

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(2020)100763】

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
16GLP02:	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2016 年 4 月 11 日
18GLPR1:	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 1 月 30 日
18GLPR2:	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 3 月 28 日
18GLPR3:	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 4 月 17 日
18GLPR5:	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 7 月 4 日
19GLPR1:	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 29 日	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	2018 财年	2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位: 亿美元				
母公司口径数据:				
货币资金	2.68	0.81	1.00	3.21
刚性债务	35.43	45.53	50.28	59.44
所有者权益	68.01	59.28	56.55	55.16
经营性现金净流入量	-1.18	6.51	13.70	-0.65
合并口径数据及指标:				
总资产	213.41	234.57	274.10	292.06
总负债	91.13	104.88	125.82	142.37
刚性债务	61.99	71.29	86.81	101.70
所有者权益	122.28	129.69	148.28	149.69
营业收入	8.97	7.53	9.91	2.95
净利润	16.49	19.27	10.58	0.89
经营性现金净流入量	1.33	3.98	5.62	0.56
EBITDA	24.16	29.65	19.25	-
资产负债率[%]	42.70	44.71	45.90	48.75
权益资本与刚性债务 比率[%]	197.26	181.93	170.80	147.19
流动比率[%]	80.00	83.29	89.65	89.48
现金比率[%]	38.01	22.23	34.68	45.22
利息保障倍数[倍]	11.16	12.53	4.80	-
净资产收益率[%]	15.21	20.39	7.61	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	6.20	18.01	19.86	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-26.74	-20.01	-16.57	-
EBITDA/利息支出[倍]	11.18	12.55	4.84	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.49	0.59	0.24	-

注: 根据普洛斯中国经审计的 2018 财年、2018 年(4-12 月)、2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。2018 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), 相应的表中部分指标经过年化。

分析师

覃斌 qb@shxsj.com
胡颖 huying@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 16GLP02、18GLPR1、18GLPR2、18GLPR3、18GLPR5 与 19GLPR1 的跟踪评级反映了 2019 年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。
- **行业地位突出。**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适中, 后续尚有较大融资空间。且公司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高度依赖于仓储物业资产估值的大幅增值。**普洛斯中国仓储物业占资产比例高, 每年的估值溢价数额大, 是公司

维持良好经营业绩和财务状况的关键支撑。一旦仓储行业景气度大幅下滑，相关估值下跌或将对其杠杆及业绩构成重大负面影响。

- **面临的汇率波动风险较大。**普洛斯中国为外资企业，持有一定数额的外币有息负债，而公司经营实体均在国内，且以人民币收款。较大额的外币债务使公司面临较大的汇率波动风险。
- **债务压力持续积聚。**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%。

➤ 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 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 2019 年和未经审计的 2020 年第一季度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。

截至 2020 年 5 月末，该公司在国内债券市场公开发行且尚在存续期内的债券合计金额 201 亿元人民币，具体情况如下图表 1 所示。公司还于 2019 年 2 月 26 日在国际市场发行了 5 亿美元、期限为 5 年、利率为 4.974% 的中期票据。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；于 2020 年 3 月 13 日发行了第三期资产支持专项计划（疫情防控 ABS）19.02 亿元人民币。

图表 1. 截至 2020 年 5 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
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
18GLPR5	20.00	3+3+3	5.20	2018 年 7 月	按时付息
18 普洛斯 MTN003	15.00	3	5.24	2018 年 7 月	按时付息
18 普洛斯 MTN004	12.00	3	4.83	2018 年 10 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。

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
18 普洛斯 MTN005	15.00	3	4.64	2018 年 11 月	按时付息
19GLPR1	33.00	3+3+3	4.35	2019 年 3 月	按时付息

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

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推

进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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。

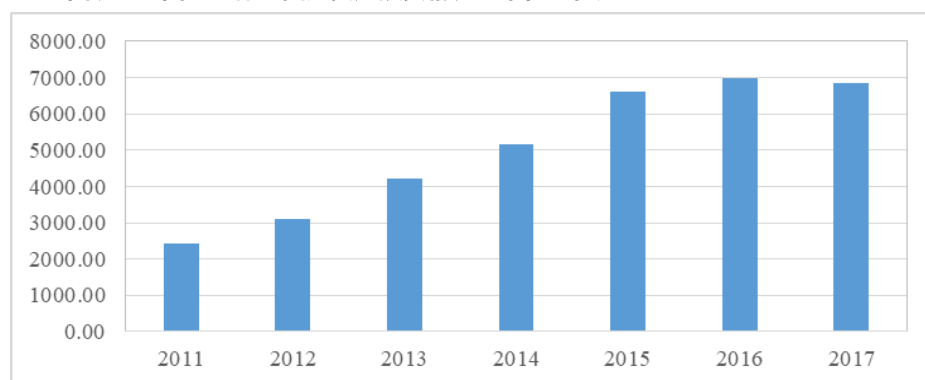
A. 行业概况

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后，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。在投资带动下，我国仓储设施供给总量持续增长，根据 Wind 资讯披露，2016-2018 年末，我国营业性通用仓库面积分别为 9.98 亿平方米、10.38 亿平方米和 10.60 亿平方米，增长率分别为 4.5%、4.0%和 2.1%。

在全国建物流枢纽建设背景下，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，区域性节点城市的仓储物流亦获得了较快的发展。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。以普洛斯、万纬、易商红木、嘉民、宝湾等主流开发商占据着国内高标仓库市场份额。

