



招商局集团有限公司 2023 年面向专业 投资者公开发行人科技创新永续期公司 债券（第二期）信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20232139D-01

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注本次债券发行人经营或财务状况变化等因素，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccx.com.cn）和交易所网站予以公告。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 7 月 13 日

发行人 招商局集团有限公司

本次债项评级结果 AAA

发行要素

本次债券发行总额为不超过人民币 15 亿元（含 15 亿元），基础期限为 3 年，在约定的基础期限期末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长 1 个周期；在公司不行使续期选择权而全额兑付时到期。本次债券为固定利率，采用单利计息，按年付息，到期一次性偿还本金。本次债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司及下属公司有息负债。

评级观点

中诚信国际肯定了招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”或“公司”）资产实力雄厚、核心板块行业地位领先，运营实力强以及极强的外部融资能力等因素对公司发展的积极作用；同时，中诚信国际也关注到外部经济环境波动、资产减值损失以及公司治理和风险管控情况等因素对公司整体信用状况的影响。

正面

- 资产实力雄厚
- 核心板块行业地位领先，运营实力强，保持较好盈利及获现水平
- 极强的外部融资能力

关注

- 相关产业发展易受外部经济波动影响
- 资产减值损失对利润形成一定侵蚀
- 下属子公司众多对治理和风险管控能力提出更高要求

项目负责人：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn

项目组成员：田梦婷 mtian@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

| 招商局集团（合并口径） | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3/2023.3 |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------------|
| 资产总计（亿元） | 22,291.10 | 25,087.65 | 26,320.27 | 26,709.34 |
| 所有者权益合计（亿元） | 9,017.75 | 9,745.72 | 10,333.41 | 10,480.01 |
| 负债合计（亿元） | 13,273.35 | 15,341.93 | 15,986.86 | 16,229.32 |
| 总债务（亿元） | 6,693.28 | 7,333.50 | 8,050.87 | 7,875.83 |
| 营业总收入（亿元） | 4,159.38 | 4,951.72 | 4,929.56 | 851.15 |
| 净利润（亿元） | 663.98 | 820.42 | 783.66 | 192.81 |
| EBIT（亿元） | 931.51 | 1,091.05 | 1,037.35 | -- |
| EBITDA（亿元） | 1,115.02 | 1,304.73 | 1,250.83 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 272.63 | 24.99 | 1,110.78 | 305.92 |
| 营业毛利率(%) | 17.62 | 16.26 | 15.60 | 14.53 |
| 总资产收益率(%) | -- | 4.61 | 4.04 | -- |
| EBIT 利润率(%) | 24.53 | 24.03 | 22.91 | -- |
| 资产负债率(%) | 59.55 | 61.15 | 60.74 | 60.76 |
| 总资本化比率(%) | 44.88 | 44.87 | 45.49 | 44.57 |
| 总债务/EBITDA(X) | 6.00 | 5.62 | 6.44 | -- |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X) | 4.54 | 5.39 | 5.25 | -- |
| FFO/总债务(X) | 0.04 | 0.04 | 0.05 | -- |
| 招商局集团（母公司口径） | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3/2023.3 |
| 总资产（亿元） | 1,637.42 | 1,488.82 | 1,329.95 | 1,340.23 |
| 所有者权益合计（亿元） | 1,117.58 | 1,007.46 | 864.80 | 856.56 |
| 总负债（亿元） | 519.84 | 481.36 | 465.16 | 483.67 |
| 总债务（亿元） | 1,229.22 | 1,126.82 | 911.56 | 909.87 |
| 营业总收入（亿元） | - | - | - | - |
| 净利润（亿元） | 60.87 | 37.55 | 51.00 | -1.66 |
| EBIT（亿元） | 79.44 | 54.11 | 64.13 | -- |
| EBITDA（亿元） | 79.44 | 54.11 | 64.13 | -- |
| 经营活动净现金流（亿元） | 54.57 | 66.20 | 84.16 | 0.33 |
| 总资产收益率(%) | -- | 3.46 | 4.55 | -- |
| 资产负债率(%) | 31.75 | 32.33 | 34.98 | 36.09 |
| 总资本化比率(%) | 79.54 | 80.90 | 84.02 | 84.64 |
| 总债务/EBITDA(X) | 15.47 | 20.82 | 14.21 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数(X) | 1.39 | 1.03 | 1.39 | -- |
| FFO/总债务(X) | -0.04 | -0.04 | -0.04 | -- |

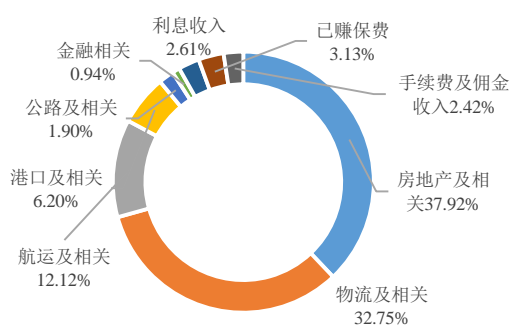
注：1、中诚信国际根据招商局集团提供的其经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司应付短期融资款中的债务和其他权益工具中的永续债。

发行人概况

招商局集团是国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）直接管理的国家驻港大型企业，经营总部设于香港，其前身系轮船招商总局，是中国近代第一家民族工商企业，亦是中国最早的股份制企业，创立于 1872 年晚清洋务运动时期，并于 1873 年正式在上海开业。1984 年，为统一管理已经发展起来的大批境内、境外企业，国务院正式批准设立招商局集团；1986 年 10 月，招商局集团在原国家工商行政管理局注册成立，初始注册资本为 8 亿元。后经国务院多次增资，公司已发展成为多元化综合性企业，业务主要集中于交通物流、综合金融、城市与园区综合开发，2022 年实现营业总收入 4,929.56 亿元。

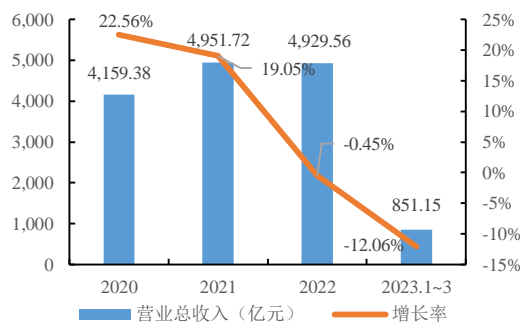
招商局集团是国家“一带一路”倡议的重要参与者与推动者，资产规模与净利润保持央企前列，公司成为连续 18 年荣获国务院国资委经营业绩考核 A 级的央企和连续六个任期“业绩优秀企业”，继续成为拥有两个世界 500 强公司的企业，招商局集团和招商银行排位持续提升。作为国务院国资委直接管理的驻港大型企业集团，公司保持雄厚的竞争实力和极高的战略定位。

图 1：2022 年收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

产权结构：截至 2023 年 3 月末，公司实收资本为 169.63 亿元，其中国务院国资委持股 90%，社保基金会持股 10%；实际控制人为国务院国资委。

表 1：截至 2023 年 3 月末公司主要业务板块及经营主体（亿元）

| 业务板块 | 经营主体 | 合计持股比例(%) | 2023.3 | | | 2022 | | |
|-------------|------|-----------|----------|----------|----------|----------|---------------------|----------|
| | | | 总资产 | 净资产 | 总负债 | 营业收入 | 净利润 | 经营活动净现金流 |
| 港口 | 招商港口 | 81.92 | 1,986.01 | 1,297.98 | 688.03 | 162.30 | 82.32 | 69.20 |
| | 辽港集团 | 51.00 | 1,577.26 | 528.44 | 1,048.82 | 166.19 | -59.42 ¹ | 34.71 |
| 综合交通 | 招商轮船 | 54.26 | 612.46 | 343.01 | 269.44 | 297.08 | 50.67 | 69.95 |
| | 中国外运 | 57.64 | 781.25 | 379.74 | 401.51 | 1,088.17 | 42.41 | 51.18 |
| | 招商公路 | 68.72 | 1,185.55 | 691.84 | 493.71 | 82.97 | 52.52 | 38.78 |
| 特色金融 | 招商证券 | 44.17 | 6,005.39 | 1,175.49 | 4,829.91 | 192.19 | 80.79 | 625.04 |
| 城市与园区综合开发运营 | 招商蛇口 | 63.58 | 9,133.63 | 2,823.38 | 6,310.25 | 1,830.03 | 90.98 | 221.74 |

