

招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）、2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期、第二期）、2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：周 鹏 pzhou@ccxi.com.cn

项目组成员：刘旭冉 xrliu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 19 日

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评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析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。
- 本次评级结果中的信用等级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，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪 0921 号

招商局蛇口工业区控股股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“17 蛇口 01”、“17 蛇口 02”、“18 蛇口 01”、“18 蛇口 02”、“18 蛇口 03”、“18 蛇口 04”、“19 蛇口 01”、“19 蛇口 02”、“19 蛇口 03”、“19 蛇口 04”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十九日

评级观点：中诚信国际维持招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“招商蛇口”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 蛇口 01”、“17 蛇口 02”、“18 蛇口 01”、“18 蛇口 02”、“18 蛇口 03”、“18 蛇口 04”、“19 蛇口 01”、“19 蛇口 02”、“19 蛇口 03”、“19 蛇口 04”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了招商蛇口股东实力雄厚及对公司强有力的支持，丰富的社区和园区综合开发运营经验，优质且充足的土地储备资源，资本结构稳健且融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到房地产行业政策，招商蛇口债务规模持续增长，资本支出压力攀升等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

招商蛇口	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	3,392.18	4,232.21	6,176.88	6,340.82
所有者权益合计（亿元）	956.97	1,088.63	2,273.70	2,301.90
总负债（亿元）	2,435.20	3,143.59	3,903.18	4,038.92
总债务（亿元）	1,033.98	1,213.68	1,430.25	1,462.77
营业总收入（亿元）	759.38	882.78	976.72	117.97
净利润（亿元）	154.41	194.61	188.57	7.91
EBITDA（亿元）	243.73	313.31	324.61	-
经营活动净现金流（亿元）	-50.63	104.78	138.12	-163.97
营业毛利率(%)	37.79	39.49	34.65	25.59
净负债率(%)	59.93	49.59	29.78	32.45
总债务/EBITDA(X)	4.24	3.87	4.41	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.83	3.88	3.54	-

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理。2017 年财务数据为 2018 年审计报告期初数；2018 年财务数据为 2019 年审计报告期初数；2019 年财务数据为当期审计报告期末数。

正 面

■ **股东实力雄厚及对公司强有力的支持。**公司控股股东招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）是国务院国有资产监督管理委员会监管的大型中央企业之一，也是 16 家以房地产为主业的央企之一，业务主要集中于综合交通、特色金融、城市与园区综合开发运营三大核心产业，综合实力雄厚。公司作为招商局集团内唯一的地产资产整合平台及重要的业务协同平台，能够在业务拓展、项目获取、资金安排以及资本运营等方面获得有力支持。

■ **丰富的社区和园区综合开发运营经验。**作为全国性房地产龙头企业之一，公司累积了丰富的社区开发销售及园区开发运营经验，具备了各项资源的综合整合能力，形成了很强的品牌竞

同行业比较

2019 年部分房地产企业主要指标对比表

公司名称	全口径签约销售金额（亿元）	总资产（亿元）	净负债率(%)	货币资金/短期债务(X)	营业总收入（亿元）	净利润率(%)	存货周转率(X)	总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)
华润置地	2,425	7,621.08	30.45	2.95	1,477.36	23.25	0.28	-
中国海外发展	3,772*	7,238.96	32.69	2.98	1,636.51	26.12	0.30	-
保利地产	4,618	10,332.09	60.32	1.88	2,359.34	15.91	0.29	0.99
招商蛇口	2,205	6,176.88	29.78	1.35	976.72	19.31	0.24	1.14

注：1、“华润置地”为“华润置地有限公司”简称，证券代码 01109.HK；“中国海外发展”为“中国海外发展有限公司”简称，证券代码 00688.HK；“保利地产”为“保利发展控股集团股份有限公司”简称，证券代码 600048.SH；2、中国海外发展全口径签约销售金额货币单位为港元，其他公司为人民币；3、由于港股上市公司未披露销售商品、提供劳务收到的现金，表中相关指标未做计算。

资料来源：中诚信国际整理

争优势。2019 年公司全口径签约销售金额同比增长 29.25%，公司市场地位及竞争实力进一步提升。

■ **优质且充足的土地储备资源。**截至 2019 年末，公司在一、二线城市的核心区域拥有较多优质且充足的土地资源，此外，前海自贸区规划逐渐落地，公司在前海片区拥有优质且充足的土地储备，可为公司未来的经营业绩形成较好保障。

■ **资本结构稳健且融资渠道畅通。**得益于稳健的发展策略，公司财务杠杆比率适中，且债务期限结构较好，加之货币资金充裕，为债务本息偿还形成充分保障；此外，公司融资渠道多元且畅通，可通过多种方式获取融资，且具有融资成本优势。

关 注

■ **房地产行业政策。**在宏观经济增速放缓叠加新冠肺炎疫情影响的背景下，因城施策等房地产行业调控政策仍在持续，行业竞争加剧，利润空间不断收窄，环境及政策的变化或将对公司经营战略的实施提出更高要求。

■ **债务规模持续增长，资本支出压力攀升。**随着公司业务规模持续扩张，同时对一、二线城市优质土地储备资源的不断获取推升资金需求增加，2019 年末公司债务规模持续增长；加之公司拥有较大规模的房地产和园区开发在建项目投资需求，公司面临的资本支出压力或将进一步增加。

评级展望

中诚信国际认为，招商局蛇口工业区控股股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**签约销售金额的增长趋势发生显著不利变化，土地储备激进导致杠杆比例大幅上升，盈利能力明显下滑，现金流平衡能力严重弱化。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
19 蛇口 04	AAA	AAA	6.00	6.00	2019/7/12~2022/7/12
19 蛇口 03	AAA	AAA	15.00	15.00	2019/7/12~2024/7/12
19 蛇口 02	AAA	AAA	12.00	12.00	2019/6/25~2022/6/25
19 蛇口 01	AAA	AAA	23.00	23.00	2019/6/25~2024/6/25
18 蛇口 04	AAA	AAA	21.60	21.60	2018/6/11~2021/6/11
18 蛇口 03	AAA	AAA	18.40	18.40	2018/6/11~2023/6/11
18 蛇口 02	AAA	AAA	10.00	10.00	2018/4/17~2021/4/17
18 蛇口 01	AAA	AAA	20.00	20.00	2018/4/17~2023/4/17
17 蛇口 02	AAA	AAA	10.40	10.40	2017/11/20~2020/11/20
17 蛇口 01	AAA	AAA	13.60	13.60	2017/11/20~2022/11/20