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

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。

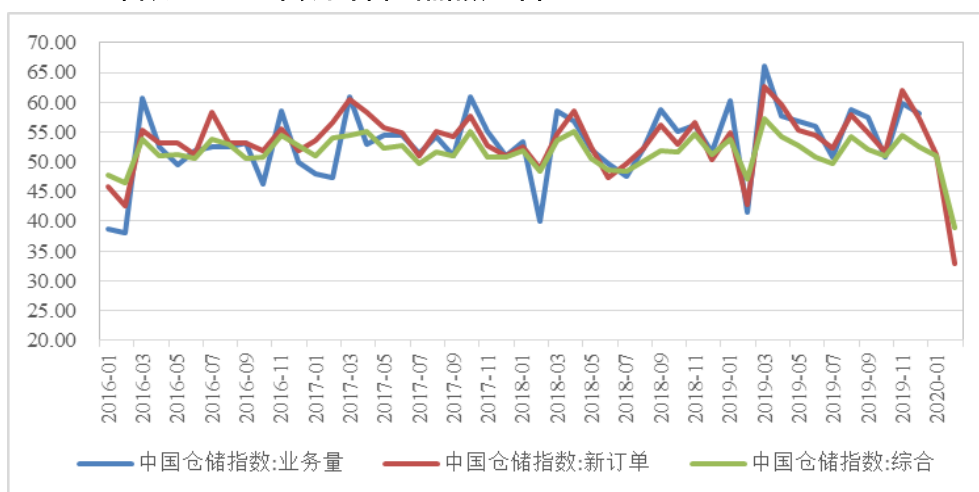
近年我国仓储行业总体保持平稳运行态势。2017-2019 年中国仓储指数（综合）年平均值分别为 52.4%、51.3%和 52.5%。2018 年受国际政治经济形势影响，仓储业务规模稳中趋缓，行业需求整体趋弱；2019 年随中美贸易摩擦影响逐渐消散，行业景气度有所回升。根据物联云仓披露的数据，2019 年 12 月全国 32 个城市²仓库平均空置率为 11.90%，仓库平均租金为 27.77 元/平方米/月，而 2018 年 12 月 30 个城市平均空置率为 11.78%，平均租金为 26.80 元/平方米/月。从 2019 年的全年走势看，平均租金从全年最低的 1 月份 26.80 元/平

² 32 个城市包括：北京、上海、深圳、苏州、杭州、宁波、广州、东莞、南京、佛山、嘉兴、长沙、天津、无锡、大连、长春、重庆、武汉、郑州、沈阳、合肥、昆明、哈尔滨、成都、青岛、西安、贵阳、太原、济南、南昌、石家庄和兰州。比 2018 年 12 月的 30 个城市多了宁波和长春。

方米/月攀升至 6 月份的 27.77 元/平方米/月，在逐月下降至 10 月的 27.28 元/平方米/月，再攀升至 12 月份的 27.77 元/平方米/月，总体呈稳步上升趋势；空置率从 1 月份的全年次高（12.22%）逐月下滑至 5 月份的全年最低（9.64%），后攀升至 8 月份的全年最高（12.27%），最下降至 11 月份的 10.20%后逐步攀升至 12 月份的 11.90%，总体呈波动上升趋势。

进入 2020 年以来，受新冠疫情影响，供给端和需求端均大幅下滑，仓储物流企业经营受到较大影响。从需求端看，出行受限使消费需求及意愿下降，同时劳动收入减少使购买能力降低，均造成整体需求下降。从供给端看，由于物流运输受阻及前期大部分行业停工停产，社会产品生产量减少。根据物联云仓披露的数据，2020 年 4 月全国 32 个城市仓库平均空置率为 13.82%，比 2019 年 12 月上升 1.92 个百分点，比上年同期上升 2.89 个百分点；仓库平均租金为 27.63 元/平方米/月，比 2019 年 12 月下跌 0.14 元，比上年同期提升 0.29 元。

图表 3. 2016 年以来中国仓储指数（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

B. 政策环境

我国“一路一带”、“京津冀一体化”、“长江经济带”等战略的实施对物流业发展提出更高的要求。2014 年 10 月国务院发布《物流业发展中长期规划（2014-2020 年）》，定位物流业是支撑国民经济发展的基础性、战略性产业。随后相关部门相继出台了《关于促进商贸物流发展的实施意见》、《关于加快推进商贸物流标准化工作的意见》和《“互联网+”高效物流实施意见》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。2017 年 1 月商务部、发展和改革委员会、国土资源部、交通运输部和国家邮政局联合印发《商贸物流发展“十三五”规划》，提出在“十三五”期间，基本形成城乡协调、区域协同、国内外有效衔接的商贸物流网络；商贸物流标准化、信息化、集约化和国际化水平显著提高，商贸流通领域托盘标准化水平大幅提升，标准托盘使用率达到 30%左右，先进信息技术应用取得明显成效，商贸物流企业竞争力持续增强；商贸物流成本明显下降，批发零售企业物流费用率降低到 7%左右，服务质量和效率明显提升；政府管理与服务方式更加优化，

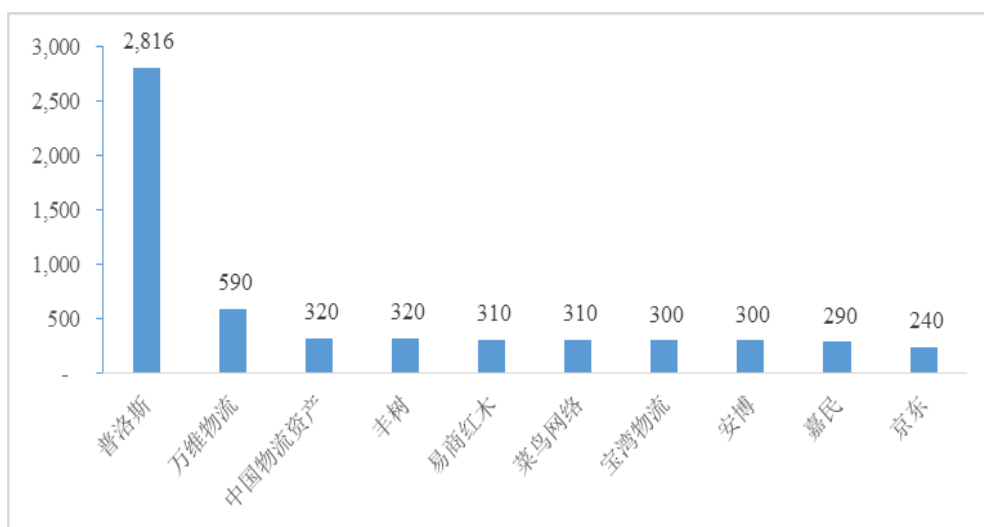
法治化营商环境更趋完善；基本建立起高效集约、协同共享、融合开放、绿色环保的商贸物流体系。在政策上加大财政金融支持力度、落实减税降费政策、落实商贸物流用地政策等，促进目标达成。整体而言，我国物流仓储业发展的政策环境持续改善。

C. 竞争格局/态势

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。同时传统商业地产企业也开始进军仓储行业，先后涉足仓储地产的，有富力地产、万科、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、招商蛇口等诸多家传统商业地产开发企业。与此同时，随着电子商务的蓬勃发展、在线零售的需求快速增长，电商企业自建仓库步伐加快。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。未来，伴随着资本的加速流入，以及电商系和快递系参与到物流地产开发的深度及规模不断提高，我国物流地产行业竞争压力将加大，尤其是高标仓库市场的商业竞争将日益严峻。

