

招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2021 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

项目负责人：蒋 滕 tjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：刘旭冉 xrliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 3 月 31 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]0856D 号

招商局蛇口工业区控股股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年三月三十一日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
招商局蛇口工业区控股股份有限公司	不超过 10 亿元 (含)	本期债券期限分为两个品种, 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	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	本期债券募集资金扣除发行费用后, 拟用于偿还存量公司债券

评级观点: 中诚信国际评定招商局蛇口工业区控股股份有限公司 (以下简称“招商蛇口”或“公司”) 主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 评定“招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券 (第一期)”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了招商蛇口股东实力雄厚及对公司强有力的支持, 丰富的社区和园区综合开发运营经验, 优质且充足的土地储备资源, 资本结构稳健且融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时, 中诚信国际关注到房地产行业政策, 招商蛇口债务规模呈增长趋势, 非经常性损益项目波动等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

招商蛇口	2018	2019	2020
总资产 (亿元)	4,234.87	6,180.40	7,371.57
所有者权益合计 (亿元)	1,088.31	2,276.42	2,533.57
总负债 (亿元)	3,146.56	3,903.98	4,838.00
总债务 (亿元)	1,213.90	1,430.25	1,605.17
营业总收入 (亿元)	882.78	976.72	1,296.21
净利润 (亿元)	194.61	188.57	169.13
EBITDA (亿元)	313.31	324.61	301.42
经营活动净现金流 (亿元)	104.78	138.12	276.22
营业毛利率 (%)	39.49	34.65	28.69
净负债率 (%)	49.63	29.74	28.11
总债务/EBITDA (X)	3.87	4.41	5.33
EBITDA 利息倍数 (X)	3.88	3.54	2.92

注: 1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告; 2018 年财务数据和 2019 年财务数据分别为 2019 年审计报告和 2020 年审计报告期初重述数; 2020 年财务数据为当期审计报告期末数; 2、2018~2020 年末其他流动负债中超过短期融资券调整至短期债务。

正面

■ **股东实力雄厚及对公司强有力的支持。** 公司控股股东招商局集团有限公司 (以下简称“招商局集团”) 是国务院国有资产监督管理委员会监管的大型中央企业之一, 也是 16 家以房地产为主业的央企之一, 业务主要集中于综合交通、特色金融、城市与园区综合开发运营三大核心产业, 综合实力雄厚。公司作为招商局集团内唯一的地产资产整合平台及重要的业务协同平台, 能够在业务拓展、项目获取、资金安排以及资本运营等方面获得有力支持。

■ **丰富的社区和园区综合开发运营经验。** 作为全国性房地产龙头企业之一, 公司积累了丰富的社区开发销售及园区开发运营经验, 具备了各项资源的综合整合能力, 形成了很强的品牌竞争优势。近年来公司实现了销售业绩的持续增长, 公司市场地位及竞争实力进一步提升。

同行业比较

部分房地产开发企业主要指标对比表

公司名称	2020 年末总资产 (亿元)	2020 年末净负债率 (%)	2020 年末货币资金/短期债务 (X)	2020 年全口径签约销售金额 (亿元)	2020 年总债务/销售商品提供劳务收到的现金 (X)	2020 年营业总收入 (亿元)	2020 年净利润率 (%)	2020 年存货周转率 (X)
华润置地	8,690.41	29.48	2.52	2,850	-	1,795.87	18.98	0.34
中国海外发展	8,236.57	31.22	2.52	3,607	-	1,857.90	25.68	0.31
招商蛇口	7,371.57	28.11	1.48	2,776	0.90	1,296.21	13.05	0.27

注: 1、“华润置地”为“华润置地有限公司”简称, 证券代码 01109.HK; “中国海外发展”为“中国海外发展有限公司”简称, 证券代码 00688.HK; 2、由于港股上市公司未披露销售商品、提供劳务收到的现金, 表中相关指标未做计算。

资料来源: 中诚信国际整理

■ **优质且充足的土地储备资源。** 近年来, 公司持续聚焦于华东及华南 (含深圳) 等传统优势区域, 并积极采取合作拿地等方式进一步增加一、二线城市的核心区域优质土地资源, 此外, 前海自贸区规划逐渐落地, 公司在前海片区拥有优质且充足的土地储备, 可为公司未来的经营业绩形成较好保障。

■ **资本结构稳健且融资渠道畅通。** 得益于稳健的发展策略, 公司财务杠杆比率适中, 且债务期限结构较好, 加之货币资金充裕, 为债务本息偿还形成充分保障; 此外, 公司融资渠道多元且通畅, 可通过多种方式获取融资, 且具有较为突出的融资成本优势。

关注

■ **房地产行业政策。** 在“房住不炒”行业政策的基调下, 房地产企业在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化, 同时加上宏观经济增速下滑及行业竞争加剧的影响, 房地产企业盈利空间不断收窄, 行业环境及政策的变化或将影响房地产企业经营战略的实施提出更高要求。

■ **债务规模呈增长趋势。** 随着公司业务规模持续扩大, 同时对一、二线城市优质土地储备资源的不断获取推升资金需求增加, 公司债务规模呈上升趋势; 加之公司拥有较大规模的房地产和园区开发在建项目投资需求, 其亦面临一定的资本支出压力。

■ **非经常性损益项目波动。** 近年来公司投资收益为利润总额的重要构成且波动较大, 同时资产减值损失及信用减值损失规模增长较快, 需关注非经常性损益项目对公司盈利能力的影响。

评级展望

中诚信国际认为, 招商局蛇口工业区控股股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。** 签约销售金额的增长趋势发生显著不利变化, 土地储备激进导致杠杆比例大幅上升, 盈利能力明显下滑, 现金流平衡能力严重弱化。

发行主体概况

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。后经历多次增资。2015年6月，公司改制为股份公司，并更名为现名。2015年12月30日，公司吸收合并招商局地产控股股份有限公司（以下简称“招商地产”），并在深圳交易所挂牌上市，证券简称“招商蛇口”，证券代码001979.SZ。

公司主营社区开发与运营、园区开发与运营、邮轮产业建设与运营三大业务板块。业务主要集中在深圳、上海、北京等一线城市和区域中心城市，在华东及华南区域形成较强的区域竞争优势。

产权结构：截至2020年末，公司注册资本79.04亿元，招商局集团直接持有公司58.14%股权，同时通过全资子公司招商局轮船间接持有公司5.17%股权。由于招商局集团系国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）监管的大型中央企业之一，公司的实际控制人为国务院国资委。

本期债券概况

本期债券的发行规模为不超过10亿元（含），债券期限分为两个品种，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。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。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。本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还存量公司债券。