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称“17 蛇口 01”、债券代码“112613.SZ”，“17 蛇口 02”，债券代码“112614.SZ”）于 2017 年 11 月 20 日完成发行，发行规模为 24 亿元。其中，17 蛇口 01 募集资金 13.6 亿元，期限为 5 年期，票面利率为 5.40%；17 蛇口 02 募集资金 10.4 亿元，期限为 3 年期，票面利率为 5.20%。截至 2019 年末，公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称“18 蛇口 01”、债券代码“112678.SZ”，“18 蛇口 02”，债券代码“112679.SZ”）于 2018 年 4 月 17 日完成发行，发行规模为 30 亿元。其中，18 蛇口 01 募集资金 20 亿元，期限为 5 年期，票面利率为 5.00%；18 蛇口 02 募集资金 10 亿元，期限为 3 年期，票面利率为 4.83%。截至 2019 年末，公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）（债券简称“18 蛇口 03”、债券代码“112715.SZ”，债券简称“18 蛇口 04”、债券代码“112718.SZ”）于 2018 年 6 月 11 日完成发行，发行规模为 40 亿元。其中，18 蛇口 03 募集资金 18.4 亿元，期限为 5 年期，票面利率为 5.25%；18 蛇口 04 募集资金 21.6 亿元，期限为 3 年期，票面利率为 4.97%。截至 2019 年末，公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简

称“19 蛇口 01”、债券代码“112921.SZ”，债券简称“19 蛇口 02”、债券代码“112922.SZ”）于 2019 年 6 月 25 日完成发行，发行规模为 35 亿元。其中，19 蛇口 01 募集资金 23 亿元，期限为 5 年期，票面利率为 4.21%；19 蛇口 02 募集资金 12 亿元，期限为 3 年期，票面利率为 3.75%。截至 2019 年末，公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）（债券简称“19 蛇口 03”、债券代码“112929.SZ”，债券简称“19 蛇口 04”、债券代码“112930.SZ”）于 2019 年 7 月 12 日完成发行，发行规模为 21 亿元。其中，19 蛇口 03 募集资金 15 亿元，期限为 5 年期，票面利率为 4.13%；19 蛇口 04 募集资金 6 亿元，期限为 3 年期，票面利率为 3.58%。截至 2019 年末，公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019 年中国经济增速进一步回落，同比增长 6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然 2019 年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了 2020 年经济运行不确定性。

2019 年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生

产端与消费端价格背离,内部需求不足 PPI 低位运行,猪价上涨带动 CPI 上行;此外,区域分化加剧,部分省、市经济增速回落明显。

宏观风险: 在国内外多重风险挑战持续的情况下,新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行风险,成为 2020 年中国经济面临的重大“黑天鹅”事件。在疫情冲击下,中国经济下行压力将进一步加大,第三产业面临的冲击尤为突出,企业尤其是中小企业面临较大的生存压力,而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时,在信用风险仍处于高发态势的当下,疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外,央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在,部分省份隐性债务风险较为突出,疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看,当今世界面临百年未有之大变局,外部地缘政治风险仍需高度警惕。

宏观政策: 2019 年 12 月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确 2020 年经济工作“稳”字当头,确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制,稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过,在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大,以促进生产恢复。具体来看,积极财政政策或将加快节奏,尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快,以进一步发挥基建托底作用。此外,针对服务业受疫情冲击的具体情况,各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松,充分利用 LPR、降准、再贴现、再贷款等工具,加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度,为恢复生产营造良好货币信用环境。

宏观展望: 受疫情影响,人员流动受限、春节假期延长,交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为,疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现,一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制,稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年,随着逆周期宏观调控政策的发力,经济增速或将回升,2020 年全年经济或前低后稳。由于

疫情拖得越久,经济影响也就越大,同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关注的突发公共卫生事件,后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

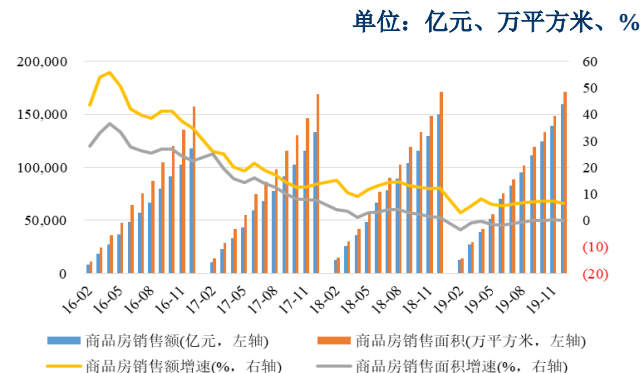
中诚信国际认为,肺炎疫情影响或将打断中国经济的短时回稳进程,加大其短期下行压力,但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情,各级政府持续采取强有力的管控措施,疫情对中国经济的影响或偏于短期,中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段,其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要,后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看,疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程,中国经济中长期增长韧性犹存。

近期关注

2019 年在房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响下,房地产销售增速放缓,房价涨幅明显收窄,房地产去库存效果逐步显现。

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下,近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019 年,全国商品房销售面积为 17.16 亿平方米,同比下降 0.1%,近年来首次出现负增长;全年商品房销售金额为 15.97 万亿元,同比增长 6.5%,增速下滑 5.7 个百分点。商品房销售价格方面,2019 年,70 个大中城市价格指数环比涨幅呈现明显缩窄,由 2018 年 8 月环比涨幅 1.49% 的高点波动回落至 2019 年 12 月的 0.35%。

图 1: 近年来全国商品房销售情况



资料来源: 国家统计局, 中诚信国际整理

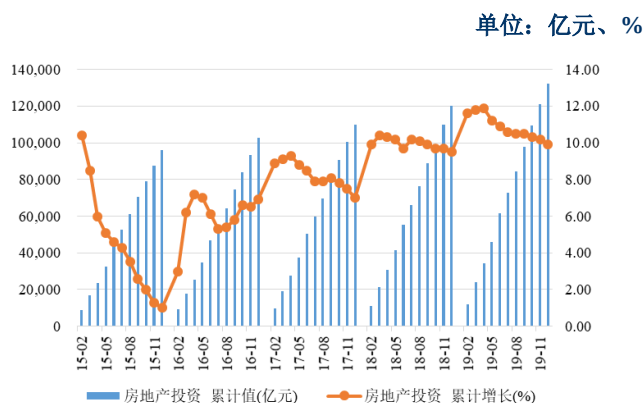
随着房地产去库存政策的持续推进，全国商品房待售面积持续下降，截至 2019 年末全国商品房待售面积降至 4.98 亿平方米，同比下降 4.9%，去库存效果逐步显现，但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大，同时棚改货币化政策的收紧亦或对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

中诚信国际认为，2019 年以来，房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路，各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持续的影响下，房地产企业整体内部流动性来源增速承压。

受融资环境紧缩的影响，2019 年房企外部现金流平衡能力面临挑战，但拿地意愿的下降及新开工面积增速的大幅放缓，均有助于房企现金流状况的改善。

在投资方面，2019 年，在年初新开工面积和施工面积的双向推动下，房地产开发投资额始终维持两位数的高增速，但随后房企根据外部环境变化调整项目进度，房地产开发投资增速逐渐回落，全年房地产开发投资同比增长 9.9%至 13.22 万亿元，其中住宅投资同比增长 13.9%至 9.71 万亿元。

