

2022 年度招商局蛇口工业区控股股份有限公司信用评级报告

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 4 月 13 日

声 明

- 本次评级为评级对象委托评级。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。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。
- 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，亦不对评级对象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 2022 年 4 月 13 日至 2022 年 6 月 30 日。主体评级有效期内，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。
- 未经中诚信国际事先书面同意，本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 [2021]2716M 号

招商局蛇口工业区控股股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。该信用评级结果有效期为 2022 年 4 月 13 日至 2022 年 6 月 30 日。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年四月十三日

评级观点：中诚信国际评定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。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风险，招商蛇口债务规模呈增长趋势，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	2018	2019	2020	2021.Q3
总资产(亿元)	4,234.87	6,180.40	7,371.57	8,618.46
所有者权益合计(亿元)	1,088.31	2,276.42	2,533.57	2,776.52
总负债(亿元)	3,146.56	3,903.98	4,838.00	5,841.94
总债务(亿元)	1,213.90	1,430.25	1,605.17	1,714.68
营业总收入(亿元)	882.78	976.72	1,296.21	817.58
净利润(亿元)	194.61	188.57	169.13	87.24
EBITDA(亿元)	313.31	324.61	301.42	-
经营活动净现金流(亿元)	104.78	138.12	276.22	83.43
营业毛利率(%)	39.49	34.65	28.69	21.93
净负债率(%)	49.63	29.74	28.11	34.04
总债务/EBITDA(X)	3.87	4.41	5.33	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.88	3.54	2.92	-

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2018~2020年审计报告及未经审计的2021年三季度财务报表整理。2018年及2019年财务数据分别为2019年及2020年审计报告期初重述数；2020年财务数据为当期审计报告期末数。2、2018~2020年末其他流动负债中超短期融资券调整至短期债务，2021年9月末未对上述数据进行调整。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：房地产住宅开发(C200100_2019_04)

招商局蛇口工业区控股股份有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
规模(40%)	总资产(亿元)	7,371.57	10
	合同销售金额	10	10
	项目储备	10	10
盈利能力与效率(24%)	预收款项/营业收入(X)	1.01	8
	净利润率(%)*	18.13	10
	存货周转率(X)*	0.27	8
偿债能力(36%)	净负债率(%)	28.11	10
	货币资金/短期债务(X)	1.48	8
	总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	0.90	8
	经调整 EBIT 利息倍数(X)	3.34	8
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上考虑支持评级得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别、公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理、企业特殊事件、财务政策、租赁及其他多元化产业和其他调整因素等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用2018年~2020年三年平均值

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。近年来公司实现了销售业绩的持续增长，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。**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，并积极采取合作拿地等方式进一步增加一、二线城市的核心区域优质土地资源，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通畅，可通过多种方式获取融资，且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和园区开发在建项目投资需求，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。

评级历史关键信息

招商局蛇口工业区控股股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2021/11/5	蒋滕、刘旭冉	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	--	2017/1/3	陈言一、王超凡	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法 CCXI_100100_2014_02	阅读全文

同行业比较

部分房地产开发企业主要指标对比表								
公司名称	2020 年全口径签约销售金额	2021 年 9 月末总资产 (亿元)	2021 年 9 月末净负债率 (%)	2021 年 9 月末货币资金/短期债务(X)	2020 年总债务/销售商品提供劳务收到的现金 (X)	2020 年营业收入 (亿元)	2020 年净利润率 (%)	2020 年存货周转率(X)
保利发展	5,028	13,998.83	72.26	1.85	0.97	2,432.08	16.47	0.25
招商蛇口	2,776	8,618.46	34.04	1.79	0.90	1,296.21	13.05	0.27

注：“保利发展”为“保利发展控股集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

评级对象概况

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”）前身为蛇口工业区建设指挥部，成立于1979年4月1日。1992年2月19日，招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）全资设立招商局蛇口工业区有限公司，注册资本为人民币2亿元。1998年7月，公司改组规范为有限责任公司，并增加招商局轮船股份有限公司（现更名为“招商局轮船有限公司”，以下简称“招商局轮船”）为股东。后经历多次增资。2015年6月，公司改制为股份公司，并更名为现名。2015年12月30日，公司吸收合并招商局地产控股股份有限公司（以下简称“招商地产”），并在深圳交易所挂牌上市，证券简称“招商蛇口”，证券代码001979.SZ。

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。业务主要集中在深圳、上海、北京等一线城市和区域中心城市，在华东及华南区域形成较强的区域竞争优势。

产权结构：截至2021年9月末，公司注册资本79.23亿元，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。由于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，公司的实际控制人为国务院国资委。

宏观经济与政策环境

宏观经济：2021年中国经济持续修复，全年实现8.1%的同比增长，两年复合增速5.2%，基本回归至潜在增速水平，受基数效应影响，全年经济增长呈现出显著的前高后低特征。展望2022年，虽然经济运行面临供给冲击、需求收缩和预期转弱三重压力，但考虑到政策稳增长力度加强，经济下行仍有“底”，预计全年增速或呈现前低后稳走势，但下半年能否企稳仍取决于稳增长政策实施的力度和效果。

