

信用评级公告

联合〔2023〕3044号

联合资信评估股份有限公司通过对招商局蛇口工业区控股股份有限公司主体长期信用状况及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持招商局蛇口工业区控股股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“22 招商蛇口 MTN003A”“22 招商蛇口 MTN003B”“22 招商蛇口 GN004”“22 蛇口 05”“22 蛇口 06”“22 蛇口 07”“22 蛇口 09”“22 蛇口 10”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二三年五月十九日

招商局蛇口工业区控股股份有限公司

2023年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
招商局蛇口工业区控股股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
22 招商蛇口 MTN003A	AAA	稳定	AAA	稳定
22 招商蛇口 MTN003B	AAA	稳定	AAA	稳定
22 招商蛇口 GN004	AAA	稳定	AAA	稳定
22 蛇口 05	AAA	稳定	AAA	稳定
22 蛇口 06	AAA	稳定	AAA	稳定
22 蛇口 07	AAA	稳定	AAA	稳定
22 蛇口 09	AAA	稳定	AAA	稳定
22 蛇口 10	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	到期兑付日
22 招商蛇口 MTN003A	20.00	20.00	2025/09/29
22 招商蛇口 MTN003B	10.00	10.00	2027/09/29
22 招商蛇口 GN004	5.50	5.50	2027/12/29
22 蛇口 05	40.00	40.00	2025/10/28
22 蛇口 06	10.00	10.00	2027/10/28
22 蛇口 07	13.60	13.60	2025/11/16
22 蛇口 09	26.40	26.40	2025/12/14
22 蛇口 10	10.00	10.00	2027/12/14

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2023 年 5 月 19 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V4.0.202208
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司在股东背景、开发经验及品牌力方面优势仍显著。跟踪期内，公司土地储备城市分布继续优化，销售规模虽有下降但优于行业平均水平；公司财务政策保持稳健，融资渠道仍畅通。同时，联合资信也关注到房地产行业融资及销售压力增大，公司开发业务毛利率下降，且公司资产运营业务在建及拟建项目规模较大，未来有一定的资本支出压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司房地产土地储备整体质量较好，但房地产行业景气度仍较低，公司项目销售承压。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“22 招商蛇口 MTN003A”“22 招商蛇口 MTN003B”“22 招商蛇口 GN004”“22 蛇口 05”“22 蛇口 06”“22 蛇口 07”“22 蛇口 09”“22 蛇口 10”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司股东背景强且对公司支持力度仍大。**招商蛇口作为招商局集团旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业，得到股东多次增资，并在项目资源获取及融资等方面可获得招商局集团的有力支持。在行业景气度波动的背景下，公司竞争优势显著。

2. **土地储备继续优化，资产运营收入为公司提供稳定现金流。**2022 年，公司项目储备的城市布局继续优化，当年新增土地楼面均价继续提升；此外较大规模的资产运营收入能为公司提供稳定现金流。

3. **公司财务政策相对稳健，融资成本低，融资渠道畅通。**截至 2022 年底，公司债务负担一般，债务结构合理，且融资成本继续压降；公司资产受限比例低，再融资空间大，融资渠道畅通。

关注

1. **房地产行业调控趋于长期化，需关注对公司项目去化的影响。**2021 年下半年以来房地产市场迅速转冷，行业整体销售下降，未来房地产市场运行存在一定不确定性。公司项

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		1
			偿债能力	2
指示评级				aaa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AAA

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：张超 赵兮

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

目利润空间不断收窄，公司 2022 年业务综合毛利率继续下降，此外公司其他应收款规模较大，有一定合作开发项目风险。

2. 公司未来有一定资本支出压力。公司资产运营业务回收期较长，且自持项目在建及拟建规模较大，未来有一定资本支出压力。

主要财务数据：

项 目	合并口径			
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	893.37	796.48	864.64	974.71
资产总额（亿元）	7392.28	8562.03	8864.71	9133.63
所有者权益（亿元）	2531.10	2767.55	2844.40	2823.38
短期债务（亿元）	603.20	460.65	442.81	/
长期债务（亿元）	1029.26	1396.10	1665.54	/
全部债务（亿元）	1632.46	1856.75	2108.35	/
营业总收入（亿元）	1296.21	1606.43	1830.03	150.09
利润总额（亿元）	241.09	228.43	158.17	5.96
EBITDA（亿元）	301.42	295.20	228.05	--
经营性净现金流（亿元）	276.22	259.77	221.74	82.73
营业利润率（%）	21.70	19.45	15.00	10.66
净资产收益率（%）	6.68	5.49	3.20	--
调整后资产负债率（%）	58.38	60.88	61.63	61.82
全部债务资本化比率（%）	39.21	40.15	42.57	/
流动比率（%）	153.91	152.56	154.56	151.87
经营现金流动负债比（%）	7.39	6.07	5.23	--
现金短期债务比（倍）	1.48	1.73	1.95	/
EBITDA 利息倍数（倍）	2.92	2.75	2.08	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.42	6.29	9.25	--
项 目	公司本部（母公司）			
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	2392.78	3043.37	3270.24	/
所有者权益（亿元）	501.65	530.62	422.73	/
全部债务（亿元）	877.13	875.18	1131.62	/
营业总收入（亿元）	4.04	5.05	11.32	/
利润总额（亿元）	37.35	60.05	4.60	/
资产负债率（%）	79.03	82.56	87.07	/
全部债务资本化比率（%）	63.62	62.25	72.80	/
流动比率（%）	142.00	141.05	134.75	/
经营现金流动负债比（%）	-0.10	-0.17	-1.28	/

注：1. 报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司其他流动负债中超短期融资券计入有息债务核算，长期应付款中有息部分计入有息债务核算；3. “--”表示无意义，“/”表示未获取；4. 公司 2023 年一季度财务数据未审计

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22招商蛇口GN004	AAA	AAA	稳定	2022/12/12	张超 赵兮	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
22蛇口10	AAA	AAA	稳定	2022/12/02	张超 赵兮	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
22蛇口09	AAA	AAA	稳定	2022/12/02	张超 赵兮	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
22蛇口07	AAA	AAA	稳定	2022/11/03	张超 赵兮	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
22蛇口06	AAA	AAA	稳定	2022/10/18	张超 赵兮	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
22蛇口05	AAA	AAA	稳定	2022/10/18	张超 赵兮	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
22招商蛇口MTN003B	AAA	AAA	稳定	2022/09/05	张超 赵兮	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
22招商蛇口MTN003A	AAA	AAA	稳定	2022/09/05	张超 赵兮	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

招商局蛇口工业区控股股份有限公司

2023年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“公司”或“招商蛇口”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、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”）是招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业，也是招商局集团在国内重要的核心资产整合及业务平台。1992年2月19日，招商局集团全资设立招商蛇口，注册资本为2亿元。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并于深圳证券交易所上市，证券代码001979.SZ。截至2023年3月底，公司股本77.39亿元，招商局集团直接持有公司59.53%股份、通过全资子公司招商局轮船有限公司持有公司5.30%股份；公司实际控制人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”）。

