



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪195号

招商局蛇口工业区控股股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“招商局蛇口工业区控股股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”、“招商局蛇口工业区控股股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”、“招商局蛇口工业区控股股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本次跟踪主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持上述债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年五月十七日

招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）、2018 年面向合格 投资者公开发行公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2019）

发行主体	招商局蛇口工业区控股股份有限公司		
债券名称	招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）、招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）、招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）		
债券简称及代码	17 蛇口 01	112613.SZ	（品种一）
	17 蛇口 02	112614.SZ	（品种二）
	18 蛇口 01	112678.SZ	（品种一）
	18 蛇口 02	112679.SZ	（品种二）
	18 蛇口 03	112715.SZ	（品种一）
	18 蛇口 04	112718.SZ	（品种二）
发行规模	人民币 13.6 亿元	（品种一）	
	人民币 10.4 亿元	（品种二）	
	人民币 20 亿元	（品种一）	
	人民币 10 亿元	（品种二）	
	人民币 18.4 亿元	（品种一）	
	人民币 21.6 亿元	（品种二）	
存续期限	2017/11/20-2022/11/20	（品种一）	
	2017/11/20-2020/11/20	（品种二）	
	2018/4/17-2023/4/17	（品种一）	
	2018/4/17-2021/4/17	（品种二）	
	2018/6/11-2023/6/11	（品种一）	
	2018/6/11-2021/6/11	（品种二）	
上次评级时间	2018/5/24		
	2018/5/24		
	2018/5/24		
	2018/5/24		
	2018/5/29		
	2018/5/29		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定

基本观点

跟踪期内，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”）持续获得股东强有力的支持，公司经营业绩实现快速增长，市场地位及竞争实力进一步提升。同时，公司拥有大量优质土地储备资源，财务结构保持稳健且融资渠道多元顺畅。不过，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到房地产行业调控政策持续且行业竞争加剧，债务规模持续增长，资本支出压力攀升等因素或将对公司信用状况产生影响。

综上，中诚信证评维持招商蛇口主体信用等级 **AAA**，评级展望稳定；维持“招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”、“招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”、“招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”信用等级 **AAA**。

正 面

- 持续强有力的股东支持。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，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股东方持续强有力的支持。
- 经营业绩实现快速增长，市场地位及竞争实力进一步提升。受益于较高的品牌知名度和良好的区域布局，公司 2018 年签约销售业绩继续保持快速增长，全年实现签约销售金额 1,705.84 亿元，同比增加 51.26%，位列房企销售排名前列，市场地位及竞争力进一步提升。

概况数据

招商蛇口	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益(亿元)	779.52	956.97	1,088.63	1,151.51
总资产(亿元)	2,557.27	3,392.18	4,232.21	4,415.99
总债务(亿元)	651.27	1,033.98	1,204.10	1,276.30
营业总收入(亿元)	635.74	759.38	882.78	43.50
营业毛利率(%)	34.54	37.79	39.49	33.67
EBITDA(亿元)	189.80	243.73	313.31	-
所有者权益收益率(%)	15.60	16.14	17.88	9.22
资产负债率(%)	69.52	71.79	74.28	73.92
总债务/EBITDA(X)	3.43	4.24	3.84	-
EBITDA利息倍数(X)	5.38	4.83	3.88	-
净负债率(%)	24.54	59.93	48.72	56.68

注：1、上述数据中所有者权益含少数股东权益、净利润含少数股东损益；

2、将2018年其他流动负债中短期融资券调整至短期债务。

分析师

蒋 鹏 tjiang@ccxr.com.cn

李 蕊 lrli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年5月17日

- 优质且充足的土地储备资源。2018年公司继续加大的土地获取力度，当年新增土地储备面积1,356.73万平方米，同比增长32.55%，主要集中在一、二线城市。此外，随着前海自贸区规划逐渐落地，公司在前海片区拥有的土地资源开发进程有望加快，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。
- 财务结构保持稳健且融资渠道通畅。2018年公司在规模保持增长的同时继续保持了相对稳健的财务结构和合理的债务期限结构，经营所得亦能对债务本息的偿还形成良好保障。此外，公司融资渠道多元通畅且具有成本优势。

关 注

- 调控政策持续且行业竞争加剧。在宏观经济增速放缓、因城施策等调控政策持续且房地产市场区域分化日益明显的背景下，房地产行业竞争加剧，利润空间不断收窄，行业环境及行业政策的变化或将公司经营战略的实施提出更高要求。
- 债务规模持续增长，资本支出压力攀升。随着公司业务规模持续扩张，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，2018年公司债务规模同比上升16.45%至1,204.10亿元；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，公司面临的资本支出压力或将进一步攀升。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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，不存在因评级对象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.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金使用情况

招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称“17 蛇口 01”、债券代码“112613.SZ”，“17 蛇口 02”，债券代码“112614.SZ”）于 2017 年 11 月 20 日完成发行，募集资金 24 亿元，其中 17 蛇口 01 募集资金 13.6 亿元，期限为 5 年期，17 蛇口 02 募集资金 10.4 亿元，期限为 3 年期；招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称“18 蛇口 01”、债券代码“112678.SZ”，“18 蛇口 02”，债券代码“112679.SZ”）于 2018 年 4 月 17 日完成发行，募集资金 30 亿元，其中 18 蛇口 01 募集资金 20 亿元，期限为 5 年期，18 蛇口 02 募集资金 10 亿元，期限为 3 年期；招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）（债券简称“18 蛇口 03”、债券代码“112715.SZ”，债券简称“18 蛇口 04”、债券代码“112718.SZ”）于 2018 年 6 月 11 日完成发行，募集资金 30 亿元，其中 18 蛇口 03 募集资金 18.4 亿元，期限为 5 年期，18 蛇口 04 募集资金 21.6 亿元，期限为 3 年期。截至 2018 年末，上述债券募集资金已按《募集说明书》使用完毕。

行业关注

2018 年以来房地产调控政策延续“房住不炒”主基调，继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时完善多层次住房供应体系，构建房地产市场健康发展长效机制。