回顾2021年，经济运行基本遵循疫后修复的逻辑，低基数影响下一季度GDP同比大幅上升，二、三季度以来经济增速逐季回调。从生产端来看，工业生产总体保持较高增速但全年走势前高后低，疫情反复散发服务业生产增长较为缓慢。从需求端来看，投资、消费及出口呈现结构分化的特征。在投资内部，政策性因素影响的投资修复力度弱化、市场化因素驱动的投资修复有所加快，具体来看，基建投资增速总体保持低位运行，房地产投资在行业严调控以及局部风险释放拖累下增速持续回落，市场化程度较高的制造业投资成为投资增长的主要贡献力量。居民消费受疫情反复拖累总体表现偏弱，两年复合增速仅有3.9%。出口总体保持了一定韧性，2021年全年出口累计同比增长29.9%，对我国制造业投资修复起到了有力支撑。从价格端来看，CPI与PPI经历了一轮走势分化过程，特别是供给冲击影响下PPI突破近年来新高，直至11月才出现回调拐点。总体看，供给冲击、需求收缩、预期转弱三重压力影响下2021年经济修复动能边际趋弱。

宏观风险：尽管经济持续修复，但2022年经济运行仍面临内外多重挑战。从外部环境看，新冠疫情发展的不确定性依然存在，全球主要经济体的货币政策转向收紧也会扰动我国金融市场运行与货币政策稳定，此外大国博弈风险仍需担忧，外部不确定性、不稳定性持续存在。从国内因素看，经济复苏仍然面临多重挑战。首先，疫情反复叠加严格的疫情防控政策，消费与生产之间的失衡或仍延续，潜在增速或在前期各种结构性政策的非预期性叠加影响下延续下行。其次，碳达峰、碳中和目标的长期约束或会对我国短期经济增长起到一定拖累作用，碳减排下的产业结构调整可能会导致行业分化加剧与行业尾部风险上升。再次，房地产行业风险暴露加速，降低经济增长的地产依赖进程中仍需警惕其风险的外溢与传导。第四，债务压力持续处于高位，债务风险依然是我国经济运行中必须直面的“灰犀牛”。

宏观政策：2021年12月中央经济工作会议明

确提出，“各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前”，这意味着2022年宏观经济政策总体将偏向稳增长。财政政策将在2022年更加注重效能，并着力于节奏前置和结构优化；货币政策将坚持稳健灵活，保持流动性合理充裕，适度宽货币、宽信用，推动稳增长政策效果尽早显现。随着短期结构性政策约束的边际缓解，宏观政策将对绿色低碳、创新驱动等长期增长要素延续扶持力度，经济增长的新旧动能转换或有所加速。

宏观展望：2022年宏观经济增速或将持平于潜在增速。从全年经济增速水平来看，2022年中国经济增长中枢将显著低于2021年。随着财政前置落地以及宽信用政策效果的持续显现，2022年各季度增速或将整体呈现前低后稳的态势，其中下半年能否企稳仍取决于稳增长政策实施的力度和效果。

中诚信国际认为，2022年政策性因素对经济的支撑将持续显现，市场性因素的修复也有望保持稳定或改善，经济修复态势将持续，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”以及房地产等领域的风险释放。中长期看，中国内需释放的潜力依然巨大，能源结构转型也将带来新的投资机会，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，中国经济增长韧性持续存在。

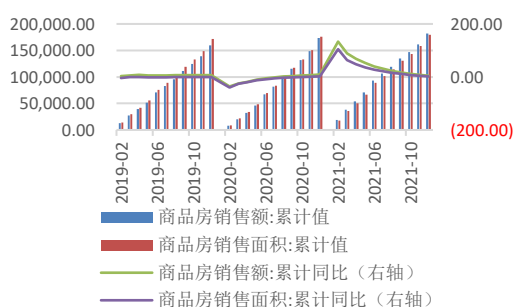
行业环境

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。与此

同时，下半年以来国房景气指数持续回落，表明市场对房地产市场信心较弱。尽管四季度以来，为“稳地价、稳房价、稳预期”，政策有所微调，着力恢复房地产合理融资需求及居民合理购房需求，但从“政策底”到“市场底”、“信心底”仍需一定过渡期，叠加房地产税试点工作仍存在一定不确定性，中诚信国际认为房地产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

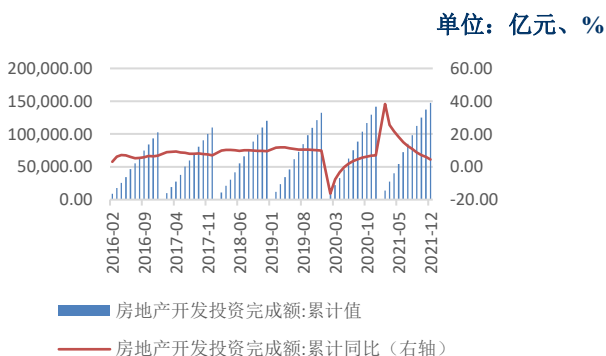
从商品房价格来看，2021年12月，70个大中城市商品住宅销售价格环比总体延续四季度以来的下降态势，同比涨幅回落。其中一线城市、二线城市及三线城市新建商品住宅价格同比涨幅分别为4.4%、2.8%和0.9%，增速较6月回落1.7、2.0和2.8个百分点。从商品房去化情况看，随着2021年下半年商品房销售市场的疲软，商品房去化速度有所放缓。截至2021年12月末，商品房待售面积为51,023.00万平方米，同比增长2.4%，房地产市场整体去化压力有所上升。其中，此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市面临更大的去化压力。

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，而房地产新开工面积则呈现负增长态势，同比回落 11.4%。

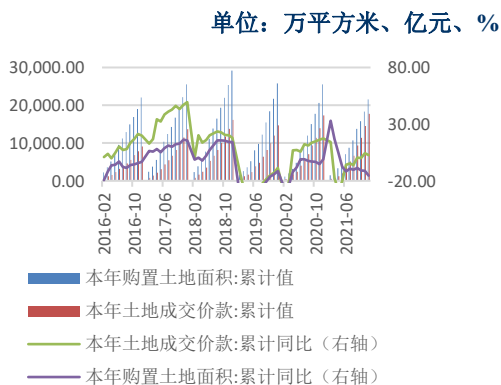
图 2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

