



信用等级通知书

信评委函字[2019]G307-F5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拟发行的“招商局蛇口工业区控股股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年七月五日

招商局蛇口工业区控股股份有限公司

2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

| | |
|-------------|---|
| 债券级别 | AAA |
| 主体级别 | AAA |
| 评级展望 | 稳定 |
| 发行主体 | 招商局蛇口工业区控股股份有限公司 |
| 发行规模 | 本次债券的发行总规模不超过150亿元，采用分期发行方式，本期债券品种一基础发行规模为2.5亿元，品种二基础发行规模为2.5亿元，合计基础发行规模为5亿元，可超额配售合计不超过16亿元（含16亿元）。 |
| 债券期限 | 本期债券期限不超过五年（含五年），分为两个品种，品种一为5年期固定利率品种，品种二为3年期固定利率品种。两个品种间可以进行相互回拨，回拨比例不受限制。 |
| 债券利率 | 本期债券采用固定利率形式，票面利率将根据网下询价簿记结果，由发行人与主承销商按照市场情况确定。 |
| 偿还方式 | 本期债券采用单利按年付息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。 |

概况数据

| 招商局蛇口 | 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 | 9.26 |
| 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，将2016年长期应付款中的待回购资产融资款调整至长期债务；

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经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“招商局蛇口工业区控股股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”的信用等级为AAA。该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定发行主体招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“招商局蛇口”或“公司”）主体信用等级为AAA，评级展望稳定。该级别反映了招商局蛇口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。中诚信证评肯定了公司控股股东实力雄厚且能够对公司提供有力支持，公司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，以及资本结构稳健且融资渠道畅通等正面因素为公司未来的发展提供的保障。同时，中诚信证评也关注到房地产调控政策持续且行业竞争加剧，以及公司债务规模持续增长，资本支出压力攀升等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

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，形成了交通、金融及地产三大核心板块，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。

分析师

蒋 旻 tjiang@ccxr.com.cn



李 蕊 rli@ccxr.com.cn



Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年7月5日



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，且具有融资成本优势。

关 注

- 房地产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对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，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，公司面临的资本支出压力或将进一步增加。

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。

概 况

发债主体概况

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，注册资本增加至人民币3亿元，招商局集团持股95%，招商局轮船持股5%。2002年8月，增加注册资本至人民币22.36亿元。2015年6月，招商局蛇口工业区有限公司整体改制为股份公司，并更名为“招商局蛇口工业区控股股份有限公司”，其中招商局集团持有95%的股权，招商局轮船持有余下5%股权。2015年12月30日，招商蛇口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。截至2019年3月末，招商局集团直接持有公司58.23%股权、招商局轮船持有公司5.18%股权。由于招商局集团系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，公司的实际控制人为国务院国资委。

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。公司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，且在华东及华南区域形成较强的区域竞争优势。

截至2018年12月31日，公司总资产4,232.21亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,088.63亿元，资产负债率74.28%；2018年公司实现营业收入882.78亿元，净利润194.61亿元，经营活动现金流量净额104.78亿元。

截至2019年3月31日，公司总资产4,415.99亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,151.51亿元，资产负债率73.92%；2019年1~3月公司实现营业收入43.50亿元，净利润26.66亿元，经营活动现金流量净额-89.65亿元。

本期债券概况

表 1：本期公司债券概况

| 债券概况 | |
|--------|---|
| 债券名称 | 招商局蛇口工业区控股股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期） |
| 发行总额 | 本次债券的发行总规模不超过150亿元，采用分期发行方式，本期债券品种一基础发行规模为2.5亿元，品种二基础发行规模为2.5亿元，合计基础发行规模为5亿元，可超额配售合计不超过16亿元（含16亿元）。 |
| 债券期限 | 本期债券期限不超过五年（含五年），分为两个品种，品种一为5年期固定利率品种（以下简称“品种一”），品种二为3年期固定利率品种（以下简称“品种二”）。两个品种间可以进行相互回拨，回拨比例不受限制。 |
| 债券利率 | 本期债券采用固定利率形式，票面利率将根据网下询价簿记结果，由发行人与主承销商按照市场情况确定。 |
| 偿还方式 | 本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。 |
| 募集资金用途 | 本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还存量债务。 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

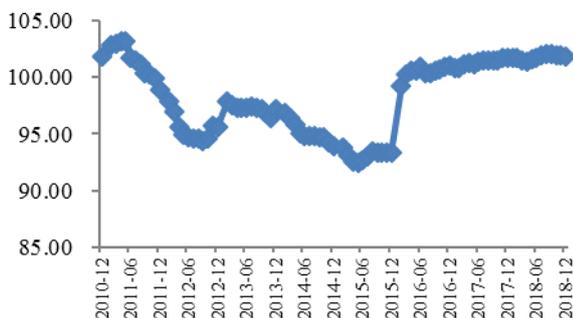
行业分析

房地产行业概况

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来，中国房地产行业得到快速发展，国房景气指数持续提升，并于2007年11月达到历史顶点106.59点。此后，受2008年次贷危机和紧缩货币政策影响，国内房价出现十年来的首次下跌；2009年随着国家信贷宽松政策出台，商品房销售情况有所好转；2010年以来，为抑制房价过快上涨，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；2012年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升；2014年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑，国房景气指数亦随之下降；进入2015年，随着一系列宽松的行业政策出台，国房景气指数自2015年6月开始有所回升并于下半年企稳，上升态势延续至2016年上半年。2016年10月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期有所

上升。2017 年以来国房景气指数持续上行，于 2017 年 12 月达到 101.72 点，但 3 月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响，景气指数上升增速出现明显回落。进入 2018 年，各线城市调控政策持续高压，1~4 月国房景气度持续回落，但得益于 4 月份央行定向降准改善外部资金流动性，5~9 月期间国房景气度有所回升，9 月份上涨至 102.01 点。9~12 月，国房景气指数小幅回落，12 月为 101.85 点，比 9 月份下降 0.16 点。

图 1：2011~2018 年国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图 2：2010~2018 年全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，受益于宽松的行业政策，2016 年房地产行业全面回暖，良好的销售情况提振了房企信心，当年房地产投资增速有所提升，全年累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上涨 5.89 个百分点。自 2016 年 10 月以来，各地房地产市场调控政策持续收紧，但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平，2017 年全国累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，全年整体增速与上年基本持平。2018 年以来，各线城市调控政策未出现明显放

松，加之外部融资环境持续收紧，房企为尽快回笼资金，加快房地产开发建设节奏，2018 年全国房地产开发投资较上年同期增长 9.53% 至 120,264 亿元，增速较上年同期上升 2.49 个百分点。