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至县级城市，全国约有 50 余个城市根据当地市场情况新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化的调控。2018 年 8 月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018 年年底

以来，菏泽、广州等城市根据地方实际情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是為了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

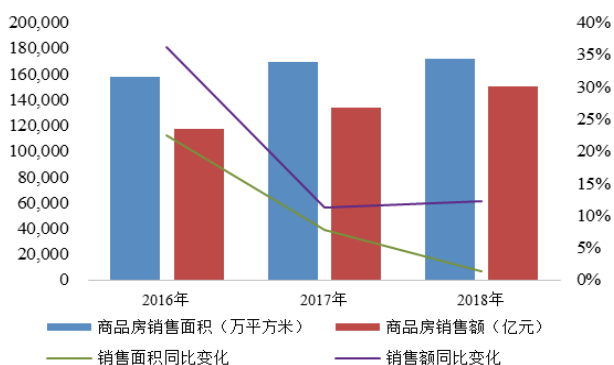
政策层面除短期供需调控外，长效机制的建立也处于加速推进阶段。2018 年 1 月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，建立租购并举的住房制度。3 月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场。随后，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》；银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》。12 月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

在房地产调控政策持续的影响下，2018 年行业销售增速持续下滑，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下降。

根据国家统计局数据显示，2018 年全国商品房销售面积与销售金额分别为 171,654 万平方米和 149,973 亿元，同比分别增长 1.3% 和 12.2%，增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.5 个百分点。其中，2018 年全国住宅销售面积和销售金额分别为 147,929 万平方米和 126,393 亿元，同比分别增长 2.2% 和 14.7%；办公楼销售面积同比下降 8.3%，销售额同比下降 2.6%；商业营业用房销售面积同比下降 6.8%，销售额同比增长 0.7%。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，但增速有所下降。2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年同期下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平

平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点¹。受房地产调控政策持续及“因城施策”影响，2018 年全国住宅价格增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

图 1：2016~2018 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2018 年房企购置土地面积 29,142 万平方米，同比上升 14.25%；土地成交价款 16,102 亿元，同比上涨 18.02%，增速较上年大幅下降 31.43 个百分点，成交均价为 5,525.36 元/平方米，同比增长 3.31%，增速同比下降 25.73 个百分点。分城市能级来看，2018 年一、二线城市土地成交均价同比分别下降 9.18% 和 12.24% 至 7,925.8 元/平方米和 3,189.58 元/平方米；三线城市成交土地均价有所上升但增速放缓，为 1,728.86 元/平方米，同比增长 2.81%，增速同比下降 34.63 个百分点。土地溢价率方面，2018 年土地市场平均溢价程度显著下降，一、二、三线城市溢价率分别为 5.38%、13.60% 和 15.35%，较上年同期分别下降 8.27 个百分点、18.10 个百分点和 15.55 个百分点。总体来看，在融资环境趋紧及销售景气度下降的背景下，房企拿地更为理性，土地成交金额增速及溢价率均有所下降。

房地产企业内外部流动性来源持续收紧，资金平衡能力面临更高挑战。同时，房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。

从内部流动性来源来看，受国内房地产行业政策持续收紧影响，近年来房地产企业签约销售金额增速持续放缓，2018 年房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 79,124 亿元，同比增长 9.0%，增速下降 0.4 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，2018 年以来银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,026 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.7%，增速同比下滑 37.1 个百分点。债券融资方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所严控房企公司债发行条件和审批流程以来，房企交易所市场公司债规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2018 年 TOP100 房企销售金额占全国销售金额比重较上年上升 11.20 个百分点至 66.70%；TOP50 房企销售金额占比较上年上升 9.20 个百分点至 55.10%；TOP10 房企销售金额门槛达到超过 2,000 亿元，占全国销售金额的比重为 26.90%，较上年上升 2.80 个百分点，千亿房企数量亦达到 30 家，行业集中度和销售门槛均不断提升，房企规模分化格局持续加大。在行业增速放缓且面临不确定因素的

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

业务运营

公司是招商局集团下唯一的地产资产整合平台及重要的业务协同平台，公司利用其独特的产业及资源优势，形成特色“前港-中区-后城”综合发展模式。公司主要业务包括社区开发与运营、园区开发与运营和邮轮产业建设与运营三大板块，2018年公司实现营业总收入 882.78 亿元，同比增长 16.25%，上述三大板块分别实现营业收入 786.89 亿元、90.19 亿元和 5.70 亿元，分别同比增长 13.97%、增长 43.23%和减少 4.31%。

2018 年招商蛇口房地产销售额保持快速增长，市场地位及竞争实力进一步提升；同时，公司采取多种方式并行补充土地储备，充裕且布局良好的土地储备对公司业务的持续经营提供有力支撑。

2018 年，在房地产调控政策持续的背景下，受益于公司较好的区域布局和产品竞争力，公司签约销售金额实现大幅增长。公司在近 60 个城市及地区拥有在售项目 214 个，全年实现签约销售面积 827.35 万平方米，同比增加 45.15%；实现签约销售金额 1,705.84 亿元，同比增加 51.26%，签约销售均价为 20,618 元/平方米，同比增长 4.21%。从项目销售的区域分布来看，深圳及华东地区是公司传统的深耕区域，其销售金额占比分别为 19%和 43%。从主要销售城市看，2018 年公司销售金额排名前五的城市分别为深圳（18.83%）、南京（13.15%）、上海²（12.32%）、杭州（10.28%）和武汉（6.31%），并在当地取得了较为领先的市场地位。受益于此，2018 年公司在房地产行业的销售排名进一步上升，行业地位巩固。另 2019 年 1~3 月，公司实现签约销售面积 188.92 万平方米，同比增加 26.92%，实现签约销售金额 378.95 亿元，同比增加 21.04%，签约销售均价为 20,058.76 元/平方米。

² 此处为上海区域，包括上海、嘉兴、南通、宁波等城市。

表 1：2016~2018 年公司项目销售和结算情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2016	2017	2018
签约面积	471.15	570.01	827.35
签约金额	739.34	1,127.79	1,705.84
销售均价	15,692	19,785	20,618
结转面积	428.72	435.71	419.47
结转金额	561.39	688.87	808.15
结算均价	13,095	15,810	19,266