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。总体来看，2021 年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%。

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

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 年以来部分房地产发债企业发生信用风险事件，境内外债券投资者信心较弱，部分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有所松动：9 月底以来监管

部门密集发声，要求金融机构满足房地产合理融资需求；10月以来交易商协会及交易所相继表态支持符合条件的房地产企业发债融资；12月中国人民银行和银保监会联合印发《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，要求银行业金融机构稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务，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。同时，还要求银行加大债券融资的支持力度、积极提供并购的融资顾问服务、提高并购的服务效率、做好风险管理等；12月中旬召开的中央经济工作会议在强调“房住不炒”定位的同时，提出“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”；而从各地政策来看，公开信息显示，2021年四季度以来，已有桂林、晋江、芜湖、荆门、衡阳等20多个城市发布稳楼市政策，包括购房补贴、贷款贴息、契税补贴等，2022年1月底，安徽省则在《进一步做好近期促进消费工作若干措施》，提出鼓励房产领域降低首付比例等举措；此外，央行及银保监会均在2022年工作部暑中提及“促进房地产业良性循环和健康发展”。**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，房地产市场企稳仍有待观察。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。

业务运营

公司主要从事社区开发与运营、园区开发与运营以及邮轮产业建设与运营。其中社区开发项目包括别墅、高端住宅、高层公寓、花园洋房、大型社区等各品类住宅产品；园区开发与运营主要包括特色产业园、大型城市综合体、商业、办公、酒店及配套等产业载体开发以及园区物业管理运营、产业园区管理运营及园区物业销售等业务；邮轮产业建设与运营主要为邮轮运营、邮轮母港的建设与经营。其中，社区开发与运营业务始终是公司收入的主要来源，但近年来占比呈下降趋势；园区开发与运营收入占比逐年提升，对公司营业收入规模形成一定补充；邮轮产业建设与运营收入规模相对较小，且2020年业务开展受疫情影响较大。2021年1-9月，受社区开发运营业务收入结转规模同比大幅增长的影响，公司实现营业收入合计817.58亿元，同比增加63.13%。

表 1：近年来营业收入构成情况

业务类型	2018		2019		2020		2021.H1	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
社区开发与运营	786.89	89.14	845.55	86.57	1,012.57	78.12	319.42	71.53
园区开发与运营	90.19	10.22	124.76	12.77	282.30	21.78	126.38	28.30
邮轮产业建设与运营	5.70	0.65	6.42	0.66	1.33	0.10	0.76	0.17
合计	882.78	100.00	976.72	100.00	1,296.21	100.00	446.57	100.00

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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，公司近年销售业绩实现快速增长

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 and 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，2020年新开工面积较上年小幅减少，但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 2：近年来公司房地产业务开竣工情况

单位：万平方米

指标	2018	2019	2020	2021.H1
新开工面积	1,082	1,486	1,356	847
竣工面积	499	1,021	1,096	437
期末在建面积	2,273	2,764	3,093	3,474

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。2018~2020年，公司全口径签约销售金额年均复合增长率达27.57%，2020年实现全口径签约销售金额2,776.08亿元，根据2020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10位。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。另2021年1~9月，公司实现全口径签约销售金额2,409.61亿元，同比增加26.70%。

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，公司结算均价有所波动。

表 3：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	2018	2019	2020	2021.H1
签约销售面积	827.35	1,169.44	1,243.53	770.22
签约销售金额	1,705.84	2,204.74	2,776.08	1,769.76
签约销售均价	20,618	18,853	22,324	22,977
结算面积	419.47	513.84	634.24	211.06
结算金额	808.15	894.36	1,168.62	376.33

结算均价	19,266	17,405	18,426	17,830
------	--------	--------	--------	--------

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，目前公司销售收入贡献以华东区域、江南区域和深圳区域为主。其中，华东区域始终为公司销售金额占比最高的区域，深圳系公司总部所在地和传统战略重心。具体来看，2020年公司销售金额排名前五的城市公司分别为深圳、杭州、上海、苏南和南京，占比分别为14.05%、11.82%、9.98%、9.59%和9.13%。此外，2020年，公司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年上半年，公司销售金额仍以华东区域、江南区域和深圳区域为主。

表 4：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	2018	区域	2019	区域	2020	2021.H1
华东	43.28%	华东	25.21%	华东	29.02%	32.07%
深圳	18.74%	江南	22.81%	江南	21.84%	27.11%
华中	16.39%	深圳	13.88%	深圳	18.06%	15.71%
华北	11.52%	华北	12.29%	华北	9.05%	5.98%
华南 (除深圳)	9.60%	华中	8.79%	西南	8.37%	7.94%
其他	0.46%	华南	7.92%	华南	7.94%	5.08%
-	-	西南	7.89%	华中	5.02%	5.18%
-	-	东南	0.92%	海南	0.36%	0.67%
-	-	海外	0.29%	海外	0.33%	0.27%
合计	100%	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、其他包括香港、新西兰和园区事业部。

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；此外，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有益补充

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、收并购和旧改¹的模式进行项目拓展。

表 5：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	2018	2019	2020	2021.H1
当期新拓展项目	80	79	98	63
当期新增土地储备建筑面积	1,357	1,423	1,625	884
当期新增土地平均成本	7,030	6,861	9,357	13,902
当期地价支出金额	954	976	1,520	1,228

