



招商局蛇口工业区控股股份有限公司 公司债 2025 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[2025]跟踪 0186 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

2025 年 5 月 13 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	“20 蛇口 01”、“21 蛇口 01”、“21 蛇口 03”、“22 蛇口 02”、“22 蛇口 03”、“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，代建、资产运营和物业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；但中诚信国际也关注到房地产行业风险、毛利率下滑及确认减值损失使得公司盈利水平弱化等因素可能对公司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 ■ 代建、资产运营和物业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 ■ 毛利率下滑及确认减值损失使得公司盈利水平弱化		

项目负责人：蒋 膺 tjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：彭俊贤 jxpeng@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）	2022	2023	2024
资产总计（亿元）	8,864.71	9,085.08	8,603.09
所有者权益合计（亿元）	2,844.40	2,966.90	2,867.45
负债合计（亿元）	6,020.31	6,118.18	5,735.64
总债务（亿元）	2,056.33	2,168.44	2,261.15
营业总收入（亿元）	1,830.03	1,750.08	1,789.48
净利润（亿元）	90.98	91.06	41.89
EBITDA（亿元）	213.51	200.35	140.47
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	221.74	314.31	319.64
营业毛利率（%）	19.25	15.89	14.61
净负债率（%）	42.11	43.54	44.19
总债务/EBITDA（X）	9.63	10.82	16.10
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.95	2.13	1.65

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 2022~2023 年审计报告、经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2024 年审计报告整理，2022 年、2023 年财务数据分别为 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 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 2022~2023 年末其他流动负债中超短期融资券调整至短期债务，2022~2024 年末短期债务不含一年内到期的长期应付款。

同行业比较（2024 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	3,230	13,351.08	64.32	1.57	1.21	3,116.66	3.12	0.32
华润置地	2,611	7,529.69	15.55	2.29	0.84	1,662.61	9.99	0.39
招商蛇口	2,193	8,603.09	44.19	1.95	1.40	1,789.48	2.34	0.39

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，财务杠杆水平较低，盈利能力和存货周转效率适中。

注：1、“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；“华润置地”为“华润置地控股有限公司”简称；2、华润置地全口径签约销售金额为克而瑞口径，债务计算时将其他流动负债中超短期融资债券调整至短期债务，未调整其他应付款中计息债务。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪情况

