

招商局蛇口工业区控股股份有限公司

公司债 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：蒋 滕 tjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：刘旭冉 xrliu@ccxi.com.cn

彭俊贤 jxpeng@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 5 月 18 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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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。

■ 本次信用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评级对象进行跟踪评级，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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0273 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”、“18 蛇口 01”、“18 蛇口 03”、“19 蛇口 01”、“19 蛇口 02”、“19 蛇口 03”、“19 蛇口 04”、“20 蛇口 01”、“21 蛇口 01”、“21 蛇口 02”、“21 蛇口 03”和“21 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

二零二二年五月十八日

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”或“公司”）主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“17 蛇口 01”、“18 蛇口 01”、“18 蛇口 03”、“19 蛇口 01”、“19 蛇口 02”、“19 蛇口 03”、“19 蛇口 04”、“20 蛇口 01”、“21 蛇口 01”、“21 蛇口 02”、“21 蛇口 03”和“21 蛇口 04”的债项信用等级为**AAA**。中诚信国际肯定了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和经营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风险、债务规模呈增长趋势以及非经常性损益项目波动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	2019	2020	2021	2022.Q1
总资产(亿元)	6,176.88	7,371.57	8,562.03	8,743.28
所有者权益合计(亿元)	2,273.70	2,533.57	2,767.55	2,789.93
总负债(亿元)	3,903.18	4,838.00	5,794.48	5,953.35
总债务(亿元)	1,422.75	1,600.95	1,803.55	1,830.46
营业总收入(亿元)	976.72	1,296.21	1,606.43	188.01
净利润(亿元)	188.57	169.13	152.02	10.80
EBITDA(亿元)	324.61	301.42	295.20	-
经营活动净现金流(亿元)	138.12	276.22	259.77	-33.20
营业毛利率(%)	34.65	28.69	25.47	21.95
净负债率(%)	29.45	27.94	36.43	37.67
总债务/EBITDA(X)	4.38	5.31	6.11	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.54	2.92	2.75	-

注：1、本报告列示、分析的财务数据及财务指标为中诚信国际基于公司提供的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 2019-2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表，财务数据均为当期审计报告期末数。2、2019-2021 年末其他流动负债中超预期融资调整至短期债务，短期债务不含短期借款中的应计利息、一年内到期的非流动负债中的应计利息和一年内到期的长期应付款，2022 年 3 月末未进行上述调整；租赁负债调整至长期债务。

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，在业务拓展、项目获取、资金安排以及资本运营等方面持续获得有力支持。

■ **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。近年来公司销售业绩快速增长，公司市场地位及竞争

同行业比较

2021 年部分房地产开发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)	总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	营业总收入(亿元)	净利润率(%)	存货周转率(X)
华润置地*	3,150	9,498.04	61.75	1.96	-	2,121.08	17.63	0.38
中国海外发展*	3,695	8,699.07	31.43	2.51	-	2,422.40	17.78	0.41
招商蛇口	3,268	8,562.03	36.43	1.80	0.93	1,606.43	9.46	0.31

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。2、带“*”公司财务报表按照香港会计准则编制，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

实力不断提升。

■ **优质且充足的土地储备资源。**近年来，公司持续聚焦于华东及华南（含深圳）等传统优势区域，并积极通过合作拿地、产城联动、收并购和参与城市更新等方式增加一、二线城市的核心区域土地资源，此外，公司在深圳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。

■ **经营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通畅，可通过多种方式获取融资，并具有较为突出的融资成本优势。

关注

■ **房地产行业风险。**在监管政策的持续影响下，2021 年下半年以来房地产市场出现一定调整，商品房销售面临一定下行压力。虽然为维护房地产市场平稳健康发展，政策已经有所调整，但当前仍处于政策传导期，市场环境变化对公司经营提出更高挑战。

■ **债务规模呈增长趋势。**随着公司业务规模持续扩大，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，公司债务规模呈上升趋势；加之公司拥有较大规模的房地产、园区开发在建项目和持有型业务投资需求，其亦面临一定的资本支出压力。

■ **非经常性损益项目波动。**近年来公司投资收益为利润总额的重要构成项目且波动较大、同时资产减值损失及信用减值损失规模增长较快，需关注非经常性损益项目对公司盈利能力的影响。

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	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
21 蛇口 04	AAA	AAA	2021/5/31	11.60	11.60	2021/6/7~2024/6/7	--
21 蛇口 03	AAA	AAA	2021/5/31	10.00	10.00	2021/6/7~2026/6/7	--
21 蛇口 02	AAA	AAA	2021/3/31	7.00	7.00	2021/4/14~2024/4/14	--
21 蛇口 01	AAA	AAA	2021/3/31	3.00	3.00	2021/4/14~2026/4/14	--
20 蛇口 01	AAA	AAA	2021/4/21	10.40	10.40	2020/11/17~2025/11/17	--
19 蛇口 04	AAA	AAA	2021/4/21	6.00	6.00	2019/7/12~2022/7/12	--
19 蛇口 03	AAA	AAA	2021/4/21	15.00	15.00	2019/7/12~2024/7/12	--
19 蛇口 02	AAA	AAA	2021/4/21	12.00	12.00	2019/6/25~2022/6/25	--
19 蛇口 01	AAA	AAA	2021/4/21	23.00	23.00	2019/6/25~2024/6/25	--
18 蛇口 03	AAA	AAA	2021/4/21	18.40	18.40	2018/6/11~2023/6/11	--
18 蛇口 01	AAA	AAA	2021/4/21	20.00	20.00	2018/4/17~2023/4/17	--
17 蛇口 01	AAA	AAA	2021/4/21	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 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称“21 蛇口 01”、债券代码“149448.SZ”，“21 蛇口 02”，债券代码“149449.SZ”）于 2021 年 4 月 14 日完成发行，发行规模为 10 亿元。其中，21 蛇口 01 募集资金 3 亿元，期限为 5 年期，票面利率为 3.80%；21 蛇口 02 募集资金 7 亿元，期限为 3 年期，票面利率为 3.56%。

招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）（债券简称“21 蛇口 03”、债券代码“149497.SZ”，“21 蛇口 04”，债券代码“149498.SZ”）于 2021 年 6 月 7 日完成发行，发行规模为 21.6 亿元。其中，21 蛇口 03 募集资金 10 亿元，期限为 5 年期，票面利率为 3.66%；21 蛇口 04 募集资金 11.6 亿元，期限为 3 年期，票面利率为 3.37%。