宏观经济与政策环境

宏观经济：2020年，中国经济经历了因疫情冲击大幅下滑并逐步修复的过程，GDP同比增长2.3%，是大疫之年全球唯一实现正增长的主要经济体。受低基数影响，2021年经济增长中枢将显著高于2020年，全年走势前高后低。

2020年经济运行基本遵循了“疫情冲击—疫后修复”的逻辑，疫情冲击下一季度GDP同比大幅下滑，二季度以来随着疫情得到控制和稳增长政策效果的显现逐步修复。从生产侧来看，工业生产反弹迅速且在反弹后维持了较高增速，服务业生产修复相对较为缓慢。从需求侧来看，政策性因素先复苏、市场性因素后复苏是其典型特征。这一特征在投资方面表现得尤为明显：基建投资、房地产投资率先复苏，市场化程度较高的制造业投资恢复较为缓慢；国有投资恢复较快，民间投资恢复相对较慢。此外，居民消费等受市场因素制约较大的变量改善有限。出口的错峰增长是需求侧最为超预期的变量，中国在全球率先复工复产为出口赢得了错峰增长的机会，使出口在下半年出现高速增长。从价格水平来看，“猪周期”走弱背景下CPI回落，需求疲弱PPI低位运行，通胀通缩压力均可控。但值得关注的是，虽然经济延续修复，但季调后的GDP环比增速逐季回落，经济修复动能边际趋弱。

宏观风险：尽管经济持续修复，但2021年经济运行仍面临内外多重挑战。从外部环境看，新冠疫情发展的不确定性依然存在，疫情对逆全球化的影响短期内仍不会消除，大国博弈风险仍需担忧，外部不确定性、不稳定性持续存在。从国内因素看，经济修复仍然面临多重挑战。首先，国内经济复苏并不平衡，存在结构分化，这将影响经济修复的可持续性和质量。其次，应对疫情的稳增长政策导致非金融部门债务增长加快，宏观杠杆率上扬，还本付息压力突出，需警惕债务风险超预期释放引发系统性风险。再次，2020年信用风险呈现先抑后扬走势，一些体制性、周期性、行为性信用事件强烈冲击资本市场，2021年随着政策调整以及债务到期压

力加大，信用风险释放或将加速，尤其需要警惕国企信用风险频发导致信用体系重构，加剧市场波动。第四，2020年以来政府部门显性及隐性债务压力均有所加大，2021年随着对地方政府债务管理的加强，地方政府债务风险或将在部分高风险区域有所暴露，在适当推动债务市场化处置的同时，仍需防范区域风险暴露对金融市场带来的冲击。

宏观政策：2020年12月中央经济工作会议明确提出，“宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，这意味着宏观政策将不会出现“急转弯”，但随着经济修复，宏观政策边际调整不可避免。财政政策将在2020年超常规发力的基础上边际收紧，但大幅收缩概率较低；货币政策将继续向常态化回归，坚持稳健灵活，保持流动性合理充裕，继续积极引导资金精准投向实体经济。值得一提的是，在着力构建以内循环为主体的新发展格局背景下，国内产业链、供应链堵点有望进一步打通，为短期经济复苏和中长期经济增长提供新动力。

宏观展望：疫后修复仍然是2021年经济运行的主旋律。从全年经济运行的走势来看，受基数效应的影响，2021年中国经济增长中枢将显著高于2020年，甚至高于新常态以来的历年平均水平。基数效应导致的高增长将突出表现在第一季度，后续将逐步回落，全年呈现“前高后低”走势。但值得关注的是，宏观经济数据同比高位运行与微观主体感受分化较大，宏观经济分析需高度关注微观主体运行所面临的实际困难及经济数据的环比变化。

中诚信国际认为，虽然2021年政策性因素对经济的支撑将有所弱化，但随着市场性因素的逐步发力，经济修复趋势将持续，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”事件。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，中国经济中长期增长韧性持续存在。

行业环境

2020年4月以来房地产行业逐步从疫情影响中恢复并于9月恢复至上年同期水平，在房企年底加速

去化的带动下全年商品房销售超越上年水平，房地产行业展现出较强韧性

2020年第一季度全国房地产销售受疫情冲击较大，全国商品销售额和面积分别同比下降24.70%和26.30%，均降至2017年以来同期最低水平。4月以来，市场需求不断释放叠加房企加快推盘节奏，商品房销售逐月恢复，并于9月恢复至2019年同期水平。进入四季度以来，房企加速去化，带动全年销售面积和金额超越上年，全年商品房销售额和面积分别同比增长2.6%和8.7%；房地产行业表现出较强韧性。

图1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从商品房去化情况看，近年来我国商品房整体库存周期处于较低水平，2020年疫情爆发初期商品房去化速度受到显著影响，待售面积环比增幅明显提升，2020年二、三季度疫情得到控制后，去化明显提速，商品房待售面积逐月下降并快速恢复至上年同期水平。但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市库存压力仍然较大。

中诚信国际认为，2020年上半年受新冠疫情冲击，房地产销售增速大幅受挫，但随着国内疫情逐步得到控制叠加房企加速去化，全年销售已超过2019年全年水平，房地产行业展现出较强韧性。

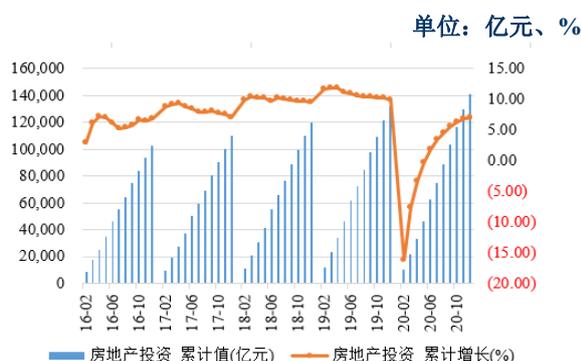
2020年在疫情影响下房地产投资短期内呈先抑后扬的态势，下半年在房企追赶开发进度推动下，全

年房地产投资额同比增长

2020年初在疫情影响下，多地发布了延迟复工通知，导致开发受阻，新开工面积自2016年以来首次出现负增长；4月以来随着疫情得到有效控制，各地逐步复工、土地供应力度增加、叠加房企追赶开发进度及拿地需求逐步释放，全国新开工面积降幅逐月回落，全国新开工面积同比下降1.2%。

建设投资方面，主要受新开工规模同比下降影响，1~5月房地产开发投资额增速出现负增长；6月以来，在房企逐步恢复投资的推动下，房地产开发投资额同比增速由负转正，全年房地产开发投资额同比实现7%增长。