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，新增土地储备建筑面积和土地支出金额均持续增长，2020 年新增土地城市能级有所提升，土地平均成本有所增加。其中，2020 年全年公司新增项目 98 个，扩充项目资源 1,625 万平方米，权益面积 1,045 万平方米。公司新获取项目二线城市居多，按规划计容建筑面积计算，一线城市占比 5.86%，二线城市占比 54.84%，三四线城市占比 38.31%，香港及海外地区占比 1.00%。具体来看，2020 年新增土地储备建筑面积排名前五的城市主要位于成都、武汉、合肥、太原和东莞，占比分别为 10.97%、8.71%、5.28%、4.84%和 4.52%。此外，2021 年上半年，公司新增土地支出金额同比增长 93.39%，新增土储主要位于南京、上海、苏州、广州和杭州等土地成本较高区域，当期新增土地平均成本有所上升。

截至 2021 年 6 月末，公司在 60 余个城市及地区拥有 484 个处于不同开发阶段的项目，项目储备总建筑面积²为 5,707.56 万平方米，其中权益口径项目储备总建筑面积为 3,183.11 万平方米。从城市能级分布来看，其中一线城市占比 12.50%，二线城市占比 48.30%，三线及三线以下城市占比 38.70%，香港及国外占比 0.49%，公司在核心一二线城市拥

有大量优质项目资源。具体来看，其中建筑面积前五大城市为昆明、武汉、南京、深圳和成都，占比分别为 7.31%、5.88%、5.45%、5.10%和 4.56%。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 2021 年 6 月末，招商蛇口在前海土地整备范围内共拥有计容建面 455.84 万平方米的项目储备（不含人才用房），截至 2021 年 6 月末，其拥有 387.46 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。

投资性物业为公司贡献稳定增长的现金流，同时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理业务，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。2020 年公司园区开发与运营实现收入 282.30 亿元，同比大幅增长 126.28%，主要系深圳前海启动区一期、深圳太子湾滨海大厦及湾海大

¹ 2021 年上半年，公司旧改项目加速发力，获取大湾区 3 个项目前期服务商资格，重点推进转化 20 余个旧改项目。此外，公司积极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，为目前全国落地规模最大的城市更新基金，将定向用于投资旧区改造和城市更新项目。

² 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

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。

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。2021年上半年，公司园区开发与运营业务收入同比增长76.83%。

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6月末，公司产业新城项目总合作面积约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合计规划建筑面积约475万平方米；园区内还具备创新孵化基地招商创库，目前运营期项目5个，建筑面积1.46万平方米。

此外，截至2021年6月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2,286.92万平方米，累计平整土地面积2,124.33万平方米。

物业租赁方面，2018~2020年末及2021年6月末，公司拥有可出租的土地面积分别为202.81万平方米、153.85万平方米、149.18万平方米和140.62万平方米，近年来公司土地出租率保持在93%以上；2018~2020年及2021年1~6月，公司土地出租收入分别为1.26亿元、1.09亿元、1.24亿元和0.43亿元，近年来公司期末累计已出租面积不断减少，但出租单价呈上升趋势，导致土地出租收入有所波动。

投资性物业方面，2018~2020年末及2021年6月末，公司拥有的可出租投资性物业面积分别为311.74万平方米、364.93万平方米、413.65万平方米和425.66万平方米，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，2018~2020年及2021年1~6月，公司分别实现出租收入24.92亿元、28.25亿元、28.93亿元和16.70亿元，总体出租率分别为86%、84%、82%和85%，其中2020年出租率下降主要系受整体经济环境波动及疫情影响所致。

酒店运营方面，公司酒店运营趋于成熟，截至2021年6月末，公司在深圳、北京、漳州、杭州、昆山和天津拥有酒店客房3,100套。2018~2020年，公司分别实现酒店运营收入7.50亿元、7.76亿元和5.11亿元，其中2020年酒店业务客流量及入住率受疫情影响较大。另2021年1~6月，公司实现酒店运营收入3.03亿，同比增长66.50%。

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2021年6月末，公司合计持有招商积余51.16%的股权，为其控股股东。截至2020年末，招商积余物业管理面积1.91亿平方米，其中非住宅类物业管理面积0.95亿平方米，住宅类物业管理面积0.96亿平方米。2020年招商积余实现营业收入86.35亿元，同比增加42.07%。另截至2021年6月末，招商积余物业管理面积1.99亿平方米，其中非住宅类物业管理面积1.01亿平方米，住宅类物业管理面积0.98亿平方米。2021年1~6月，招商积余实现营业收入47.79亿元，同比增加23.56%。

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，同时受疫情影响，该业务经营短期内面临一定压力

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。2018~2020年，迅隆船务实现营业收入2.71亿元、2.96亿元和0.63亿元，2020年营业收入大幅下降主要系受疫情影响，水上客运航次及客流同比大幅减少。另2021年1~6月，迅隆船务实现营业收入0.42亿元。

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，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。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。2018~2020年蛇口邮轮母港分别实现营业收入2.53亿元、3.42亿元和0.68亿元，受疫情影响，2020年受疫情影响，邮轮母港收入大幅减少。另2021年1~6月，蛇口邮轮母港实现营业收入0.35亿元。

2021年3月，公司间接控股子公司招商局维京游轮有限公司（以下简称“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）。目前该游

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。目前公司正在准备首个售卖航次的运营。

总的来看，公司邮轮产业建设与运营业务对营业收入贡献仍较小，同时受疫情反复影响，该业务经营短期内面临一定压力。

战略规划及管理

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，聚焦“社区、园区、邮轮”开发与运营，通过“区域聚焦、城市深耕、转型发展”三个基础策略扩大规模

