

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(2019)100616】

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/2019年6月27日	AAA/稳定/AAA/2018年9月28日	AAA/稳定/AAA/2016年4月11日
16GLP02:	AAA/稳定/AAA/2019年6月27日	AAA/稳定/AAA/2018年9月28日	AAA/稳定/AAA/2016年4月11日
18GLPR1:	AAA/稳定/AAA/2019年6月27日	AAA/稳定/AAA/2018年9月28日	AAA/稳定/AAA/2018年1月30日
18GLPR2:	AAA/稳定/AAA/2019年6月27日	AAA/稳定/AAA/2018年9月28日	AAA/稳定/AAA/2018年3月28日
18GLPR3:	AAA/稳定/AAA/2019年6月27日	AAA/稳定/AAA/2018年9月28日	AAA/稳定/AAA/2018年4月17日
18GLPR5:	AAA/稳定/AAA/2019年6月27日	AAA/稳定/AAA/2018年9月28日	AAA/稳定/AAA/2018年7月4日
19GLPR1:	AAA/稳定/AAA/2019年6月27日	-	AAA/稳定/AAA/2019年3月1日

主要财务数据及指标

项 目	2017 财年	2018 财年	2018 年 4-12 月
金额单位: 亿美元			
母公司口径数据:			
货币资金	0.18	2.68	0.81
刚性债务	18.36	35.43	45.53
所有者权益	61.01	68.01	59.28
经营性现金净流入量	-0.04	-1.18	6.51
合并口径数据及指标:			
总资产	152.87	213.41	234.57
总负债	58.31	91.13	104.88
刚性债务	36.43	61.99	71.29
所有者权益	94.56	122.28	129.69
营业收入	5.94	9.05	7.53
净利润	5.81	16.49	19.27
经营性现金净流入量	2.04	1.33	3.98
EBITDA	9.69	24.16	29.65
资产负债率[%]	38.15	42.70	44.71
权益资本与刚性债务 比率[%]	259.56	197.26	181.93
流动比率[%]	93.67	80.00	83.29
现金比率[%]	58.10	38.01	22.23
利息保障倍数[倍]	7.32	11.16	12.53
净资产收益率[%]	6.18	15.21	20.39
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	15.66	6.20	18.01
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-27.04	-26.74	-20.01
EBITDA/利息支出[倍]	7.35	11.18	12.55
EBITDA/刚性债务[倍]	0.32	0.49	0.59

注: 根据普洛斯中国经审计的 2017~2018 财年、2018 年 4-12 月财务数据整理、计算。每个财年自上年 4 月 1 日至当年的 3 月 31 日; 2018 年因公司管理需求, 变更会计年度截止日至 12 月 31 日, 2018 年作为过渡期出现两个会计年度截止日和两个会计年度(财年)。

分析师

覃斌 qb@shxsj.com
周文哲 zwz@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、18GLPR5 与 19GLPR1 的跟踪评级反映了 2018 年 4 月以来普洛斯中国在发展前景、行业地位及盈利能力等方面继续维持优势, 同时也反映了公司在债务偿付、资产估值、汇率波动及流动性等方面继续面临压力。

主要优势:

- **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, 推动了我国仓储业务的快速发展。
- **市场地位稳固。**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, 网络化布局基本完成, 公司行业地位将得到进一步巩固。
- **经营状况良好。**普洛斯中国专注于仓储租赁业务, 旗下仓储物业出租率高, 租金水平稳定, 促使其租金收入及现金流入稳定。
- **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:

- **经营业绩和财务状况受仓储物业资产估值影响大。**普洛斯中国仓储物业占资产比例高, 且每年均有较大额度的估值溢价, 并带来公允价

值变动收益，对公司经营业绩和财务状况形成重大影响。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。

- **面临的汇率波动风险大。**普洛斯中国为外资企业，持有一定数额的美元有息负债，而公司经营实体均在国内，且以人民币收款。较大额的美元债务使公司面临很大的汇率波动风险。
- **债务压力持续积聚，资产流动性弱化。**2017年以来普洛斯中国债务规模快速扩张，偿债压力持续积聚。公司债务快速转变为仓储资产，资产固化趋势明显，目前非流动资产占总资产的比重约为90%，虽然公司可通过转让成熟仓储物业实现变现，但变现周期较长，资产流动性持续弱化。

➤ 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）、2018 年面向合格投资者公开发行“一带一路”公司债券（第四期）和 2019 年面向合格投资者公开发行“一带一路”公司债券（第一期）（品种一）（分别简称 16GLP01、16GLP02、18GLPR1、18GLPR2、18GLPR3、18GLPR5 与 19GLPR1）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 年²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 2019 年 3 月末，公司债券和债务融资工具发行金额合计 211.00 亿人民币，具体情况如图表 1 所示。公司还于 2019 年 2 月 26 日在国际市场发行了 5 年期、利率为 4.974% 的 5 亿美元票据。此外，子公司普洛斯投资（上海）有限公司作为原始权益人分别于 2018 年 10 月和 2019 年 1 月发行了第一期和第二期资产支持证券，发行额度均为 15.015 亿元人民币。

图表 1. 截至 2019 年 3 月末公司存续期内的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	按时付息
16GLP02	5.00	5	3.58	2016 年 7 月	按时付息
17 普洛斯洛华 MTN001	10.00	5	4.99	2017 年 10 月	按时付息
18 普洛斯洛华 MTN001	12.00	3	5.29	2018 年 3 月	按时付息
18 普洛斯洛华 MTN002	12.00	3	5.15	2018 年 4 月	按时付息
18GLPR1	12.00	3+3+3	5.65	2018 年 2 月	按时付息
18GLPR2	40.00	3+3+3	5.45	2018 年 4 月	按时付息
18GLPR3	15.00	3+3+3	5.09	2018 年 5 月	按时付息

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。

² 因该公司管理需求，公司变更会计年度截止日至 12 月 31 日，2018 年作为过渡期出现两个会计年度截止日和两个会计年度（财年），即以 2018 年 3 月 31 日为截止日的财年和以 2018 年 12 月 31 日为截止日的财年，本报告提及的 2018 年指以 2018 年 12 月 31 日为截止日的财年，该财年作为过渡期，仅覆盖 2018 年 4 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日的 9 个月期间。