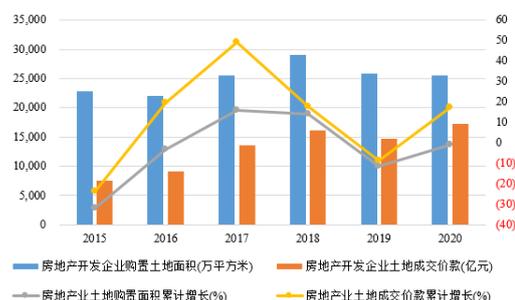
图 2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2020年1~5月，在疫情影响下国内土地市场购置价款同比增速为负；4月以来土地供给力度明显加大，叠加热点城市优质地块集中入市，房企拿地逐步恢复，6月以来国内土地市场购置价款增速由负转正，全年国内土地市场购置价款同比增长17%。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额 (万平方米、亿元、%)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

在“房住不炒”行业政策的基调下，房企在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，对其经营战略的实施提出更高的要求

2016年中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的、不是用来炒的”，随后三年的中央经济工作会议中均反复强调“房住不炒”的定位。各城市通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控。本轮调控力度严厉、参与调控的城市范围不断扩大且表现出很强的政策延续性。从坚持住房居住属性的政策大基调来看，未来严监管的政策环境或将延续，但部分地方政府或将根据当地市场情况对调控政策进行调整。

2020年上半年，在国内疫情爆发的背景下，货币政策放松带来流动性宽裕，房地产行业融资环境有所改善；下半年房地产行业融资政策明显收紧，尤其在8月“三道红线”¹出台后，国内贷款增速明显回落。中诚信国际认为，如“三道红线”按照行业预期全面执行，将对未来几年房地产行业融资环境形成较为深远的影响，一方面由于对新增融资的限制和表内外融资渠道的全面监控，高度依赖杠杆发展的房地产行业在未来几年内行业竞争格局将较难发生重大改变；另一方面，在融资环境趋严的条件下，马太效应将愈发凸显，全行业集中度或将

¹ 2020年8月20日，住房和城乡建设部和中国人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制并提出资金监测和融资管理规则（简称“三道红线”）。“三道红线”是指剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、货币资金短债比

小于1倍三个阈值设置为“三条红线”，根据房企财务指标对“三道红线”“踩线”的数量不同，将其分为“红、橙、黄、绿”四档，每降低一档，融资规模上限增加5%。

进一步提升。

2020年12月末，央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称“《通知》”），划定银行房地产贷款集中度“红线”，《通知》明确对7家中资大型银行、17家中资中型银行、中资小型银行和非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行，共5档机构分类分档设置明确的房地产贷款占比上限、个人住房贷款占比上限，《通知》旨在防止房地产贷款在银行体系全部贷款中的比重偏离合理水平，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。**中诚信国际认为**，未来银行资源将进一步向优质房企集中，资质偏弱的房企或将面临较大融资及回款压力。

此外，2021年2月自然资源部组织召开“全国2021年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，22座重点城市或将实施住宅供地“两集中”政策，中诚信国际将对未来土地供应政策的变化保持关注。

房地产行业梯队分化格局持续凸显，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

随着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持续提升，房地产行业梯队分化格局持续凸显。

2020年疫情加剧房企间分化，房地产行业集中度进一步提升。TOP30房企竞争力增强，集中度稳中有升；相比之下TOP50房企的增速更为显著。在

目前的市场背景下，规模房企的竞争优势日益凸显，随着资源加速向头部企业集聚，行业集中度将继续走高。而对于100强之后的房企而言，面对激烈的行业竞争，该梯队房企的增长空间或将进一步受限。

表 1：2017~2020 年国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019	2020
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%	9.8%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%	21.3%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%	36.1%
TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%	44.7%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%	54.4%

资料来源：克而瑞信息集团，中诚信国际整理

中诚信国际认为，在行业增速放缓及调控政策持续的背景下，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。

业务运营

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

表 2：2018~2020 年营业收入构成情况

单位：亿元、%

业务类型	2018		2019		2020	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
社区开发与运营	786.89	89.14	845.55	86.57	1,012.57	78.12
园区开发与运营	90.19	10.22	124.76	12.77	282.30	21.78
邮轮产业建设与运营	5.70	0.65	6.42	0.66	1.33	0.10

合计	882.78	100.00	976.72	100.00	1,296.21	100.00
----	--------	--------	--------	--------	----------	--------

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

得益于多年深耕华东及深圳区域积累的丰富开发经验以及全国化布局建立的品牌竞争优势，公司近年销售业绩实现快速增长

经过四十余年建设运营深圳蛇口，公司积累了丰富的社区开发销售及园区开发运营经验，具备了各项资源的综合整合能力，形成了很强的品牌竞争优势。从前期提供科学、前瞻性的规划与设计、土地的一级整理开发到工业厂房、研发楼、商业综合体及住宅的开发建设，从提供面向全球的招商服务、物业管理服务到提供基础设施、配套设施建设、市政公用事业服务，公司形成了完整的城区和产业园区综合开发的体系和服务理念，同时培养了一定数量的既有专业业务能力又有丰富实践经验的管理团队。

公司社区开发与运营业务系公司收入贡献最大的业务板块，其项目主要分布在沿海经济发达城市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。

项目开发方面，公司整体保持较快的开发节奏，2020年新开工面积较上年小幅减少，但新开工面积始终大于当期对应的竣工面积，不断扩充的在建项目为公司的持续经营提供有力支撑的同时，亦对其后续资金投入提出更高要求。

表 3：2018~2020 年公司房地产业务开竣工情况

单位：万平方米

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

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产销售方面，近年来公司房地产开发规模持续扩大，销售业绩实现快速增长。2018~2020年，公司全口径签约销售金额年均复合增长率达 27.57%，2020 年实现全口径签约销售金额 2,776.08 亿元，根据 2020 年克而瑞中国房地产企业排行榜，公司全口径签约销售金额排名提升至第 10 位。销

售价格方面，由于销售区域分布及产品结构有所差异，近年来公司销售均价有所波动，整体处于较高水平。

结算方面，得益于公司较好的开发节奏及销售增长态势，近年来公司房地产业务结算情况较好，公司结算金额不断增长，同时受结算区域和产品结构调整影响，公司结算均价有所波动。

表 4：2018~2020 年公司房地产业务销售及结算情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2018	2019	2020
签约销售面积	827.35	1,169.44	1,243.53
签约销售金额	1,705.84	2,204.74	2,776.08
签约销售均价	20,618	18,853	22,324
结算面积	419.47	513.84	634.24
结算金额	808.15	894.36	1,168.62
结算均价	19,266	17,405	18,426