跟踪期内，公司于 2021 年 6 月 11 日完成“18 蛇口 04”的本息兑付，并于当日从深圳证券交易所（以下简称“深交所”）摘牌。

根据《招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2021 年年度报告》，“17 蛇口 01”、“18 蛇口 01”、“18 蛇口 03”、“19 蛇口 01”、“19 蛇口 02”、“19 蛇口 03”、“19 蛇口 04”、“20 蛇口 01”、“21 蛇口 01”、“21 蛇口 02”、“21 蛇口 03”和“21 蛇口 04”募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

宏观经济与政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增

速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在

能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

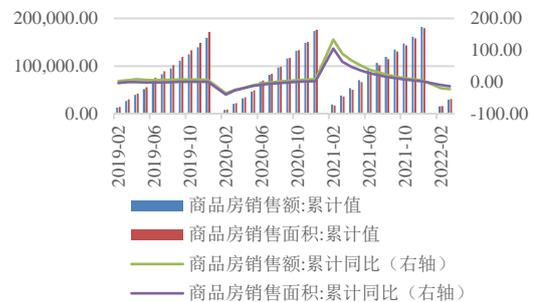
随着房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，2021 年下半年以来商品房销售市

场明显降温，短期内商品房销售仍面临一定下行压力

2021 年上半年房地产市场保持较高热度，1~6 月全国房地产销售额和销售面积分别同比增长 38.9% 和 27.7%。但随着“三道红线”、“贷款两集中”等房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，居民购房意愿有所下降，下半年以来商品房销售市场明显降温。7 月以来单月商品房销售面积及销售额同比持续回落，其中 9 月以来商品房销售面积及销售额还低于 2019 年同期水平。2022 年一季度房地产销售市场仍延续疲弱态势，1~3 月全国商品房销售面积及销售额分别同比回落 13.8% 和 22.7%。与此同时，2021 年下半年国房景气指数持续回落态势，2022 年一季度则保持 100 以下水平，表明房地产行业景气度仍不乐观。

尽管 2021 年四季度以来，为“稳地价、稳房价、稳预期”，政策逐步调整，着力恢复房地产合理融资需求及居民合理购房需求，财政部也已明确表态 2022 年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件，同时各地“稳楼市”政策相继落地。但从“政策底”到“市场底”、“信心底”仍需一定过渡期。中诚信国际认为，当前房地产市场仍处于政策传导期，市场需求短期尚未见底，商品房销售回落趋势或仍将持续一段时间。

图 1：近年来全国商品房销售情况
单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从商品房价格来看，2022 年一季度全国商品房住宅销售均价 9,911.79 元/平方米¹，较 2021 年全年下

¹ 按住宅商品房销售额除以住宅商品房销售面积计算

降约4.66%。分不同能级城市来看，一线城市前3月新建商品住宅价格指数环比保持上涨，同比涨幅在4.3%~4.4%，增速较2021年12月变动不大；二线城市新建商品住宅价格指数一季度较为稳定，环比变化不大，同比保持增长，但涨幅逐月回落，3月同比涨幅为1.6%，较2021年12月增速回落1.2个百分点；三线城市新建商品住宅价格指数环比、同比增速均已转负，住宅价格下行压力较大。

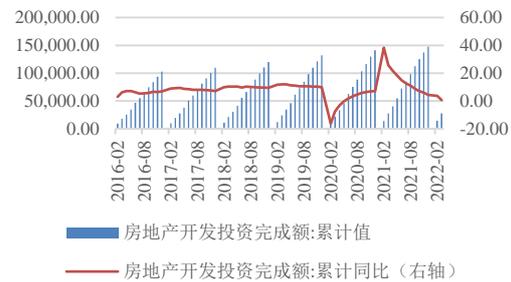
从商品房去化情况看，随着2021年下半年商品房销售市场的疲软，商品房去化速度有所放缓。截至2022年3月末，商品房待售面积为56,113万平方米，同比增长8.2%，商品房待售面积已经高于2000年以来历史四分之三分位数水平，房地产市场整体去化压力进一步上升。其中，此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市面临更大的去化压力。

2021年，房企开发投资及拿地支出表现出前高后低态势，经营端支出明显放缓。在销售回款承压及再融资困难持续的背景下，行业整体仍面临投资信心及投资能力不足问题，房地产开发投资及拿地支出回落趋势或将延续

2021年上半年，较好的房地产销售市场带动房企到位资金创历史同期新高，在房企加快在手项目开发建设的推动下，房地产开发投资额同比增长15.0%，处于较高水平，新开工面积也同比增长3.8%。但下半年以来，随着房地产销售市场降温，叠加房企融资受限，房企投资热情及投资能力双双回落，新开工面积同比持续下降，房地产开发投资增速也逐步回落。2021年全年，房地产开发投资同比增速已经降至4.40%，创2016年以来年增速新低。2022年一季度，房地产开发投资增速延续回落态势，1~3月，房地产开发投资增速降至0.7%。房屋新开工面积则自2021年7月持续回落，2021年全年同比回落11.4%。2022年一季度在前期高基数及局部地区疫情反复影响下，同比降幅进一步扩大至17.5%。

图2：近年来全国房地产开发投资情况

单位：亿元、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2021年2月以来，22座重点城市实施住宅供地“两集中”政策。对比三轮土地集中供应结果，首轮集中供地中房地产企业表现出较高热度，但在市场降温、拿地条件较严、自身资金实力有限等多重制约下，房地产企业在第二、三轮集中供地中购地意愿或拿地能力不足，拿地热情较第一轮明显下降。从2021年全年数据来看，房地产开发企业土地购置面积和土地成交价款分别同比下降15.5%和同比上升2.8%。

2022年以来，已有部分城市完成首轮集中供地，从各城市土拍市场表现来看，城市分化明显，与2021年三批次相比，北京、合肥市场表现相对较好，底价成交地块占比和流拍撤牌率明显下降。而福州、青岛市场热度不及预期。值得关注的是，各城市参与土拍仍以央企及地方国企为主，民营房企仍较少参与拿地。而从土地购置面积及成交价款来看，2022年一季度土地市场交易仍偏冷，土地购置面积和土地成交价款分别同比下降41.8%和16.9%。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额

单位：万平方米、亿元、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

为维护房地产行业平稳健康发展，2021 年四季度以来房地产政策有所调整，当前仍处于政策传导期；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

2016 年中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的、不是用来炒的”，此后中央及各主要监管部门在多个场合反复强调“房住不炒”的定位。与此同时，2016 年 10 月以来，各城市通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控，本轮调控表现出很强的政策延续性。