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
18GLPR5	20.00	3+3+3	5.20	2018 年 7 月	未到付息日
18 普洛斯 MTN003	15.00	3	5.24	2018 年 7 月	未到付息日
18 普洛斯 MTN004	12.00	3	4.83	2018 年 10 月	未到付息日
18 普洛斯 MTN005	15.00	3	4.64	2018 年 11 月	未到付息日
19GLPR1	33.00	3+3+3	4.35	2019 年 3 月	未到付息日

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。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，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并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回

升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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。

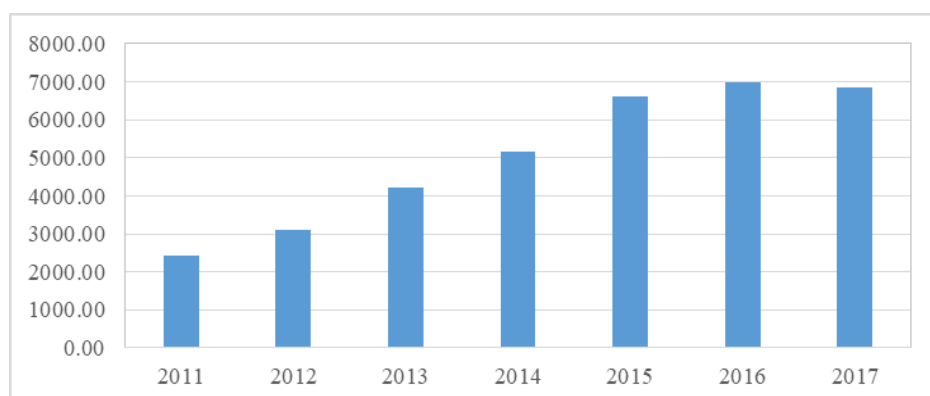
（2）行业因素

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，仓储行业竞争压力加大。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，前些年国内仓储业经历了迅速的扩张，近两年增速虽有所回落，但绝对值仍处在高位。具体看，我国仓储业固定资产投资完成额从 2011 年的 2,437 亿元高速增长到 2015 年的 6,620 亿元后，2016 年增速开始回落，当年完成投资 6,984 亿元，2017 年投资额下降，当年仓储业固定资产投资完成额为 6,856 亿元，比 2016 年减少 128 亿元。

图表 2. 国内仓储业固定资产投资情况（单位：亿元）

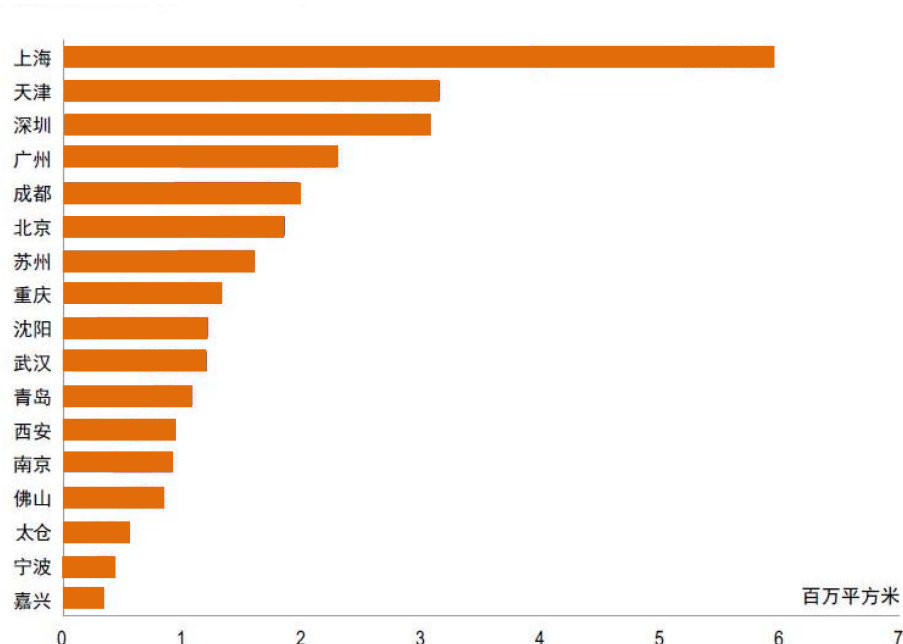


注：根据国家统计局及 WIND 资料绘制

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。

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。

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》

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。

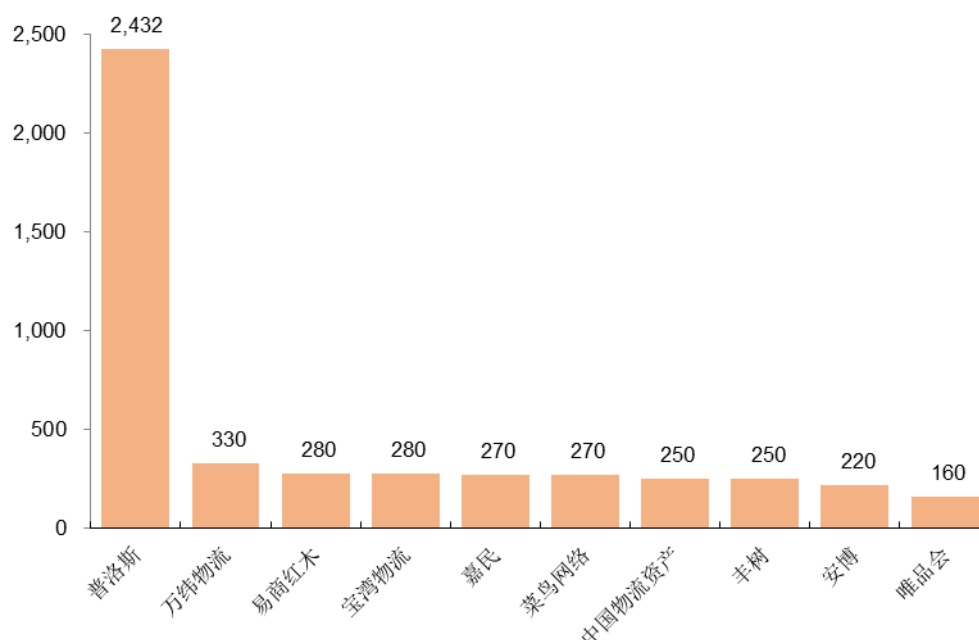
C. 竞争格局/态势

我国网上零售额近年持续快速增长，2018 年网上零售总额在 9 万亿元以上，近 5 年年均复合增速达到 33%。快递业务量从 2007 年的 12 亿件增长到 2018 年的超过 1500 亿件，年复合增速达 41%，业务量位居世界第一。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、江苏昆山、天津武清、湖北鄂州和成都等地建设仓库。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 II，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。我国物流地产行业竞争压力正逐步加大。