2015年吸收合并重组上市以来，公司制定了“133341”战略，即以“中国领先的城市和园区综合开发运营服务商”为战略定位，聚焦“社区、园区、邮轮”开发与运营，通过“区域聚焦、城市深耕、转型发展”三个基础策略扩大规模，以“产、网、融、城”一体化运作为抓手，以“创新”为驱动，全面提升“项目开发、运营服务、资产管理”能力。经过不断检讨和优化，综合发展模式的轮廓愈趋明显，综合发展路径亦逐步清晰。

业务发展方面，公司将继续坚持综合发展模式，即以“前港-中区-后城”为空间形态，通过“投-融-建-管-退”全业务链条，打造片区开发运营生态圈，以一系列业务组合、资金平衡与管理动作实现长期可持续发展。公司将按照快周转（T+3）、阶段性持有运营（T+10）和片区综合运营（T+30）的三类发展策略组合产品线，形成合理配比的有机整体，兼顾短中长期业务发展的节奏需要，进而实现长期可持续发展。

财务管理方面，公司将大力拓展直接融资渠道，积极补充优质大额低成本的资金，保障经营活动的资金需求，并继续保持行业领先融资成本优

势，为公司可持续发展提供了有力的资金支持。同时以社区板块的开发销售为公司短期利润的重要来源，和园区板块的物业服务、出租管理贡献的稳定现金流，不断充实自身货币资金规模。

法人治理结构完善，内部控制制度较为健全

按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和《深圳证券交易所股票上市规则》等法律、法规及有关规范性文件的要求，公司已经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。

董事会为公司日常管理经营机构，截至 2021 年 9 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。董事会根据《公司章程》及相关细则在授予的权职范围内行使职权，决定公司的重大事项，制定公司的发展规划及经营方案。董事会下设专业委员会，包括战略委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会和审计委员会。

除专业委员会外，董事会下另设有董事会秘书处和办公会。办公会下属投资审核委员会、产网结合委员会、产品管理委员会、成本管理委员会、薪酬考核委员会、产融结合委员会、安全生产委员会、企业文化建设委员会、信息披露委员会、产业园规划委员会以及负责具体运营的总部职能部门、战略业务单元等职能部门。总部职能部门下设立了综合管理部、战略发展部、运营管理部、财务管理部、产品管理部、资产管理中心、安全生产监督管理部、监察部、风险管理部等内部管理部门以实现职能清晰、运行有效、风险隔离的经营目的。

资金管理方面，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，公司总部利用资金管理信息系统及网上银行等手段，对城市公司的

银行存款进行统一集中管理。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。

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 2018~2020 年审计报告及未经审计的 2021 年三季度财务报表。2018 年及 2019 年财务数据分别为 2019 年及 2020 年审计报告期初重述数；2020 年财务数据为当期审计报告期末数。

盈利能力

近年来公司营业毛利率持续下滑，同时投资收益、资产减值损失及信用减值损失等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，整体盈利能力维持较好水平

近年来，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，使得整体收入规模逐年提升。

毛利率方面，受当期结转房地产项目限价等调控政策及结转产品类型不同的影响，2020 年公司社区开发与运营业务毛利率同比有较大幅度下降，系拖累公司整体初始获利空间的主要原因；公司园区开发与运营业务毛利率进一步上升，主要系公司当期结转项目土地获取成本较低；同时，疫情发生以来，公司对租赁物业采取了租金减免等措施，且邮轮业务受停航影响较大，邮轮业务毛利率水平出现较大幅度下滑。但得益于公司良好的销售业绩，截至 2020 年末，公司合同负债为 1,296.86 亿元，占当年营业收入的比重为 100.05%，可对未来收入结转形成保障。另截至 2021 年 9 月末，合同负债进一步增加至 1,740.30 亿元。

表 6：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2018	2019	2020	2021.H1
社区开发与运营	39.28	33.55	22.94	20.58
园区开发与运营	41.60	42.25	49.80	40.62
邮轮建设与运营	34.91	32.35	-74.48	-246.72
综合毛利率	39.49	34.65	28.69	25.80

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来受公司人工成本增长的影响，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，销售费用呈增长态势；此外，2019 年公司财务费用随着债务规模上升同步增长，2020 年利息支出因项目开发进度计入资本化利息支出同比增加，导致当期财务费用有所减少，综合来看公司整体期间费用把控能力始终处于较好水平。

受收入结转规模同比大幅增长的影响，2020 年公司经营性业务利润有所增加。值得注意的是，近年来公司非经常性损益对利润总额的影响较大，其中投资收益 2018~2020 年占当年利润总额的比重分别为 24.61%、39.17%和 25.33%。2020 年投资收益同比下滑 40.31%主要系当年长期股权投资处置收益，对联合营公司权益法核算确认的投资收益以及丧失控制权后、剩余股权按公允价值重新计量产生的利得同比减少较多。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为存货跌价损失，2020 年公司对北京、佛山、肇庆及合肥等地的住宅项目计提存货跌价准备合计 25.27 亿元；信用减值损失主要为其他应收款和应收账款减值损失，2020 年其他应收款减值损失 5.32 亿元，系公司对应收款项中的投资性垫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，主要受非经常性损益项目波动影响，2020 年公司利润总额同比减少 7.71%，净利润同比下滑 10.31%，需对投资收益、资产减值损失、信用减值

⁵ 2021 年 6 月，公司作为原始权益人，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全资子公司深圳市万海大厦管理有限公司（以下简称“万海大厦”）100%股权以及持有万融大厦项目的全资子公司深圳市万

损失等非经常损益项目对公司盈利能力的影 响保持关注。2021 年 1~9 月，得益于收入结转规模的大幅增长，公司经营性业务利润同比增长 106.28%，此外公司因蛇口产业园 REIT⁵ 上市产生较高的投资收益，当期净利润同比增长 155.83%。

随着开发进度的变化，近年来公司计入资本化利息的利息支出有所波动，导致公司财务性利息支出和 EBITDA 均有所波动。随着结转规模的不断增长，EBITDA 利润率呈下滑态势。因 2019 年末公司所有者权益同比大幅增长，同期净资产收益率大幅下降；2020 年受净利润下滑影响，当期净资产收益率进一步下滑。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.Q3
销售费用	15.54	22.07	29.86	21.04
管理费用	15.27	17.81	20.50	14.28
财务费用	24.48	27.73	22.24	14.93
期间费用率	6.26	6.92	5.60	6.15
经营性业务利润	210.94	179.81	210.74	93.71
资产减值损失	9.86	20.92	25.70	-0.01
信用减值损失	-0.18	-0.80	5.34	0.52
公允价值变动收益	-0.63	1.14	0.08	0.09
投资收益	65.48	102.31	61.07	30.68
营业外损益	-0.12	-1.96	0.30	0.56
利润总额	266.01	261.24	241.09	124.48
EBITDA	313.31	324.61	301.42	-
净利润	194.61	188.57	169.13	87.24
EBITDA 利润率	35.49	33.23	23.25	-
净资产收益率	19.03	11.21	7.03	4.38*

注：管理费用中含研发费用，2021 年三季度带*数据经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

随着前海土地整备完成以及开发规模的逐步扩大，公司资产规模不断扩充，同时所有者权益亦有明显增长，财务杠杆比例保持在较低水平

公司资产主要由货币资金、其他应收款、存货、

融大厦管理有限公司（以下简称“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%。

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。随着公司存货的快速增加，流动资产逐年提升；非流动资产由于长期股权投资的增加规模上升明显。具体来看，公司年末货币资金较为充裕，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 年存货规模大幅增加主要系因前海土地整备，深圳前海湾土地开发成本账面价值增加 401.31 亿元，2021 年 9 月末存货规模较年初快速增长主要系在建项目持续推进所致。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，其中 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。另 2021 年 9 月末，随着存货和其他应收款规模的增加，公司资产规模进一步上升至 8,618.46 亿元。

公司负债主要由应付账款、其他应付款、预收款项/合同负债⁶和有息负债等构成，近年来公司负债总额亦呈扩张态势，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/合同负债主要为预收购房款，受益于销售回款增加，待结算资源逐年增长，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。另 2021 年 9 月末，随着其他应付款和预收款项的增加，公司负债总额上升至 5,841.94 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，2021 年 9 月末进一步上升至 317.48 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⁷。

表 8：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.Q3
总资产	4,234.87	6,180.40	7,371.57	8,618.46
货币资金	673.81	753.24	893.06	769.45
其他应收款	646.33	720.53	942.01	1,267.40
存货	2,108.21	3,119.35	3,607.93	4,429.66
长期股权投资	173.08	266.24	401.24	483.57
投资性房地产	398.04	903.76	973.31	1,003.35
总负债	3,146.56	3,903.98	4,838.00	5,841.94
总债务	1,213.90	1,430.25	1,605.17	1,714.68
应付账款	260.13	354.03	465.20	521.69
其他应付款	680.94	736.86	896.38	1,189.76
预收款项	753.49	910.28	1,310.87	1,741.79
未分配利润	447.58	532.54	581.26	582.73
其他权益工具	70.00	190.00	204.74	317.48
所有者权益	1,088.31	2,276.42	2,533.57	2,776.52
少数股东权益	329.34	1,325.90	1,519.87	1,649.34
资产负债率 (%)	74.30	63.17	65.63	67.78
净负债率 (%)	49.63	29.74	28.11	33.24

注：2018-2020 年末及 2021 年 9 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，其财务杠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 50% 以内。若将公司 2021 年 9 月末 204.74 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 71.47% 和 51.35%，仍处于较好水平。

⁶ 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。

⁷ 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

的深圳市招商前海驰迪实业有限公司（以下简称“招商驰迪”）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。招商驰迪及前海鸿昱 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 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，前海实业仍能够控制前海自贸。

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 9：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.Q3
流动资产/总资产	83.69	77.27	78.07	79.29
存货/流动资产	59.48	65.32	62.69	64.82
货币资金/流动资产	19.01	15.77	15.52	11.26
其他应收款/流动资产	18.24	15.09	16.37	18.55
（存货+货币资金）/流动资产	78.49	81.09	78.21	76.08
已完工开发产品	221.02	387.74	489.93	-
已完工开发产品/存货	10.48	12.43	13.58	-
在建开发产品	1,672.20	1,985.54	2,364.99	-
在建开发产品/存货	79.32	63.65	65.55	-
拟开发产品	144.31	273.57	288.96	-
拟开发产品/存货	6.85	8.77	8.01	-
土地开发成本	70.16	471.81	463.46	-
土地开发成本/存货	3.33	15.13	12.85	-

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 6 月末，公司已完工开发产品为 505.04 亿元，占存货的比重为 12.02%，主要位于深圳、杭州、北京、重庆、天津和佛山等一二线城市。2020 年公司计提存货跌价准备 25.30 亿元，主要系对北京都会中心、佛山招商岸芷汀兰、佛山招商悦府、肇庆依云水岸花园、合肥雍华府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。此外，2019 年末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，近年来公司存货周转率和总资产周转率有所波动，但整体资产周转效率尚可。