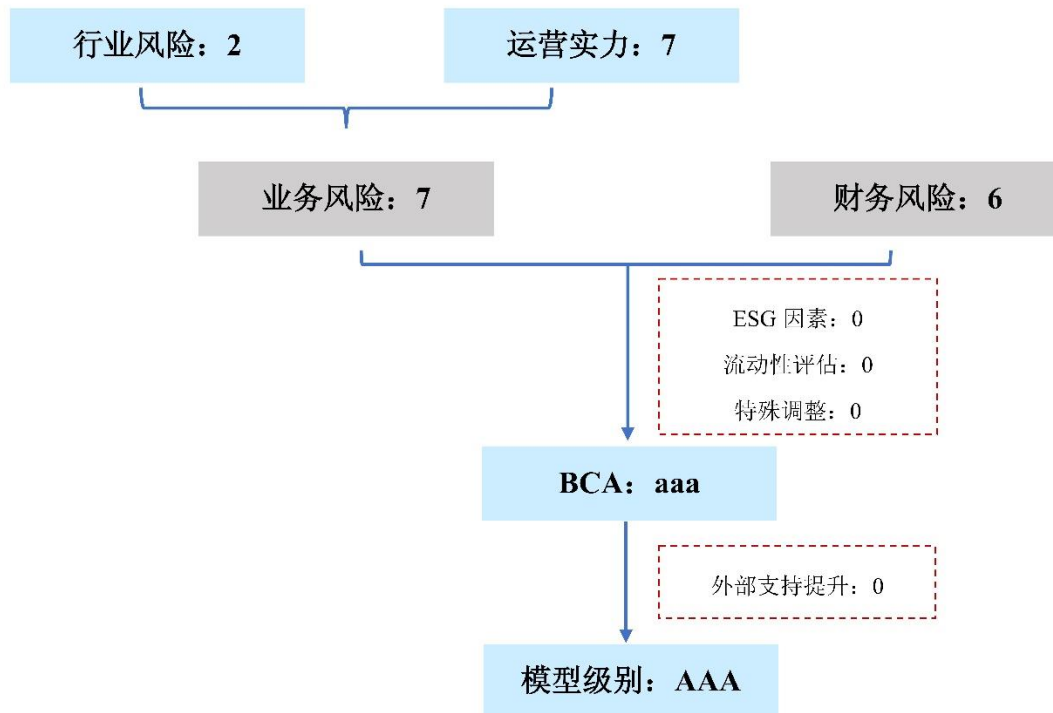
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
22 蛇口 04	AAA	AAA	2024/5/14 至本报告出具日	10.00/10.00	2022/6/22~2027/6/22	--
22 蛇口 03	AAA	AAA	2024/5/14 至本报告出具日	8.00/8.00	2022/6/22~2025/6/22	--
22 蛇口 02	AAA	AAA	2024/5/14 至本报告出具日	40.00/40.00	2022/6/7~2027/6/7	--
21 蛇口 03	AAA	AAA	2024/5/14 至本报告出具日	10.00/10.00	2021/6/7~2026/6/7	--
21 蛇口 01	AAA	AAA	2024/5/14 至本报告出具日	3.00/3.00	2021/4/14~2026/4/14	--
20 蛇口 01	AAA	AAA	2024/5/14 至本报告出具日	10.40/10.40	2020/11/17~2025/11/17	--

注：债券余额为 2025 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
招商蛇口	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/5/14 至本报告出具日

● 评级模型

招商局蛇口工业区控股股份有限公司评级模型打分(C200100_2024_06_2025_1)



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_2024_06

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，为应对外部环境的不确定性，增量政策仍需发力。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw

业务风险

2024 年房地产行业销售规模降幅同比扩大，土地投资及新开工仍处于低位，房企主要偿债指标趋弱，但政策刺激为市场注入信心，各项利好政策密集出台，融资环境持续改善，预计 2025 年行业销售及投资下行压力仍在，但考虑到利好政策深度及广度仍有提升空间，行业基本面仍将以改善修复为主基调。

2024 年房地产行业继续呈调整态势，上半年“517”新政以及下半年“924”新政为市场注入信心，行业呈阶段性回温态势，高能级核心城市恢复尤为明显；受土地供给量价齐跌、销售持续下滑、库存规模高企等因素影响，2024 年行业土地投资与开发规模仍处于低位。行业融资政策进一步宽松，“白名单”等政策亦不断推进，融资环境持续改善，但需警惕各类舆情对房企公开市场融资的影响。预计 2025 年，在经济恢复缓慢的背景下，居民收入预期未能根本性扭转，购房信心仍不足，市场持续筑底，但在“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”背景下，政策端有望持续发力，托底行业基本面。

详见《中国房地产行业展望，2025 年 1 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11651?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和规模优势，充足的土地储备可对其未来发展提供保障；同时，代建、资产运营和物业服务等非开发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。公司融资成本处于行业内较低水平，融资渠道畅通且多元，整体经营稳健度极高。

2024 年以来公司股权结构稳定，董事会及高管人员变动对公司经营无重大影响，战略方向较为明确且稳定。

截至 2024 年末，招商局集团直接及通过招商局轮船有限公司、招商局投资发展有限公司间接合计持有公司 58.47% 股份，较 2023 年末无变动，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。