注：1、招商港口系招商局港口集团股份有限公司简称；辽港集团系辽宁港口集团有限公司简称；招商轮船系招商局能源运输股份有限公司简称；中国外运系中国外运股份有限公司简称；招商公路系招商局公路网络科技控股股份有限公司简称；招商证券

¹2022 年辽港集团计提信用减值准备 22.38 亿元及资产减值准备 17.85 亿元，当年辽港集团仍处于亏损状态。

系招商证券股份有限公司简称；招商蛇口系招商局蛇口工业区控股股份有限公司简称。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本次债券概况

公司本次债券发行总额为不超过人民币 15 亿元（含 15 亿元），募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司及下属公司有息负债。本次债券的基础期限为 3 年，在约定的基础期限期末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长 1 个周期；在公司不行使续期选择权而全额兑付时到期。本次债券票面利率为固定利率，采用单利计息，按年付息，到期一次性偿还本金。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与簿记管理人按照有关规定，在利率询价区间内协商一致确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。本次债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。

含权发行条款：公司续期选择权、赎回选择权、递延支付利息选择权。

公司存量债务规模较大，本次债券发行后对公司债务规模和债务结构不会造成显著影响，且综合偿债能力不会出现大幅波动，公司良好的经营获现和债务接续能力亦能对本次债券偿付提供较好保障。

发行人信用质量分析概述

中诚信国际认为，未来一段时间，港口行业经营状况及偿债能力面临弱化风险，国内外经济及进出口贸易尚存不确定性，对港口行业需求增长形成制约，需持续关注宏观经济波动对行业整体信用水平的影响。

2021 年以来，在全球经济阶段性复苏及中国外贸稳中有增的背景下，我国港口货物吞吐量及集装箱吞吐量均实现较快增长；2022 年以来，受国内外经济下行压力加大影响，我国港口生产增速有所回落。展望未来，全球经济复苏动能弱化及贸易增长放缓或对外贸需求形成制约；居民收入增速放缓背景下内需的恢复亦需要时间，短期内需亦面临走弱压力。各项稳增长、促消费的政策虽有望加码，但政策传导周期及实际落地效果有待观察，经济及消费的恢复存在一定不确定性，对港口行业需求支撑力度较弱。从投资端来看，我国水运建设投资自 2020 年以来呈现正增长态势，后续随着港口建设逐步转向区域性及结构性补短板，且绿色港口及智慧港口建设需求仍存，水运建设投资仍将呈现增长态势；同时，港口资源整合进一步深化，有助于港口间协同发展及提升议价能力。从港口企业的财务表现来看，2021 年以来港口企业盈利能力有所增强，随着资本支出规模增加，财务杠杆上升且偿债能力有所弱化，但均尚处于合理水平；考虑到国内外经济及进出口贸易尚存不确定性，对港口行业需求增长形成制约，后续仍需关注宏观经济波动对港口企业经营的影响。

详见《中国港口行业展望，2022 年 12 月》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9625?type=1>

中诚信国际认为，资本市场改革进程提速，改革利好持续释放，证券行业迎来较好的发展机遇。近年来证券行业资产规模、资本实力和盈利能力持续增强；同时行业分化加剧，头部券商突出主业、做优做强；中小券商发展特色优势业务。2022 年以来资本市场宽幅震荡下跌，证券公司一季度业绩表现受到较大不利影响，预计全年盈利不及上年。但证券行业信用基本面未发生变化，仍保持稳定。

证券行业与宏观经济环境高度相关，随着资本市场改革深入推进，改革利好持续释放，证券行业资产规模、资本实力和盈利能力均持续增强；但 2022 年一季度以来资本市场宽幅震荡，相关指数同比大幅下滑，或将对 2022 年证券行业盈利产生一定冲击。证券行业资本补充需求较大，已建立多渠道的资本补充机制，次级债常态化发行以及股权融资渠道打开，使得证券公司资本实力大幅提升。证券公司基本形成经纪业务、投行业务、自营业务、信用业务和资管业务五大业务板块，经纪及自营业务占比较高，综合实力强的证券公司业务收入更加多元化。行业分化加剧，头部券商竞争优势将进一步加强，证券公司营业收入及净利润集中度仍将保持较高水平；中小券商竞争更加激烈，逐渐形成部分有特色的精品券商，推动证券行业加快整合。证券公司直接融资占比高，发行主体整体信用水平较好，不同等级、期限利差分化趋势明显。

详见《中国证券行业展望，2022 年 6 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/8689?type=1>

中诚信国际认为，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致房地产销售及投资规模降至近年来低水平，行业内竞争格局亦发生改变。短期来看，随着房地产行业政策效果的显现，房企信用质量进一步恶化、信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，房地产行业景气度有望触底回升。长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

2022 年以来，积极的政策环境助力房地产市场筑底，8 月以来全国商品房销售额累计同比降幅持续收窄，但由于市场下行具有较大惯性，全年商品房销售金额同比大幅回落 26.7%。房地产投资方面，受行业持续下行影响，2022 年房地产行业投资活动减弱，全年房地产新开工面积及房地产开发投资金额分别同比下降约 39%和 10%，房地产开发投资额自 2020 年首次出现同比下降并回落至近 5 年的低点。**中诚信国际认为**，房地产政策频出有效引导需求合理释放，2023 年房地产销售及投资活动有望触底回升，行业景气度有望复苏。行业竞争格局方面，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致行业竞争格局发生改变，不同企业性质间销售业绩分化明显，国央企普遍能保持较强的规模优势，当年销售金额同比降幅优于行业平均水平；但民营企业对外部不利因素抵御能力普遍偏弱，当年销售金额同比降幅高于行业平均水平。此外，目前国有背景开发商已成为土地市场主要参与者，叠加行业利润空间收窄，未来房地产行业投资活动有望回归理性。融资方面，为了满足房地产合理融资需求，目前已形成支持房企融资的“三支箭”格局，“三箭齐发”对房地产行业再融资环境改善起到重要作用，随着政策效果不断释放，行业融资环境有望得到改善。**中诚信国际认为**，目前行业信用风险出清已进入尾声，行业信用基本面触底，房企信用质量进一步恶化以及信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，短期内房地产行业处于底部修复期；长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

详见《中国房地产行业展望，2023 年 3 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9852?type=1>

中诚信国际认为，招商局集团作为驻港大型央企集团，主营业务涵盖交通物流、综合金融、城市与园区综合开发等，核心业务板块竞争实力强，且具备协同优势，但相关产业与宏观经济环境波动和行业形势关联密切，

易受国内外经济、贸易形势波动影响；此外，多元的业务板块亦对公司治理和风控能力提出更高要求。

公司港口布局广泛，行业地位领先，招商港口国内母港深圳西部港区在珠江三角洲具备较高的市场占有率，且其在国内重要沿海枢纽及海外重点区位均有港口布局，港口基础设施及集疏运体系完善，港口市场竞争力很强；辽宁港口油品和集装箱外贸业务优势明显，综合实力较强，但仍需关注海外港口管理情况和政治风险，以及全球宏观经济波动及贸易形势对公司港口业务的影响。

公司已在中国沿海主要枢纽港建立了较为完善的港口网络群，投资或者投资并拥有管理权的码头遍及香港、台湾、深圳、宁波、上海、青岛、天津、大连、营口、漳州、湛江、汕头等集装箱枢纽港，并布局亚洲、非洲、欧洲、北美洲、南美洲和大洋洲等地区。2022 年，公司港口板块完成集装箱吞吐量 2.43 亿 TEU、散杂货吞吐量 7.4 亿吨，权益货物吞吐量全球排名第一。

招商港口系中国第一、全球领先的港口开发、投资和运营商，母港深圳西部港区在珠江三角洲具备较高的市场占有率，且其在国内重要沿海枢纽及海外重点区位港口布局广泛、港口区位优势明显，基础设施及集疏运体系完善，市场竞争力很强，集装箱和散杂货业务稳步发展，能够分散国内外不同区域发展状况带来的港口经营风险，有效增强了抵御宏观经济周期和贸易形势波动的能力。在外贸增长放缓的背景下，招商港口国内项目吞吐量的增长拉动整体吞吐量的增长，但中诚信国际关注到全球经济贸易形势不稳定及国内港口业务投资已饱和的现状为其经营收入的维持和未来业务的拓展提出了挑战；同时，海外扩张将给招商港口带来较大的资本支出压力和一定的海外港口控制和管理能力压力；且由于港口分布于全球 25 个国家和地区，各个国家政治、经济、社会环境不同，海外港口业务运营或面临一定的政治风险。

