

信用评级公告

联合〔2022〕10763号

联合资信评估股份有限公司通过对招商局蛇口工业区控股股份有限公司及其拟发行的2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第五期）的信用状况进行综合分析和评估，确定招商局蛇口工业区控股股份有限公司主体长期信用等级为AAA，招商局蛇口工业区控股股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第五期）信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年十二月二日

招商局蛇口工业区控股股份有限公司

2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第五期）

信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期公司债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期公司债券发行规模：不超过 36.40 亿元（含）

本期公司债券期限：品种一为 3 年期，品种二为 5 年期

偿还方式：按年付息、到期一次还本

募集资金用途：用于偿还有息负债

评级时间：2022 年 12 月 2 日

本次评级使用的评级方法、模型：

| 名称 | 版本 |
|------------------------------------|-------------|
| 房地产企业信用评级方法 | V4.0.202208 |
| 房地产企业主体信用评级模型（打分表） | V4.0.202208 |

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

| 评价内容 | 评价结果 | 风险因素 | 评价要素 | 评价结果 |
|-------------|------|-------|---------|------|
| 经营风险 | A | 经营环境 | 宏观和区域风险 | 2 |
| | | | 行业风险 | 3 |
| | | 自身竞争力 | 基础素质 | 1 |
| | | | 企业管理 | 1 |
| | | 经营分析 | 1 | |
| 财务风险 | F1 | 现金流 | 资产质量 | 2 |
| | | | 盈利能力 | 2 |
| | | | 现金流量 | 1 |
| | | 资本结构 | 1 | |
| | | 偿债能力 | 1 | |
| 指示评级 | | | | aaa |
| 个体调整因素：-- | | | | -- |
| 个体信用等级 | | | | aaa |
| 外部支持调整因素：-- | | | | -- |
| 评级结果 | | | | AAA |

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1 - F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“招商蛇口”或“公司”）作为招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业，在股东实力及股东支持方面优势显著，在规模和品牌影响力方面具有很强的优势。公司房地产开发经验丰富，其独特的“前港—中区—后城”综合发展模式有利于降低行业周期波动带来的影响，公司期末土地储备较为充足；公司债务负担适中且融资能力强。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到房地产市场运行存在一定不确定性，2019—2021 年公司盈利指标逐年下降，投资收益和资产减值损失对营业利润有一定影响等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

公司经营活动净现金流和 EBITDA 对本期公司债券的保障能力很强。

公司房地产土地储备整体质量较好，但房地产行业景气度仍较低，项目销售承压。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期公司债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司股东背景强且对公司支持力度大。**公司作为招商局集团旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业，得到股东多次增资，并在项目资源获取及融资等方面可获得招商局集团的有力支持。在行业景气度波动的背景下，公司竞争优势显著。

2. **房地产开发经验丰富，土地储备充足。**公司在社区和园区综合开发运营方面探索出独特的“前港—中区—后城”综合发展模式，有利于降低行业周期波动带来的影响。公司项目储备充足，且主要位于核心城市，整体质量较好。

3. **债务杠杆水平适中且融资成本较低。**截至 2021 年底，公司调整后资产负债率和全部债务资本化比率分别为 60.88% 和 40.15%，杠杆水平适中，且融资成本较低。公司为 A 股上市公司，融资渠道畅通。

分析师：张超 赵兮
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)
网址：www.lhratings.com

关注

1. **房地产市场运行存在一定不确定性，项目利润空间不断收窄，需关注项目去化及减值风险。**2021年下半年以来房地产市场迅速转冷，行业整体销售下降，未来房地产市场运行存在一定不确定性。公司项目利润空间不断收窄，2019—2021年，公司社区开发与运营业务毛利率逐年下降，此外公司其他应收款规模较大，合作开发项目风险上升。

2. **公司投资收益和资产减值损失对营业利润有一定影响。**2019—2021年，公司投资收益占营业利润比重分别为38.87%、25.36%和16.38%，资产减值损失占营业利润的比重分别为7.95%、10.67%和14.90%。

主要财务数据:

| 合并口径 | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------------|
| 项 目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 6 月 |
| 现金类资产 (亿元) | 753.40 | 893.37 | 796.48 | 780.57 |
| 资产总额 (亿元) | 6180.40 | 7392.28 | 8562.03 | 8803.79 |
| 所有者权益 (亿元) | 2276.42 | 2531.10 | 2767.55 | 2704.46 |
| 短期债务 (亿元) | 559.14 | 603.20 | 460.65 | 375.91 |
| 长期债务 (亿元) | 873.66 | 1029.26 | 1396.10 | 1707.25 |
| 全部债务 (亿元) | 1432.80 | 1632.46 | 1856.75 | 2083.16 |
| 营业总收入 (亿元) | 976.72 | 1296.21 | 1606.43 | 575.63 |
| 利润总额 (亿元) | 261.24 | 241.09 | 228.43 | 55.02 |
| EBITDA (亿元) | 324.61 | 301.42 | 295.20 | -- |
| 经营性净现金流 (亿元) | 138.12 | 276.22 | 259.77 | 36.00 |
| 营业利润率 (%) | 25.23 | 21.70 | 19.45 | 13.75 |
| 净资产收益率 (%) | 8.28 | 6.68 | 5.49 | -- |
| 调整后资产负债率 (%) | 56.81 | 58.38 | 60.88 | 62.22 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 38.63 | 39.21 | 40.15 | 43.51 |
| 流动比率 (%) | 161.88 | 153.91 | 152.56 | 157.11 |
| 经营现金流负债比 (%) | 4.68 | 7.39 | 6.07 | -- |
| 现金短期债务比 (倍) | 1.35 | 1.48 | 1.73 | 2.08 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 3.54 | 2.92 | 2.75 | -- |
| 全部债务/EBITDA (倍) | 4.41 | 5.42 | 6.29 | -- |
| 公司本部 (母公司) | | | | |
| 项 目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 6 月 |
| 资产总额 (亿元) | 2037.13 | 2392.78 | 3043.37 | 3173.01 |
| 所有者权益 (亿元) | 528.09 | 501.65 | 530.62 | 410.01 |
| 全部债务 (亿元) | 773.30 | 877.13 | 875.18 | 1082.95 |
| 营业总收入 (亿元) | 72.86 | 4.04 | 5.05 | 3.67 |
| 利润总额 (亿元) | 125.69 | 37.35 | 60.05 | 4.34 |
| 资产负债率 (%) | 74.08 | 79.03 | 82.56 | 87.08 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 59.42 | 63.62 | 62.25 | 72.54 |
| 流动比率 (%) | 142.31 | 142.00 | 141.05 | 142.16 |
| 经营现金流负债比 (%) | 8.55 | -0.10 | -0.17 | -- |
| 现金短债比 (倍) | 0.50 | 1.07 | 1.56 | 1.58 |

注: 1. 报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 2. 公司其他流动负债中超短期融资券计入有息债务核算, 长期应付款中有息部分计入有息债务核算; 3. "--" 表示无意义, "/" 表示未获取; 4. 公司 2022 年半年度财务数据未审计

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

主体评级历史:

| 信用等级 | 评级展望 | 评级时间 | 项目小组 | 评级方法/模型 | 评级报告 |
|------|------|------------|----------|--|----------------------|
| AAA | 稳定 | 2022/11/03 | 张超 赵兮 | 房地产企业信用评级方法 (V4.0.202208)/房地产企业主体信用评级模型 (打分表) (V4.0.202208) | 阅读全文 |
| AAA | 稳定 | 2022/09/05 | 张超 赵兮 | 房地产企业信用评级方法 (V4.0.202208)/房地产企业主体信用评级模型 (打分表) (V4.0.202208) | 阅读全文 |

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

招商局蛇口工业区控股股份有限公司

2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第五期）

信用评级报告

一、主体概况

招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“招商蛇口”或“公司”）是招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业，也是招商局集团在国内重要的核心资产整合及业务平台。1992 年 2 月 19 日，招商局集团全资设立招商蛇口，注册资本为 2 亿元。2015 年 12 月 30 日，招商蛇口吸收合并招商局地产控股股份有限公司并于深圳证券交易所上市，证券代码 001979.SZ。截至 2022 年 6 月底，公司股本 77.39 亿元，招商局集团直接持有公司 59.53% 股份、通过全资子公司招商局轮船有限公司持有公司 5.30% 股份；公司实际控制人系国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

公司主营社区开发与运营、园区开发与运营、邮轮产业建设与运营三大业务板块。

截至 2021 年底，公司资产总额 8562.03 亿元，所有者权益 2767.55 亿元（含少数股东权益 1680.84 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 1606.43 亿元，利润总额 228.43 亿元。

截至 2022 年 6 月底，公司合并资产总额 8803.79 亿元，所有者权益 2704.46 亿元（含少数股东权益 1721.67 亿元）；2022 年 1—6 月，公司实现营业总收入 575.63 亿元，利润总额 55.02 亿元。

公司注册地址：广东省深圳市南山区蛇口太子路 1 号新时代广场；法定代表人：许永军。

二、本期公司债券概况

本期公司债券名称为“招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第五期）”（以下简称“本期

公司债券”），本期公司债券发行规模不超过 36.40 亿元；品种一期限为 3 年期，品种二期限为 5 年期，两个品种间可以进行相互回拨，回拨比例不受限制。本期公司债券按年付息、到期一次还本。本期公司债券票面利率为固定利率，根据集中簿记建档结果确定。本期公司债券募集资金拟用于偿还有息负债。

