



招商局蛇口工业区控股股份有限公司 公司债 2024 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0213 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2024 年 5 月 14 日

本次跟踪发行人及评级结果

招商局蛇口工业区控股股份有限公司

AAA/稳定

本次跟踪债项及评级结果

“19 蛇口 01”、“19 蛇口 03”、“20 蛇口 01”、“21 蛇口 01”、“21 蛇口 03”、“21 蛇口 04”、“22 蛇口 02”、“22 蛇口 03”和“22 蛇口 04”
AAA

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。

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于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”）控股股东招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）实力雄厚及对公司的大力支持，公司作为全国性房地产龙头企业之一，开发业务经验丰富、土地储备充足，资产运营和城市服务业务与开发业务形成协同且提供一定现金流补充和经营稳健、财务杠杆比率较低且融资渠道畅通等因素对公司信用水平起到的支撑作用。同时中诚信国际也关注到房地产行业风险、资产减值损失对公司利润规模有所侵蚀等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

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。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：行业地位持续下降，优势区域土地储备严重不足，再融资能力显著下滑，现金流平衡能力大幅弱化。

正面

- 控股股东招商局集团股东实力雄厚，公司在业务发展、项目获取及资金安排等方面得到股东的大力支持
- 公司作为全国性房地产龙头企业之一，开发业务经验丰富，充足的土地储备为公司未来发展提供保障
- 资产运营和城市服务业务对公司现金流提供一定补充，同时与开发业务形成协同效应
- 经营稳健，财务杠杆比率较低且融资渠道畅通

关注

- 房地产行业供求关系发生重大变化，对公司经营提出更高挑战
- 资产减值损失对公司利润规模有所侵蚀

项目负责人：刘旭冉 xrlu@ccxi.com.cn

项目组成员：蒋 滕 tjiang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

招商蛇口（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
资产总计（亿元）	8,562.03	8,864.71	9,085.08	9,197.79
所有者权益合计（亿元）	2,767.55	2,844.40	2,966.90	2,970.20
负债合计（亿元）	5,794.48	6,020.31	6,118.18	6,227.59
总债务（亿元）	1,812.05	2,056.33	2,168.44	2,206.22
营业总收入（亿元）	1,606.43	1,830.03	1,750.08	237.47
净利润（亿元）	152.02	90.98	91.06	9.36
EBITDA（亿元）	293.35	213.51	200.35	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	259.77	221.74	314.31	-106.11
营业毛利率（%）	25.47	19.25	15.89	14.50
净负债率（%）	36.78	42.11	43.54	46.26
总债务/EBITDA（X）	6.18	9.63	10.82	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.73	1.95	2.13	--

注：1、中诚信国际根据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 2021~2023 年审计报告和未经审计的 2024 年一季报整理，2020 年、2021 年财务数据分别为 2021 年、2022 年审计报告期初数，2023 年财务数据为当期审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-/-”表示不适用或数据不可比；3、中诚信国际将 2021~2023 年末其他流动负债中超过短期融资券调整至短期债务，短期债务不含一年内到期的长期应付款，2024 年 3 月末未进行上述调整，2024 年 3 月末计算净负债率时未剔除受限货币资金。

同行业比较（2023 年数据）

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（%）	非受限货币资金/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)
保利发展	4,222	14,369.12	62.85	1.98	1.06	3,468.94	5.16	0.33
万科企业	3,761	15,048.50	60.73	1.51	1.15	4,657.39	4.39	0.49
招商蛇口	2,936	9,085.08	43.54	2.01	1.10	1,750.08	5.20	0.36

中诚信国际认为，招商蛇口规模弱于对比企业但仍处于行业内极强水平，与对比企业相比，招商蛇口非受限货币资金对短期债务的保障能力较好，财务杠杆水平很低，盈利能力和存货周转效率适中。

注：“保利发展”为“保利发展控股集团股份有限公司”简称，证券代码 600048.SH；“万科企业”为“万科企业股份有限公司”简称，证券代码 000002.SZ。
资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪情况