房地产开发投资资金的到位情况方面，2016~2018 年房地产开发企业到位资金分别为 144,214 亿元、156,053 亿元和 165,963 亿元，年均复合增长率 7.3%；同期增速分别为 15.2%、8.2% 和 6.4%。从资金来源来看，房企资金来源中自筹资金规模呈上升趋势，分别为 49,133 亿元、50,872 亿元和 55,831 亿元，占比分别为 34.1%、32.6% 和 33.6%；定金及预收款规模及其占比呈快速上升态势，2016~2018 年房企资金来源中定金及预收款规模为 41,952 亿元、48,694 亿元和 55,418 亿元，占比从 2016 年的 29.1% 上升至 2018 年的 33.4%；同期国内贷款分别为 21,512 亿元、25,242 亿元和 24,005 亿元，个人按揭贷款分别为 24,403 亿元、23,906 亿元和 23,706 亿元，受外部资金环境紧缩影响，2018 年国内贷款和个人按揭贷款同比分别下降 4.9% 和 0.8%。在去杠杆的环境下，房企资金压力上升，开发投资资金对其内部流动性资金的依赖性提高。

表 2：2016~2018 年房地产开发投资资金来源

| 单位：亿元、% | | | |
|---------------|---------|---------|---------|
| 指标 | 2016 | 2017 | 2018 |
| 资金来源合计 | 144,214 | 156,053 | 165,963 |
| 同比增长 | 15.2 | 8.2 | 6.4 |
| 其中： | | | |
| 自筹资金 | 49,133 | 50,872 | 55,831 |
| 占比 | 34.1 | 32.6 | 33.6 |
| 同比增长 | 0.2 | 3.5 | 9.7 |
| 国内贷款 | 21,512 | 25,242 | 24,005 |
| 占比 | 14.9 | 16.2 | 14.5 |
| 同比增长 | 6.4 | 17.3 | -4.9 |
| 利用外资 | 140 | 168 | 108 |
| 占比 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 同比增长 | -52.6 | 19.8 | -35.8 |
| 定金及预收款 | 41,952 | 48,694 | 55,418 |
| 占比 | 29.1 | 31.2 | 33.4 |
| 同比增长 | 29.0 | 16.1 | 13.8 |
| 个人按揭贷款 | 24,403 | 23,906 | 23,706 |
| 占比 | 16.9 | 15.3 | 14.3 |
| 同比增长 | 46.5 | -2.0 | -0.8 |

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，近年房地产新开工面积呈现稳步增长态势。具体来看，2016年，在一、二线重点城市房地产市场景气度明显提升的带动下，房企纷纷加快开发节奏以及及时补充可售货源，全国房地产当年累计新开工面积166,928万平方米，同比上升8.1%。2017年，随着房地产政策的持续收紧，当期房地产开发企业房屋新开工面积为178,654万平方米，增速较上年回落1.1个百分点至7.0%，同期全国商品房新开工面积与销售面积差额（差额=新开工面积-销售面积）为9,246万平方米，同比下降3.5%，商品房库存去化压力下降。在外部融资环境持续收紧的背景下，基于对内部流动性资金的需求，房企加快了项目新开工进度，2018年商品房新开工面积完成209,342万平方米，同比增长17.2%，增速比2017年提高10.2个百分点。从新开工面积与销售面积的差额来看，2018年，全国商品房新开工面积与销售面积差额较上年同期大幅增长307.6%至37,688万平方米。

图3：2010~2018年商品房新开工与销售面积差额

单位：万平方米

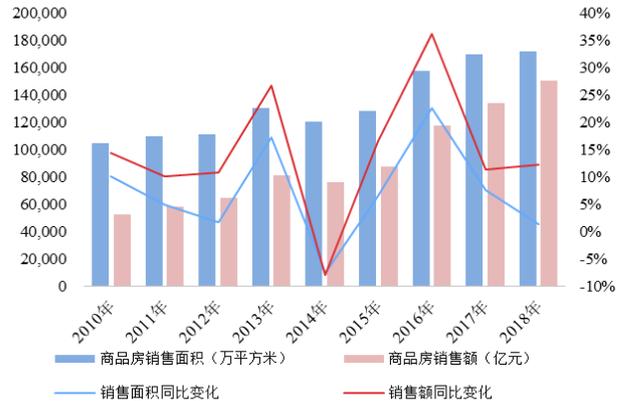


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从销售情况看，2016年，在宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，当年全国商品房销售面积与销售额分别为157,349万平方米和117,627亿元，分别同比增长22.5%和34.8%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长22.4%和36.1%。2017年，全国商品房销售面积和销售额分别为169,408万平方米和133,701亿元，分别同比增长7.7%和13.7%。2018年，全国商品房销售面积和销售额分别为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1.47个百分点，受房地产调控

政策持续的影响，房地产销售增速放缓明显。其中，2018年住宅销售面积同比增长2.2%，销售额同比增长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%。

图4：2010~2018年商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

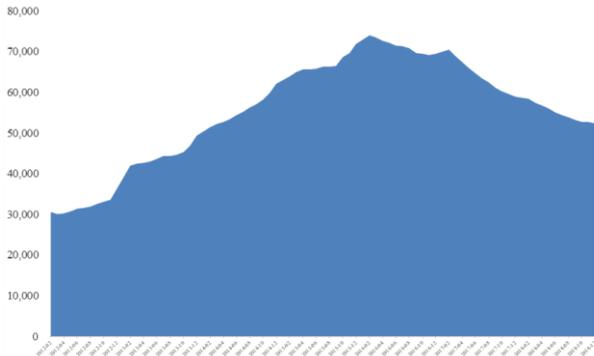
从不同区域的销售情况来看，东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域。2018年，东部地区商品房销售额79,258亿元，同比增长6.5%；中部地区商品房销售额33,848亿元，同比增长18.1%；西部地区商品房销售额31,127亿元，同比增长23.4%；东北地区商品房销售额5,740亿元，同比增长7.0%。2018年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售增速高于东部地区。从价格来看，2018年1~12月全国100个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，2018年12月全国100个城市住宅成交均价达14,678元/平方米，较上年增长5.1%，增速较上年下降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2016年10月以来房地产政策的持续收紧及政策区域分化加

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。

重影响，近年来全国住宅房价增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

图 5：2012~2018 年全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

商品房库存方面，2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品房库存出现近年来首次下降；截至 2016 年末，全国商品房待售面积 69,539 万平方米，环比增加 444 万平方米，但较上年末减少 2,314 万平方米。2017 年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品房库存持续下降，截至 2017 年末，全国商品房待售面积 58,923 万平方米，环比减少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。2018 年以来全国商品房待售面积进一步下降，截至 2018 年末为 52,414 万平方米，较上年末减少 6,510 万平方米。从去化周期来看，以 2018 年 1~12 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期较 2017 年进一步缩短至 3.7 个月；但考虑到 2018 年全国商品房新开工面积有所增长，未来商品房新增供应将有所增加。