2020 年下半年以来，房地产行业融资政策进一步收紧，尤其在 8 月“三道红线”出台后，国内贷款增速明显回落。2020 年 12 月末，央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称“《通知》”），划定银行房地产贷款集中度“红线”。《通知》旨在防止房地产贷款在银行体系全部贷款中的比重偏离合理水平，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。2021 年以来，在银行房地产贷款集中度管理制度的影响下，按揭贷款发放

进度明显放缓，房地产企业销售回款受到了不同程度的负面影响。2021 年 2 月，自然资源部组织召开“全国 2021 年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，22 座重点城市实施住宅供地“集中供地”政策。2021 年 7 月，住房和城乡建设部、国家发展和改革委员会等八部委联合发布了《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，提出了房地产市场秩序三年实现明显好转的目标以及具体整治范围、措施和机制。此外值得关注的是，2021 年以来房地产发债企业信用风险持续发酵，境内外债券投资者信心较弱，大部分民营房地产企业境内外信用债发行亦在一定程度上受阻。

为防范房地产市场风险的进一步扩大，2021 年四季度以来政策端已经逐步调整：从中央层面来看，在坚持“房住不炒”政策导向下，主要监管部门从满足房地产合理融资需求、支持符合条件房企发债融资、要求金融机构稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务、支持保障性租赁住房贷款、统一全国预售资金监管政策等方面进行了调整，同时各部委多次发声“防范化解房地产市场风险”、“促进房地产业良性循环和健康发展”，房地产税改革试点扩大工作暂缓推进，均向市场释放了积极信号；年内 LPR 下调及降准也有利于恢复房地产合理融资；从地方层面来看，各地“因城施策”，从降低首付比例、下调房贷利率、放松房贷条件、推出购房补贴、调整公积金政策、放松落户限制、加大人才引进等方面多维度出台“稳楼市”政策。值得关注的是，除三、四线城市外，包括南京、苏州等强二线城市也对限售、限购政策进行了一定调整²。中诚信国际认为，相关政策落地或有助于推动房地产市场恢复平稳发展，但当前仍处于政策传导期，房地产企业企稳仍有待观察。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

² 4 月 11 日，苏州对限购和限售政策同时进行了调整。其中，二手房限售期限由 5 年改为 3 年。非户籍居民家庭在苏州市区、昆山市、太仓市范围内申请购买首套住房时，社保(个税)由 3 年内连续缴满 24 个月改为累计 24 个月；非苏州户口居民卖房后 2 年内

无需社保或税单可直接购房；4 月 12 日，南京市六合区房产交易中心确认，从当日起，外地户籍购房者，可在南京市六合区限制购买一套住房，凭借户口本、身份证，已婚家庭携带结婚证等证明，即可前往当地开具购房证明。

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。

公司法人治理结构完善，内部控制制度较为健全

截至 2022 年 3 月末，公司注册资本为 79.23 亿元³，招商局集团直接持有公司 58.14% 股权，同时通过全资子公司招商局轮船间接持有公司 5.17% 股权。招商局集团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”）监管的大型中央企业之一，故公司的实际控制人为国务院国资委。

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所股票上市规则》等法律法规和中国证监会、深圳证券交易所等监管部门的要求，建立了较为完善的公司法人治理结构，并制定了《公司章程》及各自议事规则的规定，独立运作并履行应尽的职责和义务。股东大会为公司最高决策机构，股东大会根据上市规则及相关规定设立了董事会、监事会和管理层的独立运行机制，并设置了与公司生产经营相适应的组织职能机构，制定了相应的岗位职责，各职能部门之间职责明确、相互制约。截至 2022 年 3 月末，公司董事会由 9 名董事组成，其中 3 名为独立董事，董事会设董事长 1 名。

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，2021 年公司销售业绩保持较快增长，同时结算规模亦维持平稳增速

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。

社区开发与运营业务系公司收入贡献最大的业务板块，其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。

项目开发方面，公司整体保持较快的开发节奏，其中 2021 年新开工面积和竣工面积均较上年有所增加，近年来新开工面积始终大于当期对应的竣工面积，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 1：近年来公司房地产业务开工竣工情况

指标	单位：万平方米		
	2019	2020	2021
新开工面积	1,486	1,356	1,810
竣工面积	1,021	1,096	1,273
期末在建面积	2,764	3,093	3,605

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。2021 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 3,268.34 亿元，同比增长 17.73%，根据 2021 年克而瑞中国房地产企业排行榜，公司全口径签约销售金额排名提升至第 7 位。2022 年 1~3 月，因整体销售市场遇冷，公司全口径签约销售金额同比减少 34.54%。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。

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 2021 年公司结算均

³ 2022 年 5 月 10 日，招商蛇口审议通过《关于注销回购股份并减少注册资本的议案》，本次注销完成后，招商蛇口总股本将减少至 77.39 亿股，注册资本将减少至人民币 77.39 亿元。

价保持平稳。

表 2：近年来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	2020	2021	2022.Q1
签约销售面积	1,169.44	1,243.53	1,464.47	201.84
签约销售金额	2,204.74	2,776.08	3,268.34	473.42
签约销售均价	18,853	22,324	22,318	23,455
结算面积	513.84	634.24	785.63	-
结算金额	894.36	1,168.62	1,452.83	-
结算均价	17,405	18,426	18,493	-

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划分有所变化⁴，2021 年签约销售贡献以华东区域、江南区域和深圳区域为主，上述区域销售金额占比合计达 70.58%。其中，华东区域始终为公司销售金额占比最高的区域，深圳系公司总部所在地和传统战略重心。具体来看，2021 年公司销售金额排名前五的城市公司分别为深圳、上海、杭州、南京和苏州，销售占比分别为 12.87%、11.44%、10.49%、8.84%和 7.59%。从当地市场表现看，2021 年公司在深圳、上海、苏州、南京等 7 个城市销售规模位居当地前三，16 个城市销售规模当地排名前十。

表 3：近年来公司房地产开发业务销售金额的区域分布情况

区域	2019	区域	2020	2021
华东	25.21%	华东	29.02%	29.07%
江南	22.81%	江南	21.84%	24.80%
深圳*	13.88%	深圳*	18.06%	16.71%
华北	12.29%	华北	9.05%	8.23%
华中	8.79%	西南	8.37%	8.20%
华南	7.92%	华南	7.94%	6.29%
西南	7.89%	华中	5.02%	5.75%
东南	0.92%	海南	0.36%	0.62%
海外	0.29%	海外	0.33%	0.22%
合计	100.00%	合计	100.00%	100.00%

