

评级公告

联洲信评〔2020〕016号

联洲国际信用评级有限公司对招商局蛇口工业区控股股份有限公司的信用状况进行了综合分析，确定招商局蛇口工业区控股股份有限公司的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此通告。

联洲国际信用评级有限公司

2020年12月08日



招商局蛇口工业区控股股份有限公司

2020 年企业信用评级报告

信用等级: AAA

受评主体: 招商局蛇口工业区控股股份有限公司

评级展望: 稳定

评级时间: 2020 年 12 月 07 日

主要财务数据和指标

项目	2017	2018	2019	2020.9
总资产(亿元)	3392.18	4232.21	6176.88	7063.25
所有者权益(亿元)	956.97	1088.63	2273.70	2260.05
总负债(亿元)	2435.20	3143.59	3903.18	4803.20
营业收入(亿元)	759.38	882.78	976.72	501.18
营业利润(亿元)	209.27	266.13	263.20	52.73
净利润(亿元)	154.41	194.61	188.57	34.10
经营性净现金流(亿元)	-50.63	104.78	138.12	102.45
资产负债率(%)	71.79	74.28	63.19	68.01
短期债务占比(%)	30.76	35.61	39.09	45.44
毛利率(%)	37.79	39.50	34.65	24.32
总资产报酬率(%)	7.31	7.62	5.56	—
已获利息倍数(倍数)	24.96	11.87	10.42	3.54
营业收入增长率(%)	19.46	16.25	10.64	—

评级项目小组成员: 郑秀娟 李东梅 张钰

电话: 0755-23911111

邮箱: lianzhou@lzcicredit.com

地址: 广东省深圳福田区彩田路 3069 号星河世纪大厦 A 栋 2816

网址: www.lzcicredit.com

地址: 深圳市福田区彩田路 3069 号星河世纪大厦 A 栋 2816

网址: www.lzcicredit.com

评级观点

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”)具备丰富的社区、园区、邮轮产业开发经验,土地资源储备充足,股东背景强大,公司资产雄厚。公司经营业绩好、资本结构合理、融资渠道多样化、融资成本低等优势有效保障债务的偿还能力。不过仍要关注房地产行业政策对公司业绩及融资环境的影响。

综上,联洲国际信用评级有限公司(以下简称“联洲信评”)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,评级展望为稳定。

优势

- 1、外部支持能力强。公司的控股股东招商局集团有限公司(以下简称“招商局集团”)是大型的中央企业之一,综合实力雄厚。公司作为招商局集团重要的子公司,在项目获取、资金使用上可以得到其支持。另外,公司为深圳前海的优质企业,在政策上和项目获取上可以得到前海管理局的有力支持。
- 2、公司的销售业绩及成长性好。得益于公司丰富的社区及园区开发经验,及管理者丰富的经营管理经验,公司核心竞争力得到提高,业绩得到快速发展,未来成长性好。
- 3、公司的资本结构稳健,盈利能力较好,偿

总机: 0755-23911111

E-mail: lianzhou@lzcicredit.com

债能力强。得益于公司准确的发展战略、稳健的财政政策，公司的财务杠杆水平控制在合理的范围；得益于公司经营产品多元化、经营区域以一线城市及新一线城市为主，公司销售利润空间大，盈利性较好。得益于公司的销售业绩好及融资成本优势，公司的偿债能力强。

关注

1、房地产行业政策。在国家坚持“房是用来住，不是炒”的政策背景下，受新冠肺炎疫情及宏观经济增速放缓的影响，未来房地产行业调整政策会持续，行业融资政策收紧，利润空

间缩减等将影响公司的发展。

2、土地储备一线城市占比较少。目前公司的土地资源储备充足，但一线城市土地储备占比较少，未来需要关注一线城市土地储备较少带来的一线城市销售面积减少的风险。

3、现金流对债务的保障能力较低。目前，公司经营活动净现金流对债务的保障倍数较低，随着公司到期债务规模的增加，公司面临的现金流压力将进一步增加。

声 明

联洲国际信用评级有限公司（以下简称“联洲信评”）对招商局蛇口工业区控股股份有限公司出具本信用评级报告（以下简称“报告”），兹做出以下声明：

一、本评级报告为主动评级报告，报告中引用的相关基础信息主要由联洲信评项目组通过公开数据获取，联洲信评对资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

二、联洲信评及其评级分析师、评审人员与受评主体之间，不存在影响评级客观、独立、公正的关联关系。

三、本报告的评级结论是联洲信评依据内部信用评级标准和程序做出的独立判断，评级意见未因受评主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在联洲信评官网（<http://www.lzicredit.com>）公开披露。