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 2019 年末，普洛斯集团在中国境内已完工物业建筑面积约 2,816 万平方米，远超排名第二的万纬物流，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 2019 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

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，同时部分成熟物业完成出让变现投资收益，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。

该公司为中国最大的现代物流及工业基础设施提供商和服务商，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 2019 年末，公司在 43 个主要物流枢纽市场已建成 386 个仓储物流园，所持有仓储物流园总建筑面积约 4,206 万平方米，其中已建成的仓储面积约为 2,816 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	2018 财年	2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年 1-3 月
营业总收入合计（亿美元）	9.05	8.05	11.67	3.10
其中：仓储租赁及基金管理业务（亿美元）	8.97	7.53	9.91	2.95
在营业总收入中所占比重（%）	99.10	93.54	84.94	94.98
营业总毛利率（%）	62.92	72.23	78.62	66.09

主导产品或服务	2018 财年	2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年 1-3 月
其中：仓储租赁及基金管理业务（%）	62.56	70.31	74.83	64.30

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，2018 财年、2018 年 4-12 月、2019 年和 2020 年 1-3 月分别为 9.05 亿美元、8.05 亿美元、11.67 亿美元和 3.10 亿美元。公司主业突出，收入近 85%来自于仓储租赁及基金管理业务。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，2018 财年、2018 年 4-12 月、2019 年和 2020 年 1-3 月分别为 852.20 万美元、5,203.00 万美元、17,572.40 万美元和 1,556.00 万美元，占营业总收入比重较小。2019 年公司仓储租赁及基金管理业务收入较上年同期减少 2.65%，主要是美元报表折算汇率波动所致，同时当年确认的金融资产公允价值收益较大，导致公司营业总收入比 2018 年 1-12 月实际发生额增长 8.67%。公司毛利率均保持较高水平，2018 财年、2018 年 4-12 月、2019 年和 2020 年 1-3 月综合毛利率分别为 62.92%、72.23%、78.62%和 66.09%，其中仓储租赁及基金管理业务的毛利率分别为 62.56%、70.31%、74.83%和 64.30%，2020 年 1-3 月毛利率下降的原因是毛利水平较低的供应链金融业务量明显增长。

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。近三年新增土地储备占地面积及建筑面积持续提高，公司目前拥有的潜在项目储备充裕，截至 2019 年末，土地储备占地面积 1,037.59 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）

	2018 财年	2018 年 4-12 月	2019 年
新增土地储备占地面积	337.62	394.49	447.83
新增土地储备建筑面积	211.32	348.44	384.14
期末土地储备占地面积	819.17	976.32	1,037.59
期末土地储备建筑面积	536.50	703.53	794.12

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

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. 2019 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	356.66	253.47	75	544.55
东部	259.29	237.33	178	1,379.32
南部	118.89	112.19	45	296.83
中西部	302.76	191.13	88	595.25
合计	1,037.59	794.12	386	2,815.95

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，2018 年 3 月末、2018 年末和 2019 年末分别为 500.64 万平方米、588.35 万平方米和 595.66 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）

	2018 财年	2018 年 4-12 月	2019 年
当期新开工建筑面积	214.88	175.87	292.81
当期竣工的建筑面积	240.62	179.08	255.72
期末在建建筑面积	500.64	588.35	595.66

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项目，重点项目建设情况如下图表 11 所示。截至 2019 年末，公司在建项目的总投资需求约为 270 亿元人民币，已完成投资额约为 145 亿人民币，后续仍面临一定的投融资压力。

图表 10. 截至 2019 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
普洛斯云南滇中物流园	2018 年 12 月-2020 年 10 月	3.68	2.76
普洛斯重庆西部物流园二期	2019 年 9 月-2020 年 12 月	2.20	1.72
普洛斯石狮子秀物流园	2019 年 7 月-2020 年 7 月	2.73	1.99
普洛斯天津滨海物流园	2019 年 4 月-2020 年 10 月	4.87	2.92
普洛斯历城济青物流园	2019 年 7 月-2020 年 9 月	3.62	1.48
普洛斯白云空港物流园	2019 年 5 月-2021 年 10 月	5.10	2.61
苏州普洛斯物流园 X-C	2018 年 7 月-2020 年 6 月	2.12	1.95
民生电商东西湖现代金融产业园	2019 年 10 月-2020 年 12 月	4.24	1.95
合计：	-	28.56	17.38

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。但 2019 年末公司物业出租率为 88%，虽比上年末有所下降，但仍维持在高水平。

图表 11. 公司仓储租赁情况（单位：万平方米、元/平方米/月）

名称	2018 年 3 月末	2018 年末	2019 年末
总建筑面积（完工物业）	2,001.04	2,431.68	2,815.95
可供出租面积（完工物业）	1,985.13	2,414.16	2,804.13
实际出租面积（完工物业）	1,664.01	2,069.56	2,260.06
其中：完工稳定物业	1,627.40	1,935.57	2,193.86
完工未稳定物业	36.61	133.99	66.20
出租率（完工稳定物业）	89%	91%	88%
平均租金水平（完工稳定物业）	33.32	33.77	34.72

资料来源：普洛斯中国

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 2019 年末已拥有超过 1,000 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、顺丰及德邦等均为公司大客户，前十大客户出租面积合计占比为 26.40%，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。2018 财年、2018 年 4-12 月和 2019 年，销售货物收入分别为 1.52 亿美元、0.71 亿美元和 0.23 亿美元；金融服务收入分别为 0.21 亿美元、0.25 亿美元和 0.27 亿美元。

随着该公司管理的基金资产陆续到位，公司为基金提供的管理服务收入逐年增加。2018 财年、2018 年 4-12 月和 2019 年公司管理费收入分别为 0.08 亿美元、0.19 亿美元和 0.83 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。截至 2019 年末，公司在中国共管理着 5 支基金。

中国物流基金 I (CLF FUND I, LP) 于 2013 年 9 月成立，总投资规模为 30 亿美元。截至 2019 年末该公司持有中国物流基金 I 30.12% 的股权，其余 69.88% 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 月就中国物流基金 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。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 2019 年末中国物流基金 I 共持有中国境内 56 家仓储项目公司 100% 的股权。

中国物流基金 II (CLF FUND II, LP) 于 2015 年 7 月成立，总投资规模拟为 70 亿美元。该公司持有中国物流基金 II 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 月就中国物流基金 II 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 2019 年末，中国物流基金 II 共持有中国境内 73 家仓储项目公司，其中 62 家持股比例 100%，其余 11 家持股比例自 51% 至 95% 之间。