注：1、上表中深圳区域包括深圳、东莞、汕头和惠州；

2、因四舍五入，上表数据存在尾数差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

⁴ 2020 年公司原将原东南区域的厦门、漳州、福州等城市新划入华东区域，同时首次在海南区域取得销售业绩。

2021 年公司优先布局高能级城市，通过多渠道投资拿地，在核心一二线城市获取大量优质项目资源；此外，公司在深圳前海片区拥有的优质项目储备，后续前海土地的开发可为公司未来的经营业绩形成较好保障

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，近年公司围绕区域聚焦和城市深耕，进一步优化土地资源储备。同时，面对竞争激烈的市场环境，公司也积极采取合作拿地、产城联动、收并购和参与城市更新等模式进行项目拓展。

表 4：近年来公司土地储备情况

单位：个、万平方米、元/平方米、亿元

指标	2019	2020	2021	2022.Q1
当期新拓展项目	79	98	113	6
当期新增土地储备建筑面积	1,423	1,625	1,559	78.21
当期新增土地平均成本	6,861	9,357	13,848	10,687
当期地价支出金额	976	1,520	2,158	83.58

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

近年来公司保持较大土地获取力度，新增土地支出金额持续增长，2021 年公司优先布局高能级城市，土地储备建筑面积较上年小幅下降，土地平均成本有所增加。2021 年全年公司新增项目 113 个，扩充项目资源 1,559 万平方米，权益面积 886 万平方米。其中，公司在产城联动方面获取项目 9 宗，合计补充土储约 215 万平方米；通过收并购获取项目 12 宗，合计补充土储约 106 万平方米。2021 年公司新获取项目以核心一二线城市及周边城市群为主，按规划计容建筑面积计算，国内一线城市占比 15.15%，二线城市占比 45.40%，三四线城市占比 39.38%；海外地区占比 0.08%。具体来看，2021 年新增土地储备建筑面积排名前五的城市位于上海、绍兴、南京、武汉和南通，占比分别为 7.77%、7.22%、5.90%、5.14%和 4.73%。2022 年一季度，

公司新增项目 6 个，扩充项目资源约 78.21 万平方米，权益面积约 40.48 万平方米，新增项目位于盐城、合肥、宁波、金华和佛山。

截至 2021 年末，公司在 60 余个城市及地区拥有 531 个处于不同开发阶段的项目，项目储备总建筑面积⁵为 5,509.22 万平方米，其中权益口径项目储备总建筑面积为 3,012.59 万平方米。从城市能级分布来看，其中一线城市占比 11.72%，二线城市占比 46.97%，三线及三线以下城市占比 40.82%，香港及国外占比 0.50%，公司在核心一二线城市拥有大量优质项目资源。具体来看，其中项目储备建筑面积前五大城市为昆明、武汉、成都、南京和南通，占比分别为 6.74%、6.30%、4.93%、4.55%和 4.11%。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。

公司前海土地整备事项于 2019 年 12 月完成⁶，其在前海区域的土地权益已明确。公司通过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的方式共同开发。2021 年，公司在深圳前海取得签约销售面积合计 14.70 万平方米⁷，截至 2021 年末，招商蛇口在前海土地整备范围内共拥有计容建面 455.84 万平米的项目储备（不含人才用房），其中尚有约 390 万平方米的项目储备未开工⁸。后续，公司将综合考虑市场需求、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。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的优质且充足的土地储备可为其未来的经营业绩形成较好保障。

城市更新方面，2021 年公司共取得 14 个旧改项目排他资格，预估土地储备面积 510 万平方米、

货值超 1,200 亿元。此外，公司与上海市属国企筹划组建上海城市更新基金，该基金总规模约 800 亿元，将定向用于投资旧区改造和城市更新项目。

公司拥有丰富的园区开发与运营经验，园区项目内多业态的开发销售系该业务板块的主要收入来源，同时公司积极布局持有型业务，2021 年继续为其贡献稳定的现金流；此外招商积余作为公司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平均实现较快提升

公司在开发建设蛇口工业区 40 余年的历程中，积累了丰富的园区综合开发运营经验。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。

从收入结构上看，公司园区开发与运营业务收入主要来源于特色产业园、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管理业务，此外还涵盖了公司物业管理业务。2021 年，公司园区开发与运营实现收入 325.33 亿元，同比增长 15.24%，主要系深圳前海启动区一期、深圳云玺大厦、深圳国际会展中心（一期）配套商业等园区项目大额结转，以及物业管理业务规模扩大所致。园区开发与运营业务中涉及房地产二级开发部分上文已阐述，本节不再赘述。

持有类业务方面，公司秉持持有业务“双百”战略，积极布局集中商业、写字楼、酒店及公寓等业态。截至 2021 年末，公司主要运营管理的集中商业项目共计 25 个，其中委托经营项目 2 个，整租经营项目 1 个，分布在上海、深圳、南京、成都和重庆等 16 个城市；同期末，公司主要运营管理的写字楼项目 21 个，主要布局在北京、上海、深圳、武

⁵ 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

⁶ 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。

⁷ 此部分签约销售面积已计入 2021 年公司签约销售面积 1,464.47 万平方米。

⁸ 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。

汉等城市；同期末，公司主要运营管理的酒店共 14 家，包括国内 12 家和国外 2 家；同期末，公司长租公寓（含未开业项目）约 3.6 万间，分布在全国 22 个城市。从项目出租和运营情况来看，近年来公司可出租投资性物业面积持续增加，截至 2021 年末，公司拥有的可出租投资性物业面积为 452.42 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，2021 年公司实现出租收入 34.14 亿元，同比增长 18.01%，总体出租率为 84%；酒店运营方面，截至 2021 年末，公司在深圳、北京、漳州、杭州、昆山等地拥有酒店客房 3,100 套，2021 年公司实现酒店运营收入 6.10 亿元，同比增长 19.37%；由于部分土地已清退移交，近年来公司期末累计已出租面积不断减少，截至 2021 年末公司拥有可出租的土地面积为 139.84 万平方米，2021 年公司实现土地出租收入 1.00 亿元，同比减少 19.35%，土地出租率为 98%。总体来看，随着疫情较 2020 年缓解，2021 年投资性物业出租率、酒店业务客流量及入住率不同程度提高，租赁业务和酒店业务收入有所上升。

园区运营方面，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，区域覆盖国内海南自由贸易港、粤港澳大湾区、长三角等重要地区以及“一带一路”沿线国家。截至 2021 年末，公司布局 8 个产业新城项目总合作管理面积 468 平方公里；运营管理的产业园区项目，包括网谷、意库和智慧城三个产品线共计 25 个，合计规划建筑面积 475 万平方米；园区内还具备创新孵化基地招商创库，目前布局的 13 个创库项目合计建筑面积 4.7 万平方米中的 7 个项目已进入运营期。