四、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

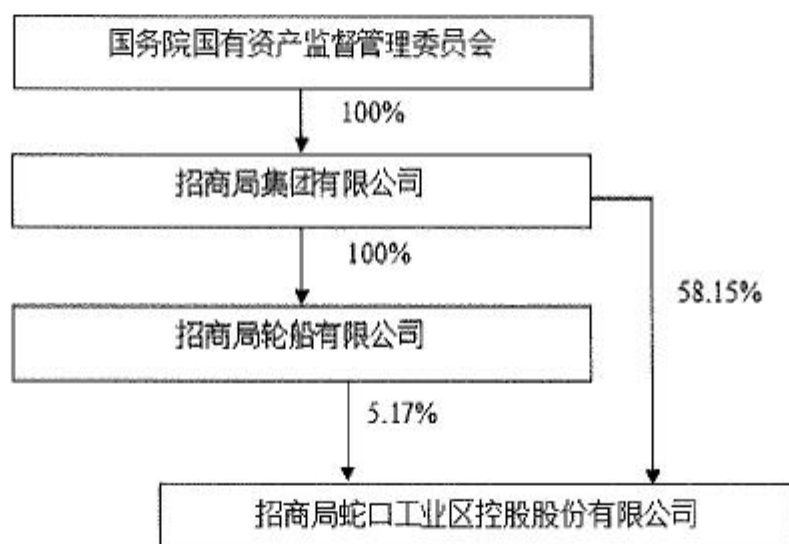
五、本报告信用等级自本报告出具日起一年内有效，在信用等级有效期限内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联洲信评将对受评主体的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

六、本报告版权属于联洲信评所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

发行主体概况

招商蛇口前身可追溯至 1979 年 4 月 1 日成立的蛇口工业区建设指挥部，公司于 1992 年 2 月 19 日正式注册成立，注册资本为人民币 2 亿元，由招商局集团全额出资。1998 年招商局轮船增资，注册资本增加至人民币 3 亿元，改制为有限公司，招商局集团占股 95%，招商局轮船占股 5%。2002 年 8 月，增加注册资本至人民币 22.36 亿元。2015 年 6 月公司进行整体变更并设立股份有限公司，注册资本增至 55 亿元；2015 年 12 月，公司在深交所上市，证券简称为“招商蛇口”，证券代码为“001979”，注册资本从 55 亿元增加至 79.04 亿元。

图 1：招商蛇口股权结构图（截至 2020 年 9 月末）



数据来源：联洲信评结合公司资料整理

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，是集团内唯一的地产资产整合平台及重要的业务协同平台。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，以独特的“前港—中区—后城”综合发展模式，全面参与中国以及“一带一路”重要节点的城市化建设，将蛇口模式对外复制。公司从生活方式升级、城市功能升级、生产方式升级三个角度入手，已打造出启蒙成长、事业成长、家居成长、生活成长、健康成长、夕阳安养等六大类业务板块。在地产开发方面，目前已布局近 60 个城市及地区，住宅产品涉及别墅、高端住宅、高层公寓、花园洋房等类型，长租公寓已全面覆盖国内一线及核心二线城市，写字楼、精品酒店等也是公司的战略布局。公司深耕园区开发与运营，从产业研究、产城规划到产业聚集、园区运营，从主题园区、特色产业带到生态型片区，为产业赋能。在邮轮产业上，公

地址：深圳市福田区彩田路 3069 号星河世纪大厦 A 栋 2816
网址：www.lzicredit.com

总机：0755-23911111
E-mail: lianzhou@lzicredit.com

公司以蛇口太子湾邮轮母港为样板，在全国邮轮港口进行网络化布局，实现“船、港、城、游、购、娱”一体化联动运营，已完成在深圳、厦门、上海、湛江等沿海城市的邮轮母港布局，力争创建国内本土邮轮品牌，建设具有全球影响力的邮轮产业标杆。

宏观经济和政策环境

（一）宏观经济环境

2020年，受新冠疫情影响，中国经济经历了V型反弹、持续上升的过程。国家统计局公布数据显示，前三季度国内生产总值同比增长0.7%，扭转了上半年下降1.6%的局面。前三季度中国经济增长由负转正，主要经济指标呈现向好态势。在海外疫情持续涨潮的大背景之下，作为全球第二大经济体，中国经济逐步好转，彰显了中国经济的强大韧性和旺盛的活力，这将对世界经济复苏产生积极影响。

（二）宏观政策

房地产业在我国经济总量中仍然占有重要的地位和份额，房地产业发展的好与坏与我国经济发展态势有着非常紧密的关联。住建部针对2020年的房地产工作做了具体的重要部署，我国房地产调控进入新一轮收紧周期。但与以往房地产调控不同，新一轮房地产调控呈现着短期调控与长效机制相结合的特点，其主要原因在于房地产调控需考虑兼顾经济高质量发展、防范化解重大风险的要求以及人口老龄化趋势、城镇化进程一致等因素。