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，2016~2018 年我国房地产业开发企业购置土地面积分别为 22,025 万平方米、25,508 万平方米和 29,142 万平方米，同比增速分别为-3.45%、15.81%和 14.25%；同期土地成交价款分别为 9,129 亿元、13,643 亿元和 16,102 亿元，增速分别为 19.77%、49.45%和 18.02%，2018 年增速较上年大幅下降 31.43 个百分点。土地购置成本增速亦有回调，2016~2018 年房地产企业土地购置成本分别为 4,144.84 元/平方米、5,348.52 元/平方米和 5,525.36 元/平方米，同比分别增长

24.05%、29.04%和 3.31%，2018 年增速较上年大幅下降 25.73 个百分点，表明在融资环境紧缩及销售景气度下降的背景下，房企拿地回归理性。

从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交均价的涨幅在 2013 年达到顶点后逐步呈现下降态势，而土地成交均价则持续增长至 2016 年到达顶点，2017 年以来一线城市土地成交均价持续回落，2018 年一线城市土地成交均价及溢价率分别为 7,925.80 元/平方米和 5.38%。二线城市土地成交均价于 2013~2015 年间小幅波动增长，而 2016 年二线城市土地成交均价大幅增长 73.67%至 3,221.65 元/平方米，平均溢价率同比上升 35.57 个百分点至 56.08%，2017 年以来土地市场热度持续减弱，2018 年二线城市土地成交均价为 3,189.58 元/平方米，同比下降 12.24%，溢价率回落至 13.60%。三线城市成交土地均价于 2016 年以来维持高位增长，2016 年和 2017 年土地均价涨幅分别达 33.05%和 37.44%，平均溢价率分别为 30.58%和 30.90%，而 2018 年以来亦出现回落，三线城市土地成交均价为 1,728.86 元/平方米，涨幅下滑至 2.81%，平均溢价率则下降至 15.35%，房企拿地更趋审慎。

图 6：2010~2018 年各能级城市土地成交情况

单位：元/平方米



资料来源：WIND 数据，中诚信证评整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大，受国内房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响，房地产住宅市场销售增速有所放缓，不同能级城市分化明显，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滑。

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产市场景气度下行，房价有所下降，随着国家陆续出台救市政策，房价止跌并快速回升。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个大幅增加近 50 个。2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台“央五条”、定向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。2015 年以来，“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导。2016 年上半年整体房地产政策较为宽松，进入下半年房地产政策开始收紧。2016 年 8 月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，9 月杭州、南京、天津亦重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌等 21 个城市相继出台了限购限贷政策。

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在国家因城施策、分类调控的背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涞水县、河北省张家口市崇礼区、河北省保定市主城区、河北省廊坊市等；同时

环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至 2017 年末，共有 46 城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。

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，并下沉至阜南、景洪等县级城市，全国约有 50 余城市根据当地市场情况从多维度新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化调控。2018 年 6 月，北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击。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，长效机制也处于加速推进阶段。2017 年 7 月，住房城乡建设部、国家发展改革委等九部门在《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，并选取了广州、深圳等 12 个城市作为住房租赁首批试点。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、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。同年 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，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。同年 4 月，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》，支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。同年5月银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》明确表明支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道。同年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。

总体来看，2018年以来房地产调控政策延续“房住不炒”的主基调，各线城市继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的房地产制度，短期调控和长效机制的衔接更为紧密。

表 3：2018 年以来房地产行业主要相关政策一览

| 时间 | 发文部门 | 主要内容 |
|---------|-------------------------------------|--|
| 2018.01 | 国土资源部和住房城乡建设部办公厅 | 同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，坚持按照区域协调发展和乡村振兴的要求，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。 |
| 2018.03 | 中国人民银行、银保监会 | 要努力抑制居民杠杆率，重点控制居民杠杆率的过快增长，严控个人贷款违规流入股市和房市，继续遏制房地产泡沫化，严肃查处各类违规房地产融资行为。 |
| 2018.03 | 十三届全国人大一次会议 2018 年《政府工作报告》 | 更好解决群众住房问题，进一步强调“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。 |
| 2018.04 | 中国证监会和住房城乡建设部《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》 | 支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。 |
| 2018.05 | 银保监会《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》 | 支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道，有利于发挥保险资金长期、稳定的优势，助推国家房地产调控长效机制的建设，加快房地产市场供给侧结构性改革。 |
| 2018.06 | 北京、上海等 30 个城市 | 北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击，表明了政府坚决整治市场秩序，遏制房价上涨的决心。市场监管的方向和重心也从过去的控需求、管供给转向整秩序、治乱象。 |
| 2018.07 | 住房城乡建设部 | 公布 20 家违法违规房企及中介黑名单，直指哄抬房价、“黑中介”、捂盘惜售、虚假宣传等房地产市场乱象。 |
| 2018.07 | 中央政治局会议 | 坚决遏制房价上涨。下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。 |
| 2018.08 | 住房城乡建设部座谈会 | 要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任，明确提出两点要求：其一，加快制定住房发展规划，调整住房和用地供应结构，大力发展住房租赁市场等。其二，坚决遏制投机炒房，并引入问责机制，对工作不力、市场波动大、未能实现调控目标的城市坚决问责。 |
| 2018.12 | 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。 |

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

在延续“房住不炒”为主基调的房地产调控政策影响下，房地产企业内外部流动性来源持续收紧，加之房企信用债到期高峰的来临，其资金平衡能力面临更高挑战。

从内部流动性来源来看，2016年，在相对宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，房地产企业签约销售金额增长明显，为其带来了较

为充足的内部流动性来源。2016~2018年，全国商品房销售金额为 117,627.05 亿元、133,701.31 亿元和 149,973.00 亿元，同比增速为 34.77%、13.67% 和 12.17%，增速呈逐年放缓趋势；同期住宅销售金额为 99,064.17 亿元、110,239.51 亿元和 126,393.00 亿元，同比增速为 36.13%、11.28% 和 14.65%。另外从开发资金到位情况来看，2016年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷

款金额占比由上年的 39.28% 上升为 46.01%，金额为 66,355.08 亿元，同比增长 34.92%，较上年同期增速上升 22.89 个百分点。但受 2017 年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017 年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，增速同比下降 25.51 个百分点；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 8.99%，增速同比下降 0.43 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，目前房地产企业外部流动性来源主要来自于银行贷款、非银行金融机构贷款、债券等债权融资所产生的现金流。2018 年以来，《银行金融机构联合授信管理办法（试行）》、《商业银行委托贷款管理办法》等系列政策出台，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。2016 年和 2017 年房地产开发资金来源于银行贷款资金分别为 18,158 亿元和 20,485 亿元，分别同比上升 4.3% 和 12.80%；来源于非银行金融机构贷款金额分别为 3,354 亿元和 4,756 亿元，同比分别增长 19.84% 和 41.81%。而受融资环境趋紧影响，2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,025.96 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 4.67%，增速大幅下滑。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、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。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。