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从项目销售的区域分布来看，近年来公司销售区域分布有所变化，目前公司销售收入贡献以华东区域、江南区域和深圳区域为主。其中，华东区域始终为公司销售金额占比最高的区域，深圳系公司总部所在地和传统战略重心。具体来看，2020 年公司销售金额排名前五的城市公司分别为深圳、杭州、上海、苏南和南京，占比分别为 14.05%、11.82%、9.98%、9.59%和 9.13%。此外，2020 年，公司将原东南区域的厦门、漳州、福州等城市新划入华东区域，同时首次在海南区域取得销售业绩。

表 5：2018~2020 年公司房地产开发业务销售金额的区域分布情况

区域	2018	区域	2019	区域	2020
华东	43.28%	华东	25.21%	华东	29.02%
深圳	18.74%	江南	22.81%	江南	21.84%
华中	16.39%	深圳	13.88%	深圳	18.06%
华北	11.52%	华北	12.29%	华北	9.05%
华南（除深圳）	9.60%	华中	8.79%	西南	8.37%
其他	0.46%	华南	7.92%	华南	7.94%
-	-	西南	7.89%	华中	5.02%
-	-	东南	0.92%	海南	0.36%

-	-	海外	0.29%	海外	0.33%
合计	100%	合计	100.00%	合计	100.00%

注：1、上表中深圳区域包括深圳、东莞和汕头；2、其他包括香港、新西兰和园区事业部；3、2017年不含资产处置和股权转让收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司在核心一二线城市拥有大量优质项目资源；此外，随着前海自贸区规划逐渐落地，公司在前海片区拥有优质且充足的土地储备，可为公司未来的经营业绩形成有益补充

随着国内城镇化建设的不断深化，全国房地产城市能级日益分化，一、二线城市城区内优质土地资源需求迅速升温；因此，近年公司在立足于原有目标城市的同时，进一步优化一、二线城市城区优质土地资源储备。同时，面对竞争激烈的核心区域，公司也积极采取合作拿地、联合开发和收并购的模式进行项目拓展。

表 6：2018-2020 年公司土地储备情况

单位：个、万平方米、元/平方米、亿元

指标	2018	2019	2020
当年新拓展项目	80	79	98
当年新增土地储备建筑面积	1,357	1,423	1,625
当年新增土地平均成本	7,030	6,861	9,357
当年地价支出金额	954	976	1,520

注：上述数据均为全口径数据，地价支出金额含收并购项目支出金额。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司保持较大土地获取力度，新增土地储备建筑面积和土地支出金额均持续增长，2020年新增土地城市能级有所提升，土地平均成本有所增加。其中，2020年全年公司新增项目98个，扩充项目资源1,625万平方米，权益面积1,045万平方米。公司新获取项目二线城市居多，按规划计容建筑面积计算，一线城市占比5.86%，二线城市占比54.84%，三四线城市占比38.31%，香港及海外地区占比1.00%。具体来看，2020年新增土地储备建筑面积排名前五的城市主要位于成都、武汉、合肥、太原和东莞，占比分别为10.97%、8.71%、5.28%、

4.84%和4.52%。

截至2020年末，公司在60余个城市及地区拥有346个处于不同开发阶段的项目，项目储备总建筑面积²为5,299.89万平方米，其中权益口径项目储备总建筑面积为2,986.74万平方米。从城市能级分布来看，其中一线城市占比10.14%，二线城市占比47.10%，三线及三线以下城市占比42.06%，香港及国外占比0.71%，公司在核心一二线城市拥有大量优质项目资源。具体来看，其中建筑面积前五大城市为昆明、深圳、武汉、南京和成都，占比分别为7.98%、5.74%、5.57%、4.91%和4.73%。总的来看，目前公司的项目开发规模体量较大，在对公司业绩形成强有力支撑的同时亦对公司的资金支出提出较高要求。

2019年12月公司下属子公司与前海管理局下属子公司将相关资产并入两者合资公司共同开发。至此，公司前海土地整备事项已完成³，公司在前海区域的土地权益已明确。截至2020年末，招商蛇口在前海土地整备范围内共拥有计容建面455.84万平方米的项目储备（不含人才用房），截至2020年末，其拥有387.46万平方米的项目储备未开工⁴。前海蛇口区域集深港合作、“一带一路”、自贸试验区三大国家战略于一身，具有独特的政策优势和战略优势。随着前海自贸区规划逐渐落地，公司在前海片区拥有优质且充足的土地储备，可为公司未来的经营业绩形成较好保障。

投资性物业为公司贡献稳定增长的现金流，同时公司收购招商积余或将进一步提升公司的物业管理市场竞争力

公司园区开发与运营业务主要包括特色产业园、大型城市综合体、商业、办公、酒店及配套等业态涉及的开发销售及运营理业务，此外还涵盖了公司物业管理业务。从业务模式来看，公司园区开发与运营业务涵盖园区土地获取、园区规划、土地

² 项目储备总建筑面积=规划计容建筑面积-累计计容竣工面积

³ 为满足前期启动项目一期及前海深港文创小镇一期的实际开发建设需要，公司前期已置换获得土地面积为7.20万平方米的商业用地。

⁴ 后续将基于前海管理局对于妈湾片区开发建设“六年分宗，十年建成”的总体要求，按照前快后稳、品质引领的原则，综合考虑市场需求、资金平衡、交通条件、产业发展等因素，推进前海土地的开发建设。

开发、出租、各类产业载体开发、园区资产管理运营服务等业务环节或产品。受历史遗留因素及当地政策的影响，公司每个园区的开发模式及所处阶段不尽相同。2020 年公司园区开发与运营实现收入 282.30 亿元，同比大幅增长 126.28%，主要系深圳前海启动区一期、深圳太子湾滨海大厦及湾海大厦、深圳国际会展中心（一期）配套商业等园区项目大额结转，以及物业管理业务规模扩大所致。

根据产业发展的不同阶段及规模，公司从产业创新孵化空间，特色产业园区以及产业新城/小镇三个维度布局园区业务。截至 2020 年末，公司目前在国内外海南自由贸易港、粤港澳大湾区、长三角等区域以及海外“一带一路”重要节点拥有 13 个产业新城项目，占地 300 平方公里；拥有网谷、意库和智慧城三个产品线下 27 个特色产业园区，规划建筑面积 403 万平方米；园区内还具备创新孵化基地招商创库，目前运营期项目 5 个，建筑面积 1.46 万平方米。