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、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 2018 年 9 月末，普洛斯集团在中国境内已完工物业建筑面积约 2,108 万平方米，远超排名第二的宝湾物流，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 年末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：企业官网、第三方研究机构报告，与真实情况接近，但存在一定偏差

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，公司未来仍具有一定增长潜力。

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 年末，公司在 42 个主要物流枢纽市场已建成 331 个仓储物流园，所持有仓储物流园总建筑面积约 3,724 万平方米，其中已建成的仓储面积约为 2,432 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 15 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	2017 财年	2018 财年	2018 年 4-12 月	2017 年 4-12 月
营业总收入合计	5.94	9.05	8.05	6.37
其中：仓储及金融服务业务	5.58	8.97	7.53	6.32
在营业总收入中所占比重	94.78%	99.06%	93.54%	99.23%
营业总毛利率（%）	71.85	62.90	72.23	63.17
其中：仓储及金融服务业务（%）	71.56	62.56	70.31	62.89

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，2017 财年、2018 财年和 2018 年 4-12 月分别为 5.94 亿美元、9.05 亿美元及 8.05 亿美元。公司主业突出，收入近 98% 来自于仓储及金融服务业务。2018 年 4-12 月公司仓储及金融服务业务收入比 2017 年同期增长 19.15%，即增加 1.21 亿美元。此外，公司还有少量政府补助和公共设施收入、金融资产公允价值变动、赔偿款和资产处置损益等组成的其他业务收入，2017 财年、2018 财年和 2018 年 4-12 月分别为 611.50 万美元、818.30 万美元及 5203.00 万美元，占营业总收入比重较小。公司毛利率均保持较高水平，2017 财年、2018 财年和 2018 年 4-12 月综合毛利率分别为 71.85%、62.92% 和 72.23%，其中仓储及金融服务业务的毛利率分别为 73.40%、62.56% 和 70.31%。2018 年 4-12 月，公司其他业务收入因新增金融资产公允价值变动 0.39 亿美元，使综合获利能力进一步增强。

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。公司拥有的潜在项目储备充裕，2018 年末土地储备占地面积达 976.32 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）

	2017 财年	2018 财年	2018 年 4-12 月
新增土地储备占地面积	290.70	337.62	394.49
新增土地储备建筑面积	182.61	211.32	348.44
期末土地储备占地面积	873.57	819.17	976.32
期末土地储备建筑面积	570.30	536.50	703.53

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	395	266	68	461.62
东部	234	208	149	1,184.81
南部	88	81	40	268.65
中西部	259	148	74	516.60
合计	976	704	331	2,431.68

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。

近年该公司在建建筑面积有所波动，但总体保持平稳态势，2017 年 3 月末、2018 年 3 月末和 2018 年末分别为 551.21 万平方米、500.64 万平方米和 588.35 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）

	2017 财年	2018 财年	2018 年 4-12 月
新开工建筑面积	261.52	214.88	175.87
竣工的建筑面积	258.87	240.62	179.08
期末在建建筑面积	551.21	500.64	588.35

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 年末，公司在建项目的总投资需求约为人民币 168 亿元，已完成投资额约为人民币 83 亿元，后续面临一定的投融资压力。

图表 10. 截至 2018 年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	4.17
普洛斯黄陂临空物流园	2018 年 7 月-2019 年 7 月	1.34	0.70
普洛斯千灯北物流园	2018 年 9 月-2019 年 7 月	3.52	2.04
环普常州国际产业园	2018 年 9 月-2019 年 7 月	2.09	0.98

项目名称	建设周期	计划总投资 金额	已投资金额
普洛斯马尾长安物流园	2018 年 9 月-2020 年 2 月	2.10	2.06
普洛斯望城经开区物流园二期	2018 年 8 月-2019 年 4 月	1.45	0.88
环普无锡高新区国际产业园	2018 年 9 月-2019 年 11 月	2.86	2.04
苏州普洛斯物流园 X-C	2018 年 7 月-2020 年 3 月	2.12	1.95
合计:	-	19.65	14.82

注：根据普洛斯中国提供的数据绘制

B. 运营情况

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 2-3 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 11. 公司仓储租赁情况（单位：万平方米、元/平方米/月）

名称	2017 年 3 月末	2018 年 3 月末	2018 年末
总建筑面积（完工物业）	1,749.45	2001.04	2431.68
可供出租面积（完工物业）	1,732.48	1985.13	2414.16
实际出租面积（完工物业）	1,327.26	1664.01	2069.56
其中：完工稳定物业	1,289.18	1627.40	1935.57
完工未稳定物业	38.08	36.61	133.99
出租率（完工稳定物业）	85%	89%	91%
平均租金水平（完工稳定物业）	32.34	33.30	33.77

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 28%，客户分散度较高。

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服务设备租赁，促进客户的增长，也增强客户对公司的依赖性。2017 财年和 2018 财年和 2018 年 4-12 月，销售货物收入分别为 0.19 亿美元、1.52 亿美元和 0.71 亿美元；金融服务收入分别为 0.04 亿美元、0.20 亿美元和 0.25 亿美元。

C. 基金管理

由于物流地产资金沉淀大，为了拓宽融资渠道，除传统的债权及股权融资渠道外，该公司还需要借助基金信托等杠杆撬动项目的开发周转。但公司仍然以传统融资渠道为主。

为抓住中国现代物流设施市场的巨大机会，2013 年 9 月，该公司设立了中国物流基金一期（CLF I），专注于投资中国物流基础设施。CLF I 资产规模 30 亿美元（其中权益 15 亿美元，债务 15 亿美元），公司持有 CLF I 约 55.88% 的股权，其余的 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 CLF I 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。在与上述投资人签订的协议中，公司不存在任何回购承诺或义务。