图 2：近年来全国房地产开发投资情况

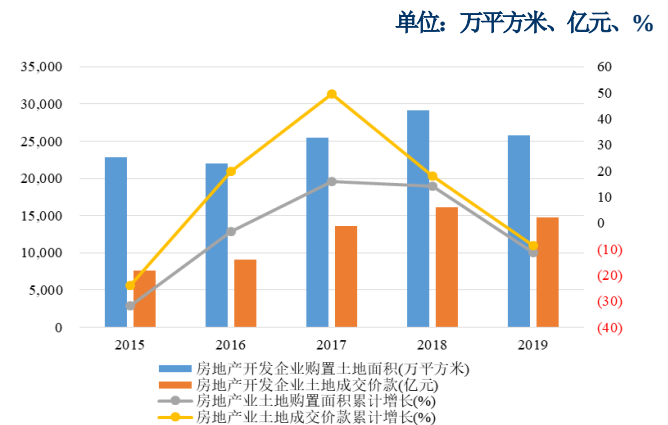


资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

受销售增速放缓以及融资环境紧缩的影响，房企拿地意愿降低，新开工增速下滑。其中土地市场方面，国内土地市场购置面积和价款均发生明显下降，同比分别下降 11.4%和 8.7%。施工方面，2019 年，房地产开发企业新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.5%，

增速下滑 8.7 个百分点。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

外部融资是房地产企业现金流的重要补充来源。2019 年 5 月以来，多项针对房企融资端的调控政策相继出台¹，房地产企业外部融资难度有所增加。与此同时，房地产行业面临未来 2~3 年债务集中到期压力，对房企的资金平衡能力形成较大挑战。

中诚信国际认为，在行业整体规模增速放缓和融资环境收紧的综合作用下，房地产企业土地投资趋于理性，新开工节奏有所放缓，在一定程度上能够缓解内部现金流平衡压力；与此同时，房地产行业外部流动性压力增大，对房企的资金平衡能力提出更高要求。

房地产行业梯队分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。

随着房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度持续提升，房地产行业梯队分化格局持续凸显。

具体来看，2019 年 TOP 3 房企销售规模增速放缓，

¹ 5 月，银保监会的 23 号文明确要求，商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资；7 月，银保监会对多家信托进行窗口指导，要求控制房地产信托规模的增量，并强化合规管控；当月，国家发改委发文要求，房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，同时还需详细披露其海外发债的具体情况和资金用途；8 月，银保监会向各银保监局信托监管处室传达下半年监管重点，指出按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。

集中度小幅下降 0.3 个百分点；TOP 4~10、TOP 11~30 的梯队规模企业集中度上升，梯队内竞争加剧，同时各梯队的销售金额门槛也有所提升。总体而言，TOP 30 梯队房企凭借更强的销售回款和外部融资能力，具有较为明显的竞争优势；而房地产市场资源加速向优势企业聚集，将使得梯队分化格局得以持续。与之相比，2019 年 TOP 31~50 和 TOP 51~100 房企的集中度同比有所下降。

表 1：2017~2019 年国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%
TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%

资料来源：克而瑞信息集团，中诚信国际整理

中诚信国际认为，在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

新型冠状病毒肺炎疫情对房地产企业销售回款及开工推盘有负面影响，各地政府相继出台相关政策加以应对；疫情对房地产行业的影响程度取决于疫情持续时间

新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“疫情”）直接导致的全国范围停工、停售对房企推盘及销售造成一定冲击；房地产企业土地储备进度及项目推盘节奏亦将更趋审慎。

与此同时，部分地方政府围绕活跃交易、土地出让和融资等层面出台行业相关政策，帮助房地产企业渡过难关。其中上海市、浙江省、海南省、无锡市、西安市、南昌市、深圳市等省市政府先后发文，从允许延迟土地价款缴纳、税费缴纳延期、预售条件适度放宽、延长公积金贷款期限、信贷支持等多个维度帮助房地产开发企业应对疫情影响，但尚未突破限购、限贷、限售、限价等调控政策。

中诚信国际认为，因疫情爆发于房地产行业销售

淡季，因而短期内对行业的整体冲击可控；但 2020 年下半年房地产企业公开市场到期债务压力较重，若疫情持续时间延长，则房地产企业的资金平衡将在更大程度上依赖于外部政策环境的持续改善。

得益于多年深耕华东及深圳区域积累的丰富开发经验以及全国化布局建立的品牌竞争优势，2019 年公司销售业绩继续保持快速增长

经过四十余年建设运营深圳蛇口，公司积累了丰富的社区开发销售及园区开发运营经验，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。从前期提供科学、前瞻性的规划与设计、土地的一级整理开发到工业厂房、研发楼、商业综合体及住宅的开发建设，从提供面向全球的招商服务、物业管理服务到提供基础设施、配套设施建设、市政公用事业服务，公司形成了完整的城区和产业园区综合开发的体系和服务理念，同时培养了一定数量的既有专业业务能力又有丰富实践经验的管理团队。

公司社区开发与运营业务目前已布局国内外近 60 个城市及地区，开发项目逾 200 个，系公司收入贡献最大的业务板块。城市布局方面，公司项目主要分布在沿海经济发达城市和中西部高铁沿线城市集群，深耕发展准一线及二线城市，机会参与三、四线城市，并积极尝试海外业务。

项目开发方面，公司保持较快的开发节奏，2019 年新开工面积稳步增长，竣工面积同比大幅增加，不断扩充的在建项目为公司的持续经营提供有力支撑的同时，亦对其后续资金投入提出更高要求。

表 2：2017~2020 年 3 月房地产业务开工竣工情况

单位：万平方米

	2017	2018	2019	2020.Q1
新开工面积	901	1,082	1,306	164
竣工面积	453	499	904	45
期末在建面积	1,572	2,273	2,935	3,054

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产销售方面，近年来公司房地产开发规模持续扩大，销售业绩实现快速增长。2019 年，公司

签约销售面积保持增长，当期实现全口径签约销售金额 2,204.74 亿元，同比增长 29.25%；销售价格方面，由于销售区域分布及产品结构有所差异，近年来公司销售均价有所波动，整体处于较高水平。2020 年以来，受疫情影响，一季度公司分别实现全口径签约销售金额 361.13 亿元和 148.55 万平方米，分别同比减少 4.70%和减少 21.37%，中诚信国际将持续关注疫情对公司销售情况的影响。

结算方面，得益于公司较好的开发节奏及销售增长态势，近年来公司房地产业务结算情况较好，公司结算金额不断增长，同时受结算区域和产品结构调整影响，2019 年公司结算均价有所下滑。

表 3：2017~2020.3 公司房地产业务销售及结算情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2017	2018	2019	2020.Q1
签约销售面积	570.01	827.35	1,169.44	148.55
签约销售金额	1,127.79	1,705.84	2,204.74	361.13
签约销售均价	19,785	20,618	18,853	24,310
结算面积	435.71	419.47	513.84	-
结算金额	688.87	808.15	894.36	-
结算均价	15,810	19,266	17,405	-