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

表 2：2016~2018 年公司房地产业务区域销售占比

区域	2016	2017	2018
深圳	18%	22%	19%
华南（除深圳）	13%	17%	10%
华北	12%	13%	12%
华东	40%	30%	43%
华中	16%	17%	16%
其他	1%	1%	0.50%
合计	100%	100%	100%

注 1：其他包括香港、新西兰和园区事业部；

2：2016 及 2017 年不含资产处置和股权转让收入。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从结算情况来看，公司 2018 年实现房地产项目结算面积 419.47 万平方米，同比减少 3.73%；结算均价方面，得益于在北京、深圳项目的大额结转，2018 年公司结算均价上升 21.86%至 19,266 元/平方米，受益于此，公司实现结算金额 808.15 亿元，同比增长 17.32%。

项目运营方面，2018 年公司仍保持较快的开发节奏，2018 年新开工面积为 1,081.82 万平方米，同比增长 20.13%，竣工面积 498.74 万平方米，同比增长 9.98%。

表 3：2016~2018 年公司开竣工及在建情况

单位：万平方米

指标	2016	2017	2018
新开工面积	562.00	900.54	1,081.82
竣工面积	583.00	453.49	498.74
期末在建面积	1,275.59	1,571.71	2,273.45

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备方面，2018 年全年公司新增项目 80 个，扩充项目资源 1,357 万平方米，权益面积 738 万平方米。其中招拍挂是公司获取土地最重要的方

式，2018 年公司通过招拍挂新获取 75 个项目，对应计容建筑面积 1,252.42 万平方米，全年拿地金额为 936.2 亿元。公司拿地主要集中在一、二线城市，按拿地金额计算，一线城市占比 11.0%，二线城市占比 61.9%，三四线城市占比 27.0%。2018 年公司新进入福州、南昌、湛江、徐州、温州、宜昌等二、三城市。除招拍挂及合作开发外，公司积极推进兼并收购增加项目储备，2018 年公司分别以 8.72 亿元和 9.07 亿元收购了东风汽车房地产有限公司 80% 的股权以及浙江润和房产集团有限公司 100% 股权及相关债权，进一步提升公司在华中以及华东市场的资源储备。

表 4：2016-2018 年公司土地储备情况

单位：个、万平方米、元/平方米、亿元

指标	2016	2017	2018
当年新拓展项目	27	55	80
当年新增土地储备建筑面积	702	797	1,357
当年新增土地平均成本	12,600	11,072	7,030
当年地价支出金额	885	882	954

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2018 年末，公司在 52 个城市拥有 255 个处于不同开发阶段的项目，项目储备总建筑面积³为 4,217.68 万平方米。从城市能级分布来看，其中一线城市占比 17.45%，二线城市占比 70.10%，三四线城市占比 12.15%，海外占比 0.31%，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深圳、南京、重庆、武汉和广州，占比分别为 8.58%、6.69%、6.35%、5.90% 和 4.34%。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。

随着前海自贸区规划逐渐落地，公司在前海片区资源开发进程有望加快；此外，公司收购招商漳州项目，进一步丰富了公司园区资源储备，公司投资性房地产可出租规模不断扩大，租赁收入稳定上升。

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

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，主要分布在深圳蛇口、前海、光明科技园和青岛网谷等地区。2018 年，公司实现园区开发与运营业务收入 90.19 亿元，同比增长 43.23%，主要因深圳太子商务广场项目结转使园区业务收入同比增幅较大。

园区开发方面，公司在大湾区的核心城市深圳的核心位置——蛇口、太子湾及前海拥有了大量待开发的优质资源。2018 年 12 月，《中国（广东）自由贸易试验区深圳前海蛇口片区及大小南山周边地区综合规划》正式获批，规划范围包括前海蛇口自贸区 28.2 平方公里以及前海蛇口之间的片区共计 37.9 平方公里，公司在前海蛇口自贸区的土地资源亦包含在上述规划范围内。具体来看，蛇口片区是公司最成熟的开发片区，截至 2018 年末，公司在蛇口片区拥有土地使用权面积共计 219.77 万平方米，由于历史原因，其中尚有 164.79 万平米未取得土地使用权权属证书。从开发情况来看，截至 2018 年末，蛇口片区已开发土地面积及正在开发土地面积分别为 187.44 万平方米和 4.15 万平方米，公司尚有 28.18 万平方米土地使用权尚未开发。公司在蛇口片区拥有 175.52 万平方米的建筑物，其中 109.52 万平方米物业已取得正式的房产证书，66 万平方米尚未取得正式权属证书，因权属没有争议，该等物业绝大部分都已用于出租。截至 2018 年末，公司在蛇口可租物业的建筑面积为 159.57 万平方米。

公司在太子湾片区拥有 53.28 万平方米土地使用权，目前太子湾片区规划为总建筑面积约 170 万平方米的集国际邮轮母港、港澳客运码头配套区、滨海特色娱乐休闲区等功能于一体的深圳新“海上门户”。截至 2018 年末，太子湾片区所涉详规规划和法定图则局部调整已通过审批，目前 22.23 万平方米的土地已取得土地权属证书，公司将尽快按照《太子湾片区土地出让合同》的规定办理太子湾片区其他土地的权属证书。

截至 2018 年末，公司在前海片区拥有土地 237.68 万平方米，其中 119.63 万平方米尚未取得土地使用证证书。截至 2018 年末，前海片区已开发

³ 项目储备总建筑面积=规划计容建筑面积-竣工面积

土地 9.41 万平方米，仍有 228.28 万平方米尚未整理开发。在股东招商局集团的推动下，2018 年 12 月 24 日，深圳市规土委、前海管理局与招商局集团及多家持地公司签署了《土地整备协议》，一揽子解决前海用地性质变更和用地确权问题，明确了前海土地整备的具体方案及后续合资合作的实施路径，公司在前海自贸区土地整理开发工作进程有望加快，可为公司补充大量优质且低成本的土地储备。