在 CLF I 的基础上，2015 年 7 月，该公司设立了中国物流基金二期（CLF II）。CLF II 资产规模 70 亿美元（其中权益 37 亿美元，债务 33 亿美元），公司持有 CLF II 56.38% 的份额，其他投资者为七家全球性投资机构（包括国家养老基金、主权基金等，部分投资者来自 CLF I）。根据公司与前述投资人签署的协议，CLF II 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，（3）整体出售基金资产以变现。在与上述投资人签订的协议中，公司不存在任何回购承诺或义务。

2017 年 12 月 20 日，该公司设立了收益增值型基金 I，专注于投资中国已完工的物流及工业资产，总投资规模拟为 200 亿人民币。公司持有该基金约 18.37%，其余的 81.63% 的股权由中国人寿保险股份有限公司持有。根据公司与前述投资人于 2017 年 12 月就中国物流增值型基金 I 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。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。

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”），基金期限为 7 年（可延长至 9 年）。隐山基金本期目标资本总额为 100 亿元人民币。从退出方式来看，该基金重资产退出方式与前述三个基金类似，但不排除单个项目公司逐个退出的可能性；轻资产退出可通过独立上市或并购重组。

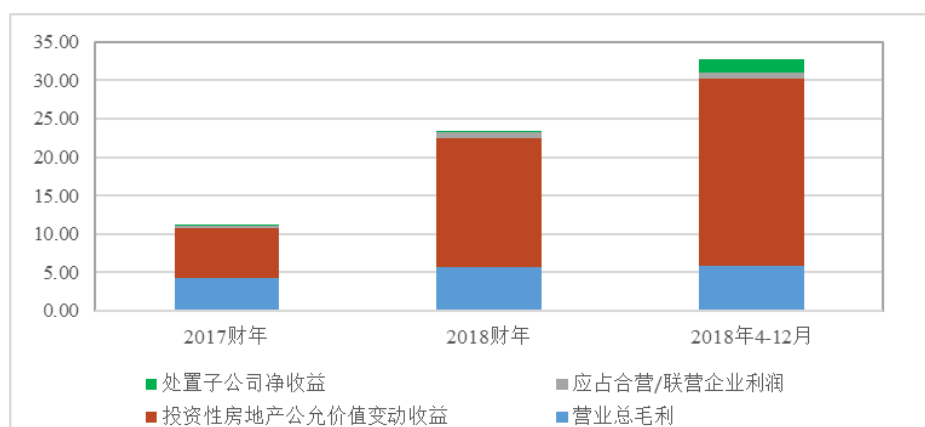
在收益增值型基金 I 的基础上，该公司于 2018 年 9 月与新加坡主权财富基金新加坡政府投资公司（简称“GIC”）设立了收益增值型基金 II。该基金专注于投资中国物流基础设施，总投资规模拟为 20 亿美元（其中权益 10 亿美元，债务 10 亿美元）。公司持有 20% 的股权，其余的 80% 股权由 GIC 持有。

根据公司与前述投资人于 2018 年 9 月就收益增值型基金 II 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。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。

总的来看，物流基金的设立有助于该公司获得和全球投资者合作的机会，增加在土地资源和资金获取等方面的竞争力。但需关注到，CLF I、CLF II、收益增值型基金 I、隐山基金和收益增值型基金 II 的投资者主要通过分红享受收益，本评级机构将对 CLF I、CLF II、收益增值型基金 I、隐山基金和收益增值型基金 II 投资者的后续退出安排保持关注。

（2）盈利能力

图表 12. 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主、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。2017 财年、2018 财年和 2018 年 4-12 月，公司营业总毛利分别为 4.27 亿美元、5.69 亿美元和 5.82 亿元，其中来自仓储及金融服务业务的占比分别 98.57%、98.56%和 91.06%。

图表 13. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 财年	2018 财年	2018 年 4-12 月
营业总收入合计（亿美元）	5.94	9.05	8.05
营业总毛利（亿美元）	4.27	5.69	5.82
期间费用率（%）	47.01	13.87	66.74
净财务费用率（%）	32.38	-1.59	54.67
全年利息支出总额（亿美元）	1.32	2.16	2.36
其中：资本化利息数额（亿美元）	0.06	0.06	0.04

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，2017 财年、2018 财年和 2018 年 4-12 月分别为 0.87 亿美元、1.40 亿美元和 0.97 亿美元，主要包括管理费用和销售费用。2018 财年，费用随收入增长。2018 年 4-12 月只计算三个季度，其他费用比 2018 财年少。2017 财年、2018 财年和 2018 年 4-12 月，公司净财务费用分别为 1.92 亿美元、-0.14 亿美元和 4.40 亿美元，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；2018 年 4-12 月，因人民币兑美元汇率持续下跌，公司产生了 2.23 亿美元的汇兑损失，同时借款成本随债务扩张而增长，导致净财务费用显著增加。总体看，公司期间费用率受汇兑损益的影响较大。近两年，公司增加国内融资，逐步降低美元债务规模，以规避汇率波动风险。

图表 14. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2017 财年	2018 财年	2018 年 4-12 月
应占合营企业利润（亿美元）	0.30	0.68	0.75
应占联营企业利润（亿美元）	0.02	-0.01	0.12
处置子公司净收益（亿美元）	0.04	0.10	1.64
投资性房地产公允价值变动（亿美元）	6.55	16.81	24.33

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。近年公司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，2017 财年、2018 财年和 2018 年 4-12 月分别为 6.55 亿美元、16.81 亿美元和 24.33 亿美元。近几年公司来自合营企业利润贡献逐年增大，对整体盈利情况形成了有益补充。2018 年 4-12 月，公司处置子公司净收益为 1.64 亿元，主要系将 13 家子公司出售给了中国收益增值基金 I 和中国收益增值基金 II。

2017 财年、2018 财年和 2018 年 4-12 月，该公司净利润分别为 5.81 亿美元、16.49 亿美元和 19.27 亿美元，净资产收益率分别为 6.18%、15.21%和 20.39%³。2018 年 4-12 月净利润比上年同期增长 55.76%，主要原因为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现代仓储物流行业的领先者。未来，公司将进一步巩固国内市场领导者地位。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

³ 经过年化后的数据

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 41 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。

管理

该公司为外资企业，股权结构较为清晰。跟踪期内，公司法人治理治理、管理制度等方面未有大的变化。

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。

该公司的实际控制人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 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。