此外，截至 2020 年末公司拥有常熟琴湖小镇一级开发项目、招商局漳州开发区有限公司和双鱼岛等 3 个土地一级开发项目，规划平整土地面积合计 2,232.83 万平方米，累计平整土地面积 2,080.50 万平方米。

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

投资性物业方面，2018~2020 年末，公司拥有的可出租投资性物业面积分别为 311.74 万平方米、364.93 万平方米和 413.65 万平方米，涵盖公寓、住宅、别墅、写字楼、厂房、商铺及商业中心等多种业态，2018~2020 年，公司分别实现出租收入 24.92

亿元、28.25 亿元和 28.93 亿元，总体出租率分别为 86%、84%和 82%，出租率有所下降主要系受整体经济环境波动及疫情影响所致。

酒店运营方面，公司酒店运营趋于成熟，截至 2020 年末，公司在深圳、北京、漳州、杭州、昆山等地拥有酒店客房 1,718 套。2018~2020 年，公司分别实现酒店运营收入 7.50 亿元、7.76 亿元和 5.11 亿元，其中 2020 年酒店业务客流量及入住率受疫情影响较大。

物业管理方面，2019 年，公司以支付现金方式协议受让中航国际控股股份有限公司（以下简称“中航国际控股”）持有的中航善达股份有限公司（以下简称“中航善达”，后更名为“招商积余”）22.35% 股份，及以持有的招商局物业管理有限公司（以下简称“招商物业”）100%股权认购中航善达非公开发行股份（以下简称“股权认购股份”），截至 2020 年末，公司合计持有招商积余 51.16%的股权，为其控股股东⁵。截至 2020 年末，招商积余物业管理面积 1.91 亿平方米，其中非住宅类物业管理面积 0.95 亿平方米，住宅类物业管理面积 0.96 亿平方米。2020 年招商积余实现营业收入 86.35 亿元，同比增加 42.07%。

公司以蛇口母港商业模式在全国进行复制，在沿海城市积极拓展邮轮产业布局；目前邮轮产业建设与运营收入对公司营业收入贡献较小，同时受疫情影响，该业务经营短期内面临一定压力

公司邮轮产业建设与运营业务包括深圳蛇口邮轮母港、厦门邮轮母港的邮轮运营、客运及港口出租等业务，主要由子公司深圳迅隆船务有限公司（以下简称“迅隆船务”）和深圳招商蛇口国际邮轮母港有限公司（以下简称“蛇口邮轮母港”）运营。公司已初步完成在深圳、厦门、上海、湛江的邮轮母港布局，并以深圳蛇口邮轮母港商业模式为模板，在全国邮轮港口进行布局及商业模式复制，目

⁵ 2019 年 9 月 4 日，中航善达 22.35% 股份已经过户至招商蛇口，后者成为中航善达第一大股东。2019 年 12 月 4 日，中航善达完成公司名称的工商变更登记手续，更名为“招商局积余产业运营服务

股份有限公司”（简称“招商积余”）。2019 年 12 月 5 日，本次收购涉及的新增股份在深圳证券交易所上市，公司直接及间接合计持有招商积余 51.16% 的股权，成为招商积余的控股股东。

前正积极拓展十余个沿海城市与长江沿岸母港项目，争取建立中国本土邮轮品牌。

迅隆船务成立于1993年11月6日，主要经营业务为邮轮中心物业出租、邮轮码头运营、高速客轮、蛇口客运码头运营等。目前迅隆船务主要经营深圳蛇口至香港港岛、深圳蛇口至香港国际机场、深圳蛇口至澳门外港/氹仔、深圳机场至澳门外港/氹仔等水上客运航线，是深圳西部前往香港、香港机场、澳门最重要的旅客通道之一。公司自有在营高速客轮10艘。2018~2020年，迅隆船务实现营业收入2.71亿元、2.96亿元和0.63亿元，2020年营业收入大幅下降主要系受疫情影响，水上客运航次及客流同比大幅减少。

蛇口邮轮母港成立于1993年4月13日，主要经营客运码头及服务业务，为船公司船舶提供靠泊服务，并负责旅客客票销售、候船、入闸、出入境协助、登船服务，提供旅客行李服务，目前与迅隆船务已经合署办公。码头主要发送目的地包括香港机场、澳门、香港中环及珠海等地，2019年蛇口邮轮母港全年靠泊邮轮96艘次，同比增长8%，邮轮客流37.31万人次，同比增长2.33%。2019年码头吞吐量合计345.16万人次，其中渡轮码头吞吐量308.85万人次，邮轮码头吞吐量37.31万人次。受到全球新冠疫情影响，2020年1月下旬，邮轮港口的邮轮全部停航，从蛇口邮轮母港出发的部分客轮航线相继停航，邮轮业务暂停运营。邮轮母港收入主要来源于经营的客运航线的船票分成，另外提供多余泊位岸线的对外租赁，船舶供水供电及客运楼内少量办公室和商铺的对外租赁及停车场对外经营业务。2018~2020年蛇口邮轮母港分别实现营业收入2.53亿元、3.42亿元和0.68亿元，受疫情影响，2020年受疫情影响，邮轮母港收入大幅减少。2021年3月，公司公告间接控股子公司招商局维京游轮有限公司（以下简称“招商维京游轮”）拟向维京游轮旗下子公司购买一艘船名为“VikingSun”的邮轮，交易金额为4亿美元（不含税），公司目前正在为2021年引轮做准备。总的来看，公司邮轮产业建设与运营业务对营业收入贡献仍较小，同时

受近期疫情影响，该业务经营短期内面临一定压力。

战略规划及管理

公司以“中国领先的城市和园区综合开发运营服务商”为战略定位，聚焦“社区、园区、邮轮”开发与运营，通过“区域聚焦、城市深耕、转型发展”三个基础策略扩大规模

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

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

财务管理方面，公司将大力拓展直接融资渠道，积极补充优质大额低成本的资金，保障经营活动的资金需求，并继续保持行业领先融资成本优势，为公司可持续发展提供了有力的资金支持。同时以社区板块的开发销售为公司短期利润的重要来源，和园区板块的物业服务、出租管理贡献的稳定现金流，不断充实自身货币资金规模。

法人治理结构完善，内部控制制度较为健全

按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和《深圳证券交易所股票上市规则》等法

律、法规及有关规范性文件的要求，公司已经建立了较为完善的公司法人治理结构，并制定了《公司章程》及各自议事规则的规定，独立运作并履行应尽的职责和义务。股东大会为公司最高决策机构，股东大会根据上市规则及相关规定设立了董事会、监事会和管理层的独立运行机制，并设置了与公司生产经营相适应的组织职能机构，制定了相应的岗位职责，各职能部门之间职责明确、相互制约。