表 5：截至 2018 年末公司深圳前海蛇口自贸区

土地情况

单位：万平方米

	蛇口片区	太子湾片区	前海片区
已经取得土地使用权证书	54.98	22.23	118.05
尚未取得土地使用权证书	164.79	31.05	119.63
合计	219.77	53.28	237.68
已经开发建设	187.44	6.99	9.41
正在开发建设	4.15	14.54	-
尚未开发建设	28.18	31.75	228.28
合计	219.77	53.28	237.68

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

表 6：截至 2018 年末公司深圳前海蛇口自贸区

已建成物业情况

单位：万平方米

	蛇口片区	太子湾片区	前海片区
已取得红证	100.97	-	11.59
已取得绿证	8.55	-	-
尚未取得权属证书	66.00	13.90	3.67
合计	175.83	13.90	15.26
用于出租	159.57	13.90	10.26
自用或其他用途	15.95	-	5.01
合计	175.52	13.90	15.26

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

此外，跟踪期内，公司与招商局集团及招商局集团（香港）有限公司签订股权转让协议，以 85.53 亿元现金收购招商局漳州开发区有限公司（以下简称“招商漳州”）78% 股权，丰富了公司园区资源储备。招商漳州成立于 1992 年，自成立起即负责漳州开发区的开发建设。招商漳州目前主要负责开发漳州双鱼岛项目，双鱼岛位于厦门湾南岸，作为中国第一例获批的经营性人工岛，漳州双鱼岛项目计

划建成集休闲、娱乐、居住、养生于一体的全国旅游目的地，招商漳州及其控股子公司拥有产权的（包括土地使用权及海域使用权）正在进行一级开发或已经完成一级开发尚待实现收益的土地面积为 11,516 亩，其中已规划住宅用地约 1,229 亩、商业用地约 1,324 亩、工业用地约 1,662 亩、港航物流用地约 3,740 亩和市政配套用地约 3,561 亩，目前已完成填海造地及土地整理，正在进行市政配套建设的收尾工作，仍待全面开发。

房地产出租方面，随着公司在前海、蛇口片区的土地清理及开发，截至 2018 年末公司拥有可出租的土地面积为 202.81 万平米，同比增加 10.20%，实现土地出租收入 1.26 亿元，同比下降 16.56%，主要因土地出租单价有所下降；物业租赁方面，2018 年末公司拥有的投资性物业总可出租面积达 311.74 万平米，同比上升 26.34%，2018 年实现投资性物业出租收入 24.92 亿元，同比增长 9.85%，包含公寓及住宅、别墅、写字楼、厂房、商铺及商业中心等多种业态，整体出租率在 86% 左右，同比上升 3 个百分点。酒店运营方面，2018 年公司酒店运营趋于成熟，公司在深圳、北京等地拥有酒店客房 1,684 套，平均入住率为 80% 左右，实现营业收入 7.50 亿元，同比增加 26.29%。

公司邮轮产业建设与运营收入较为稳定，该业务对营业收入贡献仍较小。此外，公司以蛇口母港商业模式为模板，在沿海城市积极拓展邮轮产业布局。

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。公司已初步完成在深圳、厦门、上海、湛江的邮轮母港布局，公司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。2018 年公司邮轮产业建设与运营实现营业收入 5.70 亿元，同比下降 4.31%，占营业收入比重为 0.65%，对公司营业总收入贡献仍较小。

2018 年蛇口邮轮母港全年靠泊邮轮 89 泊次，同比增加 46%，邮轮客流超 36 万人次，同比增加

93%。2018年码头吞吐量合计372万人次，其中渡轮码头吞吐量336万人次，邮轮码头吞吐量36万人次。公司自有在营高速客轮8艘，租赁经营0艘。

表 7：2016~2018 年邮轮产业主要业务收入明细

单位：万元

业务分类	2016	2017	2018
迅隆船务	24,816.40	24,477.17	27,131.57
蛇口邮轮母港	9,190.83	16,082.83	25,250.97
香港邮轮	-	11,122.61	4,569.37

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

分具体业务来看，2018年迅隆船务实现营业收入2.71亿元，同比上升10.84%，实现净利润0.90亿元，同比上升27.33%。邮轮母港收入主要来源于经营的客运航线的船票分成、多余泊位岸线的对外租赁、船舶供水供电及客运楼内少量物业对外租赁，2018年蛇口邮轮母港实现营业收入2.53亿元，同比上升57.01%，实现净利润0.07亿元，同比下降77.14%，主要系本年支付老码头赔偿款导致净利润下降。2018年香港邮轮实现营业收入0.57亿元，同比下降58.92%，实现净利润0.04亿元，同比上升103.60%。

财务分析

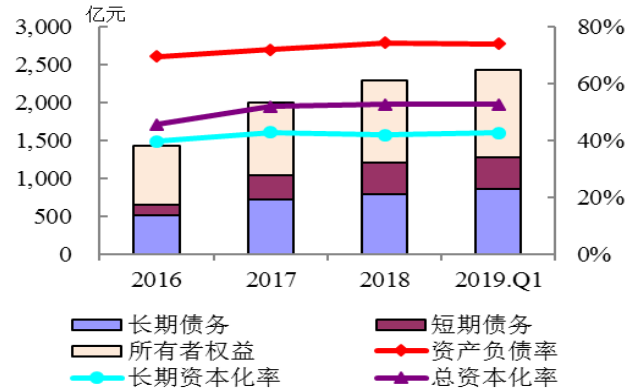
以下分析主要基于公司提供的经信永中和会计事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年~2018年度审计报告和未经审计的2019年一季度报，其中2017年数据为2018年年初重述数。

资本结构

2018年公司业务规模不断扩张，土地储备资源持续增加，公司资产规模呈现较明显增长，2018年末公司资产总额为4,232.21亿元，同比增长24.76%；负债总额为3,143.59亿元，同比增长29.09%。得益于利润累积以及公司发行30亿元的永续债，同期末公司所有者权益为1,088.63亿元，同比增长13.76%。财务杠杆比率方面，2018年末，公司资产负债率和净负债率分别为74.28%和48.72%，分别同比上升2.59个百分点和下降11.22个百分点，杠杆水平处于适中水平。若将永续债调入长期债务，则年末公司资产负债率和净负债率分