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。

截至2022年底，公司资产总额8864.71亿元，所有者权益2844.40亿元（含少数股东权益1827.29亿元）；2022年，公司实现营业总收入1830.03亿元，利润总额158.17亿元。

截至2023年3月底，公司资产总额9133.63亿元，所有者权益2823.38亿元（含少数股东权益1813.45亿元）；2023年1-3月，公司实现营业总收入150.09亿元，利润总额5.96亿元。

公司注册地址：广东省深圳市南山区蛇口太子路1号新时代广场；法定代表人：许永军。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2022年底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，上述债券均尚未到第一个付息日。

表1 截至2022年底公司存续债券（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	到期日
22招商蛇口MTN003A	20.00	20.00	2022/09/29	2025/09/29
22招商蛇口MTN003B	10.00	10.00	2022/09/29	2027/09/29
22招商蛇口GN004	5.50	5.50	2022/12/29	2027/12/29
22蛇口05	40.00	40.00	2022/10/28	2025/10/28
22蛇口06	10.00	10.00	2022/10/28	2027/10/28
22蛇口07	13.60	13.60	2022/11/16	2025/11/16
22蛇口09	26.40	26.40	2022/12/14	2025/12/14
22蛇口10	10.00	10.00	2022/12/14	2027/12/14

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022年，地缘政治局势动荡不安，世界经济下行压力加大，国内经济受到极端高温天气等多重超预期因素的反复冲击。党中央、国务院坚持稳中求进总基调，加大了宏观政策实施力度，及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策和接续政策，着力稳住经济大盘，保持经济运行在合理区间。

经初步核算，2022年全年国内生产总值121.02万亿元，不变价同比增长3.00%。分季度来看，一季度GDP稳定增长；二季度GDP同比增速大幅回落；三季度同比增速反弹至3.90%；四季度经济同比增速再次回落至2.90%。

生产端：农业生产形势较好，工业、服务业承压运行。2022年，第一产业增加值同比增长4.10%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长3.80%、2.30%，较2021

年两年平均增速（分别为5.55%、5.15%）回落幅度较大，主要是受需求端拖累，工业、服务业活动放缓所致。

表2 2018-2022年中国主要经济数据

指标名称	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
GDP总额(万亿元)	91.93	98.65	101.36	114.92	121.02
GDP增速(%)	6.75	6.00	2.20	8.40(5.25)	3.00
规模以上工业增加值增速(%)	6.20	5.70	2.80	9.60(6.15)	3.60
固定资产投资增速(%)	5.90	5.40	2.90	4.90(3.90)	5.10
房地产投资增速(%)	9.50	9.90	7.00	4.40(5.69)	-10.00
基建投资增速(%)	3.80	3.80	0.90	0.40(0.65)	9.40
制造业投资增速(%)	9.50	3.10	-2.20	13.50(4.80)	9.10
社会消费品零售总额增速(%)	8.98	8.00	-3.90	12.50(3.98)	-0.20
出口增速(%)	9.87	0.51	3.62	29.62	7.00
进口增速(%)	15.83	-2.68	-0.60	30.05	1.10
CPI涨幅(%)	2.10	2.90	2.50	0.90	2.00
PPI涨幅(%)	3.50	-0.30	-1.80	8.10	4.10
社融存量增速(%)	10.26	10.69	13.30	10.30	9.60
一般公共预算收入增速(%)	6.20	3.80	-3.90	10.70(3.14)	0.60
一般公共预算支出增速(%)	8.70	8.10	2.80	0.30(1.54)	6.10
城镇调查失业率(%)	4.93	5.15	5.62	5.12	5.58
全国居民人均可支配收入增速(%)	6.50	5.80	2.10	8.10(5.06)	2.90

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 社融存量增速为期末值；5. 城镇调查失业率为年度均值；6. 2021年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和Wind数据整理

需求端：消费同比出现下降，固定资产投资相对平稳，出口下行压力显现。消费方面，2022年，社会消费品零售总额43.97万亿元，同比下降0.20%，消费需求特别是餐饮等聚集型服务消费需求回落明显。投资方面，2022年，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21万亿元，同比增长5.10%，固定资产投资在稳投资政策推动下实现平稳增长。其中，房地产开发投资持续走弱，是固定资产投资的主要拖累项；基建和制造业投资实现较快增长。外贸方面，2022年，中国货物贸易进出口总值6.31万亿美元。其中，出口金额3.59万亿美元，同比增长7.00%；进口金额2.72万亿美元，同比增长1.10%；贸易顺差达到8776.03亿美元，创历史新高。四季度以来出口当月同比转为下降，主要是受到海外需求收缩叠加高基数效应的影响，出口下行压力显现。

消费领域价格温和上涨，生产领域价格涨幅回落。2022年，全国居民消费价格指数（CPI）上涨2.00%，涨幅比上年扩大1.10个百分点。其中，食品价格波动较大，能源价格涨幅较高，核心CPI走势平稳。2022年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨4.10%，涨幅比上年回落4.00个百分点。其中，输入性价格传导影响国内相关行业价格波动，与进口大宗商品价格关联程度较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅出现不同程度的回落；能源保供稳价成效显著，煤炭价格涨幅大幅回落，但煤炭价格仍处高位，能源产品稳价压力依然较大。

社融口径人民币贷款、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。2022年，全国新增社融规模32.01万亿元，同比多增6689亿元；2022年末社融规模存量为344.21万亿元，同比增长9.60%，增速比上年同期下

降 0.70 个百分点。分项看，2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资和社融口径人民币贷款同比分别多增 1074 亿元和 9746 亿元，支撑社融总量扩张；表外融资方面，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增 5275 亿元、少减 1.41 万亿元和少减 1505 亿元，亦对新增社融规模形成支撑。

财政政策积极有为，民生等重点领域支出得到有力保障，财政收支矛盾有所加大。

2022 年，全国一般公共预算收入 20.37 万亿元，同比增长 0.60%，扣除留抵退税因素后增长 9.10%。2022 年，各项税费政策措施形成组合效应，全年实现新增减税降费和退税缓税缓费规模约 4.20 万亿元。支出方面，2022 年全国一般公共预算支出 26.06 万亿元，同比增长 6.10%。民生等重点领域支出得到有力保障，卫生健康、社会保障和就业、教育及交通运输等领域支出保持较快增长。2022 年，全国一般公共预算收支缺口为 5.69 万亿元，较上年（3.90 万亿元）显著扩大，是除 2020 年之外的历史最高值，财政收支矛盾有所加大。

稳就业压力加大，居民收入增幅显著回落。2022 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.58%，高于上年 0.46 个百分点，受经济下行影响，中小企业经营困难增多，重点群体就业难度也有所加大，特别是青年失业率有所上升，稳就业面临较大挑战。2022 年，全国居民人均可支配收入 3.69 万元，实际同比增长 2.90%，较上年水平显著回落。