（三）宏观风险

财政与金融环境恶化。一方面，当前我国存在消费减少、部分经济活动中断、失业率提高以及GDP增速放缓等问题，经济不好，财政收入势必减少，但同时对财政补贴的要求反而增加，这些都会导致财政赤字增加、国家财政能力减弱。另一方面，金融机构的不良资产可能会大幅增加，而随着经济基数缩水，杠杆率反而会进一步上升，增加宏观、微观层面的金融风险。下半年疫情二次爆发的风险、地缘政治问题引发的全球动荡，均可能对我国经济造成冲击，导致经济复苏不及预期，市场风险加大。

（四）宏观展望

当前国内疫情发展进入稳定期，复工复产都在有序地开展，但未来消费、投资和出口形势均不容乐观。消费方面，国内疫情控制后消费逐步复苏，然而补偿性消费需求已基本释放，受就业形势及预防性动机影响，及加上全球疫情形势及秋冬“卷土重来”仍存不确定性，消费需

求疲软或将延续。投资方面，前期专项债大规模发行筹集，下半年基建资金将逐步到位，因此基建投资增速将加快，房地产开发投资仍有一定加速空间。但考虑到外需仍存较大不确定性，制造业投资信心恢复面临考验，预计全年制造业投资累计增速仍有负增的可能。出口方面，目前海外疫情还在蔓延，加上美国等国家的贸易限制、中美贸易摩擦的不确定性，疲软的外部需求将限制出口的增长；进口方面，下半年国内经济延续修复，加之大宗商品价格走势趋稳，但进口难以维持较快反弹势头，整体看仍将处于较低增长水平。

国内疫情受到管控，国家政策大力支持经济的复苏及发展，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍很突出。但从中长期来看，中国市场潜力巨大，中国经济中长期增长前景依旧乐观。

房地产行业分析

（一）房地产行业现状

1、区域差异明显

数据显示，2020年1-9月份，全国房地产开发投资103484亿元，同比增长5.6%；房地产开发企业到位资金136376亿元，同比增长4.4%；房地产开发企业房屋施工面积859820万平方米，同比增长3.1%；房屋新开工面积160090万平方米，同比下降3.4%；房屋竣工面积41338万平方米，同比下降11.6%；房地产开发企业土地购置面积15011万平方米，同比下降2.9%；土地成交价款9316亿元，同比增长13.8%；商品房销售面积117073万平方米，同比下降1.8%；商品房销售额115647亿元，同比增长3.7%；商品房待售面积49581万平方米，同比增长0.5%。

从房地产开发投资上看，2020年1-9月份，东部地区房地产开发投资55023亿元，同比增长6.5%；中部地区投资20670亿元，同比增长0.9%；西部地区投资23518亿元，同比增长8.1%；东北地区投资4273亿元，同比增长4.4%。中部地区房地产开发投资增速最缓，东北地区次之，而西部地区增速最快。

从房地产销售上看，2020年1-9月份，东部地区商品房销售面积48075万平方米，同比增长2.2%；中部地区商品房销售面积31459万平方米，同比下降7.0%；西部地区商品房销售面积32687万平方米，同比下降1.0%；东北地区商品房销售面积4852万平方米，同比下降8.9%。2020年1-9月份，东部地区商品房销售额64424亿元，同比增长8.9%；中部地区商品房销售额22890亿元，同比下降5.7%；西部地区销售额24286亿元，同比增长2.1%；东北地区商品房销



售额 4046 亿元，同比下降 5.0%。

2、金融监管持续收紧

2020 年 9 月，房地产金融监管持续收紧，多地出台楼市调控政策，多地监管部门下发通知，排查房抵贷资金违规流入房地产市场情况。监管方面，2020 年 9 月 14 日，银保监会强调，要加大对首付贷、消费贷资金流入房市的查处力度。沈阳调整二套房首付比例至 50%、深圳等地的部分国有大行已于近期收紧了房地产抵押贷款条件，商铺类房抵贷更是直接停贷。部分银行除了加强对资金流向的审核，甚至部分中小银行已经暂停个人住房抵押消费贷业务。房地产融资“严监管”态势不变。