注：2020 年一季度结算情况公司未提供相关数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从项目销售的区域分布来看，近年来公司销售区域分布有所变化，2019 年公司销售收入贡献以华东区域、江南区域、深圳区域和华北区域为主。其中，华东区域始终为公司销售金额占比最高的区域，深圳系公司传统战略重心。具体来看，2019 年公司销售金额排名前五的城市或区域分别为深圳、南京（含合肥、镇江）、苏南（含苏州、上海（含南通、嘉兴、太仓）和杭州（含绍兴、台州、温州），占比分别为 13.25%、11.60%、11.22%、11.21%和 10.64%。

表 4：2017~2019 年公司房地产开发业务

销售金额的区域分布情况

区域	2017	2018	区域	2019
华东	30%	43%	华东	25.21%
深圳	22%	19%	江南	22.81%
华中	17%	16%	深圳	13.88%
华北	13%	12%	华北	12.29%

华南（除深圳）	17%	10%	华中	8.79%
其他	1%	0.50%	华南	7.92%
-			西南	7.89%
-			东南	0.92%
-			海外	0.29%
合计	100%	100%	合计	100.00%

注 1：其他包括香港、新西兰和园区事业部；

2：2017 年不含资产处置和股权转让收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司在核心一二线城市拥有大量优质项目资源，但 2019 年土地面积占比有所下滑；此外，随着前海自贸区规划落地，该区资产价值有望快速释放

随着国内城镇化建设的不断深化，全国房地产城市能级日益分化，一、二线城市城区内优质土地资源需求迅速升温；因此，近年公司在立足于原有目标城市的同时，进一步优化一、二线城市城区优质土地资源储备。同时，面对竞争激烈的核心区域，公司也积极采取合作拿地、联合开发和收并购的模式进行项目拓展。

表 5：2017~2020.Q1 公司土地储备情况

单位：个、万平方米、元/平方米、亿元

指标	2017	2018	2019	2020.Q1
当年新拓展项目	55	80	79	19
当年新增土地储备建筑面积	797	1,357	1,423	326
当年新增土地平均成本	11,072	7,030	6,861	6,496
当年地价支出金额	882	954	976	212

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：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司加大土地获取力度，新增土地储备建筑面积和土地支出金额均持续增长，但城市能级有所下沉，土地平均成本有所降低。其中，2019 年全年公司新增项目 79 个，扩充项目资源 1,423 万平方米，权益面积 779 万平方米。公司新获取项目三四线城市居多，按规划计容建筑面积计算，一线城市占比 9.05%，二线城市占比 36.50%，三四线城市占比 53.76%，香港及海外地区占比 0.68%。具体来看，2019 年新增土地储备建筑面积排名前五的城市主要位于昆明、南通、西安、苏州和温州，占比分

别为 19.71%、9.90%、6.17%、5.00%和 3.65%。

截至 2019 年末，公司在 60 余个城市及地区拥有 346 个处于不同开发阶段的项目，项目储备总建筑面积²为 4,650.81 万平方米，同比增长 10.27%，其中权益口径项目储备总建筑面积为 2,652.22 万平方米。从城市能级分布来看，其中一线城市占比 15.51%，二线城市占比 45.40%，三四线城市占比 38.84%，香港及国外占比 0.26%。公司在核心一二线城市拥有大量优质项目资源，但一二线城市土地储备面积占比同比下降 26.64 个百分点。具体来看，项目储备建筑面积前五大城市为昆明、深圳、重庆、南京和武汉，占比分别为 8.83%、7.23%、5.53%、5.19%和 5.15%。另 2020 年 1~3 月，公司新增项目 19 个，新增土地储备建筑面积 326 万平方米（权益口径新增土地储备面积 183 万平方米），土地支出金额 212 亿元，土地平均成本为 6,496 元/平方米。总的来看，目前公司的项目开发规模体量较大，在对公司业绩形成强有力支撑的同时亦对公司的资金支出提出较高要求。

2019 年 12 月公司下属子公司与前海管理局下属子公司将相关资产并入两者合资公司共同开发。至此，公司前海土地整备事项已完成³，公司在前海区域的土地权益已明确。截至 2019 年末，公司在前海土地整备范围内共拥有计容建面 455.84 万平方米的项目储备（不含人才用房），截至 2019 年底有 428.84 万平方米的项目储备未开工⁴。前海蛇口区域集深港合作、“一带一路”、自贸试验区三大国家战略于一身，具有独特的政策优势和战略优势。随着前海自贸区规划逐渐落地，公司在前海片区拥有优质且充足的土地储备，可为公司未来的经营业绩形成较好保障。

² 项目储备总建筑面积=规划计容建筑面积-竣工面积

³ 为满足前期启动项目一期及前海深港文创小镇一期的实际开发建设需要，公司前期已置换获得土地面积为 7.20 万平方米的商业用地。

⁴ 后续将基于前海管理局对于妈湾片区开发建设“六年分宗，十年建成”的总体要求，按照前快后稳、品质引领的原则，综合考虑市场需求、资金平衡、交通条件、产业发展等因素，推进前海土地的开发建设。

投资性物业为公司贡献稳定增长的现金流，同时 2019 年公司收购招商积余或将进一步提升公司的物业管理市场竞争力

公司园区开发与运营业务主要包括特色产业园、大型城市综合体、商业、办公、酒店及配套等业态涉及的开发销售及运营业务，此外还涵盖了公司物业管理业务。从业务模式来看，公司园区开发与运营业务涵盖园区土地获取、园区规划、土地开发、出租、各类产业载体开发、园区资产管理运营服务等业务环节或产品。受历史遗留因素及当地政策的影响，公司每个园区的开发模式及所处阶段不尽相同。2019 年公司园区开发与运营实现收入 124.76 亿元，同比大幅增长 38.33%，主要系深圳国际会展中心商业配套项目结转所致。

根据产业发展的不同阶段及规模，公司从产业创新孵化空间，特色产业园区以及产业新城/小镇三个维度布局园区业务。截至 2019 年末，公司持有或运营的意库系、网谷系和智慧城系特色园区面积达 384 万平方米；产业新城/小镇已经获取 8 个项目，占地面积约 175 平方公里。

此外，2018 年公司与招商局集团及招商局集团（香港）有限公司签订股权转让协议，以 85.53 亿元现金收购招商局漳州开发区有限公司（以下简称“招商漳州”）⁵78%股权，丰富了公司园区资源储备。截至 2019 年末招商漳州及其控股子公司拥有产权的（包括土地使用权及海域使用权）规划平整土地面积 2,200.04 万平方米，累计平整土地面积 2,053.34 万平方米。

物业租赁方面，2017~2019 年末，公司拥有可出租的土地面积分别为 184 万平方米、202.81 万平方米和 153.85 万平方米，近年来公司土地出租率保持在 97%左右；2017~2019 年，公司土地出租收入分别为 1.50 亿元、1.26 亿元和 1.09 亿元，受出租