本期公司债券无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年上半年，我国经济下行压力持续加大，党中央、国务院果断加大宏观政策实施力度，及时出台稳经济一揽子政策。三季度以来，对经济运行面临的一些突出矛盾和问题，党中央、国务院坚持稳中求进总基调，在落实好稳经济一揽子政策同时，再实施 19 项稳经济接续政策，同时多措并举稳外资、稳外贸，提振房地产市场信心。

经初步核算，2022 年前三季度国内生产总值 87.03 万亿元，按不变价计算，同比增长 3.00%，较上半年回升 0.50 个百分点。其中，受疫情冲击，二季度 GDP 当季同比增速（0.40%）较一季度（4.80%）明显下滑；三季度稳经济政策效果显现，GDP 当季同比增速回升至 3.90%。

生产端：农业生产形势较好，工业生产恢复快于服务业。2022 年前三季度，第一产业增加值同比增长 4.20%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.90%、2.30%，较上年同期两年平均增速（分别为 5.59%、4.80%）回落幅度较大，受二季度疫情拖累明显。三季度，工业生产快速回升，而第三产业增加值增速较上年同期两年平均水平仍有一定差距，呈现出工业恢复快于服务业的特点。

表 1 2021 三季度至 2022 年三季度中国主要经济数据

| 项目 | 2021 年 三季度 | 2021 年 四季度 | 2022 年 一季度 | 2022 年 二季度 | 2022 年 三季度 |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| GDP 总额 (万亿元) | 28.99 | 32.42 | 27.02 | 29.25 | 30.76 |
| GDP 增速 (%) | 4.90(4.85) | 4.00(5.19) | 4.80 | 0.40 | 3.90 |
| 规模以上工业增加值增速 (%) | 11.80(6.37) | 9.60(6.15) | 6.50 | 3.40 | 3.90 |
| 固定资产投资增速 (%) | 7.30(3.80) | 4.90(3.90) | 9.30 | 6.10 | 5.90 |
| 房地产投资增速 (%) | 8.80(7.20) | 4.40(5.69) | 0.70 | -5.40 | -8.00 |
| 基建投资增速 (%) | 1.50(0.40) | 0.40(0.65) | 8.50 | 7.10 | 8.60 |
| 制造业投资增速 (%) | 14.80(3.30) | 13.50(4.80) | 15.60 | 10.40 | 10.10 |
| 社会消费品零售总额增速 (%) | 16.40(3.93) | 12.50(3.98) | 3.27 | -0.70 | 0.70 |
| 出口增速 (%) | 32.88 | 29.87 | 15.80 | 14.20 | 12.50 |
| 进口增速 (%) | 32.52 | 30.04 | 9.60 | 5.70 | 4.10 |
| CPI 涨幅 (%) | 0.60 | 0.90 | 1.10 | 1.70 | 2.00 |
| PPI 涨幅 (%) | 6.70 | 8.10 | 8.70 | 7.70 | 5.90 |
| 社融存量增速 (%) | 10.00 | 10.30 | 10.60 | 10.80 | 10.60 |
| 一般公共预算收入增速 (%) | 16.30 | 10.70 | 8.60 | -10.20 | -6.60 |
| 一般公共预算支出增速 (%) | 2.30 | 0.30 | 8.30 | 5.90 | 6.20 |
| 城镇调查失业率 (%) | 5.03 | 5.00 | 5.53 | 5.83 | 5.40 |
| 全国居民人均可支配收入增速 (%) | 9.70(5.05) | 8.10(5.06) | 5.10 | 3.00 | 3.20 |

注: 1.GDP 数据为当季值, 其他数据均为累计同比增速; 2.GDP 总额按现价计算, 同比增速按不变价计算; 3.出口增速、进口增速均以美元计价统计; 4.社融存量增速为期末值; 5.城镇调查失业率为季度均值; 6.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速; 6.2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源: 联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端: 消费市场受到疫情冲击较大, 固定资产投资相对平稳, 出口整体增长较快但出现边际回落迹象。消费方面, 2022 年前三季度社会消费品零售总额 32.03 万亿元, 同比增长 0.70%。其中, 餐饮收入同比下降 4.60%, 受疫情影响较大。投资方面, 2022 年前三季度全国固定资产投资 (不含农户) 42.14 万亿元, 同比增长 5.90%, 整体保持平稳增长。其中, 房地产开发投资增速持续探底; 基建投资明显发力, 体现了“稳增长”政策拉动投资的作用; 制造业投资仍处于高位, 医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。外贸方面, 出口整体增长较快, 但 8 月和 9 月当月同比增速均出现大幅回落。2022 年前三季度中国货物进出口总额 4.75 万亿美元, 同比增长 8.70%。其中, 出口 2.70 万亿美元, 同比增长 12.50%; 进口 2.05 万亿美元, 同比增长 4.10%; 贸易顺差 6451.53 亿美元。

CPI 各月同比走势前低后高, PPI 各月同比涨幅持续回落。2022 年前三季度, CPI 累计同比增长 2.00%, 各月同比增速整体呈温和上

行态势。分项看, 食品价格同比有所上涨, 汽油、柴油、居民用煤等能源价格涨幅较大。前三季度, PPI 累计同比增长 5.90%, 受上年同期基数走高影响, 各月同比增速持续回落。输入性价格传导压力有所减轻, 三季度油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较上半年有所回落。第三季度 PPI-CPI 剪刀差由正转负, 价格上涨由上游逐步向下游传导, 中下游企业成本端压力有所缓解, 盈利情况有望改善。

社融规模显著扩张, 政府债券净融资和信贷是主要支撑因素。2022 年前三季度, 新增社融规模 27.77 万亿元, 同比多增 3.01 万亿元; 9 月末社融规模存量同比增长 10.60%, 增速较 6 月末低 0.20 个百分点。分项看, 2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力, 政府债券净融资、社融口径人民币贷款同比分别多增 1.50 万亿元、1.06 万亿元, 是社融总量扩张的主要支撑因素; 表外融资方面, 受益于金融监管政策边际松动, 委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票亦对新增社融规模形成一定支撑。

财政“减收增支”，稳经济、保民生效应愈加显现。2022年前三季度，全国一般公共预算收入 15.32 万亿元，按自然口径计算同比下降 6.60%，扣除留抵退税因素后，增长 4.10%。支出方面，2022年前三季度全国一般公共预算支出 19.04 万亿元，同比增长 6.20%。民生等重点领域支出得到有力保障，科学技术、社会保障和就业、卫生健康及交通运输等领域支出保持较快增长。

稳就业压力仍然较大，居民消费水平有所恢复。受疫情冲击，2022年二季度城镇调查失业率均值上升至 5.83%，三季度失业率均值较二季度有所下降，但仍高于上年同期水平，稳就业压力较大。2022年前三季度，全国居民人均可支配收入 2.77 万元，实际同比增长 3.20%；全国居民人均消费支出 1.79 万元，实际同比增长 1.50%。上半年居民收入和消费支出受疫情影响较大，三季度以来居民收入增速回升，消费水平恢复较慢。

2. 宏观政策和经济前瞻

继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。

2022年9月28日，稳经济大盘四季度工作推进会议召开，强调围绕重点工作狠抓政策落实，继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，注重用好政策性开发性金融工具和专项再贷款、财政贴息等政策。同时，依法依规提前下达明年专项债部分限额。支持刚性和改善性住房需求，实施好“保交楼”政策。做好物流“保通保畅”。保障煤炭、电力等能源稳定供应。各地要结合实际加大政策落实和配套力度，确保项目建设工程质量。经济大省要发挥稳经济挑大梁作用。上述政策举措的全面落地、充分显效，可为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。

四季度经济有望继续修复，但仍面临较大压力。2022年三季度，工业生产、基建和制造业投资对经济增长形成支撑，汽车消费、重点群体失业率等结构性分项指标向好也体现了一系列稳增长政策的效果。在稳增长政策的推进下，

基建和制造业投资仍有一定韧性，可为经济增长提供支撑，四季度经济有望继续修复。另一方面，当前疫情仍呈多发、散发态势，对居民出行活动以及消费意愿的抑制作用持续存在，服务业恢复基础仍需巩固，消费或将继续低位修复，叠加出口边际回落、房地产投资低迷，经济增长仍面临较大压力。

四、行业分析

1. 房地产行业概况

2022年上半年，房地产市场仍延续2021年下半年以来的低迷状态，新开工意愿和房地产开发投资资金均持续下降，市场信心有待恢复。

2022年上半年，受宏观经济下行、部分地区疫情封控、调控政策的持续以及出险房企不断增加，全国房地产市场仍延续2021年下半年以来的低迷状态。房企面临较大销售压力，同时新开工意愿和房地产开发投资资金均持续下降，市场信心有待恢复。

房地产开发投资方面，2022年上半年，全国房地产开发投资同比下降 5.4%，增速较2021年上半年下降 20.4 个百分点。其中住宅投资 5.18 万亿元，同比下降 4.5%，仍为负增长；办公楼投资 0.26 万亿元，同比下降 10.1%；商业营业用房投资 0.55 万亿元，同比下降 8.7%。

施工方面，2022年以来房地产行业景气度尚未恢复，受“保交付”等政策影响，房企新开工意愿持续下降，2022年上半年新开工面积同比下降 34.4%。从施工面积看，2022年上半年全国房屋施工面积达 84.88 亿平方米，同比下降 2.8%。同期全国房屋竣工面积 2.86 亿平方米，同比下降 21.5%。