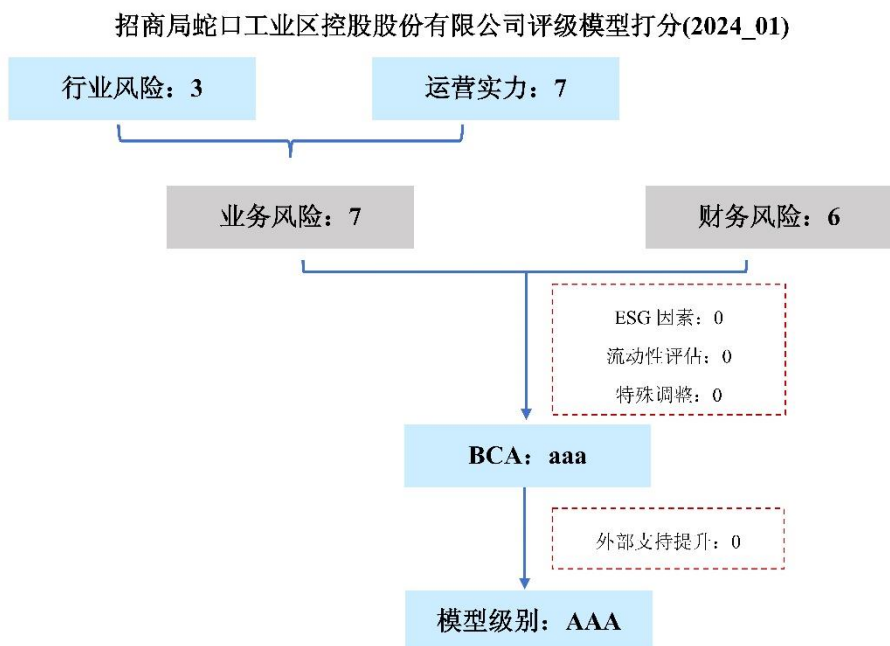
债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
22 蛇口 04	AAA	AAA	2023/5/18 至本报告出具日	10.00/10.00	2022/6/22~2027/6/22	--
22 蛇口 03	AAA	AAA	2023/5/18 至本报告出具日	8.00/8.00	2022/6/22~2025/6/22	--
22 蛇口 02	AAA	AAA	2023/5/18 至本报告出具日	40.00/40.00	2022/6/7~2027/6/7	--
21 蛇口 04	AAA	AAA	2023/5/18 至本报告出具日	11.60/11.60	2021/6/7~2024/6/7	--
21 蛇口 03	AAA	AAA	2023/5/18 至本报告出具日	10.00/10.00	2021/6/7~2026/6/7	--
21 蛇口 01	AAA	AAA	2023/5/18 至	3.00/3.00	2021/4/14~2026/4/14	--

			本报告出具日			
20 蛇口 01	AAA	AAA	2023/5/18 至 本报告出具日	10.40/10.40	2020/11/17~2025/11/1 7	--
19 蛇口 03	AAA	AAA	2023/5/18 至 本报告出具日	15.00/15.00	2019/7/12~2024/7/12	--
19 蛇口 01	AAA	AAA	2023/5/18 至 本报告出具日	23.00/23.00	2019/6/25~2024/6/25	--

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次主体评级结果	上次主体评级结果	上次主体评级有效期
招商蛇口	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/5/18 至本报告出具日

● 评级模型



注:

调整项: 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持: 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，能够在项目获取及资金安排等方面得到招商局集团的大力支持，跟踪期内外部支持无变化。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论: 中诚信国际房地产行业评级方法与模型 C200100_2022_05

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

2023 年房地产销售规模小幅收缩、土地投资及新开工探底、行业信用风险出清接近尾声，以央国企为主的竞争格局进一步显现；预计 2024 年房地产销售下行压力仍存，行业格局及区域分化加剧，但在利好政策的提振下，行业或将加速进入筑底回稳期。长期来看，随供求关系格局的变化，房地产行业需探索建立新发展模式，发展模式的转变将对房地产企业经营能力提出更高要求。

受多重因素叠加影响，2023 年房地产销售规模已降至近年来的谷底，以央国企为主的竞争格局进一步显现；城市能级间分化加剧，预计一线城市及强二线城市楼市房价指数保持增幅；库存水平上升的趋势或将延续，房地产企业去化周期或将进一步延长；销售低迷，加之市场对房地产预期及非核心城市资产价格信心不足，房地产行业投资活动减弱；当前房地产行业政策环境持续回暖，房企多重再融资渠道边际修复。展望 2024 年，房地产销售下行压力仍存，行业格局及区域分化加剧；城中村改造、保障性住房、“平急两用”作为“三大工程”将进入发展快车道，有助于稳增长、稳预期、稳投资，不过，“三大工程”主要集中在重点城市，财政造血能力强、人口基数大的城市有望率先放量；投资端仍将低迷，区域分化更为明显；房企金融资源将企稳回升，融资环境将进一步改善，但企业自身造血能力的恢复仍是可持续发展本质。长期来看，随供求关系格局的变化，房地产行业需探索建立新发展模式，发展模式的转变将对房地产企业经营能力提出更高要求。

详见《中国房地产行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10920?type=1>

中诚信国际认为，公司作为全国性房地产龙头企业之一，开发业务经验丰富，具有很强的品牌竞争优势，规模优势显著，充足的土地储备可对其未来发展提供保障；同时，资产运营和城市服务业务对公司现金流提供一定补充，并与开发业务形成协同效应。公司融资成本处于很低水平，融资渠道畅通且多元，整体经营稳健度极高。