2. 宏观政策和经济前瞻

2023 年宏观政策的总基调是稳中求进，做好“六个统筹”，提振发展信心。2022 年 12 月，中央经济工作会议指出 2023 年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，

稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。会议指出，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好以下工作：一是着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置；二是加快建设现代化产业体系；三是切实落实“两个毫不动摇”；四是更大力度吸引和利用外资；五是有效防范化解重大经济金融风险。

2023 年，世界经济滞胀风险上升，中国经济增长将更多依赖内需。2022 年，俄乌冲突推升了能源价格，加剧了全球的通胀压力。2023 年，在美欧货币紧缩的作用下，全球经济增长或将进一步放缓，通胀压力有望缓和，但地缘政治、能源供给紧张、供应链不畅等不确定性因素仍然存在，可能对通胀回落的节奏产生扰动。总体来看，2023 年，世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下，2023 年，中国经济增长将更多依赖内需，“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显。随着存量政策和增量政策叠加发力，内需有望支撑中国经济重回复苏轨道。

五、行业分析

1. 房地产行业概况

2022 年，房地产市场延续 2021 年下半年以来的低迷状态，商品房销售萎靡，房企新开工意愿和房地产开发投资均持续下降，市场信心有待恢复。

2022 年，受宏观经济下行及前期调控政策对市场传导作用的滞后显现等因素影响，国内房地产市场景气度继续下行；叠加融资端受阻，发生流动性风险的房企数量持续增加，大量项目“烂尾”引发的“停工断贷潮”进一步降低市场预期。

房地产开发投资方面，2022 年，全国房地产开发投资首次出现负增长，全年房地产开发投资累计同比下降 10.00%至 13.29 万亿元，降幅较前 11 月继续扩大。其中住宅投资、

办公楼投资和商业营业用房投资均同比下降。

新开工方面，2022 年以来房地产行业景气度尚未恢复，受“保交付”等政策影响，房企新开工意愿持续下降，2022 年新开工面积同比下降 39.40%。从施工面积看，2022 年全国房屋施工面积达 90.50 亿平方米，同比下降 7.20%。同期全国房屋竣工面积 8.62 亿平方米，同比下降 15.00%。

商品房销售方面，2022 年，商品房销售额 13.33 万亿元，商品房销售面积 13.58 亿平方米，同比分别下降 26.70% 和 24.30%。其中住宅销售面积 11.46 亿平方米，同比下降 26.80%。2022 年 12 月单月全国商品房销售额和面积同比分别下降 27.65% 和 31.53%，降幅较上月有所收窄，但销售复苏力度仍显薄弱。商品房销售均价方面，2022 年全国商品房销售均价为 9814 元/平方米，同比下降 3.21%。房企仍采用“以价换量”方式加快销售，但对销售规模贡献不大。

2. 土地市场与信贷环境

2022 年以来，全国土地市场热度不高，供求规模齐跌；央企、国企及地方城投企业仍为拿地主力军，大部分民企仍谨慎投资。2022 年，房地产开发到位资金同比回落，在融资端政策扶持下房企信贷环境有望逐步修复，但仍面临较大销售回款压力。

土地市场方面，2022 年，全国土地供应量有所下降；根据中指研究院数据，2022 年全国 300 城共推出住宅用地规划建筑面积 76632.38 万平方米，同比下降 36.29%；成交规划建筑面积 62002.26 万平方米，同比下降 31.09%；平均溢价率为 3.12%，较 2021 年同

期下降 7.8 个百分点。在土地市场低迷背景下，尽管部分城市放松土拍门槛并推出优质地块，但整体土拍市场热度不高，央企、国企及地方城投企业仍为拿地主力军；除个别优质民营房企开始发力拿地外，大部分民企仍谨慎投资。据统计，2022 年地方城投企业拿地金额同比有所增长，但拿地开工率显著弱于非城投房企，托底现象较为明显。城市间土拍热度有所分化，具体来看，上海、杭州和北京为 22 城集中供地城市土地成交金额前三名，年内均完成四轮集中土拍。上海年内土拍热度保持平稳，四轮土拍保持“零流拍”记录，但冷热分化明显，过半地块仍以底价成交；杭州作为长三角热点城市，经济发展较快、人口持续净流入，土拍成交金额维持高位且本土民企参与热情高；北京土地供应规模较小，市场参与积极性保持较高，板块冷热分化亦显著。天津、沈阳及长春等城市土拍市场热度持续较差。根据 CREIS 数据，2022 年 1—11 月，全国住宅用地流拍撤牌率为 21.30%，同比下降 1.30 个百分点，土地流拍率仍处高位。

2022 年受行业销售下行影响，房地产开发到位资金 14.90 万亿元，同比下降 25.90%，降幅较前 11 月扩大 0.20 个百分点。从房地产开发到位资金来源看，2022 年国内贷款同比下降 25.40%，其中 2022 年 12 月单月环比增长 50.91%，在融资端政策扶持下房企信贷环境有所修复；其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）和自筹资金仍为房地产开发到位资金的主要来源，2022 年需求端购房情绪萎靡致使其他资金同比下降 30.03%，自筹资金占比上升较快，房企面临较大销售压力，对销售回款依赖仍较强。

表 3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

资金来源	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58	17388.00	11.67
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05	78.00	0.05

自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53	52940.00	35.54
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83	78573.00	52.74
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76	49289.00	33.08
个人按揭贷款	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10	23815.00	15.99
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00	148979.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

2022年以来，面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，供需两端调控政策逐步松绑转向宽松；2022年11月，融资端利好集中释放，“四箭齐发”将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但仍需观察政策传导速度及落地效果。

中央在“房住不炒”的总基调下，因城施策，以促进房地产业良性循环和健康发展为目标，2022年调控政策逐步松绑转向宽松。2022

年4月，中央政治局会议强调支持刚需和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，部分城市限购限贷等政策有所放松；7月，各地“停贷”事件迅速发酵，监管层面高度重视，将协助地方政府推进“保交楼、保民生、保稳定”的工作；10月，中共二十大报告明确坚持房住不炒，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；12月，中央经济工作会议强调确保房地产市场平稳发展，满足行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。

表4 2022年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2022年3月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持“房住不炒”定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，“稳地价、稳房价、稳预期”，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年3月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险
2022年3月	财政部	今年内不具备扩大房地产税改革试点城市条件
2022年4月	中央政治局会议	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展
2022年7月	中央政治局会议	要稳定房地产市场，坚持“房住不炒、因城施策”，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生
2022年8月	国务院常务会议	支持刚性和改善性住房需求，地方要用好“一城一策”政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款
2022年9月	央行、银保监会	完善大型企业债务风险监测和处置，保证房地产融资平稳有序。允许部分城市阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限
2022年10月	中共二十大	坚持房住不炒，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度
2022年11月	国务院常务会议	落实因城施策支持刚性和改善性住房需求的政策，指导地方加强政策宣传解读。推进保交楼专项借款尽快全面落到项目，激励商业银行新发放保交楼贷款，加快项目建设和交付。努力改善房地产行业资产负债状况，促进房地产市场健康发展
2022年12月	中央经济工作会议	要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡
2023年1月	央行、银保监会	建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限

