



信用等级通知书

信评委函字[2018]G161-F3号

招商局蛇口工业区控股股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“招商局蛇口工业区控股股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年五月二十九日

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（第二期）信用评级报告

债券级别 AAA

主体级别 AAA

评级展望 稳定

发行主体 招商局蛇口工业区控股股份有限公司

发行规模 本次债券的发行总规模不超过150亿元，采用分期发行方式，本期债券分为两个品种，品种一基础发行规模为2.5亿元，品种二基础发行规模为2.5亿元，合计基础发行规模为5亿元，可超额配售合计不超过35亿元（含35亿元）。

债券期限 本期债券期限不超过五年（含五年），分为两个品种，品种一为五年期固定利率品种（以下简称“品种一”），品种二为三年期固定利率品种（以下简称“品种二”）。两个品种间可以进行相互回拨，回拨比例不受限制。由发行人与主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨权。

债券利率 本期债券采用固定利率形式，票面利率将根据网下询价簿记结果，由发行人与主承销商按照市场情况确定。

偿还方式 本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

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	1004.38
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
净负债率（%）	19.12	24.54	59.87	66.39

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、2015年、2016年数据为2016年初、2017年初重述数；

4、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。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“招商局蛇口工业区控股股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”的信用级别为AAA。该级别反映了本期债券的信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评评定发行主体招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“招商蛇口”或“公司”）主体信用级别为AAA，评级展望稳定。该级别反映了招商蛇口偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。中诚信证评肯定了公司控股股东实力雄厚且能够对公司提供有力支持，公司累积了丰富的开发经验且近年来销售业绩持续提升，目前土地储备丰富且优质，以及公司财务结构稳健、融资渠道畅通等正面因素为公司未来的发展提供的保障。同时，中诚信证评也关注到房地产调控政策持续且行业竞争加剧，以及公司面临的资本支出压力等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 股东实力雄厚及对公司强有力的支持。公司控股股东招商局集团有限公司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，综合实力雄厚，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有力支持。
- 公司丰富的开发经验及持续增长的销售业绩。作为全国性房地产龙头企业之一，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。近年来公司实现了销售业绩的持续提升，表现出较强的市场应对能力。
- 公司丰富且优质的土地储备。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、

分析师

蒋 鹏 tjiang@ccxr.com.cn

李 蕊 lrli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年5月29日

二线城市的核心区域优质土地资源，为其未来发展提供有力支撑。

- 资本结构稳健且融资渠道畅通。得益于稳健的发展策略，近年来公司负债水平有所降低，融资成本较低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，公司吸收合并招商地产完成上市及非公开发行后，其自有资本实力及融资能力均大幅增强，亦能够形成境内外联动的融资模式。

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。
- 资本支出压力。随着逐步增加一、二线城市优质土地资源储备，以及深入园区开发及拓展邮轮业务，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）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。

概 况

发债主体概况

招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“招商蛇口”或“公司”）前身为蛇口工业区建设指挥部，成立于 1979 年 4 月 1 日。1992 年 2 月 19 日，招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）全资设立招商局蛇口工业区有限公司，注册资本为人民币 2 亿元。1998 年 7 月，公司改组规范为有限责任公司，并增加招商局轮船股份有限公司（现更名为“招商局轮船有限公司”，以下简称“招商局轮船”）为股东，注册资本增加至人民币 3 亿元，招商局集团持股 95%，招商局轮船持股 5%。2002 年 8 月，增加注册资本至人民币 22.36 亿元。2015 年 6 月，招商局蛇口工业区有限公司整体改制为股份公司，并更名为“招商局蛇口工业区控股股份有限公司”，其中招商局集团持有 95% 的股权，招商局轮船持有余下 5% 股权。2015 年 12 月 30 日，招商蛇口吸收合并招商局地产控股股份有限公司（以下简称“招商地产”），并在深圳交易所挂牌上市，证券简称“招商蛇口”，证券代码 001979.SZ。截至 2018 年 3 月末，公司总股本为 79.04 亿股，其中招商局集团持有 66.10% 股权、招商局轮船持有 5.18% 股权。由于招商局集团系国务院国有资产监督管理委员会监管的大型中央企业之一，公司的实际控制人为国务院国资委。

公司主营社区开发与运营、园区开发与运营、邮轮产业建设与运营三大业务板块。目前已在全国 45 个城市开展超过 200 个项目的运作，且在华东及华南区域形成较强的区域竞争优势。截至 2017 年末，公司合并范围子公司共计 358 家。

截至 2017 年 12 月 31 日，公司总资产 3,326.21 亿元，所有者权益（含少数股东权益）927.83 亿元，资产负债率 72.11%；2017 年公司实现营业收入 754.55 亿元，净利润 150.09 亿元，经营活动现金流量净额-47.09 亿元。

截至 2018 年 3 月 31 日，公司总资产 3,606.09 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,004.38 亿元，资产负债率 72.15%；2018 年 1~3 月公司实现营业收入 91.63 亿元，净利润 58.26 亿元，经营活

动现金流量净额-91.52 亿元。

本期债券概况

表 1：本期公司债券概况

债券概况	
债券名称	招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）
发行总额	本次债券的发行总规模不超过 150 亿元，采用分期发行方式，本期债券分为两个品种，品种一基础发行规模为 2.5 亿元，品种二基础发行规模为 2.5 亿元，合计基础发行规模为 5 亿元，可超额配售合计不超过 35 亿元（含 35 亿元）。
债券期限	本期债券期限不超过五年（含五年），分为两个品种，品种一为五年期固定利率品种（以下简称“品种一”），品种二为三年期固定利率品种（以下简称“品种二”）。两个品种间可以进行相互回拨，回拨比例不受限制。由发行人与主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨权。
债券利率	本期债券采用固定利率形式，票面利率将根据网下询价簿记结果，由发行人与主承销商按照市场情况确定。
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还存量债务。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

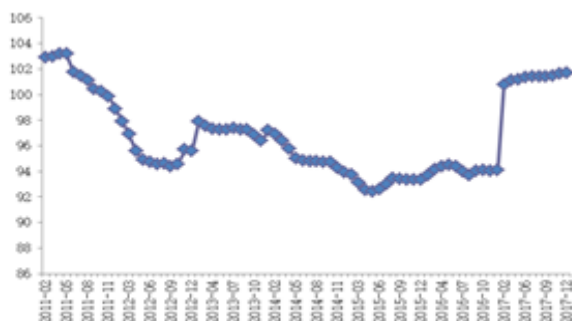
行业分析

房地产行业概况

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来，中国房地产行业得到快速发展，国房景气指数持续提升并于 2007 年 11 月达到历史顶点 106.59 点。此后，受 2008 年次贷危机和紧缩货币政策影响，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年随着国家出台的信贷宽松政策，商品房销售情况有所好转；2010 年，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；2012 年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升，2013 年房地产市场延续上升势头，期内国房景气指数呈波动上升态势；2014 年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑，国房景气指数亦随之下降；进入 2015 年，随着一系列宽松的行业政策出台，中国房地产市场总体上呈现回暖趋势，国

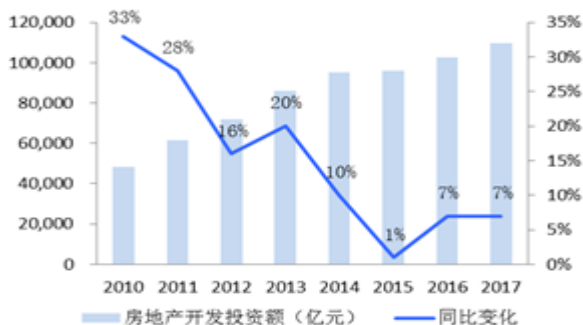
房景气指数自 2015 年 6 月开始有所回升并于下半年企稳，上升态势延续至 2016 年上半年。2016 年 10 月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期均有所上升。2016 年房地产市场的明显回暖使得当年房地产业对 GDP 增长贡献率达 7.8%，较上年增加了 5.4 个百分点，房地产业增加值占 GDP 的比重亦达到历史最高位的 6.47%。2017 年以来国房景气指数持续上行，于 2017 年 12 月达到 101.72 点，但 3 月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响，景气指数上升增速出现明显回落。