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。

房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，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，房企规模分化格局持续加大。2018 年 TOP100 房企销售金额占全国销售额比重较上年上升 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%；TOP20 房企销售额占比达到 37.50%，较上年提升 5.00 个百分点；TOP10 房企销售金额门槛超过 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。在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，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。

表 4：2016~2018 年国内房企销售额集中度

| | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------|--------|--------|--------|
| TOP3 | 8.88% | 12.00% | 12.60% |
| TOP10 | 18.35% | 24.10% | 26.90% |
| TOP20 | 24.73% | 32.50% | 37.50% |
| TOP50 | 34.59% | 45.90% | 55.10% |
| TOP100 | 43.92% | 55.50% | 66.70% |

资料来源：克而瑞信息集团，中诚信证评整理

竞争实力

招商局集团实力雄厚且其实体和金融跨界资源整合能力可为公司提供强有力的支持

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，成长为集交通运输及相关基础设施建设、金融投资与管理、房地产开发与经营三大业务板块为一体的大型集团企业，

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2018年末，招商局集团总资产13,979.98亿元，所有者权益合计5,695.62亿元，资产负债率59.26%。2018年，招商局集团实现营业总收入3,037.84亿元，净利润486.81亿元。

房地产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。首先，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；其次，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。

丰富的社区和园区综合开发运营经验以及土地储备优势

经过三十多年建设运营深圳蛇口，招商蛇口已经具备了各项资源的综合整合能力，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。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。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。目前公司社区住宅已经布局国内、香港及新西兰等近60个城市及地区，累计开发超过200个项目；而园区运营方面，公司已成功开发运营了蛇口片区，并以蛇口模式向外复制扩张，在实现经济效益的同时，也为当地城市发展带来了较大的社会效益。

作为全国性的房地产行业的龙头企业之一，公司从深圳蛇口起家，近年来本着“以销定投”的原则，积极进行全国业务布局，在华南、华东、华北及华中等区域重点城市均实现战略布局。与此同时，在全国房地产城市能级分化的市场环境下，公司通过联合拿地、共同开发、收并购等模式，积极向一、二线城市核心区域布局，持续优化公司的土地储备

结构。此外，公司在深圳蛇口、前海、太子湾等地拥有大量低成本的土地，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，优质且充足的土地资源可为公司未来运营提供强有力的支撑作用。

稳健的资本结构和较低的融资成本，以及顺畅的融资渠道

得益于公司秉持的稳健的发展策略，近年来其杠杆比率始终维持在较低水平。2016~2018年末及2019年3月末，公司资产负债率分别为69.52%、71.79%、74.28%和73.92%；同期末，净负债率分别为24.54%、59.93%、48.72%和56.68%。同时，公司近年来手持货币较为充裕，经营活动净现金流持续改善，能够为债务本息的偿还提供良好保障。2016~2018年末和2019年3月末，公司货币资金/短期债务分别为3.26倍、1.45倍、1.59倍和1.48倍。

2015年公司吸收合并招商地产并实现上市后，现已形成包括作为上市公司的权益融资、境内项目贷款、境外银团贷款、多币种债券融资等丰富且畅通的融资渠道，有利于为公司业务发展提供长期、低成本的资金支持。2016~2018年公司综合资金成本分别为4.50%、4.80%和4.85%，在行业内属于良好水平。

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。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。此外，公司邮轮产业建设与运营主要为邮轮运营、邮轮母港的建设与运营，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。

从收入构成来看，社区开发与运营业务始终是公司收入的主要来源，2016~2018年公司社区开发与运营收入占当期收入总额的比重分别为88.31%、

90.92%和 89.14%；同期，园区开发与运营和邮轮产业建设业务收入也对公司的收入形成了一定的补充，2016~2018 年分别为 70.94 亿元、61.97 亿元和

90.19 亿元，占当期收入总额比重分别为 11.16%、8.29%和 10.22%。

表 5：2016~2018 年公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

| 项目 | 2016 | | 2017 | | 2018 | |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 社区开发与运营 | 561.40 | 88.31 | 690.46 | 90.92 | 786.89 | 89.14 |
| 园区开发与运营 | 70.94 | 11.16 | 61.97 | 8.29 | 90.19 | 10.22 |
| 邮轮产业建设 | 3.40 | 0.53 | 5.95 | 0.78 | 5.70 | 0.65 |
| 合计 | 635.74 | 100.00 | 754.55 | 100.00 | 882.78 | 100.00 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

社区开发与运营业务

公司社区开发与运营业务目前已布局国内外近 60 个城市及地区，开发项目逾 200 个，系公司收入贡献最大的业务板块。公司的城市布局主要在沿海经济发达城市和中西部高铁沿线城市集群，深耕发展准一线及二线城市，机会参与三、四线城市，并积极尝试海外业务。产品定位方面，公司定位于做“中国领先的城市和园区综合开发运营服务商”，致力于高品质商品房的开发、销售和运营，奉行多元化经营模式，以住宅地产为主、商业地产为辅，拓展产业地产、文化地产、养老地产、旅游健康养生地产等创新型业务，建立完整的标准化全系列产品体系，实现全产品线复制。

表 6：2016~2018 年公司房地产开发业务发展情况

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 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目销售方面，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。2016~2018 年公司签约销售面积分别为 471.15 万平方米、570.01 万平方米和 827.35 万平方米，同期公司签约金额分别为 739.34 亿元、1,127.79 亿元和 1,705.84 亿元。签约销售均价方面，2016~2018 年分别为 15,692 元/

平方米、19,785 元/平方米和 20,618 元/平方米，公司行业排名及竞争实力进一步增强。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。

从项目销售的区域分布来看，目前公司销售收入贡献以华南区域和华东区域为主。其中，深圳系公司传统战略重心，2016~2018 年约占合同销售金额的 18%、22%和 19%；华南区域（除深圳）近年来签约销售金额占比较为稳定，2016~2018 年分别为 12%、13%和 10%；华东区域作为公司重点销售区域近三年销售占比分别为 40%、30%和 43%，主要来自南京、上海和漳州等城市销售贡献；华北区域销售收入主要来自北京和天津，销售收入占比较为稳定，三年分别为 12%、13%和 12%；华中区域销售收入主要来自武汉、重庆和成都，近年来销售占比有所提升，2016~2018 年分别为 16%、17%和 16%。分具体城市来看，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（12.32%）、杭州（10.28%）和武汉（6.31%），在当地市场亦取得了较强的市场地位。