表 2：近年来招商港口吞吐量情况

| | 2020 | 2021 | 2022 |
|----------------------|------------------|------------------|------------------|
| 集装箱吞吐量（万 TEU） | 12,171.00 | 13,639.40 | 14,594.80 |
| 其中：内地 | 8,576.00 | 9,513.80 | 10,517.40 |
| 港澳台 | 716.00 | 768.40 | 689.70 |
| 海外 | 2,878.00 | 3,357.20 | 3,387.70 |
| 散杂货吞吐量（亿吨） | 4.50 | 6.13 | 7.40 |
| 其中：内地 | 4.48 | 6.07 | 7.34 |
| 其他地区 | 0.058 | 0.062 | 0.055 |

注：1、合计数与各分项加总值略有差异系四舍五入所致；2、集装箱吞吐量及散杂货吞吐量均含参股公司吞吐量。

资料来源：招商港口提供，中诚信国际整理

辽港集团系公司港口板块的北方母港，港口分布大连、营口、丹东、盘锦、葫芦岛等多个区域，其中大连港作为综合性枢纽港，在油品和集装箱外贸业务上建立了明显优势；营口港是东北地区及内蒙古东部地区最近的出海口，内贸业务发达，作为辽宁港口群中规模最大的前两大港口，大连港及营口港保持较强的综合实力，且协同融合进一步发展深化。但受国内外经济下行压力加大及腹地经济增长乏力等因素影响，2022 年以来辽港集团货物吞吐量同比小幅下降²，仍需关注宏观经济波动对辽港集团经营的影响。

公司航运业务和物流业务均保持全球领先地位，2022 年以来，受益于干散货船队的合理布局、

² 2020~2022 年，辽港集团货物吞吐量分别为 5.30 亿吨、4.94 亿吨和 4.59 亿吨。

集装箱运输市场延续高位行情以及 VLCC 油轮运价上涨等，航运业务经营情况向好；但受全球贸易需求疲软、2022 年下半年海运和空运运价下滑等影响，2022 年中国外运收入同比下降。

航运业务系招商局主业，截至 2022 年末，公司航运业务船队总运力（含订单）有 275 艘船舶，合计 4,086.08 万载重吨，其中 VLCC（超大型油轮）51 艘，VLOC（超大型矿砂船）37 艘，规模均位列世界第一；液化天然气运输船队、滚装船队及集装箱船队国内领先，已形成“油、散、气、车、集、管、网”全业态的业务格局，在细分领域保持全球领先地位。

跟踪期内，招商轮船（股票代码：601872.SH）仍保持以油气能源运输、干散货运输为双核心主业³，其他运输（集装箱、汽车滚装等特种运输）为有机补充，“2+3”业务布局清晰，市场覆盖和货源种类齐全，具有较高的市场地位和较强的竞争力。截至 2022 年末，招商轮船拥有 100% 权益的 VLCC 油轮 51 艘（不含订单及租入船）及拥有和控制 VLOC 37 艘（含参股及代管），自有运力继续保持两项世界第一。2022 年，招商轮船综合运输能力发展稳定，全年完成货运量较上年变化不大；其中受益于干散货船队的合理布局，招商轮船该板块受到市场下跌的负面影响有限；集装箱船队聚焦亚洲区域，2022 年延续高位行情令其盈利贡献继续上升；三季度以来 VLCC 油轮市场复苏明显，运价大幅上涨，油轮船队盈利提升，上述因素共同带动招商轮船净利润同比增长 38.48%，经营情况向好。此外，中国外运长航集团有限公司（以下简称“中外运长航”）下属中国长江航运集团有限公司（以下简称“长航集团”，中外运长航 100% 持股）系公司航运板块另一运营主体，长航集团系中国最大的内河航运企业，深耕长江经济带。

中国外运（股票代码：HK00598、SH.601598）是中国具有领先地位的综合物流服务提供商和整合商，主营业务包括专业物流、代理及相关业务和电商业务三大板块，服务网络覆盖全国，遍及全球主要经济带。截至 2022 年末，中国外运全国网络分布于 32 个省、自治区、直辖市及特别行政区，在国内拥有约 1,300 万平方米的土地资源、400 余万平方米仓库、200 余万平方米的场站、11 个内河码头及 4,400 余米岸线资源并租赁运营约 400 万平方米仓库资源，自有海外网络已覆盖 41 个国家和地区，在全球拥有 67 个自营网点，服务网络和物流资源优势明显。受全球贸易需求疲软、2022 年下半年海运和空运运价同比下滑等影响，2022 年海运和空运通道业务量下降，叠加中国外运优化业务结构，减少部分利润率较低的业务，当期中国外运收入规模同比下降；但合同物流领域持续推进服务模式创新以及汇兑收益增加，推升当期盈利水平。

表 3：近年来中国外运运营情况

| | | 2020 | 2021 | 2022 |
|----------|-------------|---------|---------|---------|
| 专业物流（万吨） | 合同物流 | 3,305.9 | 3,829.8 | 4,133.7 |
| | 项目物流 | 522.3 | 573.6 | 569.4 |
| | 化工物流 | 316.5 | 338.2 | 368.2 |
| | 冷链物流 | 99.9 | 102.7 | 97.7 |
| 代理及相关业务 | 海运代理（万标准箱） | 1,308.8 | 1,388.6 | 1,302.3 |
| | 空运通道业务量（万吨） | 60.8 | 80.4 | 78.1 |
| | 铁路代理（万标准箱） | 19.1 | 32.8 | 39.8 |
| | 船舶代理（万标准箱） | 2,317.7 | 2,648.0 | 2,764.5 |
| | 库场站服务（万吨） | 1,911.2 | 2,375.0 | 2,528.2 |

³ 2021 年，招商轮船通过以 20.22 亿元现金支付收购经贸船务持有的中外运集装箱运输有限公司（以下简称“中外运集运”）100% 股权，中外运集运系经营内外贸集装箱班轮运输业务的老牌和全球知名集装箱运输公司，收购完成后为招商轮船注入优质集装箱运输资产，完善航运业务布局，拓展业务发展空间，有利于提升整体抗风险能力，打造弱周期成长型航运平台。

| | | | | |
|------|------------------|-----|-----|-----|
| 电商业务 | 跨境电商物流（亿票） | 2.7 | 4.0 | 3.1 |
| | 物流装备共享平台（万标准箱/天） | 8.0 | 7.8 | 7.6 |

注：空运通道含跨境电商物流。

资料来源：中国外运定期报告，中诚信国际整理

招商公路控股及参股路产规模大，且控股路产多属于主干线，具有较强的竞争实力；2022 年受出行需求萎缩冲击及四季度货车通行费减免政策的双重影响，控股路产通行费收入同比有所下降，但整体路产运营效率仍在同行业中处于较高水平。

招商公路是全国性高速公路运营主体，区域经济的增长与人口的流动为其通行费收入持续增长提供了内在驱动力。截至 2022 年末，招商公路投资经营的路产总里程达 12,914 公里，在经营性高速企业中，投资经营的路产里程排名第一，路产多属于主干线，区位优势明显，且路产主要通过收购取得，控股路产短期内无到期压力，处于相对稳定的竞争环境，具有较强的可持续发展能力。同时，招商公路参股投资了多家优质收费公路公司，包括 A、H 上市公司 15 家，持续获得一定规模的投资收益。受出行需求萎缩冲击及四季度货车通行费减免政策的双重影响，2022 年招商公路控股及参股路产通行量均有所下降，通行费收入及单公里通行费收入均同比下滑，但整体路产运营效率仍在同行业中处于较高水平。此外，交通科技业务、智能交通业务、交通生态业务对主业收入形成良好补充，与主业协同发展形成了公路全产业链生态圈。