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。截至 2019 年末，公司对该基金的累计投资额为人民币 11.86 亿元。

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。公司持有隐山基金 69.05% 股份，截至 2019 年末公司已支付对价人民币 7.74 亿元。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。

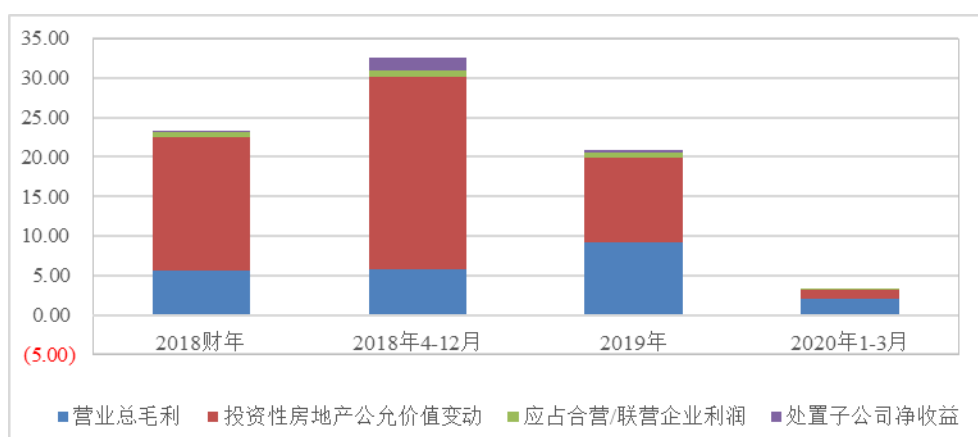
在收益增值型基金 I 的基础上，该公司于 2018 年 9 月与新加坡主权财富基金新加坡政府投资公司（简称“GIC”）设立了收益增值型基金 II。该基金专注于投资中国物流基础设施，总投资规模拟为 20 亿美元（其中权益 10 亿美元，债务 10 亿美元）。公司持有 20% 的股权，其余的 80% 股权由 GIC 持有。根据公司与前述投资人于 2018 年 9 月就收益增值型基金 II 所签署的协议，基金的存续期为 8 年（可延长至 10 年）。存续期届满后的退出机制包括：（1）通过公开发行股票及上市或以 REITs 形式上市，或（2）转变为长期存续的开放式基金，或（3）整体出售基金资产以变现。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。截至 2019 年末，公司对该基金的累计投资额为 0.67 亿美元。

该公司的中国收益增值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，将担任资产管理者，收入来自两方面：资产管理和投资收益。

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核心、以应占合营/联营企业利润为补充的盈利结构。伴随仓储物业出租等业务规模的扩张，公司营业总收入不断上升，带动营业总毛利持续增长。2018 财年、2018 年 4-12 月和 2019 年，公司营业总毛利分别为 5.69 亿美元、5.82 亿美元和 9.17 亿美元，其中来自仓储及相关业务的占比分别 98.50%、91.06% 和 80.84%。2019 年仓储及相关业务毛利占比下降主要系金融资产公允价值变动增加带动其他收入增长。

图表 13. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018 财年	2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年 1-3 月
营业总收入合计（亿美元）	9.05	8.05	11.67	3.10
营业总毛利（亿美元）	5.69	5.82	9.17	2.05
期间费用率（%）	13.87	66.74	49.03	58.31
净财务费用率（%）	-1.59	54.67	34.05	44.11
全年利息支出总额（亿美元）	2.16	2.36	3.98	-
其中：资本化利息数额（亿美元）	0.06	0.04	0.10	-

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，2018 财年、2018 年 4-12 月、2019 年分别为 1.40 亿美元、0.97 亿美元、1.75 亿美元，主要包括管理费用和销售费用。2018 年 4-12 月只计算三个季度，其他费用比 2018 财年少；2019 年为整年，其他费用自然增加。2018 财年、2018 年 4-12 月和 2019 年，公司净财务费用分别为-0.14 亿美元、4.40 亿美元和 3.97 亿美元，2018 财年，主要由于汇兑收益达 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；2019 年，虽然公司融资规模的扩大使借款成本增加，但汇兑损失明显减少，净财务费用下降至 3.97 亿美元。2020 年 1-3 月，其他费用和净财务费用均增长，尤其是净财务费用，受汇兑损失增加和债务扩张两因素影响同比显著增加，导致期间费用率同比大幅提升。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	2018 财年	2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年 1-3 月
应占合营企业利润（亿美元）	0.68	0.75	0.48	0.10
应占联营企业利润（亿美元）	-0.01	0.12	0.08	0.10
收购与处置子公司净收益（亿美元）	0.10	1.64	0.39	-
投资性房地产公允价值变动（亿美元）	16.81	24.33	10.82	1.17

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，2018 财年、2018 年 4-12 月、2019 年和 2020 年 1-3 月分别为 16.81 亿美元、24.33 亿美元、10.82 亿美元和 1.17 亿美元。公司来自合营和联营企业利润贡献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 17 家子公司出售给了中国收益增值型基金 I 和中国收益增值型基金 II；2019 年将维伦（上海）仓储服务有限公司等 9 家子公司的股权出售给中国收益增值型基金 I 和合营企业 GSP Renewable Energy

Pte 下的全资子公司，确认处置收益 0.38 亿美元，另外收购子公司股权产生收益 0.01 亿美元。

2018 财年、2018 年 4-12 月和 2019 年，该公司净利润分别为 16.49 亿美元、19.27 亿美元和 10.58 亿美元，净资产收益率分别为 15.21%、20.39%和 7.61%。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；2019 年因投资性房地产公允价值增值减少，公司净利润明显下滑。2020 年 1-3 月公司汇兑损益减少，以及新完工项目减少而导致投资性房地产公允价值变动收益减少，从而致净利润同比下降 61.92%。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。但也看到，公司盈利受投资性房地产公允价值变动、汇兑损益和财务费用的影响较大。

(3) 运营规划/经营战略

该公司作为中国现代物流和仓储设施的领先供应商，致力于通过物流生态系统创造可持续价值。公司发展战略重心是成为做好的运营商，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。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 43 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。