⁵ 招商漳州成立于 1992 年，自成立起即负责漳州开发区的开发建设。招商漳州目前主要负责开发漳州双鱼岛项目，双鱼岛位于厦门湾南岸，作为中国第一例获批的经营性人工岛，漳州双鱼岛项目计划开发建成集休闲、娱乐、居住、养生于一体的全国旅游目的地。

单价波动和面积影响下降影响，土地出租收入近年来持续减少。投资性物业方面，2017~2019 年末，公司拥有的可出租投资性物业面积分别为 269.83 万平方米、311.74 万平方米和 364.93 万平方米，涵盖公寓、住宅、别墅、写字楼、厂房、商铺及商业中心等多种业态，2017~2019 年，公司分别实现出租收入 22.47 亿元、24.92 亿元和 28.25 亿元，总体出租率分别为 83%、86%和 84%。酒店运营方面，公司酒店运营趋于成熟，截至 2019 年末，公司在深圳、北京、漳州、杭州、昆山等地拥有酒店客房 2,438 套。2017~2019 年，公司分别实现酒店运营收入 5.94 亿元、7.50 亿元和 7.76 亿元。

物业管理方面，2019 年，公司以支付现金方式协议受让中航国际控股股份有限公司（以下简称“中航国际控股”）持有的中航善达股份有限公司（以下简称“中航善达”，后更名为“招商积余”）22.35% 股份，及以持有的招商局物业管理有限公司（以下简称“招商物业”）100%股权认购中航善达非公开发行股份（以下简称“股权认购股份”），截至 2019 年末，公司合计持有招商积余 51.16%的股权，成为其控股股东⁶。截至 2019 年末，招商积余物业管理面积 1.53 亿平方米，其中非住宅类物业管理面积 0.76 亿平方米，住宅类物业管理面积 0.77 亿平方米。2019 年招商积余实现营业收入 60.78 亿元，同比减少 8.68%。

公司以蛇口母港商业模式在全国进行复制，在沿海城市积极拓展邮轮产业布局；目前邮轮产业建设与运营收入对公司营业收入贡献较小。

公司邮轮产业建设与运营业务包括深圳蛇口邮轮母港、厦门邮轮母港的邮轮运营、客运及港口出租等业务，主要由子公司深圳迅隆船务有限公司（以下简称“迅隆船务”）和深圳招商蛇口国际邮轮

母港有限公司（以下简称“蛇口邮轮母港”）运营。公司已初步完成在深圳、厦门、上海、湛江的邮轮母港布局，并以深圳蛇口邮轮母港商业模式为模板，在全国邮轮港口进行布局及商业模式复制，目前正积极拓展十余个沿海城市与长江沿岸母港项目，争取建立中国本土邮轮品牌。

迅隆船务成立于 1993 年 11 月 6 日，主要经营业务为邮轮中心物业出租、邮轮码头运营、高速客轮、蛇口客运码头运营等。目前迅隆船务主要经营深圳蛇口至香港港岛、深圳蛇口至香港国际机场、深圳蛇口至澳门外港/氹仔、深圳机场至澳门外港/氹仔等水上客运航线，是深圳西部前往香港、香港机场、澳门最重要的旅客通道之一。公司自有在营高速客轮 10 艘。2017~2019 年，迅隆船务实现营业收入 2.45 亿元、2.71 亿元和 2.96 亿元，收入稳步增长。

蛇口邮轮母港成立于 1993 年 4 月 13 日，主要经营客运码头及服务业务，为船舶提供靠泊服务，并负责旅客客票销售、候船、入闸、出入境协助、登船服务，提供旅客行李服务，目前与迅隆船务已经合署办公。码头主要发送目的地包括香港机场、澳门、香港中环及珠海等地，2019 年蛇口邮轮母港全年靠泊邮轮 96 艘次，同比增长 8%，邮轮客流 37.31 万人次，同比增长 2.33%。2019 年码头吞吐量合计 345.16 万人次，其中渡轮码头吞吐量 308.85 万人次，邮轮码头吞吐量 37.31 万人次。邮轮母港收入主要来源于经营的客运航线的船票分成，另外提供多余泊位岸线的对外租赁，船舶供水供电及客运楼内少量办公室和商铺的对外租赁及停车场对外经营业务。2017~2019 年蛇口邮轮母港实现营业收入 1.61 亿元、2.53 亿元和 3.42 亿元。总的来看，公司邮轮产业建设与运营收入较为稳定，对营业收入贡献较小，同时受近期疫情影响，该业务经营短期内面临一定压力。

表 6：2017~2019 年公司邮轮产业建设与运营业务收入

单位：万元

业务分类	2017	2018	2019
迅隆船务	24,477.17	27,131.57	29,577.39

⁶ 2019 年 9 月 4 日，中航善达 22.35%股份已经过户至招商蛇口，后者成为中航善达第一大股东。2019 年 12 月 4 日，中航善达完成公司名称的工商变更登记手续，更名为“招商局积余产业运营服务股份有限公司”（简称“招商积余”）。2019 年 12 月 5 日，本次收购涉及的新增股份在深圳证券交易所上市，公司直接及间接合计持有招商积余 51.16%的股权，成为招商积余的控股股东。

蛇口邮轮母港	16,082.83	25,250.97	34,193.50
香港邮轮	11,122.61	4,569.37	386.20
合计	51,682.61	56,951.91	64,157.09

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年审计报告、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 2018~2019 年审计报告和未经审计的 2020 年一季度报。2017 年及 2018 年财务数据分别为 2018 年及 2019 年审计报告期初数；2019 年财务数据为当期审计报告期末数。

2019 年公司营业毛利率仍处于较高水平，期间费用控制能力较好，投资收益对利润总额形成一定补充，整体盈利能力良好

受部分区域限价以及结转产品类型、结转体量变化的影响，2019 年公司社区开发与运营业务毛利率同比有所降低，带动公司整体毛利率水平有所下滑，但各项业务毛利率仍处于较高水平。此外，得益于公司良好的销售业绩，截至 2019 年末，公司合同负债⁷及预收款项分别为 142.89 亿元和 834.86 亿元，合计占当年营业收入的比重为 100.10%，对未来收入结转的保障能力较强。

表 7：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019
社区开发与运营	38.38	39.28	33.55
园区开发与运营	34.50	41.60	42.25
邮轮建设与运营	4.12	34.91	32.35
综合毛利率	37.79	39.49	34.65

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受公司人工费用增长的影响，跟踪期内管理费用快速增长；同时由于销售规模的提升，公司销售机构费用及佣金大幅增长，销售费用亦呈增长态势；此外随着债务规模持续上升致使财务费用提升

⁷ 公司控股子公司招商局置地有限公司（以下简称“招商置地”，香港上市代码 0978.HK）在香港联合交易所上市，招商置地于 2018 年 1 月 1 日起执行新收入准则，将因转让商品收到的预收款在本项目列示。