图表 15. 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
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 年末股东对公司的贷款金额为 9.57 亿美元，比 2018 年 3 月末减少 9.77 亿美元。其中间接控股股东普洛斯集团给予的贷款余额为 9.50 亿美元，实际年利率为 3.95%-6.10%；少数股东给予的贷款余额为 0.07 亿美元，实际年利率为 4.00%-8.00%。

根据该公司提供的 2019 年 3 月 27 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仓储物业，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。公司财务状况受投资性房地产估值变动的影响大。

1. 数据与调整

毕马威会计师事务所(KPMG)对该公司 2017-2018 财年及 2018 年度(2018 年 4 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日)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。

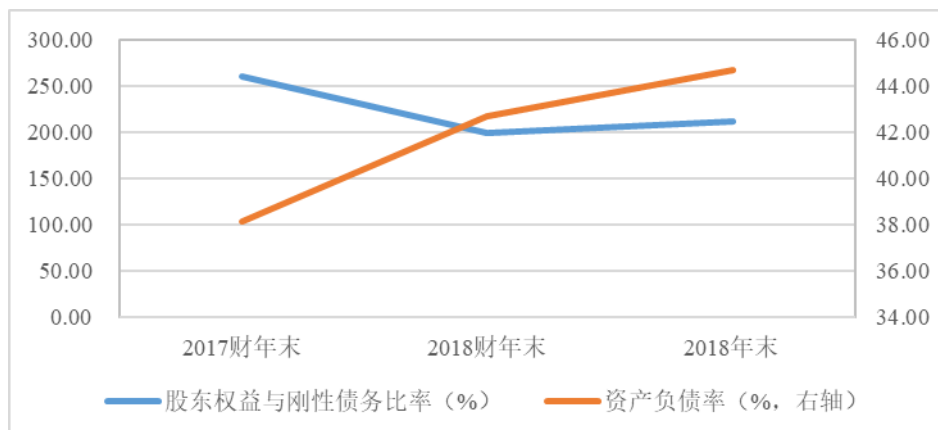
因该公司管理需求，公司变更会计年度截止日至 12 月 31 日，2018 年作为过渡期出现两个会计年度截止日和两个会计年度(财年)，即以 2018 年 3 月 31 日为截止日的财年和以 2018 年 12 月 31 日为截止日的财年，本报告提及的 2018 年指以 2018 年 12 月 31 日为截止日的财年，该财年作为过渡期，仅覆盖 2018 年 4 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日的 9 个月期间。

2018 年 4-12 月，该公司合并报表范围增加 87 家子公司，其中以新设成立方式取得的为 61 家，以收购形式取得的为 26 家；同时减少 29 家子公司，其中以清算方式减少 4 家，以处置方式减少 25 家。公司新设的子公司大部分在国内、香港和新加坡。处置子公司方面，公司出售苏州工业园建屋厂房产业发展有限公司 70%股权、苏州普洛斯物流园开发有限公司 80%股权，以及其他包括郑州普洛斯仓储设施有限公司在内的 14 家子公司 100%股权，处置总对价为 12.81 亿美元，处置总收益为 1.64 亿美元。截至 2018 年末，公司合并范围内子公司合计 712 家，其中 342 家境内公司，370 家境外公司。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 16. 公司财务杠杆水平变动趋势



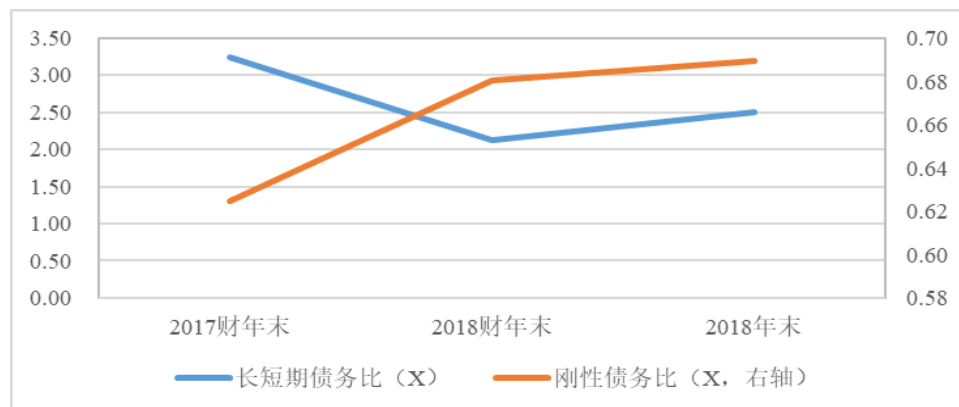
资料来源：根据普洛斯中国所提供数据绘制。

2017-2018 财年末和 2018 年末, 该公司资产负债率分别为 38.15%、42.70% 和 44.71%, 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, 同期末分别为 259.56%、197.26% 和 181.93%。

该公司权益资本补充能力较强, 2017-2018 财年末和 2018 年末公司所有者权益分别为 94.56 亿美元、122.28 亿美元和 129.69 亿美元。公司权益资本主要包括股本及储备, 其中股本多年未变, 截至 2018 年末为 69.51 亿美元; 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, 主要受益于经营积累增长, 公司权益资本规模持续扩大, 2017-2018 财年末和 2018 年末分别为 7.89 亿美元、29.83 亿美元和 34.18 亿美元。公司未来仍有较大规模资本性支出计划, 优先使用自有资金, 在控制杠杆率的前提下进一步增加债务融资, 预计杠杆水平将维持在较合理区间。

(2) 债务结构

图表 17. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2017 财年末	2018 财年末	2018 年末
贷款及借款（亿美元）	19.88	42.60	61.30
应付账款及其他应付款（亿美元）	9.81	11.48	12.81
递延所得税负债（亿美元）	11.43	17.50	20.10
其他非流动负债（亿美元）	16.86	19.34	10.23
贷款及借款占比（%）	34.09	46.74	58.45
应付账款及其他应付款占比（%）	16.82	12.59	12.21
递延所得税负债占比（%）	19.60	19.20	19.17
其他非流动负债占比（%）	28.92	21.22	9.75

