	8.00	11.07
刚性债务[亿美元]	23.49	36.43	61.99
所有者权益 [亿美元]	93.27	94.56	122.28
营业收入[亿美元]	5.38	5.94	9.05
净利润 [亿美元]	6.82	5.81	16.49
EBITDA[亿美元]	10.08	9.69	24.16
经营性现金净流入量[亿美元]	2.47	2.04	1.33
投资性现金净流入量[亿美元]	-18.18	-15.72	-21.31
资产负债率[%]	31.50	38.15	42.70
权益资本与刚性债务比率[%]	397.04	259.56	197.26
流动比率[%]	100.64	93.67	80.00
现金比率[%]	71.66	58.10	38.01
利息保障倍数[倍]	13.35	7.32	11.16
担保比率[%]	—	—	—
营业周期[天]	77.82	61.38	74.43
营业总毛利率[%]	72.84	71.85	62.92
营业利润率[%]	175.93	141.97	124.50
总资产报酬率[%]	8.04	6.67	13.17
净资产收益率[%]	7.47	6.18	15.21
净资产收益率*[%]	7.39	6.28	15.11
营业收入现金率[%]	—	—	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	23.99	15.66	6.20
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-46.88	-27.04	-26.74
EBITDA/利息支出[倍]	13.42	7.35	11.18
EBITDA/刚性债务[倍]	0.63	0.32	0.49

注：表中数据依据普洛斯中国经审计的 2016~2018 财年财务数据整理、计算。每个财年为上年的 4 月 1 日至当年的 3 月 31 日。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/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%
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

附录五：

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。

评级声明

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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《房地产行业信用评级方法（2015 版）》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。