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 的普通合伙人是在开曼群岛法律成立的 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，2019 年末股东对公司的贷款金额为 4.58 亿美元，比 2018 年末减少 4.99 亿美元。其中间接控股股东普洛斯集团给予的贷款余额为 4.52 亿美元，实际年利率为 3.95%-5.94%；少数股东给予的贷款余额为 0.06 亿美元，实际年利率为 4.00%-8.00%。

根据该公司提供的 2020 年 3 月 6 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 2018 财年³、2018 年度（2018 年 4 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日）、2019 年度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，该年度作为过渡期，仅覆盖 2018 年 4 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日的 9 个月期间。

近年该公司通过设立和收购子公司不断扩大经营规模，同时通过处置子公司变现投资价值，合并范围变化较大，但总的趋势是合并数量持续扩大。截至

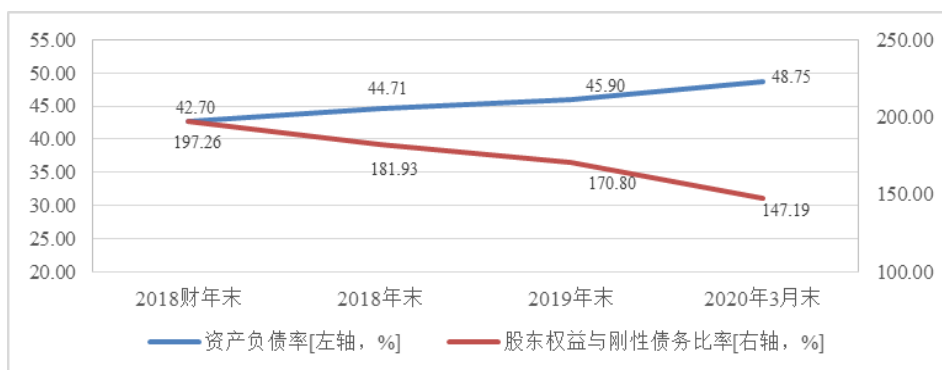
³ 2018 财年自上年的 4 月 1 日至当年的 3 月 31 日。

2019 年末，公司合并范围内子公司合计 869 家，其中 446 家境内公司，423 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



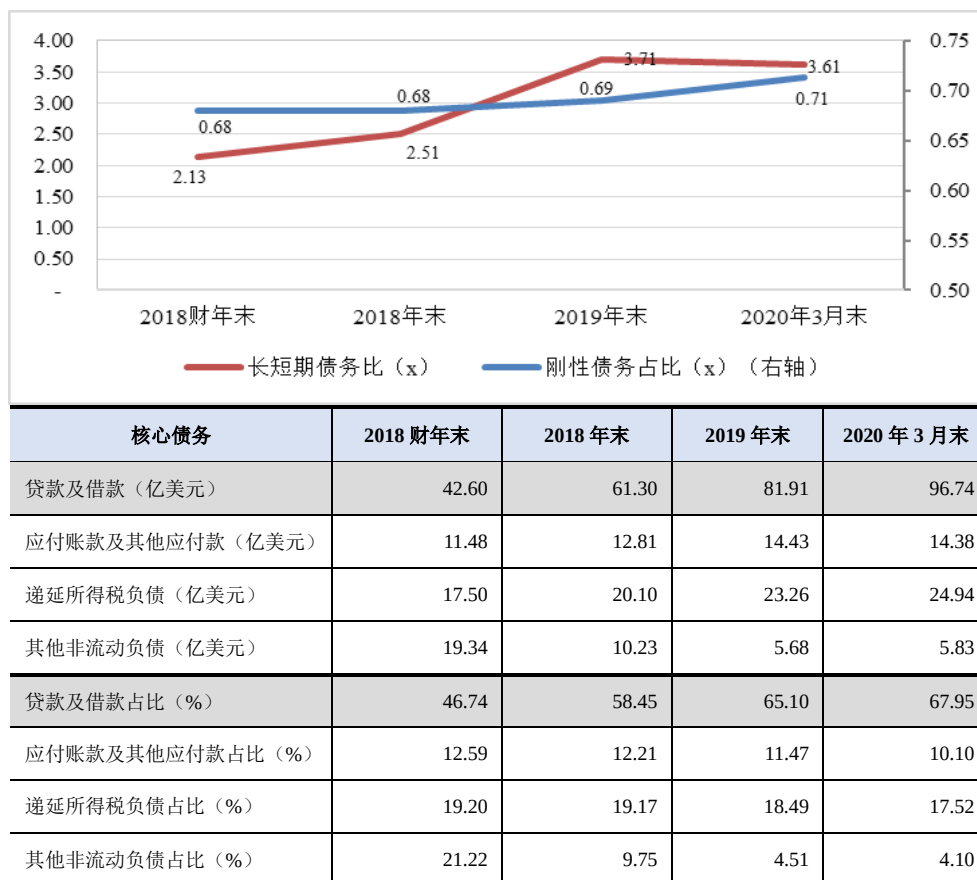
资料来源：根据普洛斯中国所提供数据绘制。

近年该公司资产负债率不断攀升，2018 财年末、2018 年末、2019 年末和 2020 年 3 月末资产负债率分别为 42.70%、44.71%、45.90%和 48.75%，但总体仍维持在适中水平。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，股东权益与刚性债务比率呈快速下滑趋势，同期末分别为 197.26%、181.93%、170.80%和 147.19%。

该公司权益资本补充能力较强，2018 财年末、2018 年末、2019 年末和 2020 年 3 月末公司所有者权益分别为 122.28 亿美元、129.69 亿美元、148.28 亿美元和 149.69 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 2020 年 3 月末为 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，公司储备规模持续扩大，2018 财年末、2018 年末和 2019 年末分别为 29.83 亿美元、34.18 亿美元和 41.14 亿美元，2020 年 3 月末因外币报表折算差异，储备比上年末略微减少至 40.49 亿美元。公司未来仍有较大规模资本性支出计划，公司将优先使用自有资金，在控制杠杆率的前提下进一步增加债务融资，预计杠杆水平仍可维持在较合理区间。

(2) 债务结构

图表 17. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据普洛斯中国所提供数据绘制。

2018 财年末、2018 年末、2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司负债总额分别为 91.13 亿美元、104.88 亿美元、125.82 亿美元和 142.37 亿美元。公司负债结构偏长期，2019 年末非流动负债占比为 78.76%。