董事会为公司日常管理及经营机构，截至 2020 年末，公司董事会由 9 名董事组成，其中 3 名为独立董事，董事会设董事长 1 名。董事会根据《公司章程》及相关细则在授予的权职范围内行使职权，决定公司的重大事项，制定公司的发展规划及经营方案。董事会下设专业委员会，包括战略委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会和审计委员会。

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

资金管理方面，公司总部对城市公司的货币资金实行统一集中管理的模式，公司总部利用资金管理信息系统及网上银行等手段，对城市公司的银行存款进行统一集中管理。全资城市公司的银行存款严格执行收支两条线的管理方式，原则上收入结算账户实行“零余额”管理方式。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2020 年审计报告。2018 年及 2019

年财务数据分别为 2018 年及 2019 年审计报告期初重述数；2020 年财务数据为当期审计报告期末数。

盈利能力

近年来公司营业毛利率持续下滑，同时投资收益、资产减值损失及信用减值损失等非经常性损益波动对利润规模影响较大；但公司收入规模持续提升且期间费用控制能力良好，整体盈利能力维持较好水平

近年来，公司房地产销售业务结转规模以及物业管理业务规模扩大，使得整体收入规模逐年提升。

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

表 7：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

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

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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

受收入结转规模同比大幅增长的影响，2020 年公司经营性业务利润有所增加。值得注意的是，近年来公司非经常性损益对利润总额的影响较大，其中投资收益 2018~2020 年占当年利润总额的比重分别为 24.61%、39.17%和 25.33%。2020 年投资收益同比下滑 40.31%主要系当年长期股权投资处置收益，对联合营公司权益法核算确认的投资收益以及丧失控制权后、剩余股权按公允价值重新计量产生的利得同比减少较多。此外，资产减值损失及信用减值损失规模增长较快，其中资产减值损失主要为存货跌价损失，2020 年公司对北京、佛山、肇庆及合肥等地的住宅项目计提存货跌价准备合计 25.27 亿元；信用减值损失主要为其他应收款和应收账款减值损失，2020 年其他应收款减值损失 5.32 亿元，系公司对应收款项中的投资性垫款进行了单独减值测试，按照其未来现金流量现值低于其账面价值的差额计提重大风险类别信用损失准备。整体来看，主要受非经常性损益项目波动影响，2020 年公司利润总额同比减少 7.71%，净利润同比下滑 10.31%，需对投资收益、资产减值损失、信用减值损失等非经常损益项目对公司盈利能力的影响保持关注。

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

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020
销售费用	15.54	22.07	29.86
管理费用	15.27	17.81	20.50
财务费用	24.48	27.73	22.24
期间费用率	6.26	6.92	5.60
经营性业务利润	210.94	179.81	210.74
资产减值损失	9.86	20.92	25.70

⁶公司于 2020 年 1 月 1 日起全面执行新收入准则，将因转让商品收到的预收款调整至合同负债科目列示。

信用减值损失	-0.18	-0.80	5.34
公允价值变动收益	-0.63	1.14	0.08
投资收益	65.48	102.31	61.07
营业外损益	-0.12	-1.96	0.30
利润总额	266.01	261.24	241.09
EBITDA	313.31	324.61	301.42
净利润	194.61	188.57	169.13
EBITDA 利润率	35.49	33.23	23.25
净资产收益率	19.03	11.21	7.03

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

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

公司资产主要由货币资金、其他应收款、存货、长期股权投资和投资性房地产等构成，经营规模的扩大及前海土地整备完成带动公司资产总额快速增加。随着公司存货的快速增加，流动资产逐年提升；非流动资产由于长期股权投资的增加规模上升明显。具体来看，公司年末货币资金较为充裕，近年来持续增长；其他应收款的规模随应收合作方、联合营公司往来款的增加而不断上升；公司存货主要由在建开发产品构成，其中 2019 年存货规模大幅增加主要系因前海土地整备，深圳前海湾土地开发成本账面价值增加 401.31 亿元，2020 年随着开发规模的扩大，存货规模进一步增长。随着对联合营企业的新增投资增加，近年来长期股权投资余额持续增长。投资性房地产近年来出租率及租金收入稳定，其中 2019 年受益于前海土地整备及合资合作事项完成及其他持有型物业增加，公司投资性房地产账面价值大幅增长。

公司负债主要由应付账款、其他应付款、预收款项/合同负债⁶和有息负债等构成，近年来公司负债总额亦呈扩张态势，其中应付账款呈增长态势，主要系随着业务规模扩大，建筑工程款增长所致；其他应付款有较大幅度提升，主要系合作公司往来增长所致；预收款项/合同负债主要为预收购房款，

受益于销售回款增加，待结算资源逐年增长，为公司未来结转收入提供了支撑；此外，随着近年业务规模的快速扩张，公司对外融资需求亦不断提高，有息债务规模呈上升趋势。

公司所有者权益主要由未分配利润、其他权益工具和少数股东权益等构成。具体来看，得益于公司房地产开发业务很强的盈利能力，其利润积累不断夯实自有资本；其他权益工具主要系公司发行的永续债，2020年末进一步上升至204.74亿元；此外，近年来公司少数股东权益保持增长，主要系公司合作项目的增加和前海土地整备的完成所致⁷。

表 9：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）

	2018	2019	2020
总资产	4,234.87	6,180.40	7,371.57
货币资金	673.81	753.24	893.06
其他应收款	646.33	720.53	942.01
存货	2,108.21	3,119.35	3,607.93
长期股权投资	173.08	266.24	401.24
投资性房地产	398.04	903.76	973.31
总负债	3,146.56	3,903.98	4,838.00
总债务	1,213.68	1,430.25	1,605.17
应付账款	260.13	354.03	465.20
其他应付款	680.94	736.86	896.38
预收款项	753.49	977.75	1,310.87
未分配利润	447.58	532.54	581.26
其他权益工具	70.00	190.00	204.74
所有者权益	1,088.31	2,276.42	2,533.57
少数股东权益	329.34	1,325.90	1,519.87
资产负债率（%）	74.30	63.17	65.63
净负债率（%）	49.63	29.74	28.11

注：2018-2020年末合同负债已调至预收款项。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

得益于自有资本实力的持续提升以及充裕的期末手持货币资金规模，其财务杠杆始终控制在较好水平。近年来资产负债率均低于75%，净负债率控制在50%以内。若将公司2020年末204.74亿元永续债调入长期债务，则期末公司资产负债率和净