商品房销售均价方面，2022年上半年全国商品房销售均价为 9586 元/平方米，同比下降 8.6%。房企仍采用“以价换量”方式加快销售，但对销售规模贡献不大。2022年上半年商品房销售面积同比下降 22.2%，但较2022年1-5月降幅有所收窄。其中住宅销售面积 5.81 亿平方米，同比下降 26.6%；一方面系3月以来上海及周边等地疫情封控阻碍销售，另一方面系房企

风险事件不断，购房者因担心房屋不能如期交付从而产生观望情绪。随着疫情得以控制、调控政策有所缓和以及房企加大推盘力度，2022年6月单月全国商品房销售面积与金额环比分别增长66%和68%。

2. 土地市场与信贷环境

2022年以来，全国土地市场热度不高，量价齐跌；央企、国企及地方城投企业仍为拿地主力军，大部分民企仍谨慎投资；房地产开发到位资金同比继续回落。

土地市场方面，2022年1—6月，土地购置面积0.36亿平方米，同比下降48.30%，较前五月降幅有所扩大。2022年上半年，受部分地区疫情封控、部分城市调整集中供地批次等因素影响，全国土地供应量有所下降。尽管部分城市放松土拍门槛并推出优质地块，但整体土拍市场热度不高，央企、国企及地方城投企业仍为拿地主力军；除个别优质民营房企开始发力拿地外，大部分民企仍谨慎投资。城市间土拍热度有所分化，具体来看，杭州、北京和上海包揽22

城集中供地城市土地成交金额前三名。其中杭州及其他热点长三角城市经济发展较快、人口持续净流入且完成了两次集中供地，土拍成交金额维持高位；北京适度放松集中供地规则，市场热度较高；上海因疫情影响上半年只完成第一批集中供地，但房企积极性较高。而天津、沈阳及长春等城市土拍市场热度相对较差。2022年以来，受土地供应力度下降及房企投资力度下降的影响，土地流拍情况仍较多，但较去年下半年有所好转。土地成交价款同比下降46.30%，各能级城市土地成交价均呈下降趋势，其中三四线城市成交金额大幅下降。

2022年1—6月，受行业销售下行影响，房地产开发到位资金7.68万亿元，同比下降25.30%，降速较前五月小幅收窄。从房地产开发到位资金来源看，房地产行业融资环境未明显改善，房企资金压力较大，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）和自筹资金仍为房地产开发到位资金的主要来源，其中自筹资金占比上升较快，房地产开发企业仍面临较大销售压力，对销售回款依赖继续加强。

表2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

| 主要开发资金来源 | 2019年 | | 2020年 | | 2021年 | | 2022年1—6月 | |
|-----------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 金额 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 国内贷款 | 25228.77 | 14.13 | 26675.94 | 13.81 | 23296.00 | 11.58 | 9806.00 | 13.28 |
| 利用外资 | 175.72 | 0.10 | 192.00 | 0.10 | 107.00 | 0.05 | 55.00 | 0.07 |
| 自筹资金 | 58157.84 | 32.56 | 63376.65 | 32.82 | 65428.00 | 32.53 | 27224.00 | 36.87 |
| 其他资金 | 95046.26 | 53.21 | 102870.31 | 53.27 | 112301.00 | 55.83 | 39762.00 | 49.78 |
| 其中：定金及预收款 | 61358.88 | 34.35 | 66546.83 | 34.46 | 73946.00 | 36.76 | 24601.00 | 33.31 |
| 个人按揭 | 27281.03 | 15.27 | 29975.81 | 15.52 | 32388.00 | 16.10 | 12158.00 | 16.46 |
| 合计 | 178608.59 | 100.00 | 193114.90 | 100.00 | 201132.00 | 100.00 | 76847.00 | 100.00 |

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，但2021年下半年以来预售资金监管收紧，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响。2022年以来面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，调控政策有所宽松，房企合理融资需求的恢复有待观察。

中央始终坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021年底以来房地产调控政策出现边际放松，其中2022年3月国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向；4月中央政治局会议强调

支持刚需和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，部分城市限购限贷等政策有所放松；7月各地“停贷”事件迅速发酵，监管层面高度重视，将协助地方政府推进“保交楼、保民生、保稳定”的工作。

表3 2021年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

| 时间 | 政策来源 | 主要内容 |
|-----------|------------|---|
| 2021年2月 | 自然资源部 | 重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且2021年发布住宅用地公告不能超过3次；二是集中组织出让活动 |
| 2021年3月 | 政府工作报告 | 强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难 |
| 2021年7月 | 国务院办公厅 | 发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题 |
| 2021年9月 | 房地产金融工作座谈会 | 主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益 |
| 2021年12月 | 中央经济工作会议 | 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展 |
| 2022年2-3月 | -- | 地方政府陆续放松房地产调控政策，2022年3月郑州发布房地产新政19条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置 |
| 2022年3月 | 全国两会 | 继续保障好群众住房需求。坚持房住不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展 |
| 2022年3月 | 国务院金融委等 | 关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险 |
| 2022年4月 | 中央政治局会议 | 要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展 |
| 2022年6月 | 央行货币政策委员会 | 维护住房消费者合法权益，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产市场健康发展和良性循环 |
| 2022年7月 | 中央政治局会议 | 要稳定房地产市场，坚持“房住不炒、因城施策”，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生 |

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关

政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。2022年以来面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，融资政策有所回暖，房企合理融资需求的恢复有待观察。

表4 2021年以来房地产融资相关政策汇总

| 时间 | 政策来源 | 主要内容 |
|---------|-------------|--|
| 2021年3月 | 银保监会、住建部和央行 | 全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大 |
| 2021年6月 | 银保监会 | 银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展 |
| 2021年7月 | 央行 | “三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳地价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制 |
| 2021年9月 | 央行 | 央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益 |

| | | |
|----------|-------------|---|
| 2021年10月 | 发改委、外管局 | 继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序 |
| 2021年12月 | 央行、银保监会 | 鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务 |
| 2022年1月 | 住建部、央行和银保监会 | 地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定 |
| 2022年2月 | 央行、银保监会 | 保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理 |
| 2022年4月 | 央行、外汇局 | 出台23条政策举措支持实体经济，金融机构要区分项目风险与企业集团风险，加大对优质项目的支持力度，不盲目抽贷、断贷、压贷，不搞“一刀切”，保持房地产开发贷款平稳有序投放 |
| 2022年5月 | 银保监会 | 要督促银行保险机构坚持“房住不炒”的定位，因城施策落实好差别化住房信贷政策，支持首套和改善性住房需求，灵活调整受疫情影响人群个人住房贷款还款计划。要区分项目风险与企业集团风险，不盲目抽贷、断贷、压贷，保持房地产融资平稳有序。要按照市场化、法治化原则，做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务 |
| 2022年5月 | 证监会 | 积极支持房地产企业债券融资，研究拓宽基础设施REITs试点范围 |
| 2022年8月 | 央行 | 人民银行开展4000亿元中期借贷便利操作和20亿元公开市场逆回购操作；中期借贷便利操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降10个基点 |

资料来源：联合资信整理

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年6月底，公司股本77.39亿元，招商局集团直接持有公司59.53%股份、通过全资子公司招商局轮船有限公司持有公司5.30%股份；公司实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模和竞争力

公司探索出独特的“前港-中区-后城”综合发展模式，此外在规模和品牌影响力方面具有很强的优势。

公司以“中国领先的城市和园区综合开发运营服务商”为战略定位，即：港口先行，产业园区跟进，配套城市新区开发，从而实现成片区域整体联动发展的发展模式。公司通过港、区、城联动，构建由政府推动、企业主导、汇集各类资源、优势互补协同的平台。上述综合开发模式契合港口、园区和城市良性互动发展的客观经济规律，促进城镇化与城市升级，与国家战略的要求相匹配。公司将凭借房地产开发全链条的专业能力，园区运营管理的丰富经验，产业聚集的协同效应全面参与中国城市升级、产业新城建设，在有条件的区域及国家复制“前港-中区-后城”的新蛇口模式，以充分实现该模式在城市运营中的优势。

2021年，公司签约销售面积1464.47万平方米，全口径签约销售金额3268.34亿元。截至2021年底，公司运营网谷、意库和智慧城三个产品线下25个特色产业园区，规划建筑面积475万平方米。公司创新孵化基地招商创库，业务布局9个城市，建筑面积为4.7万平方米的13个创库项目中7个项目已进入运营期。截至2021年底，公司覆盖8个产业新城项目，总合作管理面积468平方公里。此外，公司以深圳蛇口邮轮母港商业模式为模板，已初步完成在深圳、厦门、青岛、上海等沿海城市的邮轮母港的布局。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2022年10月8日，公司无未结清关注类和不良类信贷记录；公司已结清信贷记录中含两笔关注类记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录。

截至2022年11月27日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

按照《公司法》等相关法律法规，公司设立了股东大会、董事会和监事会，公司法人治理结构清晰完善。

公司设有股东大会、董事会及监事会。股东大会由全体股东组成，为公司权力机构，各股东以其代表的有表决权的股份数额行使表决权。董事会对股东大会负责，公司董事会由 9 名董事组成，其中 3 名为独立董事，董事会实行一人一票制。公司设监事会，监事会由 5 人组成，其中 3 名股东代表监事，2 名职工代表监事。公司设总经理 1 名，副总经理若干名。总经理对董事会负责。