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预提工程款和收购子公司的应付对价为主，应付利息、预收保证金、间接控股方借款应付利息、合营企业借款、第三方借款及出售投资性房产的预提费用等款项为辅，2019 年末预提工程款占比 33.73%，余额为 4.87 亿美元，比 2018 年末增长 0.67%；收购子公司的应付对价为 2.23 亿美元，和 2018 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绝大部分系来自间接控股股东的贷款，2019 年 3 月公司发行了人民币 33 亿元的“一带一路”公司债券用于偿还间接控股股东借款，2019 年末间接控股股东贷款比 2018 年末减少 4.99 亿元至 4.52 亿美元。2020 年 3 月末，贷款及借款比上年末增加 14.83 亿美元至 96.74 亿美元，其他科目则变化不大。同期末，其他非流动负债中的间接控股股东的借款为 4.44 亿美元。

(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	2018 财年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	18.46	17.08	12.14	16.45
其中：抵押银行借款	3.42	6.84	4.50	4.83
无抵押银行借款	14.00	8.33	7.00	7.48
抵押债券	-	0.0014	0.16	0.09
无抵押债券	-	1.42	0.09	3.64
股东借款	0.98	0.07	0.06	0.05
其他方借款		0.37	0.29	0.37
应付票据	0.05	0.04	0.04	-
中长期刚性债务合计	43.53	54.21	74.67	85.24
其中：抵押银行借款	17.12	15.12	26.42	36.81
无抵押银行借款	0.29	2.98	5.68	6.87
抵押债券	-	2.18	4.29	6.94
无抵押债券	7.76	24.42	33.77	30.09
股东借款	18.36	9.50	4.52	4.54
综合融资成本（年化，%）	4.39	4.73	5.03	

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%。

2018 财年末、2018 年末及 2019 年末，该公司刚性债务分别为 61.99 亿美元、71.29 亿美元和 86.81 亿美元，主要由银行借款、应付债券和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 68.02%、67.97%和 69.00%。2019 年末，公司银行借款总额为 43.60 亿美元，其中抵押借款合计 30.92 亿美元，抵押物为账面价值 130.36 亿美元的投资性房地产；无抵押借款 12.68 亿美元。公司人民币借款利率为 3.92%-6.50%，美元借款利率为 3.01%-4.23%，借款 85%以上为长期。2018 财年末、2018 年末和 2019 年末，公司股东借款分别为 19.34 亿美元、9.57 亿美元和 4.58 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，但由于是美元计价，公司面临较大的汇兑损失风险。2019 年末来自间接控股股东的贷款实际年利率为 3.95%-6.10%。2019 年，除银行借款增加外，公司还于 2 月和 3 月发行了 5 亿美元的境外美元债和人民币 33 亿元的“一带一路”公司债券，子公司于 1 月发行了人民币 15.015 亿元的资产支持证券，同时公司用公司债券偿还了部分股东借款，年末公司刚性债务比 2018 年末增加 15.55 亿美元。

2020 年 3 月末，该公司刚性债务比上年末增加 14.89 亿美元至 101.70 亿美元，占负债总额的比例为 71.43%。其中，中长期的抵押银行借款比上年末增加 10.38 亿美元。同期末，公司持有 22.91 亿美元的直接美元有息负债，其中银行借款 13.46 亿美元，债券 5.00 亿美元，股东借款 4.44 亿美元，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	2018 财年	2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年 1-3 月
营业周期（天）	74.46	64.47	39.72	-
经营环节产生的现金流量净额（亿美元）	1.33	3.98	5.62	0.56
EBITDA（亿美元）	24.16	29.65	19.25	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.49	0.59	0.24	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	11.18	12.55	4.84	-

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，2018 财年和 2018 年 4-12 月和 2019 年分别为 1.33 亿美元、3.98 亿美元和 5.62 亿美元。2018 年财年经营活动现金净流量同比减少 34.90%，主要是随着公司投资规模的扩大和业务的扩张支出增加；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。2019 年，虽然税前利润比 2018 年 4-12 月明显减少，但投资性房地产公允价值变动数额显著减少，同时处置子公司的利得显著减少，公司经营性现金净流入比 2018 年的 4.50 亿美元有所增长。2020 年 1-3 月公司经营性现金净流入 0.56 亿美元。

该公司 EBITDA 主要由利润总额及费用化利息构成。2018 财年、2018 年 4-12 月和 2019 年，利润总额占 EBITDA 的比重为 91.12%、92.04%和 79.09%；费用化利息占 EBITDA 的比重为 8.68%、7.82%和 20.17%。2019 年公司债务规模持续扩张，且 EBITDA 同比减少，EBITDA 对刚性债务及利息支出的保障程度弱化。

(2) 投资环节

2018 财年、2018 年 4-12 月和 2019 年，该公司投资性现金流净额分别为 -21.31 亿美元、-18.69 亿美元和 -24.73 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收购子公司支出较大。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。2019 年，公司收购子公司支出的现金为 7.74 亿美元，购买其他投资支出的现金为 3.47 亿美元，投资性房地产开发支出为 13.45 亿美元，对合营/联营企业的注资为 3.60 亿美元，处置子公司收到现金 4.48 亿美元，收到合营、联营、第三方及少数股东偿还的借款合计 4.93 亿美元，投资活动产生的现金净流出量比 2018 年的 27.02 亿美元有所减少。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。

2020 年 1-3 月该公司投资性现金净流出 9.57 亿美元，其中处置子公司收到现金 1.46 亿美元，投资性房地产开发支出 2.34 亿美元，对合营企业的注资

支出 6.85 亿美元。2020 年 1 月公司以人民币 10.4 亿元（约合 1.51 亿美元）的对价收购上海临港普洛斯国际物流发展有限公司（简称“临港国际”）20%的股权，由此公司合计持有临港国际 70%，临港国际纳入公司并表范围。2020 年 3 月，公司出资 6.77 亿美元以认股增资方式取得招商局资本投资有限责任公司（简称“招商资本”）50%股权，招商资本成本公司的合营企业。

（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	2018 财年	2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年 1-3 月
权益类净融资额	1.03	1.82	8.30	0.32
债务类净融资额	21.59	9.19	12.87	13.47
其中：现金利息支出	1.73	1.89	3.63	0.98
筹资环节产生的现金流量净额	22.62	11.01	21.17	13.79

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。2018 财年、2018 年 4-12 月和 2019 年公司筹资性现金净流入量分别为 22.62 亿美元、11.01 亿美元和 21.17 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。2019 年，公司筹资性现金净流量较 2018 年 1-12 月实际发生额减少 0.20 亿美元，变化不大。2020 年 1-3 月公司筹资性现金净流入 13.79 亿元，比上年同期明显增加。