（二）房地产行业未来发展趋势

总体来看，需求方面受疫情冲击影响，居民收入预期普遍下调，入市将更为谨慎，预计下半年商品房销售面积同比降幅将在原预测基础上扩大两个百分点左右，全年市场规模保持近 16 亿平方米水平，同比下降 7%-8.5%；价格方面，疫情背景下房企让价促销动力较强，短期房价存调整预期，但疫情对三四线市场销量的影响更为突出，将导致全国销售均价继续结构性上涨；新开工方面，严格的疫情防控背景下全国房屋新开工规模短期受到显著影响，叠加人员流动限制影响，后期新开工难以大规模补足，叠加销售规模的进一步下调，预计新开工面积降幅较前期预测值略有扩大，降幅在 3%左右；投资方面，考虑到短期经济承压背景下稳投资的重要性凸显，预计庞大规模的在施工程稳步推进、棚改攻坚计划收官、土地购置费保持较快增长仍可期等因素，将支撑开发投资增速保持较高水平。

经营分析

经过四十余年建设运营，公司累积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。2019 年，公司实现营业收入 976.72 亿元，同比增长 10.64%，主要业务有社区开发与经营、园区开发与经营以及邮轮产业建设与运营。2020 年上半年，公司社区开发与经营由于当期结转房地产项目受限价等调控政策影响，社区开发与运营初始获利空间有所下滑；因为疫情，公司对租赁物业采取了租金减免等措施，园区开发开发与经营业务的收入规模也有所下降；受疫情影响，邮轮业务停航，邮轮产业建设与运营的收入也大幅萎缩。但是，公司的经营能力还是很强。

表 1：公司主营业务收入情况

单位：亿元、%

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1-6 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
社区开发与经营	690.46	90.92	786.89	89.14	845.55	86.57	171.04	70.33
园区开发与经营	61.97	8.29	90.19	10.22	124.76	12.77	71.47	29.39
邮轮产业建设与运营	5.95	0.78	5.70	0.65	6.42	0.66	0.68	0.28
合计	754.55	100	882.78	100	976.72	100	243.20	100

资料来源：公司年度报告、半年度报告及季度报告，联洲信评整理

（一）社区开发与运营业务

社区开发与运营业务是公司最大的营业收入来源，2019 年度占营业收入的比重为 86.57%，主要包括住宅、商业、办公及配套公寓等的开发销售收入。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，逐步实现在深圳、华南、华北、华东等区域的均衡发展。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群。

项目开发方面，公司保持较快开发速度，2019 年公司新开工面积达到 1485.65 万平方米，2019 年竣工面积达到 1021.15 万平方米。

房地产销售方面，公司的销售业绩快速增长，2019 年公司实现签约销售面积 1169.44 万平方米；签约销售金额 2204.74 亿元，同比增长 29.25%。受疫情影响，2020 年公司销售额一季度同比下滑，二季度恢复增长，到 2020 年 9 月末，公司累计实现签约销售面积 821.30 万平方米，同比减少 1.41%；累计实现签约销售金额 1901.76 亿元，同比增加 17.36%。

结算方面，公司房地产业务结算情况较好，结转金额不断增长，2019 年实现结转金额 894.36 亿元，结转面积 513.84 万平方米。

从项目销售区域看，2019 年公司的销售区域主要分布在华东、华北、江南、深圳区域，其中华东的销售金额最高。按销售金额排序，前五大城市分别为深圳、南京、苏州、上海、杭州，主要为一二线城市。

表 2：公司房地产业销售情况

单位：万平方米、亿元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
签约销售面积	570.01	827.35	1169.44	821.30
签约销售金额	1127.79	1705.84	2204.74	1901.76
结转面积	435.71	419.47	513.84	-
结转金额	688.87	808.15	894.36	-

资料来源：公司年度报告、半年度报告及季度报告，联洲信评整理

（二）园区开发与运营

公司园区开发与运营 2019 年实现收入 124.76 亿元，2020 年 1-6 月实现营业收入 71.47 亿元，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，目前主要在深圳蛇口、前海、光明科技园和青岛网谷等地区开展业务，其中最成熟的是蛇口区域。

截至 2019 年末，公司持有或运营的意库系、网谷系和智慧城系特色园区面积达 384 万平方米；产业新城、小镇已经获取 8 个项目，占地面积约 175 平方公里。2019 年，粤东新城创新政企合作模式，锁定先行启动区；与苏州高新区政府携手打造的“金融绿谷、创智云城”——苏州金融小镇已进入全面建设期；与常熟市政府联手，打造“城市会客厅”琴湖小镇，产业办公、高端医疗等业态都已锁定相关产业资源，项目首批实现销售。2020 年上半年，公司产业新城和园区已走向全国，重点布局珠三角和长江经济带，已获取的产业新城类项目 9 个（占地面积约 227 平方公里），运营期和在建阶段的园区类项目 27 个（建面/规划建筑面积共计约 424 万平方米）。