资料来源：联合资信整理

从融资层面的政策看，2022年以来面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，融资政策持续

改善。2022年11月，从金融“16条”到“地产行业四支箭”融资政策陆续落地，融资端利好集中释放。2023年1月，相关部门起草了《改

善优质房企资产负债表计划行动方案》，同时将完善针对 30 家试点房企的“三线四档”部分参数设置。当前行业供需两侧政策支持导向明显，从银行信贷支持、债券融资帮扶到股权

融资松绑层层突破，将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但仍需观察政策传导速度及落地效果。

表 5 2022 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2022 年 1 月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定
2022 年 2 月	央行、银保监会	保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理
2022 年 4 月	央行、外汇局	出台 23 条政策举措支持实体经济，金融机构要区分项目风险与企业集团风险，加大对优质项目的支持力度，不盲目抽贷、断贷、压贷，不搞“一刀切”，保持房地产开发贷款平稳有序投放
2022 年 5 月	证监会	积极支持房地产企业债券融资，研究拓宽基础设施 REITs 试点范围
2022 年 5 月	银保监会	要督促银行保险机构坚持“房住不炒”的定位，因城施策落实好差别化住房信贷政策，支持首套和改善性住房需求，灵活调整个人住房贷款还款计划。要区分项目风险与企业集团风险，不盲目抽贷、断贷、压贷，保持房地产融资平稳有序。要按照市场化、法治化原则，做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务
2022 年 9 月	央行、银保监会	完善大型企业债务风险监测和处置，保证房地产融资平稳有序。允许部分城市阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限
2022 年 11 月	央行、银保监会	金融“16 条”措施支持稳定房地产开发贷款投放，个人投资者贷款合理需求，开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期，保持债券融资和资管产品融资稳定，支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款，鼓励金融机构为专项借款支持项目提供新增配套融资支持，房地产项目并购金融支持，延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排、鼓励商业银行发行支持住房租赁金融债券
2022 年 11 月	银保监会、住建部、央行	允许商业银行与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务
2022 年 11 月	证监会	密切关注房地产行业面临的困难挑战，支持实施改善优质房企资产负债表计划，继续支持房地产企业合理债券融资需求，支持涉房企业开展并购重组及配套融资，支持有一定比例涉房业务的企业开展股权融资
2022 年 11 月	证监会	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用
2022 年 11 月	央行、银保监会	商业银行境外分支行要加大对优质房企内保外贷业务的支持力度，加快项目落地
2023 年 1 月	央行、银保监会	有关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，针对专注主业、合规经营、资质良好，具有一定系统重要性的优质房企，重点推进“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四个方面共 21 项工作任务，引导优质房企资产负债表回归安全区间；合理延长房地产贷款集中度管理制度过渡期，完善针对 30 家试点房企的“三线四档”规则，在保持规则整体框架不变的基础上，完善部分参数设置

资料来源：联合资信整理

六、公司基础素质

1. 产权状况

截至 2022 年底，公司股本为人民币 77.39 亿元，控股股东为招商局集团，实际控制人为国务院国资委。

2. 企业竞争力

公司主要业务在规模和品牌影响力方面具有很强的优势。

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，围绕开发业务、资产运营和城市服务三类业务提供产品及服务。

开发业务方面，2022 年，公司全口径签约销售金额 2926.02 亿元，销售规模行业排名上升至 2022 年克而瑞房企销售（权益口径）榜第六名；公司坚持区域聚焦、城市深耕的战略，在高能级城市的布局效果显著，在上海、合肥、苏州、南通及徐州的市占率超过 10%。此外，公司 2022 年践行“品质年”要求，积极做优产

品质量，“玺系”“臻系”产品分别入选 2022 年克而瑞全国十大豪宅产品系和轻奢产品，有助于提升公司品牌影响力。

公司资产运营业务规模较大，涵盖集中商业、产业办公、公寓酒店及零星物业等多种业态。公司通过专业子公司或部门对物业分业态分产品进行精细化运营管理，以实现物业资产价值和投资回报的提升。2022 年，公司资产运营实现收入 42.20 亿元，能为公司提供大规模稳定的现金流。

城市服务方面，公司布局了物业管理、邮轮、会展及康养等业务。截至 2022 年底，公司物业管理业务管理面积达 3.11 亿平方米，规模处于行业领先地位。

3. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业信用报告》（统一社会信用代码：914403001921816342），截至 2023 年 4 月 6 日，公司无未结清和已结清的不良信贷记录。总体看，公司过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2023 年 5 月 15 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司内部控制制度及治理结构未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2022 年，公司开发业务结转规模有所增长，毛利率同比下滑；受减免租金影响，公司资产运营项目收入及毛利率同比均有所下滑。

2022 年，公司营业总收入同比增长 13.92%，主要系当年地产项目结转规模增加所致；公司资产运营收入小幅下降主要系当年并表范围内项目减免 7.49 亿元租金所致。2022 年，公司利润总额同比下降 30.76%，主要系毛利率下降、投资收益下降以及资产减值损失增加所致。

毛利率方面，2022 年，公司开发业务毛利率下降 5.94 个百分点，但仍处于行业较高水平；公司资产运营业务毛利率由正转负，主要系当年减免租金所致；综上，公司业务综合毛利率有所下滑。

表6 公司营业总收入情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
园区开发与运营	282.30	21.78	49.80	--	--	--	--	--	--
社区开发与运营	1012.57	78.12	22.94	--	--	--	--	--	--
邮轮产业建设与运营	1.33	0.10	-74.48	--	--	--	--	--	--
开发业务	--	--	--	1452.83	90.44	27.00	1655.64	90.47	21.06
资产运营	--	--	--	46.20	2.88	16.66	42.20	2.31	-11.74
城市服务	--	--	--	107.41	6.69	8.56	132.19	7.22	6.46
合计	1296.21	100.00	28.69	1606.43	100.00	25.47	1830.03	100.00	19.25

资料来源：公司年度报告

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 150.09 亿元，同比下降 20.17%；利润总额为 5.96 亿元，同比下降 61.85%，降幅大于营业收入降幅主要系公司综合毛利率下降至 12.62%

所致。

2. 开发业务

2022 年房地产行业景气度下降，对公司的

开发销售及投拓力度均产生了影响，但公司当年销售金额降幅优于行业平均水平；随着公司城市能级的提升，公司销售均价提升明显；公司土地储备持续向高能级城市优化。

公司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的准一线及二线城市，机会参与三四线城市。

(1) 项目开发及销售

2022年，房地产行业景气度下行，公司减缓了项目的开发节奏，新开工面积大幅下降；公司竣工面积保持稳定。

表7 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	2020年	2021年	2022年
新开工面积	1356	1810	898
竣工面积	1096	1273	1290
期末在建面积	3093	3605	3176
签约销售面积	1243.53	1464.47	1193.65
签约销售金额	2776.08	3268.34	2926.02
签约销售均价	22324.19	22317.56	24513.22