招商证券作为国内大型综合性券商之一，各项业务发展较为均衡，综合实力强，但需持续关注宏观经济和证券市场的波动性对其经营稳定性及持续盈利能力的影响。

招商证券（股票代码：HK.06099）系国内大型综合性券商之一，业务结构均衡，多项业务均位于行业前列，行业地位突出，品牌认可度高。2022 年以来，招商证券财富管理和机构业务竞争地位稳固，股基交易量市场份额持续提升；资本中介业务紧跟市场和客户需求，积极开展产品和服务创新；保持托管外包业务行业领先优势，深耕机构业务；但 2022 年资本市场受内外部多重复杂因素影响波动加大，财富管理和机构业务整体收入有所下降。2022 年，招商证券投资银行业务继续推进现代化投行建设，加强专业化和区域化布局；股票承销持续推动企业客户营销服务模式转型升级，加强投行优质项目储备；债券承销继续加强拓展重点区域信用债业务；财务顾问业务围绕经济结构转型升级和国企改革机遇展业；但受资本市场不景气影响，2022 年股债承销规模下降，投资银行业务收入减少。投资管理业务板块，2022 年招商证券加强主动管理转型及大集合产品公募化改造，资产管理规模逐年下降；私募股权基金管理业务大力发展基金募集，构建行业专精的投资能力；参股公募基金实现较快发展。投资及交易业务板块，招商证券根据市场形势变化及时优化投资资产结构，股票方向性业务适度减少投资规模，严控风险；衍生投资业务稳步发展，大力发展资本中介型交易业务和中性投资业务；固收投资秉承稳健投资理念，发展中性投资，投资规模稳步增长；但受金融市场波动加剧影响，2022 年招商证券投资及交易业务板块收入下滑。整体来看，宏观经济和证券市场的波动性对招商证券的经营稳定性及持续盈利能力构成一定压力，中诚信国际对此将持续关注。

城市和园区综合开发运营业务持续聚焦传统优势区域，具有丰富的社区和园区综合开发运营经验，土地储备优质且充足，可为其未来经营业绩形成较好保障；但多重因素影响下，2022 年以来招商蛇口毛利率持续下滑，且非经常性损益对利润规模影响较大，盈利空间进一步收窄，需

持续关注行业环境及政策变化对该业务的影响。

招商蛇口作为全国性房地产龙头企业之一，提供城市和园区综合开发运营服务，持续聚焦于华东及深圳等传统优势区域，具备了各项资源的综合整合能力，形成了很强的品牌竞争优势。近年来公司适时调整项目开发节奏，因 2022 年新获取项目较少，当年新开工面积大幅减少，同时竣工面积小幅提升，整体开发节奏有所放缓。此外，随着前海自贸区规划逐渐落地，招商蛇口在前海片区拥有优质且充足的土地储备，可为未来的经营业绩形成有益补充。目前招商蛇口的项目开发规模体量较大，对业绩形成强有力支撑。

招商蛇口积累了丰富的城区和产业园区综合开发运营经验，受益于多个园区项目大额结转及物业管理业务规模扩大，2022 年园区开发与运营实现较好增长。同时招商蛇口逐步构建轻重结合的业务结构，资产运营和城市服务业务可对招商蛇口现金流提供一定补充，同时与开发业务形成协同效应。其中，资产运营业务完善了持有业务“投、融、建、管、退”全生命周期发展模式，受宏观经济环境影响，2022 年招商蛇口租赁业务出租率、酒店业务客流量及入住率均有所降低，同时为履行央企社会责任，年内减免租金规模较大，整体资产运营业务收入有所减少，若考虑未扣除租金减免的情况下，招商蛇口管理范围内全口径资产运营收入同比增长 6.2%；招商局积余产业运营服务股份有限公司作为招商蛇口旗下轻资产运营服务平台，跟踪期内物业管理规模及收入水平均实现较快提升。但中诚信国际关注到，受近年结转项目成本偏高影响，房地产业务毛利率有所下滑，叠加免租政策对租赁带来一定负面影响等因素，招商蛇口营业毛利率持续下滑，且非经常性损益⁴对利润规模影响较大，盈利空间进一步收窄，需持续关注行业环境及政策变化对该业务的影响。

表 4：近年来招商蛇口房地产业务销售及结算情况（万平方米、亿元、元/平方米）

| 指标 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3 |
|--------|----------|----------|----------|----------|
| 新开工面积 | 1,356 | 1,810 | 898 | -- |
| 竣工面积 | 1,096 | 1,276 | 1,314 | -- |
| 签约销售面积 | 1,243.53 | 1,464.47 | 1,193.65 | 305.27 |
| 签约销售金额 | 2,776.08 | 3,268.34 | 2,926.02 | 722.66 |
| 签约销售均价 | 22,324 | 22,318 | 24,513 | 23,673 |
| 结算面积 | 634.24 | 785.63 | 864.19 | -- |
| 结算金额 | 1,168.62 | 1,452.83 | 1,655.64 | -- |
| 结算均价 | 18,426 | 18,493 | 19,158 | -- |

资料来源：招商蛇口提供，中诚信国际整理

公司围绕区域聚焦和城市深耕，持续优化土地资源储备，除公开市场招拍挂以外，积极采取产城联动、收并购和参与城市更新等模式进行项目拓展。近年来公司根据市场环境适时调整拿地节奏，2022 年公司扩充项目资源总计容建面和总地价同比均有所下降，但投资拿地聚焦一、二线等高能级城市，土地投资节奏稳健。

表 5：近年来招商蛇口土地储备情况（个、万平方米、元/平方米、亿元）

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3 |
|--------------|-------|--------|--------|----------|
| 当期新拓展项目 | 98 | 113 | 56 | 6 |
| 当期新增土地储备建筑面积 | 1,625 | 1,559 | 726 | 74 |
| 当期新增土地平均成本 | 9,357 | 13,848 | 17,617 | 12,201 |

⁴ 2020 年~2023 年一季度，招商蛇口经营性业务利润分别为 210.74 亿元、233.10 亿元、193.26 亿元和 3.79 亿元；同期资产减值损失（含信用减值损失）分别为 31.04 亿元、44.49 亿元、64.59 亿元和 0.11 亿元。

| | | | | |
|----------|-------|-------|-------|----|
| 当期地价支出金额 | 1,520 | 2,158 | 1,279 | 91 |
|----------|-------|-------|-------|----|

注：上述数据均为全口径数据，地价支出金额含收并购项目支出金额。

资料来源：招商蛇口提供，中诚信国际整理

融资渠道方面，招商蛇口以银行借款及债券融资为主，2022 年末，招商蛇口综合资金成本 3.89%，较年初大幅下降 59BP。招商蛇口与金融机构长期保持良好合作关系，在行业整体融资环境收紧的背景下，招商蛇口保持了通畅的融资渠道和很低的融资成本。此外，随着近期支持房地产企业股权融资（“第三支箭”）配套政策的出台，作为 A 股上市公司，招商蛇口在权益融资渠道方面的优势亦有所显现，2023 年 2 月披露公告称其拟发行股份购买资产并募集配套资金⁵。

中诚信国际认为，公司营收规模和毛利率水平略有下滑，投资收益仍为利润的重要来源，整体保持较强的盈利能力；总资产、负债和权益规模均持续增长，财务结构较为稳健，以长期债务为主的债务结构与业务模式相匹配，短期偿债压力可控。

2022 年以来，公司总资产、负债和权益规模均持续增长，资产结构均衡，财务结构较为稳健；2022 年营收规模和毛利率水平略有下滑，投资收益仍为利润的重要来源；2023 年一季度利润水平有所提升，整体盈利及获现能力保持较强水平，仍需持续关注资产减值情况。

2022 年以来公司资产规模小幅波动，截至 2023 年 3 月末以货币资金、交易性金融资产、存货等为主的流动资产占比为 54.76%，资产结构均衡。随着营运资金需求量上升以及金融相关业务的发展，公司货币资金亦保持较大规模，为其提供了极强的流动性支持，截至 2022 年末，受限货币资金为 926.28 亿元，主要为经纪客户存款、保证金、保函押金及质押担保款、住房公积金户及监管账户资金等。2022 年以来开发成本等科目波动令存货总体规模小幅波动。随着公司对合营企业和联营企业的投资增加以及权益法下确认的投资收益的增加，长期股权投资保持增长。2022 年以来，公司总负债规模持续增长，其中总债务占比约为 50%；此外，招商证券的卖出回购金融资产款随二级市场景气度和代理客户委托交易意愿变化而有所波动。权益结构方面，受益于利润积累等，2022 年以来公司所有者权益保持增长。随着合并范围的增加及非全资控股子公司利润的积累，少数股东权益持续增长，且在所有者权益中占比较大。总体来看，2022 年以来公司整体杠杆水平尚可，财务结构较为稳健。