物业租赁方面，2019 年公司拥有可出租土地面积 153.85 万平米，出租率 99%，出租收入 1.09 亿元；2019 年公司持有的可出租物业总面积 364.93 万平米，包含公寓、住宅、别墅、写字楼、厂房、商铺及商业中心等多种业态，实现出租收入 28.25 亿元，同比增加 13.38%，总体出租率为 84%；截至 2019 年末，公司在深圳、北京、漳州、杭州、昆山等地拥有酒店客房 2438 套，酒店收入 7.76 亿元。截至 2020 年 6 月末，公司拥有可出租土地面积 156.56 万平方米，出租率为 99%，2020 年上半年累计出租收入 0.42 亿元；截至 2020 年 6 月末，公司拥有的可出租物业总面积 389.17 万平米，实现出租收入 13.71 亿元，同比增加 1.23%，总体出租率为 79%；截至 2020 年 6 月，公司在深圳、北京、漳州、杭州、昆山等地拥有酒店客房 2344 套，酒店收入 1.82 亿元。

物业管理方面，2019 年公司支付现金收购中航善达 22.35% 股份并以持有的招商物业 100% 股权认购中航善达非公开发行股份；中航善达于 2019 年在深交所上市，更名为招商积余（001914.SZ）。截止 2019 年末，招商积余物业管理面积 1.53 亿平方米，其中非住宅类物业管理面积 0.76 亿平方米，住宅类物业管理面积 0.77 亿平方米。截止 2020 年 6 月末，招商积余物业管理业务实现营业收入 35.87 亿元，同比增长 71.57%；物业管理项目为 1315 个，管理面积总计达 1.72 亿平方米。这次收购，有利于提高公司物业板块的实力。

（三）邮轮产业建设与运营业务

公司邮轮产业建设与运营业务主要为经营蛇口至珠海、香港中环、香港国际机场、澳门新

港澳码头和澳门氹仔五条常规高速客轮航线及不定期的海岛旅游航线，2017 年新增邮轮航线运营。公司以深圳蛇口邮轮母港商业模式为模板，在全国邮轮港口进行网络化布局及商业模式复制，已初步完成在深圳、厦门、青岛、上海等沿海城市的邮轮母港布局。

表 3：公司邮轮产业建设与运营业务营业收入

单位：亿元

业务分类	2017 年	2018 年	2019 年
蛇口邮轮母港	1.61	2.53	3.42
迅隆船务	2.45	2.71	2.96
其他	1.11	0.46	0.04
合计	5.17	5.70	6.42

资料来源：公司年度报告、半年度报告及季度报告，联洲信评整理

（四）土地储备

近年来公司优化一二线城市城区优质土地的储备，并进一步布局其他城市，实施一城一策，精准拿地，2019 年新获 79 个项目，新增土地面积 716 万平方米，新增土地储备计容建筑面积 1423 万平方米，新增总地价 976 亿元，权益地价 523 亿元。公司新增项目三四线城市居多，新进入汕头、肇庆、扬州、台州、长沙等 9 个城市。按计容建筑面积计算，一线城市占比 9.05%，二线城市占比 36.50%，三四线城市占比 53.76%，香港及海外地区占比 0.68%。公司在一二线城市拥有大量优质项目资源，但占比较少。

截止 2019 年末，公司拥有 346 个开发项目，项目储备总建筑面积为 4650.81 万平方米，从城市能级分布来看，其中一线城市占比 15.51%，二线城市占比 45.40%，三四线城市占比 38.84%，香港及国外占比 0.26%。

2020 上半年加大投资力度。招拍挂、收购等手段齐下，新增土地面积 252.86 万平方米，新增土地储备建筑面积 660 万平方米，总地价 635 亿元，权益地价 405.57 亿元。

总体上，公司的土地储备资源充足，土地资源优质，但在一线城市的储备较少。

表 4：公司土地储备情况

单位：个、万平方米、亿元、元/平方米

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月
当年新扩张项目	55	80	79	40
当年新增土地储备建筑面积	797	1357	1423	660
当年地价支出金额	882	954	976	635
当年新增土地平均成本	11072	7030	6861	9620

资料来源：公司年度报告、半年度报告及季度报告，联洲信评整理

财务分析

（一）财务状况

以下财务分析基于公司公开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 2017 年审计报告、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 2018-2019 年审计报告，和经董事会会议通过的 2020 年半年报和三季度报告。各期财务数据均为该期财务报表期末数。

截至 2019 年，公司资产总额 6176.88 亿元，负债合计 3903.18 亿元，所有者权益合计 2273.70 亿元；公司实现营业总收入 976.72 亿元，净利润 188.57 亿元；经营活动现金流量净额为 138.12 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-131.58 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 162.48 亿元，期末现金及现金等价物余额为 742.03 亿元。截至 2020 年三季度，公司的资产规模逐步增加，资产总额为 7063.25 亿元，负债总额为 4803.20 亿元，所有者权益总额为 2260.05 亿元。