物业管理方面，招商局积余产业运营服务股份有限公司（简称“招商积余”）作为公司旗下轻资产运营服务平台，始终保持较大的项目拓展力度，2021 年招商积余实现新签年度合同额 30.50 亿元，同比增长 24.24%。截至 2021 年末，招商积余物业管理面积 2.81 亿平方米，同比增长 47%，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。2021 年招商积余实现营业收入 105.91 亿元，同比增加 22.42%。2022 年 1~3 月，招商积余实现新签年度合同额 7.30 亿元，同比增长 26%，截至 2022 年 3 月末，招商积余物业管理面积 2.91 亿平方米。2022 年 1~3 月，招商积余实现营业收入 25.37 亿元，同比增加 14.75%。

一级土地开发方面，截至 2021 年末公司拥有常熟琴湖小镇一级开发项目、招商局漳州开发区和双鱼岛等 3 个土地一级开发项目，规划平整土地面积合计 2,239.55 万平方米，累计平整土地面积 2,078.59 万平方米。

因 2021 年疫情较上年有所缓解，且公司投资的中国首艘五星旗游轮正式投入运营，当年邮轮产业建设与运营收入规模有所提升，但对公司整体营业收入贡献仍较小，且受疫情反复的影响，该业务经营面临一定压力

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、客运及港口出租业务，主要由子公司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、深圳招商迅隆船务有限公司（以下简称“迅隆船务”）和招商局维京游轮有限公司（以下简称“招商维京游轮”）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至香港、澳门、珠海和中山等水上客运航线，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。因疫情防控常态化，2021 年迅隆船务营业收入同比增长 69.84%至 1.07 亿元。

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，为船公司船舶提供靠泊

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。受到全球新冠疫情影响，2020年1月下旬，邮轮港口的邮轮全部停航，从蛇口邮轮母港出发的部分客轮航线相继停航，邮轮业务暂停运营。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。因2021年疫情影响较上年缓解，当期邮轮母港收入规模同比增长14.71%至0.78亿元。

2021年3月，公司间接控股子公司招商维京游轮向维京游轮旗下子公司购买一艘船名为“VikingSun”的游轮，交易金额为4亿美元（不含税）。该游轮靠泊蛇口邮轮母港，顺利完成入境防疫、船舶进口、船舶交接、船舶入级、船舶所有权与国籍登记、获批游轮运力、开业许可、产品设计与开发、市场推广与营销准备等一系列工作，并于6月26日成功命名为“招商伊敦号”，成为中国首艘悬挂五星红旗的豪华游轮。“招商伊敦号”已正式投入沿海航线运营，成为公司邮轮产业建设与运营业务收入新的增长来源，但受疫情及船舶折旧等因素影响，短期内经营业绩承压。

总的来看，2021年邮轮产业建设与运营业务对公司的营业收入贡献仍较小，同时受疫情反复的影响，该业务经营管理仍面临一定压力。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的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2019~2021年审计报告及2022年一季度未经审计的财务报表。2019~2021年财务数据均为当期审计报告期末数。

2021年公司营业毛利率有所下滑，同时非经常性损益波动对利润规模影响较大，但公司收入规模持续提升且期间费用控制能力良好，整体盈利能力表现

尚可

2021年，公司房地产销售业务结转规模以及物业管理业务规模扩大，使得整体收入规模有所提升。毛利率方面，受房地产项目限价等调控政策及结转产品类型、结转体量和地区结构不同影响，2021年公司园区开发与运营业务毛利率同比小幅下滑，叠加疫情反复对租赁和邮轮业务的经营带来一定压力等因素，公司营业毛利率持续下滑，公司整体初始获利空间收窄。此外，2021年末公司合同负债1,487.10亿元，占当年营业收入的92.65%，可对其未来收入结转形成一定保障。2022年1~3月，受结转面积增加的影响，公司实现营业收入188.01亿元，同比增长48.36%；毛利率较上年期末下降3.52个百分点至11.70%。

表 5：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2019	2020	2021	2022.Q1
社区开发与运营	33.55	22.94	21.35	-
园区开发与运营	42.25	49.80	43.34	-
邮轮建设与运营	32.35	-74.48	-241.78	-
综合毛利率	34.65	28.69	25.47	21.95

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021年公司销售规模的提升，带动销售机构费用及佣金大幅增长，公司销售费用同比增长31.10%；受公司人工成本增长和数字信息化系统研发费用增加的影响，当期公司管理费用同比增长10.25%；由于因项目开发进度而资本化的利息支出增加和利息收入增长，公司财务费用同比减少9.79%，综合来看公司整体期间费用把控能力始终处于较好水平。

公司利润主要以经营性业务利润为主，受收入结转规模同比大幅增长的影响，2021年公司经营性业务利润有所增加。值得注意的是，近年来投资收益、资产减值损失及信用减值损失等非经常性损益对利润总额的影响较大。具体来看，2021年投资收益仍系利润总额的重要构成，当年投资收益同比下滑38.96%，主要系投资处置收益同比减少较多所致，2021年公司投资收益主要系权益法核算确认的长期股权投资收益16.72亿元和股权处置受益21.24

亿元，其中股权处置收益主要来源于处置深圳市万海大厦管理有限公司（以下简称“万海大厦”）及深圳市万融大厦管理有限公司（以下简称“万融大厦”）⁹股权；此外，资产减值损失及信用减值损失规模增长较快，其中资产减值损失主要系对存货、长期股权投资及投资性房地产计提资产减值准备，2021年公司对武汉、佛山、天津及郑州等地的住宅项目计提存货跌价准备合计17.19亿元，对苏州、北京及启东的合联营项目计提长期股权投资减值准备8.93亿元，对投资性房地产计提减值损失7.79亿元；信用减值损失主要为其他应收款减值损失，2021年其他应收款减值损失9.77亿元，系公司对其他应收款进行了单独减值测试，按照其未来现金流量现值低于其账面价值的差额计提重大风险类别信用损失准备。整体来看，受非经常性损益项目波动影响，2021年公司利润总额同比减少5.25%，净利润同比下滑10.12%，需对投资收益、资产减值损失、信用减值损失等非经常损益项目对公司盈利能力的影响保持关注。2022年1~3月，受益于结转收入的大幅增长，公司经营业务利润及利润总额同比均有所增加。