2024 年 4 月，公司原副总经理聂黎明因工作调动原因离任，彭以良接任副总经理；2024 年 8 月，原监事会主席周松因工作安排原因离任，原监事阎帅接任监事会主席。此外，当年 1 名董事会秘书、2 名独立董事及 1 名董事离任，公司作相应人员增补，上述变更对公司经营无重大影响。公司将立足新发展阶段，积极服务构建房地产发展新模式，围绕“开发业务、资产运营、物业服务”三类业务，积极践行“三个转变”，并持续贯彻“全面聚焦、质效并驱、轻重共赢”的三大策略，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固，存量项目储备充足且区域布局良好，且公司在长三角和粤港澳大湾区的储备旧改项目及深圳前海片区的大量待开发优质土地资源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较低水平，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，开发业务仍系公司收入贡献最大的业务板块，2024 年公司销售规模同比下降 25.31%，但根据 2024 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仍连续两年排名行业第五，在全国 12 个城市进入当地流量销售金额前三位，其中在西安、长沙、合肥、南通和徐州销售金额位居当地第一，深圳和南京销售金额位居当地第二，上海、苏州、温州、成都和佛山销售金额位居当地第三。公司坚持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，2024 年公司土地投资节奏愈发稳健，新增土地储备金额占当年销售金额的比例进一步下降至 22.16%；投资拿地聚焦“核心 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 59%，土地平均成本有所增加。因 2024 年新获取项目较少及存量项目去化，整体开发节奏继续放缓，期末项目储备面积有所缩减。截至 2024 年末，项目储备总建筑面积¹为 2,715.09 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 71.58%，项目储备规模充足，可对公司业绩形成有力支撑；此外，公司积极参与长三角和粤港澳大湾区的城中村改造项目，在深圳、上海、广州、佛山等核心城市有较大规模旧改项目储备，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，2024 年末公司综合资金成本 2.99%，较年初下降 48BP，融资成本处于行业内相对较低水平。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，且储备旧改项目可提供土储补充，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。

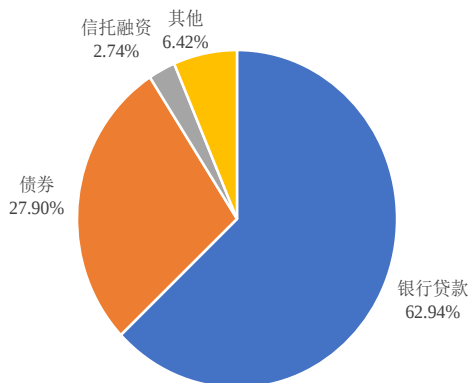
表 1：近年来公司房地产业务投资、运营、销售情况（万平方米、亿元、个、亿元、万元/平方米）

	2022	2023	2024	2025.1~3
新开工面积（全口径）	898	664	436	--
竣工面积（全口径）	1,314	1,372	1,151	--
销售面积（全口径）	1,193.65	1,223.41	935.90	145.82
销售金额（全口径）	2,926.02	2,936.35	2,193.02	350.70
新拓展项目（全口径）	56	55	26	7
新增项目储备土地价款（全口径）	1,279	1,134	486	200
新增项目楼面均价	17,617	19,220	21,600	27,650

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

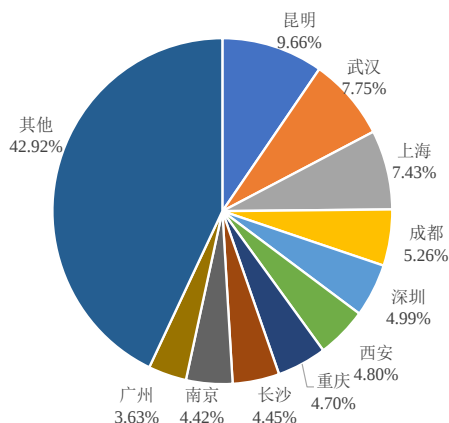
¹ 项目储备总建筑面积=规划计容建筑面积-累计计容竣工面积

图 1：截至 2024 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 2024 年末公司全口径项目储备面积分布