2022 年，随着房地产开发结转规模扩大、邮轮船队运价大幅上涨等，公司房地产和航运业务板块收入均同比增长，但受中国外运海运和空运通道业务量下降以及减少部分利润率较低的业务等影响，物流业务等其他板块收入规模均同比下降，使得当年公司营业总收入规模同比下滑，营业毛利率延续上年度下降态势。2022 年，受经营性盈利下滑影响，公司利润总额和净利润均同比减少，总资产收益率略有下降但仍处于较高水平。2023 年一季度，公司毛利率进一步下降，但利润总额和净利润同比分别增长 11.63%和 13.19%，整体仍保持较强的盈利能力。经营活动现金流方面，由于招商证券为交易目的而持有的金融资产净增加额同比减少，导致经营活动现金

⁵ 根据招商蛇口 2023 年 2 月 18 日披露的《招商局蛇口工业区控股股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》，招商蛇口拟通过发行股份购买深圳市投资控股有限公司（以下简称“深投控”）持有的深圳市南油（集团）有限公司（以下简称“南油集团”）24%股权、招商局投资发展有限公司（以下简称“招商局投资发展”）持有的深圳市招商前海实业发展有限公司（以下简称“招商前海实业”）2.89%股权；同时，招商蛇口拟向包括招商局投资发展在内的不超过 35 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，发行股份数量不超过发行前招商蛇口总股本的 30%，募集资金金额不超过 85 亿元，不超过招商蛇口向交易对方发行股份支付对价的 100%。本次交易完成后，南油集团将成为招商蛇口的全资下属公司，招商蛇口对于招商前海实业的直接及间接持股比例将由 83.10%增至 85.99%，招商蛇口对于招商前海实业的权益比例提升约 13.65%。

流出减少，2022 年公司经营活动现金净流入规模大幅增加；2023 年一季度经营活动净现金流虽有所下降，但获现能力仍保持在较强水平。受下属公司对联营、合营企业的投资以及招商证券、招商港口投资支出等影响，2022 年以来投资活动现金净流出额持续增加。同期，由于发行债券收到的现金同比减少使得筹资活动现金流净流出态势。

表 6：近年来公司主要财务指标（亿元）

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3/2023.3 |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------------|
| 营业总收入 | 4,159.38 | 4,951.72 | 4,929.56 | 851.15 |
| 其中：房地产及相关 | 1,307.71 | 1,630.74 | 1,869.28 | -- |
| 物流及相关 | 1,586.30 | 1,890.19 | 1,614.44 | -- |
| 航运及相关 | 487.02 | 542.37 | 597.63 | -- |
| 港口及相关 | 286.71 | 314.67 | 305.71 | -- |
| 公路及相关 | 71.40 | 95.55 | 93.68 | -- |
| 金融相关 | 58.38 | 67.56 | 46.41 | -- |
| 营业毛利率(%) | 17.62 | 16.26 | 15.60 | 14.53 |
| 期间费用合计 | 405.73 | 443.40 | 420.35 | 96.49 |
| 期间费用率(%) | 10.68 | 9.76 | 9.29 | 12.86 |
| 经营性业务利润 | 333.95 | 345.27 | 317.11 | 33.98 |
| 投资收益 | 574.02 | 683.45 | 762.14 | 155.95 |
| 资产减值损失（含信用减值损失） | 139.05 | 110.38 | 126.91 | -0.85 |
| 利润总额 | 800.20 | 974.40 | 922.27 | 209.01 |
| 净利润 | 663.98 | 820.42 | 783.66 | 192.81 |
| 货币资金 | 2,460.90 | 2,406.44 | 2,601.95 | 2,735.34 |
| 交易性金融资产 | 1,973.10 | 2,984.90 | 2,812.02 | 2,866.64 |
| 存货 | 3,913.35 | 4,449.52 | 4,406.54 | 4,452.81 |
| 长期股权投资 | 3,723.80 | 4,315.86 | 4,968.26 | 5,106.23 |
| 总资产 | 22,291.10 | 25,087.65 | 26,320.27 | 26,709.34 |
| 合同负债 | 1,413.06 | 1,647.92 | 1,611.71 | 1,916.38 |
| 卖出回购金融资产款 | 1,203.69 | 1,305.09 | 1,227.61 | 1,347.27 |
| 其他应付款 | 1,077.23 | 1,404.73 | 1,479.73 | 1,467.75 |
| 总负债 | 13,273.35 | 15,341.93 | 15,986.86 | 16,229.32 |
| 所有者权益合计 | 9,017.75 | 9,745.72 | 10,333.41 | 10,480.01 |
| 资产负债率(%) | 59.55 | 61.15 | 60.74 | 60.76 |
| 总资本化比率(%) | 44.88 | 44.87 | 45.49 | 44.57 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 272.63 | 24.99 | 1,110.78 | 305.92 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -147.55 | -173.05 | -478.13 | -40.71 |
| 其中：取得投资收益取得的现金 | 198.27 | 230.04 | 253.42 | 13.99 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 204.79 | 0.36 | -572.31 | -201.66 |

注：交易性金融资产主要包括公司投资的交易性债权及交易性权益工具等；存货主要为已完工未结算工程施工款、房地产开发成本和房地产开发产品等；合同负债主要为招商蛇口预收的售楼款；其他应付款主要为招商蛇口收到的合作方款项及保理款。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司债务融资规模小幅波动，债务结构合理，盈利水平下降带动部分偿债指标降低，但货币等价物能够对短期债务形成较好覆盖，整体短期偿债压力可控。

为满足自身经营发展而形成的资金需求，公司总债务规模小幅波动，债务结构整体较为合理。受盈利水平下降影响，2022 年公司相关偿债指标略有下降，但账面保有较充足的货币等价物，能够对短期债务形成较好覆盖，同时公司持有上市公司股权市值较大且均未质押，可为其偿债提供较好保障，整体短期偿债压力可控。

截至 2022 年末，公司合并口径银行授信超过 11,100 亿元，尚未使用额度约 6,270 亿元，备用流动性较为充足。此外，公司债务融资工具发行顺畅，利率位于同类型企业较优水平；同时，公司

直接或间接控制多家上市公司，拥有境内外多元化的融资渠道，具有很强的外部融资能力。

本次债券附公司续期选择权、赎回选择权、递延支付利息选择权，除非公司依照发行条款的约定赎回债券，否则将长期存续；同时本次债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司其他债务融资工具，信用风险高于普通债券。

表 7：近年来公司债务及偿债指标情况（亿元）

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3/2023.3 |
|---------------------------|----------|----------|----------|-----------------|
| 短期债务/总债务(%) | 34.45 | 29.64 | 33.74 | 34.12 |
| 总债务 | 6,693.28 | 7,333.50 | 8,050.87 | 7,875.83 |
| EBITDA 利息保障倍数(X) | 4.54 | 5.39 | 5.25 | -- |
| FFO/总债务(X) | 0.04 | 0.04 | 0.05 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | 6.00 | 5.62 | 6.44 | -- |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X) | 0.01 | -0.10 | 0.32 | 0.46* |
| 货币等价物/短期债务(X) | 1.61 | 2.11 | 1.66 | 2.09 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司建立了较为完善的内部控制制度及风险管理体系；多元的业务结构有利于各板块协同发展，形成资源互补和有效调配，本部为各板块业务发展提供较好金融资源支持，通过集团财务公司能够对各板块进行有效财务管控，股权融资渠道亦较为通畅，整体来看公司具备很强的金融资源协调能力。

风险控制方面，目前公司在财务管理、企业经营管理、投融资管理、风险管理与内部控制等方面制定了严格的管理制度，亦建立了较为完善的风险管理组织体系和突发事件应急管理组织体系。对外担保方面，公司不对没有股权关系的外部单位和个人提供融资性担保。

资源协调方面，母公司未从事实体经营活动，为满足对外投资及子公司资金需求，近年来保持一定债务规模，同时根据各板块业务发展需要对子公司提供较好金融资源支持。但近年来母公司为控制债务规模，防范债务风险，鼓励下属公司自行融资，未来内部担保规模或有所减少。同时，母公司直接或间接控制多家上市公司，拥有境内外多元化的融资渠道，股权融资渠道畅通。此外，公司设立招商局集团财务有限公司（以下简称“集团财务公司”，公司直接持股 51%，并通过全资子公司中国外运长航集团有限公司间接持股 49%）作为境内资金集中管理的专业金融机构，对下属子公司的账户资金归集、内部融资等业务进行统一管理。整体来看，公司具备很强的金融资源协调能力。