资料来源：根据普洛斯中国所提供数据绘制。

2017-2018 财年末和 2018 年末，该公司负债总额分别为 58.31 亿美元、91.13 亿美元和 104.88 亿美元。公司债务偏重长期，其中非流动负债占比约为 70%，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 年末应付工程土地款余额为 4.83 亿美元，比 2018 年 3 月末增长 6.62%，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 2.27 亿美元。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绝大部分系来自间接控股股东的贷款，2018 年末比 2018 年 3 月末大幅减少，主要系间接控股股东的贷款减少 8.86 亿美元所致，2018 年，公司发行了 4 期合计人民币 87 亿元的“一带一路”公司债券，扣除发行费用后的净募集资金用于偿还间接股东借款。

（3）刚性债务

图表 18. 公司刚性债务构成（单位：亿美元）

刚性债务种类	2017 财年末	2018 财年末	2018 年末
短期刚性债务合计	3.97	18.46	17.08
其中：抵押银行借款	1.05	3.42	6.84
无抵押银行借款	2.57	14.00	8.33
抵押债券	-	-	0.0014
无抵押债券	-	-	1.42
股东借款	0.32	0.98	0.07
其他方借款			0.37

刚性债务种类	2017 财年末	2018 财年末	2018 年末
应付票据	0.04	0.05	0.04
中长期刚性债务合计	32.46	43.53	54.21
其中：抵押银行借款	14.09	17.12	15.12
无抵押银行借款	0.00	0.29	2.98
股东借款	16.20	18.36	9.50
抵押债券	-	-	2.18
无抵押债券	2.16	7.76	24.42
综合融资成本（年化，%）	4.40	4.39	4.73

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%。

2017-2018 财年末和 2018 年末，该公司刚性债务分别为 36.43 亿美元、61.99 亿美元和 71.29 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 62.47%、68.02%和 67.97%。2018 年末，公司银行借款总额为 33.27 亿美元，其中抵押借款合计 21.96 亿美元，抵押物为账面价值 90.20 亿美元的投资性房地产；无抵押借款 11.31 亿美元。公司人民币借款利率为 1.25%-6.50%，美元借款利率为 3.95%-6.10%，借款 70%以上为长期。2017-2018 财年末和 2018 年末，公司股东借款分别为 16.51 亿美元、19.34 亿美元和 9.57 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，但由于部分是美元计价，公司面临较大的汇兑损失风险。

3. 现金流量

（1）经营环节

图表 19. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 财年	2018 财年	2018 年 4-12 月
营业周期（天）	61.38	74.43	64.47
经营环节产生的现金流量净额（亿美元）	2.04	1.33	3.98
EBITDA（亿美元）	9.69	24.16	29.65
EBITDA/刚性债务（倍）	0.32	0.49	0.59
EBITDA/全部利息支出（倍）	7.35	11.18	12.55

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，2017-2018 财年和 2018 年 4-12 月分别为 2.04 亿美元、1.33 亿美元和 3.98 亿美元。2018 年财年经营活动现金净流量同比减少 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 7.12 亿美元，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。2018 年 4-12 月经营性现金净流入增加主要系

税前利润显著增加所致。

该公司 EBITDA 主要由利润总额及费用化利息构成。2017-2018 财年及 2018 年 4-12 月，利润总额占 EBITDA 的比重为 86.60%、91.12%和 92.04%；费用化利息占 EBITDA 的比重为 12.94%、8.68%和 7.82%。近年来，公司负债规模持续扩张，EBITDA 亦随利润总额逐年增长，EBITDA 对刚性债务及利息支出的保障程度有所增强。

(2) 投资环节

2017-2018 财年及 2018 年 4-12 月，该公司投资性现金流净流量分别为 -15.72 亿美元、-21.31 亿美元和 -18.69 亿美元。公司投资性现金流持续净流出主要系仓储物业开发及股权收购支出较大，2017-2018 财年及 2018 年 4-12 月分别为 9.09 亿美元、8.56 亿美元和 8.35 亿美元。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、收购仓储物业、向第三方贷款等带来的现金支出增加。2018 年 4-12 月，公司收购子公司支出的现金比 2018 年财年增加 4.15 亿美元，对合营/联营企业的注资比 2018 财年增加 4.02 亿美元，但由于处置子公司收到现金比 2018 财年增加 8.67 亿美元，当期投资性净现金流有所缩小。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 20. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 财年	2018 财年	2018 年 4-12 月
权益类净融资额	0.11	1.03	1.82
债务类净融资额	12.52	21.59	9.19
其中：现金利息支出	0.67	1.73	1.89
筹资环节产生的现金流量净额	12.63	22.62	11.01

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。2017-2018 财年及 2018 年 4-12 月，公司筹资性现金净流入量分别为 12.63 亿美元、22.62 亿美元和 11.01 亿美元。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；2018 年 4-12 月，公司新增/偿还借款的数额相当，发行债券收到的现金用于偿还间接股东借款，当期筹资性现金净流入量明显比 2018 财年小。

4. 资产质量

图表 21. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 财年末	2018 财年末	2018 年末
流动资产（亿美元，在总资产中占比）	12.89	23.29	24.86
	8.43%	10.92%	10.60
现金及现金等价物（亿美元）	8.00	11.07	6.63
应收及其他应收款项（亿美元）	4.84	11.95	18.15
非流动资产（亿美元，在总资产中占比）	139.98	190.12	209.71
	91.57%	89.08%	89.40
其中：对合营及联营企业投资（亿美元）	4.97	7.03	13.39
投资性房地产（亿美元）	124.07	166.05	178.56
商誉及无形资产（亿美元）	2.96	3.24	2.95
其他长期投资（亿美元）	7.11	10.56	10.65
其他非流动资产（亿美元）	0.72	3.13	3.97
期末全部受限资产账面金额（亿美元）	58.93	91.15	90.62
期末抵质押融资余额（亿美元）	15.15	20.54	24.15
受限资产账面余额/总资产（%）	38.55	42.71	38.63

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，占资产总额的 75%以上。随投资性房地产规模的扩大，公司资产总额迅速增加，2017-2018 财年末及 2018 年末分别为 152.87 亿美元、213.41 亿美元和 234.57 亿美元，同期末投资性房地产账面价值占比分别为 81.16%、77.81%和 76.12%。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，2017-2018 财年末及 2018 年末评估增值额分别为 6.55 亿美元、16.81 亿美元和 24.33 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 年末账面价值为 90.20 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，2018 年末受限银行存款 0.41 亿美元，系子公司用于未来投资的担保。应收及其他应收款项主要由应收合营及联营企业的款项、第三方贷款、保证金、融资租赁净额、应收间接控股股东款项、其他应收款、预付款项构成，2018 年末分别为 6.65 亿美元、3.50 亿美元、1.82 亿美元、1.69 亿美元、1.60 亿美元、1.31 亿美元，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，其他应收款主要为应收出售资产款及保证金，2018 年末应收及其他应收款比 2018 年 3 月末大幅增长主要系应收合营及联营企业的款项显著增加所致。2018 年末，合营及联营企业的股权价值余额同比增长 90.47%，主要系因业务扩张需要新增投资合营和联营企业所致。同期末，公司商誉及无形资产金额比 2018 年 3 月末减少 8.86%，