从盈利指标来看，2021年公司EBITDA利润率和净资产收益率均呈下滑态势，但整体盈利能力表现尚可。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.Q1
销售费用	22.07	29.86	39.14	6.55
管理费用	17.81	20.50	22.61	4.86
财务费用	27.73	22.24	20.06	5.77
期间费用率	6.92	5.60	5.09	9.14
经营性业务利润	179.81	210.74	233.10	13.26
资产减值损失	-20.92	-25.70	-33.91	0.00
信用减值损失	0.80	-5.34	-10.58	-0.04
公允价值变动收益	1.14	0.08	1.57	1.39

⁹ 2021年6月，招商蛇口作为原始权益人，博时基金管理有限公司作为基金管理人，发起设立“博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金”（以下简称“蛇口产业园REIT”）。公司将持有万海大厦项目的万海大厦100%股权以及持有万融大厦项目的万融大厦100%股权分别转让给蛇口产业园REIT之子公司深圳博海产业园管理有限责任公司及深圳博融产业园管理有限责任公司。蛇口产业园REIT发行上市后，公司对蛇口产业园REIT投资比例为32%。

投资收益	102.31	61.07	37.28	0.69
营业外损益	-1.96	0.30	0.89	0.29
利润总额	261.24	241.09	228.43	15.61
EBITDA	324.61	301.42	295.20	-
净利润	188.57	169.13	152.02	10.80
EBITDA 利润率	33.23	23.25	18.38	-
净资产收益率	11.22	7.04	5.74	-

注：上表中管理费用含研发费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021年由于业务开发规模持续扩大，公司资产规模不断扩充，债务规模亦保持增长，但得益于公司稳健的发展策略，其财务杠杆比例始终维持在较低水平。

公司资产主要由存货、其他应收款、投资性房地产、货币资金和长期股权投资等构成，经营规模的扩大带动公司资产总额快速增加。其中，存货主要由在建开发产品构成，2021年末存货规模同比增长15.76%，主要系公司在南京、广州、西安、上海、武汉等核心一二线城市的房地产项目持续投入所致；其他应收款的规模随合作项目的不断推进，应收合作方、联合营公司往来款持续上升；投资性房地产近年来出租率及租金收入稳定，2021年末公司投资性房地产账面价值同比增长12.06%，主要系持有型物业投入增加所致；随着经营规模扩大及项目投入的增加，2021年末货币资金较期初有所减少，期末受监管的预收售楼款为230.72亿元；随着对合联营企业的新增投资增加，2021年末长期股权投资余额同比增长53.42%。2022年3月末，随着其他应收款和存货规模的增加，公司资产规模进一步上升至8,743.28亿元。

公司负债主要由预收款项/合同负债¹⁰、其他应付款、应付账款和有息负债等构成，跟踪期内公司负债总额呈扩张态势，其中预收款项/合同负债主要为预收购房款，受益于销售回款增加，2021年末预

¹⁰公司于2020年1月1日起全面执行新收入准则，将因转让商品收到的预收款调整至合同负债科目列示。

收款项/合同负债同比增长 13.54%，为公司未来结转收入提供了支撑；公司其他应付款同比增长 37.00%，一方面系随着合作项目的不断推进，与合作方往来增长，另一方面系公司为提升资金使用效率，应付保理费快速增加；公司应付账款同比增长 24.28%，主要系随着业务规模扩大，建筑工程款增长所致；此外，随着开发规模的快速扩张，公司对外融资需求亦不断提高，2021 年末有息债务规模同比增长 12.65%。2022 年 3 月末，随着预收账款/合同负债的增加，公司负债总额增长至 5,953.35 亿元。

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，得益于得公司房地产开发业务较强的盈利能力，公司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，2021 年末公司永续债余额较年初新增 36.25 亿元，主要为信托公司提供的永续债权投资本金。同时，受公司合作项目数量增加和少数股东持续投入的影响，公司少数股东权益规模不断增长。2022 年 3 月末，公司未分配利润、其他权益工具和少数股东权益均较为稳定。

表 7：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
总资产	6,176.88	7,371.57	8,562.03	8,743.28
存货	3,122.07	3,607.93	4,176.36	4,301.86
其他应收款	720.53	942.01	1,195.67	1,252.42
投资性房地产	903.76	973.31	1,090.67	1,109.50
货币资金	753.24	893.06	795.33	779.46
长期股权投资	265.93	401.24	615.61	627.88
总负债	3,903.18	4,838.00	5,794.48	5,953.35
总债务	1,422.75	1,600.95	1,803.55	1,830.46
预收款项	910.28	1,310.87	1,488.38	1,624.51
其他应付款	736.86	896.38	1,228.06	1,294.44
未分配利润	530.47	581.26	618.79	619.84
应付账款	354.03	465.20	578.14	485.44
所有者权益	2,273.70	2,533.57	2,767.55	2,789.93
少数股东权益	1,325.25	1,519.87	1,680.84	1,702.21
未分配利润	532.54	578.86	618.79	619.84
其他权益工具	190.00	204.74	240.99	240.99
资产负债率（%）	63.19	65.63	67.68	68.09
净负债率（%）	29.45	27.94	36.43	37.67

注：公司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

得益于公司稳健的发展策略，其财务杠杆始终控制在较好水平。2021 年末资产负债率和净负债率分别较上年末上升 2.05 个百分点和 8.49 个百分点。若将公司 2022 年 3 月末 240.99 亿元永续债调入长期债务，则期末公司资产负债率和净负债率分别为 70.85% 和 50.69%，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、其他应收款和货币资金构成。

表 8：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
流动资产/总资产	77.26	78.07	76.27	76.41
存货/流动资产	65.42	62.69	63.95	64.40
货币资产/流动资产	15.78	15.52	12.18	11.67
其他应收款/流动资产	15.10	16.37	18.31	18.75
（存货+货币资金）/流动资产	81.20	78.21	76.13	76.06
已完工开发产品	387.74	489.93	676.28	-
已完工开发产品/存货	12.42	13.58	16.19	-
在建开发产品	1,988.25	2,364.99	2,825.20	-
在建开发产品/存货	63.68	65.55	67.65	-
拟开发产品	273.57	288.96	212.46	-
拟开发产品/存货	8.76	8.01	5.09	-
土地开发成本	471.81	463.46	461.36	-
土地开发成本/存货	15.11	12.85	11.05	-

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 2021 年末，公司已完工开发产品为 676.28 亿元，占存货的比重为 16.19%，主要位于武汉、成都、南京、深圳和苏州等一二线城市。2021 年公司计提存货跌价准备 17.19 亿元，主要系对佛山招商岸芷汀兰、天津招商天玺、郑州招商依云上城、武汉汉南 193 项目一期和武汉汉阳 082 项目等住宅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。资产周转效率方面，近年来公司存货周转率和总资产周转率持续提升，整体资产周转效率较好。