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

2022年，公司销售金额同比下降10.47%，降幅小于行业平均水平；公司在12个城市销售规模当地排名前五，其中上海、苏州、合肥和南通地区排名第一，在深圳、南京和徐州排名在前三，在温州、西安、无锡、重庆和金华排名前五。销售价格方面，受益于公司深耕高能级城市，公司2022年销售均价提升明显。

(2) 土地储备

2022年，公司新增土地储备建筑面积合计726万平方米，主要位于上海、深圳和合肥等地，当地的房地产市场环境较好，公司新增的56块土地中有22块实现当年开盘。从拿地成本看，公司近年来加大了核心一二线城市项目的获取，2022年拿地均价大幅上涨。

表8 公司新增土地储备情况

(单位：个、万平方米、元/平方米、亿元)

指标	2020年	2021年	2022年
当年新拓展项目	98	113	56

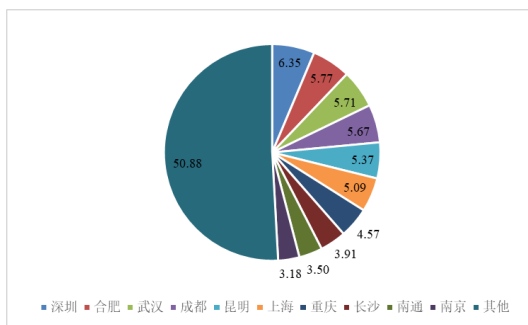
当年新增土地储备建筑面积	1625	1559	726
当年新增土地平均成本	9357	13848	17617
当年地价支出金额	1520	2158	1279

注：统计口径为全口径

资料来源：联合资信根据公司年度报告及公开资料整理

根据公司2022年年度报告，截至2022年底，公司主要项目权益未结转面积（规划计容建筑面积-累计计容竣工面积）2737.17万平方米，主要位于华东地区；从城市分布看，主要位于深圳、合肥、武汉、成都、昆明、上海、重庆、长沙、南通和南京等地。

图1 公司权益未结转面积区域分布占比（单位：%）



资料来源：联合资信根据公司年报整理

3. 资产运营及城市服务

公司资产运营业务规模较大且区域分布较好，每年为公司提供大额稳定的现金流；公司在建自持项目规模较大，回收期较长，未来有一定资本支出压力。

公司资产运营业务涵盖集中商业、产业办公、公寓酒店及零星物业等六种业态的物业运营及资产管理。根据公司2022年年度报告，公司当年主要项目出租/经营收入合计38.44亿元，主要由一线城市及核心二线城市项目贡献。

表9 截至2022年底公司主要资产运营业务情况

(单位：万平方米、亿元、%、套)

土地出租	可出租土地面积	出租收入	平均出租率
土地	132.60	1.21	100.00
出租物业类别	可出租面积	出租收入	平均出租率
公寓及住宅	110.58	9.66	79.73
写字楼	96.57	5.18	67.58

厂房	170.77	5.89	78.03
商铺及商业中心	150.33	9.77	89.16
其他	20.34	1.14	80.89
出租物业合计	548.59	31.63	79.82
酒店经营	客房套数	经营收入	入住率
酒店	3424	5.60	--

资料来源：公司年度报告

截至 2022 年底，公司管理范围内长租公寓布局 21 个城市，在营项目 41 个，该板块收入主要由深圳项目贡献；公司在建及筹开长租公寓项目 28 个，总建筑面积约 64 万平方米，相对于公司整体业务规模而言，未来支出规模一般。

截至 2022 年底，公司管理范围内写字楼在营项目 30 个，其中约 80% 布局在一线城市；公司在建写字楼项目 11 个，总建筑面积合计 111 万平方米。除部分新开业项目及低能级城市项目出租率较低外，公司剩余项目平均出租率维持较高水平。

公司产业园项目主要包括网谷、意库和智慧城等产业园产品线，代表项目包括漳州开发区、海南三亚深海科技城和博鳌乐城、蕲春健康产业新城、深圳前海自贸区和大连太平湾等。截至 2022 年底，公司产业园项目布局国内 16 个核心一二线城市，规划建筑面积合计 475 万平方米，其中在营项目总建筑面积约 257 万平方米。

截至 2022 年底，公司管理范围内集中商业在营项目合计 33 个；在建及筹开项目 41 个，总建筑面积约 404 万平方米，规模较大，未来有一定的资本支出压力。

此外，物业管理方面，截至 2022 年底，公司控股子公司招商局积余产业运营服务股份有限公司（以下简称“招商积余”，公司持股比例为 47.45%）物业管理面积 3.11 亿平方米，其中非住宅类物业管理面积 1.82 亿平方米，住宅类物业管理面积 1.29 亿平方米。2022 年，招商积余实现营业收入 130.24 亿元，净利润 5.69 亿元。

4. 未来发展

公司未来发展目标清晰。

面对行业重大变局，公司重新审视了业务模式和商业逻辑，将坚定“三个转变”落实到公司长期战略中，一是坚定从开发为主向开发与经营并重转变，把握好规模与成长的关系，坚持价值导向；二是坚定从重资产为主向轻重结合转变，加大轻资产业务的发展力度；三是坚定从同质化竞争向差异化发展转变，培育特色、形成品牌，提升能力、形成文化。

至“十四五”规划期末，公司力争综合发展取得显著成效，成为中国领先的城市和园区综合开发运营服务商。

九、财务分析

1. 财务概况

德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022 年财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2023 年一季度财务数据未经审计。

截至 2022 年底，公司资产总额 8864.71 亿元，所有者权益 2844.40 亿元（含少数股东权益 1827.29 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 1830.03 亿元，利润总额 158.17 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司资产总额 9133.63 亿元，所有者权益 2823.38 亿元（含少数股东权益 1813.45 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 150.09 亿元，利润总额 5.96 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司货币资金充裕，投资性房地产仍有较大的增值空间；公司往来款体量规模仍较大，需关注合作方款项的回收风险；公司存货中完工开发产品规模较大，后续仍面临减值及去化风险；公司资产受限比例低，再融资空间大。

截至 2022 年底，公司合并资产总额较年初增长 3.54%，以流动资产为主。

表 10 公司资产主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	5755.27	77.86	6530.58	76.27	6551.87	73.91	6805.40	74.51
货币资金	893.06	12.08	795.33	9.29	862.43	9.73	973.08	10.65
其他应收款	942.01	12.74	1195.67	13.96	1267.78	14.30	1309.35	14.34
存货	3607.93	48.81	4176.36	48.78	4115.49	46.43	4170.11	45.66
非流动资产	1637.02	22.14	2031.45	23.73	2312.84	26.09	2328.23	25.49
长期股权投资	401.24	5.43	615.61	7.19	746.44	8.42	747.47	8.18
投资性房地产	973.31	13.17	1090.67	12.74	1198.87	13.52	1211.56	13.26
资产总额	7392.28	100.00	8562.03	100.00	8864.71	100.00	9133.63	100.00