较快，综合来看公司整体期间费用把控能力有所弱化，但仍处于较好水平。

受毛利率下降及期间费用升高的影响，2019 年公司经营性业务利润有所下降。近年来公司投资收益持续增长，其中 2019 年主要系处置 Frontier Shekou Commercial Holdings Limited 股权收益 42.80 亿元，处置深圳市商启置业有限公司（以下简称“商启置业”）51%股权收益 12.35 亿元，同时商启置业按照公允价值重新计量剩余股权产生的利得 11.86 亿元。资产减值损失规模持续扩大，均为存货跌价损失，2019 年公司资产减值损失主要为厦门臻园、福州雍景园、珠海依云华府等项目计提存货跌价准备合计 20.92 亿元所致。

随着财务性利息支出的持续增加和利润总额的波动上升，EBITDA 呈现增长态势，EBITDA 利润率维持在较高水平；同时随着 2019 年所有者权益快速增长，公司所有者权益收益率大幅下降。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
销售费用	14.87	15.54	22.07	2.66
管理费用	13.45	15.27	17.81	4.52
财务费用	8.72	24.48	27.73	7.32
期间费用率	4.88	6.26	6.92	12.30
经营性业务利润	183.63	210.94	179.81	10.76
资产减值损失	3.33	9.86	20.92	-
公允价值变动收益	-0.14	-0.63	1.14	1.14
投资收益	29.10	65.48	102.31	1.45
营业外损益	-0.25	-0.12	-1.96	0.19
利润总额	209.02	266.01	261.24	13.50
EBITDA	243.73	313.31	324.61	-
净利润	154.41	194.61	188.57	7.91
EBITDA 利润率	32.10	35.49	33.23	-
净资产收益率	17.78	19.03	11.22	1.38

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年公司的财务杠杆水平仍处于较低水平，随着前海土地整备完成，资产规模的大幅扩充进一步优化资本结构

公司资产主要由货币资金、其他应收款、存货、长期股权投资和投资性房地产等构成，经营规模的扩大及前海土地整备完成带动公司资产总额快速增加。具体来看，随着公司存货的快速增加，流动

资产逐年提升；受公司长期股权投资的增加影响，非流动资产规模上升明显。其中货币资金较为充裕，近年来持续增长；其他应收款的规模随应收合作方、联合营公司往来款的增加而不断上升；公司存货主要由在建开发产品构成，其中 2019 年因前海土地整备，深圳前海湾土地开发成本账面价值增加 401.31 亿元。随着对合联营企业的新增投资增加，近年来长期股权投资余额持续增长。投资性房地产近年来出租率及租金收入稳定，2019 年受益于前海土地整备及合资合作事项完成及其他持有型物业增加，公司投资性房地产账面价值大幅增长。

公司负债主要由应付账款、其他应付款和预收款项⁸和有息负债等构成，跟踪期内公司负债总额呈扩张态势，其中应付账款呈增长态势，主要系随着业务规模扩大，建筑工程款增长所致；其他应付款有较大幅度提升，主要系合作公司往来增长所致；预收款项主要为预收购房款，受益于销售回款增加，预收款项逐年增长，为公司未来结转收入提供了支撑；此外，随着近年业务规模的快速扩张，公司对外融资需求亦不断提高，有息债务规模呈上升趋势，2019 年同比增长 17.84%。

公司所有者权益主要由未分配利润、其他权益工具和少数股东权益等构成。具体来看，得益于公司房地产开发业务很强的盈利能力，其利润积累不断夯实自有资本；其他权益工具主要系公司发行的永续债，2019 年末进一步上升至 190 亿元；此外，近年来公司少数股东权益保持增长，主要系公司合作项目的增加和前海土地整备的完成所致⁹。

⁸ 鉴于 2018 年及 2019 年末合同负债科目中主要为预收购房款及预收物业管理费，为与 2017 年保持一致口径，将合同负债科目调至预收款项。

⁹ 2019 年 12 月，公司子公司深圳市招商前海实业发展有限公司(以下简称“前海实业”)、深圳市前海开发投资控股有限公司(以下简称“前海投控”)与共同投资设立合资公司深圳市前海蛇口自贸投资发展有限公司(以下简称“前海自贸”)签署了《增资协议》，由前海自贸主导以增资扩股的方式向前海实业、前海投控分别收购其合法持有的深圳市招商前海蛇口实业投资有限公司(以下简称“招商蛇口”)100%股权及深圳市前海鸿昱实业投资有限公司(以下简称“前海鸿昱”)100%股权；同时，前海实业以部分现金向前海自贸增资。招商蛇口及前海鸿昱 100%股权于增资基准日 2019 年 9 月 30 日的作价金额分别为 644.08 亿元和 729.08 亿元，前海实业现金增资的金额为 85 亿元。上述交易于 2019 年 12 月 30 日完成，交易完成后前海实业和前海投控仍各自持有前海自贸 50%的股权，前海实业仍能控制前海

表 9：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
总资产	3,392.18	4,232.21	6,176.88	6,340.82
货币资金	460.42	673.81	753.24	715.80
其他应收款	625.55	646.33	720.53	754.55
存货	1,676.32	2,108.21	3,122.07	3,203.69
长期股权投资	89.49	173.11	265.93	276.38
投资性房地产	277.25	398.04	903.76	905.97
总负债	2,435.20	3,143.59	3,903.18	4,038.92
总债务	1,033.98	1,213.68	1,430.25	1,462.77
应付账款	221.49	260.13	354.03	271.19
其他应付款	467.04	680.94	736.86	782.04
预收款项	551.35	753.49	977.75	1,005.66
未分配利润	352.32	447.70	530.47	535.24
其他权益工具	40.00	70.00	190.00	190.00
所有者权益	956.97	1,088.63	2,273.70	2,301.90
少数股东权益	245.61	329.54	1,325.25	1,347.45
资产负债率（%）	71.79	74.28	63.19	63.70
净负债率（%）	59.93	49.59	29.78	32.45

注：2017~2019 年及 2020 年 3 月末合同负债已调至预收款项。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

得益于自有资本实力的持续提升以及充裕的期末手持货币资金规模，其财务杆始终控制在较好水平。近年来资产负债率均低于 75%，净负债率控制在 60%以内。若将公司 2019 年末 190 亿元永续债调入长期债务，则 2019 年末公司资产负债率和净负债率分别为 66.27%和 41.61%，仍处于较好水平。

公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成，存货中开发产品占比较低，存货及资产周转表现尚可

在项目开发及储备规模持续扩大的带动下，近年来公司流动资产规模不断上升。公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成。

表 10：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
流动资产/总资产	85.86	83.75	77.26	77.66
存货/流动资产	57.56	59.48	65.42	65.06
货币资产/流动资产	15.81	19.01	15.78	14.54
其他应收款/流动资产	21.48	18.24	15.10	15.32
（存货+货币资金）/流动资产	73.36	78.49	81.20	79.60