表9：近年来公司周转率相关指标

	2019	2020	2021
存货周转率（次/年）	0.24	0.27	0.31
总资产周转率（次/年）	0.19	0.19	0.20

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

公司债务期限结构合理，且手持货币资金充裕，对其短期债务覆盖能力较强；同时公司销售商品、提供劳务收到的现金呈上升趋势，但受拿地、工程及税费支出等因素影响，经营活动净现金流对债务本金的覆盖能力较弱

随着签约销售金额的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金呈上升趋势，但 2021 年公司房地产项目购地、基建支出及税费支出增加超过当期销售回款增长，公司当年经营活动净现金流小幅下降。2022 年 1~3 月，因房地产项目购地及基建支出减少额超过销售回款减少额，公司经营活动净现金流同比增加 75.05%。

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。从债务期限看，2022 年 3 月末短期债务在总债务中占比为 20.42%，债务期限结构较为合理。2021 年公司综合资金成本下降 22 个 BP 至 4.48%，处于同行业较低水平。

由于债务规模的增长，近年来公司 EBITDA 对债务本息的保障能力有所下滑，同时经营活动净现金流对债务本金的覆盖能力较弱。截至 2022 年 3 月末，公司手持货币资金对短期债务的覆盖能力较为充足。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2019	2020	2021	2022.Q1
经营活动净现金流	138.12	276.22	259.77	-33.20
销售商品、提供劳务收到的现金	1,259.33	1,775.69	1,941.78	329.60

¹¹ 不含受监管的预收售楼款 230.72 亿元。

货币资金/短期债务	1.37	1.51	1.80	2.09
总债务	1,422.75	1,600.95	1,803.55	1,830.46
短期债务/总债务	38.59	37.06	24.53	20.42
总债务/EBITDA	4.38	5.31	6.11	-
经营活动净现金流/总债务	0.10	0.17	0.14	-0.07*
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.13	0.90	0.93	1.39*
EBITDA 利息保障倍数	3.54	2.92	2.75	-
经营活动净现金/利息支出	1.51	2.68	2.42	-

注：上表中带*指标经年化调整。

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 2021 年末，招商蛇口获得银行授信额度为 2,600.93 亿元，其中未使用授信额度为 1,390.48 亿元。此外，招商蛇口通过发行中期票据、公司债券、超短期融资券、REITs 等多种方式募集资金，公司融资渠道丰富且具有明显的资金成本优势。

截至 2021 年末，招商蛇口所有权或使用权受限资产合计为 670.55 亿元，其中受限存货、投资性房地产、固定资产和货币资金¹¹账面价值分别为 545.54 亿元、111.55 亿元、10.36 亿元和 1.24 亿元，受限资产合计占当期末总资产的 7.83%。

或有事项方面，截至 2021 年末，招商蛇口对外担保余额 9.34 亿元，对外担保金额占期末净资产比重为 0.34%，或有负债风险较小。此外，招商蛇口向银行提供商品房按揭贷款担保金额为 762.67 亿元。截至 2021 年末，招商蛇口无重大诉讼。

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，2019~2022 年 4 月 15 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