主要系汇率变动及摊销所致。公司其他长期投资主要包含对上市公司的股权投资和对非上市公司的股权投资，2018 年末，对上市公司的股权投资 3.47 亿美元，包括中储发展 15.45%的权益、上海临港股份有限公司（600848.SH，简称“上海临港”）0.89%的权益及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，对非上市公司的股权投资 7.18 亿美元，主要有深圳新南山控股集团（简称“新南山控股”）6.1%的权益。

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 22. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 财年末	2018 财年末	2018 年末
流动比率（%）	93.67	80.00	83.29
速动比率（%）	93.25	79.06	83.05
现金比率（%）	58.10	38.01	22.23

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，2017-2018 财年末及 2018 年末，流动比率分别为 93.67%、80.00%和 83.29%。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，同期末现金比率分别为 58.10%、38.01%和 22.23%。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。2017-2018 财年末和 2018 年末，公司本部资产合计分别为 81.89 亿美元、107.12 亿美元和 116.64 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 20.88 亿美元、39.11 亿美元和 57.36 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，2017-2018 财年和 2018 年 4-12 月实现净利润分别为-1.16 亿美元、0.92 亿美元和-3.01 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 年末，普洛斯集团为公司提供委托贷款 9.50 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 年末，公司获得授信总额 43.04 亿美元，其中未使用的授信额度为 9.53 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、19GLPR1 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，公司法人治理结构、管理制度等方面基本未变。

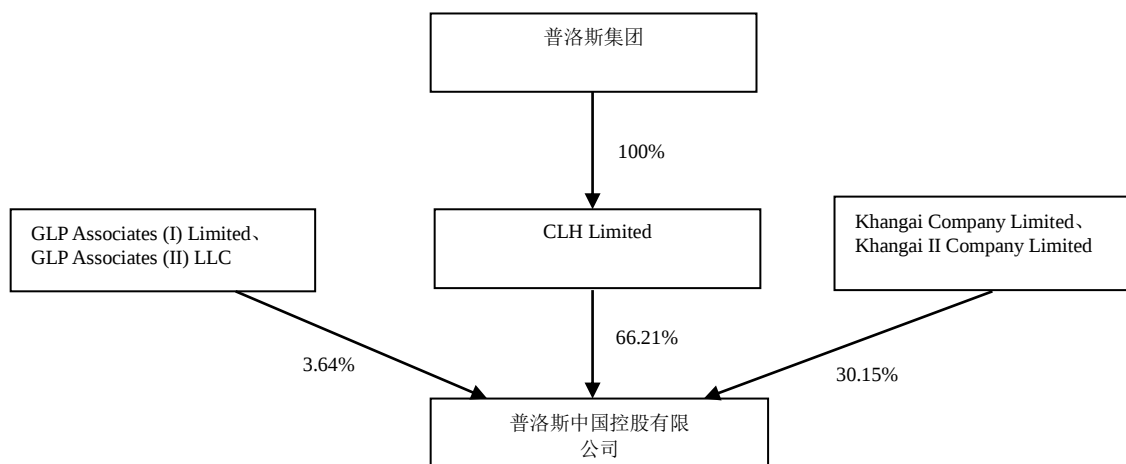
该公司为我国最大的仓储设施提供商，物流仓储资产规模在行业内处于绝对领先地位。近三年，公司不断完善国内战略布局，仓储资产规模实现较快扩张，公司收入保持上升态势，盈利状况良好。随着新增项目投入运营，公司未来仍具有较大增长潜力。

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。

同时，本评级机构仍将持续关注：（1）该公司业务拓展情况；（2）公司未来债务增长情况；（3）公司融资渠道通畅性；（4）公司仓储物业估值的合理性；（5）公司在管基金的运行情况。