自贸。

已完工开发产品	249.27	221.02	387.74	-
已完工开发产品/存货	14.87	10.48	12.42	-
在建开发产品	1,129.24	1,672.20	1,988.25	-
在建开发产品/存货	67.36	79.32	63.68	-
拟开发产品	225.52	144.31	273.57	-
拟开发产品/存货	13.45	6.85	8.76	-
土地开发成本	71.80	70.16	471.81	-
土地开发成本/存货	4.28	3.33	15.11	-

注：公司未提供 2020 年 3 月末存货科目明细。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从存货构成来看，公司存货主要由已完工开发产品、在建开发产品、拟开发产品和土地开发成本等构成。截至 2019 年末，公司已完工开发产品为 387.74 亿元，占存货的比重为 12.42%，主要位于佛山、武汉、上海、天津和深圳等一线或环一线城市。2019 年公司计提存货跌价准备 20.92 亿元，主要系对厦门、福州、珠海及佛山等项目计提的存货跌价准备，需对公司未来项目去化情况加以关注。此外，土地开发成本同比大幅增加主要系当年土地整备增加深圳前海湾土地账面价值 401.31 亿元。资产周转效率方面，2019 年公司存货周转率和总资产周转率有所下滑，但整体资产周转效率尚可。

表11：近年来公司周转率相关指标

	2017	2018	2019
存货周转率（次/年）	0.33	0.28	0.24
总资产周转率（次/年）	0.26	0.23	0.19

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

受益于很强的盈利能力，公司经营获现对债务本息的覆盖程度很强；同时债务期限结构合理，手持货币资金对短期债务的覆盖程度较好

公司经营活动净现金流不断向好，其中公司销售商品、提供劳务收到的现金亦呈逐年上升趋势，2019 年为 1,259.33 亿元。

随着公司新获取项目力度的加大以及在建项目的持续推进，公司近年来总债务规模呈增长态势，主要由银行融资和应付债券构成。其中 2019 年末短期债务在总债务中占比为 39.09%。2019 年公司综合资金成本 4.92%，同比上升 7 个 BP，仍处于同行业较低水平。

受益于很强的盈利能力，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力近年来维持在较好水平；同时，公司手持货币资金充足，对短期债务的覆盖能力较强。由于公司业务规模的扩张，销售商品、提供劳务收到的现金增长较快，其经营获现情况持续向好，但经营活动净现金流对债务本金的覆盖能力较弱。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.Q1
经营活动净现金流	-50.63	104.78	138.12	-163.97
销售商品、提供劳务收到的现金	814.39	1,013.01	1,259.33	215.00
货币资金/短期债务	1.45	1.56	1.35	1.34
总债务	1,033.98	1,213.68	1,430.25	1,462.77
短期债务/总债务	30.72	35.61	39.09	36.62
总债务/EBITDA	4.24	3.87	4.41	-
经营活动净现金流/总债务	-0.05	0.09	0.10	-0.45
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.27	1.20	1.14	6.80
EBITDA 利息保障倍数	4.83	3.88	3.54	-
经营活动净现金/利息支出	5.14	4.29	3.85	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司备用流动性充足，融资渠道丰富

截至 2019 年末，公司获得各大银行等金融机构授信额度为 1,910.61 亿元，其中未使用额度为 1,112.02 亿元。此外，公司通过发行中期票据、公司债券、超短期融资券等多种方式募集资金，公司融资渠道丰富且具有一定资金成本优势。

截至 2019 年末，公司受限资产合计为 638.46 亿元，其中受限货币资金 11.11 亿元，受限的存货 512.56 亿元，受限的投资性房地产 104.57 亿元，受限的固定资产 10.22 亿元，受限资产合计占当期末总资产的 10.34%。

或有事项方面，截至 2019 年末，公司对外担保余额 37.45 亿元，对外担保金额占期末净资产比重为 1.65%，或有负债风险较小。此外，公司向银行提供商品房按揭贷款担保金额为 271.21 亿元。截至 2019 年末，公司无重大诉讼。

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，2017~2020 年 4 月 24 日，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。

外部支持

公司股东招商局集团是国资委管理的大型中央企业之一，综合实力十分雄厚；作为招商局集团社区及园区开发重要运营平台，能够在业务拓展、项目获取、资金安排及资本运营等方向享受招商局集团的大力支持

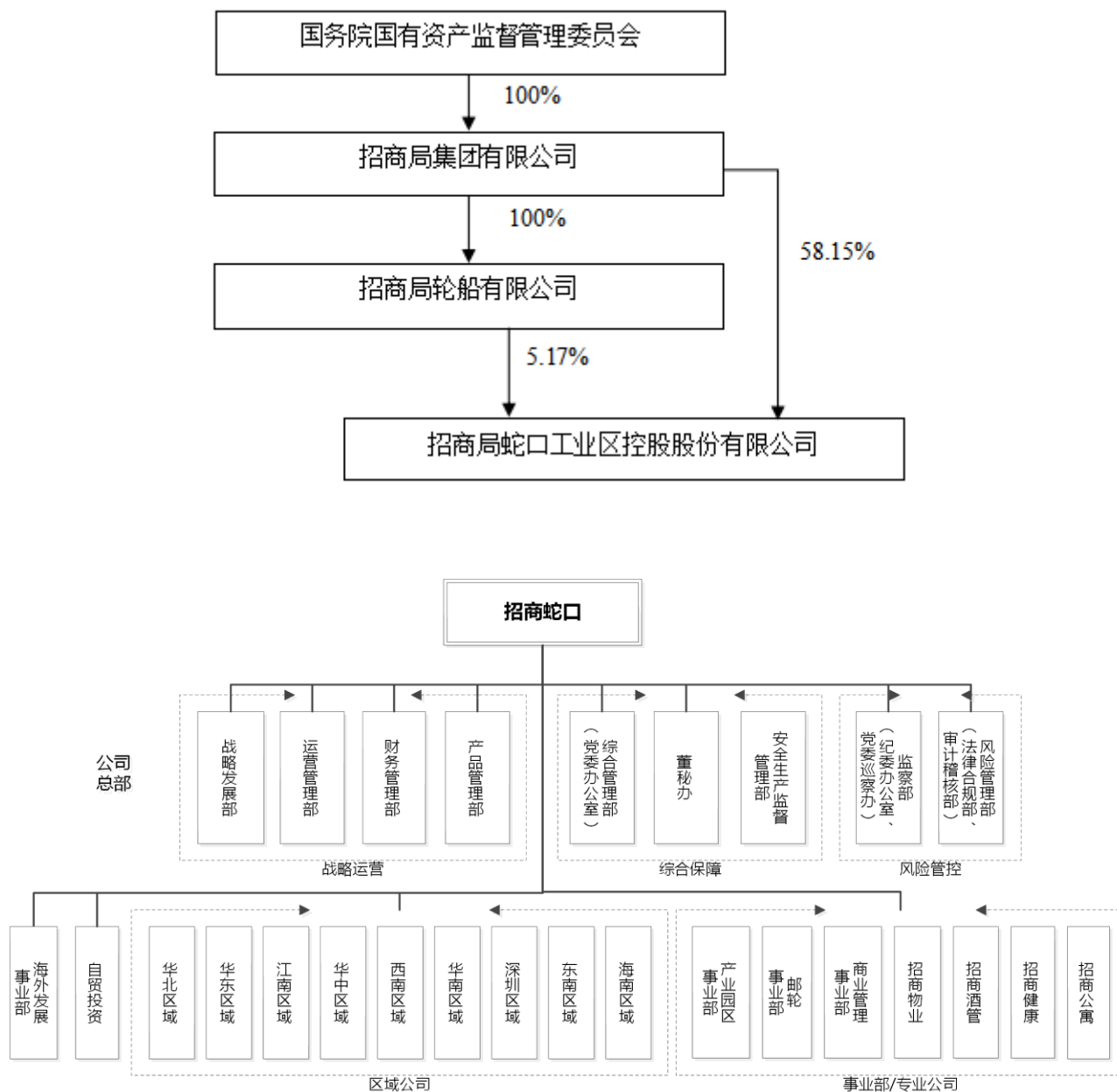
公司控股股东招商局集团是国资委管理的大型中央企业之一，也是 16 家以房地产为主业的央企之一，综合实力十分雄厚。招商局集团历史悠久，是我国近代民族工商业的先驱。改革开放以来，招商局集团从开发蛇口工业区起步，已发展成为多元化综合性企业，业务主要集中于综合交通、特色金融、城市与园区综合开发运营三大核心产业，旗下拥有招商港口、招商轮船、招商公路、招商银行、招商证券、招商蛇口以及招商资本等一批优秀公司。截至 2019 年末，招商局集团总资产 19,358.95 亿元，所有者权益合计 8,116.81 亿元，资产负债率 58.07%。2019 年，招商局集团实现营业总收入 3,393.84 亿元，净利润 590.97 亿元。另截至 2020 年 3 月末，招商局集团总资产 20,036.77 亿元，所有者权益合计 8,248.59 亿元，资产负债率 58.83%。2020 年一季度，招商局集团实现营业总收入 704.36 亿元，净利润 122.02 亿元。