（二）资本质量

公司资产规模逐年上涨，负债规模平稳上升，资本规模逐年上涨，财务杠杆水平合理。

公司的资产规模逐年上涨，2017 年的总资产为 3392.18 亿元，2018 年的总资产为 4232.21 亿元，2019 年的总资产为 6176.88 亿元，2020 年三季度的总资产为 7063.25 亿元。具体来看，公司的流动资产从 2017 年的 2912.50 亿元上升到 2019 年的 4772.49 亿元，主要由货币资金、其他应收账款、存货、其他流动资产构成。其中，货币资金由 2017 年的 460.42 亿元上升到 2019 年的 753.24 亿元，其中库存现金及银行存款的占比较高，公司的货币充足。其他应收账款的规模逐年增加，2019 年为 720.53 亿元，主要是公司关联方、合作方往来款增加。存货从 2017 年的 1676.32 亿元增加到 2019 年的 3122.07 亿元，主要由在建开发产品构成，公司新增深圳前海湾土地整备，账面价值新增 401.31 亿元。其他流动资产由 2017 年的 65.06 亿元上升到 2019 年的 123.30 亿元，主要是预交税金及留抵进项税。公司的非流动资产主要由投资性房地产、长期股权投资构成。投资性房地产由 2017 年的 277.25 亿增加到 2019 年的 903.76 亿元，主要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。长期股权投资大幅上涨，主要是新增对合营企业、联营企业的投资。另外，2020 年三季度，公司流动资产规模平稳上涨，为 5567.50 亿元，主要是应收账款、存货、其他应收账款的增加。非流动资产涨幅不大。

公司负债规模平稳上涨，截至 2019 年末规模达到 3903.18 亿元，其中流动负债 2950.08 亿元，非流动负债 953.09 亿元。公司负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款、预收账款、

长期借款、应付债券组成。其中，流动负债方面，2019 年末短期借款为 221.70 亿元，信用借款占比超过 89%；2019 年末应付账款为 354.03 亿元，主要是建筑工程款；其他应付款由 2017 年的 467.04 亿元上涨到 2019 年的 736.86 亿元，主要是由于合作公司及关联公司往来业务增加；预收账款大幅增加，主要是预收售楼款，受益于销售回款的增加，公司未来结转收入有了很大的保障。非流动负债主要是对外融资，2019 年末公司长期借款 688.35 亿元；应付债券大幅增加，2019 年末规模达到 182.76 亿元，主要类型有中期票据、ABS、ABN，融资利率较低。2020 年三季度，负债规模也有所上升，负债总额达到 4803.20 亿元，主要是短期借款、应付账款、其他流动负债的增加。

公司所有者权益逐年上涨，2020 年三季度达到 2260.05 亿元，主要由实收资本、资本公积和未分配利润等构成。

表 5：近年来公司主要资产负债表科目情况

单位：亿元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
总资产	3392.18	4232.21	6176.88	7063.25
流动资产	2912.50	3544.36	4772.49	5567.50
货币资金	460.42	673.81	753.24	724.47
其他应收账款	625.55	646.33	720.53	915.25
存货	1676.32	2108.21	3122.07	3644.57
其他流动资产	65.06	77.16	123.30	195.71
投资性房地产	277.25	398.04	903.76	935.98
长期股权投资	89.49	173.11	265.93	318.88
总负债	2435.20	3143.59	3903.18	4803.20
流动负债	1683.54	2306.37	2950.08	3871.47
短期借款	168.68	168.04	221.70	340.86
应付账款	221.49	260.13	354.03	350.00
其他应付款	467.04	680.94	736.86	829.06
预收账款	551.35	604.62	834.86	1.15
合同负债	72.68	148.86	142.89	1535.13
非流动负债	751.66	837.44	953.09	931.73
长期借款	632.34	616.47	688.35	640.01
应付债券	83.98	164.99	182.76	209.67
所有者权益合计	956.97	1088.63	2273.70	2260.05
未分配利润	352.32	447.70	530.47	482.99
经调整的流动比率 (%)	43.43	43.40	38.20	31.04
资产负债率 (%)	71.79	74.29	63.19	68.01

资料来源：公司年度报告、半年度报告及季度报告，联洲信评整理

公司财务杠杆控制在较好水平。得益于公司自有资本的积累，近年来，公司经调整的流动比率在 40% 以下，资产负债率均低于 75%，处于较好的水平。

（三）盈利能力

公司的营业收入稳步上升，期间费用率控制在较好水平，营业毛利率处于较好水平，公司整体盈利能力较好。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标