表 7：2016~2018 年公司房地产开发业务

销售金额的区域分布情况

| 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

结算方面，得益于公司持续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。2016~2018 年公司房地产结算面积分别为 428.72 万平方米、435.71 万平方米和 419.47 万平方米；同期，结算金额分别为 561.39 亿元、688.87 亿元和 808.15 亿元，结算规模呈现稳步增长态势；而结算均价分别为 13,095 元/平方米、15,810 元/平方米和 19,266 元/平方米，呈上升态势。

表 8：2016~2018 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

项目运营方面，公司保持较快的开发节奏，2016~2018 年公司当期新开工项目总面积分别为 562.00 万平方米、900.54 万平方米和 1,081.8 万平方米，同期竣工项目总面积分别为 583.00 万平方米、453.49 万平方米和 498.74 万平方米。

土地储备

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，进一步增加一、二线城市城区优质土地资源储备，持续优化公司的土地储备。同时，面对竞争激烈的核心区域，公司也积极采取合作拿地、联合开发和收并购的模式进行项目拓展。

表 9：2016~2018 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 |

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，中诚信证评整理

近年来公司加大土地获取力度，2016~2018 年公司新增土地储备建筑面积分别为 702 万平方米、797 万平方米和 1,357 万平方米；土地支出金额分别为 885 亿元、882 亿元和 954 亿元；土地平均成本分别为 12,600 元/平方米、11,072 元/平方米和 7,030 元/平方米。其中，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，全年招拍挂方式拿地金额为 936.2 亿元。公司新获取项目主要集中在一、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。

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²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

² 项目储备总建筑面积=规划计容建筑面积-竣工面积

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。

园区开发与营运业务

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。2016~2018年，公司实现园区开发与运营业务收入分别为70.94亿元、61.97亿元和90.19亿元，其中2018年公司园区开发与运营业务收入同比增长43.23%，主要因深圳太子湾商务广场项目结转使园区业务收入同比增幅较大。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。

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土地权属证书。

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，前海片区已开发土地9.41万平方米，仍有228.28万平方米尚未整理开发。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》，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。

表 10：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 11：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，2018 年公司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开发建成集休闲、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。

物业租赁方面，2016~2018 年，公司拥有可出租的土地面积分别为 249.75 万平方米、184 万平方米和 202.81 万平方米，近年来公司土地出租率保持在 97% 左右；2016~2018 年，公司土地出租收入分别为 1.64 亿元、1.50 亿元和 1.26 亿元，受出租单价波动和面积影响下降影响，土地出租收入近年来持续减少。投资性物业方面，2016~2018 年，公司拥有的可出租投资性物业面积分别为 239.11 万平方米、269.83 万平方米和 311.74 万平方米，涵盖公寓、别墅、写字楼、厂房、商铺及商业中心等多种业态，2016~2018 年分别实现出租收入 17.55 亿元、22.47 亿元和 24.92 亿元，总体出租率分别为 83%、83% 和 86%。酒店运营方面，公司酒店运营趋于成熟，截至 2018 年末，公司在深圳、北京等地拥有酒店客房 1,684 套。2016~2018 年公司分别实现酒店运营收入 6.31 亿元、5.94 亿元和 7.50 亿元，近年平均入住率为 80% 左右。

总体来看，投资性物业为公司贡献稳定增长的现金流，随着前海自贸区规划逐渐落地，公司在太子湾及前海片区资源开发进程有望加快，公司自贸区内储备的大量土地及已建成物业有望实现较大资产升值。但中诚信证评关注到，目前公司部分土

地使用尚未取得权属证书，同时公司园区储备项目建设规模较大，未来将面临一定的融资压力。

邮轮产业建设与运营业务

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，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。

迅隆船务和蛇口邮轮母港概况

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 8 艘，租赁经营 0 艘。2016~2018 年迅隆船务实现经营收入 2.48 亿元、2.45 亿元和 2.71 亿元，收入较为稳定。

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，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。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。2016~2018 年蛇口邮轮母港实现经营收入、0.92 亿元、1.61 亿元和 2.53 亿元，2018 年受客流量大幅增加影响，当年营业收入大幅上升。

表 12：2016-2018 年公司邮轮产业建设与运营业务收入

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 |
| 合计 | 34,007.23 | 51,682.61 | 56,951.91 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总的来看，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在全国进行复制，在沿海城市积极拓展邮轮产业布局，中诚信证评将持续关注公司邮轮产业建设与运营板块发展情况。

公司管治

治理结构

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 2018 年末，公司设有董事长 1 名，董事 4 名，独立董事 3 名。董事会根据《公司章程》及相关细则在授予的职权范围内行使职权，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党委办

公室、人力资源部、信息技术部、资金资本部、战略发展部、运营管理中心、产品管理中心、城市研究院、营销品牌部、安全生产监督管理部、法律事务部、财务部、成本管理、审计稽核部、监察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。

总的来看，公司治理结构较为完善，能够按照现代企业制度实施有效的管理。

内部管控

从项目管理制度建设来看，针对公司总部化运营涉及的设计、采购、成本、工程、营销、财务等多个条线，为加强建设项目设计类承包商选择管理，建立公开、公平、公正的采购秩序，有效控制项目设计成本，保证项目质量、效果和进度，规范设计类承包商选择的管理工作，公司制定了《招标投标管理办法》、《采购管理流程》、《公开招标、邀请招标、竞价谈判及直接委托》作业指引、《供应商管理作业指引》等招标、采购管理制度。公司对所开发的项目在开工准备、施工过程及验收交付的质量、进度、成本、安全文明等进行管理和控制，制定了《工程管理作业指引》、《生产经营计划管理作业指引》、《安全文明施工标准化管理作业指引》等，为确保合格工程按期交付使用，公司制定了《项目内部预验收管理作业指引》、《专业验收作业指引》、《竣工验收作业指引》等，并通过制定《工程技术标准》、《产品质量实测实量操作指引》等规范性文件，建立了完整的工程管理制度体系。

财务管理制度方面，公司已按《公司法》、《会计法》、《企业会计准则》等有关法律法规及其补充规定的要求制定了《会计制度及会计核算管理流程》等有关财务制度，明确了财务会计机构设置及财务会计人员的岗位职责，建立健全了独立的财务核算体系、规范的财务会计制度和完整的财务管理体系，独立进行财务决策，由财务经理负责组织公司财务管理工作，组织财务会计人员根据账簿记录如实编制会计报表上报总经理及相关部门，并制定了相应的内部稽核、审计制度，保证公司正常开展经营活动。