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		2018 财年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产	金额（亿美元）	23.29	24.86	23.96	27.64
	在总资产中占比（%）	10.92	10.60	8.74	9.47
现金及现金等价物（亿美元）		11.07	6.63	9.27	13.97
应收及其他应收款项（亿美元）		11.95	18.15	13.90	12.90
非流动资产	金额（亿美元）	190.12	209.71	250.14	264.41
	在总资产中占比（%）	89.08	89.40	91.26	90.53
其中：对合营及联营企业投资（亿美元）		7.03	13.39	20.36	24.68
投资性房地产（亿美元）		166.05	178.56	206.57	215.19
商誉及无形资产（亿美元）		3.24	2.95	2.89	3.18
其他长期投资（亿美元）		10.56	10.65	16.16	16.69
其他非流动资产（亿美元）		3.13	3.97	2.04	2.06
期末全部受限资产账面金额（亿美元）		91.15	90.62	131.03	145.76
期末抵质押融资余额（亿美元）		20.54	24.15	35.37	48.66

主要数据及指标	2018 财年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
受限资产账面余额/总资产 (%)	42.71	38.63	47.80	49.91

资料来源：根据普洛斯中国所提供数据整理。

随经营规模的扩大，该公司资产总额持续增加，2018 财年末、2018 年末和 2019 年末分别为 213.41 亿美元、234.57 亿美元和 274.10 亿美元，其中投资性房地产系公司的核心资产，同期末投资性房地产账面价值占比分别为 77.81%、76.12%和 75.36%。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，2018 财年末、2018 年末和 2019 年末评估增值额分别为 16.81 亿美元、24.33 亿美元和 10.82 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%。2019 年末账面价值为 130.36 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、对合营及联营企业投资、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，2019 年末受限银行存款 0.67 亿美元，经公司与第三方共同授权后该银行存款可转换为活期存款。应收及其他应收款项主要由应收合营及联营企业的款项、其他应收款、保证金、融资租赁净额和第三方贷款购成，2019 年末分别为 5.33 亿美元、2.33 亿美元、1.82 亿美元、1.35 亿美元、1.27 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，2019 年末应收及其他应收款比 2018 年末减少主要系应收合营及联营企业的款项和应收第三方贷款减少所致。2019 年末，合营及联营企业的股权价值余额同比增长 52.11%，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和 2018 年末比变化不大。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，2019 年末，对上市公司的股权投资 5.90 亿美元，包括深圳市新南山控股（集团）股份有限公司（002314.SZ，简称“南山控股”）6.10%股权、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”）1.47%的权益及当年新增的北京万通地产股份有限公司（简称“万通地产”）10%股权；对非上市公司的股权投资 10.26 亿美元，主要投资于物流生态链上具有行业相关性的多家初创企业。

2020 年 3 月末，该公司资产比上年末增加 17.96 亿美元至 292.06 亿美元。变化较大的科目主要为现金及现金等价物、对合营及联营企业投资和投资性房地产。其中，现金及现金等价物增加 4.70 亿美元至 13.97 亿美元，包含受限银行存款 0.67 亿元；对合营及联营企业的投资增加 4.32 亿美元，主要系新增对招商资本的投资；投资性房地产增加 8.63 亿美元至 215.19 亿美元，主要因收购子公司资产而增加。

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	2018 财年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	80.00	83.29	89.65	89.48
速动比率 (%)	79.06	83.05	89.52	89.42
现金比率 (%)	38.01	22.23	34.68	45.22

资料来源：根据普洛斯中国所提供数据整理。

近年来，该公司资产日趋固化，流动性指标弱，2018 财年末、2018 年末、2019 年末和 2020 年 3 月末，流动比率分别为 80.00%、83.29%、89.65% 和 89.48%。公司现金类资产有所波动，对流动负债的覆盖程度总体较好，同期末现金比率分别为 38.01%、22.23%、34.68% 和 45.22%。但同时，公司持有上市公司深基地、中储发展、上海临港及万通地产的部分股权，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。2019 年末，公司本部总资产为 132.65 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，公司本部负债总额为 76.10 亿美元，其中刚性债务占比约 66%，主要系控股股东借款及应付债券。2019 年公司本部营业收入 31.90 万美元，实现净利润-2.29 亿美元，净利润主要系净财务费用变动影响。由于公司对外融资以及资金管理统一由总部进行管理，公司本部的债务偿还风险可控。

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。2020 年 3 月末，普洛斯集团为公司提供委托贷款 4.44 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。截至 2020 年 3 月末共获得银行贷款授信额度折合等值 68.31 亿美元。其中已使用额度约折合等值 54.79 亿美元，未使用授信额度折合等值 13.52 亿美元，后续融资空间较大。

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。

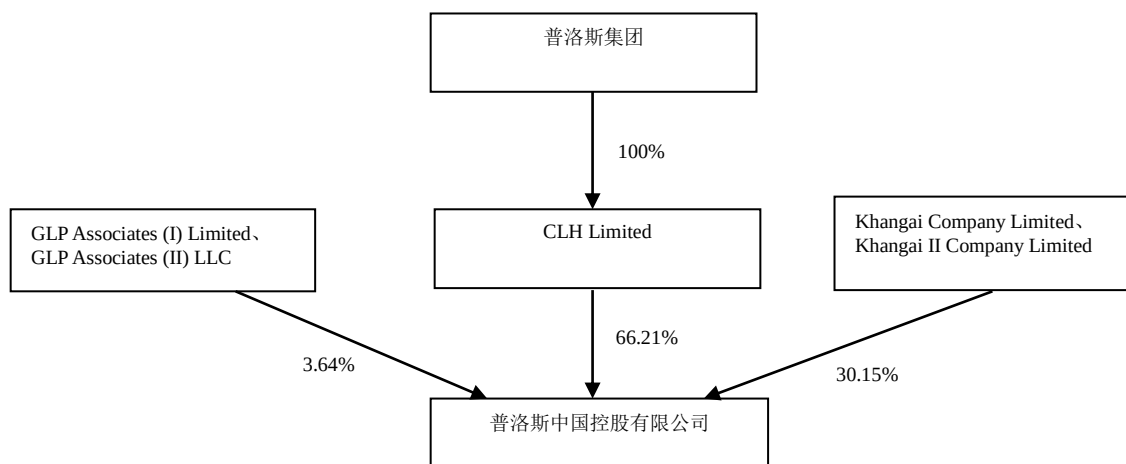
该公司为我国最大的仓储设施提供商，物流仓储资产规模在行业内处于绝对领先地位。近三年，公司不断完善国内战略布局，仓储资产规模实现较快扩张，同时部分成熟物业完成出让变现投资收益，盈利状况良好。随着新增项目投入运营，公司未来仍具有一定增长潜力。