⁷ 2019年12月，公司子公司深圳市招商前海实业发展有限公司(以下简称“前海实业”)、深圳市前海开发投资控股有限公司(以下简称“前海投控”)与共同投资设立合资公司深圳市前海蛇口自贸投资发展有限公司(以下简称“前海自贸”)签署了《增资协议》，由前海自贸主导以增资扩股的方式向前海实业、前海投控分别收购其合法持有的深圳市招商前海实业发展有限公司(以下简称“招商实业”)100%股权及深圳市前海鸿昱实业投资有限公司(以下简称“前海鸿昱”)

负债率分别为68.41%和39.37%，仍处于较好水平。

公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成，存货中开发产品占比较低，存货及资产周转表现尚可

在项目开发及储备规模持续扩大的带动下，近年来公司流动资产规模不断上升。公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成。

表 10：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

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

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从存货构成来看，公司存货主要由已完工开发产品、在建开发产品、拟开发产品和土地开发成本等构成。截至2020年末，公司已完工开发产品为489.93亿元，占存货的比重为13.58%，主要位于深圳、重庆、北京、天津和佛山等一二线城市。2020年公司计提存货跌价准备25.30亿元，主要系对北京都会中心、佛山招商岸芷汀兰、佛山招商悦府、肇庆依云水岸花园、合肥雍华府等住宅项目计提的存货跌价准备，需对公司未来项目去化情况加以关注。此外，2019年末土地开发成本同比大幅增加主要系当年土地整备增加深圳前海湾土地账面价值401.31亿元。资产周转效率方面，近年来公司存货周转率和总资产

100%股权；同时，前海实业以部分现金向前海自贸增资。招商实业及前海鸿昱100%股权于增资基准日2019年9月30日的作价金额分别为644.08亿元和729.08亿元，前海实业现金增资的金额为85亿元。上述交易于2019年12月30日完成，交易完成后前海实业和前海投控仍各自持有前海自贸50%的股权，前海实业仍能够控制前海自贸。

产周转率有所波动，但整体资产周转效率尚可。

表11：近年来公司周转率相关指标

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

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

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

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

随着公司新获取项目力度的加大以及在建项目的持续推进，公司近年来总债务规模呈增长态势，主要由银行融资和应付债券构成。其中2020年末短期债务在总债务中占比为37.48%，债务期限结构有所优化且较为合理。2020年公司综合资金成本4.70%，同比下降22个BP，处于同行业较低水平。

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

表12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2018	2019	2020
经营活动净现金流	104.78	138.12	276.22
销售商品、提供劳务收到的现金	1,013.01	1,259.33	1,775.69
货币资金/短期债务	1.56	1.35	1.48
总债务	1,213.68	1,430.25	1,605.17
短期债务/总债务	35.62	39.09	37.48
总债务/EBITDA	3.87	4.41	5.33
经营活动净现金流/总债务	0.09	0.10	0.17
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.20	1.14	0.90
EBITDA利息保障倍数	3.88	3.54	2.92
经营活动净现金/利息支出	1.30	1.51	2.68

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司备用流动性充足，融资渠道丰富

截至2020年末，招商蛇口获得各大银行等金融机构授信额度为1,892.02亿元，未使用授信额度为975.68亿元。此外，招商蛇口通过发行中期票据、公司债券、超短期融资券等多种方式募集资金，招商蛇口融资渠道丰富且具有明显的资金成本优势。

截至2020年末，招商蛇口受限资产合计为707.53亿元，其中受限货币资金2.95亿元，受限的存货563.40亿元，受限的投资性房地产131.29亿元，受限的固定资产9.88亿元，受限资产合计占当期末总资产的9.60%。

或有事项方面，截至2020年末，招商蛇口对外担保余额16.91亿元，对外担保金额占期末净资产比重为0.67%，或有负债风险较小。此外，招商蛇口向银行提供商品房按揭贷款担保金额为329.20亿元。截至2020年末，招商蛇口无重大诉讼。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2021年3月23日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司股东招商局集团是国资委管理的大型中央企业之一，综合实力十分雄厚；作为招商局集团社区及园区开发重要运营平台，能够在业务拓展、项目获取、资金安排及资本运营等方向享受招商局集团的大力支持

公司控股股东招商局集团是国资委管理的大型中央企业之一，也是16家以房地产为主业的央企之一，综合实力十分雄厚。招商局集团历史悠久，是我国近代民族工商业的先驱。改革开放以来，招商局集团从开发蛇口工业区起步，已发展成为多元化综合性企业，业务主要集中于综合交通、特色金融、城市与园区综合开发运营三大核心产业，旗下拥有招商港口、招商轮船、招商公路、招商银行、招商证券、招商蛇口以及招商资本等一批优秀公

司。截至 2019 末，招商局集团总资产 19,358.95 亿元，所有者权益合计 8,116.81 亿元，资产负债率 58.07%。2019 年，招商局集团实现营业总收入 3,393.84 亿元，净利润 590.97 亿元。另截至 2020 年 9 月末，招商局集团总资产 21,738.51 亿元，所有者权益合计 8,577.48 亿元，资产负债率 60.54%。2020 年 1~9 月，招商局集团实现营业总收入 2,707.29 亿元，净利润 436.47 亿元。

城市与园区综合开发运营系招商局集团三大核心主营业务之一，公司作为招商局集团城市与园区综合开发的重要运营平台，能够在业务拓展、项目获取、资金安排及资本运营等方面享受招商局集团的大力支持。招商局集团在资金借贷及担保等方面给予公司资金方面的有力支持；同时，公司在进行境内、境外区域扩张时，可以共享招商局集团的业务资源，有助于公司较为快速地实现异地布局及海外事业拓展。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定招商局蛇口工业区控股股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）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，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次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次债券偿债保障情况等要素，以对本次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，本公司将于本次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）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次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。