2023 年公司完成两次定向增发股份，控股股东持股比例有所稀释；同时董事长、总经理发生变动，但战略方向较为明确且稳定。

2023 年 7 月，为购买深圳市投资控股有限公司（以下简称“深投控”）持有的深圳市南油（集团）有限公司（以下简称“南油集团”）24%股权和招商局投资发展有限公司（以下简称“招商局投资发展”）持有的深圳市招商前海实业发展有限公司（以下简称“招商前海实业”）2.89%股权，公司以每股 14.83 元向深投控和招商局投资发展分别发行股份 4.56 亿股和 1.46 亿股。2023 年 10

¹ 2023 年，公司原董事长许永军因年龄原因辞任，原董事、总经理蒋铁峰接任董事长，同时新选举 1 名董事、总经理，此外，1 名董事因工作安排辞任，增补一名。截至 2024 年 3 月末，公司董事会由 9 名董事组成，其中 2 名为执行董事、4 名为非执行董事、3 名为独立董事。

月，公司以每股 11.81 元向招商局投资发展等 13 名特定对象发行 7.20 亿股（其中招商局投资发展认购 1.35 亿股），募集资金净额合计约 84.28 亿元，募集资金用途为存量涉房项目建设、补充流动资金和偿还债务。值得注意的是，公司是 2023 年证监会优化房企股权融资措施以来少量完成股份增发的房企之一，发行股份购买资产并募集配套资金的完成有助于公司降低财务杠杆，同时通过增强对招商前海实业的控制提升公司在前海片区土地资源的权益²。

经过 2023 年公司两次股份增发，截至 2023 年末，招商局集团直接及通过招商局轮船有限公司、招商局投资发展间接合计持有公司 58.47% 股份，较 2022 年末减少 6.36 个百分点，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，公司的实际控制人仍为国务院国资委。

公司将着力转型发展，继续落实“四个聚焦”和“三个转变”，在稳定开发业务基本盘的前提下，提升资产运营和城市服务等非开发业务在收入及利润中的占比，同时通过组织变革匹配聚焦战略，2024 年初公司将深圳区域与华南区域合并，将华中区域并入其他区域，原有的七大区域整合为五大区域。

跟踪期内公司在多个深耕区域销售表现位居当地前列，开发业务行业地位稳步提升，存量项目储备较为充足且区域布局良好，同时，公司提高了在深圳前海片区土地资源的权益，其在该片区的大量优质土地可对未来项目扩充形成一定支撑。公司坚持“区域聚焦、城市深耕”的投资策略，融资成本处于行业内极低水平，融资渠道畅通且多元，整体经营稳健度极高。

经过四十余年发展，公司累积了丰富的全国化开发管理经验，培养了实践经验丰富的管理团队，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。跟踪期内，开发业务系公司收入贡献最大的业务板块，2023 年公司销售规模逆势微增，在全国 13 个城市进入当地流量销售金额前五位，其中在上海、苏州、合肥、长沙、南通销售金额位居当地第一，深圳、南京、温州、徐州销售金额位居当地前三，无锡、西安、成都和重庆销售金额位居当地前五；根据 2023 年克而瑞中国房地产企业排行榜，公司全口径及权益口径签约销售金额排名均提升 1 位至第 5 位。公司围绕区域聚焦和城市深耕，以“五好”标准为导向，持续优化土地资源储备，2023 年公司扩充项目资源有所减少，新增土地储备金额占当年销售金额的比例进一步下降至 38.62%；投资拿地聚焦“核心 6+10 城”等高能级城市，其中在一线城市的土地支出金额占比约 51%，拿地超过 5 宗的城市包括上海、杭州、北京和西安，土地平均成本有所增加，2024 年投资拿地聚焦“核心 10 城”，土地投资节奏愈发稳健。因 2023 年新获取项目较少及存量项目去化，整体开发节奏有所放缓，期末项目储备面积有所缩减。截至 2023 年末，项目储备总建筑面积³为 3,746.19 万平方米，项目布局较为分散但已逐步收敛，其中权益口径项目储备面积中一二线城市占比约 70.73%，项目储备规模仍较为充足，可对公司业绩形成有力支撑；此外，2023 年公司通过增加对招商前海实业的控制提高了其在前海片区土地资源的权益，该片区土地位置具有独特的政策优势和战略优