该公司财务杠杆适中，资产和负债均偏重长期，期限结构相匹配，偿债风险可控。同时公司持有一定规模的上市公司股权，可为债务偿还提供补充保障。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，且仍有大额资本性支出计划，后续仍存在较大筹资压力。公司财务状况高度依赖于投资性房地产估值的大幅度增值。

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：

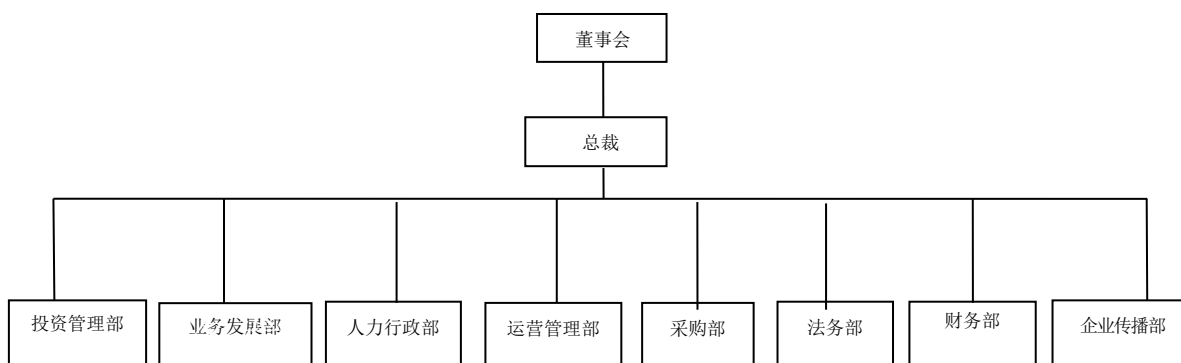
公司与实际控制人关系图



注：根据普洛斯中国提供的资料绘制（截至 2020 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 2020 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	2019 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	
普洛斯中国控股有限公司	普洛斯中国	本部	-	投资管理服务及投资控股	1,326,461.80	565,469.30	31.90	-22,890.90	母公司口径
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	222,616.10	69,704.45	14,716.19	1,691.50	
普新投资（上海）有限公司	普新投资	重要资产管理公司	100.00	投资控股	128795.36	114461.65	-	-541.52	
普开投资（上海）有限公司	普开投资	重要资产管理公司	100.00	投资控股	134997.71	102648.72	-	-102.36	
CLF Fund I, LP	CLF Fund I	基金	30.12	证券投资基金	350,658.10	204,363.80	17,681.10	12,316.00	
CLF Fund II, LP	CLF Fund II	基金	56.38	证券投资基金	240,857.60	163,694.10	2,154.40	13,211.90	
GLP HK Holdings Limited	GLP HK	重要资产管理公司	100.00	公司投资、控股、管理	565825.34	564181.17	-	183.44	
GLP SG Holdings PTE. LTD	GLP SG	重要资产管理公司	100.00	公司投资、控股、管理	160331.30	159777.76	-	56.34	
China Management Holdings (Hong Kong) Limited	-	重要资产管理公司	100.00	投资控股	62500.90	61216.13	235.52	144.91	
GLP China Asset Holdings Limited	GLP China	重要资产管理公司	100.00	投资控股	905732.93	878417.88	-	5.77	
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	37,114.48	29,006.60	2,190.15	1,797.95	
西安环普科技产业发展有限公司	西安环普	重大项目公司	48.68	自有房屋租赁	43,038.15	25,857.10	1,966.10	-2,420.09	
北京普洛斯空港物流发展有限公司	北京空港	重大项目公司	100.00	仓储服务	34,913.47	25,066.62	1,795.59	4,426.60	
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	22,874.69	17,561.25	1,111.99	1,071.39	
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	24,306.42	16,694.49	1,519.55	1,162.53	

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2019 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	
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	35,789.69	16,233.72	1,154.63	1,127.66	
上海松江普洛斯仓储有限公司	上海松江	重大项目公司	100.00	仓储服务	17,735.63	14,625.44	678.66	1,292.54	
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	33,282.00	14,383.54	1,022.30	1,229.33	
北京城市动力仓储有限公司	城市动力	重大项目公司	60.00	仓储服务	15,184.99	12,071.87	783.27	2,143.95	
上海金桥普洛斯仓储有限公司	上海金桥	重大项目公司	100.00	仓储服务	17,951.13	11,286.67	816.94	900.28	

注：根据普洛斯中国 2019 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]	2018 财年	2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年第一季度
资产总额 [亿美元]	213.41	234.57	274.10	292.06
货币资金 [亿美元]	11.07	6.63	9.27	13.97
刚性债务[亿美元]	61.99	71.29	86.81	101.70
所有者权益 [亿美元]	122.28	129.69	148.28	149.69
营业收入[亿美元]	8.97	7.53	9.91	2.95
净利润 [亿美元]	16.49	19.27	10.58	0.89
EBITDA[亿美元]	24.16	29.65	19.25	-
经营性现金净流入量[亿美元]	1.33	3.98	5.62	0.56
投资性现金净流入量[亿美元]	-21.31	-18.69	-24.73	-9.57
资产负债率[%]	42.70	44.71	45.90	48.75
权益资本与刚性债务比率[%]	197.26	181.93	170.80	147.19
流动比率[%]	80.00	83.29	89.52	89.48
现金比率[%]	38.01	22.23	34.68	89.42
利息保障倍数[倍]	11.16	12.53	4.80	-
担保比率[%]	—	—	-	-
营业周期[天]	74.46	64.47	39.72	-
营业总毛利率[%]	62.92	72.23	78.62	-
营业利润率[%]	244.44	340.39	149.64	53.39
总资产报酬率[%]	13.17	17.62	7.51	-
净资产收益率[%]	15.21	20.39	7.61	-
净资产收益率*[%]	15.11	20.14	7.57	-
营业收入现金率[%]	—	—	-	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.20	18.01	19.86	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-26.74	-20.01	-16.57	-
EBITDA/利息支出[倍]	11.18	12.55	4.84	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.49	0.59	0.24	-

注：表中数据依据普华永道中国经审计的 2018 财年、2018 年（4-12 月）、2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。2018 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，对应的 2018 年 4-12 月的指标经过年化。

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。