图 1：2011~2017 年国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图 2：2010~2017 年全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，近年来房地产开发投资额保持增长，但增速有所放缓。根据国家统计局数据显示，2015 年房地产行业投资增速延续回落态势，当年全国房地产开发投资 95,979 亿元，同比增长仅 1.0%；2016 年，良好的销售情况提振了房企信心，当年房地产投资增速有所提升，全年累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.9%，增速较上年上涨 5.9 个百分点。自 2016 年 10 月以来，各地房地产市场调控政策持续收紧，但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平，2017 年全国累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.0%，

增速与上年基本持平。

房地产开发投资资金的到位情况方面，近年来我国房地产开发企业的到位资金规模逐年增长，2015~2017 年房地产开发企业到位资金分别为 125,203 亿元、144,214 亿元和 156,053 亿元，年均复合增长率 11.64%；同期增速分别为 2.63%、15.18%和 8.21%。从资金来源来看，随着房地产市场的回暖，房企资金来源中其他来源（包括定金及预收款和个人按揭贷款）规模及其占比呈快速上升态势，2015~2017 年房企资金来源中定金及预收款和个人按揭贷款合计分别为 49,182 亿元、66,355 亿元和 72,600 亿元，占比从 2015 年的 39.28%上升至 2017 年的 46.52%；但受按揭贷款利率持续上升影响，2017 年定金及预收款和个人按揭贷款增速仅为 9.41%，较 2016 年下降 25.51 个百分点。2015~2017 年房企自筹资金和国内贷款规模呈上升趋势，分别为 69,252 亿元、70,645 亿元和 76,114 亿元，占比分别为 55.31%、48.99%和 48.77%，近年来房企自筹资金比例不断下降，房企融资渠道逐步由直接融资转向银行贷款、信托等传统融资渠道。

表 2：2015~2017 年房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%			
指标	2015	2016	2017
资金来源合计	125,203	144,214	156,053
同比增长	2.6	15.2	8.2
其中：			
自筹资金	49,038	49,133	50,872
占比	39.17	34.07	32.60
同比增长	-2.7	0.2	3.5
国内贷款	20,214	21,512	25,242
占比	16.14	14.92	16.18
同比增长	-4.8	6.4	17.3
利用外资	297	140	168
占比	0.24	0.10	0.11
同比增长	-53.6	-52.6	19.8
其他来源	55,655	73,428	79,770
占比	44.45	50.92	51.12
同比增长	12	31.9	8.6
其中：定金及预收款	32,520	41,952	48,694
同比增长	7.5	29.0	16.1
个人按揭贷款	16,662	24,403	23,906
同比增长	21.9	46.5	-2.0

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，近年房地产新开工面积呈现波动下

滑态势。具体来看,2015年房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎态度,有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出,当期房地产开发企业房屋新开工面积154,454万平方米,同比下降14.0%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下,房地产新开工面积同比下降导致短期内新增供给量的下滑,有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。2016年,在一、二线重点城市房地产市场景气度明显提升的带动下,房企纷纷加速开发节奏以及及时补充可售货源,全国房地产当年累计新开工面积166,928万平方米,同比上升8.1%。2017年,房地产开发企业房屋新开工面积为178,654万平方米,同比上升7.0%,较上年下降1.1个百分点,随着房地产政策的持续收紧,房地产开发企业新开工面积增速有所放缓。从新开工面积与销售面积的差额来看,近年来商品房新开工面积始终高于同年商品房销售面积,但新开工面积与销售面积差额呈逐年收窄态势。2017年,全国商品房新开工面积与销售面积差额(差额=新开工面积-销售面积)为9,246万平方米,同比下降3.48%,商品房库存去化压力下降。

图3: 2010~2017年商品房新开工与销售面积差额

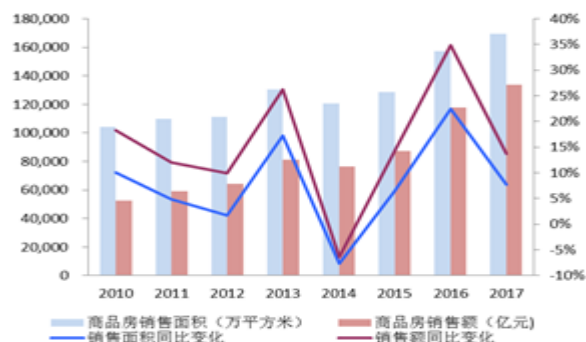


资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

从销售情况看,得益于频出的利好政策,2015年全国商品房销售面积与销售金额分别为128,495万平方米和87,281亿元,同比分别增长6.5%和14.4%;其中商品住宅销售面积和销售金额分别同比增长6.9%和16.6%。2016年,在宽松的行业政策带动下,我国商品房成交量大幅提升,当年全国商品房销售面积与销售金额分别为157,349万平方米和117,627亿元,分别同比增长22.4%和34.8%;其中商品住

宅销售面积和销售金额分别同比增长22.4%和36.1%。2017年,全国商品房销售面积和销售金额分别为169,408万平方米和133,701亿元,分别同比增长7.66%和13.67%,受2016年10月及2017年3月连续出台的房地产调控政策影响,增速均有较大幅度放缓。值得注意的是,2017年办公楼及商业营业用房销售增长速度均高于住宅,其中住宅销售面积及销售金额分别同比增长5.3%和11.3%;办公楼销售面积及销售金额分别同比增长24.3%和17.5%;商业营业用房销售面积及销售金额分别同比增长18.7%和25.3%。

图4: 2010~2017年商品房销售情况



资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

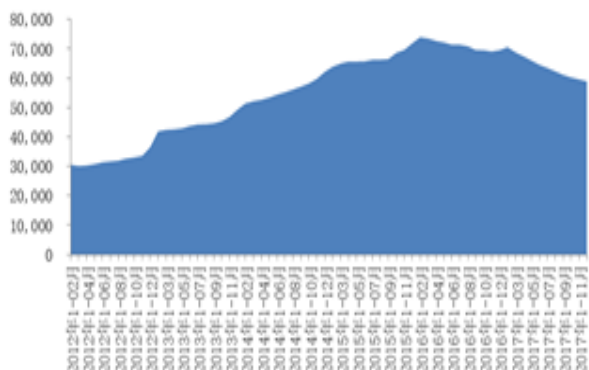
不同区域的销售情况来看,东部地区仍是我国商品房销售的主要区域,但其商品房销售增速落后于其他区域,2017年东部地区商品房销售金额74,439亿元,同比增长6.2%,销售金额占比达55.68%;同期中部地区商品房销售金额28,665亿元,同比增长24.1%;西部地区商品房销售金额25,231亿元,同比增长25.9%;东北部地区商品房销售金额为5,367亿元,同比增长21.8%。2017年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调,商品房销售情况明显改善。从价格来看,2017年以来全国房价增速有所下降,但整体价格水平依然持续向上,2017年1~12月全国100个城市住宅均价呈现逐月增长的态势,2017年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¹住宅均价达41,202元/平方米,较上年同期增长1.43%;同期二

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳; 二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州; 三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它74个城市。

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 2016 年 10 月以来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 5：2012~2017 年全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

商品库存方面，2015 年以来，尽管房地产投资速度有所放缓，同时销售情况有所回升，房地产市场供需差有所收窄，但供过于求的局面继续存在，截至 2015 年末，全国商品房待售面积 7.19 亿平方米，同比增长 15.58%，增速较上年末收窄 10.54 个百分点。2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品库存出现近年来首次下降。截至 2016 年末，全国商品房待售面积 6.95 亿平方米，环比增加 444 万平方米，但较上年末减少 2,314 万平方米。2017 年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品库存持续下降，截至 2017 年末，全国商品房待售面积 5.89 亿平方米，环比减少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。从去化周期来看，以 2017 年商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期约 4.17 个月，较 2016 年缩短 1.13 个月，但不同城市分化情况仍较为明显，部分三、四线城市仍存在库存压力。

土地市场方面，2015~2017 年我国房地产开发企业购置土地面积分别为 22,811 万平方米、22,025 万平方米和 25,508 万平方米，同期土地成交价款分别为 7,622 亿元、9,129 亿元和 13,643 亿元。2017 年房地产企业土地购置成本涨至 5,348.52 元/平方米，近三年年均复合增长率为 26.52%。从不同