² 公司子公司招商前海实业与深圳市前海深港现代服务业合作区管理局（以下简称“前海管理局”）子公司合资成立深圳市前海蛇口自贸投资发展有限公司（以下简称“前海自贸投资”），共同开发深圳市前海妈湾片区约 80.62 万平方米的土地，目前大部分土地尚未开发。2023 年公司首次定增前，南油集团是招商前海实业的 19 家股东之一，招商前海实业直接持有前海自贸投资 50% 股权，定增完成后，南油集团成为公司的全资下属公司，公司对于招商前海实业的持股比例由 83.10% 增至 85.99%，公司最终可实际享有的分配比例由 72.34% 增至 85.99%。

³ 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

势，随着前海自贸区规划逐渐落地，公司在前海妈湾片区拥有的大量优质土地储备可对其未来经营业绩形成一定补充。

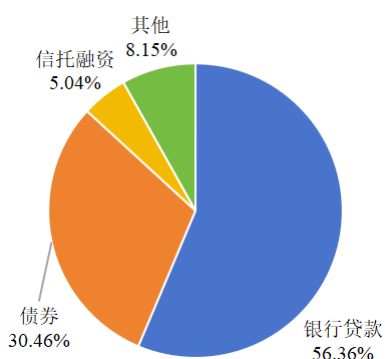
公司融资渠道畅通且多元，2023 年末公司综合资金成本 3.47%，较年初下降 42BP，融资成本处于行业内极低水平。此外，作为 A 股上市公司，招商蛇口在权益融资渠道方面的优势亦有所显现，2023 年公司完成发行股份购买资产并募集配套资金。**中诚信国际认为**，虽然行业下行对公司部分低能级城市的项目去化有一定影响，但公司项目储备整体上区域布局良好，且在前海片区拥有大量待开发的优质土地资源，同时公司在融资方面具有优势，有助于降低其经营风险并巩固其行业内领先地位。

表 1：近年来公司房地产业务投资、运营、销售情况（万平方米、亿元、个、亿元、万元/平方米）

	2021	2022	2023
新开工面积（全口径）	1,810	898	664
竣工面积（全口径）	1,273	1,314	1,372
销售面积（全口径）	1,464.47	1,193.65	1,223.41
销售金额（全口径）	3,268.34	2,926.02	2,936.35
新拓展项目（全口径）	113	56	55
新增项目储备土地价款（全口径）	2,158	1,279	1,134
新增项目楼面均价	13,848	17,617	19,220

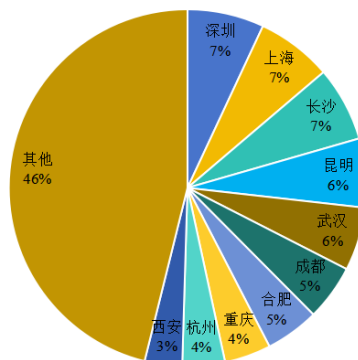
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 1：截至 2023 年末公司融资余额构成



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年末公司全口径项目储备面积分布



资料来源：公司年报及公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内资产运营和城市服务等非开发业务收入稳步增长，对公司现金流提供一定补充，同时与开发业务形成协同效应。

公司资产运营和城市服务业务可增强公司开发产品的竞争力、提升公司品牌知名度，与开发业务形成协同效应，亦可为公司现金流提供一定补充。

2023 年，公司资产运营业务各业态运营状况良好，管理范围内全口径资产运营收入较上年稳步提升。此外，公司已形成蛇口产业园 REIT（180101.SZ）和招商局商业房托（1503.HK）境内外双 REITs 平台，确立了持有业务“投、融、建、管、退”全生命周期发展模式，跟踪期内公司以招商局光明科技园加速器二期项目为底层资产，完成蛇口产业园 REIT 扩募，发行规模 12.44 亿元。

城市服务板块涵盖物业管理、邮轮、会展、代建等业务，其中物业管理业务通过子公司招商局积余产业运营服务股份有限公司（简称“招商积余”）运营，系城市服务板块最主要的收入来源，

2023 年招商积余营业收入及期末物业管理面积均保持稳步增长；跟踪期内，公司邮轮业务显著增长，蛇口邮轮母港服务旅客数量大幅攀升；代建业务方面，公司已新成立代建业务专业公司，2023 年新增代建项目管理面积约 269 万平方米。

财务风险

中诚信国际认为，招商蛇口期间费用管控能力很强，但 2023 年营业收入同比小幅下降，且毛利率持续下滑，同时资产减值损失对利润规模仍有一定侵蚀，整体盈利能力一般。由于项目建设的持续推进且年内完成定向增发，公司资产规模和所有者权益规模不断扩充，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。公司短期偿债指标表现较好，同时融资渠道畅通可为到期债务偿付提供支撑。