中诚信国际认为，2022 年母公司投资收益大幅增加，盈利水平提升，永续债券的偿还使得所有者权益和总债务规模均有所下降，债务结构处于较合理水平，财务杠杆比率较高，但货币资金可对短期债务形成较好覆盖，融资渠道畅通，财务弹性较强。

招商局集团母公司主要行使管理职能和对外融资职能，未从事实体业务，无营业收入。期间费用以财务费用为主，主要系支付银行借款、债券等债务融资的利息，2022 年大幅下降。母公司利润来源主要为长期股权投资确认的投资收益，2022 年子公司成本法分红确认的投资收益大幅增加，利润总额同比增长，盈利水平提升。母公司资产主要系货币资金、其他应收款及对子公司的股权投资，2022 年以来整体呈小幅波动态势。其中，资金受投融资活动等影响而有所波动，但仍保持在一定规模，且使用无受限；其他应收款为关联方往来款，跟踪期内大幅下降，截至 2022 年末，

前两大应收款方为下属布罗德福（深圳）港口发展有限公司和招商局金融控股有限公司（账面金额分别为 148.79 亿元和 64.70 亿元，合计占比 75.15%），账龄在 1 年以内的其他应收款占期末总额比重为 12.46%，但其款项回收较有保障，未计提信用损失准备。母公司债务以银行借款和公募债券为主，2022 年以来随着其他权益工具中永续债券的偿还等，总债务和权益规模均有所下降；随着一年内到期的长期债务重分类，2023 年 3 月末短期债务规模有所上升，财务杠杆比率较高，但债务结构仍处于较合理水平。2022 年以来，短期债务波动导致货币资金等价物对其的覆盖能力波动较大，但均能形成较好覆盖。同时，母公司外部融资能力极强，融资成本在同类型企业中处于很低水平，具有较大规模的未使用授信额度，且其持有的上市公司股权亦可为其偿债提供较好保障，整体来看财务弹性较强。

表 8：公司本部口径主要财务数据及指标情况（亿元）

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3/2023.3 |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 财务费用 | 14.90 | 12.46 | 5.67 | 2.17 |
| 期间费用合计 | 14.99 | 12.59 | 6.08 | 2.20 |
| 经营性业务利润 | -14.99 | -12.61 | -6.09 | -2.20 |
| 投资收益 | 59.67 | 49.63 | 57.02 | 0.53 |
| 利润总额 | 60.87 | 37.55 | 51.00 | -1.66 |
| 总资产收益率(%) | 4.93 | 3.46 | 4.55 | -- |
| 货币资金 | 461.01 | 313.18 | 204.59 | 215.35 |
| 其他应收款 | 415.03 | 350.70 | 284.09 | 284.04 |
| 长期股权投资 | 670.85 | 772.96 | 772.96 | 772.96 |
| 总资产 | 1,637.42 | 1,488.82 | 1,329.95 | 1,340.23 |
| 总债务 | 1,229.22 | 1,126.82 | 911.56 | 909.87 |
| 短期债务/总债务(%) | 4.23 | 15.00 | 1.21 | 12.02 |
| 总负债 | 519.84 | 481.36 | 465.16 | 483.67 |
| 其他权益工具 | 801.48 | 741.49 | 691.44 | 691.44 |
| 所有者权益合计 | 1,117.58 | 1,007.46 | 864.80 | 856.56 |
| 资产负债率(%) | 31.75 | 32.33 | 34.98 | 36.09 |
| 总资本化比率(%) | 79.54 | 80.90 | 84.02 | 84.64 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 54.57 | 66.20 | 84.16 | 0.33 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 146.16 | -14.23 | 32.72 | 1.00 |
| 其中：取得投资收益收到的现金 | 59.63 | 50.38 | 50.27 | 1.00 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -77.34 | -200.31 | -225.93 | 9.44 |
| 货币等价物/短期债务(X) | 9.56 | 1.85 | 18.60 | 1.98 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 9：截至 2023 年 3 月末母公司持有上市公司股权情况

| 上市公司简称 | 持股比例(%) | 持股数量(万股) | 2023/3/31 持有市值(亿元) |
|-----------|---------|------------|--------------------|
| 招商蛇口 | 59.53 | 460,689.99 | 627.46 |
| 中国外运 | 21.94 | 160,059.74 | 66.58 |
| 招商公路 | 68.57 | 424,142.59 | 359.25 |
| 合计 | - | - | 1,053.29 |

注：上述股权均未被质押。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他事项

截至 2022 年末，公司受限资产合计为 3,987.16 亿元，占当期期末总资产的 15.15%，主要包括受限交易性金融资产、存货、货币资金、其他债权投资等。同期末，母公司无受限资产。

截至 2022 年末，公司无重大未决诉讼仲裁事项，合并口径对外担保形成的或有负债合计 502.92

亿元，占当期末净资产的 4.87%，主要为招商蛇口向银行提供的按揭贷款担保，代偿风险很小。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2020~2023 年 5 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁶

假设

——2023 年，招商局集团各板块业务发展情况较为稳定。

——2023 年，招商局集团基础性设施建设稳步推进，资本支出保持在一定规模，债务小幅上升。

预测

表 10：预测情况表

| 重要指标 | 2021 年实际 | 2022 年实际 | 2023 年预测 |
|---------------|----------|----------|----------|
| 总资本化比率(%) | 44.87 | 45.49 | 44~46 |
| 总债务/EBITDA(X) | 5.62 | 6.44 | 6.5~8 |

资料来源：中诚信国际

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，公司货币资金及备用流动性较为充足，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

公司合并口径经营获现水平波动较大，但未使用授信充足，货币资金对短期债务的形成一定覆盖。截至 2022 年末，公司合并口径使用未受限制的货币资金为 1,675.67 亿元，可对短期债务形成一定覆盖。截至 2022 年末，公司合并口径银行授信超过 11,100 亿元，尚未使用额度约 6,270 亿元，备用流动性较为充足。此外，公司债务融资工具发行顺畅，利率位于同类型企业较优水平；同时，公司直接或间接控制多家上市公司，拥有境内外多元化的融资渠道，具有很强的外部融资能力。公司合并口径资金流出主要为港口和城市与园区综合开发运营等项目建设及债务的还本付息，资金平衡情况尚可。2022 年以来对外投资规模持续增加，随着港口和城市与园区综合开发运营等在建项目的推进，未来仍有一定资本支出压力，目前公司债务结构以长期债务为主，债务集中兑付压力不大，未来一年流动性来源对流动性需求能够形成一定覆盖。

母公司经营获现水平较低，但现金及等价物储备较为充足，截至 2023 年 3 月末，母公司货币资金为 215.35 亿元，无使用受限，能够对短期债务形成有效覆盖，且其持有的上市公司股权亦可为其偿债提供较好保障。整体来看，母公司流动性风险可控。

表 11：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

| | 一年及以下 | 一年以上 |
|------|----------|----------|
| 合并口径 | 2,687.60 | 5,188.23 |

⁶ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

| | | |
|--------------|---------------|---------------|
| 银行融资 | 363.31 | 2,791.53 |
| 债券融资 | 241.49 | 2,317.11 |
| 其他 | 2,082.80 | 79.59 |
| 母公司口径 | 109.34 | 800.53 |
| 银行融资 | - | 109.10 |
| 债券融资及其他 | 109.34 | 691.43 |

注：1、数据因四舍五入存在尾数差异；2、债务统计口径含其他债务调整项。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 12：截至 2023 年 3 月末公司母公司持有上市公司股权情况

| 上市公司简称 | 持股比例 (%) | 持股数量 (万股) | 2023/3/31 持有市值 (亿元) |
|-----------|----------|------------|---------------------|
| 招商蛇口 | 59.53 | 460,689.99 | 627.46 |
| 中国外运 | 21.94 | 160,059.74 | 66.58 |
| 招商公路 | 68.57 | 424,142.59 | 359.25 |
| 合计 | - | - | 1,053.29 |