附录一：

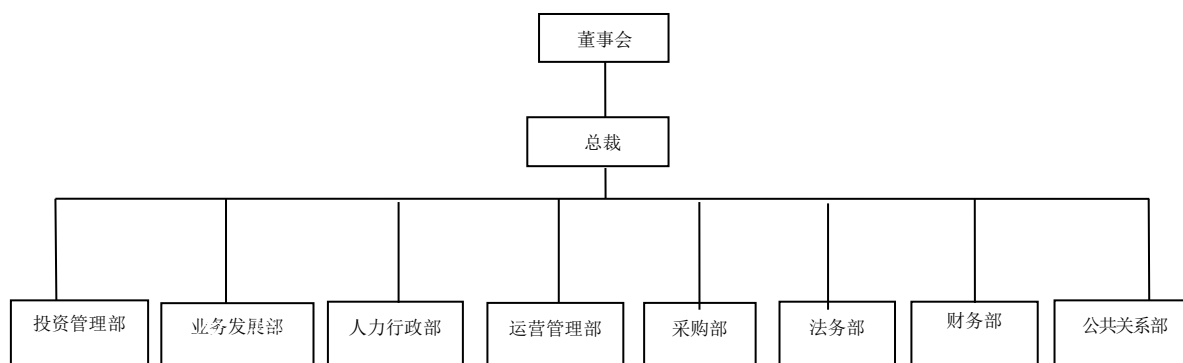
公司与实际控制人关系图



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	
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	176,437	57,650	8,387	1,626	
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	126,000	112,978	-	-567	
普开投资（上海）有限公司	普开投资	重要投资平台	56.38	投资控股	101,668	61,254	-	-39	
CLF Fund I, LP	CLF Fund I	基金	55.88	投资基金	329,338	214,349	12,300	28,525	
CLF Fund II, LP	CLF Fund II	基金	56.38	投资基金	128,900	71,508	603	4,197	
China Management Holdings (Hong Kong) Limited	-	重要资产管理公司	100.00	投资控股	52,433	51,146	-	15	
GLP HK Holdings Limited	-	中间重要投资平台	100.00	投资控股	520,617	519,211	-	4,401	
GLP SG Holdings Pte. Ltd.	-	中间重要投资平台	100.00	投资控股	156,480	155,918	-	4,591	
GLP China Asset Holdings Limited	-	中间重要投资平台	100.00	投资控股	817,700	787,002	-	3	
浙江传化物流基地有限公司	浙江传化	重大项目公司	60.00	仓储服务	36,998	27,678	2,100	6,999	
上海普洛斯槎浦仓储有限公司	普洛斯槎浦	重大项目公司	100.00	仓储服务	15,132	12,018	556	1,920	
广州普云仓储服务有限公司	广州普云	重大项目公司	100.00	仓储服务	21,842	16,774	790	2,452	
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	29,959	21,032	1,162	6,222	
普洛斯（佛山）仓储经营有限公司	普洛斯佛山	重大项目公司	100.00	仓储服务	14,974	10,153	614	1,283	
普沙（杭州）仓储有限公司	普沙杭州	重大项目公司	100.00	仓储服务	10,763	8,988	443	981	
上海松江普洛斯仓储有限公司	松江普洛斯	重大项目公司	100.00	仓储服务	16,555	13,568	451	1,995	
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	35,853	15,368	859	2,831	

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	
广州市宝普仓储设施经营有限公司	广州宝普	重大项目公司	100.00	仓储服务	11,871	9,897	386	1,165	
上海普徐仓储有限公司	上海普徐	重大项目公司	100.00	仓储服务	19,457	13,295	687	2,446	
上海万庆仓储有限公司	上海万庆	重大项目公司	100.00	仓储服务	21,457	13,385	725	2,509	
广州普洛斯仓储设施管理有限公司	广州普洛斯	重大项目公司	100.00	仓储服务	13,089	9,038	560	2,151	
上海金桥普洛斯仓储有限公司	金桥普洛斯	重大项目公司	100.00	仓储服务	17,035	10,568	541	2,303	
昆山普淀仓储有限公司	昆山普淀	重大项目公司	100.00	仓储服务	16,831	14,134	619	1,857	
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	12,555	8,667	619	1,430	
天津普亚仓储有限公司	天津普亚	重大项目公司	100.00	仓储服务	12,432	8,581	549	857	
上海洛浦外仓储有限公司	上海洛浦	重大项目公司	100.00	仓储服务	12,107	9,689	206	1,047	
上海普高仓储有限公司	上海普高	重大项目公司	100.00	仓储服务	26,036	14,628	-14	1,711	
杭州临普供应链管理有限公司	杭州临普	重大项目公司	100.00	仓储服务	10,667	8,542	189	2,125	
无锡普新科技产业发展有限公司	无锡普新	重大项目公司	100.00	仓储服务	23,103	15,801	1,078	1,854	
东莞永达盈仓储有限公司	东莞永达盈	重大项目公司	100.00	仓储服务	10,367	8,625	512	1,526	
北京四方天龙医药物流有限公司	四方天龙	重大项目公司	100.00	仓储服务	21,362	21,296	-	33	
大连普集仓储设施有限公司	大连普集	重大项目公司	60.00	仓储服务	14,545	9,673	426	755	
北京城市动力仓储有限公司	北京城市动力	重大项目公司	60.00	仓储服务	12,728	10,117	582	1,137	
海特奇贝斯（上海）仓储有限公司	海特奇贝斯	重大项目公司	100.00	仓储服务	11,446	8,345	298	911	
航港发展有限公司	航港发展	重大项目公司	53.1385	仓储服务	173,743	98,572	5,324	24,980	
维纶（上海）仓储服务有限公司	维纶上海	重大项目公司	100.00	仓储服务	12,233	9,866	688	429	
北京力浩科技有限公司	北京力浩	重大项目公司	88.00	仓储服务	32,383	23,360	571	5,488	
佛山普丰仓储经营有限公司	佛山普丰	重大项目公司	60.00	仓储服务	21,647	13,834	900	2,713	
深圳市领先技术有限公司	深圳领先	重大项目公司	55.00	仓储服务	20,801	20,540	37	325	

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	
西安环普科技产业发展有限公司	西安环普	重大项目公司	48.4066	仓储服务	43,391	27,398	1,170	3,995	

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]	2017 财年	2018 财年	2018 年 4-12 月
资产总额 [亿美元]	152.87	213.41	234.57
货币资金 [亿美元]	8.00	11.07	6.63
刚性债务[亿美元]	36.43	61.99	71.29
所有者权益 [亿美元]	94.56	122.28	129.69
营业收入[亿美元]	5.94	9.05	7.53
净利润 [亿美元]	5.81	16.49	19.27
EBITDA[亿美元]	9.69	24.16	29.65
经营性现金净流入量[亿美元]	2.04	1.33	3.98
投资性现金净流入量[亿美元]	-15.72	-21.31	-18.69
资产负债率[%]	38.15	42.70	44.71
权益资本与刚性债务比率[%]	259.56	197.26	181.93
流动比率[%]	93.67	80.00	83.29
现金比率[%]	58.10	38.01	22.23
利息保障倍数[倍]	7.32	11.16	12.53
担保比率[%]	—	—	—
营业周期[天]	61.38	74.43	64.47
营业总毛利率[%]	71.85	62.92	72.23
营业利润率[%]	141.97	244.44	340.39
总资产报酬率[%]	6.67	13.17	17.62
净资产收益率[%]	6.18	15.21	20.39
净资产收益率*[%]	6.28	15.11	20.39
营业收入现金率[%]	—	—	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	15.66	6.20	18.01
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-27.04	-26.74	-20.01
EBITDA/利息支出[倍]	7.35	11.18	12.55
EBITDA/刚性债务[倍]	0.32	0.49	0.59

注：表中数据依据普华永道中国经审计的 2017~2018 财年及 2018 年 4-12 月财务数据整理、计算。每个财年为上年的 4 月 1 日至当年的 3 月 31 日，因公司变更会计年度截止日至 12 月 31 日，2018 年作为过渡期出现两个会计年度截止日和两个会计年度（财年），2018 年指以 2018 年 12 月 31 日为截止日的财年，仅覆盖 2018 年 4 月 1 日至 12 月 31 日的 9 个月期间。

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。