盈利能力

2023 年公司房地产项目结转规模下降带动当期公司营业收入同比小幅下降，受房地产市场下行影响，2023 年房地产开发业务毛利率延续下滑趋势，带动公司营业毛利率同比下滑 3.36 个百分点，但仍处于行业内合理水平。尽管近年公司持续推进提质增效，期间费用管控能力很强，但受收入和毛利率下滑的影响，2023 年公司经营性业务利润同比减少 27.14%。当期由于 REIT 扩募项目产生股权处置收益，2023 年投资收益同比增长 23.02%；此外，2023 年资产减值损失及信用减值损失规模对公司利润仍有一定侵蚀但同比大幅减少，其中公司当年对郑州、昆明、南宁、大连、上海等地的房地产项目计提存货跌价准备合计 22.76 亿元。整体来看，2023 年公司利润总额同比减少 11.56%，净利润率等盈利指标表现一般，考虑到当前行业仍处于低景气度运行期，中诚信国际将持续关注未来资产/信用减值损失可能对公司盈利产生的影响。

表 2：公司主要板块收入及毛利率结构（亿元、%）

项目	2021		2022		2023	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
开发业务	1,452.83	27.00	1,655.64	21.06	1,539.57	17.08
资产运营	46.20	16.66	42.20	-11.74	59.32	3.38
城市服务	107.41	8.56	132.19	6.46	151.19	8.64
合计	1,606.43	25.47	1,830.03	19.25	1,750.08	15.89

注：开发业务包括以住宅为主的可售型商品房的开发与销售，资产运营业务包括集中商业、产业办公、公寓酒店等持有物业运营与资产管理，城市服务包括物业管理、邮轮、会展、代建等业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅增长，货币资金规模较为稳定；随着新项目获取及在建项目建设，存货规模小幅增长，存货周转效率较上年持平，开发产品占比小幅提升，部分已完工及在建项目的去化情况值得关注；合作项目仍维持一定规模使得其他应收款及长期股权投资在资产中占比较高，其中当期末公司其他应收款规模下降主要系对联合营公司垫款减少所致；投资性房地产账面价值增加系公司对持有型物业投入增长所致。2024 年 3 月末预收款项对其未来收入结转提供了一定支撑。近年来公司债务规模呈增长态势，但债务期限结构良好。得益于 2023 年公司发行股份购买资产，股本及资本公积均有所增加，自有资本实力显著增强，同时因收购南油集

团等少数股东股权导致少数股东权益减少；除利润留存因素外，年内公司向部分信托公司及资产管理公司发行永续债，进一步带动所有权权益规模增长。由于债务规模增长，跟踪期内公司净负债率小幅提升，但财务杠杆仍处于较低水平。

现金流及偿债情况

2023 年受销售回款增长，拿地支出、基建支出及税费支出减少的影响，当期经营活动净现金流同比有所增长；由于投资支付现金及为联合营企业提供资金等支出较多，投资活动现金流呈净流出态势；2023 年公司融资净额有所增加，但由于合作项目减少导致项目公司收到的非控股股东前期垫款及其他款项下降，公司筹资活动现金流净流出规模扩大。偿债能力方面，公司核心偿债指标非受限货币资金/短期债务、EBITDA 利息保障倍数、总债务/销售商品提供劳务收到的现金在跟踪期内波动不大，短期偿债指标表现较好，同时融资渠道畅通可为到期债务偿付提供支撑。截至 2023 年末，公司合并口径共获得银行授信额度 3,282 亿元，其中尚未使用的银行借款额度为 1,885.13 亿元，备用流动性较充足。

表 3：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
期间费用率	5.09	4.63	4.44	6.10
经营性业务利润	233.10	193.26	140.81	15.94
投资收益	37.28	20.17	24.81	0.39
资产减值损失	33.91	50.45	22.76	-
信用减值损失	10.58	14.14	1.42	0.26
利润总额	228.43	158.17	139.89	16.30
净利润率	9.46	4.97	5.20	3.94
货币资金	795.33	862.43	882.90	832.06
其他应收款	1,195.67	1,267.78	1,184.30	1,199.19
存货	4,176.36	4,115.49	4,167.02	4,300.37
已完工开发产品/存货	16.19	17.95	19.48	--
存货周转率（次/年）	0.31	0.36	0.36	--
投资性房地产	1,090.67	1,198.87	1,270.28	1,272.24
长期股权投资	615.61	746.44	801.42	798.54
总资产	8,562.03	8,864.71	9,085.08	9,197.79
预收款项（含合同负债）	1,488.38	1,450.86	1,617.10	1,707.34
总债务	1,812.05	2,056.33	2,168.44	2,206.22
短期债务/总债务	24.88	20.69	20.15	18.78
股本	79.23	77.39	90.61	90.61
资本公积	141.89	102.14	204.48	203.90
少数股东权益	1,680.84	1,827.29	1,769.67	1,775.82
未分配利润	618.79	608.57	641.39	642.34
其他权益工具	240.99	181.89	210.89	207.89
所有者权益	2,767.55	2,844.40	2,966.90	2,970.20
净负债率	36.78	42.11	43.54	46.26
经营活动净现金流	259.77	221.74	314.31	-106.11
销售商品、提供劳务收到的现金	1,941.78	1,884.26	1,976.32	274.09
投资活动净现金流	-242.77	-100.14	-122.41	-7.00
筹资活动净现金流	-111.61	-58.74	-173.53	62.73