注：上述股权均未被质押。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析⁷

中诚信国际认为，公司治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险无负面影响。

环境方面，公司业务涉及港口、航运、公路、物流等综合交通和房地产等基础设施的建设、运营，可能会产生废气、粉尘、噪音等环节污染。针对相关情况，公司设有安全监督管理部，开展安全生产的指导、管理、监督和考核工作，制定完善了安全生产、能源节约与生态环境保护、应急管理 etc 制度和管理体系，主要业务板块亦为上市公司，均制定了相应的环保及安全生产制度和管控指标。近年来，公司未发生工亡类或其他重大安全生产事故。社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高，近三年公司高管团队未发生影响公司经营情况的变动。

公司治理方面，公司不设股东会，由国务院国资委代表出资人依法行使股东会部分职权。公司设董事会，由 7~13 名董事组成，董事会设董事长 1 名，董事会对国务院国资委负责。公司设总经理，对董事会负责；同时设立监事会，由国务院国资委派出，对董事会和经理层依法依规履职情况进行监督评价。公司总部作为控股和投资实体，主要负责确定集团的战略方向、长期发展目标和近期的经营、管理目标；制定集团的战略规划和年度经营计划，确定集团的管理体制和管理模式。招商局集团实行强总部的管理模式，集团总部对下属公司（二级公司）资源配置（投资决策和资产处置）、领导班子、财务管理（资金统调及系统监控）实行集中管理与监控；而各战略业务单位作为利润中心主要负责与生产、经营活动相关的经营性决策。公司机构的设置及职能的分工符合内部控制的要求，目前运行良好。资金管理方面，公司已建立资金集中的管理体系，对下属公司的资金管理形成境内以集团财务公司和各上市公司总部为资金集中主要平台、境外以招商局集团（香港）有限公司为筹融资平台，完善“一体两翼”、“分层集中”的司库体系。但由于公司在内地、香港等地参控股公司众多，对其治理和 risk 管控提出一定挑战。战略方面，公司坚持“服务国家战略，提升产业竞争力”，围绕“立足香港、深耕湾区、一带一

⁷ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

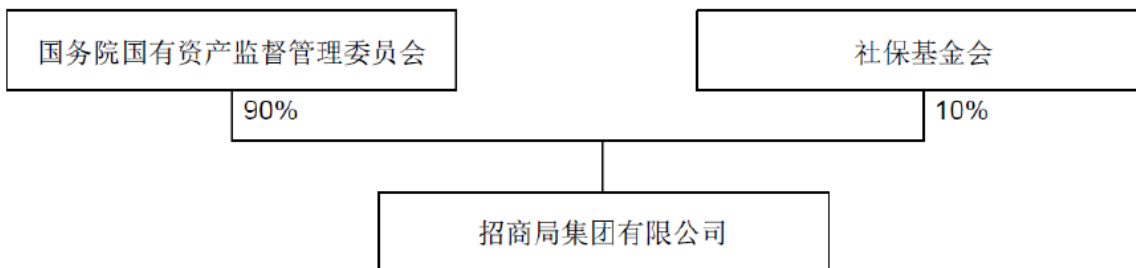
路”区域发展战略布局，明确提出打造三个“世界一流”和四个“中国领先”的产业发展目标⁸，建设为具有全球竞争力的世界一流企业。

评级结论

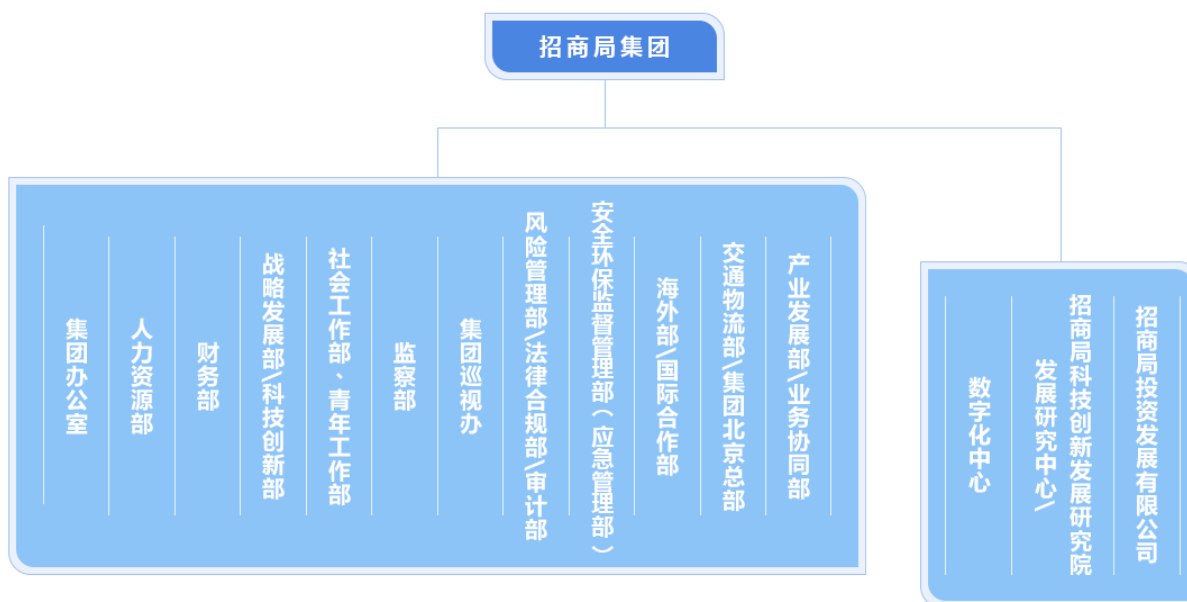
综上所述，中诚信国际评定“招商局集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行科技创新永续期公司债券（第二期）”的信用等级为 **AAA**。

⁸ 三个“世界一流”：世界一流的港口综合服务商、具有核心竞争力的世界一流航运企业、世界一流的智慧物流综合服务平台商。四个“中国领先”：中国领先的高速公路投资运营和交通科技综合服务商、中国领先的海洋装备和邮轮制造企业、中国领先的城市及园区综合开发和运营服务商、独具特色的中国领先的金融控股集团。

附一：招商局集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



注：社保基金会 10% 股权划转事项尚未完成工商变更。



资料来源：公司提供

附二：招商局集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3/2023.1~3 |
|---------------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| 货币资金 | 24,608,984.79 | 24,064,356.31 | 26,019,533.86 | 27,353,439.14 |
| 应收账款 | 2,323,368.93 | 2,758,640.51 | 2,916,599.91 | 3,196,855.28 |
| 其他应收款 | 11,376,373.94 | 13,576,493.23 | 14,238,793.78 | 14,913,221.64 |
| 存货 | 39,133,524.40 | 44,495,247.42 | 44,065,354.43 | 44,528,084.05 |
| 长期投资 | 45,757,969.60 | 51,835,126.00 | 60,320,173.38 | 61,860,174.16 |
| 固定资产 | 19,106,000.87 | 19,570,946.82 | 19,963,501.43 | 19,694,189.68 |
| 在建工程 | 4,533,575.01 | 4,015,236.52 | 3,952,417.09 | 4,018,411.99 |
| 无形资产 | 9,010,315.35 | 9,126,045.74 | 10,685,927.90 | 10,590,509.32 |
| 资产总计 | 222,911,001.78 | 250,876,457.18 | 263,202,723.79 | 267,093,370.40 |
| 其他应付款 | 10,772,266.15 | 14,047,349.72 | 14,797,306.92 | 14,677,522.34 |
| 短期债务 | 23,056,539.29 | 21,739,755.26 | 27,167,188.14 | 26,876,015.49 |
| 长期债务 | 43,876,304.85 | 51,595,280.75 | 53,341,541.10 | 51,882,263.13 |
| 总债务 | 66,932,844.14 | 73,335,036.01 | 80,508,729.24 | 78,758,278.62 |
| 净债务 | 49,671,493.58 | 57,464,144.29 | 63,752,037.55 | 51,404,839.48 |
| 负债合计 | 132,733,453.34 | 153,419,304.38 | 159,868,586.62 | 162,293,236.39 |
| 所有者权益合计 | 90,177,548.43 | 97,457,152.80 | 103,334,137.16 | 104,800,134.01 |
| 利息支出 | 2,455,526.28 | 2,421,530.18 | 2,381,785.84 | -- |
| 营业总收入 | 41,593,769.63 | 49,517,181.00 | 49,295,591.86 | 8,511,478.36 |
| 经营性业务利润 | 3,339,457.30 | 3,452,655.60 | 3,171,121.00 | 339,760.50 |
| 投资收益 | 5,740,196.26 | 6,834,486.25 | 7,621,351.10 | 1,559,523.61 |
| 净利润 | 6,639,762.82 | 8,204,188.07 | 7,836,579.73 | 1,928,063.90 |
| EBIT | 9,315,066.42 | 10,910,483.29 | 10,373,537.13 | -- |
| EBITDA | 11,150,170.98 | 13,047,327.81 | 12,508,291.02 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 2,726,281.27 | 249,908.12 | 11,107,811.87 | 3,059,219.44 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -1,475,450.30 | -1,730,503.74 | -4,781,321.16 | -407,133.02 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 2,047,920.40 | 3,627.08 | -5,723,082.43 | -2,016,592.24 |
| 财务指标 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3/2023.1~3 |
| 营业毛利率(%) | 17.62 | 16.26 | 15.60 | 14.53 |
| 期间费用率(%) | 10.68 | 9.76 | 9.29 | 12.86 |
| EBIT 利润率(%) | 24.53 | 24.03 | 22.91 | -- |
| 总资产收益率(%) | -- | 4.61 | 4.04 | -- |
| 流动比率(X) | 1.39 | 1.43 | 1.40 | 1.37 |
| 速动比率(X) | 0.95 | 0.99 | 0.97 | 0.95 |
| 存货周转率(X) | -- | 0.91 | 0.86 | 0.58* |
| 应收账款周转率(X) | -- | 17.87 | 15.95 | 9.82* |
| 资产负债率(%) | 59.55 | 61.15 | 60.74 | 60.76 |
| 总资本化比率(%) | 44.88 | 44.87 | 45.49 | 44.57 |
| 短期债务/总债务(%) | 34.45 | 29.64 | 33.74 | 34.12 |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X) | 0.004 | -0.03 | 0.11 | 0.16* |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X) | 0.01 | -0.10 | 0.32 | 0.46* |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X) | 1.11 | 0.10 | 4.66 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | 6.00 | 5.62 | 6.44 | -- |
| EBITDA/短期债务(X) | 0.48 | 0.60 | 0.46 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数(X) | 4.54 | 5.39 | 5.25 | -- |
| EBIT 利息保障倍数(X) | 3.79 | 4.51 | 4.36 | -- |
| FFO/总债务(X) | 0.04 | 0.04 | 0.05 | -- |