别为75.93%和58.94%。另截至2019年3月末，公司资产总额为4,415.99亿元，负债总额3,264.48亿元，所有者权益为1,151.51亿元，同期末公司资产负债率和净负债率分别为73.92%和56.68%。

图 2：2016~2019.Q1 末公司资本结构分析



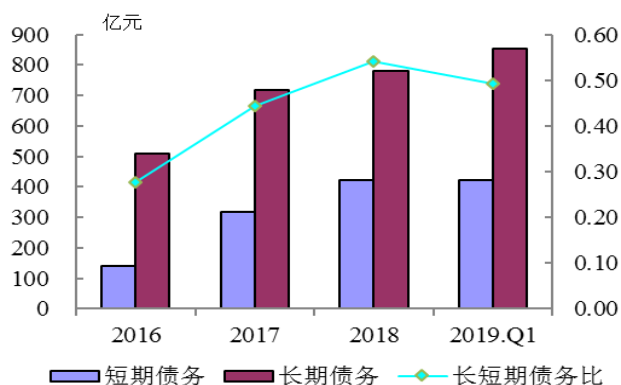
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

负债方面，公司负债主要由其他应付款、应付账款、合同负债、预收款项和有息债务构成。2018年末公司其他应付款余额为690.52亿元，同比增长47.85%，主要因合作公司往来款和关联公司往来款增加所致，2019年3月末公司其他应付款小幅下降至655.60亿元；2018年末公司应付账款余额260.13亿元，同比增加17.44%，主要因应付工程款增加，2019年3月末公司应付账款下降至213.82亿元；此外，由于子公司招商局置地有限公司在香港联合交易所上市，招商置地及其子公司于2018年1月1日起执行新收入准则，该等公司将因转让商品收到的预收款调整至合同负债，2018年公司新增合同负债科目，2018年末及2019年3月末余额分别为148.86亿元和176.47亿元；预收款项方面，2018年末公司预收账款余额为604.63亿元，同比增加26.31%，主要因2018年公司房地产销售情况较好，预收房款随之增加，2019年3月末公司预收账款上升至686.07亿元，较大规模的合同负债和预收款项可为公司未来业绩提供较好支撑。从债务规模来看，2018年公司项目开发及土地储备支出资金需求持续攀升，使得总债务规模呈增长态势，截至2018年末，公司总债务余额1,204.10亿元，同比增加16.45%。债务期限结构方面，由于公司部分债券于2018年到期，导致2018年末公司短期债务规模同比上升33.05%至422.65亿元，公司长短期债务比

为 0.54 倍，同比上升 0.10 倍。另截至 2019 年 3 月末，公司总债务小幅上升至 1,276.30 亿元，长短期债务比为 0.49 倍。

所有者权益构成方面，2018 年公司所有者权益主要由实收资本、资本公积及留存收益构成，其中，实收资本近年来保持稳定，均为 79.04 亿元。2018 年末公司资本公积为 120.49 亿元，同比下降 41.25%，2018 年资本公积大幅下降主要由于公司将收购招商漳州支付的合并对价与享有其所有者权益账面价值的份额之间的差额冲减资本公积，2019 年末公司资本公积增加至 137.75 亿元；2018 年末，公司未分配利润为 447.70 亿元，同比增长 27.07%，2019 年 3 月末公司未分配利润上升至 472.97 亿元，得益于较好的盈利能力，近年来公司留存收益呈不断增长趋势；此外，2018 年末公司其他权益工具为 70 亿元，同比增加 75%，主要为在跟踪期内发行 30 亿元永续债券，另截至 2019 年 3 月末公司其他权益工具仍未 70 亿元。同时，近年来公司少数股东权益保持快速增长，2018 年末少数股东权益为 329.54 亿元，同比增加 34.17%，2019 年 3 月末公司少数股东权益为 372.78 亿元，主要系公司房地产项目引入合作，控股子公司少数股东投入不断增加所致。

图 3：2016~2019.Q1 末公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年公司在业务规模扩大的过程中仍保持了相对稳健的财务结构，但同时我们也关注到，公司债务规模保持增长，加之其拥有较大规模的房地产和园区开发在建项目投资需求，公司面临的资本支出压力或将进一步攀升。

流动性

从流动资产来看，截至 2018 年末公司流动资产为 3,544.36 亿元，同比增长 21.69%，流动资产占总资产比重为 83.75%，同比下降 2.11 个百分点。从流动资产构成来看，公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成，2018 年末分别为 2,108.21 亿元、673.75 亿元和 646.39 亿元，占流动资产的比重分别为 59.48%、19.01% 和 18.24%。

表 8：2016~2019.Q1 末公司流动资产分析

指标	单位：%			
	2016	2017	2018	2019.Q1
流动资产/总资产	84.44	85.86	83.75	83.82
存货/流动资产	56.96	57.56	59.48	60.82
货币资金/流动资产	21.30	15.81	19.01	16.85
(存货+货币资金)/流动资产	78.27	73.36	78.49	77.67

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2018 年公司存货账面价值同比上升 25.76% 至 2,108.21 亿元。公司存货主要由开发成本构成，2018 年末公司开发成本 1,816.51 亿元，同比增加 34.08%，占同期末存货的 86.16%。公司在建和拟建项目大部分位于深圳、武汉、杭州、南京和宁波等核心一、二线城市，较大规模的在建项目给公司未来经营业绩提供保障的同时，也对公司后续的开发资金提出了较高要求。2018 年公司产品去化情况较好，2018 年末公司房地产已完工开发产品占存货总额的比为 10.48%，同比下降 4.39 个百分点，主要位于佛山、天津、重庆、深圳和苏州等一线或环一线城市，整体来看未来现房销售压力不大。但中诚信证评也关注到，公司 2018 年计提存货跌价准备 9.86 亿元，主要系对佛山及福州等项目计提的存货跌价准备。另截至 2019 年 3 月末，公司存货进一步增长至 2,251.35 亿元。

表 9：2016~2018 年末公司存货结构分析

指标	单位：亿元		
	2016	2017	2018
存货	1,230.10	1,676.32	2,108.21
土地开发成本	39.63	71.80	70.16
土地开发成本/存货 (%)	3.22	4.28	3.33
房地产开发成本	989.39	1,354.76	1,816.51
房地产开发成本/存货 (%)	80.43	80.82	86.16
房地产开发产品	200.70	249.27	221.02
房地产开发产品/存货 (%)	16.32	14.87	10.48

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产周转率来看，近年来公司资产周转效率略有下滑。2018 年公司存货周转率和总资产周转率分别为 0.28 次和 0.23 次，分别同比下降 0.05 次和 0.03 次，但整体资产周转效率仍处于合理水平。

表 10：2016~2018 年公司周转率相关指标

	2016	2017	2018
存货周转率（次/年）	0.34	0.33	0.28
总资产周转率（次/年）	0.27	0.26	0.23

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从现金获取能力来看，得益于公司 2018 年销售回款金额大幅增加，使得公司经营活动净现金流由负转正，为 104.78 亿元。货币资金方面，受益于收到项目合作款及销售回款增加，2018 年末公司货币资金为 673.75 亿元，同比增长 46.33%，货币资金/短期债务为 1.59 倍，同比增加 0.14 倍，货币资金对短期债务的保障能力有所增强。2019 年 1~3 月，受项目建设资金需求较大影响，公司经营活动净现金流为-89.65 亿元。

表 11：2016~2018 年末公司部分流动性指标

指标	2016	2017	2018
货币资金（亿元）	460.00	452.78	673.75
经营活动净现金流（亿元）	-127.15	-50.63	104.78
经营性净现金流/短期债务（X）	-0.9	-0.16	0.25
货币资金/短期债务（X）	3.26	1.45	1.59

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总的来看，2018 年公司短期债务规模增长较快。但受益于良好的项目销售回款及经营性现金流表现，公司年末手持货币资金规模仍可对短期债务形成覆盖，且公司存货项目主要位于一、二线城市，整体来看，公司资产流动性较好。

盈利能力

公司营业收入主要来源于园区开发与运营、社区开发与运营、邮轮产业的建设与运营三大核心业务，其中社区的开发与运营仍是其收入和利润的主要来源。2018 年，公司实现营业总收入 882.78 亿元，同比增加 16.25%。分板块来看，社区的开发与运营实现营业收入 786.89 亿元，同比增加 13.97%，园区开发与运营业务受益于深圳太子商务广场项目结转，实现营业收入 90.19 亿元，同比增长 43.23%，邮轮产业的建设与运营实现营业收入 5.70

亿元，同比下降 4.31%。2018 年末公司预收款项及合同负债总额为 753.49 亿元，同比增长 36.66%，较大规模的待结算资源可对公司未来经营业绩提供一定支撑。

毛利率方面，2018 年公司营业毛利率为 39.49%，同比增长 1.70 个百分点，其中园区开发与运营、社区开发与运营和邮轮产业建设与运营业务的毛利率分别为 41.60%、39.28%和 34.91%，分别同比上升 7.10 个百分点、0.90 个百分点 30.79 个百分点，其中社区开发运营板块初始获利空间提升主要得益于当年结算区域多集中在北京、深圳和上海等一线城市；邮轮建设与运营板块毛利水平波动较大。此外，2019 年 1~3 月公司实现营业收入 43.50 亿元，同比减少 53.71%，毛利率为 33.67%，受公司工程节点铺排影响，2019 年一季度公司竣工结转收入较少。

表 12：2016~2018 年公司分板块营业毛利率情况

板块	单位：%		
	2016	2017	2018
社区开发与运营	32.27	38.38	39.28
园区开发与运营	51.69	34.50	41.60
邮轮建设与运营	51.16	4.12	34.91
综合毛利率	34.54	37.79	39.49

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，因融资规模扩大及汇兑影响，公司 2018 年财务费用大幅上升 180.66%至 24.48 亿元，主要系融资规模扩大，借款费用化利息支出增加 11.07 亿元及公司持有外币借款，由于人民币贬值产生汇兑损失 5.36 亿元。同年公司销售费用和管理费用分别为 15.54 亿元和 15.27 亿元，分别同比增加 4.50%和 13.59%。综上，2018 年公司期间费用合计 55.29 亿元，同比增长 49.28%，公司三费收入占比为 6.26%，同比增长 1.39 个百分点，公司整体期间费用控制能力仍较强。另 2019 年 1~3 月公司三费合计 7.99 亿元，受 2019 年一季度结转收入较少影响，三费收入占比为 18.38%。

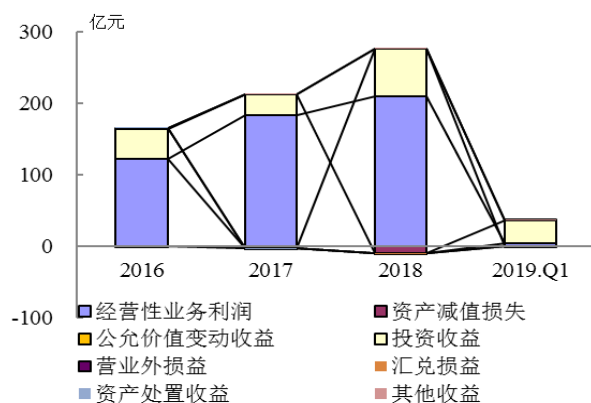
表 13: 2016~2019.Q1 公司三费分析

单位: 亿元、%				
项目	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	11.75	14.87	15.54	1.89
管理费用	10.70	13.45	15.27	3.48
财务费用	14.17	8.72	24.48	2.62
三费合计	36.62	37.04	55.29	7.99
营业总收入	635.74	759.38	882.78	43.50
三费收入占比	5.76	4.88	6.26	18.38

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 2018 年公司利润总额为 266.01 亿元, 同比增加 27.27%。其中, 公司经营性业务利润为 210.10 亿元, 同比增加 14.66%; 2018 年公司资产减值损失合计 9.86 亿元, 主要因公司计提存货跌价损失 9.86 亿元, 主要为佛山及福州等开发产品的存货跌价准备; 同期, 公司实现投资收益为 65.48 亿元, 同比增加 125.00%, 主要因京沪三项资产相关股权转让确认收益 35.09 亿元以及根据权益法核算确认的投资收益 16.97 亿元。扣除所得税费用后, 2018 年公司获得净利润 194.61 亿元, 同比增加 26.03%, 所有者权益收益率为 17.88%, 同比上升 1.74 个百分点, 公司盈利能力进一步增强。此外, 2019 年 1~3 月, 公司利润总额为 36.30 亿元, 其中经营性业务利润 3.31 亿元, 投资收益 32.73 亿元, 投资收益主要为深圳市乐艺置业有限公司、商启增资扩股转让 51% 股权产生的投资收益, 同期公司实现净利润 26.66 亿元。

图 4: 2016~2019.Q1 公司利润总额构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 受社区及园区开发与运营业务的持续推进, 2018 年公司业务收入快速上升, 且初始获利空间增强, 利润总额及净利润持续扩大, 整体盈

利能力表现良好。

偿债能力

2018 年末公司总债务规模为 1,008.2 亿元, 同比增加 13.76%, 长短期债务比为 0.54 倍, 因业务发展导致融资规模扩大且公司部分债券于 2018 年到期, 导致 2018 年末公司短期债务规模同比上升 33.05% 至 422.65 亿元。

获现能力方面, 2018 年公司 EBITDA 为 313.31 亿元, 同比增加 28.55%, 公司经营获现能力持续增强。同期, 公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障系数分别为 3.84 倍和 3.88 倍, 分别同比下降 0.40 倍和下降 0.95 倍, 公司 EBITDA 对债务本息的保障程度仍处于较强水平。跟踪期内, 得益于公司销售回款金额大幅增加, 使得公司经营活动现金流由负转正, 当年公司经营活动净现金流为 104.78 亿元, 经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 0.09 倍和 1.30 倍, 经营活动净现金流对债务利息保障程度有所提升。

表 14: 2016~2019.Q1 公司偿债能力指标

财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
总债务 (亿元)	651.27	1,033.98	1,204.10	1,276.30
经营活动净现金流 (亿元)	-127.15	-50.63	104.78	-89.65
EBITDA (亿元)	189.80	243.73	313.31	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.20	-0.05	0.09	-0.28
经营活动净现金流/利息支出 (X)	-3.60	-1.00	1.30	-
总债务/EBITDA (X)	3.43	4.24	3.84	-
EBITDA 利息倍数 (X)	5.38	4.83	3.88	-
资产负债率 (%)	69.52	71.79	74.28	73.92
净负债率 (%)	24.54	59.93	48.72	56.68

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

对外担保方面, 截至 2018 年末, 公司及控股子公司的对外担保总额⁴为 31.95 亿元, 担保对象为深圳招商华侨城投资有限公司、北京招合房地产开发有限公司、浙江省农都农产品有限公司和中民国际投资发展(深圳)有限公司, 担保金额分别为 10.50 亿元、10.00 亿元、5.78 亿元和 5.68 亿元。

受限资产方面, 截至 2018 年末, 公司受限货币资金、存货、投资性房地产和固定资产分别为

⁴ 不包括子公司为客户提供的销售按揭担保。

100.47 亿元、334.24 亿元、27.90 亿元和 5.77 亿元，公司受限资产账面价值合计 468.37 亿元，占当期末总资产的 11.07%，主要为项目合作款、保证金和因抵押贷款而受限的资产。

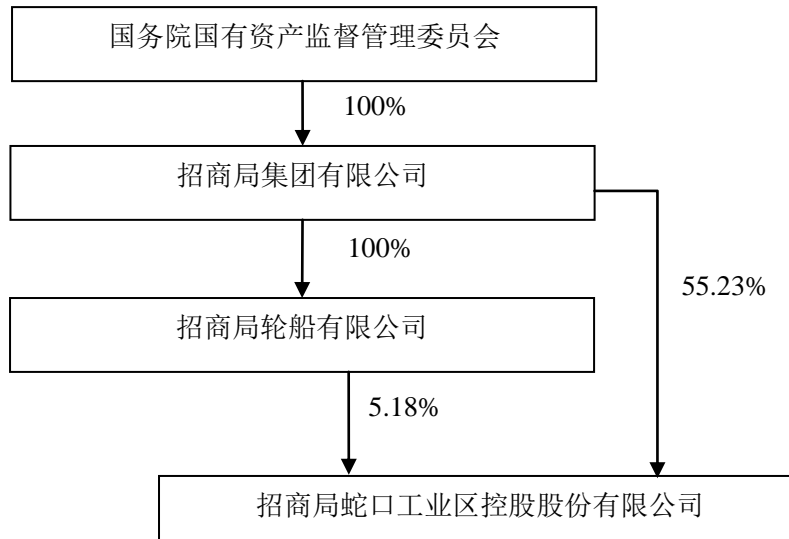
从融资渠道方面来看，公司大力拓展直接融资渠道，积极补充大额低成本资金，截至 2018 年末，公司获得银行授信额度 1,599.93 亿元，未使用额度 770.67 亿元。此外，公司通过发行中期票据、公司债券、超短期融资券等多种方式募集资金，2018 年综合资金成本为 4.85%，公司融资渠道丰富且具有一定资金成本优势。

总体而言，公司在跟踪期内积极扩充土地储备并保持在建项目持续推进，公司未来或面临一定的资本支出压力。但考虑到公司持续有力的股东支持、充足且优质的项目储备、较大规模的待结算资源、不断增强的盈利能力以及多样的融资渠道，公司整体具备极强的偿债能力。