非受限货币资金/短期债务	1.76	2.02	2.01	--
EBITDA 利息保障倍数	2.73	1.95	2.13	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.93	1.09	1.10	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他事项

截至 2023 年末，公司受限资产合计 652.30 亿元，其中受限存货、投资性房地产和货币资金账面价值分别为 531.27 亿元、112.76 亿元和 61.19 亿元，受限资产占总资产的比重为 7.18%。

截至 2023 年末，公司合并口径对外担保余额 3.62 亿元，占期末所有者权益的比重为 0.12%。担保对象为温州市光悦房地产开发有限公司，考虑到担保余额相对较小，或有负债风险可控。此外，同期末公司无影响正常经营的重大未决诉讼、仲裁事项。

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，2021 年~2024 年 4 月，公司本部所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁴

假设

- 2024 年，预计招商蛇口全年销售规模较上年减少约 15%。
- 2024 年，预计招商蛇口土地投资规模较上年小幅下降。
- 2024 年，预计招商蛇口收入规模与毛利率与上年基本持平。

预测

表 4：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
净负债率(%)	42.72	44.11	41.7~50.9
总债务/销售商品提供劳务收到的现金 (X)	1.10	1.11	1.1~1.3

资料来源：中诚信国际整理

调整项

ESG⁵表现方面，招商蛇口注重可持续发展和安全管理，并积极履行作为行业头部企业的社会责任；公司治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 表现优于行业平均水平，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，招商蛇口销售及回款情况良好经营获现能力强，未使用授信额度充足。同时，公司为 A 股上市公司，跟踪期内完成发行股份购买资产并募集配套资金，同时下辖 A 股上市公司招商积余，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。此外，公开市场融资发行顺畅，利率位于同行业极低水平。公司资金流出主要用于债务还本付息、土地投资、工程建设及税费支出，现金对债务本息的保障程度高。公司流动性强，未来一年流动性来

⁴ 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

⁵中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

源可以覆盖流动需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持

公司股东实力雄厚，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，能够在业务发展、项目获取及资金安排等方面得到招商局集团的大力支持，跟踪期内招商局集团助力公司完成定向增发。

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，能够在业务发展、项目获取及资金安排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有力支持，同时，公司在进行境内外区域扩张时也可共享招商局集团业务资源。跟踪期内，招商局集团通过下属子公司招商局投资发展参与公司的股份增发，招商局投资发展作为本次定向增发的重要投资者之一，认购金额 15.97 亿元，有助于公司拓宽融资渠道和增强权益资本实力。同时，公司通过发行股份方式购买股东招商局投资发展持有的招商前海实业股权，由于后者的合资子公司前海自贸投资拥有前海妈湾片区优质土地资源，上述股权转让间接提升了公司在前海妈湾片区土地资源的权益。

跟踪债券信用分析

截至目前，“19 蛇口 01”、“19 蛇口 03”、“20 蛇口 01”、“21 蛇口 01”、“21 蛇口 03”、“21 蛇口 04”、“22 蛇口 02”、“22 蛇口 03”和“22 蛇口 04”募集资金均已按用途使用。

本次跟踪债券均设置投资者回售及发行人票面利率选择权，均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。得益于稳健的发展策略和雄厚的股东背景，跟踪期内公司房地产业务虽受到行业负面冲击，但销售回款状况良好，财务杠杆维持较低水平，加之公司与金融机构关系良好，整体融资渠道通畅，对跟踪债券偿还形成有力支撑。