注：占比为占总资产的比例，占比较低科目未予以列示
资料来源：公司财务报告、联合资信整理

截至 2022 年底，公司货币资金较年初增长 8.44%，其中有 3.82 亿元受限资金，预售监管资金规模为 307.90 亿元；货币资金充裕。

截至 2022 年底，公司其他应收款较年初增长 6.03%，以关联方往来款和合作方往来款为主；累计计提信用损失准备 33.54 亿元；账龄看，公司其他应收款账面余额 1 年以内占 51.22%，1~2 年占 23.88%，2~3 年占 7.41%，3 年以上占 17.50%；按欠款方归集的年末余额前五名其他应收款占比为 15.15%，全部为合作方往来款；考虑到其他应收款账龄及部分房企出现流动性风险，应关注其回收风险。

截至 2022 年底，公司存货主要由土地开发成本（占 10.18%；主要为深圳前海湾土地）、在建开发产品（占 66.27%）及已完工开发产品（占 18.81%）为主；已完工开发产品占比较高，其中规模较大的包括深圳国际会展中心商业配套项目、厦门臻园、厦门海上世界和三亚海月花园项目等；公司累计计提存货跌价准备 72.18 亿元，主要系对厦门臻园、佛山招商岸芷汀兰、武汉一江璟城、武汉招商愉樾、北京都会中心、南京东望府等项目计提。公司未来仍面临一定的项目持续减值风险及项目去化风险。

截至 2022 年底，公司长期股权投资较年初大幅增长 21.25%，主要系合作项目规模增长所致，当年确认的投资收益为 14.97 亿元。

公司投资性房地产采用成本法计量，且考虑到年租金收入规模及项目所处位置，有一定

增值空间；截至 2022 年底，公司投资性房地产较年初增长 9.92%；其中用于银行借款抵押的账面价值占 8.34%，仍有较大的再融资空间。

截至 2022 年底，公司受限资产规模仅 545.71 亿元，主要为受限存货 434.18 亿元；公司受限比例为 6.16%，再融资空间大。

截至 2023 年 3 月底，公司资产总额较年初小幅增长 3.03%，资产结构变动不大。

3. 负债及所有者权益

(1) 所有者权益

公司所有者权益中未分配利润及少数股东权益占比较高，权益稳定性弱。

截至 2022 年底，公司所有者权益为 2844.40 亿元，较年初变动不大；主要由实收资本（占 2.72%）、其他权益工具（占 6.39%；全部为永续债）、资本公积（占 3.59%）、未分配利润（占 21.40%）和少数股东权益（占 64.24%）构成；未分配利润和少数股东权益占比高，所有者权益稳定性弱。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益较年初小幅下降 0.74%，结构变动不大。

(2) 负债

跟踪期内，公司债务有所增长，债务结构以长期债务为主；公司融资渠道多元且平均融资成本低，债务负担一般。

截至 2022 年底，公司负债总额较年初增长 3.90%，以流动负债为主。

表 11 公司负债主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	3739.45	76.92	4280.79	73.88	4239.10	70.41	4481.19	71.01
应付账款	465.20	9.57	578.14	9.98	561.18	9.32	464.11	7.35
其他应付款	896.38	18.44	1228.06	21.19	1313.46	21.82	1328.40	21.05
一年内到期的非流动负债	379.50	7.81	335.70	5.79	390.34	6.48	426.64	6.76
合同负债	1296.86	26.68	1487.10	25.66	1449.22	24.07	1736.92	27.53
非流动负债	1121.72	23.08	1513.70	26.12	1781.21	29.59	1829.05	28.99
长期借款	777.15	15.99	1077.80	18.60	1210.74	20.11	1276.43	20.23
应付债券	226.41	4.66	261.05	4.51	397.49	6.60	382.48	6.06
负债总额	4861.18	100.00	5794.48	100.00	6020.31	100.00	6310.25	100.00

注：占比为占负债总额的比例，占比较低科目未予以列示
资料来源：公司财务报告、联合资信整理

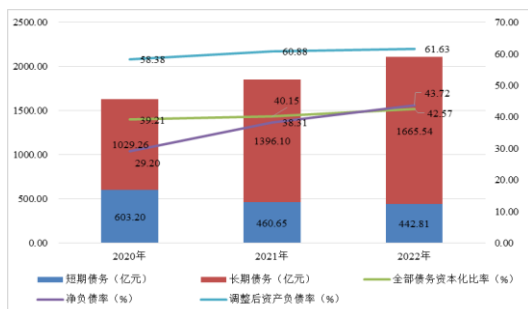
截至 2022 年底，公司应付账款较年初小幅下降，仍主要为应付工程款；公司其他应付款主要由合作公司往来款、关联公司往来款和保理款为主，较年初小幅增长 6.95%；公司合同负债较年初小幅下降 2.55%，主要系签约销售金额下降所致；公司其他流动负债较年初下降 20.22%，主要系预提的土地增值税减少所致。

截至 2022 年底，公司长期借款较年初增长 12.33%，应付债券较年初大幅增长 52.27%。

截至 2022 年底，公司全部债务较年初增长 13.55% 至 2108.35 亿元，其中短期债务占 21.00%；公司主要债务指标较年初有所增长，整体债务负担一般。若将永续债调整至有息债务，公司各项债务指标有所增长，但整体债务负担仍属一般。

截至 2022 年底，公司融资以银行借款（58.96%）、债券（27.43%）、信托（5.50%）为主；公司综合资金成本为 3.89%，较年初大幅下降 59BP。公司债务期限结构较分散，集中偿付压力不大。

图 1 公司债务及相关指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2023 年 3 月底，公司负债总额较年初下降 4.82%，主要系应付账款及应付税费减少所致。

4. 盈利指标

2022 年，公司资产减值损失和信用减值损失规模较大，对利润影响较大；公司盈利能力继续下滑。

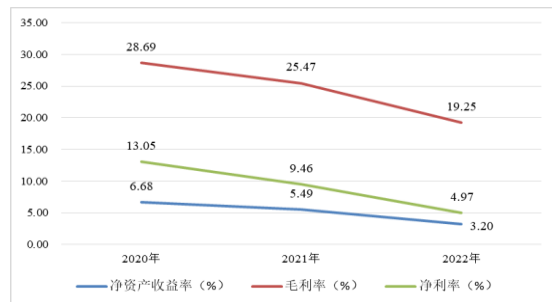
营业总收入及利润分析见上文。

2022 年，公司期间费用总额为 84.79 亿元，较上年下降 2.30%，其中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 48.13%、27.28% 和 23.11%。

公司合作开发项目规模大，投资收益对公司利润贡献大，2022 年公司投资收益占营业利润的比例为 13.13%。2022 年，公司资产减值损失为 50.45 亿元，信用减值损失为 14.14 亿元，对当年利润侵蚀严重；当前房地产市场景气度仍较差，后续仍有减值风险。