结 论

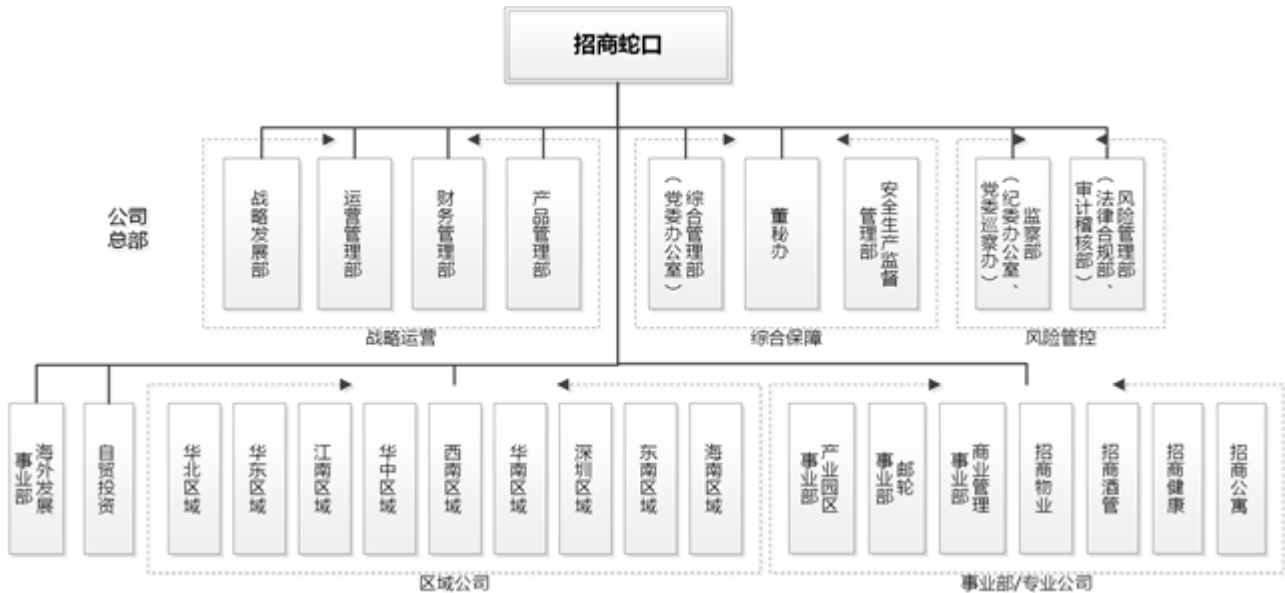
综上，中诚信证评维持招商局蛇口工业区控股股份有限公司主体信用等级**AAA**，评级展望稳定；维持“招商局蛇口工业区控股股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”、“招商局蛇口工业区控股股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”、“招商局蛇口工业区控股股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”信用等级**AAA**。

附一：招商局蛇口工业区控股股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：招商局蛇口工业区控股股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：招商局蛇口工业区控股股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	4,600,003.80	4,604,219.94	6,737,507.04	6,236,183.57
应收账款净额	23,143.17	33,934.81	120,355.19	126,766.36
存货净额	12,300,965.89	16,763,231.31	21,082,096.35	22,513,502.69
流动资产	21,594,328.69	29,125,042.01	35,443,586.85	37,016,948.57
长期投资	295,184.98	928,532.39	1,776,104.15	2,082,854.86
固定资产合计	2,840,897.05	3,116,772.44	4,413,287.50	4,326,903.93
总资产	25,572,662.27	33,921,766.56	42,322,144.69	44,159,949.34
短期债务	1,410,465.11	3,176,626.40	4,226,473.02	4,212,571.73
长期债务	5,102,215.47	7,163,153.15	7,814,557.83	8,550,467.40
总债务（短期债务+长期债务）	6,512,680.59	10,339,779.55	12,041,030.85	12,763,039.13
总负债	17,777,466.83	24,352,043.04	31,435,876.58	32,644,813.59
所有者权益（含少数股东权益）	7,795,195.45	9,569,723.51	10,886,268.11	11,515,135.74
营业总收入	6,357,375.61	7,593,793.88	8,827,785.47	435,045.67
三费前利润	1,578,530.35	2,202,709.63	2,653,890.57	113,052.28
投资收益	421,425.95	291,001.75	654,767.21	327,301.76
净利润	1,216,123.52	1,544,083.67	1,946,078.06	266,594.35
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,898,040.26	2,437,323.88	3,133,136.74	-
经营活动产生现金净流量	-1,271,473.51	-506,261.62	1,047,813.76	-896,536.48
投资活动产生现金净流量	548,272.73	-3,159,690.30	295,523.40	-175,057.65
筹资活动产生现金净流量	1,175,572.46	3,286,328.84	85,094.70	571,936.78
现金及现金等价物净增加额	495,217.54	-409,467.23	1,448,438.89	-501,165.05
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	34.54	37.79	39.49	33.67
所有者权益收益率（%）	15.60	16.14	17.88	9.26
EBITDA/营业总收入（%）	29.86	32.10	35.49	-
速动比率（X）	0.74	0.73	0.62	0.62
经营活动净现金/总债务（X）	-0.20	-0.05	0.09	-0.28
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.90	-0.16	0.25	-0.85
经营活动净现金/利息支出（X）	-3.60	-1.00	1.30	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.38	4.83	3.88	-
总债务/EBITDA（X）	3.43	4.24	3.84	-
资产负债率（%）	69.52	71.79	74.28	73.92
总债务/总资本（%）	45.52	51.93	52.52	52.57
长期资本化比率（%）	39.56	42.81	41.79	42.61
净负债率（%）	24.54	59.93	48.72	56.68

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、2016 年长期应付款中的待回购资产融资款调整至长期债务，2018 年其他流动负债中短期融资券调整至短期债务；

3、2016 年、2017 年数据为 2017 年初、2018 年初重述数；

4、2019 年一季度所有者权益收益率数据经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{经营性业务利润} = \text{三费前利润} - \text{三费合计}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{营业总收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{净利润} / \text{所有者权益}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，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，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。