表 5：截至 2024 年 3 月末，公司公开债到期分布情况（亿元）

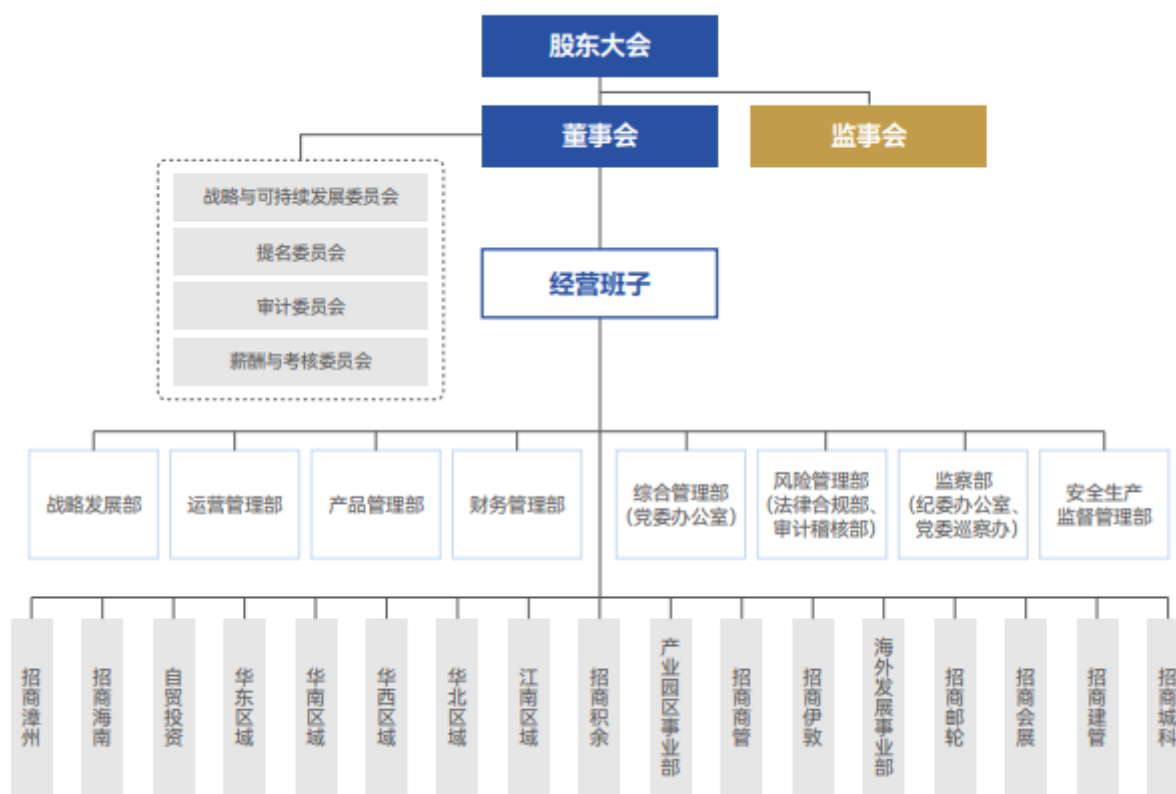
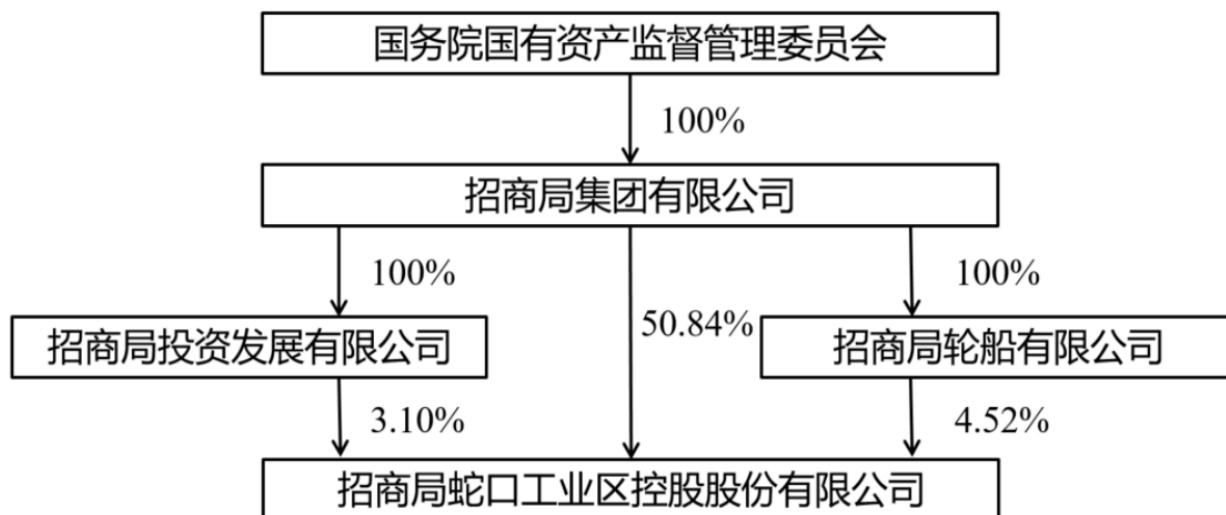
合并口径	2024 年 4-12 月	2025 年	2026 年及以后
信用债	118.60	151.85	365.21
其中：跟踪债券	49.60	18.40	63.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

评级结论

综上所述，中诚信国际维持招商局蛇口工业区控股股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 蛇口 01”、“19 蛇口 03”、“20 蛇口 01”、“21 蛇口 01”、“21 蛇口 03”、“21 蛇口 04”、“22 蛇口 02”、“22 蛇口 03”和“22 蛇口 04”的信用等级为 **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 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

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)	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	7,953,303.16	8,624,312.38	8,828,951.29	8,320,638.10
其他应收款	11,956,727.38	12,677,803.40	11,843,046.43	11,991,893.07
存货	41,763,647.50	41,154,922.10	41,670,213.55	43,003,734.87
长期投资	6,284,800.42	7,603,020.38	8,160,677.57	8,136,656.37
固定资产	923,357.56	1,082,017.75	1,161,828.97	1,139,513.51
在建工程	46,518.86	81,007.37	97,346.38	103,218.72
无形资产	137,923.57	138,922.76	191,499.73	189,205.53
投资性房地产	10,906,718.09	11,988,700.53	12,702,797.49	12,722,357.52
资产总计	85,620,334.74	88,647,137.62	90,850,849.97	91,977,880.01
预收款项	14,883,843.04	14,508,634.71	16,171,015.49	17,073,431.29
其他应付款	12,280,582.17	13,134,597.91	11,594,282.41	12,030,107.26
短期债务	4,508,803.91	4,255,077.85	4,370,144.74	4,144,021.20
长期债务	13,611,729.72	16,308,187.12	17,314,220.89	17,918,188.65
总债务	18,120,533.63	20,563,264.98	21,684,365.63	22,062,209.85
净债务	10,179,641.90	11,977,148.42	12,916,607.51	--
负债合计	57,944,816.14	60,203,089.91	61,181,822.16	62,275,868.08
所有者权益合计	27,675,518.60	28,444,047.72	29,669,027.81	29,702,011.93
利息支出	1,072,919.83	1,097,707.85	942,204.51	--
营业总收入	16,064,341.30	18,300,265.91	17,500,755.81	2,374,747.88
经营性业务利润	2,331,041.69	1,932,570.89	1,408,094.00	159,406.98
投资收益	372,788.46	201,650.61	248,064.09	3,913.30
净利润	1,520,173.71	909,847.72	910,623.10	93,608.58
EBIT	2,714,615.99	1,849,029.64	1,668,733.39	--
EBITDA	2,933,490.91	2,135,122.06	2,003,466.83	--
销售商品、提供劳务收到的现金	19,417,818.23	18,842,559.30	19,763,184.32	2,740,920.53
经营活动产生的现金流量净额	2,597,701.21	2,217,399.01	3,143,098.49	-1,061,123.11
投资活动产生的现金流量净额	-2,427,651.65	-1,001,433.70	-1,224,102.85	-69,980.37
筹资活动产生的现金流量净额	-1,116,139.33	-587,445.05	-1,735,276.57	627,274.99

财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率 (%)	25.47	19.25	15.89	14.50
期间费用率 (%)	5.09	4.63	4.44	6.10
EBITDA 利润率	18.26	11.67	11.45	--
净利润率 (%)	9.46	4.97	5.20	3.94
净资产收益率 (%)	5.49	3.24	3.13	--
存货周转率 (X)	0.31	0.36	0.36	0.19
资产负债率 (%)	67.68	67.91	67.34	67.71
总资本化比率 (%)	39.57	41.96	42.23	42.62
净负债率 (%)	36.78	42.11	43.54	46.26
短期债务/总债务 (%)	24.88	20.69	20.15	18.78
非受限货币资金/短期债务 (X)	1.76	2.02	2.01	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务 (X)	0.08	0.05	0.10	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务 (X)	0.34	0.26	0.50	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	2.42	2.02	3.34	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.93	1.09	1.10	--
总债务/EBITDA (X)	6.18	9.63	10.82	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.65	0.50	0.46	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	2.73	1.95	2.13	--

注：1、中诚信国际将其他流动负债中超短期融资券调整至短期债务，短期债务不含一年内到期的长期应付款；2、将合同负债计入预收款项。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	净债务	总债务-非受限货币资金
	资产负债率	负债总额/资产总额
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	净负债率	净债务/经调整的所有者权益
	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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	净资产收益率	净利润/所有者权益合计平均值
	净利润率	净利润/营业收入
现金流	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	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
偿债能力	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出

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

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）66428877

传真：+86（10）66426100

网址：www.ccxi.com.cn

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

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）66428877

Fax: +86（10）66426100

Web: www.ccxi.com.cn