城市与园区综合开发运营系招商局集团三大核心主营业务之一，公司作为招商局集团城市与园区综合开发的重要运营平台，能够在业务拓展、项目获取、资金安排及资本运营等方面享受招商局集团的大力支持。招商局集团在资金借贷及担保等方面给予公司资金方面的有力支持；同时，公司在进行境内、境外区域扩张时，可以共享招商局集团的业务资源，有助于公司较为快速地实现异地布局及海外事业拓展。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持招商局蛇口工业区控股股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 蛇口 01”、“17 蛇口 02”、“18 蛇口 01”、“18 蛇口 02”、“18 蛇口 03”、“18 蛇口 04”、“19 蛇口 01”、“19 蛇口 02”、“19 蛇口 03”、“19 蛇口 04”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：招商局蛇口工业区控股股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：招商局蛇口工业区控股股份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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	4,604,219.94	6,738,127.65	7,532,385.28	7,157,964.20
其他应收款	6,255,509.70	6,463,296.82	7,205,265.82	7,545,518.18
存货净额	16,763,231.31	21,082,096.35	31,220,673.35	32,036,938.13
长期投资	928,532.39	1,776,104.15	2,740,199.31	2,842,306.73
固定资产	301,120.01	340,092.33	460,755.12	452,504.55
在建工程	43,105.74	92,796.27	81,894.49	86,582.47
无形资产	49,951.67	54,147.71	61,225.10	61,133.14
投资性房地产	2,772,546.70	3,980,398.90	9,037,608.76	9,059,700.24
总资产	33,921,766.56	42,322,144.69	61,768,808.83	63,408,223.70
预收款项	5,513,453.40	7,534,883.97	9,777,464.84	10,056,626.16
其他应付款	4,670,416.11	6,809,415.29	7,368,639.46	7,820,404.55
短期债务	3,176,626.40	4,322,234.36	5,591,442.13	5,357,337.20
长期债务	7,163,153.15	7,814,557.83	8,711,088.50	9,270,411.65
总债务	10,339,779.55	12,136,792.19	14,302,530.63	14,627,748.85
净债务	5,735,559.60	5,398,664.54	6,770,145.34	7,469,784.65
总负债	24,352,043.04	31,435,876.58	39,031,762.11	40,389,231.78
费用化利息支出	249,812.42	360,537.46	502,168.27	119,712.98
资本化利息支出	254,851.13	447,432.67	413,839.61	-
所有者权益合计（含少数股东权益）	9,569,723.51	10,886,268.11	22,737,046.72	23,018,991.92
营业总收入	7,593,793.88	8,827,785.47	9,767,218.12	1,179,713.10
经营性业务利润	1,836,334.00	2,109,378.50	1,798,052.22	107,617.69
投资收益	291,001.75	654,767.21	1,023,135.46	14,497.30
净利润	1,544,083.67	1,946,078.06	1,885,688.22	79,113.58
EBIT	2,339,997.76	3,020,632.59	3,114,539.42	-
EBITDA	2,437,323.88	3,133,136.74	3,246,117.74	-
销售商品、提供劳务收到的现金	8,143,891.54	10,130,094.85	12,593,288.49	2,149,975.35
经营活动产生现金净流量	-506,261.62	1,047,813.76	1,381,206.86	-1,639,689.90
投资活动产生现金净流量	-3,159,690.30	295,523.40	295,523.40	-1,315,806.70
筹资活动产生现金净流量	3,286,328.84	85,094.70	85,094.70	1,624,829.35
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率（%）	37.79	39.49	34.65	25.59
期间费用率（%）	4.88	6.26	6.92	12.30
EBITDA 利润率（%）	32.10	35.49	33.23	-
净利润率（%）	20.33	22.04	19.31	6.71
净资产收益率（%）	17.78	19.03	11.22	1.38*
存货周转率(X)	0.33	0.28	0.24	0.03
资产负债率（%）	71.79	74.28	63.19	63.70
总资本化比率（%）	51.93	52.72	38.61	38.86
净负债率（%）	59.93	49.59	29.78	32.45
短期债务/总债务（%）	30.72	35.61	39.09	36.62
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.05	0.09	0.10	-0.45*
经营活动净现金流/短期债务（X）	-0.16	0.24	0.25	-1.22*
经营活动净现金流/利息支出（X）	-1.00	1.30	1.51	-
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	1.27	1.20	1.14	6.80*
总债务/EBITDA（X）	4.24	3.87	4.41	-
EBITDA/短期债务（X）	0.77	0.72	0.58	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.83	3.88	3.54	-
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	5.14	4.29	3.85	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、2017~2019 年及 2020 年 3 月末合同负债已调至预收款项；3、2018~2019 年末其他流动负债中超短期融资券调整至短期债务；4、2020 年一季度带*数据经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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
	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+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
盈利能力	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本)/营业总收入
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	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
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
现金流	净利率	=净利润/营业总收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

注：“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。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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

附四：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	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。