在资金管理方面，公司制定有详尽的《资金管理工作指引》。根据该指引，公司严格控制银行账户的开立和撤销，各公司银行账户的开立和撤销需公司财务总监批准；公司总部严格控制外部融资和担保权限，各子公司外部融资和对外担保均需报公司总部批准；公司还通过周度、月度的核查等途径及时掌握和监控总部和下属公司的资金动态，提高资金使用效率。

此外，为强化集团化管理，公司对子公司亦进行统一管理。公司依据对控股子公司资产控制和规范运作要求，行使对控股子公司重大事项管理，同时负有对控股子公司指导，监督和相关服务的义务。控股子公司在公司总体方针目标框架下，独立经营，自主管理，合法有效地运作企业法人资产，同时应当执行公司对控股子公司的各项制度规定。

总的来看，公司各项规章制度完善，目前已建立了健全的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

战略规划

基于对行业发展趋势及市场机遇的判断，结合对公司自身核心竞争力及商业模式的梳理，公司制定了中长期的战略规划。公司以成为中国领先的城市及园区综合开发和运营服务商为战略定位，以社区运营、园区运营、邮轮运营三大业务聚焦居民客户、企业客户和政府客户需求，并通过“区域聚焦、城市深耕、转型发展”三个基础策略落地各项业务。公司将通过“产、网、融、城”一体化运作，通过业务、商业模式、机制和管理创新多管齐下，推动公司各项战略措施的有效落地，到 2020 年发展成为中国领先并具备国际水平的城市及园区综合开发和运营服务商。

业务发展方面，公司在深耕蛇口，布局全国的历程中，总结出“前港—中区—后城”的空间发展模式。由港区带动园区再推动城市的发展，契合港口、园区和城市良性互动发展的客观经济规律，通过港、区、城联动，可以构建由政府推动、企业主导、汇集各类资源、多方优势互补协同的巨大平台，公

司凭借房地产开发全链条的专业能力，园区运营管理的经验，产业聚集的协同效应全面参与中国城市升级、产业新城建设的浪潮，在有条件的“一带一路”沿线国家复制“前港-中区-后城”模式。

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。

总的来看，公司已经拥有了较为成熟的运营模式，并制定了清晰的战略规划，依托其三大板块的协作发展和交叉运营，将形成公司特有的发展路径和竞争优势，公司上述规划有望逐步实施。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年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。

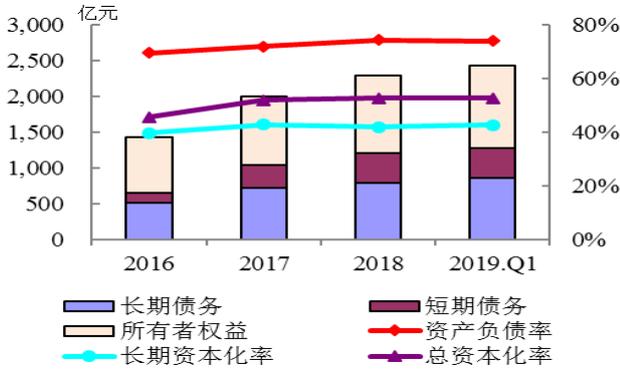
资本结构

随着公司业务规模的不断扩张，公司资产规模呈现较明显增长。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司的总资产分别为 2,557.27 亿元、3,392.18 亿元、4,232.21 亿元和 4,415.99 亿元。而随着房地产开发业务的不断推进，公司对外部的融资需求快速增长，负债规模亦持续增长。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司总负债分别为 1,777.75 亿元、2,435.20 亿元、3,143.59 亿元和 3,264.48 亿元。所有者权益方面，得益于利润留存和公司发行永续债，公司自有资本实力不断增强，同期末公司所有者权益分别为 779.52 亿元、956.97 亿元、1,088.63 亿元和 1,151.51 亿元。

财务杠杆方面，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司资产负债率分别为 69.52%、71.79%、74.28% 和 73.92%；同期，净负债率分别为 24.54%、59.93%、48.72% 和 56.68%，公司财务杠杆比率适中。若将公

司发行的 70 亿元永续债调入长期债务，则 2018 年末公司资产负债率和净负债率分别为 75.93% 和 58.94%。

图 7：2016~2019.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

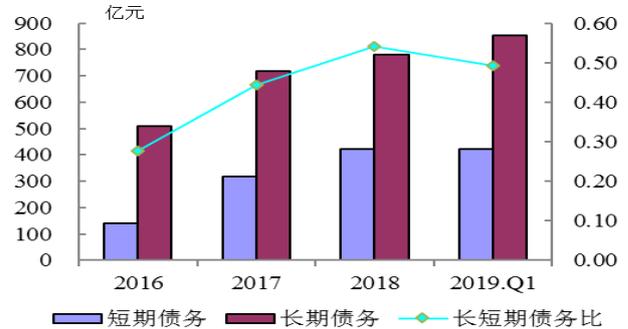
公司资产构成中以流动资产为主，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末流动资产占资产总额的比重分别为 84.44%、85.86%、83.75% 和 83.82%。公司流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金等科目构成。同期末公司存货余额分别为 1,230.10 亿元、1,676.32 亿元、2,108.21 亿元和 2,251.35 亿元，存货主要以房地产开发成本和房地产开发产品为主。公司其他应收款的规模随应收合作方、联合营公司往来款的增加而快速上升，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末分别为 282.29 亿元、625.55 亿元、646.39 亿元和 685.68 亿元。公司货币资金较为充裕，同期末分别为 460.00 亿元、460.42 亿元、673.75 亿元和 623.62 亿元。

公司近年来负债主要由预收账款、其他应付款和有息债务构成。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司预收账款（含合同负债）分别为 524.85 亿元、551.35 亿元、753.49 亿元和 862.54 亿元，主要是预收房屋销售款，为公司未来结转收入提供了支撑。同期末公司其他应付款余额分别为 274.07 亿元、467.04 亿元、690.52 亿元和 655.60 亿元，主要为合作公司往来款和关联方往来款。债务方面，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司总债务³分别为 651.27 亿元、1,033.98 亿元、1,204.10 亿元和 1,276.30 亿元，受业务拓展的影响而快速增加。从债务期限结构上看，同期末公司长短期债务比（短

³ 未将永续债计入总债务计算。

期债务/长期债务）分别为 0.28 倍、0.44 倍、0.54 倍和 0.49 倍，债务期限结构分布较为合理。

图 8：2016~2019.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

所有者权益构成方面，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，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末分别为 79.04 亿元、79.04 亿元、79.04 亿元和 79.11 亿元。此外，同期末公司资本公积分别为 198.02 亿元、205.10 亿元、120.49 亿元和 137.75 亿元，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；同期末，公司未分配利润分别为 254.63 亿元、352.32 亿元、447.70 亿元和 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，同期末公司其他权益工具分别为 0.00 亿元、40 亿元、70 亿元和 70 亿元，主要为公司发行的永续债券。同时，近年来公司少数股东权益保持快速增长，同期末少数股东权益分别为 214.73 亿元、245.61 亿元、329.54 亿元和 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。