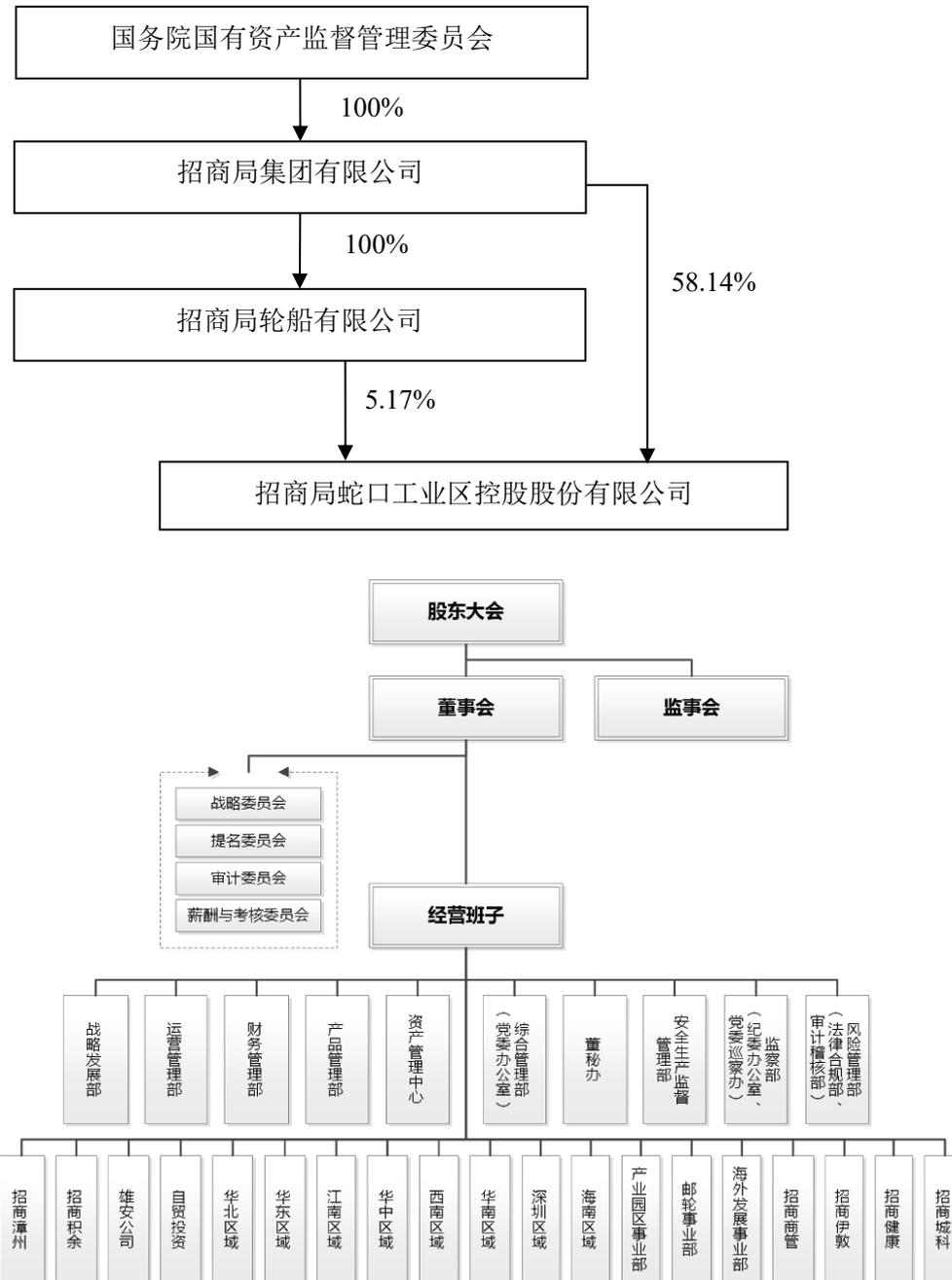
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2021 年 3 月 31 日

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2020年末）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：招商局蛇口工业区控股股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020
货币资金	6,738,127.65	7,532,385.28	8,930,567.54
其他应收款	6,463,296.82	7,205,265.82	9,420,094.45
存货净额	21,082,096.35	31,193,548.30	36,079,258.75
长期投资	1,775,835.77	2,743,286.88	4,125,214.54
固定资产	340,092.33	460,755.12	436,538.70
在建工程	92,796.27	81,894.49	96,853.19
无形资产	54,147.71	61,225.10	57,341.96
投资性房地产	3,980,398.90	9,037,608.76	9,733,052.71
总资产	42,348,708.47	61,804,012.22	73,715,734.00
预收款项	7,534,883.97	9,777,464.84	13,108,669.69
其他应付款	6,809,415.29	7,368,639.46	8,963,820.81
短期债务	4,324,397.55	5,591,442.13	6,016,098.05
长期债务	7,814,557.83	8,711,088.50	10,035,575.29
总债务	12,138,955.38	14,302,530.63	16,051,673.34
净债务	5,400,827.74	6,770,145.34	7,121,105.80
总负债	31,465,580.92	39,039,791.07	48,380,019.32
费用化利息支出	360,537.46	502,168.27	440,506.54
资本化利息支出	447,432.67	413,839.61	590,765.55
所有者权益合计（含少数股东权益）	10,883,127.55	22,764,221.16	25,335,714.68
营业总收入	8,827,785.47	9,767,218.12	12,962,081.84
经营性业务利润	2,109,378.50	1,798,052.22	2,107,436.23
投资收益	654,767.21	1,023,135.46	610,715.43
净利润	1,946,078.06	1,885,688.22	1,691,330.21
EBIT	3,020,632.59	3,114,539.42	2,851,449.86
EBITDA	3,133,136.74	3,246,117.74	3,014,221.06
销售商品、提供劳务收到的现金	10,130,094.85	12,593,288.49	17,756,917.16
经营活动产生现金净流量	1,047,813.76	1,381,206.86	2,762,200.67
投资活动产生现金净流量	295,523.40	-1,315,806.70	-481,797.57
筹资活动产生现金净流量	85,094.70	1,624,829.35	-789,422.25
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率（%）	39.49	34.65	28.69
期间费用率（%）	6.26	6.92	5.60
EBITDA 利润率（%）	35.49	33.23	23.25
净利润率（%）	22.04	19.31	13.05
净资产收益率（%）	19.03	11.21	7.03
存货周转率(X)	0.28	0.24	0.27
资产负债率（%）	74.30	63.17	65.63
总资本化比率（%）	52.73	38.59	38.78
净负债率（%）	49.63	29.74	28.11
短期债务/总债务（%）	35.62	39.09	37.48
经营活动净现金流/总债务（X）	0.09	0.10	0.17
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.24	0.25	0.46
经营活动净现金流/利息支出（X）	1.30	1.51	2.68
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	1.20	1.14	0.90
总债务/EBITDA（X）	3.87	4.41	5.33
EBITDA/短期债务（X）	0.72	0.58	0.50
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.88	3.54	2.92
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	4.29	3.85	3.34

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、2018~2020 年末合同负债已调至预收款项；3、2018~2020 年末其他流动负债中超短期融资券调整至短期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
现金流	净利润率	=净利润/营业总收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

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

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

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

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。