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

跟踪期内代建业务、资产运营和物业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。

公司代建业务、资产运营和物业服务等非开发业务收入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。

跟踪期内，公司代建业务实现大幅增长，2024 年 3 月正式设立深圳招商建设管理有限公司（以下简称“招商建管”）作为公司旗下专业代建公司，当年新增 77 个代建项目，新增代建管理面积约 898 万平方米，2024 年公司代建新签规模、代建综合能力、代建产品力均跻身行业前十。截至 2024 年末，公司已累计承接代建项目超 540 个，累计管理面积超 2,000 万平方米。

公司资产运营业务涵盖持有物业运营与资产管理业务、会展、邮轮等业务，持有的各业态资产运营状况稳定，管理范围内全口径资产运营收入较上年稳步提升。此外，随着 2024 年 10 月招商租赁住房 REIT（180502.SZ）成功上市，公司已形成蛇口产业园 REIT（180101.SZ）、招商租赁住房 REIT（180502.SZ）和招商局商业房托（1503.HK）境内外多 REITs 平台的投资退出通道，全业态资产确立了“投、融、建、管、退”全生命周期发展模式。

公司物业服务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，2024 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。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内招商蛇口毛利率延续下滑趋势，同时资产减值损失及信用减值损失侵蚀公司利润，整体盈利能力有所弱化；随着存量项目的开发结转及拿地力度放缓，公司资产及负债规模小幅收缩，财务杠杆比例维持在较低水平。在销售回款下滑及盈利能力弱化的影响下，公司偿债指标有所弱化，但仍处于较强水平。

盈利能力

2024 年公司营业收入同比微增 2.25%，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 1.28 个百分点，但仍处于行业内合理水平。盈利表现方面，公司期间费用率水平较低，但由于毛利率下滑，公司经营性业务利润同比减少 20.86%。主要由于取得控制权时，股权

按公允价值重新计量产生的利得以及招商租赁住房 REIT 发行形成的股权处置收益等原因，2024 年投资收益同比增长 56.91%；此外，2024 年资产减值损失及信用减值损失规模同比大幅增长，其中公司当年对盐城、徐州、南通、南宁、广州等地的房地产项目计提存货跌价准备合计 35.75 亿元，同时对其他应收款和长期股权投资分别计提减值准备 14.82 亿和 7.26 亿元。整体来看，2024 年公司利润总额同比减少 35.02%，净利润率等盈利指标有所弱化。

表 2：公司主要板块收入及毛利率结构（亿元、%）

项目	2022		2023		2024	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
开发业务	1,655.64	21.06	1,542.36	17.11	1,563.61	15.58
资产运营	42.20	-11.74	66.57	0.72	71.50	1.36
城市服务	132.19	6.46	--	--	--	--
物业服务	--	--	141.14	9.66	154.37	10.87
合计	1,830.03	19.25	1,750.08	15.89	1,789.48	14.61

注：2024 年公司对营业收入分部进行调整重分类，并对 2023 年分类追溯，将代建业务重分类入开发业务，会展、邮轮运营等业务重分类入资产运营业务，物业服务业务单列。变更后，营业收入分为开发业务、资产运营、物业服务。开发业务主营以住宅为主的可售型产品的开发与销售、代建等业务；资产运营主营包括商业办公、公寓、酒店、产业园区等持有物业运营与资产管理，以及会展、邮轮运营等业务；物业服务主营包括物业管理与服务、康养等业务。

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

资产质量

从资产结构来看，存货、投资性房地产、其他应收款和货币资金是其主要构成。具体来看，随着存量项目的开发结转及拿地力度放缓等因素，2024 年末存货规模同比减少；此外，截至 2024 年末公司已累计计提存货跌价准备 74.29 亿元，占同期末存货账面余额的 1.97%。其他应收款亦有所下降，带动期末总资产及负债规模小幅收缩。结转项目增加带动存货周转效率同比小幅提升，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。由于投资相关活动支付现金减少等因素影响，期末货币资金规模同比增长。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。负债方面，受项目销售下滑影响，截至 2024 年末公司预收款项（含合同负债）对未来收入结转的支撑减弱。近年来公司债务规模呈增长态势，但债务期限结构良好。所有者权益主要由于 2024 年公司偿还 90.59 亿永续债本金而减少。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