总体来看，随着业务范围的不断扩大及利润的不断累积，公司资产规模稳步扩大、自有资本实力持续增强；且目前公司财务杠杆比率及债务期限结构表现良好，整体资本结构较为稳健。

流动性

公司资产以流动资产为主，近年占比维持在 80% 以上的水平，表现较为稳定。公司流动资产中货币资金和存货占比较大，2016~2018 年末及 2019 年末两项合计占比分别为 78.27%、73.36%、78.49%

和 77.67%。

表 13: 2016~2019.Q1 末公司流动资产分析

单位: %

| 指标 | 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, 随公司近年房地产业务规模不断拓展, 公司存货规模不断上升, 2016~2018 年末, 公司存货分别为 1,230.10 亿元、1,676.32 亿元和 2,108.21 亿元。其中, 房地产开发成本占存货总额的比率分别为 80.43%、82.82% 和 86.16%, 2018 年末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。2016~2018 年末, 公司房地产开发产品占存货总额的比重分别为 16.32%、14.87% 和 10.48%, 近年来公司去化情况较好, 2018 年末公司房地产已完工开发产品占存货总额的比重同比下降 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 14: 2016~2018 年末公司存货结构分析

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

资产周转效率方面, 近年来公司资产周转效率略有下滑, 2016~2018 年公司存货周转速度分别为

0.34 次/年、0.33 次/年和 0.28 次/年。同期, 公司总资产周转率为 0.27 次/年、0.26 次/年和 0.23 次/年, 但整体资产周转效率仍处于合理水平。

表 15: 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

现金流方面, 2016~2018 年公司经营活动净现金流分别为 -127.15 亿元、-50.63 亿元和 104.78 亿元。其中 2016 年及 2017 年由于预付土地价款及支付经营性往来款的数额较大, 以及向联营、合营公司提供的房地产项目开发配套资金, 使得公司经营活动现金流出现净流出状态, 2018 年得益于公司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。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。

货币资金方面, 近年公司手持货币资金较为充足, 2016~2018 年末公司货币资金分别为 460.00 亿元、460.42 亿元和 673.75 亿元。同期末货币资金/短期债务分别为 3.26 倍、1.45 倍和 1.59 倍, 货币资金对短期债务覆盖程度较好。

表 16: 2016~2019.Q1 末公司部分流动性指标

| 指标 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q1 |
|------------------|---------|--------|--------|---------|
| 货币资金 (亿元) | 460.00 | 452.78 | 673.75 | 623.62 |
| 经营活动净现金流 (亿元) | -127.15 | -50.63 | 104.78 | -89.65 |
| 经营性净现金流/短期债务 (X) | -0.9 | -0.16 | 0.25 | -0.85 |
| 货币资金/短期债务 (X) | 3.26 | 1.45 | 1.59 | 1.48 |

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总的来看, 随着项目开发的推进及新项目的获取, 近年公司资产周转效率有所波动, 但公司资产以存货为主, 且现房销售压力不大, 加之公司近年手持货币资金较为充裕, 能够为短期债务形成有效覆盖, 公司整体流动性较好。

盈利能力

从收入构成上看, 公司拥有园区开发与运营、社区开发与运营、邮轮产业的建设与运营三大核心业务。2016~2018 年公司的营业总收入为 635.74 亿元、759.38 亿元和 882.78 亿元, 年均复合增长率为 16.25%。分板块来看, 社区的开发与运营是公司的

核心业务，近年来公司的房地产销售保持了稳定的增长，2016~2018 年其收入分别为 561.39 亿元、690.46 亿元和 786.89 亿元，占公司营业总收入 88.31%、90.92%和 89.14%；园区开发与运营业务方面，2016~2018 年分别实现营业收入 70.94 亿元、62.97 亿元和 90.19 亿元，2018 年受深圳太子商务广场项目结转影响园区开发板块收入有所增加。公司邮轮产业发展良好，但目前收入贡献尚小，同期公司该板块实现营业收入 3.40 亿元、5.95 亿元和 5.70 亿元，公司邮轮产业收入主要来源于蛇口邮轮母港及迅隆船务的业务收入。

从毛利率水平看，得益于公司近年结转项目所在房地产市场运行情况较好，社区运营毛利率从 2016 年的 32.27% 上升至 2018 年的 39.28%；2016~2018 年园区运营毛利率分别为 51.69%、34.50%和 41.60%，主要受当年结转收入产品业态构成影响较大。此外，邮轮产业建设与运营板块 2016~2018 年毛利率分别为 51.16%、4.12%和 34.91%，毛利水平波动较大，主要因 2017 年邮轮业务扩展，成本投入较大，导致 2017 年毛利率大幅下降。综上，2016~2018 年公司综合毛利率分别为 34.54%、37.79%和 39.49%，初始获利空间仍较好。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 17：2016~2018 年公司分板块营业毛利率情况

| 板块 | 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，2016~2018 年公司的三费合计金额分别为 36.62 亿元、37.04 亿元和 55.29 亿元，呈上升趋势。其中公司 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%。2016~2018 年，公司三费收入占比分别为 5.76%、4.88%和 6.26%，公司整体期间费用控制能力很强。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 18：2016~2019.Q1 公司三费分析

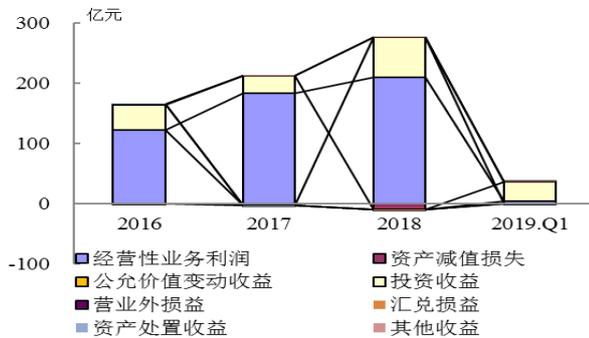
| 项目 | 单位：亿元、% | | | |
|--------|---------|--------|--------|---------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q1 |
| 销售费用 | 11.75 | 14.87 | 15.54 | 1.89 |
| 管理费用 | 10.70 | 13.45 | 15.27 | 3.48 |
| 财务费用 | 14.17 | 8.72 | 24.48 | 2.62 |
| 三费合计 | 36.62 | 37.04 | 55.29 | 7.99 |
| 营业总收入 | 635.74 | 759.38 | 882.78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