从盈利指标来看，2022 年，公司各项盈利指标继续下降，与行业盈利下行趋势相同。

图 2 公司盈利指标情况



资料来源：联合资信整理

5. 现金流分析

2022年，受销售回款下降影响，公司经营活动净现金流小幅下降；公司筹资活动前净现金流仍保持净流入状态；公司仍存在一定的融资需

求。2023年一季度，公司经营活动净现金流转为净流入状态。

表 12 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1—3月
经营活动现金流入小计	1864.64	2109.64	2078.81	519.71
销售商品、提供劳务收到的现金	1775.69	1941.78	1884.26	462.79
经营活动现金流出小计	1588.42	1849.87	1857.07	436.98
经营现金流量净额	276.22	259.77	221.74	82.73
投资活动现金流入小计	414.22	459.75	346.53	74.68
投资活动现金流出小计	462.40	702.51	446.67	67.49
投资活动现金流量净额	-48.18	-242.77	-100.14	7.19
筹资活动前现金流量净额	228.04	17.00	121.60	89.92
筹资活动现金流入小计	1641.89	1865.90	1915.47	367.84
筹资活动现金流出小计	1720.83	1977.51	1974.22	348.96
筹资活动现金流量净额	-78.94	-111.61	-58.74	18.88

资料来源：公司财务报告

2022年，公司经营活动现金流入小幅下降，主要系销售回款减少所致；公司经营活动现金流出变动不大；公司经营活动净流入规模下降14.64%。

2022年，受关联方往来款规模下降影响，公司投资活动现金流入及流出均大幅下降；公司投资活动净现金流有所缩减，筹资活动前现金流仍保持净流入。

2022年，公司筹资活动现金流入继续增长，筹资活动现金流出小幅下降；公司仍存在一定的外部融资需求。

2023年1—3月，公司销售回款同比大幅增长但投资支出涨幅不大，致使公司经营活动净现金流转为净流入；公司投资活动现金流规模不大；筹资活动净现金流保持净流入状态。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司短期偿债指标表现较好，长期偿债指标表现一般；综合考虑公司土地储备质量及资产运营收入规模等因素，公司整体偿债能力极强。

表 13 公司偿债指标情况

项目	2020年	2021年	2022年
短期偿债指标			
流动比率（%）	153.91	152.56	154.56
速动比率（%）	57.42	54.99	57.47
现金短期债务比（倍）	1.48	1.73	1.95
长期偿债指标			
EBITDA（亿元）	301.42	295.20	228.05
EBITDA 利息倍数（倍）	2.92	2.75	2.08
全部债务/EBITDA（倍）	5.42	6.29	9.25

资料来源：公司财务报告

从短期偿债指标看，截至2022年底，公司流动比率、速动比率及现金短期债务比均有所增长，现金类资产对短期债务的保障程度较好。整体看，公司短期偿债指标表现较好。

2022年，公司EBITDA同比有所下降，EBITDA利息倍数继续下降，公司全部债务/EBITDA继续增长，总体看，公司长期偿债指标表现一般。

截至2022年底，公司及控股子公司已获得各银行授信总额2693亿元，尚未使用的授信额度为1501亿元，间接融资渠道畅通。公司为深圳证券交易所上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2022 年底，公司及附属子公司未决诉讼、仲裁事项规模较小，不会对公司的正常经营造成实质性的不利影响。

根据公司 2022 年年度报告披露的重大担保，截至 2022 年底，公司及子公司对外担保（不含对子公司担保）余额为 6.06 亿元，占公司所有者权益的比例很小。

7. 母公司报表分析

公司母公司口径资产以其他应收款、对外投资和提供借款为主；母公司作为融资主体，负债水平高。

截至 2022 年底，母公司资产总额较年初增长 7.45% 至 3270.24 亿元，资产以流动资产（占 77.78%）为主；流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，非流动资产主要为长期股权投资。截至 2022 年底，母公司货币资金为 259.97 亿元，货币资金规模较大。

截至 2022 年底，母公司负债总额较年初增长 13.32%，以其他应付款和有息债务为主；母公司全部债务 1131.62 亿元，全部债务资本化比率为 72.80%，债务负担重；若考虑永续债规模，公司债务负担进一步加重。截至 2022 年底，母公司所有者权益为 422.73 亿元，较年初下降 20.33%，主要系永续债规模及未分配利润共同下降影响所致。

2022 年，母公司营业总收入为 11.32 亿元，利润总额为 4.60 亿元，主要来自投资收益。同期，母公司经营活动现金流量净额-24.19 亿元，投资活动现金流量净额-52.22 亿元，筹资活动现金流量净额 140.06 亿元。

十、外部支持

公司是招商局集团的重要子公司，招商局集团实力强大并给予公司有力的支持。

招商局集团是一家业务多元的综合企业，综合实力极强；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，并正实现由三大主业向实业经营、金融服

务、投资与资本运营三大平台转变。2022 年，招商局集团连续 17 年获国务院国资委经营业绩考核 A 级评价，并连续五个任期被评为“业绩优秀企业”。

公司作为招商局集团旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业，是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，综合实力强。自成立以来，公司得到招商局集团多次增资，资本实力有所提升。此外，在招商局集团的协调帮助下，公司获取了深圳等区域大片优质土地，为后续项目开发提供支持。

十一、存续期内债券偿还能力分析

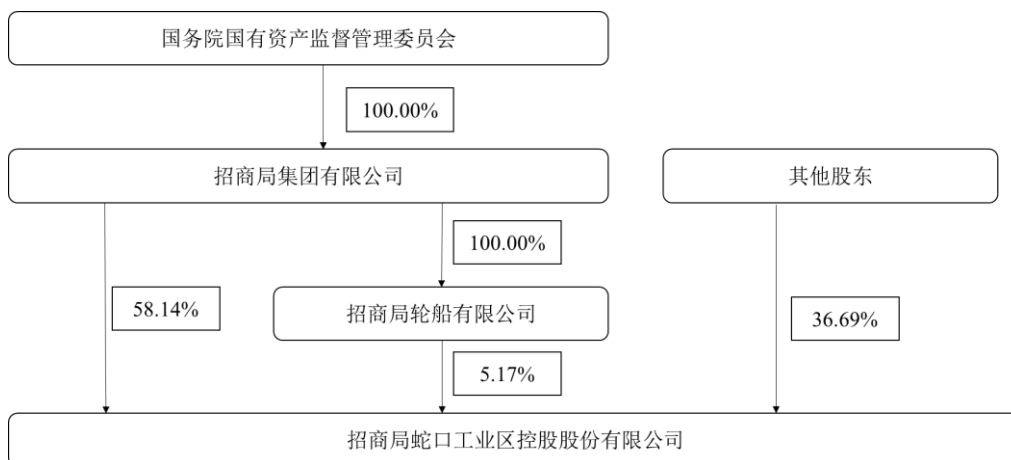
结合以下测算，并考虑到公司在行业地位、业务模式、盈利能力及股东背景等方面所具备的优势，公司对现有存续债券余额的偿还能力极强。