2. 管理水平

公司建立了完善和规范的内控制度，在对外担保、资金管理、对外投资等方面实行统一管控；公司对子公司的管控力强。

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在对外担保、资金管理、对外投资等方面建立了相应的内部控制制度。

对外担保方面，公司对担保事项采取“集中管理”的原则，各下属公司所有担保事项均需报公司审批。

对外投资方面，项目投资决策权集中于公司，下属公司所有房地产投资项目必须报经公司审批。

资金管理方面，公司资金在统一账户管理，集中资金收付，实时监控资金信息，在保障资金安全的原则下开展各项资金管理和融资管理工作。公司总部对城市公司的货币资金实行统一集中管理的模式，全资城市公司的银行存款严格执行收支两条线的管理方式，原则上收入结算账户实行“零余额”管理方式。

七、经营分析

1. 经营概况

随着项目结转规模增长，公司营业总收入快速增长；受部分区域限价、结转产品类型变化的影响，公司社区开发与运营业务毛利率持续下降。

作为较早开展房地产开发业务的企业，公司开发经验丰富。在土地获取上，公司坚持多渠道投资拓展的策略，综合运用“招拍挂”模式、收并购模式和旧改等模式获取土地。

公司以独特的“前港—中区—后城”模式，即：港口先行，产业园区跟进，配套城市新区开发，从而实现成片区域整体联动发展的发展模式。公司通过港、区、城联动，构建由政府推动、企业主导的业务模式。在该模式下，公司通过建设港口等改善产业发展环境，有助于引入产业及人口，提升配套住宅的价值提升，通过销售住宅平衡产业园区建设开发资金需求。

2019—2021 年，公司营业总收入呈逐年快速增长态势，年均复合增长 28.25%。其中园区开发与运营业务收入年均复合增长 61.48%，主要系深圳国际会展中心商业配套等项目结转及物业管理业务规模扩大所致；社区开发与运营收入年均复合增长 22.99%，主要系项目结转规模增长所致。邮轮产业建设与运营业务规模小，对营业总收入的贡献很小。

毛利率方面，2019—2021 年，园区开发与运营毛利率波动增长，主要系结转项目土地获取成本波动及结转业态差异所致；社区开发与运营业务毛利率逐年下降，主要系部分区域限价以及结转产品类型的差异综合影响所致；邮轮产业建设与运营业务毛利率逐年大幅下降，2020 年及 2021 年均均为负，主要系新冠疫情以来，邮轮业务停航等影响所致。综上，2019—2021 年，公司业务综合毛利率逐年下降。

2022 年 1—6 月，公司营业总收入为 575.63 亿元，同比增长 28.90%；利润总额 55.02 亿元，同比下降 35.34%，主要系毛利率下降以及处置项目的投资收益减少所致；公司综合毛利率为 18.59%，同比减少 6.88 个百分点。

表5 公司营业总收入情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2019年 | | | 2020年 | | | 2021年 | | |
|-----------|---------------|---------------|--------------|----------------|---------------|--------------|----------------|---------------|--------------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 园区开发与运营 | 124.76 | 12.77 | 42.25 | 282.30 | 21.78 | 49.80 | 325.33 | 20.25 | 43.34 |
| 社区开发与运营 | 845.55 | 86.57 | 33.55 | 1012.57 | 78.12 | 22.94 | 1279.11 | 79.63 | 21.35 |
| 邮轮产业建设与运营 | 6.42 | 0.66 | 32.35 | 1.33 | 0.10 | -74.48 | 1.99 | 0.12 | -241.78 |
| 合计 | 976.72 | 100.00 | 34.65 | 1296.21 | 100.00 | 28.69 | 1606.43 | 100.00 | 25.47 |

资料来源：公司年度报告

2. 园区开发与运营

公司园区开发经验丰富并形成独特的模式；受益于结转规模和物业管理规模的扩大，公司园区开发与运营收入快速增长，但该业务发展具有不确定性。

公司园区开发与运营业务涵盖园区土地获取，园区规划，土地开发及出租，大型城市综合体、商业、办公、酒店及配套等产业开发运营，园区资产管理运营服务等业务环节或产品。成片土地获取的能力是公司园区开发业务持续发展的基础，也是公司核心竞争力的体现。公司积极将蛇口模式对外复制，在广州、重庆、青岛、镇江等多个城市开展主题特色产业园区的开发和运营。公司作为蛇口片区开发的主要主体，开发经验丰富，但园区运营及开发项目一般周期较长、体量较大，且受国家及地方政府土地政策、经济形势、产业发展趋势等因素影响较大，业务发展具有不确定性。

园区业务方面，截至2021年底，公司覆盖8个产业新城项目，总合作管理面积468平方公里，代表项目包括漳州开发区、海南三亚深海科技城和博鳌乐城、蕲春健康产业新城、深圳前海自贸区和大连太平湾等。截至2021年底，公司运营网谷、意库和智慧城三个产品线下25个特色产业园区，规划建筑面积475万平方米。

可出租物业方面，截至2022年6月底，公司可出租物业总可出租面积合计489.41万平方米，以商铺及购物中心、公寓及住宅、厂房和写字楼为主。2019—2021年，公司可出租物业收入持续增长；2022年上半年实现出租收

入15.93亿元，同比小幅下降4.58%。

表6 公司可出租物业情况

（单位：亿元、万平方米）

| 类别 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | |
|------|-------|--------|--------|--------|
| 物业租赁 | 租赁面积 | 364.93 | 413.65 | 452.42 |
| | 租金收入 | 28.25 | 28.93 | 34.14 |

资料来源：公司年度报告

物业管理方面，截至2021年底，招商局积余产业运营服务股份有限公司（以下简称“招商积余”）物业管理面积2.81亿平方米，其中非住宅类物业管理面积1.66亿平方米，住宅类物业管理面积1.15亿平方米。2020—2021年，招商积余分别实现营业总收入86.35亿元和105.91亿元。

3. 社区开发与运营

公司立足于华东及深圳区域并借助品牌竞争优势布局主要一二线城市；公司保持较快的拿地及开发节奏，2019—2021年销售业绩快速增长，但2022年上半年受行业景气度下行影响，项目销售及拿地均有所下降。

公司社区开发与运营业务以商品房住宅的开发业务、社区运营为主，是公司最主要的收入和利润来源。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的准一线及二线城市，机会参与三四线城市。

（1）项目开发及销售

2019—2021年，公司保持较快的开发节奏，新开工面积波动增长，竣工面积持续增长，公司保持较大的在建项目规模。

表 7 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 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 1-6 月 |
|--------|----------|----------|----------|--------------|
| 新开工面积 | 1486 | 1356 | 1810 | / |
| 竣工面积 | 1021 | 1096 | 1273 | / |
| 期末在建面积 | 2764 | 3093 | 3605 | / |
| 签约销售面积 | 1169.44 | 1243.53 | 1464.47 | 487.51 |
| 签约销售金额 | 2204.74 | 2776.08 | 3268.34 | 1188.27 |
| 签约销售均价 | 18852.96 | 22324.19 | 22317.56 | 24374.27 |

注: “/” 表示数据未获取

资料来源: 联合资信根据公司年度报告及半年报整理

社区类产品销售方面, 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—2021 年, 公司房地产销售业绩实现快速增长, 签约销售金额年均复合增长 21.75%。2021 年, 公司在深圳、上海、苏州、南京等城市销售规模居当地前三, 在 16 个城市销售规模当地排名前十。销售价格方面, 由于销售区域分布及产品结构有所差异, 公司销售均价波动增长, 整体处于较高水平。

2022 年上半年, 受市场行情低迷影响, 公司签约销售面积同比下降 36.71%; 签约销售金额同比下降 32.86%; 随着公司项目所处城市能级的提升, 公司项目销售均价有所增长。

(2) 土地储备

2019—2021 年, 公司新增土地储备建筑面积波动增长; 新增土地储备支出金额和新增土地平均成本持续增长。2021 年, 公司新增土地面积 666 万平方米, 总计容建面积 1559 万平方米, 权益面积 886 万平方米, 权益比率为 56.83%; 2021 年, 公司重点布局上海、南京、广州、杭州、武汉和重庆等核心城市, 位于长三角和粤港澳地区的合计投资比重超 70%。截至 2021 年底, 公司项目储备总建筑面积¹ 5509.22 万平方米, 其中权益口径项目储备总建筑面积为 3012.59 万平方米。

表 8 公司新增土地储备情况
(单位: 个、万平方米、元/平方米、亿元)

| 指标 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 |
|--------------|--------|--------|--------|
| 当年新拓展项目 | 79 | 98 | 113 |
| 当年新增土地储备建筑面积 | 1423 | 1625 | 1559 |
| 当年新增土地平均成本 | 6861 | 9357 | 13848 |
| 当年地价支出金额 | 976 | 1520 | 2158 |

注: 统计口径为全口径

资料来源: 联合资信根据公司年度报告及公开资料整理

2022 年上半年, 公司新获取项目合计新增计容建筑面积 (全口径) 约 419.87 万平方米, 较 2021 年上半年减少 52.48%, 项目主要位于长沙、合肥、乌鲁木齐、重庆、上海、盐城和北京等城市。

4. 未来发展

公司未来发展目标清晰。

在“十四五”战略规划下, 公司将着力构建现金牛、成长型、创新型、平台型及机会型的业务组合, 积极打造邮轮、产业园区、集中商业及招商积余四大核心 IP。

面对行业重大变局, 公司重新审视了业务模式和商业逻辑, 在 133341 战略的基础上将坚定“三个转变”落实到公司长期战略中, 一是坚定从开发为主向开发与经营并重转变, 把握好规模与成长的关系, 坚持价值导向; 二是坚定从重资产为主向轻重结合转变, 加大轻资产业务的发展力度; 三是坚定从同质化竞争向差异化发展转变, 培育特色、形成品牌, 提升能力、形成文化。

至“十四五”规划期末, 公司力争综合发展取得显著成效, 成为中国领先的城市和园区综合开发运营服务商。

八、财务分析

1. 财务概况

德勤华永会计师事务所 (特殊普通合伙) 对公司 2019—2021 年财务报表进行了审计, 审计机构均出具了标准无保留意见的审计报告

¹ 项目储备总建筑面积=规划计容建筑面积-累计计容竣工面积

告，由于合并范围、会计政策变动等因素，公司对先前年度财务数据进行了重述，本报告使用的财务数据均为重述调整后的数据。公司2022年半年度财务数据未经审计。

截至2021年底，公司资产总额8562.03亿元，所有者权益2767.55亿元（含少数股东权益1680.84亿元）；2021年，公司实现营业收入1606.43亿元，利润总额228.43亿元。

截至2022年6月底，公司合并资产总额8803.79亿元，所有者权益2704.46亿元（含少数股东权益1721.67亿元）；2022年1—6月，

公司实现营业总收入575.63亿元，利润总额55.02亿元。

2. 资产质量

随着经营规模的逐步扩大，公司资产规模持续增长，货币资金较充足，公司投资性房地产均采用成本模式计量，具有较大增值空间；公司其他应收款规模较大，2021年下半年以来房地产行业整体销售下降，公司合作开发项目风险上升；公司部分存货或面临一定减值风险。

2019—2021年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长17.70%。

表9 2019—2021年末公司主要资产构成

| 科目 | 2019年末 | | 2020年末 | | 2021年末 | |
|--------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| | 金额(亿元) | 占比(%) | 金额(亿元) | 占比(%) | 金额(亿元) | 占比(%) |
| 流动资产 | 4775.70 | 77.27 | 5755.27 | 77.86 | 6530.58 | 76.27 |
| 货币资金 | 753.24 | 12.19 | 893.06 | 12.08 | 795.33 | 9.29 |
| 其他应收款 | 717.33 | 11.61 | 941.81 | 12.74 | 1195.39 | 13.96 |
| 存货 | 3119.35 | 50.47 | 3607.93 | 48.81 | 4176.36 | 48.78 |
| 非流动资产 | 1404.70 | 22.73 | 1637.02 | 22.14 | 2031.45 | 23.73 |
| 长期股权投资 | 266.24 | 4.31 | 401.24 | 5.43 | 615.61 | 7.19 |
| 投资性房地产 | 903.76 | 14.62 | 973.31 | 13.17 | 1090.67 | 12.74 |
| 资产总额 | 6180.40 | 100.00 | 7392.28 | 100.00 | 8562.03 | 100.00 |

注：占比指该科目在资产总额中的比重，占比较低科目未予以列示
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

(1) 流动资产

2019—2021年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长2.76%。截至2021年底，货币资金较年初下降10.94%，主要系合作开发规模增大公司对合联营项目投入增加所致。

2019—2021年末，公司其他应收款快速增长，年均复合增长29.09%。截至2021年底，公司其他应收款较年初增长26.93%，主要系支付合作方往来款增加所致。公司其他应收款以关联方往来款（占35.70%）和合作方往来款（占58.77%）为主。其他应收款账龄集中在一年以内（占67.35%）、1至2年（占9.22%）和2至3年（占9.69%），平均账龄较短；公司对其他应收款累计计提信用损失准备19.91亿元，主要系对合作方往来款计提的损失准备，计提比例1.64%。公司其他应收款规模较大，2021年

下半年以来房地产行业整体销售下降，公司合作开发项目风险上升。

2019—2021年末，公司存货账面价值持续增长，年均复合增长15.71%。截至2021年底，公司存货账面价值较年初增长15.76%，主要系新增项目和基建投入增加所致。存货中土地开发成本占10.92%、在建开发产品占67.44%、已完工开发产品占16.59%，合计占比94.95%。2021年，公司计提存货跌价准备49.35亿元，主要系对佛山招商岸芷汀兰、天津招商天玺及郑州招商依云上城等项目计提的存货跌价准备。公司未来仍面临一定的项目持续减值风险及项目去化风险。

(2) 非流动资产

2019—2021年末，公司长期股权投资账面价值快速增长，年均复合增长52.06%，主要系

公司增加通过设立合营、联营企业的方式开展业务所致。截至 2021 年底，公司长期股权投资较年初增长 53.42%，主要系随着合作项目开发增加，新增联营企业的投资增长所致。

2019—2021 年末，公司投资性房地产账面价值持续增长，年均复合增长 9.86%，主要系持有型物业增加所致。截至 2021 年底，公司投资性房地产账面价值较年初增长 12.06%，主要由房屋、建筑物（占 49.44%）和土地使用权（占 50.56%）构成。公司投资性房地产均采用成本模式计量，且主要布局深圳、上海等城市，未来增值空间较大。截至 2021 年底，公司未办妥产权证书的投资性房地产为 35.16 亿元。

截至 2021 年底，公司资产受限比例较低，但未统计货币资金中预售资金的监管情况。

表 10 截至 2021 年底公司资产受限情况

| 受限资产 | 账面价值 (亿元) | 占资产总额 比例 (%) | 受限原因 |
|------------|---------------|-----------------|---------|
| 货币资金 | 1.24 | 0.01 | 受限的保证金等 |
| 存货 | 545.54 | 6.37 | 抵押借款 |
| 投资性房地 产 | 111.55 | 1.30 | 抵押借款 |
| 固定资产 | 10.36 | 0.12 | 抵押借款 |
| 其他 | 1.86 | 0.02 | 股权质押 |
| 合计 | 670.55 | 7.83 | -- |

注：数据尾差系四舍五入所致
资料来源：公司财务报告

截至 2022 年 6 月底，公司资产总额较上年底变动不大，其他应收款较上年底增长 13.11%，主要系往来款增长所致。

表 11 2019—2021 年末公司主要负债构成

| 科目 | 2019 年末 | | 2020 年末 | | 2021 年末 | |
|-----------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| | 金额 (亿元) | 占比 (%) | 金额 (亿元) | 占比 (%) | 金额 (亿元) | 占比 (%) |
| 流动负债 | 2950.08 | 75.57 | 3739.45 | 76.92 | 4280.79 | 73.88 |
| 应付账款 | 354.03 | 9.07 | 465.20 | 9.57 | 578.14 | 9.98 |
| 其他应付款 | 733.99 | 18.80 | 891.03 | 18.33 | 1219.35 | 21.04 |
| 一年内到期的非流 动负债 | 326.23 | 8.36 | 379.50 | 7.81 | 335.70 | 5.79 |
| 合同负债 | 908.93 | 23.28 | 1296.86 | 26.68 | 1487.10 | 25.66 |
| 非流动负债 | 953.90 | 24.43 | 1121.72 | 23.08 | 1513.70 | 26.12 |
| 长期借款 | 688.35 | 17.63 | 777.15 | 15.99 | 1077.80 | 18.60 |
| 应付债券 | 182.76 | 4.68 | 226.41 | 4.66 | 261.05 | 4.51 |
| 负债总额 | 3903.98 | 100.00 | 4861.18 | 100.00 | 5794.48 | 100.00 |

注：占比指该科目在负债总额中的比重，占比较低科目未予以列示
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

3. 资本结构

(1) 所有者权益

公司所有者权益规模持续增长；所有者权益中少数股东权益、其他权益工具和未分配利润占比很高，所有者权益稳定性弱。

2019—2021 年末，公司所有者权益（含少数股东权益）持续增长，年均复合增长 10.26%，主要系合作开发项目规模增加所致。截至 2021 年底，公司所有者权益 2767.55 亿元，较年初增长 9.34%，主要系少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 39.27%，少数股东权益占比为 60.73%。在所有者权益中，股本、其他权益工具（全部为永续债）、资本公积和未分配利润分别占 2.86%、8.71%、5.13% 和 22.36%。公司所有者权益中少数股东权益、其他权益工具和未分配利润占比很高，所有者权益稳定性弱。

截至 2022 年 6 月底，公司所有者权益总额较上年底小幅下降 2.28%，其中其他权益工具较上年底下降 31.12%，主要系公司偿还永续债所致。

(2) 负债

随着开发项目规模扩大，公司债务规模持续增长，债务结构以长期债务为主，债务杠杆水平适中。

2019—2021 年末，公司负债总额年均复合增长 21.83%。

2019—2021 年末，公司应付账款快速增长，年均复合增长 27.79%，主要系业务规模扩大、应付工程款增长所致。截至 2021 年底，公司应付账款较年初增长 24.28%，主要系应付工程款增加所致；应付账款以应付工程款（占 87.80%）为主。

2019—2021 年末，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 28.89%。截至 2021 年底，公司其他应付款较年初增长 36.85%，主要系合作方往来款增加所致。公司其他应付款主要包括合作方往来款 509.38 亿元、关联方往来款 262.79 亿元和保理款 305.06 亿元。

2019—2021 年末，公司一年内到期的非流动负债较为稳定，年均复合增长 1.44%。

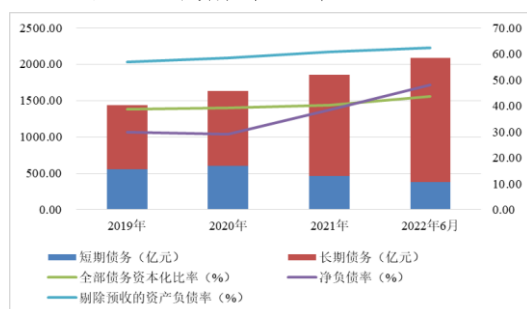
公司合同负债主要为开发项目预售款。2019—2021 年末，公司合同负债快速增长，年均复合增长 27.91%。

2019—2021 年末，公司长期借款年均复合增长 25.13%。截至 2021 年底，公司长期借款余额 1077.80 亿元，主要由抵押借款（占 24.04%）、保证借款（占 47.30%）和信用借款（占 51.71%）构成。

2019—2021 年末，公司应付债券年均复合增长 19.51%。截至 2021 年底，公司应付债券较年初增长 15.30%，主要系新发行中期票据所致。

从有息债务看，2019—2021 年末，公司全部债务持续增长，公司短期债务占比持续下降；公司债务负担适中。如将永续债调入长期债务，截至 2021 年底，调整后的全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 45.36%和 39.32%，债务负担有所上升。

图 1 公司债务情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2022 年 6 月底，公司负债总额较上年底变动不大，其中应付债券较上年底增长 26.56%。截至 2022 年 6 月底，公司全部债务较上年底增长 12.19%，短期债务占比为 18.05%；公司调整后资产负债率和全部债务资本化比率较上年底变动不大。

4. 盈利能力

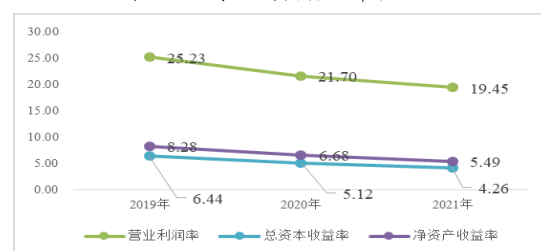
公司营业总收入随着项目结转规模扩大持续增长；公司投资收益对营业利润有一定影响；资产减值损失和信用减值损失对盈利能力有一定影响。2019—2021 年，公司整体盈利指标逐年下降。

公司 2019—2021 年及 2022 年 1—6 月营业总收入及利润分析详见经营部分。

从期间费用看，2019—2021 年，公司费用总额持续增长。2021 年，公司费用总额为 81.81 亿元，同比增长 12.69%，主要系销售费用增加所致。公司期间费用以销售费用（占 47.85%）、管理费用（占 26.22%）和财务费用（占 24.52%）为主。

非经常性损益方面，2019—2021 年，公司投资收益分别为 102.31 亿元、61.07 亿元、37.28 亿元，持续下降主要系长期股权投资处置收益减少所致，占营业利润比重分别为 38.87%、25.36%和 16.38%，对营业利润有一定影响。2019—2021 年，公司资产减值损失分别为 20.92 亿元、25.70 亿元和 33.91 亿元，占营业利润的比重分别为 7.95%、10.67%和 14.90%，比重逐年上升，资产减值损失主要为存货跌价准备。2020 年及 2021 年公司分别计提信用减值损失 5.32 亿元和 10.68 亿元，占营业利润的比重为 2.22%和 4.65%，对利润形成一定的侵蚀。

图 2 公司盈利指标（单位：%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

盈利指标方面, 2019—2021年, 公司各项盈利指标均持续下降。与同行业其他公司相比, 公司整体盈利指标表现一般。

表 12 2021 年同行业公司盈利对比 (单位: %)

| 公司名称 | 销售毛利率 | 总资产报酬率 | 净资产收益率 |
|----------------|-------|--------|--------|
| 中海企业发展集团有限公司 | 23.08 | 5.68 | 13.87 |
| 万科企业股份有限公司 | 21.82 | 2.96 | 9.78 |
| 保利发展控股集团股份有限公司 | 26.78 | 4.01 | 14.58 |
| 公司 | 17.63 | 3.19 | 5.49 |

注: Wind计算公式与联合资信计算公式存在少许差异

资料来源: 中海企业发展集团有限公司数据来自公开评级报告, 其他来自 Wind

5. 现金流

2019—2021年, 受益于销售回款快速增长, 公司经营活动现金流持续净流入; 受合作开发项目增加导致前期垫款增加的影响, 投资活动现金流持续净流出。2022年上半年, 公司拿地规模减少, 经营活动现金净流入保持增长。

表 13 公司现金流量情况

(单位: 亿元)

| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 1—6月 |
|--------------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| 经营活动现金流入量 | 1333.51 | 1864.64 | 2109.64 | 868.28 |
| 经营活动现金流出量 | 1195.39 | 1588.42 | 1849.87 | 832.27 |
| 经营活动现金流量净额 | 138.12 | 276.22 | 259.77 | 36.00 |
| 投资活动现金流入量 | 277.41 | 414.22 | 459.75 | 153.70 |
| 投资活动现金流出量 | 408.99 | 462.40 | 702.51 | 221.45 |
| 投资活动现金流量净额 | -131.58 | -48.18 | -242.77 | -67.75 |
| 筹资活动前现金流量净额 | 6.54 | 228.04 | 17.00 | -31.75 |
| 筹资活动现金流入量 | 1473.04 | 1641.89 | 1865.90 | 898.71 |
| 筹资活动现金流出量 | 1310.56 | 1720.83 | 1977.51 | 886.15 |
| 筹资活动现金流量净额 | 162.48 | -78.94 | -111.61 | 12.56 |

资料来源: 公司财务报告

从经营活动来看, 2019—2021年, 受公司经营规模的扩张影响, 公司经营活动现金流入量和经营活动现金流出量均呈现快速增长态势; 经营活动现金净流入规模波动增长。

从投资活动来看, 公司投资活动现金流变化主要受合作往来规模变动影响; 2019—2021

年, 公司投资活动现金流入和流出均快速增长, 投资活动现金流持续净流出, 且净流出规模波动增长。

2019—2021年, 公司筹资活动前现金流量净额波动大, 公司经营获现能力较强, 经营活动现金流净额能够覆盖投资所需资金。

从筹资活动来看, 2019—2021年, 公司筹资活动现金流入和流出均持续增长, 主要系收到和支付的合作项目非控股股东前期垫款增加所致, 2020年, 公司筹资活动现金流量净额由正转负, 且2021年净流出规模有所增长。

2022年1—6月, 公司经营活动净现金流同比增长29.80%, 主要系公司拿地支出规模减少所致, 投资活动净流出规模有所收窄, 筹资活动净现金流保持净流入。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标和长期偿债指标均较强。公司可获得有力的股东支持, 公司融资能力强, 融资成本较低。

表 14 公司偿债指标

| 项目 | 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 |
|----------------|-----------------|--------|--------|--------|
| 短期 偿债 指标 | 流动比率 (%) | 161.88 | 153.91 | 152.56 |
| | 速动比率 (%) | 56.15 | 57.42 | 54.99 |
| | 经营现金/流动负债 (倍) | 4.68 | 7.39 | 6.07 |
| | 经营现金/短期债务 (倍) | 0.25 | 0.46 | 0.56 |
| 长期 偿债 指标 | 现金类资产/短期债务 (倍) | 1.35 | 1.48 | 1.73 |
| | EBITDA (亿元) | 324.61 | 301.42 | 295.20 |
| | 全部债务/EBITDA (倍) | 4.41 | 5.42 | 6.29 |
| | 经营现金/全部债务 (倍) | 0.10 | 0.17 | 0.14 |
| | EBITDA/利息支出 (倍) | 3.54 | 2.92 | 2.75 |
| | 经营现金/利息支出 (倍) | 1.51 | 2.68 | 2.42 |

注: 经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

2019—2021年末, 公司流动资产对流动负债的保障程度一般, 现金类资产对短期债务的保障程度较强。截至2022年6月底, 公司现金短期债务比小幅提升至1.82倍, 整体看, 公司短期偿债指标较强。

公司 EBITDA 对利息的覆盖程度较高; EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可; 经营活动净现金流对全部债务和利息支出的覆盖程

度尚可。公司长期债务指标表现较强。

截至 2022 年 6 月底，公司对外担保余额 21.13 亿元，或有负债风险小。

截至 2021 年底，公司获得银行授信额度为 2601 亿元，其中未使用授信额度为 1390 亿元，间接融资渠道通畅。此外，公司为 A 股上市，直接融资渠道畅通，2021 年综合资金成本 4.48%。

截至 2022 年 6 月底，公司无重大未决诉讼。

7. 公司本部（母公司）财务分析

公司本部为债务融资主体，负债规模较大；主要业务集中于下属子公司，公司本部收入规模较小，利润主要来源于投资收益。公司本部与子公司资金往来密切，对子公司控制力和再融资能力强，公司本部偿债能力很强。

2019—2021 年末，公司本部资产总额持续增长，年均复合增长 22.23%。截至 2021 年底，公司本部资产总额 3043.37 亿元，较上年底增长 27.19%，公司本部资产以流动资产为主。流动资产以其他应收款（占 90.53%）为主；非流动资产以长期股权投资（占 95.31%）为主。

2019—2021 年末，公司本部负债持续增长，年均复合增长 29.04%。截至 2021 年底，本部负债总额 2512.74 亿元，较上年底增长 32.87%。其中，流动负债 1709.55 亿元（占 68.04%），非流动负债 803.20 亿元（占 31.96%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占 84.84%）、一年内到期的非流动负债（占 6.17%）、其他流动负债（占 6.02%）和其他流动负债（占 6.02%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 66.55%）和应付债券（占 26.69%）构成。

截至 2021 年底，公司本部全部债务 875.18 亿元，以长期债务（占 85.58%）为主。截至 2021 年底，公司本部资产负债率为 82.56%，全部债务资本化比率 62.25%，债务负担较重。截至 2021 年底，公司本部现金短期债务比为 1.56 倍。

2019—2021 年末，公司本部所有者权益波动增长。截至 2021 年底，公司本部所有者权益为 530.62 亿元，较上年底增长 5.78%。所有者权益中，股本为 79.23 亿元（占 14.93%）、资本公积合计 115.13 亿元（占 21.70%）、未分配利润合计 96.16 亿元（占 18.12%）、盈余公积合计 39.62 亿元（占 7.47%）。

2019—2021 年末，公司本部营业总收入波动下降，年均复合下降 73.66%；利润总额波动下降，年均复合下降 30.88%。2021 年，公司本部营业总收入为 5.05 亿元，利润总额为 60.05 亿元，投资收益为 59.07 亿元。

现金流方面，2021 年，公司本部经营活动现金流净额为 -2.89 亿元，投资活动现金流净额 37.42 亿元，筹资活动现金流净额 -174.22 亿元。

九、外部支持

公司是招商局集团的重要子公司，招商局集团实力强大并给予公司有力的支持。

招商局集团是一家业务多元的综合企业，综合实力极强；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，并正实现由三大主业向实业经营、金融服务、投资与资本运营三大平台转变。2022 年，招商局集团连续 17 年获国务院国资委经营业绩考核 A 级的央企之一和连续五个任期“业绩优秀企业”。

公司作为招商局集团旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业，是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，综合实力强。自成立以来，公司得到招商集团多次增资，资本实力有所提升。此外，在招商局集团的协调帮助下，公司获取深圳等区域大片优质土地，为后续项目开发提供支持。

十、本期公司债券偿还能力分析

本期公司债券的发行对公司债务结构影响不大；考虑本期公司债券发行后，公司各偿债指标仍较强。

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

假设公司本期公司债券发行规模36.40亿元，本期公司债券发行对公司现有债务结构影响不大。本期公司债券发行后，截至2022年6月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别上升至69.41%和43.94%。

2. 本期公司债券偿还能力分析

本期公司债券发行后，公司经营活动现金流入、经营活动净现金流和 EBITDA 对长期债务的保障能力较好。经营活动净现金流和 EBITDA 对本期公司债券的保障能力很强。

表 15 本期公司债券偿还能力测算

| 项目 | 数值 |
|----------------------------|---------|
| 截至 2021 年底发行后长期债务* (亿元) | 1432.50 |
| 2021 年经营活动现金流入/发行后长期债务 (倍) | 1.47 |
| 2021 年经营活动净现金流/发行后长期债务 (倍) | 0.18 |
| 发行后长期债务/2021 年 EBITDA (倍) | 4.85 |
| 2021 年经营活动净现金流/本期公司债券 (倍) | 7.14 |
| 2021 年 EBITDA/本期公司债券 (倍) | 8.11 |

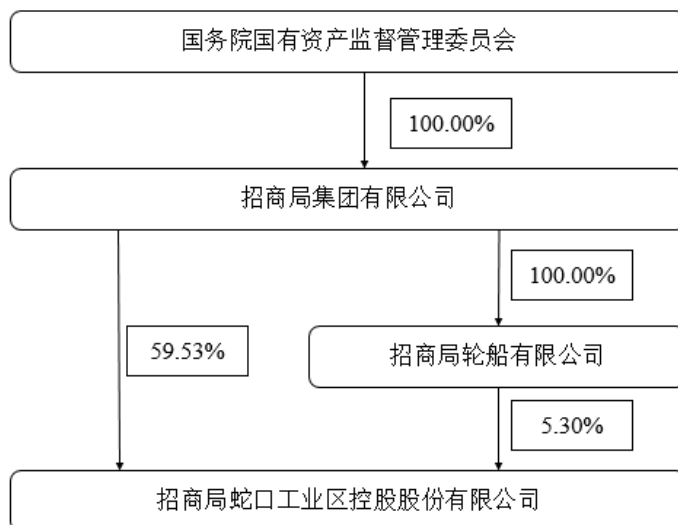
注：发行后长期债务为将本期公司债券发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十一、结论

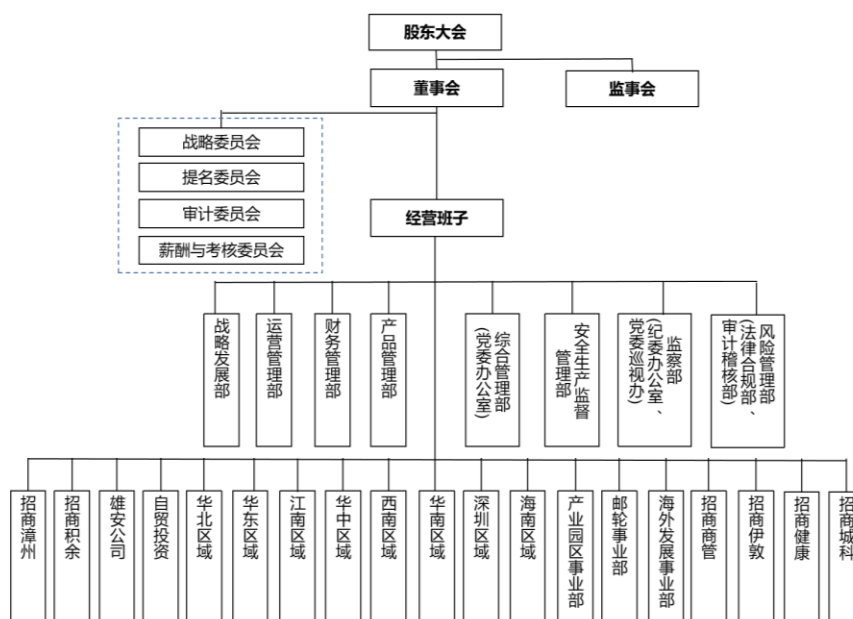
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期公司债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件1-1 截至2022年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件1-2 截至2022年6月底公司组织结构图



资料来源：公开资料

附件 1-3 截至 2021 年底公司合并范围内部分子公司

| 子公司名称 | 主要经营地 | 注册地 | 业务性质 | 直接持股 (%) | 间接持股 (%) | 取得方式 |
|-------------------|-------|-----|-------------------|----------|----------|------------|
| 招商局置地（深圳）有限公司 | 深圳 | 深圳 | 投资 | -- | 100 | 非同一控制下企业合并 |
| 深圳招商商置投资有限公司 | 深圳 | 深圳 | 房地产开发、物业出租 | 100 | -- | 投资设立 |
| 深圳招商房地产有限公司 | 深圳 | 深圳 | 房地产开发 | 100 | -- | 投资设立 |
| 深圳市招商前海实业发展有限公司 | 深圳 | 深圳 | 投资咨询、产业园管理、企业管理咨询 | 16.04 | 67.06 | 投资设立 |
| 深圳市招商前海驰迪实业有限公司 | 深圳 | 深圳 | 房地产开发 | -- | 100 | 投资设立 |
| 深圳市招商创业有限公司 | 深圳 | 深圳 | 房地产开发、物业出租 | 100 | -- | 投资设立 |
| 深圳市招华会展置地有限公司 | 深圳 | 深圳 | 房地产开发 | 50 | -- | 投资设立 |
| 深圳市招华国际会展发展有限公司 | 深圳 | 深圳 | 房地产开发 | 50 | -- | 投资设立 |
| 深圳市太子湾商融置业有限公司 | 深圳 | 深圳 | 房地产开发 | 51 | -- | 投资设立 |
| 深圳市太子湾商鼎置业有限公司 | 深圳 | 深圳 | 房地产开发 | 51 | -- | 投资设立 |
| 深圳市太子湾乐湾置业有限公司 | 深圳 | 深圳 | 房地产开发 | 51 | -- | 投资设立 |
| 深圳市前海蛇口自贸投资发展有限公司 | 深圳 | 深圳 | 房地产开发 | -- | 50 | 投资设立 |
| 深圳市前海蛇口启迪实业有限公司 | 深圳 | 深圳 | 房地产开发 | -- | 100 | 投资设立 |
| 深圳市前海平方园区开发有限公司 | 深圳 | 深圳 | 汽车园区开发及管理 | 65 | 35 | 投资设立 |
| 深圳市平通汽车有限公司 | 深圳 | 深圳 | 汽车园区开发及管理 | -- | 100 | 投资设立 |
| 深圳市南油（集团）有限公司 | 深圳 | 深圳 | 投资兴办实业、物业出租 | -- | 76 | 非同一控制下企业合并 |
| 深圳市德瀚投资发展有限公司 | 深圳 | 深圳 | 房地产开发 | -- | 70 | 同一控制下企业合并 |
| 深圳坪山招商房地产有限公司 | 深圳 | 深圳 | 房地产开发 | 70 | -- | 投资设立 |
| 深圳市前海蛇口和胜实业有限公司 | 深圳 | 深圳 | 商业服务业 | -- | 100 | 投资设立 |
| 深圳市前海鸿昱实业投资有限公司 | 深圳 | 深圳 | 资本市场服务 | -- | 100 | 收购 |
| 招商局积余产业运营服务股份有限公司 | 深圳 | 深圳 | 物业管理 | 47.45 | 3.71 | 非同一控制下企业合并 |
| 深圳市创勇企业管理有限公司 | 深圳 | 深圳 | 居民服务业 | -- | 50 | 收购 |
| 深圳市赤湾房地产开发有限公司 | 深圳 | 深圳 | 房地产开发 | -- | 49.02 | 收购 |
| 广州招商房地产有限公司 | 广州 | 广州 | 房地产开发 | -- | 100 | 投资设立 |
| 广州招盛房地产有限责任公司 | 广州 | 广州 | 房地产业 | -- | 100 | 投资设立 |
| 广州保穗置业有限公司 | 广州 | 广州 | 房地产开发 | -- | 50 | 收购 |
| 珠海依云房地产有限公司 | 珠海 | 珠海 | 房地产开发 | -- | 100 | 投资设立 |
| 中山雍景房地产有限公司 | 中山 | 中山 | 房地产业 | -- | 70 | 投资设立 |
| 安徽绿隼置业有限公司 | 合肥 | 合肥 | 房地产开发 | -- | 50.5 | 收购 |
| 合肥瑞盛房地产开发有限公司 | 合肥 | 合肥 | 房地产业 | -- | 100 | 投资设立 |
| 镇江盈盛房地产开发有限公司 | 镇江 | 镇江 | 房地产开发 | 1 | 99 | 投资设立 |
| 徐州淮海金融招商发展有限公司 | 徐州 | 徐州 | 房地产开发 | -- | 65 | 投资设立 |
| 招商局地产（常州）有限公司 | 常州 | 常州 | 房地产开发 | 100 | -- | 投资设立 |
| 招商局地产（苏州）有限公司 | 苏州 | 苏州 | 房地产开发 | 90 | 10 | 投资设立 |

资料来源：公司年度报告

附件 2-1 公司主要财务数据及指标 (合并口径)

| 项目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 6 月 |
|-----------------|---------|---------|---------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产 (亿元) | 753.40 | 893.37 | 796.48 | 780.57 |
| 资产总额 (亿元) | 6180.40 | 7392.28 | 8562.03 | 8803.79 |
| 所有者权益 (亿元) | 2276.42 | 2531.10 | 2767.55 | 2704.46 |
| 短期债务 (亿元) | 559.14 | 603.20 | 460.65 | 375.91 |
| 长期债务 (亿元) | 873.66 | 1029.26 | 1396.10 | 1707.25 |
| 全部债务 (亿元) | 1432.80 | 1632.46 | 1856.75 | 2083.16 |
| 营业总收入 (亿元) | 976.72 | 1296.21 | 1606.43 | 575.63 |
| 利润总额 (亿元) | 261.24 | 241.09 | 228.43 | 55.02 |
| EBITDA (亿元) | 324.61 | 301.42 | 295.20 | -- |
| 经营性净现金流 (亿元) | 138.12 | 276.22 | 259.77 | 36.00 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数 (次) | 64.80 | 56.34 | 52.77 | -- |
| 存货周转次数 (次) | 0.24 | 0.27 | 0.31 | -- |
| 总资产周转次数 (次) | 0.19 | 0.19 | 0.20 | -- |
| 现金收入比 (%) | 128.93 | 136.99 | 120.88 | 131.03 |
| 营业利润率 (%) | 25.23 | 21.70 | 19.45 | 13.75 |
| 总资本收益率 (%) | 6.44 | 5.12 | 4.26 | -- |
| 净资产收益率 (%) | 8.28 | 6.68 | 5.49 | -- |
| 长期债务资本化比率 (%) | 27.73 | 28.91 | 33.53 | 38.70 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 38.63 | 39.21 | 40.15 | 43.51 |
| 调整后资产负债率 (%) | 56.81 | 58.38 | 60.88 | 62.22 |
| 流动比率 (%) | 161.88 | 153.91 | 152.56 | 157.11 |
| 速动比率 (%) | 56.15 | 57.42 | 54.99 | 59.23 |
| 经营现金流流动负债比 (%) | 4.68 | 7.39 | 6.07 | -- |
| 现金短期债务比 (倍) | 1.35 | 1.48 | 1.73 | 2.08 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 3.54 | 2.92 | 2.75 | -- |
| 全部债务/EBITDA (倍) | 4.41 | 5.42 | 6.29 | -- |

注: 1. 报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. 公司其他流动负债中超短期融资券计入有息债务核算, 长期应付款中有息部分计入有息债务核算; 3. “--”表示无意义, “/”表示未获取; 4. 公司 2022 年半年度财务数据未审计
 资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 公司主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

| 项目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 6 月 |
|-----------------|---------|---------|---------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产 (亿元) | 191.51 | 336.07 | 196.37 | 234.50 |
| 资产总额 (亿元) | 2037.13 | 2392.78 | 3043.37 | 3173.01 |
| 所有者权益 (亿元) | 528.09 | 501.65 | 530.62 | 410.01 |
| 短期债务 (亿元) | 385.58 | 314.81 | 126.23 | 148.12 |
| 长期债务 (亿元) | 387.71 | 562.32 | 748.95 | 934.83 |
| 全部债务 (亿元) | 773.30 | 877.13 | 875.18 | 1082.95 |
| 营业总收入 (亿元) | 72.86 | 4.04 | 5.05 | 3.67 |
| 利润总额 (亿元) | 125.69 | 37.35 | 60.05 | 4.34 |
| EBITDA (亿元) | / | / | / | -- |
| 经营性净现金流 (亿元) | 93.65 | -1.28 | -2.89 | -9.46 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数 (次) | 2.79 | 0.16 | 0.20 | -- |
| 存货周转次数 (次) | 1.18 | 51.50 | -- | -- |
| 总资产周转次数 (次) | 0.04 | 0.00 | 0.00 | -- |
| 现金收入比 (%) | 99.01 | 110.47 | 75.70 | 23.72 |
| 营业利润率 (%) | 96.73 | 5.98 | 22.41 | -3.46 |
| 总资本收益率 (%) | / | / | / | / |
| 净资产收益率 (%) | 20.00 | 6.23 | 10.74 | -- |
| 长期债务资本化比率 (%) | 42.34 | 52.85 | 58.53 | 69.51 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 59.42 | 63.62 | 62.25 | 72.54 |
| 资产负债率 (%) | 74.08 | 79.03 | 82.56 | 87.08 |
| 流动比率 (%) | 142.31 | 142.00 | 141.05 | 142.16 |
| 速动比率 (%) | 142.30 | 142.00 | 141.05 | 142.16 |
| 经营现金流动负债比 (%) | 8.55 | -0.10 | -0.17 | -- |
| 现金短期债务比 (倍) | 0.50 | 1.07 | 1.56 | 1.58 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | / | / | / | / |
| 全部债务/EBITDA (倍) | / | / | / | / |

注: 1. “/”表示未获取,“-”表示无意义; 2. 母公司 2022 年半年度报表未经审计
 资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|-----------------|--|
| 增长指标 | |
| 资产总额年复合增长率 | (1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100% |
| 净资产年复合增长率 | |
| 营业总收入年复合增长率 | |
| 利润总额年复合增长率 | |
| 经营效率指标 | |
| 销售债权周转次数 | 营业总收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据 + 平均应收款项融资) |
| 存货周转次数 | 营业成本 / 平均存货净额 |
| 总资产周转次数 | 营业总收入 / 平均资产总额 |
| 现金收入比 | 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入 × 100% |
| 盈利指标 | |
| 总资本收益率 | (净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100% |
| 净资产收益率 | 净利润 / 所有者权益 × 100% |
| 营业利润率 | (营业总收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业总收入 × 100% |
| 债务结构指标 | |
| 资产负债率 | 负债总额 / 资产总计 × 100% |
| 调整后资产负债率 | (负债总额 - 预收账款 - 合同负债) * 100% / (资产总额 - 预收账款 - 合同负债) |
| 全部债务资本化比率 | 全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100% |
| 长期债务资本化比率 | 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100% |
| 担保比率 | 担保余额 / 所有者权益 × 100% |
| 长期偿债能力指标 | |
| EBITDA 利息倍数 | EBITDA / 利息支出 |
| 全部债务 / EBITDA | 全部债务 / EBITDA |
| 短期偿债能力指标 | |
| 流动比率 | 流动资产合计 / 流动负债合计 × 100% |
| 速动比率 | (流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100% |
| 经营现金流动负债比 | 经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100% |
| 现金短期债务比 | 现金类资产 / 短期债务 |

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据 + 其他短期债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 使用权资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

| 信用等级 | 含义 |
|------|--------------------------------|
| AAA | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低 |
| AA | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低 |
| A | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低 |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般 |
| BB | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高 |
| B | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高 |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高 |
| CC | 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 | 不能偿还债务 |

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

| 评级展望 | 含义 |
|------|-----------------------------------|
| 正面 | 存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大 |
| 稳定 | 信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大 |
| 负面 | 存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大 |
| 发展中 | 特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持 |

联合资信评估股份有限公司关于 招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第五期） 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。