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成，2016~2018 年公司利润总额分别为 164.54 亿元、209.02 亿元和 266.01 亿元，利润规模持续提升。2016 年以来受益于项目结转增多导致社区业务收入规模进一步扩大，经营性业务利润持续增加。2016~2018 年，公司经营性业务利润分别为 121.23 亿元、183.23 亿元和 210.10 亿元。同期，公司投资收益分别为 42.14 亿元、29.10 亿元和 65.48 亿元，其中 2016 年主要系公司通过股权转让的形式整体销售南海意库梦工厂大厦和前海湾公园所产生的投资收益，2017 公司为引入商业地产品牌运营商出售深圳蛇口太子湾区域部分项目实现投资收益 24.18 亿元，2018 年主要系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。资产减值损失方面，2016~2018 年公司资产减值损失分别为-0.21 亿元、3.33 亿元和 9.86 亿元，2018 年主要为存货跌价损失 9.86 亿元。综上，公司近三年净利润分别为 121.61 亿元、154.41 亿元和 194.61 亿元，实现稳步增长；同期，所有者权益收益率分别为 15.60%、16.14%和 17.88%，公司盈利能力不断提升。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 9：2016~2019.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，随着社区及园区开发与运营业务的持续推进，公司业务收入稳步上升，且初始获利空间和期间费用控制能力均处于较好水平，公司近年来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

2016~2018 年末，公司总债务规模分别为 651.27 亿元、1,033.98 亿元和 1,204.10 亿元；同期末，公司长短期债务比为 0.28 倍、0.44 倍和 0.54 倍。

现金流方面，得益于公司销售规模的增长，近年来公司经营性净现金流持续改善，2016~2018 年 -127.15 亿元、-50.63 亿元和 104.78 亿元。2016~2018 年经营性净现金流/总债务分别为 -0.20 倍、-0.05 倍和 0.09 倍；同期经营性净现金流/短期债务分别为 -0.90 倍、-0.16 倍和 0.25 倍，经营性现金流对债务本息保障程度有所提升。

表 19：2016~2019.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

从偿债能力指标看，2016~2018 年公司 EBITDA 分别为 189.80 亿元、243.73 亿元和 313.31 亿元，随利润总额的增加而持续上升。同期，公司总债务/EBITDA 分别为 3.43 倍、4.24 倍和 3.84 倍；同期，EBITDA 利息倍数分别为 5.38 倍、4.83 倍和 3.88 倍，EBITDA 对利息支出的覆盖能力较好，经营所得可对其债务本息的偿还形成较好保障。

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 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，公司融资渠道丰富且具有一定资金成本优势。

总体而言，公司近年来维持较大规模的新增土地储备需求，同时随着在建项目持续推进，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**，评级展望稳定；评定“招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”信用等级为 **AAA**。

⁴ 不包括子公司为客户提供的销售按揭担保。

关于招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）的跟踪评级安排

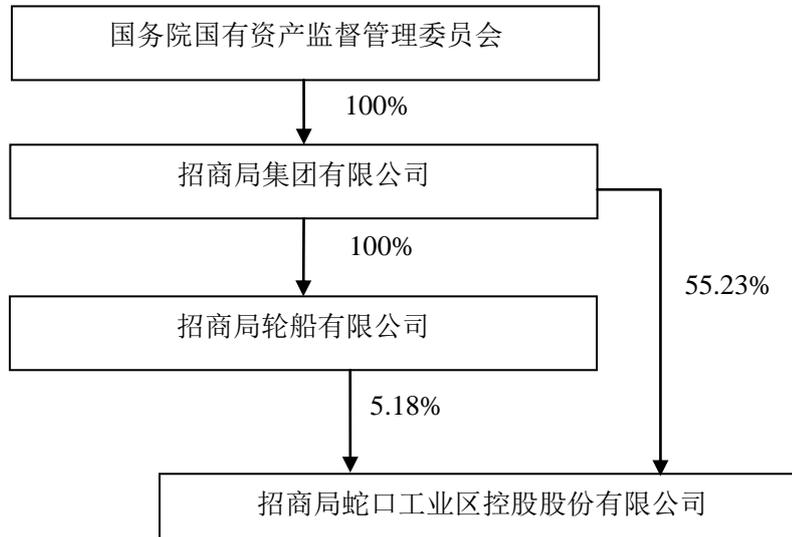
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

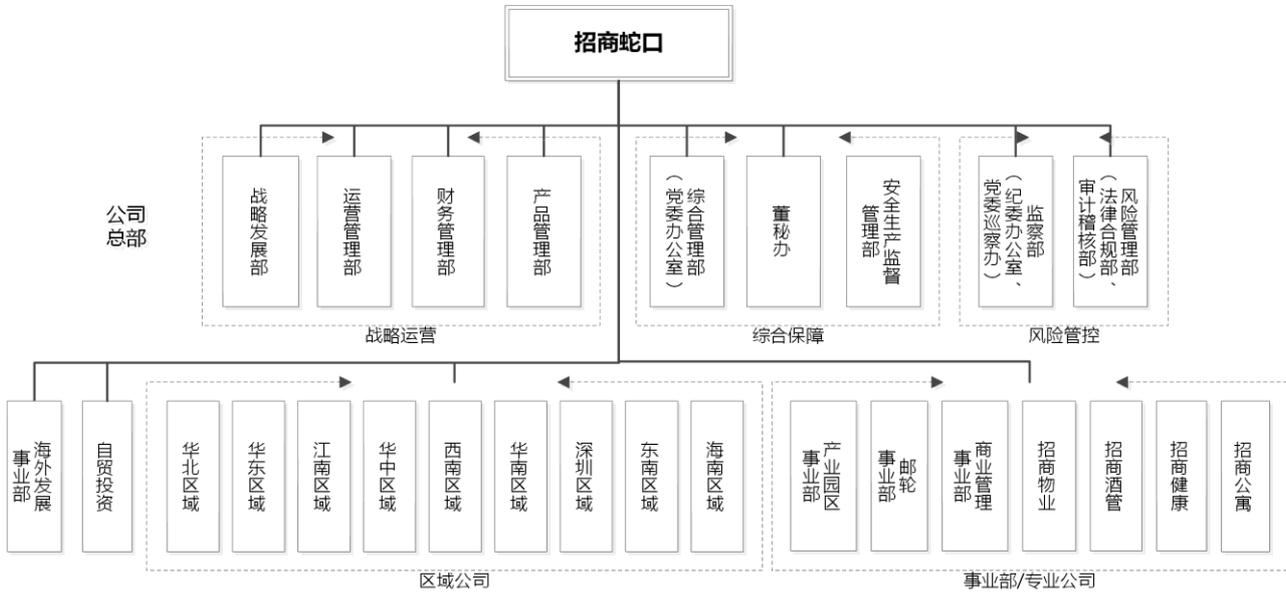
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

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）



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）



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

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-（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））/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

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

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+当期资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

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。