截至 2022 年 3 月底，公司存续债券余额为 602.05 亿元。公司截至 2022 年底的现金类资产、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为存续债券余额的 1.44 倍、0.37 倍和 0.38 倍。

十二、结论

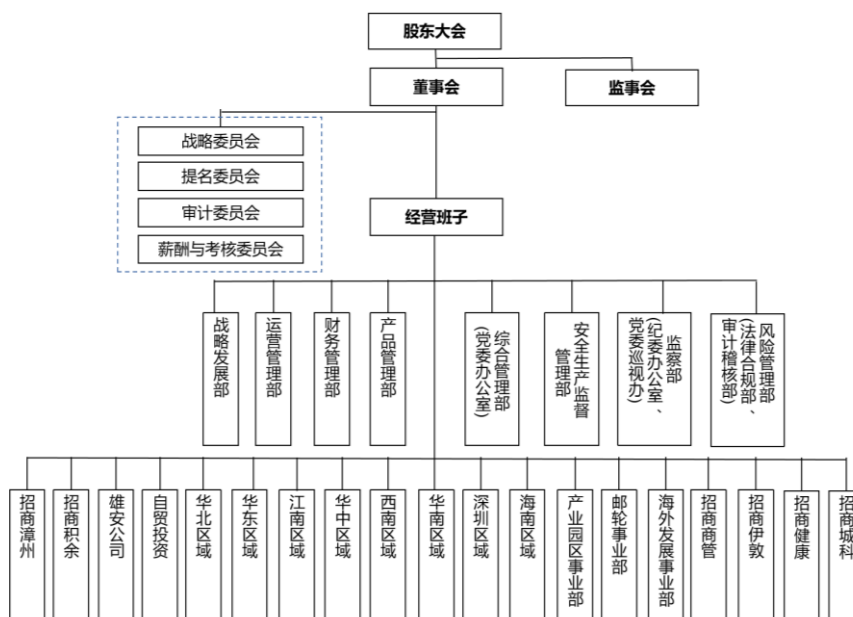
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“22 招商蛇口 MTN003A”“22 招商蛇口 MTN003B”“22 招商蛇口 GN004”“22 蛇口 05”“22 蛇口 06”“22 蛇口 07”“22 蛇口 09”“22 蛇口 10”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年底公司股权结构表



资料来源：公司年度报告

附件 1-2 截至 2022 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年底公司合并报表范围内 部分子公司

子公司名称	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
		直接	间接	
招商局置地（深圳）有限公司	投资	--	100.00	非同一控制下企业合并
深圳招商商置投资有限公司	房地产开发、物业出租	100.00	--	投资设立
深圳招商理财服务有限公司	投资	100.00	--	投资设立
深圳招商房地产有限公司	房地产开发	100.00	--	投资设立
深圳市招商前海实业发展有限公司	投资咨询、产业园管理、企业管理咨询	16.04	67.06	投资设立
深圳市招商前海驰迪实业有限公司	房地产开发	--	100.00	投资设立
深圳市招商创业有限公司	房地产开发、物业出租	100.00	--	投资设立
深圳市招华会展置地有限公司	房地产开发	50.00	--	投资设立
深圳市招华国际会展发展有限公司	房地产开发	50.00	--	投资设立
深圳市太子湾商鼎置业有限公司	房地产开发	51.00	--	投资设立
深圳市太子湾乐湾置业有限公司	房地产开发	51.00	--	投资设立
深圳市前海蛇口自贸投资发展有限公司	房地产开发	--	50.00	投资设立
深圳市前海蛇口启迪实业有限公司	房地产开发	--	100.00	投资设立

资料来源：公司年报

附件 2-1 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	893.37	796.48	864.64	974.71
资产总额（亿元）	7392.28	8562.03	8864.71	9133.63
所有者权益（亿元）	2531.10	2767.55	2844.40	2823.38
短期债务（亿元）	603.20	460.65	442.81	/
长期债务（亿元）	1029.26	1396.10	1665.54	/
全部债务（亿元）	1632.46	1856.75	2108.35	/
营业总收入（亿元）	1296.21	1606.43	1830.03	150.09
利润总额（亿元）	241.09	228.43	158.17	5.96
EBITDA（亿元）	301.42	295.20	228.05	--
经营性净现金流（亿元）	276.22	259.77	221.74	82.73
财务指标				
流动资产周转次数（次）	0.25	0.26	0.28	--
存货周转次数（次）	0.27	0.31	0.36	--
总资产周转次数（次）	0.19	0.20	0.21	--
现金收入比（%）	136.99	120.88	102.96	308.35
营业利润率（%）	21.70	19.45	15.00	10.66
总资本收益率（%）	5.12	4.26	2.67	--
净资产收益率（%）	6.68	5.49	3.20	--
长期债务资本化比率（%）	28.91	33.53	36.93	/
全部债务资本化比率（%）	39.21	40.15	42.57	/
资产负债率（%）	65.76	67.68	67.91	69.09
流动比率（%）	153.91	152.56	154.56	151.87
速动比率（%）	57.42	54.99	57.47	58.81
经营现金流动负债比（%）	7.39	6.07	5.23	--
现金短期债务比（倍）	1.48	1.73	1.95	/
EBITDA 利息倍数（倍）	2.92	2.75	2.08	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.42	6.29	9.25	--

注：1. 报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 公司其他流动负债中超短期融资券计入有息债务核算，长期应付款中有息部分计入有息债务核算；3. “--”表示无意义，“/”表示未获取；4. 公司 2023 年一季度财务数据未审计
资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	336.07	196.37	259.97
资产总额（亿元）	2392.78	3043.37	3270.24
所有者权益（亿元）	501.65	530.62	422.73
短期债务（亿元）	314.81	126.23	264.81
长期债务（亿元）	562.32	748.95	866.81
全部债务（亿元）	877.13	875.18	1131.62
营业总收入（亿元）	4.04	5.05	11.32
利润总额（亿元）	37.35	60.05	4.60
EBITDA（亿元）	37.35	60.05	4.60
经营性净现金流（亿元）	-1.28	-2.89	-24.19
财务指标			
销售债权周转次数（次）	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00
现金收入比（%）	110.47	75.70	20.19
营业利润率（%）	5.98	22.41	12.23
总资本收益率（%）	3.42	5.10	1.66
净资产收益率（%）	6.23	10.74	0.95
长期债务资本化比率（%）	52.85	58.53	67.22
全部债务资本化比率（%）	63.62	62.25	72.80
资产负债率（%）	79.03	82.56	87.07
流动比率（%）	142.00	141.05	134.75
速动比率（%）	142.00	141.05	134.75
经营现金流动负债比（%）	-0.10	-0.17	-1.28
现金短期债务比（倍）	1.07	1.56	0.98
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 数据差异系四舍五入所致；2. 公司母公司有息债务未经调整；3. “--”表示无意义，“/”表示未获取

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 3 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
调整后资产负债率	(负债总额-预收账款-合同负债) *100% / (资产总额-预收账款-合同负债)
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持