能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。其中，一线城市土地成交均价涨幅在 2013 年达到近年顶点后，2014 年和 2015 年呈现下降态势，而 2016 年一线城市土地成交均价涨幅小幅回升，同时平均溢价率达 47.06%，较上年提升 19.16 个百分点，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，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 2013~2015 年间小幅波动，而 2016 年则大幅增加 70.2%，较 2015 年提升了 56.2 个百分点，且平均溢价率同比上升 34.84 个百分点至 52.55%，土地市场热度明显上涨，同样受土拍限价影响，2017 年二线城市土地成交均价涨幅及溢价率亦有所回落，分别为 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，2017 年土地均价涨幅提升至 48.37%，较上年上升 35.01 个百分点，平均溢价率升至 37.05%，较上年上升 17.20 个百分点。

图 6：2010~2017 年各能级城市成交土地成交情况

单位：元/平方米



资料来源：中指数据，中诚信证评整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大，随着一系列宽松的行业政策出台，近年来房地产市场总体上呈现回暖趋势，商品房销售均价齐升，库存量持续走低，但随着 2016 年四季度以来一系列房地产调控政策出台，一二线城市商品房销售均价增速有所放缓。

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产市场景气度下行，房价有所下降，随着国家陆续出台救市政策，房价止跌并快速回升。2010 年以

来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从2010年的不足20个大幅增加近50个。2014年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台“央五条”、定向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。2015年以来，“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。

2016年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导。从全国层面来看，依旧维持去库存的政策目标，2016年2月份，政府新出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%，同时调整契税税率，降低购房成本等；3月份，政府出台二手房营改增政策，以降税的方式引导改善性住房需求；6月份国家又出台新政鼓励租赁业务的发展，进一步推动房地产市场的去化进程。在全国层面陆续出台宽松的房地产政策的同时，部分重点城市推出了严格的楼市调控政策以抑制房价的过快上涨，2016年3月，上海和深圳率先出台房地产调控政策，提高购房首付比例及非本市户籍居民购房门槛。而其他三四线城市则继续以“去库存”为主基调。2016年上半年整体房地产政策较为宽松，进入下半年房地产政策开始收紧。2016年8月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，9月杭州、南京、天津亦重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌等21个城市相继出台了限购限贷政策。

2017年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。从

全国层面来看，2017年2月份，中国人民银行、银监会公布通知，在不实施限购措施的城市，家庭首套房商业性个人住房贷款首付款比例可向下浮动5个百分点；对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，二套房再次申请商业性个人住房贷款的最低首付款比例调整为不低于30%。在国家因城施策、分类调控的背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线城市周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涿水县、河北省张家口市崇礼区、河北省保定市主城区、河北省廊坊市等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至2017年末，共有46城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州7城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。就各能级城市而言，一线城市仅广州针对居民家庭施行限售，北京、上海和深圳居民家庭不限售。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017年7月，住房城乡建设部、国家发展改革委、公安部、财政部、国土资源部、人民银行、税务总局、工商总局、证监会等九部门在《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，并选取了广州、深圳、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。2017年8月，国土资源部和住房城乡建设部印发《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，确定将在13个城市，开展集体建设用地建设租赁住房试点。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”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，多层次住房体系的加速推进，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

表 3：2016 年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2016.02	财政部、国家税务总局、住房城乡建设部	财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》调减房地产契税营业税，对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5% 的税率征收契税。
2016.03	财政部、国家税务总局	自 5 月 1 日起，个人购买不足 2 年的住房对外销售的，按照 5% 的征收率全额缴纳增值税，个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征增值税。对北上广深四市，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，按照 5% 的征收率全额缴纳增值税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的非普通住房对外销售的，以销售收入减去购买住房价款后的差额按照 5% 的征收率缴纳增值税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的普通住房对外销售的，免征增值税。
2016.03	上海、深圳市政府	上海、深圳市政府率先出台楼市调控政策，调整非本地居民购房资格要求，上海将缴纳社保年限由 3 年调增至 5 年，深圳由 1 年调增至 3 年；两地均调增居民购房首付比例。
2016.03~06	沈阳、大连等市政府	以沈阳、大连市为代表的各地政府陆续推出购房优惠政策以实现去库存目标，具体包含大学生购房补贴、公积金贷款额度上涨、农民购房补贴、购房税费减免等利好政策。
2016.06	国务院办公厅	《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》指出，实行购租并举，培育和发展住房租赁市场，是深化住房制度改革的重要内容，是实现城镇居民住有所居的重要途径。要以建立购租并举的住房制度为主要方向，健全以市场配置为主、政府提供基本保障的住房租赁体系，支持住房租赁消费，促进住房租赁市场健康发展。
2016.08~09	武汉、厦门、苏州、杭州、南京市政府	部分重点二线城市出台限购、限贷以及土地调控等政策以抑制房价、地价的过快上涨。
2016.10	北京、天津、苏州、郑州等 21 个城市政府	十一期间一、二线重点城市密集出台房地产调控政策，在土地、购房资格、首付比例等方面出台严格调控政策，部分城市在前期调控政策的基础上加大调控力度。
2016.11~12	上海、杭州、武汉、郑州、成都等市政府	在前期调控政策的基础上，部分重点城市继续加大调控力度，上海在首套房的认定上认房又认贷，普通住房首付比例增至五成，非普通住房首付增至七成；杭州扩大限购范围，对不能提供自购房之日起前 2 年内在本市连续缴纳 1 年以上个人所得税或社会保险证明的非本市户籍居民家庭全面限购。
2017.02	中国人民银行、银监会	中国人民银行、中国银监会要求在不实施“限购”的城市，居民家庭购买首套普通住房的商业性个人住房贷款，在最低首付 25% 的基础上可再下浮 5 个百分点；对拥有 1 套住房且房贷未结清的家庭，再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房，最低首付款比例调整为不低于 30%。
2017.03	国务院办公厅	《2017 年两会政府工作报告》指出，因城施策去库存，坚持住房的居住属性，落实地方政府主体责任，加快建立和完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制；加强房地产市场分类调控，房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地，规范开发、销售、中介等行为。
2017.03~06	南京、广州、青岛、厦门、福州、珠海、惠州、成都等市政府及海南省住建厅	继地方政府相继出台限购、限贷政策后，部分城市出台限售令，规定新购买住房的，取得不动产权证未满 2 年的，不得上市交易，不得办理转让公证手续；或新购买的住房须在取得不动产权证满 3 年之后才能上市交易。
2017.07	住房城乡建设部、国家发展改革委等九部门	《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》指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，以充分发挥国有企业在稳定租金和租期，积极盘活存量房屋用于租赁，增加租赁住房有效供给等方面的引领和带动作用。
2017.08	国土资源部和住房城乡建设部印发《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》	确定将在 13 个城市（第一批包括北京市，上海市，辽宁沈阳市，江苏南京市，浙江杭州市，安徽合肥市，福建厦门市，河南郑州市，湖北武汉市，广东广州市、佛山市、肇庆市，四川成都市），开展集体建设用地建设租赁住房试点。
2017.08	全国土地利用管理工作会议	大力实施节约集约用地，以盘活利用“批而未供土地、闲置土地、城镇低效用地”为主攻方向，推动节约集约用地向纵深发展。
2017.10	十九大报告	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，让全体人民住有所居。
2017.12	中央经济工作会议	促进房地产市场平稳健康发展。要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业关注

在房地产行业政策及融资环境趋于收紧的背景下，房地产企业内外部流动性来源收紧，融资成本上升。随着房企信用债到期高峰的来临，其资金平衡能力面临更高挑战。

2016年，在相对宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，房地产企业签约销售金额增长明显，为其带来了较为充足的内部流动性来源。2016年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额占比由上年的39.28%上升为46.01%，金额为66,355.08亿元，同比增长34.92%，较上年同期增速上升22.89个百分点。但受2017年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额为72,600亿元，同比增长9.41%，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，一直以来银行贷款是房企融资的主要方式之一，2016年和2017年房地产开发资金来源于银行贷款资金分别为18,158亿元和20,485亿元，分别同比上升4.3%和12.80%。2016年前三季度房企公司债发行政策仍相对宽松，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，2016年融资环境相对宽松，融资成本整体均处于较低水平。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。在融资渠道收紧、融资成本上升及债券到期高峰到来的背景下，其房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