2024 年由于销售下滑、回款减少，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比减少 18.43%，对总债务的覆盖度有所降低，但仍处于较好水平；但由于拿地支出及税费支出减少，当期经营活动净现金流较上年变化不大；由于联合营公司垫款及投资款支出大幅减少，2024 年投资活动现金流转为净流入；2024 年公司融资净额有所增加，但主要由于吸收投资收到的现金减少，公司筹资活动现金流净流出规模扩大。偿债能力方面，随着盈利水平的下降，EBITDA 对债务本息的支撑有所弱化，但非受限货币资金可对短期债务形成覆盖，同时融资渠道畅通可为到期债务偿付提供支撑。截至 2024 年末，公司合并口径共获得银行授信额度 2,847 亿元，其中尚未使用的银行借款额度为 743.12 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）

	2022	2023	2024
期间费用率	4.63	4.44	4.58
经营性业务利润	193.26	140.81	111.44
投资收益	20.17	24.81	38.92
资产减值损失	50.45	22.76	44.84
信用减值损失	14.14	1.42	15.50
利润总额	158.17	139.89	90.90
净利润率	4.97	5.20	2.34
货币资金	862.43	882.90	1,003.51
其他应收款	1,267.78	1,184.30	1,078.74
存货	4,115.49	4,167.02	3,691.83
已完工开发产品/存货	17.95	19.48	23.39
存货周转率（次/年）	0.36	0.36	0.39
投资性房地产	1,198.87	1,270.28	1,328.70
长期股权投资	746.44	801.42	765.04
总资产	8,864.71	9,085.08	8,603.09
预收款项（含合同负债）	1,450.86	1,617.10	1,422.26
总债务	2,056.33	2,168.44	2,261.15
短期债务/总债务	20.69	20.15	22.58
股本	77.39	90.61	90.61
资本公积	102.14	204.48	204.78
少数股东权益	1,827.29	1,769.67	1,757.38
未分配利润	608.57	641.39	642.74
其他权益工具	181.89	210.89	120.30
所有者权益	2,844.40	2,966.90	2,867.45
净负债率	42.11	43.54	44.19
经营活动净现金流	221.74	314.31	319.64
销售商品、提供劳务收到的现金	1,884.26	1,976.32	1,612.16
投资活动净现金流	-100.14	-122.41	31.58
筹资活动净现金流	-58.74	-173.53	-234.05
非受限货币资金/短期债务	2.02	2.01	1.95
EBITDA 利息保障倍数	1.95	2.13	1.65
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.09	1.10	1.40

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

或有事项

截至 2024 年末，公司受限资产合计 884.53 亿元，其中受限存货、投资性房地产、固定资产和货币资金账面价值分别为 632.62 亿元、179.98 亿元、57.13 亿元和 9.39 亿元，受限资产占总资产的比重为 10.28%。

截至 2024 年末，公司无对外担保及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 3 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²

假设

- 2025 年，预计招商蛇口全年销售规模较上年小幅下降。
- 2025 年，预计招商蛇口以销定产，土地投资规模较上年小幅下降。
- 2025 年，预计招商蛇口收入规模较上年小幅减少，全年毛利率较上年小幅下降。

预测

表 4：预测情况表

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
净负债率(%)	43.54	44.19	43.6~53.3
总债务/销售商品提供劳务收到的现金 (X)	1.10	1.40	1.5~1.9

资料来源：中诚信国际整理

调整项

ESG³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有所下滑但仍保持在行业较好水平，同时，公司为 A 股上市公司，同时下辖 A 股上市公司招商积余，且已形成境内外多 REITs 平台的退出通道，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。