单位：亿元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
营业收入	759.38	882.78	976.72	501.18
销售费用	14.87	15.54	22.07	12.22
管理费用（含研发费用）	13.45	15.28	17.81	11.91
财务费用	8.72	24.48	27.73	20.72
期间费用合计	37.04	55.30	67.61	44.85
期间费用率（%）	4.88	6.26	6.92	8.95
营业利润	209.27	266.13	263.20	52.73
净利润	154.41	194.61	188.57	34.10
毛利率（%）	37.79	39.50	34.65	24.32
净利润率（%）	20.33	22.04	19.31	6.80
总资产报酬率（%）	7.31	7.62	5.56	-
净资产利润率（%）	17.79	19.03	11.22	-

资料来源：公司年度报告、半年度报告及季度报告，联洲信评整理

公司营业收入从 2017 年的 759.38 亿元上升到 2019 年的 976.72 亿元，不过受疫情影响，2020 年三季度，营业收入下降为 501.18 亿元。公司净利润由 2017 年的 154.41 亿元上升到 2019 年 188.57 亿元，但 2020 年三季度出现明显下滑，降到 34.10 亿元。

从期间费用看，2017 年到 2019 年公司的管理费用和销售费用平稳上涨，财务费用上涨较大，由 2017 年的 8.72 亿元上涨到 2019 年的 27.73 亿元，2020 年三季度为 20.72 亿元，主要是公司对外融资的规模增加所致；公司期间费用率也有所上升，但仍处于较低水平。

表 7：公司毛利及毛利率情况

单位：亿元、%

项目	2020 年 1-6 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率
社区开发与经营	40.24	23.52	283.64	33.55	309.12	39.28	265.36	38.43
园区开发与经营	18.16	25.41	52.71	42.25	37.52	41.60	18.55	31.91
邮轮产业建设与运营	-0.40	-58.15	2.08	32.35	1.99	34.91	0.25	4.12
合计	58.00	23.85	338.43	34.65	348.63	39.50	284.15	37.79

资料来源：公司年度报告、半年度报告及季度报告，联洲信评整理

公司的收入收益率有所下降，但仍保持在较好的水平。疫情期间，公司对租赁物业采取了租金减免等措施、邮轮业务受停航等影响，社区及园区开发业务的毛利率有所下滑，邮轮产业建设与运营也出现了亏损，2020 年三季度公司的毛利率也有所下降，但整体毛利率仍维持较好的水平。

公司的资产报酬率有所下滑，但仍处于行业较高水平。公司的总资产报酬率从 2017 年的 7.31% 下降到 2019 年的 5.56%；净资产利润率从 2017 年的 17.79% 下降到 2019 年的 11.22%，主要是由于公司所有者权益的快速增加，但仍高于行业平均水平。

（四）运营能力

公司的运营能力较好，周转率处于行业平均水平以上，公司的成本费用利润率很好。

表 8：近年来公司运营能力相关指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
存货周转率（次/年）	0.33	0.28	0.24
总资产周转率（次/年）	0.26	0.23	0.19
流动资产周转率（次/年）	0.30	0.27	0.23
应收账款周转率（次/年）	268.67	114.48	65.14
营运资本周转率（次/年）	0.71	0.72	0.64
成本费用利润率（%）	36.28	39.55	32.74

资料来源：公司年度报告、半年度报告及季度报告，联洲信评整理

近年来，公司的存货周转率、总资产周转率、流动资产周转率、营运资本周转率均有所下滑，但整体水平尚可；应收账款周转率也有所下滑，但是处于较高水平。公司的成本费用利润率有所下降，2019 年为 32.74%，仍处于很高的水平。

（五）偿债能力

公司偿债能力强。

随着公司新获项目的增加，公司的总债务规模逐年增长，2019 年公司的总债务规模为 1430.25 亿元，2020 年三季度，公司的总债务规模为 1557.31 亿元，主要是银行融资和应付债券构成。2019 年和 2020 年三季度公司的短期债务占总债务的比重为 39.09% 和 45.44%，债务期限结构有待优化。

从短期偿债能力指标看，2019 年和 2020 年三季度公司货币资金短期债务比分别为 1.35 和 1.02，公司货币资金充足，对短期债务的保障能力较强。2019 年公司现金流动负债比率为 4.68%，2020 年三季度有所下降，公司经营产生的净现金流对流动负债的偿付能力较弱。整体上看，公司的短期偿债能力较好。

从长期偿债指标看，2019 年和 2020 年三季度公司已获利息倍数分别为 10.42 倍和 3.54 倍，

公司利润对债务的保障能力很好；但经营性净现金流对债务的保障倍数 2019 年为 0.1 倍，2020 年三季度为 0.07 倍，保障能力较弱。总体上，公司的长期偿债能力好。