近年来房地产企业利润空间不断被压缩，行业内兼并收购现象明显，房地产行业集中度进一步提升，具有规模优势的房地产企业可获得更多的流动性补充。

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。据不完全统计，2016年销售额在300亿元以上百亿房企已完成及正在进行中的并购案例已近100起，占行业并购数量的70%以上，资金、项目及资源等逐步向大型房企聚集。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%，占比超过一半；TOP20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。

表 4：2015~2017 年国内房企销售集中度

	2015	2016	2017
TOP3	7.67%	8.88%	12.00%
TOP10	17.05%	18.35%	24.10%
TOP20	23.06%	24.73%	32.50%
TOP50	32.07%	34.59%	45.90%
TOP100	40.05%	43.92%	55.50%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信证评整理

竞争实力

招商局集团实力雄厚且其实体和金融跨界资源整合能力可为公司提供强有力的支持

公司控股股东招商局集团是国资委管理的大型中央企业之一，也是16家以房地产为主业的央企之一，综合实力十分雄厚。招商局集团历史悠久，是我国近代民族工商业的先驱。改革开放以来，招商局集团从开发蛇口工业区起步，成长为集交通运输及相关基础设施建设、金融投资与管理、房地产开发与经营三大业务板块为一体的大型集团企业，旗下拥有招商港口、招商轮船、招商公路、招商银

行、招商证券、招商蛇口以及招商资本等一批优秀公司。截至2017年末，招商局集团总资产1.20万亿元；全年实现营业总收入2,701亿元，同比增长26.33%，实现利润总额565.6亿元，同比增长12.99%。

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

丰富的社区和园区综合开发运营经验以及土地储备优势

经过三十多年建设运营深圳蛇口，招商蛇口已经具备了各项资源的综合整合能力，培养了一定数量的既有专业业务能力又有丰富实践经验的管理团队。从前期提供科学、前瞻性的规划与设计、土地的一级整理开发到工业厂房、研发楼、商业综合体及住宅的开发建设，从提供面向全球的招商服务、物业管理服务到提供基础设施、配套设施建设、市政公用事业服务，公司形成了完整的城区和产业园区综合开发的体系和服务理念。目前公司社区住宅已经布局国内、香港及新西兰等近50个城市及地区，累计开发超过200个项目；而园区运营方面，公司已成功开发运营了南海意库，正在开发光明科技园、青岛网谷等项目，在实现经济效益的同时，也为当地城市发展带来了较大的社会效益。

作为全国性的房地产行业的龙头企业之一，公司从深圳蛇口起家，近年来本着“以销定投”的原则，积极进行全国业务布局，在华南、华东、华北及华中等区域重点城市均实现战略布局。与此同时，在全国房地产城市能级分化的市场环境下，公司通过联合拿地、共同开发等模式，积极向一、二线城市核心区域布局，持续优化公司的土地储备结构。丰富且优质的土地资源可为公司未来运营提供强有力的支撑作用。

稳健的资本结构和较低的融资成本，以及顺畅的融资渠道

得益于公司秉持的稳健的发展策略，近年来其杠杆比率始终维持在较低水平。2015~2017年末及2018年3月末，公司资产负债率分别为70.52%、69.52%、72.11%和72.15%；同期，净负债率分别为19.12%、24.54%、59.87%和66.39%。同时，公司近年来手持货币较为充裕，能够为债务本息的偿还提供良好保障。2015~2017年末及2018年3月末，公司货币资金/短期债务分别为4.50倍、3.26倍、1.43倍和1.35倍。

2015年公司吸收合并招商地产并实现上市后，现已形成包括作为上市公司的权益融资、境内项目贷款、境外银团贷款、多币种债券融资等丰富且畅通的融资渠道，有利于为公司业务发展提供长期限、低成本的资金支持。公司2015年分别以4.55%的利率发行中期票据10亿元，以4.12%的利率发行中期票据20亿元，2017年3月以4.64%的利率发行中期票据20亿元；公司控股子公司招商局置地有限公司（0978.HK）以0.5%的利率发行2.9亿美元信用增强可转换债券。2015年公司综合资金成本率为4.93%，2016年综合资金成本率降低至4.5%，2017年公司平均资金成本为4.8%，在行业内属于良好水平。此外，为了降低汇兑损益的影响，公司于2016年内完成境外主体10.59亿美元贷款的置换，使有息负债中外币借款占比同比下降了15个百分点，公司债务比重结构更加稳定、安全。

业务运营

公司主要从事社区开发与运营、园区开发与运营以及邮轮产业建设。社区开发项目包括别墅、高端住宅、高层公寓、花园洋房、大型社区等各品类住宅产品；园区开发与运营主要包括特色产业园、大型城市综合体、商业、办公、酒店及配套等产业载体开发以及园区物业管理运营、产业园区管理运营及园区物业销售等业务。此外，公司邮轮产业建设与运营主要为邮轮运营、邮轮母港的建设与经营，主要由子公司深圳迅隆船务有限公司（以下简称“迅隆船务”）和深圳招商蛇口国际邮轮母港有限公司（以下简称“蛇口邮轮母港”）运营。

从收入构成来看，社区开发与运营业务始终是公司收入的主要来源，2015~2017 年公司社区开发与运营收入占当期收入总额的比重分别为 85.18%、88.31%和 91.51%；同期，园区开发与运营和邮轮产业建设业务收入规模稳步上升，也对公司的收入形成了一定的补充，2015~2017 年分别为 68.64 亿元、

70.94 亿元和 58.14 亿元，占当期收入总额比重分别为 14.15%、11.16%和 7.70%。2018 年 1~3 月，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。

表 5：2015~2018.Q1 公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

项目	2015		2016		2017		2018.Q1	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
社区开发与运营	419.26	85.18	561.40	88.31	690.46	91.51	77.38	84.45
园区开发与运营	69.64	14.15	70.94	11.16	58.14	7.70	13.00	14.19
邮轮产业建设	3.32	0.67	3.40	0.53	5.95	0.79	1.25	1.36
合计	492.22	100.00	635.74	100.00	754.55	100.00	91.63	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

社区开发与运营业务

公司社区开发与运营业务目前已布局国内外近 50 个城市及地区，开发项目逾 200 个，系公司收入贡献最大的业务板块。公司作为一家全国性的房地产企业，项目储备充足、业务结构合理、城市布局相对集中、具有成熟的开发能力和资本运营能力。

项目销售方面，近年来公司房地产开发持续扩大，销售业绩实现快速增长。2015 年~2017 年公司签约销售面积分别为 347.45 万平方米、471.15 万平方米和 570.01 万平方米，同期公司签约金额分别为 575.80 亿元、739.34 亿元和 1,127.79 亿元。签约销售均价方面，2015~2017 年分别为 16,572 元/平方米、15,692 元/平方米和 19,785 元/平方米。2018 年 1~3 月，公司实现销售金额 313.08 亿元²，销售面积 148.85 万平方米，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，目前公司销售收入贡献以华南区域和华东区域为主。其中，深圳系公司传统战略重心，2015~2017 年约占合同销售金额的 37%、18%和 22%，其中 2016 年占比下滑较多，主要是受其他区域销售金额增加较多所致；华南区域（除深圳）近年来签约销售金额占比较为稳定，2015~2017 年分别为 12%、13%和 17%；华东

区域销售收入近三年主要来自南京和上海，占比在 25%以上；华北区域销售收入主要来自北京和天津，销售收入占比较为稳定，三年分别为 14%、12%和 13%；华中区域销售收入主要来自武汉、重庆和成都，近年来销售占比有所提升，2015~2017 年分别为 12%、16%和 15%。具体城市分布来看，2017 年公司项目销售前三的城市区域分别为深圳（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区域分别为上海（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 6：2015~2017 公司房地产开发业务