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。2023 年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；同期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。

²中诚信国际对发行主体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发行主体相关的重要假设，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发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

³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。

跟踪债券信用分析

截至目前，“20 蛇口 01”、“21 蛇口 01”、“21 蛇口 03”、“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 2025 年 3 月末公司公开债到期分布情况（亿元）

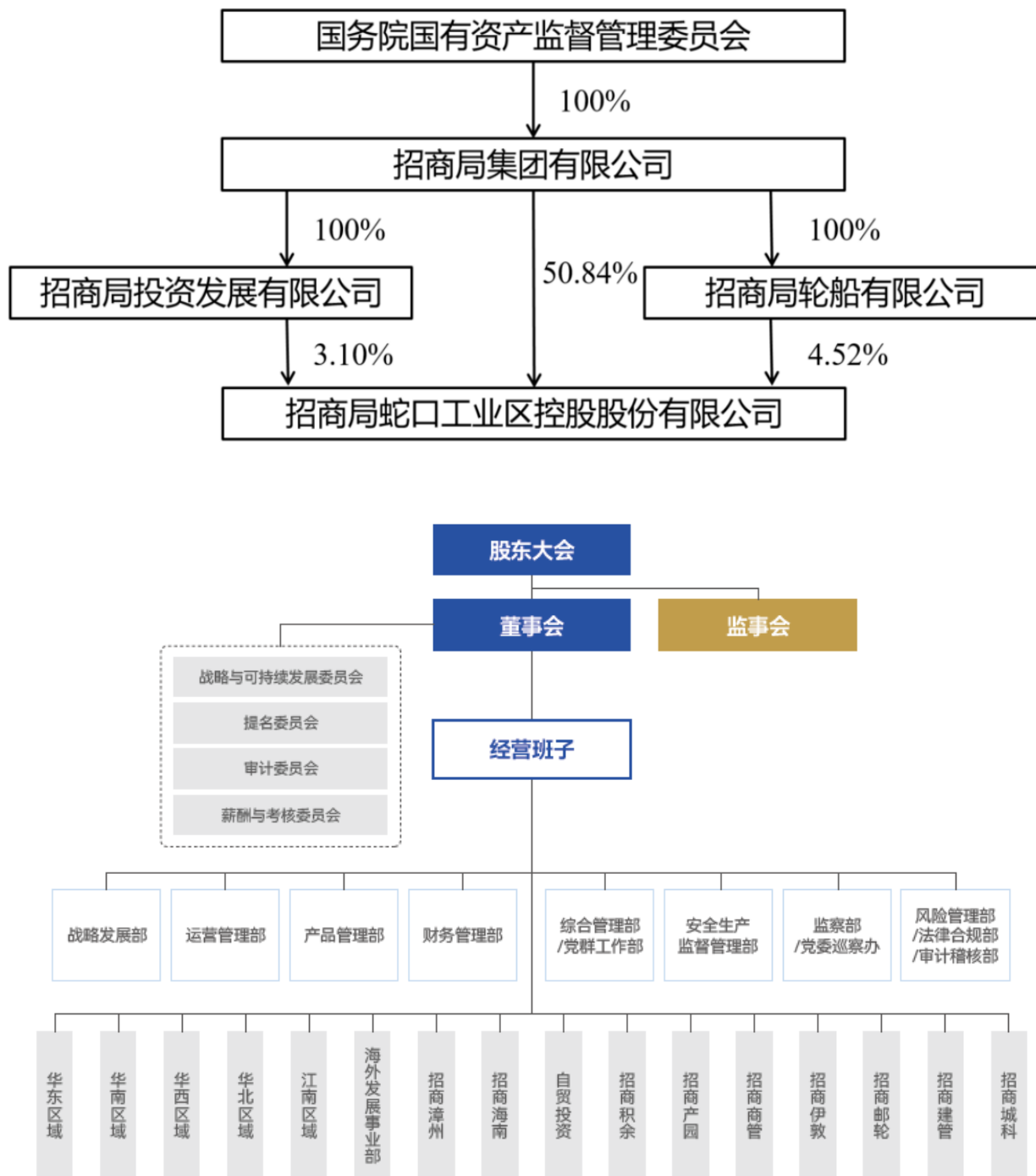
合并口径	2025 年 4~12 月	2026 年	2027 年及以后
信用债	128.40	163.40	266.65
其中：跟踪债券	28.40	28.00	63.55

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主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 蛇口 01”、“21 蛇口 01”、“21 蛇口 03”、“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 年末）



资料来源：公司年报、公司可持续发展报告

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）	2022	2023	2024
货币资金	8,624,312.38	8,828,951.29	10,035,140.29
其他应收款	12,677,803.40	11,843,046.43	10,787,410.54
存货	41,154,922.10	41,670,213.55	36,918,332.43
长期投资	7,603,020.38	8,160,677.57	7,798,325.38
固定资产	1,082,017.75	1,161,828.97	1,144,399.43
在建工程	81,007.37	97,346.38	82,445.95
无形资产	138,922.76	191,499.73	182,063.86
投资性房地产	11,988,700.53	12,702,797.49	13,286,974.20
资产总计	88,647,137.62	90,850,849.97	86,030,881.60
预收款项	14,508,634.71	16,171,015.49	14,222,624.18
其他应付款	13,134,597.91	11,594,282.41	9,708,778.50
短期债务	4,255,077.85	4,370,144.74	5,104,634.83
长期债务	16,308,187.12	17,314,220.89	17,506,835.45
总债务	20,563,264.98	21,684,365.63	22,611,470.28
净债务	11,977,148.42	12,916,607.51	12,670,255.90
负债合计	60,203,089.91	61,181,822.16	57,356,403.51
所有者权益合计	28,444,047.72	29,669,027.81	28,674,478.09
利息支出	1,097,707.85	942,204.51	852,699.69
营业总收入	18,300,265.91	17,500,755.81	17,894,754.66
经营性业务利润	1,932,570.89	1,408,094.00	1,114,393.58
投资收益	201,650.61	248,064.09	389,244.89
净利润	909,847.72	910,623.10	418,890.15
EBIT	1,849,029.64	1,668,733.39	1,039,844.59
EBITDA	2,135,122.06	2,003,466.83	1,404,736.84
销售商品、提供劳务收到的现金	18,842,559.30	19,763,184.32	16,121,609.66
经营活动产生的现金流量净额	2,217,399.01	3,143,098.49	3,196,358.95
投资活动产生的现金流量净额	-1,001,433.70	-1,224,102.85	315,775.55
筹资活动产生的现金流量净额	-587,445.05	-1,735,276.57	-2,340,537.68
财务指标	2022	2023	2024
营业毛利率（%）	19.25	15.89	14.61
期间费用率（%）	4.63	4.44	4.58
EBITDA 利润率	11.67	11.45	7.85
净利润率（%）	10.10	9.54	5.81
净资产收益率（%）	3.20	3.13	1.44
存货周转率（X）	0.36	0.36	0.39
资产负债率（%）	67.91	67.34	66.67
总资本化比率（%）	41.96	42.23	44.09
净负债率（%）	42.11	43.54	44.19
短期债务/总债务（%）	20.69	20.15	22.58
非受限货币资金/短期债务（X）	2.02	2.01	1.95
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.05	0.10	0.10
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.26	0.50	0.46
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	2.02	3.34	3.75
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.09	1.10	1.40
总债务/EBITDA（X）	9.63	10.82	16.10
EBITDA/短期债务（X）	0.50	0.46	0.28
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.95	2.13	1.65

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
盈利能力	营业毛利率 (营业收入-营业成本)/营业收入
	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
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 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，违约很可能会发生。
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，违约很可能会发生。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



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）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

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）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn