



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪148号

## 招商局蛇口工业区控股股份有限公司：

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

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一八年五月二十四日

# 招商局蛇口工业区控股股份有限公司

## 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）、 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2018）

|         |                                                                                                                  |         |  |
|---------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|--|
| 发行主体    | 招商局蛇口工业区控股股份有限公司                                                                                                 |         |  |
| 债券名称    | 招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）、招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）                          |         |  |
| 债券简称及代码 | 17 蛇口 01 112613（品种一）<br>17 蛇口 02 112614（品种二）<br>18 蛇口 01 112678（品种一）<br>18 蛇口 02 112679（品种二）                     |         |  |
| 发行规模    | 人民币 13.6 亿元（品种一）<br>人民币 10.4 亿元（品种二）<br>人民币 20 亿元（品种一）<br>人民币 10 亿元（品种二）                                         |         |  |
| 存续期限    | 2017/11/20~2022/11/20（品种一）<br>2017/11/20~2020/11/20（品种二）<br>2018/4/17~2023/4/17（品种一）<br>2018/4/17~2021/4/17（品种二） |         |  |
| 上次评级时间  | 2017/10/26<br>2017/10/26<br>2018/3/29<br>2018/3/29                                                               |         |  |
| 上次评级结果  | 债项级别 AAA<br>主体级别 AAA                                                                                             | 评级展望 稳定 |  |
| 跟踪评级结果  | 债项级别 AAA<br>主体级别 AAA                                                                                             | 评级展望 稳定 |  |

### 基本观点

2017 年得益于良好的区域布局，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”）房地产销售业绩大幅增长，同时保持较大的土地获取力度，项目储备充足，区域布局良好，为其未来经营的保持提供保障，同时，公司财务结构亦保持稳健且融资渠道通畅。不过，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到房地产行业调控政策持续且行业竞争加剧、公司债务水平上升较快等因素或将对公司信用状况产生影响。

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

### 正 面

- 股东实力雄厚及对公司持续强有力的支持。公司控股股东招商局集团有限公司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，目前已形成了交通、金融及地产三大核心板块，能够在业务拓展、项目获取、资金安排以及资本运营等方面为公司提供持续有力支持。
- 房地产签约销售业绩明显增长。得益于公司丰富的社区开发销售及园区开发经验以及在深圳、上海、南京、广州等一、二城市的良好布局，公司 2017 年签约销售业绩继续保持大幅增长，全年实现签约销售额 1,127.79 亿元，同比增长 52.54%。
- 公司丰富且优质的项目储备。2017 年公司继续保持较大的土地获取力度，采取多种方式进一步增加一、二线城市优质土地资源，当年新增

### 概况数据

| 招商蛇口           | 2015     | 2016     | 2017     | 2018.Q1  |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 所有者权益（亿元）      | 621.63   | 779.52   | 927.83   | 1,004.38 |
| 总资产（亿元）        | 2,108.99 | 2,557.27 | 3,326.21 | 3,606.09 |
| 总债务（亿元）        | 525.31   | 651.27   | 1,008.26 | 1,104.45 |
| 营业总收入（亿元）      | 492.22   | 635.74   | 754.55   | 91.63    |
| 营业毛利率（%）       | 37.68    | 34.54    | 37.66    | 49.45    |
| EBITDA（亿元）     | 124.83   | 189.80   | 239.99   | 79.67    |
| 所有者权益收益率（%）    | 12.94    | 15.60    | 16.18    | 28.78    |
| 资产负债率（%）       | 70.52    | 69.52    | 72.11    | 72.15    |
| 总债务/EBITDA（X）  | 4.21     | 3.43     | 4.20     | 55.45    |
| EBITDA 利息倍数（X） | 3.79     | 5.38     | 4.93     | 5.64     |

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、2015、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、2018 年一季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 等指标已年化处理。

## 分析师

蒋 胜 [tjiang@ccxr.com.cn](mailto:tjiang@ccxr.com.cn)李 蕊 [lrli@ccxr.com.cn](mailto:lrli@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2018年5月24日

土地储备面积 797 万平方米，进一步充实公司土地储备规模，为其未来发展提供有力支撑。

- 资本结构保持稳健且融资渠道通畅。公司坚持稳健发展策略，2017 年在业务规模扩大的过程中仍保持了相对稳健的财务结构和合理的债务期限结构，融资渠道多元且通畅，经营所得亦能对债务本息的偿还形成良好保障。

## 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。
- 债务规模快速上升，资本支出压力加大。随着公司业务扩张及逐步增加一、二线城市优质土地储备资源，2017 年公司债务规模同比上升 54.82%至 1,008.26 亿元，此外，公司还有较大规模的房地产在建项目、园区开发项目和拓展邮轮业务，公司面临的资本支出压力或将有所加大。

## 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 and 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](http://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、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 募集资金使用情况

招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称“17 蛇口 01”、债券代码“112613”，“17 蛇口 02”，债券代码“112614”）于 2017 年 11 月 20 日完成发行，募集资金 24 亿元，招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称“18 蛇口 01”、债券代码“112678”，“18 蛇口 02”，债券代码“112679”）于 2018 年 4 月 17 日完成发行，募集资金 30 亿元，截至 2018 年 5 月末，上述债券募集资金已按《募集说明书》使用完毕。

## 行业关注

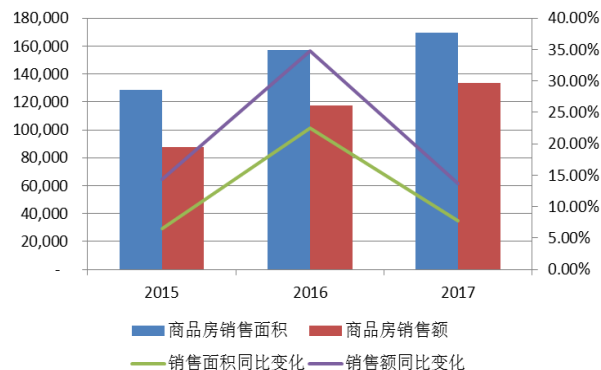
**受房地产调控政策持续升级影响，2017 年以来我国房地产行业步入阶段性下行周期，商品房销售增速下滑明显，三四线城市成为新增长点。**

自 2016 年 10 月以来，我国房地产市场调控政策持续收紧，房地产市场步入阶段性下行周期。根据国家统计局数据显示，2017 年房地产企业累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.0%，增速与上年基本持平；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.66% 和 13.67%，增速分别较上年下降 14.84 个百分点和 21.13 个百分点。办公楼及商业营业用房销售增长速度高于住宅，其中住宅销售面积及销售额分别同比增长 5.3% 和 11.3%；办公楼销售面积及销售额分别同比增长 24.3% 和 17.5%；商业营业用房销售面积及销售额分别同比增长 18.7% 和 25.3%。从价格来看，2017 年以来全国房价增速有所下降，但整体价格水平依然保持向上趋势，12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 13,967 元/平方米，较上年同期增长 7.15%。分城市能级来看，2017 年 12 月末，一线城市住宅均价达 41,202 元/平方米，较上年同期增长 1.43%；同期二线城市住宅均价达 12,684 元/平方米，较上年同期增长 7.70%；而三线城市住宅均价达 8,335 元/平方米，较年初增长 12.48%。受房地产政策的持续收紧及政

策区域分化加重影响，2017 年三四线热点城市房地产销售增速高于一二线城市。

图 1：2015~2017 年全国商品房销售情况

单位：万平方米、亿元



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，2017 年全国土地成交金额大幅上涨，但不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。2017 年房企购置土地面积 25,508 万平方米，同比上升 15.81%；房地产建设用地成交款约 13,643 亿元，同比上涨 49.45%，成交均价涨至 5,348.52 元/平方米。分城市能级来看，受土拍限价影响，2017 年一线城市土地成交均价涨幅及溢价率均有所回落，同比分别下降 6.49 个百分点和 32.76 个百分点，为 9.49% 和 14.30%；二线城市土地成交均价涨幅及溢价率亦有所回落，分别较上年下降 57.43 个百分点和 23.22 个百分点，为 12.33% 和 29.33%；而三四线城市成交土地均价涨幅及溢价率近年来均有所上升，分别为 48.37% 和 37.05%，同比分别上升 35.01 个百分点和 17.20 个百分点。

**2017 年房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策的主基调，重点城市调控效果显现，同时长效机制也加速推进。**

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。在此背景下，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城市周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涿水县、河北省张家口市崇礼区等；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。受此影响，2017 年我国房地产销售增速放缓，其中一、二线城市销售增速回落显著。

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，《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，选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等 12 个城市作为住房租赁首批试点。同年 10 月，十九大报告明确坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

**2017 年以来房企内外部流动性来源收紧，融资成本上升，资金平衡能力面临更高挑战。同时，行业内的兼并收购现象加剧了行业集中度进一步提升，具有规模优势的房企可获得更多的流动性补充。**

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预收款及个人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，较上年同期增速下降 25.51 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，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。从融资成本来看，2017 年以来随着房企融资政策的紧缩，房企融资成本不断被抬高。从房地产信用债到期分布来看，2018~2023 年为房地产债券到期高峰，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多。与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的

销售规模及集中度均进一步提升。2017 年 TOP100 房企销售金额集中度提升 11.58 个百分点至 55.50%；TOP20 房企销售金额集中度则上升 7.77 个百分点至 32.50%；而 TOP10 房企销售金额的比重达到 24.10%，较上年提升 5.75 个百分点，千亿房企已达 17 家。2017 年以来房地产行业集中度进一步提升，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业凭借较强的销售及筹资能力，可获得更多的流动性补充。

## 业务运营

作为招商局集团社区及园区开发的重要运营平台，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，持续获得招商局集团在业务拓展、项目获取、资金安排及资本运营等方面的大力支持。2017 年公司实现营业总收入 754.55 亿元，上述业务分别实现营业收入 690.46 亿元、58.14 亿元和 5.95 亿元，占营业收入的比重分别为 91.51%、7.70%和 0.79%。2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 91.63 亿元，社区开发与运营、园区开发与运营和邮轮产业建设业务分别实现营业收入 77.38 亿元、13.00 亿元和 1.25 亿元。

**得益于良好的区域布局以及很强的区域竞争力，2017 年招商蛇口房地产销售额实现大幅增长；此外，公司仍有一定规模的在建项目及丰富的待结算资源，为未来经营业绩提升提供保障。**

2017 年，公司社区开发及运营板块继续扩展，销售业绩实现快速增长，当年实现签约销售面积 570.01 万平方米，同比增长 20.98%，签约销售额 1,127.79 亿元，同比增长 52.54%，签约销售均价同比上升 26.08%至 19,785 元/平方米。2018 年 1~3 月，公司实现销售金额 313.08 亿元<sup>1</sup>，销售面积 148.85 万平方米，销售均价为 21,033 元/平方米，公司 2018 全年计划实现销售金额 1,500 亿元。

从项目销售的区域分布来看，2017 年公司销售收入以华东区域及深圳为主，约占合同销售金额的 30%和 22%。具体城市分布来看，2017 年公司项目

<sup>1</sup> 系 2018 年 1~3 月公司操盘并表数据口径销售金额。

销售前三的城市分别为深圳（占比 18.34%）、南京（占比 8.49%）及上海（占比 8.45%）。2018 年 1~3 月，公司销售前三的城市分别为上海（占比 11%）、深圳（占比 11%）和南京（占比 10%）。总的来看，目前公司社区开发与运营业务销售贡献主要来源于一线及热点二线城市，其中深圳区域仍居于公司房地产销售的核心地位，同时江苏省区域和上海区域亦对公司的销售起到了较好的支撑作用。

表 1：2015~2018.Q1 公司项目销售和结算情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

| 指标   | 2015   | 2016   | 2017     | 2018.Q1 |
|------|--------|--------|----------|---------|
| 签约面积 | 347.45 | 471.15 | 570.01   | 148.85  |
| 签约金额 | 575.80 | 739.34 | 1,127.79 | 313.08  |
| 销售均价 | 16,572 | 15,692 | 19,785   | 21,033  |
| 结转面积 | 307.65 | 428.72 | 435.71   | 26.40   |
| 结转金额 | 442.29 | 561.39 | 688.87   | 76.74   |
| 结算均价 | 14,376 | 13,095 | 15,810   | 29,068  |

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

表 2：2015~2017 年公司房地产业务区域销售占比

单位：万平方米、亿元

| 区域      | 2015 | 2016 | 2017 |
|---------|------|------|------|
| 深圳      | 37%  | 18%  | 22%  |
| 华南（除深圳） | 12%  | 13%  | 17%  |
| 华北      | 14%  | 12%  | 13%  |
| 华东      | 25%  | 40%  | 30%  |
| 华中      | 12%  | 16%  | 17%  |
| 其他      | -    | 1%   | 1%   |
| 合计      | 100% | 100% | 100% |

注 1：其他包括香港、新西兰和园区事业部；

2：2016 及 2017 年不含资产处置和股权转让收入。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从结算情况来看，公司 2017 年实现房地产项目结算面积 435.71 万平方米，同比增长 1.63%；得益于结算区域房地产均价较高，公司实现结算金额 688.87 亿元，同比增长 22.71%。2018 年 1~3 月，公司实现结算面积 26.40 万平方米，结算金额 76.74 亿元，结算均价为 29,068 元/平方米，因 2018 年一季度公司在深圳收入结转占比为 51.72%，导致当期结转均价大幅上升。

从结算区域来看，2017 年结转项目较多的城市为深圳、杭州、南京、上海、佛山、武汉、苏州、重庆、广州、宁波、成都和哈尔滨等城市。2017 年，公司在上述城市结转收入为 530.74 亿元，占全年结

转总收入的 77.05%。整体来看，公司结转项目以长三角区域和珠三角区域为主，同时重庆、武汉、哈尔滨等多个区域项目陆续结转也进一步保证了总体项目结算规模。

项目运营方面，2017 年公司项目获取力度加大，并加快开发节奏，当年公司新开工面积显著增加，2017 年公司新开工面积和竣工面积分别为 900.54 万平方米和 453.49 万平方米，分别同比增长 60.24%和下降 22.21%。2018 年 1~3 月公司新开工面积和竣工面积分别为 247.13 万平方米和 75.50 万平方米。

跟踪期内，公司继续补充深耕城市土地储备，充裕且布局良好的土地储备对公司业务的持续经营提供有力支撑。

2017 年土地市场竞争激烈，公司通过招拍挂、合资合作、兼并收购等方式增加土地储备，夯实区域布局。2017 年公司在一线、核心二线及周边重要城市新增土地储备计容建筑面积 797 万平方米<sup>2</sup>，土地支出金额为 882 亿元；土地平均成本为 11,072 元/平方米。2017 年公司共新拓展 55 个项目，其中一线城市计容建筑面积占比 13.15%，二线城市计容建筑面积占比 43.45%。2018 年 1~3 月，公司新增土地储备项目 14 个，新增建筑面积 292 万平方米，权益建筑面积 172 万平方米，土地平均成本 9,657 元/平方米，土地支出金额 282 亿元。2018 年新增土地储备中，一线城市建筑面积占比 3.38%，二线城市建筑面积占比 63.33%，三四线城市建筑面积占比为 33.29%。受当期新增土地储备主要位于二、三线城市影响，土地均价有小幅下滑。

表 3：2015~2018.Q1 公司土地储备情况

单位：个、万平方米、元/平方米、亿元

| 指标           | 2015  | 2016   | 2017   | 2018.Q1 |
|--------------|-------|--------|--------|---------|
| 当年新拓展项目      | 20    | 27     | 55     | 14      |
| 当年新增土地储备建筑面积 | 487   | 702    | 797    | 292     |
| 当年新增土地平均成本   | 6,767 | 12,600 | 11,072 | 9,657   |
| 当年地价支出金额     | 231   | 885    | 882    | 282     |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2018 年 3 月末，公司在 28 个城市拥有 211

<sup>2</sup> 不包含收购取得的土地。

个处于不同开发阶段的项目，总建筑面积为 2,499.46 万平方米，分布在五个区域：深圳、华南区域（除深圳）、华东区域、华北区域和华中区域，开发项目面积占比分别为 12.18%、17.77%、38.93%、11.57%和 19.55%。其中前五大城市为上海、深圳、苏南、南京和武汉，占比分别为 15.56%、12.14%、9.27%、7.59%和 5.36%。从城市能级分布来看，一线城市开发面积占比约为 35.15%；二线城市占比约为 37.61%；三、四线城市占比约为 27.25%。总的来看，目前公司的项目开发规模体量仍较大，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。

### 2017 年公司深圳前海蛇口自贸区土地及物业开发运营业务持续建设中；公司借助蛇口、太子湾的示范作用，主导或参与地方产业新城项目的开发建设，后续项目获取进度仍需关注。

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，目前公司主要在深圳蛇口、前海、光明科技园和青岛网谷等地区开展业务。2017 年，公司实现园区开发与运营业务收入 58.14 亿元，同比下降 18.04%，主要因公司 2016 年为盘活资产，出售了部分深圳蛇口持有多年的零散物业。2018 年 1~3 月，园区开发与运营业务实现 13.00 亿元。

公司在深圳前海蛇口自贸区的土地及物业主要分三大片区：蛇口片区、太子湾片区和前海片区。

具体来看，截至 2018 年 3 月末，公司在蛇口片区拥有土地使用权面积共计 219.77 万平方米，其中尚有 164.79 万平米未取得土地使用权权属证书。2018 年 3 月末，蛇口片区已开发土地面积 187.31 万平方米，其中 104.86 万平方米土地上建有希尔顿南海酒店、海上世界船尾、船后广场、宝耀二、三、四期等综合性物业，以及面积较大可进一步改造提升的工业类厂房；剩余 82.45 万平方米的土地上包括招商港务堆场等其他用地。同期末，公司在蛇口片区拥有 175.83 万平方米的建筑物，其中 103.77

万平方米物业已取得正式的房产证书，尚余 72.00 万平方米尚未取得正式权属证书，因权属没有争议，该等物业绝大部分都已用于出租，期末可出租物业的建筑面积达 159.63 万平方米，较 2016 年末小幅增加 2.20%。

公司在前海片区拥有土地使用权面积 237.68 万平方米，虽然公司合法拥有上述土地使用权，但由于目前前海合作区的单元规划还在制定当中，具体宗地的规划用途尚未确定，相关部门暂停办理该区域的土地登记。截至 2018 年 3 月末，在前海片区的土地已经开发的主要为前海自由贸易中心一期。截至 2017 年末，前海自由贸易中心一期建设的相关准备工作已经完成，该项目是公司对前海片区进行开发的重点项目，拟建成商业、办公、公寓、住宅综合体，定位为深港澳贸易自由化的国际现代商贸区，项目预计总投资额为 53.86 亿元。

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 3 月末，太子湾片区的已建成物业为太子湾自贸区启动一期中的邮轮中心，该邮轮中心于 2016 年底投入运行，同属太子湾自贸区启动一期的总部商务花园项目已开工建设。

表 4：截至 2018 年 3 月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         | 12.93        | 118.05        |
| 尚未取得土地使用权证书 | 164.79        | 40.35        | 119.63        |
| <b>小计</b>   | <b>219.77</b> | <b>53.28</b> | <b>237.68</b> |
| 已经开发建设      | 187.31        | 4.22         | 9.41          |
| 正在开发建设      | 4.28          | 5.73         | -             |
| 尚未开发建设      | 28.18         | 43.34        | 228.28        |
| <b>小计</b>   | <b>219.77</b> | <b>53.28</b> | <b>237.68</b> |

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

表 5：截至 2018 年 3 月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     | 95.22         | -           | 11.59        |
| 已取得绿证     | 8.55          | -           | -            |
| 尚未取得权属证书  | 72.05         | 13.9        | 3.67         |
| <b>合计</b> | <b>175.83</b> | <b>13.9</b> | <b>15.26</b> |
| 用于出租      | 159.63        | 13.9        | 10.26        |
| 自用或其他用途   | 16.20         | -           | 5.01         |
| <b>合计</b> | <b>175.83</b> | <b>13.9</b> | <b>15.26</b> |

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

另外，公司旗下占地面积 20.77 万平方米的光明科技园、占地面积 39.37 万平方米的青岛网谷及蕲春大健康产业园区等工业园区项目正在进行开发。此外，公司正在开发天津网谷 2 期工程，总建筑面积 11.52 万平方米，预计 2019 年交付使用；2017 年 2 月，重庆金山意库二期项目开工建设，总计容建筑面积 2.88 万平方米，计划总投资 0.65 亿元，预计 2018 年开业。

物业租赁方面，随着公司在前海、蛇口片区的土地清理及开发，截至 2017 年末公司拥有可出租的土地面积为 184.03 万平米，同比下降 26.33%，2018 年 3 月末公司可出租土地面积继续下降至 145 万平方米，公司可出租面积持续下降；近年来公司物业出租率保持在 97% 左右，土地出租单价由 2016 年 70.37 元/平方米/年上升至 87.91 元/平方米/年，受面积下降影响，2017 年公司土地出租收入较 2016 年减少 8% 至 1.51 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现土地出租收入 0.19 亿元。截至 2017 年末，公司可出租投资性物业面积同比上升 3.20% 至 246.75 万平方米，总体出租率达 83%，出租收入同比上升 22.19% 至 22.47 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司可出租投资性物业面积 260.4 万平方米，2018 年 1~3 月实现出租收入 5.70 亿元，总体出租率分别为 83.67%。酒店运营方面，2017 年公司清算部分酒店，截至 2018 年末公司在深圳、北京等地拥有酒店客房 1,484 套。2017 年及 2018 年 1~3 月公司分别实现酒店运营收入 5.94 亿元和 1.58 亿元，平均入住率为 73% 左右。

2017 年公司借助蛇口、太子湾的示范作用以及

前海片区政企合作的经验，通过与地方政府合作，参与或主导地方产业新城项目的开发建设。年内与武钢集团、武汉市青山区国资委，湖北黄冈蕲春县政府，深圳光明新区政府，苏州高新创业投资集团，常熟市政府，揭阳市人民政府等签订协议。此外，公司在全国尚有十余个重点产业新城项目正在跟进。上述项目目前均只是签署框架协议或初步合作协议，需进一步关注项目获取进度。

**2017 年公司码头吞吐量增加 107.95% 至 549 万人次，带动公司邮轮产业建设与运营收入大幅增加，但该业务对营业收入贡献较小。**

2017 年公司码头吞吐量合计 549 万人次，同比增加 107.95%，其中渡轮码头吞吐量 530 万人次，邮轮码头吞吐量 19 万人次。公司自有在营高速客轮 9 艘，租赁经营 0 艘。

2017 年及 2018 年 1~3 月，公司邮轮产业建设与运营收入分别为 59,528.15 万元和 12,486.46 万元，占营业收入比重分别为 0.79% 和 1.36%，其对公司营业总收入贡献仍较小。2017 年，公司邮轮产业建设与运营收入较 2016 年增长 75.05%，因随着内地与港澳交流增多，公司客运客流量增加带动收入增加。

表 6：2015~2018.Q1 邮轮产业营业收入明细

单位：万元

| 业务分类      | 2015             | 2016             | 2017             | 2018.Q1          |
|-----------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 迅隆船务      | 24,617.00        | 24,816.40        | 24,477.17        | 6,113.80         |
| 蛇口邮轮母港    | 8,693.12         | 9,190.83         | 16,082.83        | 6,362.74         |
| 香港邮轮      | -                | -                | 11,122.61        | -                |
| <b>合计</b> | <b>33,310.12</b> | <b>34,007.23</b> | <b>51,682.61</b> | <b>12,476.54</b> |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

分具体业务来看，2017 年迅隆船务实现营业收入 2.45 亿元，同比下降 1.37%，公司深港澳地区水上旅客运输业务收入较为稳定。

邮轮母港收入主要来源于经营的客运航线的船票分成、多余泊位岸线的对外租赁、船舶供水供电及客运楼内少量物业对外租赁，2017 年蛇口邮轮母港实现营业收入 1.61 亿元，同比增长 74.99%，主要因公司客运客流量大幅增加。

此外，2017 年是太子湾邮轮母港完整运营的首个年度，相继接待处女星号、银影号、海洋航行者

号、大西洋号、云顶梦号等多艘国际邮轮靠泊，全年累计引轮 109 艘次。

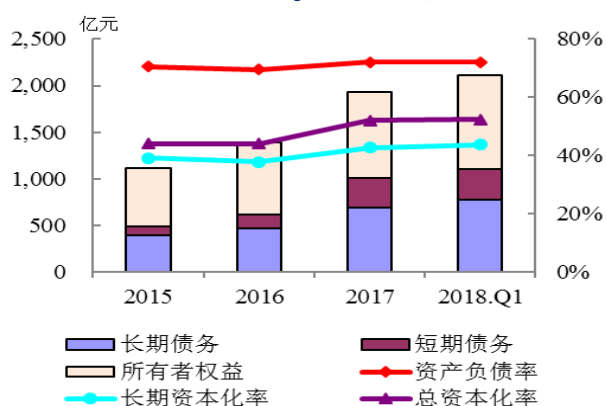
## 财务分析

以下分析主要基于公司提供的经信永中和会计事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年~2017 年度审计以及未经审计 2018 年一季度报告。

### 资本结构

伴随着公司房地产开发业务项目和土地储备的增加，公司资产规模呈现较明显增长，2017 年末公司资产总额为 3,326.21 亿元，同比增长 30.07%；负债总额为 2,398.38 亿元，同比增长 34.91%。得益于利润累积以及公司发行 40 亿元的永续债，同期末公司所有者权益为 927.83 亿元，同比增长 19.03%。财务杠杆比率方面，2017 年末，公司资产负债率和净负债率分别为 72.11%和 59.87%，分别同比提升 2.59 个百分点和 35.33 个百分点。若将永续债调入长期债务，则年末公司资产负债率和净负债率分别为 73.31%和 64.18%；另截至 2018 年 3 月末，公司总资产为 3,606.09 亿元，所有者权益 1,004.38 亿元，资产负债率和净负债率分别为 72.15%和 66.39%，财务杠杆比率小幅上升，若将永续债调入长期债务，则 2018 年 3 月末公司资产负债率和净负债率分别为 73.53%和 71.37%。

图 2：2015~2018.Q1 末公司资本结构分析

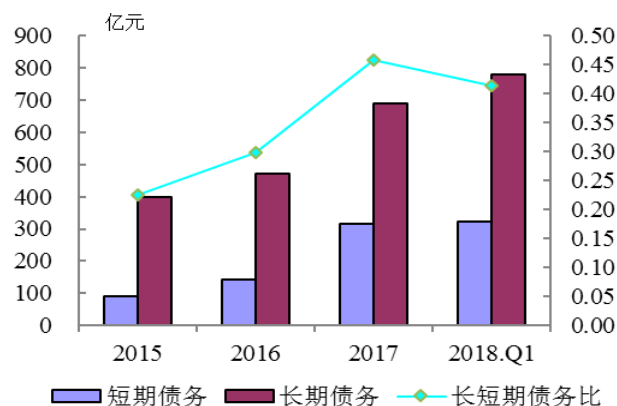


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务规模来看，由于当年公司开发及土地储备支出资金需求较大，使得总债务规模有所上升。截至 2017 年末，公司总债务余额 1,008.26 亿元，同比增加 54.82%，其中因业务发展导致融资规模扩

大且公司部分债券于 2018 年到期，导致 2017 年末公司短期债务规模同比上升 124.98%至 317.32 亿元。债务期限结构方面，公司长短期债务比由 2016 年 0.28 倍上升至 0.46 倍，债务期限结构仍保持合理。

图 3：2015~2018.Q1 末公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，随着业务规模的扩张，2017 年公司债务规模增长较快，财务杠杆比率有所上升，但整体仍处于相对稳健水平。

### 流动性

2017 年末，公司流动资产为 2,865.85 亿元，同比增长 32.71%；流动资产占总资产比重为 86.16%，同比增长 1.72 个百分点。从流动资产构成来看，公司流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金构成，2017 年末占流动资产的比重分别为 57.31%、21.74%和 15.80%。

表 7：2015~2018.Q1 末公司流动资产分析

| 单位：%           |       |       |       |         |
|----------------|-------|-------|-------|---------|
| 指标             | 2015  | 2016  | 2017  | 2018.Q1 |
| 流动资产/总资产       | 88.47 | 84.44 | 86.16 | 86.97   |
| 存货/流动资产        | 65.06 | 56.96 | 57.31 | 59.45   |
| 货币资金/流动资产      | 21.78 | 21.30 | 15.80 | 13.96   |
| （存货+货币资金）/流动资产 | 86.84 | 78.27 | 73.11 | 73.40   |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2017 年公司存货账面价值同比上升 56.96%至 1,642.33 亿元，占同期流动资产比重为 57.31%。公司存货主要由开发成本构成，2017 年末公司开发成本 1,353.23 亿元，同比增加 3.08%，占同期末存货的 80.16%。公司在建和拟建项目大部分位于上海、深圳、苏南及南京等地，

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。同时，截至 2017 年末，公司房地产开发产品占存货总额的比为 15.16%，主要分布在深圳、上海、北京、天津、南京、重庆等核心一、二线城市，整体来看未来现房销售压力较小。

表 8：2015~2017 年末公司存货结构分析

单位：亿元、%

|            | 2015     | 2016     | 2017     |
|------------|----------|----------|----------|
| 存货         | 1,213.80 | 1,230.10 | 1,642.33 |
| 土地开发成本     | 76.99    | 39.63    | 39.65    |
| 土地开发成本/存货  | 6.34     | 3.22     | 2.41     |
| 房地产开发成本    | 969.83   | 989.39   | 1,353.23 |
| 房地产开发成本/存货 | 79.90    | 80.43    | 82.40    |
| 房地产开发产品    | 166.83   | 200.70   | 249.02   |
| 房地产开发产品/存货 | 13.74    | 16.32    | 15.16    |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产周转率来看，2017 年公司存货周转率和总资产周转率分别为 0.33 次和 0.26 次，周转效率较为稳定，资产周转效率处于合理水平。

表 9：2015~2017 年公司周转率相关指标

|             | 2015 | 2016 | 2017 |
|-------------|------|------|------|
| 存货周转率（次/年）  | 0.28 | 0.34 | 0.33 |
| 总资产周转率（次/年） | 0.26 | 0.27 | 0.26 |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从现金获取能力来看，2017 年由于支付经营性往来款及预付土地价款的数额较大，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仍呈净流出状态，同时得益于销售回流，经营性净现金流出幅度有所收窄，由 2016 年的-127.15 亿元收窄至-47.09 亿元。

货币资金方面，2017 年末公司货币资金为 452.78 亿元，同比小幅下降 1.57%，受短期债务规模增长影响，当年末公司货币资金/短期债务为 1.43 倍，货币资金对短期债务的保障能力有所减弱。

表 10：2015~2018.Q1 末公司部分流动性指标

| 指标              | 2015   | 2016    | 2017   | 2018.Q1 |
|-----------------|--------|---------|--------|---------|
| 货币资金（亿元）        | 406.44 | 460     | 452.78 | 437.67  |
| 经营活动净现金流（亿元）    | 20.84  | -127.15 | -47.09 | -91.52  |
| 经营性净现金流/短期债务（X） | 0.23   | -0.9    | -0.15  | -1.13   |
| 货币资金/短期债务（X）    | 4.5    | 3.26    | 1.43   | 1.35    |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总的来看，2017 年末公司短期债务规模增长较快，但公司年末手持货币资金规模仍可对短期债务形成覆盖，且公司存货项目主要位于一、二线城市，整体来看，公司资产流动性较好。

## 盈利能力

公司营业收入主要来源于园区开发与运营、社区开发与运营、邮轮产业的建设与运营三大核心业务，其中社区的开发与运营仍是其收入和利润的主要来源。2017 年，公司实现营业总收入 754.55 亿元，同比增加 18.69%。分板块来看，社区的开发与运营实现营业收入 690.46 亿元，同比增加 22.99%，园区开发与运营业务受物业出售影响，实现营业收入 58.14 亿元，同比下降 18.04%，邮轮产业的建设与运营实现营业收入 5.95 亿元，同比增长 75.05%。2017 年末公司预收款项为 550.61 亿元，同比增长 4.91%，可对未来业务增长提供一定支撑。2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 91.63 亿元。

毛利率方面，2017 年，公司营业毛利率为 37.66%，同比增长 3.12 个百分点，主要系由于当年结算项目中位于深圳及南京的毛利率较高项目结转收入比重较大。2018 年 1~3 月，公司营业毛利率为 49.45%，主要受第一季度社区开发与运营板块在深圳等毛利率较高的区域结算占比较高影响。

表 11：2015~2018.Q1 公司分板块营业毛利率情况

单位：%

| 板块      | 2015  | 2016  | 2017  | 2018.Q1 |
|---------|-------|-------|-------|---------|
| 社区开发与运营 | 34.89 | 32.27 | 38.43 | 52.61   |
| 园区开发与运营 | 53.56 | 51.69 | 31.91 | 30.54   |
| 邮轮建设与运营 | 55.91 | 51.16 | 4.12  | 50.42   |
| 综合毛利率   | 37.68 | 34.54 | 37.66 | 49.45   |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，由于销售推广力度加大和人工成本的增长，2017 年公司销售费用和管理费用分别为 14.68 亿元和 12.82 亿元，分别同比增加 24.90% 和 19.79%；2017 年公司财务费用同比下降 41.03% 至 8.36 亿元，主要系公司持有外币借款，2017 年人民币升值产生汇兑收益 4.44 亿元。综上，2017 年公司期间费用合计 35.85 亿元，同比下降 2.10%，公司三费收入占比为 4.75%，同比下降 1.01 个百分点。另 2018 年 1~3 月，公司三费合计金额 3.16 亿元，三费收入占比为 3.45%，期间费用控制能力持续加强。

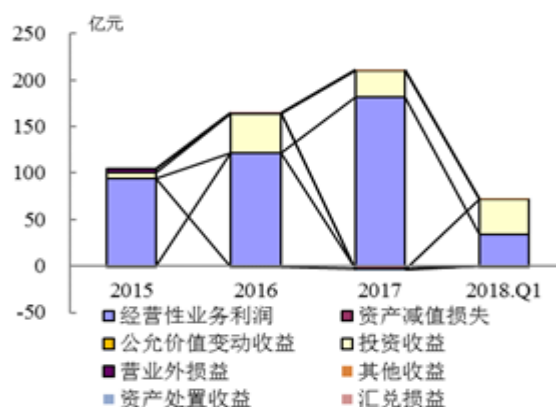
表 12：2015~2018.Q1 公司三费分析

| 单位：亿元、% |        |        |        |         |
|---------|--------|--------|--------|---------|
| 项目      | 2015   | 2016   | 2017   | 2018.Q1 |
| 销售费用    | 11.24  | 11.75  | 14.68  | 1.87    |
| 管理费用    | 12.27  | 10.70  | 12.82  | 2.63    |
| 财务费用    | 15.49  | 14.17  | 8.36   | -1.33   |
| 三费合计    | 39.00  | 36.62  | 35.85  | 3.16    |
| 营业总收入   | 492.22 | 635.74 | 754.55 | 91.63   |
| 三费收入占比  | 7.92   | 5.76   | 4.75   | 3.45    |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2017 年公司利润总额为 207.34 亿元，同比增加 26.01%。其中，公司经营性业务利润为 181.57 亿元，同比增加 49.77%；2017 年公司资产减值损失合计 3.31 亿元，主要因分别计提应收账款坏账损失和投资性房地产减值损失 1.52 亿元和 1.72 亿元；同期，公司实现投资收益为 29.10 亿元，同比减少 30.95%，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，该收入具有不可持续性。扣除所得税费用后，2017 年公司获得净利润 150.09 亿元，同比增加 23.42%，所有者权益收益率为 16.18%，同比上升 0.58 个百分点。另 2018 年 1~3 月，公司实现利润总额 79.67 亿元，其中经营性业务利润和投资收益分别为 33.97 亿元和 38.39 亿元，实现净利润 79.67 亿元，所有者权益收益率为 28.78%。

图 4：2015~2018.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受社区及园区开发与运营业务的持续推进，2017 年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增强，利润总额及净利润持续扩大，整体盈利能力表现良好。

## 偿债能力

2017 年末公司总债务规模为 1,008.2 亿元，同比增加 54.82%，长短期债务比为 0.46 倍，因业务发展导致融资规模扩大且公司部分债券于 2018 年到期，导致 2017 年末公司短期债务规模同比上升 124.98%至 317.32 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司总债务规模为 1,104.45 亿元，长短期债务比为 0.41 倍。现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成。2017 年，公司 EBITDA 为 239.99 亿元，同比增加 26.44%。同期，公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障系数分别为 4.20 倍和 4.93 倍，分别同比上升 0.77 倍和下降 0.44 倍，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度仍较强。

表 13：2015~2018.Q1 公司偿债能力指标

| 财务指标             | 2015   | 2016    | 2017     | 2018.Q1  |
|------------------|--------|---------|----------|----------|
| 总债务（亿元）          | 525.31 | 651.27  | 1,008.26 | 1,104.45 |
| 经营活动净现金流（亿元）     | 20.84  | -127.15 | -47.09   | -91.52   |
| EBITDA（亿元）       | 124.83 | 189.80  | 239.99   | 79.67    |
| 经营活动净现金流/总债务（X）  | 0.04   | -0.20   | -0.05    | -0.33    |
| 经营活动净现金流/利息支出（X） | 0.63   | -3.60   | -0.97    | -6.48    |
| 总债务/EBITDA（X）    | 4.18   | 3.43    | 4.20     | 61.12    |
| EBITDA 利息倍数（X）   | 3.79   | 5.38    | 4.93     | 5.64     |
| 资产负债率（%）         | 70.52  | 69.52   | 72.11    | 72.15    |
| 净负债率（%）          | 19.12  | 24.54   | 59.87    | 66.39    |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

对外担保方面，截至 2018 年 3 月末，公司及控股子公司的对外担保总额<sup>3</sup>为 7.12 亿元。

受限资产方面，截至 2017 年末，公司受限资产账面价值合计 138.84 亿元，占当期末总资产的 4.17%，主要为保证金和因抵押贷款而受限的存货。

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 3 月末，公司获得银行授信额度 1,126 亿元，未使用额度 415 亿元。此外，公司通过发行中期票据、公司债券募集资金，融资渠道丰富。

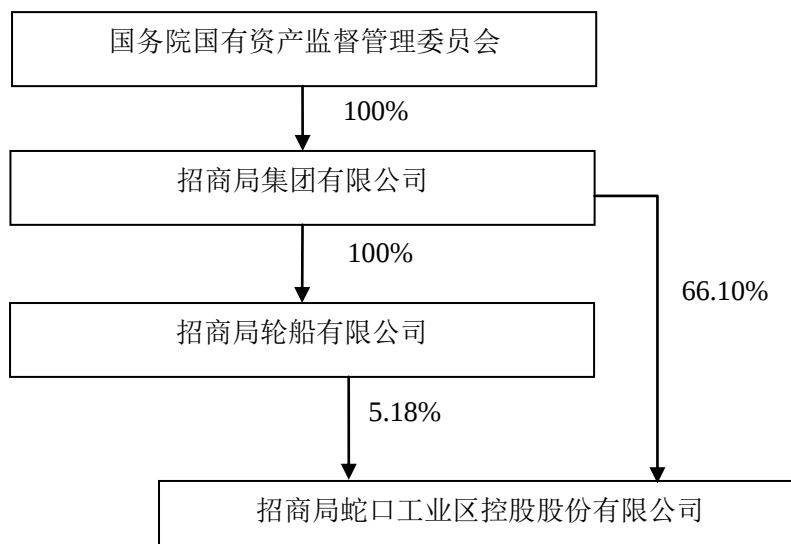
总体而言，随着 2017 年公司积极扩充土地储备及在建工程持续推进，公司财务杠杆进一步上升，公司未来或面临一定的资本支出压力。但考虑到公司持有有力的股东支持、充足的项目储备资源、较大规模的待结算资源、不断增强的盈利能力以及多样的融资渠道，公司整体具备极强的偿债能力。

## 结 论

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

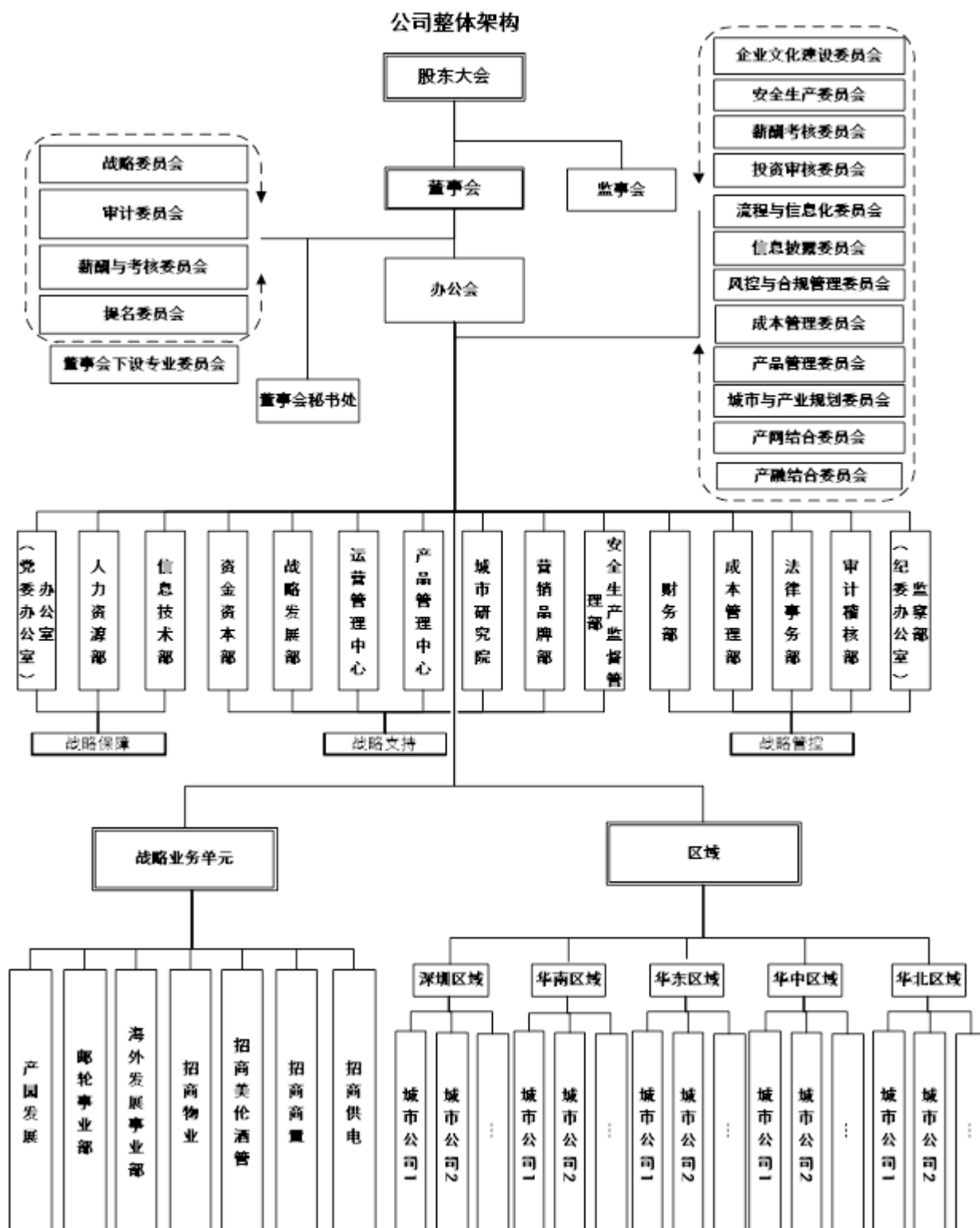
<sup>3</sup> 不包括子公司为客户提供的销售按揭担保。

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 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：招商局蛇口工业区控股股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：招商局蛇口工业区控股股份有限公司主要财务数据及财务指标

| 财务数据（单位：万元）      | 2015          | 2016          | 2017          | 2018.Q1       |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金             | 4,064,351.38  | 4,600,003.80  | 4,527,768.34  | 4,376,730.05  |
| 应收账款净额           | 9,690.32      | 22,701.00     | 21,996.03     | 29,650.87     |
| 存货净额             | 12,138,049.84 | 12,300,965.89 | 16,423,290.09 | 18,643,817.53 |
| 流动资产             | 18,657,281.75 | 21,594,328.69 | 28,658,525.69 | 31,362,737.96 |
| 长期投资             | 219,218.26    | 305,019.58    | 849,138.72    | 955,533.87    |
| 固定资产合计           | 1,479,009.96  | 2,840,897.05  | 3,039,845.51  | 3,116,486.51  |
| 总资产              | 21,089,922.64 | 25,572,662.27 | 33,262,092.12 | 36,060,887.54 |
| 短期债务             | 904,141.48    | 1,410,465.11  | 3,173,208.47  | 3,237,724.96  |
| 长期债务             | 4,348,932.31  | 5,102,215.47  | 6,909,431.25  | 7,806,761.40  |
| 总债务（短期债务+长期债务）   | 5,253,073.79  | 6,512,680.59  | 10,082,639.72 | 11,044,486.37 |
| 总负债              | 14,873,593.18 | 17,777,466.83 | 23,983,821.15 | 26,017,117.98 |
| 所有者权益（含少数股东权益）   | 6,216,329.46  | 7,795,195.45  | 9,278,270.97  | 10,043,769.56 |
| 营业总收入            | 4,922,241.50  | 6,357,375.61  | 7,545,468.22  | 916,312.49    |
| 三费前利润            | 1,334,171.88  | 1,578,530.35  | 2,174,245.14  | 371,291.94    |
| 投资收益             | 58,509.16     | 421,425.95    | 291,005.27    | 383,889.57    |
| 净利润              | 804,657.36    | 1,216,123.52  | 1,500,936.12  | 722,772.33    |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 1,248,280.14  | 1,898,040.26  | 2,399,879.62  | 796,655.67    |
| 经营活动产生现金净流量      | 208,427.22    | -1,271,473.51 | -470,868.61   | -915,168.83   |
| 投资活动产生现金净流量      | -204,261.17   | 548,272.73    | -3,265,688.20 | 57,039.72     |
| 筹资活动产生现金净流量      | 1,427,330.58  | 1,175,572.46  | 3,378,290.66  | 1,021,714.25  |
| 现金及现金等价物净增加额     | 1,451,381.61  | 495,217.54    | -388,106.64   | 154,543.96    |
| 财务指标             | 2015          | 2016          | 2017          | 2018.Q1       |
| 营业毛利率（%）         | 37.68         | 34.54         | 37.66         | 49.45         |
| 所有者权益收益率（%）      | 12.94         | 15.60         | 16.18         | 28.78         |
| EBITDA/营业总收入（%）  | 25.36         | 29.86         | 31.81         | 86.94         |
| 速动比率（X）          | 0.63          | 0.74          | 0.73          | 0.72          |
| 经营活动净现金/总债务（X）   | 0.04          | -0.20         | -0.05         | -0.33         |
| 经营活动净现金/短期债务（X）  | 0.23          | -0.90         | -0.15         | -1.13         |
| 经营活动净现金/利息支出（X）  | 0.63          | -3.60         | -0.97         | -6.48         |
| EBITDA 利息倍数（X）   | 3.79          | 5.38          | 4.93          | 5.64          |
| 总债务/EBITDA（X）    | 4.21          | 3.43          | 4.20          | 55.45         |
| 资产负债率（%）         | 70.52         | 69.52         | 72.11         | 72.15         |
| 总债务/总资本（%）       | 45.80         | 45.52         | 52.08         | 52.37         |
| 长期资本化比率（%）       | 41.16         | 39.56         | 42.68         | 43.73         |
| 净负债率（%）          | 19.12         | 24.54         | 59.87         | 66.39         |

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、2015、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、2018 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务、总债务/EBITDA 等指标已年化处理。

#### 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

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-手续费及佣金收入-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

经营性业务利润=三费前利润-三费合计

EBIT（息税前盈余）=利润总额+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）/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/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+资本化利息支出）

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义                           |
|------|------------------------------|
| AAA  | 债券信用质量极高，信用风险极低              |
| AA   | 债券信用质量很高，信用风险很低              |
| A    | 债券信用质量较高，信用风险较低              |
| BBB  | 债券具有中等信用质量，信用风险一般            |
| BB   | 债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高       |
| B    | 债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高         |
| CCC  | 债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高        |
| CC   | 债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高        |
| C    | 债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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。

### 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 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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

|    |                 |
|----|-----------------|
| 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，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。