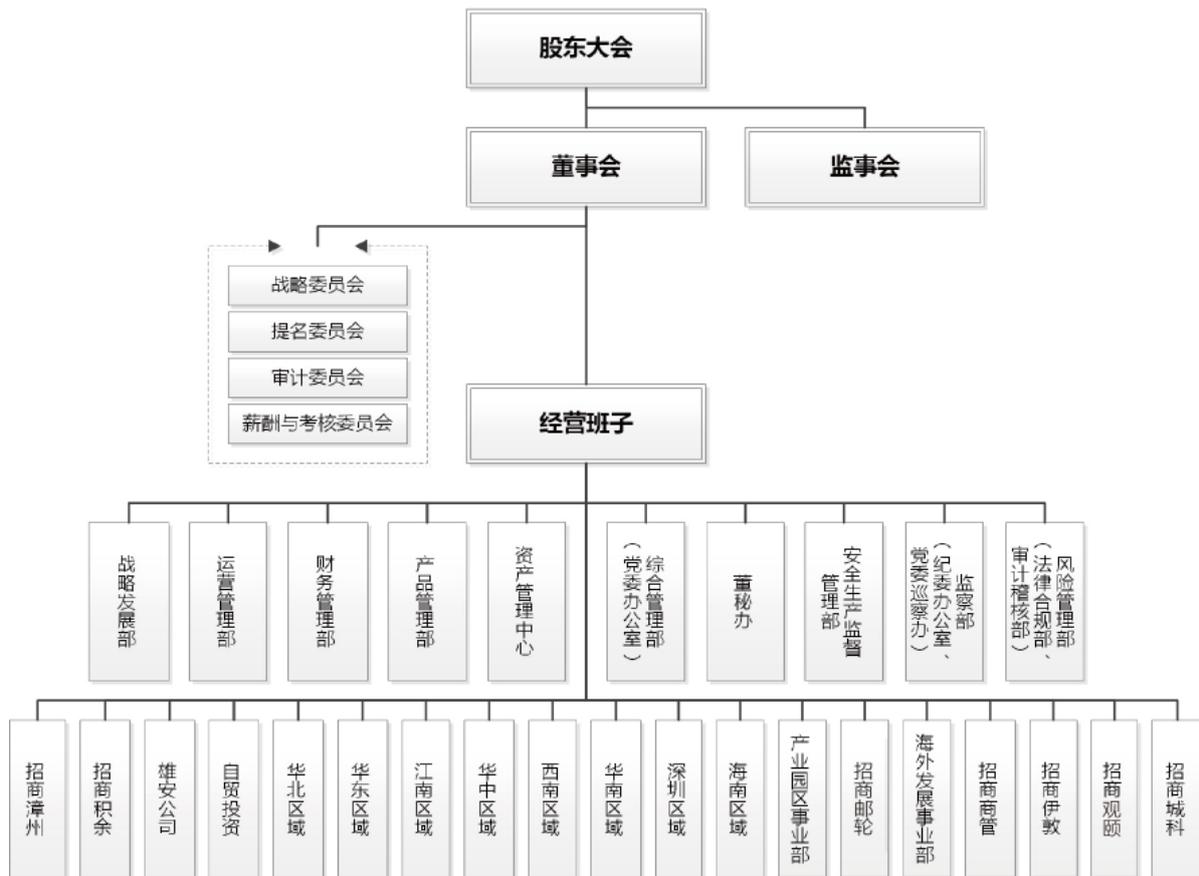
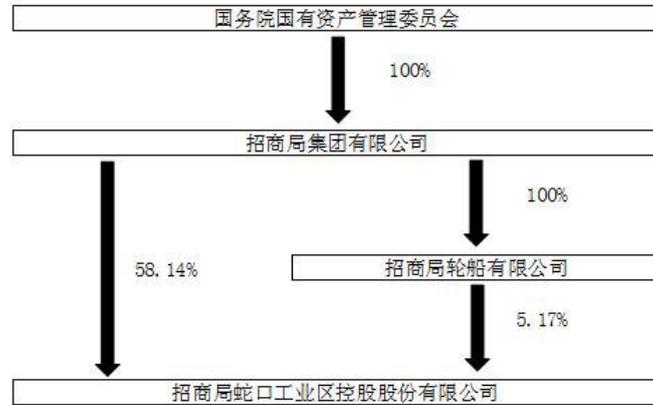
公司控股股东招商局集团是国资委管理的大型中央企业之一，也是 16 家以房地产为主业的央企之一，综合实力十分雄厚。招商局集团历史悠久，是我国近代民族工商业的先驱。改革开放以来，招商局集团从开发蛇口工业区起步，已发展成为多元化综合性企业，业务主要集中于综合交通、特色金融、城市与园区综合开发运营三大核心产业，旗下拥有招商港口、招商轮船、招商公路、招商银行、招商证券、招商蛇口以及招商资本等一批优秀公司。截至 2021 末，招商局集团总资产 25,087.65 亿元，所有者权益合计 9,745.72 亿元，资产负债率 61.15%。2021 年，招商局集团实现营业总收入 4,951.72 亿元，净利润 820.42 亿元。另截至 2022 年 3 月末，招商局集团总资产 25,615.10 亿元，所有者权益合计 9,831.37 亿元，资产负债率 61.62%。2022 年 1~3 月，招商局集团实现营业总收入 967.89 亿元，净利润 170.34 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主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 蛇口 01”、“18 蛇口 01”、“18 蛇口 03”、“19 蛇口 01”、“19 蛇口 02”、“19 蛇口 03”、“19 蛇口 04”、“20 蛇口 01”、“21 蛇口 01”、“21 蛇口 02”、“21 蛇口 03”和“21 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2022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）	2019	2020	2021	2022.Q1
货币资金	7,532,385.28	8,930,567.54	7,953,303.16	7,794,646.77
其他应收款	7,205,265.82	9,420,094.45	11,956,727.38	12,524,213.94
存货净额	31,220,673.35	36,079,258.75	41,763,647.50	43,018,568.66
长期投资	2,740,199.31	4,125,214.54	6,284,800.42	6,407,986.07
固定资产	460,755.12	436,538.70	923,357.56	909,648.09
在建工程	81,894.49	96,853.19	46,518.86	48,174.65
无形资产	61,225.10	57,341.96	137,923.57	136,735.41
投资性房地产	9,037,608.76	9,733,052.71	10,906,718.09	11,095,049.55
总资产	61,768,808.83	73,715,734.00	85,620,334.74	87,432,805.58
预收款项	9,102,834.74	13,108,669.69	14,883,843.04	16,245,110.83
其他应付款	7,368,639.46	8,963,820.81	12,280,582.17	12,944,390.68
短期债务	5,490,892.62	5,932,859.23	4,423,722.43	3,737,527.11
长期债务	8,736,569.76	10,076,669.16	13,611,729.72	14,567,063.72
总债务	14,227,462.38	16,009,528.39	18,035,452.15	18,304,590.84
净债务	6,695,077.09	7,078,960.85	10,082,148.99	10,509,944.07
总负债	39,031,762.11	48,380,019.32	57,944,816.14	59,533,475.71
费用化利息支出	502,168.27	440,506.54	448,822.10	-
资本化利息支出	413,839.61	590,765.55	624,097.74	-
所有者权益合计（含少数股东权益）	22,737,046.72	25,335,714.68	27,675,518.60	27,899,329.87
营业总收入	9,767,218.12	12,962,081.84	16,064,341.30	1,880,093.10
经营性业务利润	1,798,052.22	2,107,436.23	2,331,041.69	132,622.16
投资收益	1,023,135.46	610,715.43	372,788.46	6,943.93
净利润	1,885,688.22	1,691,330.21	1,520,173.71	107,953.88
EBIT	3,114,539.42	2,851,449.86	2,733,082.06	-
EBITDA	3,246,117.74	3,014,221.06	2,951,956.99	-
销售商品、提供劳务收到的现金	12,593,288.49	17,756,917.16	19,417,818.23	3,296,008.35
经营活动产生现金净流量	1,381,206.86	2,762,200.67	2,597,701.21	-331,975.66
投资活动产生现金净流量	-1,315,806.70	-481,797.57	-2,427,651.65	-44,515.52
筹资活动产生现金净流量	1,624,829.35	-789,422.25	-1,116,139.33	213,869.66
财务指标	2019	2020	2021	2022.Q1
营业毛利率（%）	34.65	28.69	25.47	21.95
期间费用率（%）	6.92	5.60	5.09	9.14
EBITDA 利润率（%）	33.23	23.25	18.38	8.30
净利润率（%）	19.31	13.05	9.46	5.74
净资产收益率（%）	11.22	7.04	5.74	-
存货周转率(X)	0.24	0.27	0.31	-
资产负债率（%）	63.19	65.63	67.68	68.09
总资本化比率（%）	38.49	38.72	39.46	39.62
净负债率（%）	29.45	27.94	36.43	37.67
短期债务/总债务（%）	38.59	37.06	24.53	20.42
经营活动净现金流/总债务（X）	0.10	0.17	0.14	-0.07*
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.25	0.47	0.59	-0.36*
经营活动净现金流/利息支出（X）	1.51	2.68	2.42	-
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	1.13	0.90	0.93	1.39*
总债务/EBITDA（X）	4.38	5.31	6.11	-
EBITDA/短期债务（X）	0.59	0.51	0.67	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.54	2.92	2.75	-
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	3.85	3.34	3.13	-

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、2019-2021 年末及 2022 年 3 月末合同负债已调至预收款项；3、2019-2021 年末其他流动负债中超短期融资券调整至短期债务，短期债务不含短期借款中的应计利息、一年内到期的非流动负债中的应计利息和一年内到期的长期应付款，2022 年 3 月末未进行上述调整；租赁负债调整至长期债务。

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	=营业收入/应收账款平均净额
	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	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	净利润率	=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。