销售金额的区域分布情况

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

² 系 2018 年 1~3 月公司操盘并表数据口径销售金额。

结算方面，得益于公司持续的开发节奏及销售增长态势，近年来公司房地产业务结算情况较好。2015~2017 年公司房地产结算面积分别为 307.65 万平方米、428.72 万平方米和 435.71 万平方米；同期，结算金额分别为 442.29 亿元、561.39 亿元和 688.87 亿元，结算规模呈现稳步增长态势；而结算均价分别为 14,376 元/平方米、13,095 元/平方米和 15,810 元/平方米，呈波动上升态势。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。

表 7：2015~2018.Q1 公司房地产开发业务发展情况

单位：万平方米、亿元

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
销售面积	347.45	471.15	570.01	148.85
销售金额	575.80	739.34	1,127.79	313.08
结算面积	307.65	428.72	435.71	26.40
结算金额	442.29	561.39	688.87	76.74
新开工面积	442.47	562.00	900.54	247.13
竣工面积	383.43	583.00	453.49	75.50
期末在建面积	975.77	1,275.59	1,571.71	1,743.34

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 8：2015~2018.Q1 公司房地产开发业务结算区域情况

单位：万平方米、亿元

城市	2015		2016		2017		2018.Q1	
	金额	面积	金额	面积	金额	面积	金额	面积
苏州	59.25	65.40	33.70	30.17	39.04	24.06	1.04	0.53
重庆	16.30	20.70	20.44	23.12	37.61	37.50	2.72	1.86
深圳	63.49	20.35	77.24	28.76	103.36	10.84	39.69	3.97
上海	43.92	19.68	24.90	10.13	42.97	12.50	4.34	2.26
广州	32.45	18.95	48.02	31.31	32.89	13.29	2.02	0.74
佛山	15.56	18.79	37.39	47.16	39.51	36.14	2.16	1.19
厦门	26.54	17.20	16.53	10.90	3.20	1.22	-	-
毕节	7.54	16.19	5.67	14.64	7.71	16.29	0.67	0.58
杭州	-	-	-	-	56.03	21.76	1.33	0.58
南京	38.69	14.55	17.17	13.85	54.95	36.32	1.74	0.73
小计	321.72	227.99	306.47	231.10	368.68	195.06	54.38	11.86
合计	442.29	307.65	561.39	428.72	688.87	435.71	76.74	26.40

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目运营方面，随着公司投资项目的增加，其在建项目相应增加。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司当期新开工项目总面积分别为 442.47 万平方米、562.00 万平方米、900.54 万平方米和 247.13

从结算区域来看，近年来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。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。

万平方米，同期竣工项目总面积分别为 383.43 万平方米、583.00 万平方米、453.49 万平方米和 75.50 万平方米，公司开发节奏呈一定波动。

土地储备

随着国内城镇化建设的不断深化，全国房地产城市能级日益分化，一、二线城市城区内优质土地资源需求迅速升温；因此，近年公司在立足于原有目标城市的同时，进一步增加一、二线城市城区优质土地资源储备，持续优化公司的土地储备。同时，面对竞争激烈的核心区域，公司也积极采取合作拿地、联合开发的模式进行项目拓展。

表 9：2015~2018.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

近年来公司加大土地获取力度，2015~2017 年公司新增土地储备建筑面积分别为 487 万平方米、702 万平方米和 797 万平方米；土地支出金额分别为 231 亿元、885 亿元和 882 亿元；土地平均成本分别为 6,767 元/平方米、12,600 元/平方米和 11,072 元/平方米。其中，2017 年公司共新拓展 55 个项目，计容建筑面积 797 万平方米，其中权益面积 504 万平方米。2017 年新增土地储备中，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。

截至 2018 年 3 月末，公司在 28 个城市拥有 211 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、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%。具体来看，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。

园区开发与营运业务

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，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，其中最成熟的是蛇口南海意库园区。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司实现园区开发与运营业务收入分别为 69.64 亿元、70.94 亿元、58.14 亿元和 13.00 亿元，2017 年公司园区开发收入同比下降 18.04%，主要受公司出售零散物业的影响。从业务模式来看，公司园区开发与运营业务涵盖园区土地获取、园区规划、土地开发、出租、各类产业载体开发、园区资产管理运营服务等业务环节或产品。受历史遗留因素及当地政策的影响，公司每个园区的开发模式及所处阶段均不太相同。

表 10：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
小计	219.77	53.28	237.68
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
小计	219.77	53.28	237.68

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

表 11：截至 2018 年 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
合计	175.83	13.9	15.26
用于出租	159.63	13.9	10.26
自用或其他用途	16.20	-	5.01
合计	175.83	13.9	15.26

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

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 万平方米未取得土地使用权证书。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。

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。

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，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司拥有可出租的土地面积分别为 240.52 万平方米、249.75 万平方米、184 万平方米和 145 万平方米，随着公司在前海、蛇口片区的土地清理及开发，可出租土地面积持续下降，近年来公司土地出租率保持在 97%左右；2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司土地出租收入分别为 2.43 亿元、1.64 亿元、1.50 亿元和 0.19 亿元，受出租单价波动和面积影响下降影响，土地出租收入近年来持续减少。投资性物业方面，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司拥有可出租投资性物业面积分别为 240.48 万平方米、239.11 万平方米、269.83 万平方米和 260.4 万平方米，涵盖公寓、别墅、写字楼、厂房、商铺及商业中心等多种业态，2015~2017 年及 2018 年 1~3 月分别实现出租收入 17.55 亿元、18.39 亿元、22.47 亿元和 5.70 亿元，总体出租率分别为 88%、83%、83%和 84%。酒店运营方面，截至 2018 年 3 月末，公司在深圳、北京等地拥有酒店客房 1,484 套。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司分别实现酒店运营收入 6.19 亿元、6.31 亿元、5.94 亿元和 1.58 亿元，近年平均入住率为 73%左右。

总体来看，公司重点商业项目培育初显成效，投资性物业为公司贡献稳定增长的现金流，且伴随前海蛇口自贸区的开发建设，公司自贸区内储备的

大量土地及已建成物业有望实现较大资产升值。但中诚信证评关注到，目前公司部分土地使用权尚未取得权属证书，同时正在推进中的太子湾自贸区启动一期、前海自由贸易中心一期项目等项目投资额较大，未来将面临一定的融资压力。

邮轮产业建设与运营业务

公司邮轮产业建设与运营业务包括邮轮运营、邮轮母港的建设与经营等，主要由子公司迅隆船务和蛇口邮轮母港运营。此外，目前公司主要的项目工程为太子湾片区综合开发项目以及深圳蛇口游轮中心项目。

迅隆船务和蛇口邮轮母港概况

迅隆船务成立于 1993 年 11 月 6 日，主要经营业务为邮轮中心物业出租、邮轮码头运营、高速客轮、蛇口客运码头运营等。目前迅隆船务主要经营深圳蛇口至香港港岛、深圳蛇口至香港国际机场、深圳蛇口至澳门外港/氹仔、深圳机场至澳门外港/氹仔等水上客运航线，是深圳西部前往香港、香港机场、澳门最重要的旅客通道之一。每天营运 60 余个航班，拥有豪华高速客船 9 艘，年海上客运量为 171 万人次。2015~2017 年迅隆船务实现经营收入 2.46 亿元、2.48 亿元和 2.45 亿元，收入较为稳定。2018 年 1~3 月迅隆船务实现经营收入 0.64 亿元，同比下降 0.18%。

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，2017 年码头吞吐量合计 549 万人次，其中渡轮码头吞吐量 530 万人次，邮轮码头吞吐量 19 万人次。邮轮母港收入主要来源于经营的客运航线的船票分成，另外提供多余泊位岸线的对外租赁，船舶供水供电及客运楼内少量办公室和商铺的对外租赁及停车场对外经营业务。2015~2017 年蛇口邮轮母港实现经营收入 0.87 亿元、0.92 亿元和 1.61 亿元，2017 年受客流量大幅增加影响，当年营业收入大幅上升。2018 年