表 9：近年来公司偿债能力相关指标

单位：亿元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月份
总债务	1033.98	1213.68	1430.25	1557.31
短期借款	168.68	168.04	221.70	340.86
一年内到期的非流动负债	223.20	223.42	326.23	366.29
长期借款	632.34	616.47	688.35	640.01
短期债务占比 (%)	30.76	35.61	39.09	45.44
货币资金短期债务比 (倍数)	1.45	1.56	1.35	1.02
现金流动负债比率 (%)	-3.01	4.54	4.68	2.65
已获利息倍数 (倍数)	24.96	11.87	10.42	3.54
经营性净现金流债务保障倍数 (倍数)	-0.05	0.09	0.1	0.07

资料来源：公司年度报告、半年度报告及季度报告，联洲信评整理

(六) 成长性

表 10：近年来公司成长性相关指标

单位：亿元

项目	2017 年	2018 年	2019 年
总资产增长率 (%)	32.66	24.76	45.96
营业收入增长率 (%)	19.46	16.25	10.64

资料来源：公司年度报告、半年度报告及季度报告，联洲信评整理

从成长性看，公司的总资产增长率由 2017 年的 32.66%，上升到 2019 年的 45.96%，总资产增长率处于很高水平。营业收入增长率有所下降，从 2017 年的 19.46%，下降到 2019 年的 10.64%，但处于较高水平。

融资能力

公司融资渠道丰富，充分进入资本市场，完全能够满足融资需要，且资金成本具有一定优势。

截至 2019 年末，公司先后与中国银行、农业银行、工商银行、建设银行、招商银行等银行签署借款合同，合同授信额度总额折合人民币 1910.61 亿元。公司还通过发行超短期融资债券、中期票据、公司债券等多种方式募集资金。

对外担保

截至 2019 年末, 公司对外担保余额 37.45 亿元, 对外担保金额占期末净资产比重为 1.65%, 或有负债风险较小。

外部支持

公司的大股东及实际受益人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, 资金实力强, 综合实力雄厚。截至 2020 年三季度, 招商局集团总资产 21738.51 亿元, 所有者权益合计 8577.48 亿元, 招商局集团实现营业总收入 2707.29 亿元, 净利润 436.47 亿元。公司作为招商局集团城市与园区开发的重要运营平台, 能够在业务、资金、担保等方面得到集团的大力支持; 同时, 公司在进行境内外业务扩张时, 可以共享招商局的资源, 快速实现海外扩展及布局。

企业项目获得前海管理局的大力支持。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。截至 2019 年末, 公司在前海土地整备范围内共拥有计容建筑面积 455.84 万平米的项目储备 (不含人才用房)。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提供有力保障。

评级结论

综上所述, 联洲信评评定招商局蛇口工业区控股股份有限公司的主体信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

附件 1 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产质量指标	
经调整的流动比率（倍）	$(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / (\text{流动负债合计} - \text{预收账款})$
资产负债率	总负债/总资产
盈利能力指标	
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入}$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入}$
净利润	净利润/营业收入
总资产报酬率	息税前利润/平均资产总额，息税前利润=利润总额+财务费用
净资产报酬率	净利润/平均净资产
运营效率指标	
存货周转率（次/年）	主营业务成本/存货平均额
总资产周转率（次/年）	主营业务收入/平均资产总额
流动资产周转率（次/年）	主营业务收入/平均流动资产总额
应收账款周转率（次/年）	主营业务收入/应收账款平均余额
营运资本周转率（次/年）	营业收入/平均营运资本，其中，营运资本=流动资产-流动负债
成本费用利润率	利润总额/成本费用总额，成本费用总额=营业成本+税金及附加+销售费用+管理费用+研发费用+财务费用
偿债能力指标	
短期有息债务占比	短期有息债务/总有息债务，短期有息债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+衍生金融负债+其他调整；总有息债务=短期有息债务+长期借款+应付债券
货币资金短期债务比	货币资金/短期有息负债
现金流动负债比率	经营性净现金流/流动负债
已获利息倍数	息税前利润/财务费用
经营性净现金流债务保障倍数	经营性净现金流/总有息负债
增长率指标	
总资产增长率	$(\text{当期总资产} - \text{前期总资产}) / \text{前期总资产}$
营业收入增长率	$(\text{当期营业收入} - \text{前期营业收入}) / \text{前期营业收入}$

附件 2 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

信用等级	分值	信用能力解释
AAA	90(含)-100(含)	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
AA	80-90(不含)	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
A	70-80(不含)	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
BBB	60-70(不含)	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
BB	50-60(不含)	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
B	40-50(不含)	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
CCC	30-40(不含)	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，经营困难，支付能力很困难，风险很大。
CC	20-30(不含)	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
C	0-20(不含)	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，濒临破产。