表 10：近年来公司周转率相关指标

	2018	2019	2020
存货周转率（次/年）	0.28	0.24	0.27
总资产周转率（次/年）	0.23	0.19	0.19

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

近年来债务规模呈增长趋势，但受益于不断增长的销售业绩，公司经营获现对债务本息的覆盖程度很强

公司经营活动净现金逐年增长，其中公司销售商品、提供劳务收到的现金亦呈上升趋势，2020 年销售业绩的增长使得公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增加 41.00% 至 1,775.69 亿元。2021 年 1~9 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 16.38%，经营活动净现金呈流入态势。

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 2021 年 9 月末短期债务在总债务中占比为 25.13%，债务期限结构有所优化且较为合理。2020 年公司综合资金成本 4.70%；2021 年上半年公司综合资金成本进一步降至 4.60%，处于同行业较低水平。

受益于良好的盈利能力，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力近年来虽有小幅上行，但整体仍维持在较好水平。截至 2021 年 9 月末，公司手持货币资金对短期债务的覆盖能力较为充足。此外，由于公司销售回款规模的扩大，2020 年及 2021 年 1~9 月公司经营活动净现金流同比均大幅增长，但对债务本金的覆盖能力较弱。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2018	2019	2020	2021.Q3
经营活动净现金流	104.78	138.12	276.22	83.43
销售商品、提供劳务收到的现金	1,013.01	1,259.33	1,775.69	1,353.56
货币资金/短期债务	1.56	1.35	1.48	1.79
总债务	1,213.90	1,430.25	1,605.17	1,714.68
短期债务/总债务	35.62	39.09	37.48	25.13
总债务/EBITDA	3.87	4.41	5.33	-
经营活动净现金流/总债务	0.09	0.10	0.17	0.06*
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.20	1.14	0.90	0.95*
EBITDA 利息保障倍数	3.88	3.54	2.92	-
经营活动净现金/利息支出	1.30	1.51	2.68	-

注：2021 年三季度带*数据经年化处理。

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 6 月末，招商蛇口获得各大银行等金融机构授信额度为 1,941.88 亿元，未使用授信额度为 925.45 亿元。此外，招商蛇口通过发行中期票据、公司债券、超短期融资券等多种方式募集资金，招商蛇口融资渠道丰富且具有明显的资金成本优势。

截至 2021 年 6 月末，招商蛇口受限资产合计为 933.87 亿元，其中受限货币资金 1.93 亿元，受限的存货 782.28 亿元，受限的投资性房地产 139.13 亿元，受限的固定资产 10.54 亿元，受限资产合计占当期末总资产的 11.26%。

或有事项方面，截至 2021 年 6 月末，招商蛇口对外担保余额 17.01 亿元，对外担保金额占期末净资产比重为 0.64%，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 456.86 亿元。截至 2021 年 6 月末，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，2018~2022 年 1 月 12 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 2020 末，招商局集团总资产 22,233.35 亿元，所有者权益合计 9,025.97 亿元，资产负债率 59.40%。2020 年，招商局集团实现营业总收入 4,159.38 亿元，净利润 663.98 亿元。另截至 2021 年 9 月末，招商局集团总资产 25,396.26 亿元，所有者权益合计 9,626.65 亿元，资产负债率 62.09%。2021 年 1~9 月，招商局集团实现营业总收入 3,377.49 亿元，净利润 620.62 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

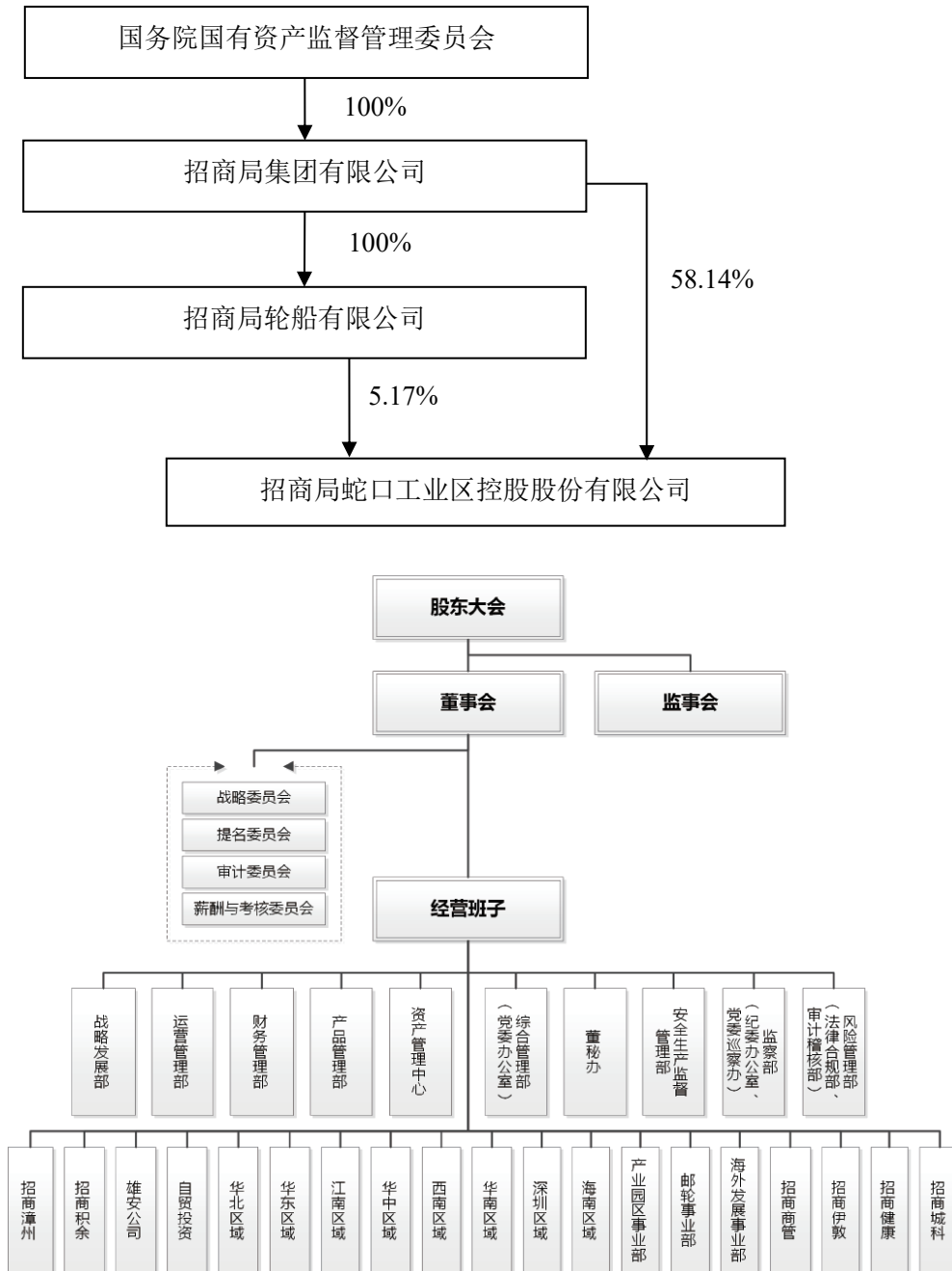
综上所述，中诚信国际评定招商局蛇口工业区控股股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

中诚信国际关于招商局蛇口工业区控股股份有限公司 的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在评级对象的评级有效期内进行跟踪评级。

我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象发生可能影响信用等级重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

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2021年9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）	2018	2019	2020	2021.Q3
货币资金	6,738,127.65	7,532,385.28	8,930,567.54	7,694,487.65
其他应收款	6,463,296.82	7,205,265.82	9,420,094.45	12,674,004.10
存货净额	21,082,096.35	31,193,548.30	36,079,258.75	44,296,627.07
长期投资	1,775,835.77	2,743,286.88	4,125,214.54	4,945,013.25
固定资产	340,092.33	460,755.12	436,538.70	713,437.54
在建工程	92,796.27	81,894.49	96,853.19	99,959.27
无形资产	54,147.71	61,225.10	57,341.96	55,414.84
投资性房地产	3,980,398.90	9,037,608.76	9,733,052.71	10,033,491.28
总资产	42,348,708.47	61,804,012.22	73,715,734.00	86,184,636.07
预收款项	7,534,883.97	9,102,834.74	13,108,669.69	17,417,868.06
其他应付款	6,809,415.29	7,368,639.46	8,963,820.81	11,897,552.09
短期债务	4,324,397.55	5,591,442.13	6,016,098.05	4,308,289.05
长期债务	7,814,557.83	8,711,088.50	10,035,575.29	12,838,510.61
总债务	12,138,955.38	14,302,530.63	16,051,673.34	17,146,799.66
净债务	5,400,827.74	6,770,145.34	7,121,105.80	9,452,312.01
总负债	31,465,580.92	39,039,791.07	48,380,019.32	58,419,399.11
费用化利息支出	360,537.46	502,168.27	440,506.54	-
资本化利息支出	447,432.67	413,839.61	590,765.55	-
所有者权益合计（含少数股东权益）	10,883,127.55	22,764,221.16	25,335,714.68	27,765,236.96
营业总收入	8,827,785.47	9,767,218.12	12,962,081.84	8,175,757.50
经营性业务利润	2,109,378.50	1,798,052.22	2,107,436.23	937,065.88
投资收益	654,767.21	1,023,135.46	610,715.43	306,768.96
净利润	1,946,078.06	1,885,688.22	1,691,330.21	872,449.97
EBIT	3,020,632.59	3,114,539.42	2,851,449.86	-
EBITDA	3,133,136.74	3,246,117.74	3,014,221.06	-
销售商品、提供劳务收到的现金	10,130,094.85	12,593,288.49	17,756,917.16	13,535,589.76
经营活动产生现金净流量	1,047,813.76	1,381,206.86	2,762,200.67	834,322.38
投资活动产生现金净流量	295,523.40	-1,315,806.70	-481,797.57	-1,694,541.13
筹资活动产生现金净流量	85,094.70	1,624,829.35	-789,422.25	-351,089.12
财务指标	2018	2019	2020	2021.Q3
营业毛利率（%）	39.49	34.65	28.69	21.93
期间费用率（%）	6.26	6.92	5.60	6.15
EBITDA 利润率（%）	35.49	33.23	23.25	-
净利润率（%）	22.04	19.31	13.05	10.67
净资产收益率（%）	19.03	11.21	7.03	4.38*
存货周转率(X)	0.28	0.24	0.27	-
资产负债率（%）	74.30	63.17	65.63	67.78
总资本化比率（%）	52.73	38.59	38.78	38.18
净负债率（%）	49.63	29.74	28.11	34.04
短期债务/总债务（%）	35.62	39.09	37.48	25.13
经营活动净现金流/总债务（X）	0.09	0.10	0.17	0.06*
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.24	0.25	0.46	0.26*
经营活动净现金流/利息支出（X）	1.30	1.51	2.68	-
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	1.20	1.14	0.90	0.95*
总债务/EBITDA（X）	3.87	4.41	5.33	-
EBITDA/短期债务（X）	0.72	0.58	0.50	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.88	3.54	2.92	-
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	4.29	3.85	3.34	-

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、2018-2020年末及2021年9月末合同负债已调至预收款项；3、2018-2020年末其他流动负债中超短期融资券调整至短期债务，2021年9月末未对上述数据进行调整；标“*”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。