1~3 月，蛇口邮轮母港实现经营收入 0.61 亿元。

表 12：2015~2018.Q1 迅隆船务与蛇口邮轮母港营业收入

单位：万元

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

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

太子湾片区综合开发项目

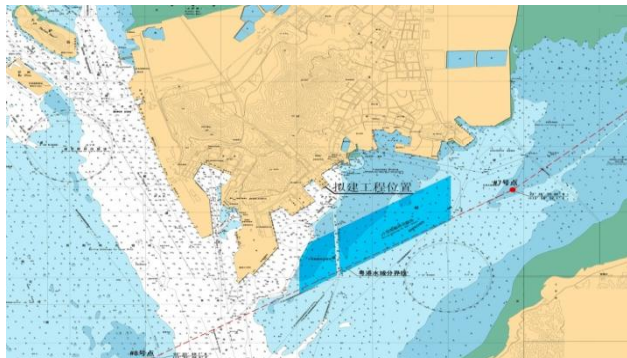
工程项目拟将蛇口港区太子湾片区规划为集国际邮轮母港、港澳客运码头配套区、滨海特色娱乐休闲区等功能于一体的深圳新“海上门户”。太子湾邮轮母港分三期建设，第一期即太子湾自贸启动区一期作为公司吸收合并招商地产上市时的募集资金投向项目之一已开工建设，截至 2017 年末，太子湾片区的已建成物业为太子湾自贸区启动一期中的邮轮中心，该邮轮中心于 2016 年底投入运行。可提供通关服务、海陆交通快捷集散、国际滨海休闲、办公、商业配套及餐饮等服务功能，使蛇口港海上客流通行能力大幅提高，成为推动深圳旅游发展的重要引擎，成为深圳连接世界的新桥梁。同属太子湾自贸区启动一期的总部商务花园项目已开工建设。

2016 年 4 月，公司已与云顶香港有限公司（以下简称“云顶香港”）签署了《战略合作框架协议书》。云顶香港旗下相关的邮轮将以太子湾为母港开展运营，招商蛇口提供码头基础设施及相关配套服务。2017 年太子湾邮轮母港相继接待处女星号、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，覆盖全球 Top5 邮轮公司。公司通过和具有国际竞争力的邮轮公司深度合作，有利于公司做强邮轮业务板块，提升公司竞争力和经济效益。2016 年 5 月，公司公告收到深圳市文体旅游局回复，同意公司在深圳市南山蛇口工业区太子湾设立“中国邮轮旅游发展实验区”，占地面积 9.4 平方公里。

截至 2017 年末，太子湾区所涉详规规划和法定图则局部调整已通过审批，目前 12.93 万平方米

的土地已取得土地权属证书，公司将尽快按照《太子湾片区土地出让合同》的规定办理太子湾片区其他土地的权属证书。

图 7：太子湾项目地理位置情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2017 年末，太子湾自贸启动区一期项目募集资金承诺投资 390,082.49 万元，累计使用募集资金 121,799.60 万元。由于项目尚处于前期阶段，截至 2017 年末，项目进度达 31.22%，预计竣工时间为 2019 年 4 季度，中诚信证评将对后续项目进展保持关注。

总的来看，目前公司邮轮产业尚处于前期开发建设阶段，资金需求规模较大，中诚信证评对其未来建设及运营情况将保持持续关注。

公司管治

治理结构

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

董事会为公司日常管理及经营机构，截至 2018 年 3 月 31 日，公司设有董事 7 名，独立董事 4 名。董事会根据《公司章程》及相关细则在授予的职权范围内行使职权，决定公司的重大事项，制定公司的发展规划及经营方案。董事会下设专业委员会，

包括战略委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会和审计委员会。

除专业委员会外，董事会下另设有董事会秘书处和办公会。办公会下属投资审核委员会、产网结合委员会、产品管理委员会、成本管理委员会、薪酬考核委员会、产融结合委员会、安全生产委员会、企业文化建设委员会、信息披露委员会、产业园规划委员会以及负责具体运营的总部职能部门、战略业务单元等职能部门。总部职能部门下设立了党委办公室、人力资源部、信息技术部、资金资本部、战略发展部、运营管理中心、产品管理中心、城市研究院、营销品牌部、安全生产监督管理部、法律事务部、财务部、成本管理部、审计稽核部、监察部等内部管理部门以实现职能清晰、运行有效、风险隔离的经营目的。

总的来看，公司治理结构较为完善，能够按照现代企业制度实施有效的管理。

内部管控

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

财务管理制度方面，公司已按《公司法》、《会计法》、《企业会计准则》等有关法律法规及其补

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

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

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

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

战略规划

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

司各项战略措施的有效落地。

业务发展方面，公司在深耕蛇口，布局全国的历程中，总结出“前港—中区—后城”的空间发展模式。由港区带动园区再推动城市的发展，契合港口、园区和城市良性互动发展的客观经济规律，通过港、区、城联动，可以构建由政府推动、企业主导、汇集各类资源、多方优势互补协同的巨大平台，公司凭借房地产开发全链条的专业能力，园区运营管理的经验，产业聚集的协同效应全面参与中国城市升级、产业新城建设的浪潮，在有条件的“一带一路”沿线国家复制“前港-中区-后城”模式。

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

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

财务分析

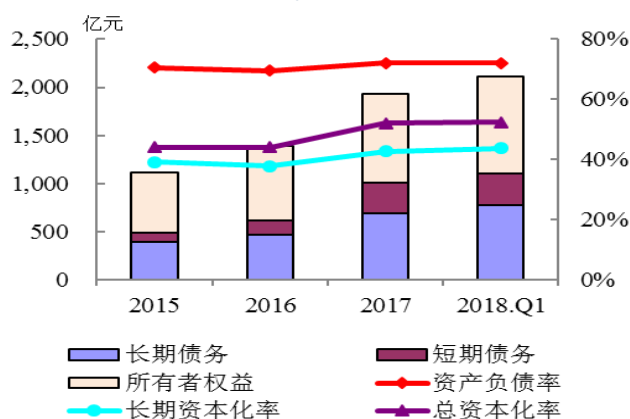
以下财务分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告，以及未经审计的 2018 年一季度财务报表。

资本结构

招商蛇口自 2015 年 12 月吸收合并招商地产并实现上市以来，公司资产规模呈现较明显增长。2015~2017 年末，公司的总资产分别为 2,108.99 亿元、2,557.27 亿元和 3,326.21 亿元，年均复合增长率为 25.58%。而随着园区及邮轮业务的不断推进，公司对外部的融资需求快速增长，负债规模亦持续增长。2015~2017 年末，公司总负债分别为 1,487.36 亿元、1,777.75 亿元和 2,398.38 亿元，年均复合增长率为 26.98%。所有者权益方面，得益于利润留存和公司发行永续债，公司自有资本实力不断增强，

2015~2017 年末，公司所有者权益分别为 621.63 亿元、779.52 亿元和 927.83 亿元。财务杠杆方面，2015~2017 年末，公司资产负债率分别为 70.52%、69.52%和 72.11%；同期，净负债率分别为 19.12%、24.54%和 59.87%，公司财务杠杆比率适中。若将公司 2017 年 12 月发行的 40 亿元永续债调入长期债务，则 2017 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 8：2015~2018.Q1 末公司资本结构分析



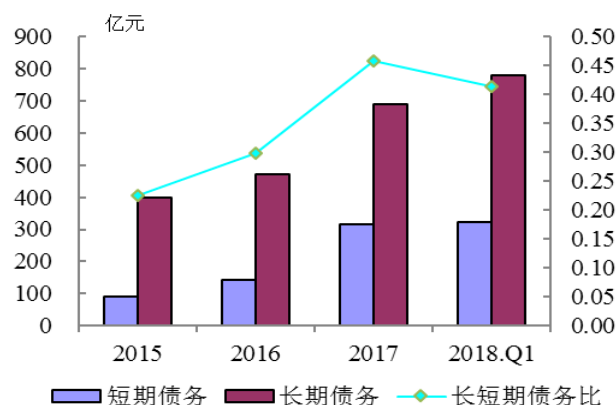
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司资产构成中以流动资产为主，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末流动资产占资产总额的比重分别为 88.47%、84.44%、86.16%和 86.97%。公司流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金等科目构成，2017 年末三项占流动资产的比重分别为 57.31%、21.74%和 15.80%。近三年公司存货余额分别为 1213.80 亿元、1230.10 亿元和 1,642.33 亿元，2017 年公司在全国范围内房地产项目的持续投入导致存货规模较上年增长较大，存货主要以房地产开发成本和房地产开发产品为主，2018 年 3 月末存货余额上升至 1,864.38 亿元。公司其他应收款的规模随应收合作方、联合营公司往来款的增加而快速上升，近三年分别为 175.28 亿元、282.29 亿元和 622.97 亿元，占比由 2015 年的 9.39%升至 2017 年的 21.74%，2018 年 3 月末为 718.97 亿元，占流动

资产的比重为 22.92%。公司货币资金较为充裕，近三年分别为 406.44 亿元、460.00 亿元和 452.78 亿元，2018 年 3 月末下降至 437.67 亿元。

公司近年来负债主要由预收账款、其他应付款和有息债务构成。2015~2017 年末公司预收账款分别为 509.91 亿元、524.85 亿元和 550.61 亿元，主要是预收房屋销售款，2018 年 3 月末上升至 705.09 亿元，为公司未来结转收入提供了支撑。2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司其他应付款分别为 169.76 亿元、274.07 亿元、456.49 亿元和 464.72 亿元，主要为合作公司往来款和关联方往来款。债务方面，2015~2017 年末，公司总债务分别为 525.31 亿元、651.27 亿元和 1,008.26 亿元³，年均复合增长率为 43.49%，受业务拓展的影响而快速增加。从债务期限结构上看，2015~2017 年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.21 倍、0.28 倍和 0.46 倍，债务期限结构分布较为合理。另截至 2018 年 3 月末，公司总债务上升至 1,104.45 亿元，长短期债务比为 0.41 倍。

图 9：2015~2018.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，随着业务范围的不断扩大及利润的不断累积，公司资产规模稳步扩大、自有资本实力持续增强；且目前公司财务杠杆比率及债务期限结构表现良好，整体资本结构较为稳健。

流动性

公司资产以流动资产为主，近年占比维持在 80%以上的水平，表现较为稳定。公司流动资产中货币资金和存货占比较大，2015~2017 年末及 2018

³ 未将 2017 年发行的永续债计入总债务计算。

年 3 月末两项合计占比分别为 86.84%、78.27%、73.11%和 73.40%。

存货方面，随公司在建工程及拟建工程体量较大且完工产品规模提升，公司存货规模不断上升，2015~2017 年末，公司存货分别为 1,213.80 亿元、1,230.10 亿元和 1,642.33 亿元。其中，房地产开发成本占存货总额的比率分别为 79.90%、80.43%和 82.40%，其使得公司面临着较大的资金需求。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。另截至 2018 年 3 月末，公司存货为 1,864.38 亿元，存货规模进一步上升。

表 13：2015~2017 年末公司存货分析

	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

资产周转效率方面，2015~2017 年公司存货周转速度分别为 0.28 次/年、0.34 次/年和 0.33 次/年，随存货规模的变动而有所波动。同期，公司总资产周转率为 0.26 次/年、0.27 次/年和 0.26 次/年，资产周转效率处于合理水平。

现金流方面，2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司经营活动净现金流分别为-20.84 亿元、-127.15 亿元、-47.09 亿元和-91.52 亿元。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出现净流出状态。

货币资金方面，近年公司手持货币资金较为充足，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司货币资金分别为 406.44 亿元、460.00 亿元、452.78 亿元和 437.67 亿元。同期末货币资金/短期债务分别为 4.50 倍、3.26 倍、1.43 倍和 1.35 倍，货币资金对短期债

务覆盖能力有所弱化，但其整体对短期债务覆盖程度尚可。

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

盈利能力

从收入构成上看，公司拥有园区开发与运营、社区开发与运营、邮轮产业的建设与运营三大核心业务。2015~2017 年公司的营业总收入为 492.22 亿元、635.74 亿元和 754.55 亿元，年均复合增长率为 23.81%，2018 年 1~3 月，公司营业总收入 91.63 亿元。

分板块来看，社区的开发与运营是公司的核心业务，近年来公司的房地产销售保持了稳定的增长，2015~2017 年及 2018 年 1~3 月其收入分别占公司营业总收入 85.18%、88.31%、91.51%和 84.45%；园区开发与运营业务方面，2015~2017 年及 2018 年 1~3 月分别实现营业收入 69.64 亿元、70.94 亿元、58.14 亿元和 13.00 亿元，2017 年剔除物业出售影响后该业务收入稳中有升。公司邮轮产业发展良好，但目前收入贡献尚小，同期公司该板块实现营业收入 3.32 亿元、4.40 亿元、5.95 亿元和 1.25 亿元，公司邮轮产业收入主要来源于蛇口邮轮母港及迅隆船务的业务收入。

从毛利率水平看，得益于公司近年结转项目所在房地产市场运行情况较好，社区运营毛利率从 2015 年的 34.89%上升至 2017 年的 38.43%；由于公司经营性物业租金下降，园区运营毛利率由 2015 年的 53.56%下降至 2017 年的 31.91%。此外，邮轮产业建设与运营板块 2015~2017 年毛利率分别为 55.91%、51.16%和 4.12%，公司旗下深圳太子湾邮轮母港自 2016 年 11 月开港以后，邮轮航线逐渐增多，但由于邮轮旅游业务处于拓展期，仍处于收入未能覆盖成本阶段，使得该板块毛利率降幅较大。综上所述，2015~2017 年公司综合毛利率分别为 37.68%、34.54%和 37.66%，初始获利空间仍较好。

另 2018 年 1~3 月，公司综合毛利率为 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 14：2015~2018.Q1 公司分板块营业毛利率情况

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，2015~2017 年公司的三费合计金额分别为 39.00 亿元、36.62 亿元和 35.85 亿元，呈波动下降趋势。其中 2017 年财务费用为 8.36 亿元，较上年同期大幅下降 41.03%，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。同时，随着经营规模的扩大和人工成本的增长，2017 年公司销售费用和管理费用分别持续增长 14.68 亿元和 12.82 亿元。同时，得益于公司收入规模的稳步增长，公司三费收入占比持续下降，2015~2017 年，公司三费收入占比分别为 7.92%、5.76%和 4.75%，期间费用控制能力很强。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 15：2015~2018.Q1 公司三费分析

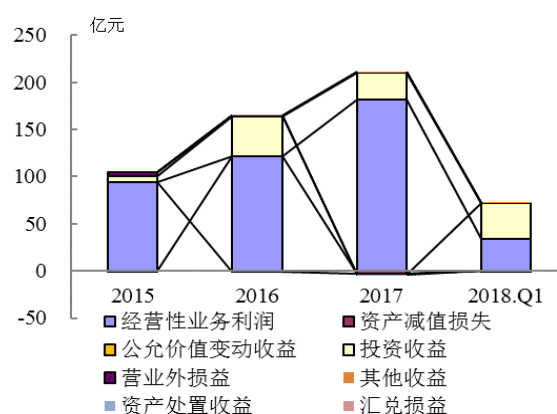
项目	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	11.24	11.75	14.68	1.87
管理费用	12.27	10.70	12.82	2.63
财务费用	15.49	14.17	8.36	-1.33
三费合计	39.00	36.62	35.85	3.16
营业总收入	492.22	635.74	754.55	91.63
三费收入占比	7.92	5.76	4.75	3.45

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成，2015~2017 年公司利润总额分别为 104.10 亿元、164.54 亿元和 207.34 亿元，规模持续提升。2016 年以来受益于项目结转增多导致社区业务收入规模进一步扩大，同时公司在期间费用方面加强管理，经营性业务利润持续增加。2015~2017 年，公司经营性业务利润分别为 94.42 亿元、121.23

亿元和 181.57 亿元。同期，公司投资收益分别为 5.85 亿元、42.14 亿元和 29.10 亿元，其中 2016 年主要系公司通过股权转让的形式整体销售南海意库梦工厂大厦和前海湾公园所产生的投资收益，2017 公司为引入商业地产品牌运营商出售深圳蛇口太子湾区域部分项目实现投资收益 24.18 亿元。综上，公司近三年净利润分别为 80.47 亿元、121.61 亿元和 150.09 亿元，实现稳步增长；同期，所有者权益收益率分别为 12.94%、15.60%和 16.18%，处于较好水平。另 2018 年 1~3 月，公司利润总额 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 10：2015~2018.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，公司业务收入稳步上升，且初始获利空间和期间费用控制能力均处于较好水平，公司近年来利润总额及净利润持续扩大，整体盈利能力表现良好。

偿债能力

2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司总债务规模分别为 525.31 亿元、651.27 亿元、1,008.26 亿元和 1,104.45 亿元，三年复合增长率为 38.54%；同期末，公司长短期债务比为 0.21 倍、0.28 倍、0.46 倍和 0.41 倍。具体来看，截至 2017 年末，公司 1 年内到期的有息债务为 168 亿元、1~2 年内到期的规模为 299 亿元，合计占比为 48%，短期集中偿债压力基本可控。

现金流方面，近年来公司经营性净现金流波动

较大。2015~2017 年经营性净现金流/总债务分别为 0.04 倍、-0.20 倍和-0.05 倍；同期经营性净现金流/短期债务分别 0.23 倍、-0.90 倍和-0.15 倍，受近年来业务规模扩张和土地支出金额较大的影响，经营性现金流未能对其债务本息形成有效保障。另 2018 年 1~3 月，公司经营性净现金流/总债务和经营性净现金流/短期债务分别为-0.33 倍和-1.13 倍。

表 16：2015~2018.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

注：2018 年一季度经营活动净现金流/总债务、总债务/EBITDA 等指标已年化处理

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从偿债能力指标看，2015~2017 年公司 EBITDA 分别为 124.83 亿元、189.80 亿元和 239.99 亿元，随利润总额的增加而持续上升。受益于此，近三年公司总债务/EBITDA 分别为 4.21 倍、3.43 倍和 4.20 倍；同期 EBITDA 对利息支出的覆盖能力较好，近三年 EBITDA 利息倍数分别为 3.79 倍、5.38 倍和 4.93 倍，经营所得可对其债务本息的偿还形成较好保障。

对外担保方面，截至 2018 年 3 月末，公司及控股子公司的对外担保总额⁴为 6.89 亿元。

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，尽管公司债务规模有所扩大，但整体财务杠杆比例合理，且债务期限结构以长期债务

为主；同时，公司近年来盈利能力表现良好，且考虑到公司融资渠道多样、财务弹性较大，加之其雄厚的股东背景及对公司的的大力支持，公司整体具备极强的偿债能力。

结 论

综上，中诚信证评评定招商局蛇口工业区控股股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“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（第二期）”信用等级为 **AAA**。

⁴ 不包括子公司为客户提供的销售按揭担保。

关于招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）的跟踪评级安排

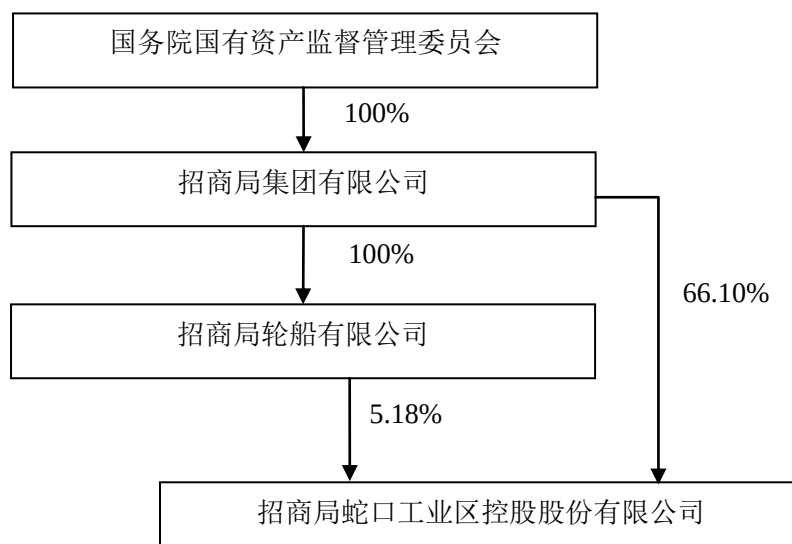
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

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

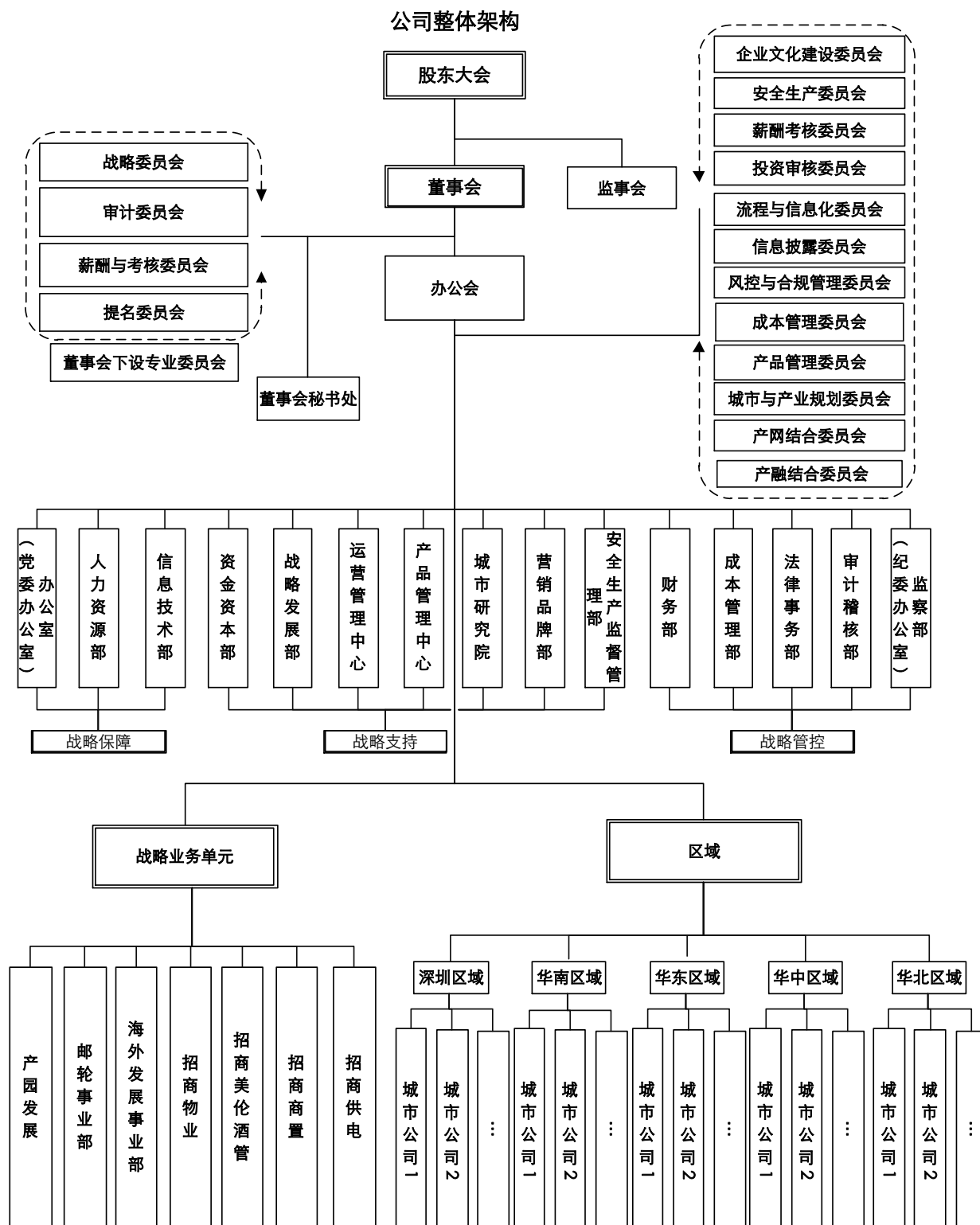
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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

附一：招商局蛇口工业区控股股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



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



附三：招商局蛇口工业区控股股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	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、2015 年、2016 年数据为 2016 年初、2017 年初重述数；

4、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

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

附五：信用等级的符号及定义

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。