注：1、2023 年一季报未经审计且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效；2、带“*”指标已经年化处理。

附三：招商局集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3/2023.1~3 |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|
| 货币资金 | 4,610,063.94 | 3,131,806.82 | 2,045,855.58 | 2,153,540.90 |
| 应收账款 | - | - | - | - |
| 其他应收款 | 4,150,287.96 | 3,506,963.72 | 2,840,927.96 | 2,840,369.34 |
| 存货 | - | 0.00 | 0.00 | - |
| 长期投资 | 6,820,108.19 | 7,860,825.85 | 8,015,296.30 | 8,010,627.21 |
| 固定资产 | 4.80 | 2.59 | 1.36 | 1.05 |
| 在建工程 | - | - | - | - |
| 无形资产 | 71.76 | 53.84 | 35.92 | 31.44 |
| 资产总计 | 16,374,159.83 | 14,888,222.55 | 13,299,517.31 | 13,402,254.38 |
| 其他应付款 | 869,657.05 | 909,334.40 | 1,395,225.83 | 995,751.37 |
| 短期债务 | 519,407.01 | 1,690,123.54 | 110,539.55 | 1,093,395.65 |
| 长期债务 | 11,772,784.69 | 9,578,077.48 | 9,005,096.27 | 8,005,336.55 |
| 总债务 | 12,292,191.70 | 11,268,201.03 | 9,115,635.83 | 9,098,732.20 |
| 净债务 | 7,682,127.76 | 8,136,394.21 | 7,069,780.25 | 6,945,191.30 |
| 负债合计 | 5,198,356.16 | 4,813,623.18 | 4,651,555.44 | 4,836,703.04 |
| 所有者权益合计 | 11,175,803.67 | 10,074,599.37 | 8,647,961.86 | 8,565,551.34 |
| 利息支出 | 571,592.28 | 524,286.09 | 460,099.34 | -- |
| 营业总收入 | - | - | - | - |
| 经营性业务利润 | -149,916.96 | -126,144.22 | -60,885.79 | -21,968.33 |
| 投资收益 | 596,684.83 | 496,288.81 | 570,196.04 | 5,336.34 |
| 净利润 | 608,727.50 | 375,466.69 | 509,972.00 | -16,604.25 |
| EBIT | 794,420.83 | 541,122.13 | 641,300.02 | -- |
| EBITDA | 794,440.97 | 541,142.25 | 641,319.17 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 545,741.05 | 661,992.64 | 841,625.49 | 3,265.16 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 1,461,588.26 | -142,330.53 | 327,243.80 | 10,038.97 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -773,443.56 | -2,003,108.52 | -2,259,340.83 | 94,378.17 |
| 财务指标 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3/2023.1~3 |
| 营业毛利率(%) | -- | -- | -- | -- |
| 期间费用率(%) | -- | -- | -- | -- |
| EBIT 利润率(%) | -- | -- | -- | -- |
| 总资产收益率(%) | -- | 3.46 | 4.55 | -- |
| 流动比率(X) | 6.54 | 2.55 | 1.95 | 1.35 |
| 速动比率(X) | 6.54 | 2.55 | 1.95 | 1.35 |
| 存货周转率(X) | -- | -- | -- | -- |
| 应收账款周转率(X) | -- | -- | -- | -- |
| 资产负债率(%) | 31.75 | 32.33 | 34.98 | 36.09 |
| 总资本化比率(%) | 79.54 | 80.90 | 84.02 | 84.64 |
| 短期债务/总债务(%) | 4.23 | 15.00 | 1.21 | 12.02 |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X) | -0.002 | 0.01 | 0.04 | 0.001 |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X) | -0.05 | 0.08 | 3.45 | 0.01 |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X) | 0.95 | 1.26 | 1.83 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | 15.47 | 20.82 | 14.21 | -- |
| EBITDA/短期债务(X) | 1.53 | 0.32 | 5.80 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数(X) | 1.39 | 1.03 | 1.39 | -- |
| EBIT 利息保障倍数(X) | 1.39 | 1.03 | 1.39 | -- |
| FFO/总债务(X) | -0.04 | -0.04 | -0.04 | -- |

注：1、2023 年一季报未经审计，母公司口径各期均未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效。

附四：基本财务指标的计算公式

| 指标 | 计算公式 |
|---------------------|---|
| 短期债务 | 短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项 |
| 长期债务 | 长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项 |
| 总债务 | 长期债务+短期债务 |
| 经调整的所有者权益 | 所有者权益合计-混合型证券调整 |
| 资产负债率 | 负债总额/资产总额 |
| 总资产化比率 | 总债务/(总债务+经调整的所有者权益) |
| 非受限货币资金 | 货币资金-受限货币资金 |
| 利息支出 | 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出 |
| 长期投资 | 债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资 |
| 应收账款周转率 | 营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) |
| 存货周转率 | 营业成本/存货平均净额 |
| 现金周转天数 | (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额) |
| 营业毛利率 | (营业收入-营业成本)/营业收入 |
| 期间费用合计 | 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用 |
| 期间费用率 | 期间费用合计/营业收入 |
| 经营性业务利润 | 营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项 |
| EBIT（息税前盈余） | 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项 |
| EBITDA（息税折旧摊销前盈余） | EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销 |
| 总资产收益率 | EBIT/总资产平均余额 |
| EBIT 利润率 | EBIT/营业收入 |
| 收现比 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额 | 经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出 |
| FFO | 经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加) |
| EBIT 利息保障倍数 | EBIT/利息支出 |
| EBITDA 利息保障倍数 | EBITDA/利息支出 |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 | 经营活动产生的现金流量净额/利息支出 |

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

| 主体等级符号 | 含义 |
|--------|-------------------------------------|
| AAA | 受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA | 受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。 |
| A | 受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| B | 受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| CCC | 受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| CC | 受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。 |
| C | 受评对象不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

| 中长期债项等级符号 | 含义 |
|-----------|-------------------------------|
| AAA | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。 |
| AA | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。 |
| A | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。 |
| BBB | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。 |
| BB | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。 |
| B | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。 |
| CCC | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。 |
| CC | 基本不能保证偿还债券。 |
| C | 不能偿还债券。 |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn