

# 招商局集团有限公司 2020 年面向合格投资者公开 发行永续期公司债券（第一期）信用评级报告

---

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn



项目组成员：王 璇 xwang@ccxi.com.cn



电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 07 月 29 日

## 声 明

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

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

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

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

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

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]2690D 号

## 招商局集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“招商局集团有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年七月二十九日

**发行要素**

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	清偿顺序	发行目的
招商局集团有限公司	不超过 20 亿元 (含 20 亿元)	基础期限不超过 5 年, 品种一为 3+N 年期, 品种二为 5+N 年期	在公司不行使递延支付利息选择权的情况下, 每年付息一次	劣后于普通债务	在扣除发行费用后, 拟全部用于补充公司日常生产经营所需流动资金

**评级观点:** 中诚信国际评定招商局集团有限公司(以下简称“招商局集团”或“公司”)主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 评定“招商局集团有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行可续期公司债券(第一期)”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司资产实力雄厚、业务竞争力稳步提升以及很强的外部融资能力等因素对公司发展的积极作用; 同时, 中诚信国际也考虑了公司相关产业发展易受外部经济波动影响、海工平台和船舶资产减值侵蚀公司利润以及公司下属子公司众多且部分业务板块正在进行整合等因素对公司整体信用状况的影响。

**概况数据**

招商局集团(合并口径)	2017	2018	2019	2020.3
总资产(亿元)	11,976.47	13,979.98	19,358.95	20,036.77
所有者权益合计(亿元)	5,188.64	5,695.62	8,116.81	8,248.59
总负债(亿元)	6,787.83	8,284.35	11,242.14	11,788.18
总债务(亿元)	3,308.26	3,961.06	5,366.98	5,768.78
营业总收入(亿元)	2,701.47	3,037.84	3,393.84	704.36
经营性业务利润(亿元)	260.19	263.74	239.85	20.76
净利润(亿元)	469.87	486.82	590.97	122.02
EBITDA(亿元)	729.16	819.23	1,005.28	--
经营活动净现金流(亿元)	-356.94	643.18	239.53	-37.17
收现比(X)	1.05	1.09	1.13	1.17
营业毛利率(%)	21.37	21.42	19.87	16.71
应收类款项/总资产(%)	9.13	8.19	6.88	8.04
资产负债率(%)	56.68	59.26	58.07	58.83
总资本化比率(%)	38.93	41.02	39.80	41.15
总债务/EBITDA(X)	4.54	4.84	5.34	--
EBITDA 利息倍数(X)	7.01	5.27	5.47	--

注: 中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表整理。

**正面**

■ **雄厚的资产实力。** 作为国家驻港大型企业, 公司业务范围遍及港口、公路、航运、物流、金融与房地产等多个领域, 截至 2020 年 3 月末, 公司资产总额 20,036.77 亿元, 资产实力雄厚, 整体抗风险能力极强。

■ **业务竞争力稳步提升。** 近年来公司完成多个板块资产整合且通过收购等方式不断提升业务规模, 公司综合竞争力稳步提高。

**同行业比较**

2019 年部分大型企业集团主要指标对比表					
公司名称	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净 现金流(亿元)
招商局集团	19,358.95	58.07	3,393.84	590.97	239.53
中信集团	74,867.78	88.55	5,189.31	664.84	1,349.42

注: “中信集团”为“中国中信集团有限公司”简称。

资料来源: 中诚信国际整理

■ **很强的外部融资能力。** 截至 2019 年末, 公司共获得各银行综合授信额度 6,234.20 亿元, 其中未使用额度 3,244.95 亿元, 备用流动性充足。此外, 公司直接或间接控制多家上市公司, 拥有境内外多元化融资渠道, 具有很强的外部融资能力。

**关注**

■ **公司相关产业发展易受外部经济波动影响。** 公司港口、航运、金融、房地产等核心产业与宏观经济和行业形势关联密切, 易受国内外经济、贸易形势波动影响。

■ **海工平台和船舶资产减值侵蚀公司利润。** 受航运市场和海工市场持续低迷影响, 公司近年来海工平台和船舶资产出现减值损失, 对公司利润造成一定侵蚀。

■ **下属子公司众多且部分板块正在进行整合。** 公司在内地、香港等地参控股公司众多, 对公司治理和风控提出一定挑战。同时, 近年来公司港口、航运、物流、房地产业务板块已完成或正在进行业务整合, 整合进程和效果需持续关注。

**评级展望**

中诚信国际认为, 招商局集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。** 公司地位及重要性明显下降, 重要业务板块资产划出, 资本资产实力大幅下降; 重要业务板块所在行业景气度严重下挫, 经营业绩大幅下滑, 拖累公司整体业绩表现; 债务规模大幅度上升、经营收现情况恶化、流动性压力增大等。

## 发行主体概况

招商局集团是国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）直接管理的国家驻港大型企业，经营总部设于香港，其前身系轮船招商总局，是中国近代第一家民族工商企业，亦是中国最早的股份制企业，创立于 1872 年晚清洋务运动时期，并于 1873 年正式在上海开业。1984 年，为统一管理已经发展起来的大批境内、境外企业，国务院正式批准设立招商局集团；1986 年 10 月，招商局集团在原国家工商行政管理局注册成立，初始注册资本为 8 亿元。后经国务院多次增资，截至 2020 年 3 月末，公司实收资本增至 172.00 亿元，全部为国务院国资委出资，公司唯一股东和实际控制人为国务院国资委。

经过 140 多年的发展，近年来公司不断加快走出去的步伐，开拓海外市场，公司已发展成为多元化综合性企业，业务主要集中于综合交通、特色金融、城市与园区综合开发运营三大核心产业，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。

表 1：公司主要下属公司

下属公司名称	简称
招商局港口集团股份有限公司	招商港口
辽宁港口集团有限公司	辽港集团
招商局能源运输股份有限公司	招商轮船
中国外运长航集团有限公司	中外运长航
中国经贸船务有限公司	经贸船务
中国长江航运集团有限公司	长航集团
招商局物流集团有限公司	招商物流
中国外运股份有限公司	中国外运
招商局公路网络科技控股股份有限公司	招商公路
招商证券股份有限公司	招商证券
招商期货有限公司	招商期货
招商证券投资有限公司	招商投资
招商致远资本投资有限公司	招商致远
招商证券资产管理有限公司	招商资管
招商证券国际有限公司	招证国际
博时基金管理有限公司	博时基金
招商基金管理有限公司	招商基金
招商资本投资有限责任公司	招商资本
招商局仁和人寿保险股份有限公司	招商仁和人寿
招商局通商融资租赁有限公司	招商租赁
招商局金融科技有限公司	招商金融科技

招商局蛇口股份有限公司	招商蛇口
招商局海通贸易有限公司	招商海通

## 本期债券概况

表 2：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	招商局集团有限公司
债券名称	招商局集团有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第一期）
发行规模	本期债券发行规模不超过 20 亿元（含 20 亿元）
债券品种及期限	本期基础期限不超过 5 年，分两个品种，品种一以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券；品种二以每 5 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。
债券利率及确定方式	本期债券每个周期内采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。
票面金额和发行价格	本期债券面值 100 元，按面值平价发行。
递延支付利息选择权	本期债券附设公司递延支付利息选择权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。
还本付息方式	在公司不行使递延支付利息选择权的情况下，每年付息一次。
偿还顺序	本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。
募集资金用途	本期债券募集资金在扣除发行费用后，拟全部用于补充公司日常生产经营所需流动资金，但不用于新股配售、申购，或用于股票及其衍生品种、可转换公司债券等的交易及其他非生产性支出。此外，公司承诺募集资金不用于购置土地，不直接或间接用于房地产业务。

资料来源：公司提供

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**虽然在新冠肺炎疫情冲击下一季度 GDP 同比大幅负增长，但随着疫情防控和复工复产成效的显现，二季度 GDP 当季同比由负转正，上半年 GDP 降幅收窄至-1.6%。后续中国经济有望延续复苏势头，但内外风险及结构性问题的存在仍将对经济回暖带来一定制约，复苏的节奏或边际放缓。

二季度以来，随着国内疫情防控取得成效、复



工复产推进，中国经济持续修复。从生产侧来看，工业生产恢复较快，二季度各月工业增加值同比增长。从需求侧来看，基建与房地产投资回升带动投资底部反弹；随着大部分区域居民活动趋于正常化消费略有改善；出口虽然上半年累计同比负增长，但在疫情全球蔓延而中国率先复工复产背景下仍显著好于预期。但需要关注的是，宏观数据回暖主要是政策性因素带动，市场化的修复力量依然偏弱。具体来看，服务业恢复相对较慢，服务业生产指数虽由负转正但依然低位运行；制造业投资、民间投资疲弱，消费修复相对较为缓慢等等。从价格水平来看，随着疫情冲击缓解和“猪周期”影响的弱化，CPI 高位回落；需求不足 PPI 持续低迷但后续降幅或有望小幅收窄，全年通胀通缩压力或仍可控。

**宏观风险：**当前中国经济运行依然面临多重挑战。首先，尽管中国经济在全球率先从疫情冲击中复苏，但疫情海外蔓延持续，疫情依然是需要关注的重要风险：一方面，疫情之下全球经济衰退在所难免，中国经济依然面临外部需求疲弱的压力；另一方面，国内疫情防控既要防外部输入，又要妥善处置疫情在个别区域的二次爆发，对国内生产生活仍有一定的影响。第二，大国博弈与疫情冲击、国际政治角力等多重因素交织下，以美国为首的西方国家对中国挑畔行为增多，地缘政治风险加剧。第三，当前国内经济供给面与需求面的恢复并不同步，经济下行期微观主体行为也趋于保守，企业自发投资动力不足，居民部门消费倾向下移，结构性问题的存在使得后续经济进一步复苏的难度加大。第四，国内宏观政策逐步向常态化过度，信用或边际略为收紧，叠加疫情冲击、经济下行背景下的企业经营压力加大，信用风险有可能加速释放；此外，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显。

**宏观政策：**“两会”政府工作报告明确提出，加大“六稳”工作力度，以保促稳，下半年宏观政策

将继续坚持底线思维，统筹考虑保增长、防风险工作。考虑到政府工作报告并未提出全年经济增速具体目标，且当前我国经济复苏势头较好，继续通过强刺激保经济总量增长的必要性降低，宏观政策或逐步从对冲疫情冲击的应急政策向常态化政策转变，更加注重结构调整。在具体政策措施上，货币政策延续稳健灵活适度、更趋常态化，重心或向直达实体倾斜；政府工作报告明确财政赤字率按 3.6% 以上安排，新增专项债额度大幅提升，并发行一万亿元特别国债，积极财政在更加积极同时，支出结构也将进一步优化，重点投向民生及新基建等领域。值得一提的是，政府工作报告将稳就业、保民生置于优先位置，考虑到中小企业在稳就业方面发挥的重大作用，对中小企业的政策支持仍有望进一步加大。

**宏观展望：**考虑到内外风险和结构性矛盾制约以及宏观政策刺激力度的边际弱化，相比于二季度经济的快速反弹，下半年经济修复的节奏和力度或边际放缓。但在国内疫情防控得力、稳增长政策持续发挥作用的背景下，经济将有望保持复苏态势。

**中诚信国际认为，**得益于中国强有力的疫情防控和宏观调控政策，2020 年中国经济有望实现正增长，是疫情之下全球难得的全球 GDP 依旧能保持增长的经济体，但仍需关注疫情全球蔓延及地缘政治风险给中国经济带来的冲击。从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深持续释放制度红利，中国经济中长期增长韧性持续存在。

## 行业分析

### 港口行业

#### 2019 年，世界经贸增速持续放缓，经贸环境不确定性加强，全国港口吞吐量增速放缓

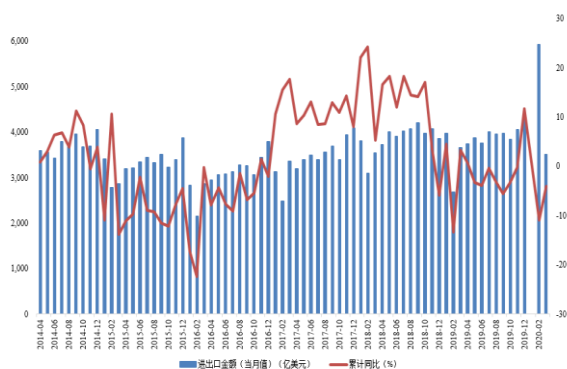
我国 80% 以上的贸易由水运方式完成，水路运输、港口运营与国民经济、对外贸易的发展密切相关。国内外需求规模与结构的变化直接影响港口吞吐量的规模及货种结构，并进而带动港口行业收入

规模与盈利能力的变化。

全球经济仍处于国际金融危机后调整期，在经历了 2017 年复苏、2018 年增速放缓后，2019 年以来，全球贸易政策不确定性、地缘政治紧张局势以及主要新兴市场经济体的特有紧张态势持续拖累全球经济活动。此外，部分国家日益加剧的社会动荡及气候相关的灾害也构成了新的挑战。发达经济体工业出现技术性衰退、制造业疲软现象；新兴经济体仍是世界经济增长的重要引擎，但受各国面临的特定冲击拖累国内需求影响，增速有所放缓。中美经贸摩擦不断升级，贸易谈判跌宕起伏，虽然达成第一阶段协议，但仍存在诸多不确定性，全球贸易保护逐步抬头。根据国际货币基金组织（IMF）预测，2019 年全球经济预计增长 2.9%，其中，发达经济体增长 1.7%，新兴市场和发展中经济体增长 3.7%。

2019 年以来，国内经济面临世界经济持续放缓、中美经贸摩擦持续和食品价格大幅攀升等错综复杂国内外因素影响，通过不断深化供给侧结构性改革、强化逆周期调节力度以推动经济高质量发展。受国内外经济及贸易形势影响，我国外贸发展呈现总体平稳、稳中提质的态势，进出口规模较 2018 年略有下滑，但贸易方式结构优化特征明显，进出口贸易额仅次于 2018 年，仍维持历史高位水平。2019 年，我国进出口贸易总额为 4.58 万亿美元，同比下降 1.0%。其中，出口贸易额为 2.50 万亿美元，同比增长 0.5%；进口贸易额为 2.08 万亿美元，同比下降 2.7%；贸易顺差额为 0.42 万亿美元，扩大 20.0%。此外，受益于我国制造业 PMI 的连续扩张带动部分原材料和能源产品进口量增加、国际市场价格上扬使得部分大宗商品进口均价上涨，2019 年 12 月，我国出口贸易额同比增长 7.9%，进口贸易额同比增长 16.5%，进出口贸易总额累计同比增幅为 11.8%，创下月度历史峰值。在新冠肺炎疫情的冲击下，2020 年一季度，我国进出口贸易总额为 0.94 万亿美元，同比下降 8.5%。

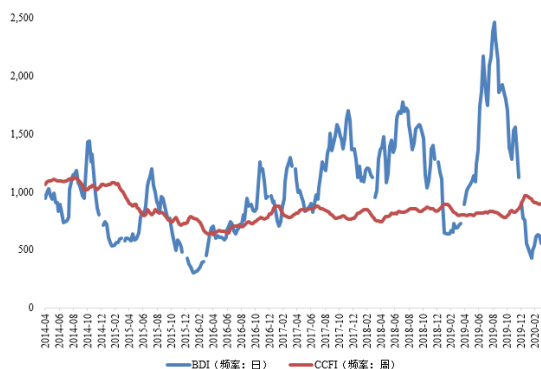
图 1：中国进出口贸易总额情况（以美元计）



资料来源：wind，中诚信国际整理

2019 年，受铁矿石价格上升和商船安装除硫装置影响，航运运价波动中大幅上升，港口吞吐量亦呈增长态势，但增速持续放缓。2019 年，全国沿海港口完成货物吞吐量 91.88 亿吨，按可比口径算<sup>1</sup>，同比增长 4.3%；完成集装箱吞吐量 23,092 万 TEU，同比增长 3.9%，增速较 2018 年小幅放缓。2019 年下半年在大宗货类进口增长的带动下增速回升，全年呈现前低后高走势。2020 年一季度，受新型冠状病毒肺炎疫情影响，我国港口货物吞吐量普遍下滑，根据交通运输部统计，2020 年一季度，全国港口完成货物吞吐量 30.07 亿吨，比去年同期下降 4.6%。

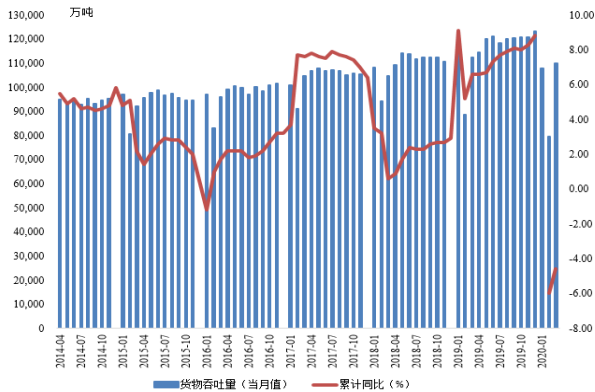
图 2：波罗的海干散货运价指数（BDI）和中国出口集装箱运价综合指数（CCFI）



资料来源：wind，中诚信国际整理

<sup>1</sup> 自 2019 年起，交通运输部对港口统计范围进行调整，由规模以上港口调整为全国所有港口。

图 3：全国规模以上港口货物吞吐量



资料来源：wind,中诚信国际整理

分港口来看，进入 2019 年以来，由于外部环境不确定性加大，中美贸易摩擦进程和影响超过预期，我国主要沿海港口货物吞吐量在经历了 2017 年大

幅反弹之后，增速有所放缓，全年增速仅快于 2015 年和 2016 年。其中，秦皇岛港受制于大秦线能力限制以及功能转移的影响出现负增长；上海港为满足港口整体规划和发展需要，对散杂货货源结构进行调整，煤炭接卸量大幅减少，导致货物吞吐量持续下滑。广州港得益于重点货种散粮和商品车吞吐量的良好发展态势，货物吞吐量呈两位数增长；烟台港得益于铝矾土、原油、商品车、集装箱等货源增加，货物吞吐量继续保持较高增幅，其中铝矾土已成为其首个吞吐量过亿的作业货种；受益于“一带一路”航线开拓及与新加坡 PSA 国际港务集团共同投资建设的冷链仓库投运，福州港自 2018 年以来增速保持在 20% 以上。

表 3：中国主要沿海港口货物吞吐量和同比增速（亿吨、%）

港口	2016		2017		2018		2019		2020.1~3	
	吞吐量	同比增速	吞吐量	同比增速	吞吐量	同比增速	吞吐量	同比增速	吞吐量	同比增速
宁波-舟山港	9.2	3.2	10.1	9.2	10.8	7.4	11.2	7.9	2.5	-1.9
上海港	6.4	-0.9	7.1	9.4	6.8	-3.0	6.6	-1.7	1.4	-15.1
唐山港	5.2	4.7	5.7	8.6	6.4	11.1	6.6	3.1	1.4	-12.5
广州港	5.2	4.3	5.7	8.4	5.9	4.2	6.1	12.6	1.4	-4.6
青岛港	5.0	3.4	5.1	1.5	5.4	6.1	5.8	6.6	1.4	4.1
天津港	5.5	1.8	5.0	-8.7	5.1	1.4	4.9	4.1	1.1	5.4
日照港	3.5	4.0	3.6	2.8	4.4	8.9	4.6	6.0	1.2	4.6
烟台港	2.7	5.5	2.9	7.6	4.4	10.6	3.9	15.8	0.9	-1.9
大连港	4.3	3.4	4.5	3.3	4.7	2.8	3.7	4.3	0.8	1.5
黄骅港	2.5	47.1	2.7	10.1	2.9	6.4	2.9	-	0.7	-1.2
深圳港	2.0	-1.8	2.4	12.6	2.5	4.1	2.6	2.6	0.5	-8.9
营口港	3.5	2.5	3.6	2.9	3.7	2.0	2.4	-35.6	0.6	-16.5
连云港港	2.0	2.3	2.1	3.3	2.1	4.1	2.4	4.1	0.6	3.9
秦皇岛港	1.9	-26.5	2.5	31.0	2.3	-5.7	2.2	-5.4	0.5	-16.1
湛江港	2.6	15.8	2.8	9.9	3.0	7.0	2.2	-2.8	0.6	-3.2
厦门港	2.1	-0.6	2.1	0.6	2.2	2.9	2.1	0.3	0.4	-13.8
福州港	1.5	4.4	1.5	0.6	1.8	20.5	2.1	21.6	0.5	4.1

资料来源：中国交通运输部，中诚信国际整理

2020 年，全球经贸发展不确定性增强，地缘政治冲突、部分国家社会动荡以及大宗商品价格存在较大不确定性。美国与其贸易伙伴之间贸易壁垒的抬高挫伤了商业情绪，加剧了去年很多经济体经历的周期性和结构性放缓。近年来，气候相关灾难发生频率提升，或将引发跨境迁移或金融承压。在贸易投资保护主义升温、贸易摩擦影响进一步发酵、国际融资环境趋紧、金融风险外溢性增强、全球债

务水平居高不下、竞争性减税行为增多等因素影响下，2020 年世界经济下行风险仍为突出，增速可能低于 IMF 预计的 3.3%。国内经济方面，外部环境不确定性和全球经济下行压力的加大，中美贸易摩擦影响将进一步显现。2020 年是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，我国营商环境持续改善，供给体系不断优化、消费市场潜力巨大，调控政策仍有一定空间。综合未来国内外经济贸易来



看，2020年港口吞吐量增速或将持续放缓，随着沿海港口低速增长成为常态，转型升级、建设世界一流港口将成为港口实现高质量发展重要标志。

### 国际经贸发展不稳定性增强，2019年港口集装箱吞吐量增幅有所回落，北方港口增速差异化明显

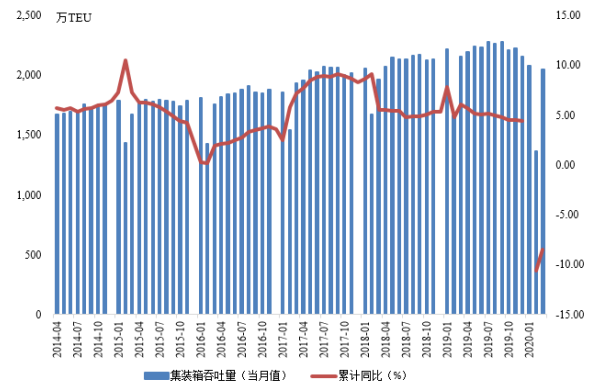
我国港口集装箱以外贸箱为主，其吞吐量受全球经济影响较大，同时也受到腹地经济结构、出口贸易产品及集疏运体系等诸多因素影响。2019年全球经济及外贸形势延续增长态势，但增长基础不稳固，我国港口集装箱业务增速亦持续放缓。

2019年，全国沿海港口完成集装箱吞吐量2.31亿TEU，同比增长3.9%。受春节错期、市场对贸易摩擦顾虑以及基数等因素影响，2019年全年增速呈现一定波动，一季度吞吐量增速出现大幅波动，2月增速降至4.8%，而1月和3月增速均在7.0%左右。虽然外部环境更加错综复杂，国家采取一系列逆周期调节政策，4月之后集装箱量吞吐量趋于平稳，月增速均在5.0%左右。分港口来看，2019年以来，受国际航线结构调整，南方港口集装箱吞吐量增速继续放缓，北方港口增速差异化明显。其中，得益

于东盟航线和中转箱量的增加，青岛港2019年集装箱吞吐量突破2,000万TEU；天津港依靠海铁联运及深化津冀港口对接合作等，2019年集装箱吞吐量亦有较高增速。

2020年一季度，在春节假期传统行业淡季和新型冠状病毒肺炎疫情的双重影响下，国际航线航次大面积取消，使得我国港口集装箱吞吐量亦普遍出现大幅下滑。根据交通运输部统计，2020年一季度，我国沿海港口完成集装箱吞吐量0.49亿TEU，同比下滑8.3%。

图4：全国规模以上港口集装箱吞吐量



资料来源：wind，中诚信国际整理

表4：中国主要沿海港口集装箱吞吐量和同比增速（万TEU，%）

港口	2016		2017		2018		2019		2020.1-3	
	吞吐量	同比增速	吞吐量	同比增速	吞吐量	同比增速	吞吐量	同比增速	吞吐量	同比增速
上海港	3,713.0	1.6	4,018.0	8.2	4,201.0	4.4	4,330.0	3.1	933.0	-10.4
宁波-舟山港	2,157.0	4.6	2,464.0	14.3	2,635.1	7.1	2,753.0	4.5	615.0	-8.2
深圳港	2,411.0	-0.4	2,525.0	5.3	2,573.6	2.1	2,577.0	0.1	533.0	-11.9
广州港	1,858.0	6.8	2,010.0	7.7	2,162.3	7.2	2,283.0	5.7	474.0	-10.3
青岛港	1,801.0	3.3	1,830.0	1.4	1,931.5	5.5	2,101.0	8.8	504.0	2.2
天津港	1,405.0	2.8	1,504.0	3.6	1,600.7	6.2	1,730.0	8.1	371.0	-1.9
厦门港	960.0	4.6	1,040.0	8.2	1,070.2	3.1	1,112.0	3.9	252.0	-6.5
大连港	959.0	1.5	970.0	1.3	976.7	0.6	876.0	-10.3	153.0	-27.7
营口港	601.0	1.6	627.0	3.0	648.7	3.3	548.0	-15.6	118.0	-15.4
连云港港	469.0	-6.5	472.0	0.4	473.1	0.5	478.0	0.7	117.0	-2.2

资料来源：中国交通运输部，中诚信国际整理

2020年世界经济下行风险仍较突出，国际贸易增速将有所下滑；国内经济增速将有所放缓，但“六稳”政策不断发力，将有利于提振市场信心，国内消费需求基本稳定，投资企稳回升。2020年中国外贸形势依然严峻，特别是中美贸易摩擦的不确定性，

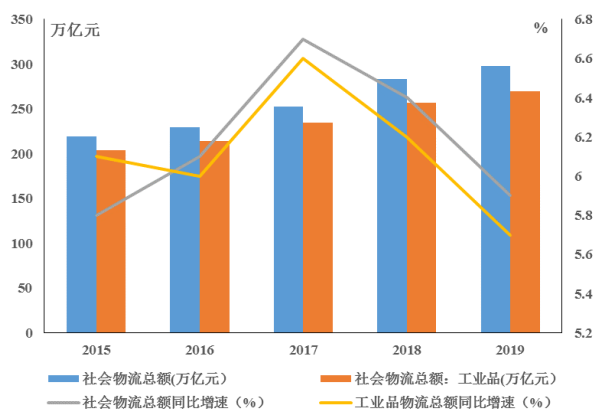
预计未来规模以上港口集装箱吞吐量增速将相对平稳，或有所回落，美线较多的港口下行压力更大。此外，若二、三季度全球疫情继续蔓延，将全面导致全球贸易量大幅下滑，外内贸货源都会受到持续影响，集装箱吞吐量将面临持续的下行压力。

## 物流行业

近年来，受宏观经济景气度影响物流行业增速放缓；工业品物流和进口货物仍占主导，消费与民生领域物流需求成为物流需求增长的重要驱动力。受疫情影响，2020年初物流行业出现负增长，目前虽逐步恢复，但预计全年将承压。

社会物流与经济形势密切相关。近年来，全国社会物流总额保持平稳增长，增速整体有所放缓，随经济形势而有所波动，2019年全国社会物流总额298万亿元，同比增速为5.9%。2020年初，受新冠疫情影响，全国社会物流总额大幅下降，随着国内疫情逐步得到控制，增速降幅有所收窄。2020年1~5月，受新冠疫情影响，全国社会物流总额为96.9万亿元，同比下降2.2%。

图5：2015~2019年全国社会物流总额情况



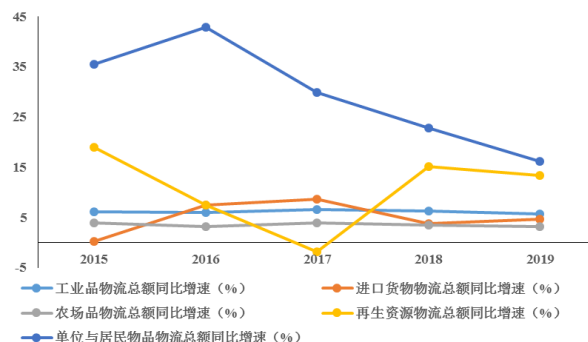
资料来源：choice，中诚信国际整理

从社会物流的分类来看，包括工业品物流、进口货物物流、农产品物流、再生资源物流、单位与居民物品物流，其中以工业品物流和进口货物物流为主。2019年，工业品物流总额占全国社会物流总额的比重仍维持高位，为90.47%；进口货物物流总额占全国社会物流总额的比重为4.80%。从变化趋势看，工业物流需求进一步趋缓，内需对物流需求增长的拉动继续增强，进口、单位与居民相关等新动能物流需求贡献率持续提升，转型升级态势持续发展。2020年初，工业物流需求和生活大幅生活消费物流需求增速大幅下滑，随国内疫情情况好转，工业物流需求降幅收窄，单位与居民物品物流需求

增速持续回暖；得益于大宗商品进口量增长，进口物流需求增速稳步提升。

整体来看，消费与民生领域物流需求成为物流需求增长的重要驱动力；社会物流运行受疫情影响出现负增长，目前正处于逐步恢复阶段，预计2020年整体将承压。

图6：2015~2019年全国细分领域物流总额同比增速



资料来源：choice，中诚信国际整理

社会物流总费用划分为运输费用、保管费用、管理费用。

表5：社会物流总费用的构成

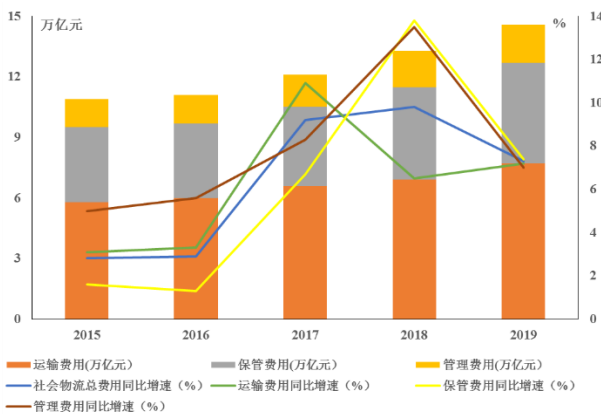
一级指标	二级指标	三级指标
社会物流总费用	运输费用	铁路运输费用
		道路运输费用
		水上运输费用
		航空运输费用
		管道运输费用
	保管费用	其他运输费用
		仓储费用
		配送费用
		包装费用
		流通加工费用
		货物损耗费用
		货代业务费用
管理费用	保险费用	
	信息及相关服务费用	
	利息费用	
		其他保管费用
		物流管理人员报酬
		其他管理费用

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2017~2019年，我国社会物流总费用分别为12.1万亿元、13.3万亿元和14.6万亿元。从社会物流总费用构成来看，运输费用、保管费用和管理费

用占比相对稳定，2019年运输费用占社会物流总费用的比重为52.74%，同比提高0.83个百分点。随着近年来国家降低物流行业成本的政策推行，运输费用占社会物流总费用比例略有下降。由于社会物流总额下滑，加之为保证疫情期间物流畅通，相关部门出台多项政策措施保障物流复工复产，2020年1~5月社会物流总费用为5.1万亿元，同比下降6.9%，降幅有所收窄。

图 7：2015~2019 年社会物流总费用情况



资料来源: choice, 中诚信国际整理

同期，我国社会物流总费用与同期 GDP 的比率分别为 14.6%、14.5% 和 14.7%，整体来看，我国经济运行中的物流成本虽自 2016 年以来有所下降趋势但依然处于较高水平。未来随着我国经济结构调整与转型，物流发展也逐步由传统物流阶段向一体化物流阶段过渡，与此相适应，物流费用水平也将逐步进入下降期。

物流行业是沟通流通领域与生产领域的桥梁，主要承担物品的运输与仓储功能。2019 年物流行业整体运营状况稳定，2020 年初受疫情影响呈下降趋势，目前随着国内疫情逐步控制，物流行业逐步恢复，预计 2020 年将整体承压。

## 航运行业

**在全球经济和贸易增速放缓、地缘政治冲突、国际贸易摩擦等多因素综合作用下，2019 年原油价格波动性增强，原油海运贸易量保持平稳；进入 2020 年，**

## 受疫情影响，全球石油储备需求大幅增加，但未来石油需求及价格不确定性或将增强

石油是重要的战略能源，石油的供需受全球宏观经济、贸易、政治等因素影响较大。2019 年以来，全球贸易政策不确定性、地缘政治紧张局势以及主要新兴市场经济体的特有紧张态势持续拖累全球经济活动。2019 年，全球石油需求量达 10,079 万桶/天，较 2018 年增长 117 万桶/天；同期全球石油供应量为 10,028 万桶/天，较 2018 年增长 26 万桶/天。原油价格在经历 2018 年四季度的大幅下跌后，2019 年年初原油止跌企稳并振荡上行，由于受全球经济增长放缓担忧的影响，油价上行乏力，由于受到中美贸易、美联储降息、地缘政治冲突和 OPEC+ 减产等因素影响驱使原油价格区间震荡，下半年总体呈区间震荡走势，原油海运贸易量同比下降 0.7%。2020 年初受新冠疫情影响，全球经济和贸易承压，原油消费需求大幅下降，OPEC+ 减产谈判失败，原油价格暴跌，储油需求增加。根据 OPEC 统计，2020 年一季度，经合组织陆上商业石油预期日消费量为 86 百万桶，战略储备预期日消费量为 44 百万桶，截至 2020 年 3 月末，经合组织陆上商业石油库存 3,002 百万桶，战略储备 1,538 百万桶；据 EIA 周报统计，截至 2020 年 5 月 15 日，美国原油和石油产品（包括战略石油储备）库存量为 2,041.57 百万桶，上述储备和库存量均创历史新高。进入二季度以来，部分国家和地区逐步开启恢复经济进程，原油消费需求有所恢复，OPEC+ 减产协议初步达成，加之前期形成的高库存，原油价格有所回升。整体来看，在疫情影响下，国际间的经贸关系竞争、地缘政治摩擦将有所增多，全球经济贸易承压，未来石油需求及价格不确定性或将增强。

图 8：2015 年以来期货原油价格情况



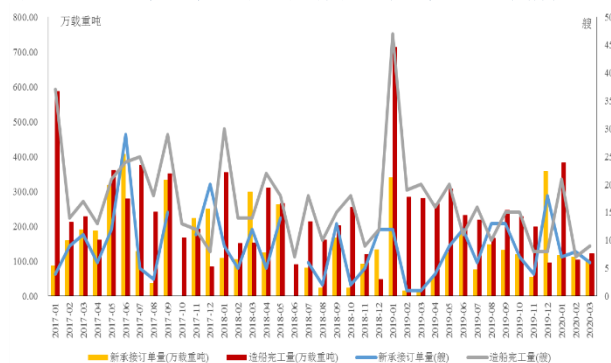
资料来源：wind,中诚信国际整理

由于原油主要产地和消费地的地理分布原因，产生了原油贸易及原油海洋运输行业，伴随着全球海运贸易量的下滑，全球原油运输需求整体有所放缓。2020 年初，油品运输需求在经历了短暂迅速增长后，也将逐步恢复至合理水平。

2019 年全球油品运输市场新增运力较大，但受环保等因素影响，部分运力受限，整体运力增幅有限，运价在年底出现翘尾行情；2020 年初，在全球原油储备需求急速增加的影响下，运力供应紧张，并推动运价短期快速上涨，但近期逐渐回落，未来大幅上升可能性减弱。

在运力供给方面，2019 年全球油品运输市场新交付油轮 205 艘，约 3,233.50 万载重吨，新投运运力较 2018 年增幅较大，但是由于下半年受地缘政治风险因素影响，部分运力受到限制，加之 2020 年限硫令临近实施导致部分运力退出市场进行改装，对冲新增运力。2019 年新增油轮订单 100 艘，约 1,618.32 万载重吨，上半年新增量较少。受疫情影响，海工企业开工进度低于正常水平，船舶建造进度或将受到一定影响。

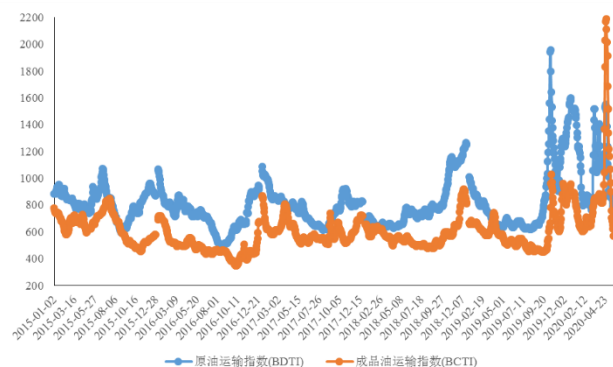
图 9：2015 年以来全球油轮新增订单和完工订单情况



资料来源：wind,中诚信国际整理

运价方面，进入 2019 年，波罗的海原油运价指数（BDTI）和成品油运输指数（BCTI）较 2018 年年尾逐渐波动中有所回落，年中 BDTI、BCTI 整体走高，受海湾地区地缘政治形势危险上升及沙特石油设备遇袭等因素的影响，9 月开始，BDTI 指数急速上涨，10 月 14 日创下年度新高 1958 点，然后迅速回落，但由于四季度受国内部分炼厂新增产能逐步释放、限硫令临近实施、中东地缘政治风险提升等多重因素影响，运价出现年底翘尾行情。进入 2020 年后，由于原油价格出现历史性低位，全球原油储备需求增加，全球油运运力紧缺，进一步推升运价；随着全球原油库存不断累积，储油设施不足，全球石油运输需求回落，BDTI 和 BCTI 波动性增强且近期逐渐有所回落。预计伴随着疫情后经济重启恢复，全球原油需求将逐渐恢复，但前期库存特别是海上储油库存仍需逐步消化，短期内运价大幅上升可能性不大，或将保持平稳。

图 10：2015 年以来波罗的海原油运输指数（BDTI）和成品油运输指数（BCTI）



资料来源：wind,中诚信国际整理



整体来看，2019 年全球油品运输市场较 2018 年向好，2020 年初全球油轮运输经历原油运输需求、运价短期迅速增长后有所回落，但目前疫情尚未结束，全球经济走势、原油价格波动、中美经贸关系走向、中东地缘政治发展等因素，都将给油轮运输市场带来较大的不确定性。

## 公路行业

**燃油税费改革、绿色通道、清理违规收费行为、重大节假日小型客车免费等多项收费公路相关政策的负面影响逐渐减弱；收费公路管理条例的修订为防控债务风险提供一定程度的保障，但正式颁布时间仍未确定；2020 年春节期间，受新冠肺炎疫情影响，免收通行费政策期间已延长，其对收费公路企业的收入和盈利能力将产生一定不利影响**

2009 年以来，国家相继出台燃油税费改革、绿色通道、清理违规收费行为、重大节假日小型客车

免费等多项收费公路相关政策。燃油税改方案中关于“逐步有序取消政府还贷二级公路收费”的安排，初步促成了通过公共财政转移支付方式解决为建设二级公路而形成的债务问题的措施，同时建立了未来公路建设资金的形成机制，有利于调整公路建设投资结构，缓解地方公路建设资金不足的压力，并且有助于发挥政府财政资金的公共服务效能，实现公路建设这项公益性的基础设施建设向政府公共财政资金供给的回归。收费公路清理工作对行业内存在的超标准、超期限和超范围收费现象进行了治理，纠正了各种违规收费行为，减轻了公路使用者的负担。而绿色通道和重大节假日小型客车免费政策虽然进一步减轻了部分公路使用者的负担，但对收费公路企业的经营业绩产生了一定负面影响。总体来看，上述政策对收费公路运营企业的影响已逐渐减弱。2017 年，在宏观经济回暖的驱动下，全国收费公路通行费收入快速增长，全年增速达 12.8%，高于全国 GDP 增速。

表 6：近年收费公路行业相关政策及主要内容

政策名称	实施日期	主要内容
《成品油税费改革方案》	2009.01.01	逐步有序取消政府还贷二级公路收费。
《关于促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》	2009.01.01	长期实行并逐步完善农产品运销绿色通道政策，推进在全国范围内免收整车合法装载鲜活农产品车辆的通行费。2010 年 12 月 1 日起，绿色通道扩大到全国所有收费公路，而且减免品种进一步增加，主要包括新鲜蔬菜、水果、鲜活水产品，活的畜禽，新鲜的肉、蛋、奶等。
《关于开展收费公路专项清理工作的通知》	2011.06.10	要求各省在 2012 年 5 月底之前重点清理收费公路行业存在的超标准、超期限和超范围收费现象，并对全行业的经营与信贷偿付等情况进行摸底，要求相关部门或公司坚决撤销收费期满的收费项目，取消间距不符合规定的收费站，纠正各种违规收费行为，进一步减轻公路使用者的负担。
《重大节假日小型客车通行费实施方案》	2012.07.24	收费公路将在春节、清明节、劳动节、国庆节等四个国家法定节假日（共 20 天）免费通行，免费车辆为 7 座以下的小型客车。
《物流业发展中长期规划（2014-2020）》	2014.10.04	加强和规范收费公路管理，加大对公路乱收费、乱罚款的清理整顿力度，减少不必要的收费点，全面推进全国高速公路不停车收费系统建设。
《收费公路管理条例》修订征求意见稿	--	对收费公路性质的表述进行变更，并提高收费公路的设置门槛；将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府；收费公路的偿债期限或者经营期限做出调整，并新增养护收费期。
《两部门关于进一步做好收费公路政府和社会资本合作项目前期工作的通知》	--	对已纳入交通运输部“十三五”发展规划和三年滚动计划的收费公路 PPP 项目的前期管理流程做出了详细规定。
《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》	2017.6.26	明确以发行收费公路专项债券作为地方政府为政府收费公路发展举借债务的方式，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入偿还。省、自治区、直辖市政府为收费公路专项债券的发行主体。原先以各类交通融资平台作为收费公路建设融资主体的模式被取代。
《收费公路管理条例（修订草案）》	2018.12.20	在 2015 年《条例》修订稿的基础上，进一步提高收费公路设置门槛；并提出取消高速公路省界收费站。
《深化收费公路制度改革取	2019.5.21	进一步深化收费公路制度改革，加快取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收



消高速公路省界收费站实施  
方案》

费。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2015年7月，交通运输部发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿（以下简称“《条例》修订稿”），《条例》修订稿较2004年实施的《收费公路管理条例》相比，主要有三方面的调整：一是对收费公路性质的表述有所变更，将政府举债方式建设的公路统一表述为政府收费公路，将经营性公路统一表述为特许经营公路，这确定了我国收税和收费长期并行的两种公路的发展模式。《条例》修订稿同时提高了收费公路的设置门槛，修订稿规定收费公路应符合下列技术等级和里程要求：高速公路、一级公路连续里程50公里以上、独立桥梁、隧道、长度1,000米以上，已经取消收费的二级公路升级改造为一级公路的，不得重新收费，新建和改建技术等级为二级以下（含二级）的公路不得收费，这将有利于最终实现只有高速公路收费，其他公路全部回归公共财政承担的目标；二是政府收费公路中的高速公路，由省、自治区、直辖市政府实行统一举债、统一收费、统一还款。这将以前提出的“统一贷款、统一还款”修改为“统一举债、统一收费、统一还款”，并将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府，有利于降低政府收费公路的融资和运营成本，同时提高管理效率，增强政府偿债能力，降低政府性债务风险；三是收费公路的偿债期限或者经营期限方面，“政府收费公路的偿债期限应当按照收费偿还债务的原则确定”，“特许经营公路的经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定，并通过收费标准动态调整、收益调节等方式控制合理回报”，“特许经营公路中的高速公路经营期届满后，由政府收回统一管理，与本行政区域内的政府收费公路中处于偿债期的高速公路实行相同收费标准，统一收费”，“政府统一管理的高速公路在政府债务清偿后，可按满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费”。在专项税收和公共财政预算收入无力承担所有公路的建设、养护、管理和债务偿还的资金需求的情

况下，高速公路偿债期限结束后将新增养护收费期。

2018年12月，交通运输部发布了《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“修订草案”），较之《条例》修订稿，修订草案进一步提高了收费公路设置门槛，提出“建设收费公路，应当符合高速公路技术等级要求”，明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道。此外，贯彻落实国务院关于推动取消高速公路省界收费站的部署要求，修订草案提出“收费公路除出入口外，不得在主线上设置收费站”。

2019年5月，国务院办公厅发布《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》（以下简称“《方案》”），提出加快取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费。《方案》要求加快建设和完善高速公路收费体系，2019年底前各省（区、市）高速公路入口车辆使用ETC比例达到90%以上，同时实现手机移动支付在人工收费车道全覆盖。《方案》还要求加快推进公路法和条例等相关法律法规修订工作，清理规范地方性通行费减免政策，出台优化重大节假日小型客车免费通行、鲜活农产品运输“绿色通道”等通行费减免政策的具体实施意见。此外，《方案》要求修订《收费公路车辆通行费车型分类》标准，调整货车通行费计费方式，自2020年1月1日起，统一按车（轴）型收费，并确保不增加货车通行费总体负担，同步实施封闭式高速公路收费站入口不停车称重检测。在政府收费公路存量债务置换方面，允许地方政府债券置换截至2014年底符合政策规定的政府收费公路存量债务，为取消高速公路省界收费站创造有利条件。

《条例》修订稿和修订草案的公布，明确了我国公路发展以非收费公路为主，收费公路为辅的原则，大幅提升了收费公路设置门槛，并明确了养护管理长期收费机制，在一定程度上防控高速公路的债务风险，而且为高速公路的发展提供稳定的养护发展

资金。《方案》的发布进一步深化了收费公路制度改革，取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快速收费，提高公路通行效率。同时，货车收费标准的修订，可能对公路企业通行费收入带来一定影响。当前《条例》正式颁布时间尚未确定，其具体条款的修订亦存在不确定性，中诚信国际将持续关注《条例》修订稿的进展及其发布后对收费公路行业带来的影响。

此外，中诚信国际关注到，2020年春节期间，受新冠肺炎疫情影响，免收通行费期间已延长；此外根据2020年2月15日交通部下达的最新通知，自2月17日零时起至疫情防控工作结束，全国收费公路免收车辆通行费。免收费政策对收费公路企业的收入和盈利能力将产生一定不利影响，其影响程度取决于疫情防控持续时间、后续相关补偿政策等，中诚信国际将持续关注疫情发展及政策变动对收费公路企业经营状况和盈利能力的影响。

## 银行业

### 宽货币政策持续，利率市场化改革推进；引导银行业发展普惠金融，支持实体经济发展

中诚信国际对中国银行业维持“稳定”展望。2019年以来，在持续低迷的内部增长和外部冲击影响下，央行继续加强货币政策逆周期调节，保持流动性合理充裕。下半年央行通过降准、降息方式向市场投放流动性，资金利率整体下行、波动降低。为疏通货币政策传导机制，深化利率市场化改革，推动降低实体经济融资成本，2019年8月，央行发布公告决定改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，LPR利率将由18家银行在MLF操作利率的基础上加点形成，银行新发放的贷款以及浮动利率贷款将主要参考LPR利率作为定价基准，实现市场利率和贷款利率并轨，进一步疏通了货币政策与实体经济利率传导机制。

与此同时，监管部门出台多项政策引导银行业加大信贷投放，发展普惠金融，支持实体经济发展。2019年以来，监管部门扩大小微企业范围和定向降准优惠政策的覆盖面，强化落实无还本续贷、尽职

免责等监管政策，提升金融机构小微贷款投放动力。此外，银保监会进一步明确地方性中小金融机构业务回归本地、回归本源的要求。针对农村金融机构，监管部门重点强调农商行“做小做散”的本职工作，提出“机构不出县（区），业务不跨县（区）”、贷款在总体资产占比中不得低于50%等要求，加大农商行资产结构调整。

### 行业监督管理继续加强，制度体系更加完善；加强高风险金融机构风险化解，提升金融稳定性；金融开放进程进一步推进

2019年以来银保监会开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作，对前期整治成效回顾的同时，继续加强银行业股权与公司治理、宏观政策执行、信贷管理、影子银行和交叉金融业务风险等重点领域问题整治。同时监管部门发布多项文件补齐制度短板，完善相应制度体系。2019年4月，银保监会制定《商业银行金融资产风险分类暂行办法（征求意见稿）》，将风险分类对象由贷款扩展至承担信用风险的全部金融资产，并明确规定金融资产逾期后应至少归为关注类，逾期90天以上应至少归为次级类，有利于商业银行全面掌握各类资产的信用风险，针对性加强信用风险控制。此外，监管机构加强高风险金融机构风险化解，研究制定化解处置时间表和路线图，防止局部风险转移扩散，由个体风险演变为区域性、系统性风险，进一步提升了金融稳定性。为顺应金融领域对外开放和国际化趋势加强的要求，银保监会于2019年5月再次宣布12条新的开放措施，包括取消单家外资银行对中资商业银行的持股比例上限、取消外国银行来华设立外资法人银行和分行的资产规模要求等，有助于引入更多中小外资金金融机构，丰富市场主体、激发市场活力，完善国内金融产品和服务体系。

### 监管政策调控推动银行业表内外业务结构持续优化调整，行业风险有所缓释；银行业财务基本面指标有所波动，多重压力下行业分化趋势明显

2019年以来由于去杠杆取得一定成效，金融风

险防控进入稳杠杆阶段，银行业资产负债规模增速有所回升，截至 2019 年末，银行业金融机构总资产和总负债分别较年初上升 8.14% 和 7.71%。从业务结构来看，商业银行逐步回归服务实体经济本源，内部结构向稳健方向调整，信贷资产尤其是小微企业贷款保持较快增长，同业及投资业务规模收缩且风险偏好趋于谨慎，负债端存款占比上升，对市场资金依赖度下降，同时表外理财业务回归其资产管理的本质，行业性风险有所缓释。

**表 7：2017~2019 年银行业指标**

	2017	2018	2019
总资产（万亿元）	252.40	268.24	290.00
净息差（%）	2.10	2.18	2.20
资本利润率（%）	12.56	11.73	10.96
不良率（%）	1.74	1.83	1.86
拨备覆盖率（%）	181.42	186.31	186.08
资本充足率（%）	13.65	14.20	14.64

资料来源：银保监会，中诚信国际整理

随着业务结构调整和市场融资成本下降，2019 年以来银行业净息差继续保持上升趋势，但在利率市场化和同业竞争加剧双重压力下，净息差上升幅度收窄，2019 年银行业净息差为 2.20%，同比上升 0.02 个百分点，未来随着监管“降低企业融资成本”政策导向继续强化及贷款市场报价利率（LPR）形成机制的逐步完善，银行业整体息差水平仍面临较大压力。在宏观经济下行风险依然存在的大环境下，银行业维持较大的拨备计提力度，对净利润造成不利影响。2019 年银行业资本利润率继续下降，全行业资本利润率为 10.96%，同比下降 0.77 个百分点，整体盈利能力呈弱化态势。此外，不同银行机构盈利表现呈现分化，农村金融机构存贷款利差收窄较快，净息差已出现明显下降趋势，而大中型银行通过调整资产负债结构缓释存贷款利差收窄影响，息差水平基本保持稳定或略有上升。

伴随复杂的国内外宏观经济环境以及商业银行严格资产分类，2019 年以来银行业不良贷款继续上升，截至 2019 年末，商业银行不良贷款余额和不良率分别为 2.41 万亿元和 1.86%，分别较年初上升 3,881 亿元和 0.03 个百分点；年末拨备覆盖率为

186.08%，较年初下降 0.23 个百分点。其中，中小银行由于客户定位更为下沉、风险管理水平相对较弱以及前期风险分类较为粗放，资产质量下滑更为明显。此外，部分银行展期、借新还旧等贷款增长迅速，从关注贷款这个先行指标来看，截至 2019 年末，商业银行关注贷款余额为 3.77 万亿元，增速较同期有所上升，未来全行业贷款质量下行趋势依然存在。

在“宽货币”环境下，2019 年以来市场整体流动性得到一定纾解，根据银保监会公开数据，截至 2019 年末，银行业平均流动性比例为 58.46%，较年初上升 3.15 个百分点，但包商事件导致同业刚兑打破，部分中小银行融资难度上升，银行业流动性分层趋势显著。资本方面，监管部门在强化商业银行资本补充要求的同时，创新资本补充工具以拓宽补充渠道。根据银保监会公开数据，银行业平均资本充足率水平稳中有升，截至 2019 年末，商业银行核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 10.92%、11.95%、14.64%，但目前大部分未上市的中小银行可使用的资本工具依然较为有限，未来资产质量波动加大资本消耗，其资本补充仍面临一定压力。

## 证券行业

**2019 年以来市场行情总体有所回暖；多层次资本市场体系建设逐步深入；券商收入结构有所优化但对经纪业务依赖度仍较高；证券公司分类评价体系进一步完善，仍需关注市场波动及监管政策对行业信用状况的影响**

证券行业的运营表现与宏观经济环境高度相关。2016 年底，中央经济工作会议定调，要稳中求进、去杠杆，大力发展实体经济，2017 年 A 股出现慢牛格局。2017 年全年，上证指数全年振幅 13.98%，截至 2017 年末，上证综指收盘收于 3,307.17 点，较年初上涨 6.56%。2018 年，受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素影响，上证综指震荡下跌，截至 2018 年末，上证综指收盘于 2,493.90 点，



较年初下跌 24.59%。2019 年以来，国内财政政策整体趋于宽松，市场情绪回暖，风险偏好提升，但结构性问题依然存在，国内外环境呈现不确定性，A 股市场一季度呈现活跃，之后受到国内外宏观因素的影响出现持续波动，但市场行情总体回暖，年末上证综指收于 3,050.12 点，较上年末涨幅 22.30%。

图 11: 2014-2019 年上证综合指数变化趋势图



资料来源: Wind, 中诚信国际整理

多层次资本市场体系建设方面，近年来，在大力发展资本市场的政策导向下，针对证券市场和证券公司的深层次改革陆续展开，多层次的资本市场体系逐步壮大和完善。2016 年以来，IPO 审核提速，截至 2016 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）增至 3,052 家，总市值下降至 50.82 万亿元。2017 年前三季度，IPO 审核提速，2017 年 10 月新一届发审委履职以来，IPO 审核通过率大幅降低，2017 年 IPO 企业数量创下历史记录。截至 2017 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）增至 3,485 家，总市值下降至 44.93 万亿元。2018 年，IPO 审核趋严，众多企业主动终止审查、放弃 IPO，同时 IPO 审核趋缓，IPO 过会企业数量大幅减少。截至 2018 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）3,584 家，总市值下降至 43.49 万亿元。2019 年，市场行情好转，但传统股权融资仍旧较为低迷，科创板尚未对券商投行收入产生影响。截至 2019 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）3,777 家，2019 年以来，受益于股票市场有所回暖，总市值较上年末增加 36.44% 至 59.29 万亿元。与此同时，随着证券市场的发展，证券投资品种日趋多元化，基金、债券、期货等证券品种均得到了较大发展，多层次资本市场体系建设

逐步深入。

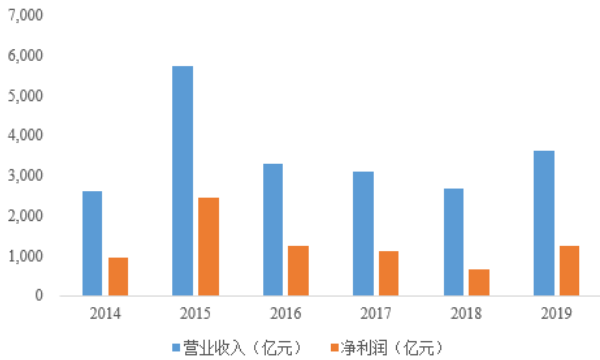
表 8: 2016-2019 年股票市场主要指标（家、万亿元）

指标	2016	2017	2018	2019
上市公司总数	3,052	3,485	3,584	3,777
总市值	50.82	44.93	43.49	59.29
总成交额	127.38	112.46	90.17	127.46

资料来源: 东方财富 Choice, 中诚信国际整理

交易量方面，伴随着近几年证券市场的发展，市场交易量呈现一定的波动。2016 年，证券市场整体较为低迷，两市成交额为 127.38 万亿元，较上年大幅减少 49.94%。2017 年全年两市成交额 112.46 万亿元，同比减少 11.71%。2018 年，受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素影响，证券市场交易更为低迷，两市成交额 90.17 万亿元，同比减少 19.82%。2019 年，证券市场回暖，股票交易复苏，当期两市成交额 127.46 万亿元，同比增加 41.36%。

从券商业务结构来看，目前国内券商已逐步确立了经纪业务、投行业务、自营业务、信用业务和资产管理业务五大业务板块。从中国证券行业的收入结构来看，虽然经纪业务占比呈现震荡下降态势，收入结构得到优化，但从绝对占比看，仍较大程度的依赖于传统的经纪业务，因而整体的经营状况与宏观经济及证券场景气度息息相关。随着市场景气度的提升，2013~2015 年，全行业证券公司分别实现净利润 440.21 亿元、965.54 亿元和 2,447.63 亿元，总体呈现上升态势。2016 年，证券公司整体经营情况受二级市场行情下滑影响显著，2016 年全行业证券公司实现净利润 1,234.45 亿元。受二级市场成交量及债券承销业务量下滑共同影响，2017 年证券公司实现净利润 1,129.95 亿元，同比减少 8.47%。受经济环境及监管政策影响，证券公司业绩持续承压，2018 年证券公司实现净利润 666.20 亿元，同比减少 41.04%。2019 年，随着资本市场走强及交投活跃度提升，证券公司收入及利润均实现大幅增长，当期全行业实现净利润 1,230.95 亿元，同比增长 84.77%。

**图 12：2014-2019 年证券公司营业收入和净利润情况**


资料来源：证券业协会，中诚信国际整理

从行业风险管理能力看，随着中国证券市场的发展，国内证券公司经历了从松散到规范的发展历程。为进一步提高证券公司的风险管理能力和合规管理水平，证监会出台《证券公司分类监管规定》，将证券公司分为 A (AAA、AA、A)、B (BBB、BB、B)、C (CCC、CC、C)、D、E 等 5 大类 11 个级别。其中，A、B、C 三大类中各级别公司均为正常经营公司，D 类、E 类公司分别为潜在风险可能超过公司可承受范围及被依法采取风险处置措施的公司。自 2010 年起，证监会每年对证券公司进行分类评价，以确定其风险管理能力和合规管理水平。2017 年 7 月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，提出全面风险管理；新增年度营业收入、机构客户投研服务收入占经纪业务收入比例、境外子

公司收入海外业务收入、新业务市场竞争力或者信息系统建设投入等评级加分项；提高净资产加分门槛等。在 2017 年分类评价中，有 97 家券商参评，其中 A 类有 40 家、B 类有 48 家、C 类有 9 家，评级最高的 AA 级有 11 家。在 2018 年 7 月发布的分类评价中，共有 98 家券商参评，其中 A 类有 40 家、B 类有 49 家、C 类有 8 家、D 类有 1 家，评级最高的 AA 级有 12 家。2018 年的分类评价结果与 2017 年相比，有 24 家评级上升、24 家评级下滑、48 家评级持平，并首次出现了 D 类评级。2019 年 7 月，证监会公布了最新一期证券公司分类结果，其中 A 类有 38 家、B 类有 50 家、C 类有 8 家、D 类有 2 家，评级最高的 AA 级减少至 10 家，与 2018 年相比，有 19 家评级上调，28 家评级下滑，51 家评级持平。

受市场环境及监管趋严等因素影响，近年来证券行业营业收入和净利润呈下降趋势，行业竞争日趋激烈。随着业务资格普及，证券公司牌照红利逐渐弱化，大型综合类证券公司在业务布局、渠道建设、风控能力等方面拥有较大优势，市场集中度呈上升趋势。未来，中小型证券公司竞争将更为激烈，推动证券行业加快整合。总体来看，证券行业竞争将更为激烈，大型证券公司优势将进一步扩大，证券行业整合速度将有所提升。

**表 9：近年来证券业主要行业政策**

时间	文件	说明
2015 年 1 月	《公司债券发行与交易管理办法》	扩大发行主体范围至所有公司制法人，同时全面建立非公开发行制度，增加债权交易场所，简化发行审核流程，加强市场监管等。
2015 年 5 月	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》	规范证券公司、基金管理公司子公司等相关主体开展资产证券化业务，保障投资者的合法权益。
2015 年 5 月	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》	规范和指导资产证券化业务的尽职调查工作，提高尽职调查工作质量。
2015 年 7 月	《香港互认基金管理暂行规定》	规范香港互认基金在内地（指中华人民共和国的全部关税领土）的注册、销售、信息披露等活动。
2016 年 10 月	《证券公司风险控制指标管理办法》	建立以净资本和流动性为核心的风险控制指标体系。
2017 年 1 月	《证券公司私募投资基金子公司管理规范》	规范证券公司私募投资基金子公司行为，有效控制风险。
2017 年 6 月 (2017 年 10 月执行)	《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》	明晰董事会、监事会、高级管理人员、合规负责人等各方职责，提高合规履职保障，加大违法违规追责力度等措施，切实提升公司合规管理有效性，不断增强公司自我约束能力，促进行业持续健康发展。
2017 年 7 月	《关于修改〈证券公司分类监管规定〉》	促进证券公司提升全面风险管理能力，鼓励证券公司做优做强主营业务。
2017 年 11 月	《关于规范金融机构资产管理业务的	确立资管产品的分类标准，降低影子银行风险，减少流动性风险，打破刚



	指导意见（征求意见稿）	性兑付，控制资管产品的杠杆水平，抑制多层嵌套和通道业务，切实加强监管协调，合理设置过渡期。
2017年12月	《规范债券市场参与者债券交易业务的通知（银发[2017]302号文）》	督促各类市场参与者加强内部控制与风险管理，健全债券交易相关的各项内控制度，规范债券交易行为，并将自身杠杆操作控制在合理水平。
2018年1月	《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》	加强证券公司尽职调查要求；加强对融出资金监控；细化风控指标要求。此规定于2018年3月12日实施。
2018年3月	《证券公司股权管理规定》（征求意见稿）	第一要引入优质股东给予券商支持能力；另一方面穿透核查资金来源，禁止以委托资金、负债资金等非自有资金入股，股东在股权锁定期内不得质押所持证券公司相关股权。
2018年4月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	廓清资管行业和资管产品本质，并对刚兑和资金池概念进行界定，为后续资管行业规范设立标准，主要对阻断监管嵌套、打破刚兑、非标处置等方面做出规定，过渡期延长至2020年底。
2018年5月	《外商投资证券公司管理办法》	加强和完善对外商投资证券公司的监督管理，明确外商投资证券公司的设立条件和程序。
2018年9月	《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立、收购、参股经营机构管理办法》	规范证券公司、证券投资基金管理公司在境外设立、收购子公司或者参股经营机构的行为。
2019年3月	《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《科创板上市公司持续监管办法（试行）》	就设立科创板并试点注册制主要制度规则正式发布，共2+6+1个相关政策，对科创企业注册要求和程序、减持制度、信息披露、上市条件、审核标准、询价方式、股份减持制度、持续督导、登记结算等方面进行了规定。
2019年7月	《证券公司股权管理规定》	主要从股东资质及出资来源等方面进行了要求。第一要引入优质股东给予券商支持能力；另一方面穿透核查资金来源，禁止以委托资金、负债资金等非自有资金入股。
2019年8月	修订《融资融券交易实施细则》	取消最低维持担保比例要求，完善维持担保比例计算公式，将融资融券标的股票数量由950只扩大至1,600只。
2019年8月	修订《证券公司风险控制指标计算标准》	对高分类评级龙头公司风险准备金比率进一步放松，全面放松各项业务风险准备金基准比率。
2019年12月	修订《证券法》	推行证券发行注册制；进一步加强信息披露义务人的信息披露责任；增设投资者保护专章，加强投资者保护力度；加大对违反证券监督法律行为的处罚力度；优化债券公开发行条件；取消现行规定下的暂停上市制度，推行更加严格的退市制度。

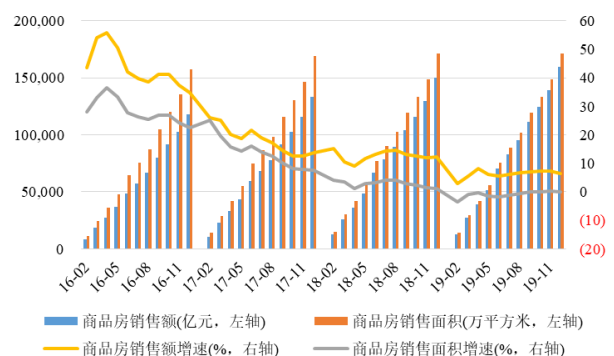
资料来源：公开资料，中诚信国际整理

## 房地产行业

### 2019年在房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响下，房地产销售增速放缓，房价涨幅明显收窄，房地产去库存效果逐步显现

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019年，全国商品房销售面积为17.16亿平方米，同比下降0.1%，近年来首次出现负增长；全年商品房销售金额为15.97万亿元，同比增长6.5%，增速下滑5.7个百分点。商品房销售价格方面，2019年，70个大中城市价格指数环比涨幅呈现明显缩窄，由2018年8月环比涨幅1.49%的高点波动回落至2019年12月的0.35%。

图 13：近年来全国商品房销售情况（亿元、万平方米、%）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

随着房地产去库存政策的持续推进，全国商品房待售面积持续下降，截至2019年末全国商品房待售面积降至4.98亿平方米，同比下降4.9%，去库存效果逐步显现，但值得注意的是此前土地供应

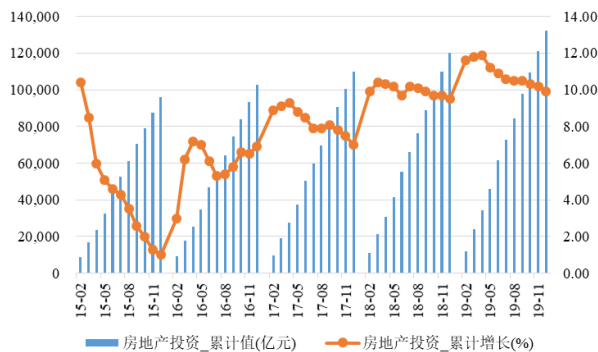
较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大，同时棚改货币化政策的收紧亦或对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

中诚信国际认为，2019年以来，房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路，各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持续的影响下，房地产企业整体内部流动性来源增速承压。

### 受融资环境紧缩的影响，2019年房企外部现金流平衡能力面临挑战，但拿地意愿的下降及新开工面积增速的大幅放缓，均有助于房企现金流状况的改善

在投资方面，2019年，在年初新开工面积和施工面积的双向推动下，房地产开发投资额始终维持两位数的高增速，但随后房企根据外部环境变化调整项目进度，房地产开发投资增速逐渐回落，全年房地产开发投资同比增长9.9%至13.22万亿元，其中住宅投资同比增长13.9%至9.71万亿元。

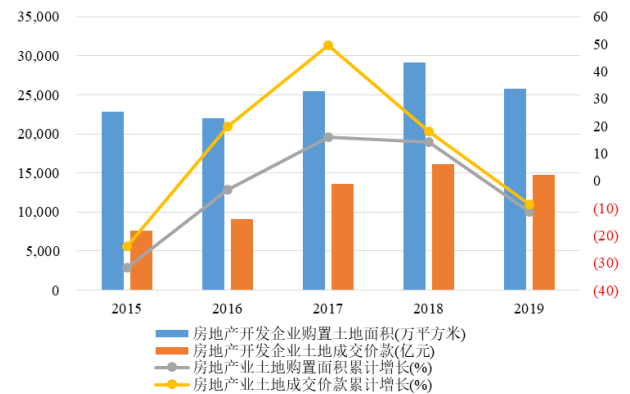
图 14：近年来全国房地产开发投资情况（亿元、%）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

受销售增速放缓以及融资环境紧缩的影响，房企拿地意愿降低，新开工增速下滑。其中土地市场方面，国内土地市场购置面积和价款均发生明显下降，同比分别下降11.4%和8.7%。施工方面，2019年，房地产开发企业新开工面积22.72亿平方米，同比增长8.5%，增速下滑8.7个百分点。

图 15：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额（万平方米、亿元、%）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

外部融资是房地产企业现金流的重要补充来源。2019年5月以来，多项针对房企融资端的调控政策相继出台，房地产企业外部融资难度有所增加。与此同时，房地产行业面临未来2~3年债务集中到期压力，对房企的资金平衡能力形成较大挑战。

中诚信国际认为，在行业整体规模增速放缓和融资环境收紧的综合作用下，房地产企业土地投资趋于理性，新开工节奏有所放缓，在一定程度上能够缓解内部现金流平衡压力；与此同时，房地产行业外部流动性压力增大，对房企的资金平衡能力提出更高要求。

### 房地产行业梯队分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势

随着房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度持续提升，房地产行业梯队分化格局持续凸显。

具体来看，2019年TOP3房企销售规模增速放缓，集中度小幅下降0.3个百分点；TOP4~10、TOP11~30的梯队规模企业集中度上升，梯队内竞争加剧，同时各梯队的销售金额门槛也有所提升。总体而言，TOP30梯队房企凭借更强的销售回款和外部融资能力，具有较为明显的竞争优势；而房地产市

场资源加速向优势企业聚集，将使得梯队分化格局得以持续。与之相比，2019年TOP 31~50和TOP 51~100房企的集中度同比有所下降。

**表 10：2017~2019 年国内房企权益销售金额集中度**

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

资料来源：克而瑞信息集团，中诚信国际整理

中诚信国际认为，在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

### 新冠疫情对房地产企业销售回款及开工推盘有负面影响，各地政府相继出台相关政策加以应对；疫情对房地产行业的影响程度取决于疫情持续时间

新冠疫情直接导致的全国范围停工、停售对房企推盘及销售造成一定冲击；房地产企业土地储备进度及项目推盘节奏亦将更趋审慎。

与此同时，部分地方政府围绕活跃交易、土地出让和融资等层面出台行业相关政策，帮助房地产企业渡过难关。其中上海市、浙江省、海南省、无锡市、西安市、南昌市、深圳市等省市政府先后发文，从允许延迟土地价款缴纳、税费缴纳延期、预售条件适度放宽、延长公积金贷款期限、信贷支持等多个维度帮助房地产开发企业应对疫情影响，但尚未突破限购、限贷、限售、限价等调控政策。

中诚信国际认为，因疫情爆发于房地产行业销售淡季，因而短期内对行业的整体冲击可控；但2020年下半年房地产企业公开市场到期债务压力较重，若疫情持续时间延长，则房地产企业的资金平衡将在更大程度上依赖于外部政策环境的持续改善。

## 业务运营

公司作为大型企业集团，其业务范围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。近年来公司营业收入保持稳步增长，其中房地产、物流和航运业务板块为公司收入主要来源，近年来合计占比均超过80%。2020年一季度，公司实现营业收入704.36亿元。

**表 11：近年来公司营业总收入构成情况（亿元）**

营业收入	2017	2018	2019
房地产及相关	766.44	893.42	984.72
物流及相关	1,172.94	1,348.08	1,344.14
航运及相关	452.91	421.80	482.58
港口及相关	70.32	90.85	156.97
公路及相关	53.39	67.59	82.34
金融相关	13.01	20.47	51.75
利息	69.99	88.70	97.05
保费	4.89	28.86	105.98
手续费及佣金	97.57	78.10	88.31
<b>合计</b>	<b>2,701.47</b>	<b>3,037.84</b>	<b>3,393.84</b>
占比	2017	2018	2019
房地产及相关	28.37%	29.41%	29.01%
物流及相关	43.42%	44.38%	39.61%
航运及相关	16.77%	13.88%	14.22%
港口及相关	2.60%	2.99%	4.63%
公路及相关	1.98%	2.23%	2.43%
金融相关	0.48%	0.67%	1.52%
利息	2.59%	2.92%	2.86%
保费	0.18%	0.95%	3.12%
手续费及佣金	3.61%	2.57%	2.60%
<b>合计</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

### 近年来得益于新收购项目和海外项目的增长以及辽港集团纳入公司合并范围，公司货物吞吐量有所提升；2019年以来受国际贸易摩擦及货源结构调整影响，招商港口散杂货吞吐量有所下滑，且2020年以来疫情为其海外业务带来一定不确定性

招商局集团港口业务现由招商港口和辽港集团负责运营。自招商港口港口业务板块重组完成后，招商港口成为国内最大、世界领先的港口开发、投资和运营商。2017年6月，公司与辽宁省人民政府签署《港口合作框架协议》，约定双方合作建立港口



统一经营平台，以营口港务集团有限公司（以下简称“营口港集团”）、大连港集团有限公司（以下简称“大连港集团”）为基础，以市场化方式设立辽宁港口集团，实现辽宁沿海港口经营主体一体化。2018年11月29日，公司控股辽港集团，持股比例为51%。

## 招商港口

招商港口在中国沿海主要枢纽港建立了较为完善的港口网络群，目前，招商港口国内参控股码头主要分布于香港、台湾、深圳、宁波、上海、青岛、天津、大连、厦门、湛江、汕头等国际性、区域性集装箱枢纽港。同时，招商港口经过多年海外发展，业务布局拓展至南亚、非洲、欧洲、地中海、大洋洲、南美等地区，港口网络分布于26个国家，大多位于“一带一路”沿线国家的重要港口区位。

招商港口广泛的码头布局，较为完善的全球港口网络群，能够分散国内外不同区域发展状况带来的港口经营风险，有效增强了招商港口抵御宏观经济周期和贸易形势波动的能力。

近年来，受全球经济回暖带动招商港口国内沿海重点码头和海外项目增长及新收购项目影响，招商港口集装箱吞吐量有所增长。2019年招商港口完成集装箱吞吐量（含参股）11,293万TEU，同比增长2.9%，增速有所放缓，系全球经贸形势变化波及港口行业所致。招商港口散杂货吞吐量贡献主要来自内地港口，2019年，因受到国际贸易摩擦、非洲猪瘟疫情以及部分企业货源结构调整等因素影响，招商港口内地港口散杂货吞吐量（含参股）同比下降9.3%；其他地区散杂货吞吐量（含参股）实现26.1%的增长，主要受益于吉布提PDSA和斯里兰卡HIPG的业务增长。

**表 12：2017~2019 年招商港口吞吐量情况**

	2017	2018	2019
集装箱吞吐量（万 TEU）	537.0	10,973.0	11,293.0
其中：内地	537.0	8,139.0	8,488.0
港台	-	767.0	721.0
海外	-	2,066.0	2,084.0
散杂货吞吐量（亿吨）	0.4	5.4	4.9

其中：内地	0.4	5.3	4.8
其他地区	-	0.1	0.1

注：合计数与各分项加总值略有差异系四舍五入所致。

资料来源：招商港口年报，中诚信国际整理

## 国内港口业务

目前招商港口控股的港口码头主要分布在珠三角地区、漳州港、汕头港、湛江港和香港港。同时，招商港口还通过参股方式参与国内多个大型港口的经营，主要包括长三角地区的上海港、宁波港，环渤海地区的大连港、青岛港、天津港，香港现代货箱码头和台湾高明货柜码头。

珠三角地区的深圳西部港作为招商港口国内母港，具有重要的战略意义。招商港口主要通过子公司赤湾集装箱码头、蛇口集装箱码头和深圳妈湾港务经营深圳西部的赤湾港、妈湾港和蛇口港的部分码头和珠江沿岸的内河码头。截至2019年末，招商港口深圳西部港区共拥有经营性泊位39个，其中散杂货泊位15个，集装箱泊位24个。深圳西部港区具有良好的沿海港口区位优势 and 保税仓储优势，是航运招商港口航线长期挂靠港，集装箱航线遍布全球，主要通往欧洲、地中海、美洲、澳洲、东南亚及西非等地区。目前招商港口深圳西部港口吞吐货物以外贸集装箱业务为主，辅以粮食、化肥等散杂货业务。

在粤西南沿海地区的湛江港（集团）股份有限公司（以下简称“湛江港集团”），原为招商港口参股公司，持股比例为45.30%，2019年1月，招商港口对湛江港集团进行增资，对其持股比例增至58.35%，实现控股。湛江港以“天然深水良港”著称，东接珠三角、西临北部湾、背靠三南（大西南、华南、中南），面向东南亚，处于联接南北半球、沟通太平洋、印度洋的中心位置，是中国大陆通往东南亚、非洲、欧洲和大洋洲海上航程最短的港口。截至2019年末，湛江港集团拥有35个泊位，包含集装箱、铁矿石、煤炭等专用泊位，最大靠泊能力40万吨。近年来，得益于南北内贸精品航线建设，以及区域水水中转和冷链业务拓展，湛江港集团吞吐量稳中有升。

此外，参股港口方面，2019年，天津港集装箱板块顺利完成整合，全年天津五洲集装箱码头及天

津集装箱码头共完成集装箱吞吐量 447 万 TEU，招商港口在天津项目的业务量同比增长 64.5%。

**表 13：2017~2019 年招商港口国内集装箱及散杂货吞吐量情况（万 TEU、万吨）**

区域及港口公司			2017	2018	2019
<b>集装箱</b>					
珠三角地区	控股	深圳西部港区	1,118	1,135	1,142
		珠江货运	135	117	109
		颐德港	5	22	30
东南地区	控股	漳州招商局码头	40	46	42
		汕头港招商局港口	37	129	134
粤西南地区	控股	湛江港	90	98	111
港台地区	控股	招商货柜	579	593	557
	参股	现代货箱码头			
		台湾高明货柜	170	175	164
长三角地区	参股	上港集团	4,023	4,201	4,330
		宁波大树	301	316	329
环渤海地区	参股	天津港集装箱	263	272	447
		青岛集装箱	624	693	792
		大连港	1,075	1,111	1,022
<b>合计</b>			<b>8,460</b>	<b>8,907</b>	<b>9,209</b>
<b>散杂货</b>					
珠三角地区	控股	深圳西部港区	2,180	1,803	1,300
		东莞麻涌	1,280	1,323	1,227
		珠江货运	86	247	353
		颐德港	24	145	226
东南地区	控股	漳州招商局码头	1,043	1,432	814
		汕头港招商局港口	322	923	709
		漳州招商局厦门	--	--	27
粤西南地区	控股	湛江港	9,027	9,187	9,117
长三角地区	参股	上港集团	16,399	15,033	11,515
环渤海地区	参股	青岛西港联合	1,312	1,554	1,559
		青岛董家口	5,536	5,736	5,990
		大连港	12,979	13,537	13,204
		莱州港务	2,173	2,275	2,272
<b>合计</b>			<b>52,360</b>	<b>53,195</b>	<b>48,313</b>

注：1、2017 年数据以 2018 年重组完成后参控股公司范围为统计口径；2、合计数与各分项加总值略有差异系四舍五入所致。

资料来源：招商港口提供

## 海外港口业务

由于国内优质港口投资趋于饱和，招商港口近年来抓住国家“一带一路”战略实施的历史机遇，加快了海外投资的步伐，通过持股海外港口运营商完善全球布局。目前招商港口直接投资的项目主要分布在“一带一路”沿线，包括斯里兰卡的 CICT 和 HIPG、吉布提的 PDSA 项目，此外招商港口直接投资的尼日利亚的 TICT 和多哥的 LCT 虽然不在“一带一路”沿线，但项目所在的拉各斯港和多哥是西

非最重要的港口，上述两个项目对招商港口全球布局具有重要意义。除直接投资的项目以外，招商港口于 2013 年通过收购达飞海运旗下原全资子公司 Terminal Link 49% 的股权成功参股了法国、摩洛哥、马耳他、美国、科特迪瓦、比利时、韩国等国家的部分沿海港口码头。2018 年招商港口收购巴西的 TCP 90% 股权，首次布局中南美洲。

目前招商港口海外码头经营的货种主要为集装箱。近年来，招商港口海外集装箱吞吐量（含参



股) 逐年增长, 为招商港口港口经营业绩增长带来 有益补充。

**表 14: 2017~2019 年招商港口海外集装箱业务情况 (万 TEU)**

区域及港口公司			2017	2018	2019
多哥	控股	洛美/LCT	89	105	113
斯里兰卡	控股	科伦坡/CICT	239	268	288
尼日利亚	参股	拉各斯/TICT	47	48	47
吉布提	参股	吉布提/PDSA	93	86	92
土耳其	参股	伊斯坦布尔/Kumport	106	126	128
法国	参股	Terminal Link	1,257	1,364	1,325
巴西	控股	巴拉那瓜/TCP	--	69	92
合计			<b>1,831</b>	<b>2,066</b>	<b>2,084</b>

注: 1、因四舍五入, 分项之和与合计项存在尾数差; 2、TCP 2018 年集装箱吞吐量为 3~12 月吞吐量。

资料来源: 招商港口提供

在建工程方面, 截至 2019 年末, 招商港口在建港口项目计划总投资 135.83 亿元, 已完成投资 53.55 亿元, 资金来源主要为自有资金及贷款, 未来资金需求仍较大。

总体来看, 招商港口国内和海外港口布局广泛、港口区位优势明显, 集装箱和散杂货业务发展稳定。但中诚信国际关注到全球经济贸易形势不稳定及国内港口业务投资已饱和的现状为招商港口经营收入的维持和未来业务的拓展提出了挑战; 同时, 海外扩张将给招商港口带来较大的资本支出压力, 海外港口控制和管理能力也面临一定压力。

此外, 2020 年以来, 新冠肺炎疫情全球蔓延、全球经济波动和政治局势动荡等因素给全球集装箱航运市场带来了较大的不确定性。随着疫情在中国逐步得到有效控制, 企业复产复工有序推进, 中国集装箱航运市场将得到较快恢复。但海外疫情仍然未受到有效控制, 由于招商港口港口业务的全球性布局, 招商港口海外港口业务未来经营情况在仍面临着一定不确定性。

## 辽港集团

作为辽宁省港口整合最重要的运营主体, 辽港集团下辖大连港、营口港、盘锦港和绥中港等, 其中大连港及营口港为辽宁省规模最大的前两大港口, 两港货种结构均较丰富。其中, 大连港的运营主体主要为大连港集团; 营口港、盘锦港和绥中港的运营主体为营口港集团。

货物吞吐量方面, 受经营增长乏力、重点货种分流和新冠疫情影响, 大连港集团总货物吞吐量出现下滑。2019 年, 大连港集团完成总货物吞吐量 2.66 亿吨, 较上年减少 29.5%; 2020 年一季度大连港集团完成总货物吞吐量 0.56 亿吨, 较上年同期下滑 11.1%。2019 年, 营口港集团吞吐量数据不再包含鞍钢等货主码头数据以及根据交通运输部的相关要求, 港口滚装汽车吞吐量按实际重量统计, 不再按系数折算, 受此统计口径调整影响, 营口港集团货物吞吐量大幅下降至 2.69 亿吨; 2020 年一季度, 受疫情影响, 营口港集团货物吞吐量较上年同期下降 12.15% 至 0.63 亿吨。

在建项目方面, 截至 2020 年 3 月末, 辽港集团主要港口在建项目总投资合计 875.88 亿元, 已完成投资 409.54 亿元。其中, 大连港集团和营口港集团建设项目进度缓慢, 太平湾港区下一步建设方案得到明确, 但具体资金计划及建设进度安排仍待确定。中诚信国际将持续关注辽港集团港口建设的推进情况及投资安排。

## 2019 年, 随着新船陆续交付使用, 公司船队运力保持增长; 受益于油轮市场回暖, 货运量有所增加, 航运业务实现稳步发展

招商局集团航运业务主要通过招商轮船、中外运长航下属经贸船务及长航集团负责运营。招商轮船主营远洋能源运输、干散货运输、特种运输, 同时投资 LNG 船队。经贸船务及长航集团为中外运

长航 100% 持股，经贸船务下属企业业务涵盖集装箱运输、国内油品运输和干散货运输，长航集团主营内河航运。

招商轮船的航运业务以远洋能源运输为主，业务涵盖了油轮运输、散货船运输和 LNG 船运输，拥有以超级油轮船队为代表的能源运输船队，具有较高的市场地位和较强的竞争力。运力方面，随着新船陆续交付使用，招商轮船船队竞争力进一步提升。2019 年，招商轮船接收 5 艘 VLCC、5 艘 VLOC、7 艘 LNG 及 2 艘滚装船等新造船，出售 2 艘 VLCC，拆解 3 艘滚装船。截至 2019 年末，招商轮船拥有 51 艘 100% 权益的 VLCC 油轮及拥有和控制 31 艘 40 万吨级 VLOC，在该两个细分领域继续保持全球领先地位，自有运力继续名列世界第一。

**表 15：截至 2019 年末招商轮船船队概况（艘、万 DWT、年）**

类型	艘数	载重吨	订单艘数	订单载重吨
自有	176	3,209.75	12	320.04
租入	22	121.15	--	--
代管	3	120.71	--	--
<b>合计</b>	<b>201</b>	<b>3,451.61</b>	<b>12</b>	<b>320.04</b>

资料来源：招商轮船年报，中诚信国际整理

2019 年招商轮船发挥大船队规模优势，继续拓展全球化经营，受益于油轮市场回暖，招商轮船整体货运量保持增长。2019 年招商轮船旗下各船队共完成货运量 20,239 万吨，同比增长 15.43%。2019 年，面对复杂多变的航运市场，招商轮船充分发挥船队的质量规模优势和特点，各船队均实现盈利。

**表 16：2019 年招商轮船船队部分业务指标情况**

业务	2019 年完成量	同比 (%)
<b>货运量 (万吨)</b>	<b>20,239</b>	<b>15.43</b>
其中：油轮	7,584	4.49
干散货	9,431	21.74
LNG	2,078	57.17
商品车	1,147	-0.80
<b>周转量 (亿吨海里)</b>		
油轮	6,022	9.27
干散货	5,899	42.87
LNG	547	48.05
滚装船	102	-0.80
<b>营运率 (%)</b>		
油轮	97.26	-0.44
干散货	97.62	-1.18

LNG	99.20	-0.80
滚装船	95.89	-2.06

资料来源：招商轮船年报，中诚信国际整理

航线方面，2019 年招商轮船在深耕原有东南亚和波斯湾航线的基础上，成功开辟了远东至西非、澳新和欧洲航线，形成了国内到全球的远、中、近全航线覆盖。

2019 年，招商轮船实现营业收入 145.56 亿元，同比增长 33.17%；其中油轮运输业务实现营业收入 71.61 亿元，同比增长 49.93%。

2020 年，招商轮船预计新接 32.5 万吨级 VLOC 散货船 6 艘（已于 2020 年 2 月交付 1 艘），继续适时调整更新、优化 VLCC 船队和干散货船队运力，部分船舶进坞加装脱硫洗涤塔和进行技术升级的计划拟根据市场变化情况灵活推进或调整。资本支出方面，招商轮船未来五年的资本性开支预计 151.9 亿元，其中 2020~2023 年分别为 78.8 亿元、22.0 亿元、31.3 亿元和 19.8 亿元；上述资金需求拟主要通过募集资金、自有资金和境内外银行借款支付。

中外运长航下属公司经贸船务整合了中外运长航旗下近 400 亿航运资产、85% 的船舶运力和全部海上运输业务，负责原中外运长航业务的统一管理和整合发展，原业务涵盖散杂货运输、特种运输、液货运输、集装箱运输、滚装船运输、船员服务等。2020 年 1 月，招商轮船发布公告称将收购中外运长航下相关资产：招商轮船及其全资子公司 CMES Bulker Holdings Inc 和 CMES LNG Carrier Investment Inc. 将收购招商局集团下属经贸船务、中外运航运有限公司及其下属子公司 Sinotrans Shipowning Limited 拥有的 Double Strong International Limited、Marine Peace Shipowning Limited、Sinotrans Ship Management Limited 和中外运航运（北京）有限公司 100% 的股权，交易价格合计 65.71 亿元。由于与中外运长航在国际干散货运输业务方面存在同业竞争，本次交易完成后，将彻底解决招商轮船与中外运长航的同业竞争问题。此外，通过此次收购，招商轮船的干散货船队规模

将大增，经营能力有望增加，同时还增强了 LNG 运输业务的实力。

长航集团是内河最大的骨干航运企业集团，截至 2019 年末，长江航运自有运输船舶 352 艘，186 万载重吨，其中干散货船 158 艘、133 万载重吨，液货危险品船 131 艘、38 万载重吨，集装箱船 29 艘、9,276 TEU，另通过连续航次租船等方式使用社会运力 200 余万载重吨。长江航运的干散货运力、运量、收入、效益规模均领先同行企业；长江航运的原油运输处于市场主导地位，化工品运输具有较强的货源控制能力；集装箱运输长江中上游同行排名第四，下游驳运市场同行排名第一。

总体来看，2019 年公司航运板块发挥大船队规模优势，继续拓展全球化经营，且船队规模持续扩大，招商轮船对中外运长航下属资产的收购事项将解决同业竞争，未来公司航运板块有望进一步增长。

### **随着集团体系内物流资源的全面整合，公司物流业务竞争力和规模效应有所增强，物流业务经营业绩水平进一步提升**

物流业务方面，公司全资子公司招商物流于 2017 年 10 月整体注入中外运长航控股子公司中国外运（股票代码：HK00598、SH.601598），实现了招商局集团物流业务板块的整体上市，2018 年 9 月中国外运管理级次调整为招商局集团二级公司，成为招商局集团物流业务的统一运营平台。2018 年 11 月，中国外运控股子公司中外运空运发展股份有限公司（以下简称“外运发展”，原 A 股上市代码：SH.600270，已退市）收到证监会核准公告，中国外运换股吸收合并原控股子公司中外运空运发展股份有限公司，新发行的 1,351,637,231 股股票于 2019 年 1 月 18 日起上市交易，合并后中国外运实现海运、空运、陆运物流资源的全面整合。

中国外运是中国具有领先地位的综合物流服务提供商，业务集中于中国发展迅速的沿海地区和战略性地区，并拥有广泛而全面的国内服务网络和海外网络。中国外运的海外网络覆盖 37 个国家和

地区，拥有 73 家自有机构。中国外运在国内外拥有约 1,500 万平方米的土地，运营仓库面积约 700 万平方米及 8 个内河码头、约 3,700 米的岸线资源。

货运代理方面，作为中国最大的货运代理公司，中国外运货运代理业务主要包括海运代理、空运代理、铁路代理、船舶代理、仓码服务以及以公路代理、船舶承运、汽车运输等。中国外运是世界领先的海运代理服务商之一，年处理海运集装箱量超过 1,000 万 TEU，能提供从中国各主要口岸到全球主要贸易国家和地区的全程供应链物流服务，截至 2019 年末已覆盖全球 70 多个国家及地区。中国外运的空运代理自有海外网点覆盖亚、欧、北美三大洲，代理网络覆盖近 50 个国家和地区，并已在北京、上海、广州、成都、郑州五大口岸运营 26 条全程可视化供应链产品。铁路代理方面，中国外运是国内领先的铁路货代服务商，可为客户在全国和“一带一路”沿线国家提供散杂货和集装箱等多种方式的铁路运输和信息服务。其中，中欧班列方面，2019 年，中国外运在“一带一路”沿线累计开通中欧班列线路 30 余条，共发运 2,800 余列；2019 年开列数已达 1,000 余列。船舶代理方面，中国外运在中国沿海、沿江 70 多个口岸设有分支机构，并在香港、日本、韩国、新加坡、英国、德国、泰国等地设立代表处，为船公司提供船舶进出港、单证、船舶供应及其他船舶在港口相关业务等服务，并向船公司订舱。

专业物流方面，中国外运根据客户的不同需求，为客户提供量身定制的、覆盖整个价值链的一体化物流解决方案并确保方案的顺利实施，主要服务包括合同物流、项目物流、化工物流及冷链物流。

跨境收购方面，2019 年，中国外运与 KLG 集团签署股权买卖协议，收购该集团旗下 7 家欧洲物流运营公司 100% 股权，迈出了拓展欧洲运营网络，延伸端到端服务链条的第一步。此次收购有效充实了中国外运海外网络，提高了中国外运在欧盟地区的运营能力。2019 年，中国外运实现营业收入 776.50 亿元，同比增长 0.44%；归母净利润 28.03 亿



元，同比增长 3.68%；主营业务稳中有进，代理及相关业务营业收入同比增长 1.27%，专业物流分部利润同比增长 9.80%，电商业务营业收入同比增长 26.08%。

总体来看，公司物流业务量进一步提升，竞争力和规模效应大幅增强。同时，中诚信国际关注到由于物流行业发展趋势与宏观经济发展趋势具有较强关联性，未来或对公司物流业务产生一定影响。

### 招商公路控股高速公路均为国高网路产，区域优势明显，近年来通行费收入稳定增长，参股路产的收购使得招商公路整体实力持续提升

招商局集团公路业务主要通过控股子公司招

商公路运营，主要从事经营性收费公路的投资及专业化运营管理，经营范围涵盖高速公路投资运营、交通科技、智慧交通及招商生态四大业务板块，已逐渐成长为中国投资经营里程最长、覆盖区域最广、产业链最完整的综合性公路投资运营服务商。

截至 2019 年末，招商公路投资经营的路产总里程达 9,820 公里，权益里程为 3,074 公里，管理里程达 1,824 公里。同期末，招商公路合并范围内控股 12 条高速公路项目，通车里程合计 879.90 公里，均为经营性公路，且属于国高网组成部分。从路产获取情况看，京津塘高速为招商公路成立时交通运输部无偿划转，其余路产均为招商公路收购而来。2019 年招商公路无新增控股路产。

表 17：截至 2019 年末招商公路控股路产情况（公里）

路段名称	起止点	所属路网	里程	收购时期	持股比例	收费期限
京津塘高速	北京-塘沽	国高网	142.69	-	100%	1999~2029
甬台温高速	乐清湖雾岭至白鹭屿段；温州瓯海南白象至苍南分水关段	国高网	140.17	2010.08	51%	2002~2030
北仑港高速	北仑站-大朱家段；宁波东-姜山站连接线段	国高网	51.43	2012.08	100%	1998~2027
九瑞高速	昌九高速九江县互通至湖北阳新交界	国高网	48.14	2014.09	100%	2011~2040
阳平高速	起于阳朔县高田镇，接桂阳高速，途径普益乡、平乐镇，止于平乐县二塘镇，接平钟高速	国高网	39.52	2015.09	100%	2008~2037
桂阳高速	起于冲口立交，接桂柳高速，途经马面立交、临桂六塘、葡萄、阳朔白沙，在阳朔县高田镇接阳平高速	国高网	66.64	2015.10	100%	2008~2037
桂兴高速	起于兴安县北梅村洞，路线经严关、溶江、三街，止于灵川粟家，接桂柳高速和灵三高速	国高网	53.40	2015.10	100%	2013~2042
灵三高速	灵川县定江镇独田村接桂林至僚田高速公路，终于临桂县会仙镇马面村接桂林至梧州高速公路	国高网	46.71	2016.05	100%	2008~2038
鄂东大桥	地跨湖北黄石、黄冈和鄂州三市，是沪渝、福银、大广三条国高网跨越湖北长江的共用过江通道	国高网	15.15	2017.12	54.61%	2010~2040
沪黔高速	起点位于绕城渝黔互通，终点位于崇溪河	国高网	90.42	2018.04	60%	2007~2037
沪渝高速	起于重庆绕城高速，止于涪陵接涪丰高速；另在巴南区双河口设通往长寿晏家化工园区的连接线	国高网	84.33	2018.04	60%	2013~2043
亳阜高速	起点位于安徽与河南两省交界的黄庄，止于刘小集互通立交	国高网	101.30	2018.07	100%	2006~2036
合计	-	-	879.90	-	-	-

资料来源：招商公路提供，中诚信国际整理

道路分流方面，目前甬台温高速的主要竞争路段包括温州绕城西南线、甬台温复线、温州绕城北二期等。除甬台温高速外，招商公路其他路产目前未受到明显分流影响。中诚信国际将持续关注招商

公路路产受到的分流情况及其对招商公路通行费收入及车流量的影响。近三年，招商公路控股路段日均车流量持续增长，随着车流量增长以及招商公路路产规模增加，招商公路通行费收入亦持续增长。

表 18：2017~2019 年招商公路控股路产经营情况（亿元、辆）

路段名称	2017		2018		2019	
	通行费收入	日均车流量	通行费收入	日均车流量	通行费收入	日均车流量
京津塘高速	65,646	20,047	66,171	19,773	64,838	18,659



甬台温高速	146,767	35,761	139,932	35,510	143,541	38,217
北仑港高速	36,641	31,449	39,735	34,857	40,578	36,300
九瑞高速	8,385	5,137	11,148	7,112	12,020	8,166
阳平高速	7,027	5,030	11,757	10,054	13,700	11,856
桂阳高速	13,417	7,515	19,964	12,792	22,049	14,184
桂兴高速	22,615	10,356	25,629	14,215	29,403	16,380
灵三高速	6,775	5,789	6,842	6,489	7,993	7,937
鄂东大桥	29,451	20,585	31,082	22,563	32,116	23,308
渝黔高速	-	-	46,006	18,583	48,844	18,248
沪渝高速	-	-	46,190	16,657	47,819	17,196
毫阜高速	-	-	34,223	10,128	36,402	11,334
<b>合计</b>	<b>336,724</b>	<b>141,669</b>	<b>478,679</b>	<b>208,733</b>	<b>499,303</b>	<b>221,785</b>

资料来源：招商公路提供，中诚信国际整理

除控股路产外，招商公路围绕高速公路运营主业，参股了多家优质收费公路公司。2019年12月，招商公路与工银金融资产投资有限公司（以下简称“工银投资”）组建联合体参与中国中铁股份有限公司全资子公司中铁交通投资集团有限公司挂牌转让广西中铁交通高速公路管理有限公司（以下简称“广西中铁高速”）51%股权及33.15亿元相关债权的竞拍交易。招商公路与工银投资以99.45亿元的价格成为广西中铁高速51%股权及相关债权的最终受让方，其中招商公路出资63.70亿元受让广西中铁高速49%股权及相关债权；工银投资出资2.60亿元受让广西中铁高速2%的股权。截至2019

年末，广西中铁高速控股高速公路9条，分布于山东省、河南省、云南省、四川省、陕西省和广西壮族自治区，均为经营性高速公路，收费里程合计832公里。中诚信国际将持续关注广西中铁高速对招商公路未来投资收益的影响。

截至2019年末，招商公路共投资参股19家收费公路公司，其中12家公路上市公司。招商公路投资参股的收费公路项目主要分布在全国公路主干线上，覆盖山东、河南、江苏、安徽、四川、浙江等多个省（市）。2019年招商公路实现参股路产投资收益32.63亿元。

**表 19：截至 2019 年末招商公路主要参股高速公路运营公司情况**

公司名称	直接持股比例	主营业务	核心路产
山东高速股份有限公司	16.02%	基础设施的投资运营，以及高速公路产业链上相关行业、金融、环保等领域的股权投资	济青高速、京台高速
江苏宁沪高速公路股份有限公司	11.69%	沪宁高速公路江苏段及其他江苏省境内的收费路桥的投资、建设、经营和管理，公路沿线的客运及其它辅助服务业	沪宁高速公路江苏段
四川成渝高速公路股份有限公司	21.73%	四川省境内公路基建项目的投资、建设、经营和管理，能源销售、工程施工等	成渝高速
安徽皖通高速公路股份有限公司	24.37%	安徽省境内收费高速公路及公路的持有、经营及开发	合宁高速、高界高速
福建发展高速公路股份有限公司	17.75%	高速公路建设、运营、收费、养护与管理	福泉高速、泉厦高速
江苏扬子大桥股份有限公司	21.64%	桥隧运营、公路配套服务、广告等	江阴大桥
广西中铁交通高速公路管理有限公司	49.00%	高速公路运营、收费等	广西岑兴高速、山东德商高速

资料来源：招商公路提供，中诚信国际整理

中诚信国际关注到，自新冠肺炎疫情爆发以来，受出行限制、交通管制、企业延迟复工等影响，2020年春运期间，全国公路旅客运输量较去年同期大幅下降；此外，根据交通运输部下达的通知，自2月17日零时起至全国收费公路免收车辆通行费，

自2020年5月6日零时起经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。免收费政策对公司公路运营业务板块的收入规模及投资收益短期内产生了一定不利影响，目前免收费政策的后续相关补偿政策尚未确定，中诚信国际将持续关注后续补

偿政策及恢复收费后公司公路运营业务的经营状况和盈利能力。

**在“轻型银行”和“一体两翼”战略转型方向和定位下，招商银行盈利水平实现稳步增长，非利息净收入增长较快，不良贷款余额与占比双降；零售金融业务保持较快发展，批发金融业务经营较为稳定**

截至 2019 年末，公司通过股权/控制/一致行动关系合计间接持有招商银行股份有限公司（以下简称“招商银行”，股票代码：SH.600036、HK.03968）股份比例为 29.97%，是招商银行第一大股东，对招商银行的重大战略决策具有一定影响力。招商银行成立于 1987 年，2002 年 4 月在上海证券交易所上市、2006 年 9 月在香港联合交易所上市，是中国银行业中最具品牌影响力的银行之一。

截至 2019 年末，招商银行境内外分支机构逾 1,800 家，在中国境内的 130 余个城市设立了服务网点，拥有 6 家境外分行和 2 家境外代表处。2019 年招商银行盈利稳步增长，实现营业收入 2,697.03 亿元，同比增长 8.51%；实现归属于股东净利润 928.67 亿元，同比增长 15.28%。2019 年，招商银行贷款五级分类结构继续优化，截至 2019 末，招商银行关注类贷款额较上年末减少 67.39 亿元至 525.90 亿元，关注贷款率 1.17%，较上年末下降 0.34 个百分点；不良贷款额较上年末减少 13.30 亿元至 522.75 亿元，不良贷款率 1.16%，较上年末下降 0.20 个百分点。

招商银行始终将零售业务作为重点发展的领域，并形成体系化优势。2019 年，零售业务继续保持较快增长，零售客户数 1.44 亿户（含借记卡和信用卡客户），较上年末增长 14.82%，私人银行、财富管理、信用卡业务保持明显的领先优势，高端客群继续保持高速增长；招商银行同业金融特色进一步突出，交易银行核心客户、结算性存款快速增长，投资银行、资产管理、金融市场、票据业务及时把握市场机遇，业务规模处于行业领先。同时，2019 年招商银行还通过持续推进轻资产经营，坚定不移

开拓创新，非利息收入业务快速增长，2019 年招商银行实现非利息净收入 966.13 亿元，同比增长 9.57%。

2019 年，招商银行零售金融业务利润保持较快增长，实现税前利润 651.58 亿元，同比增长 13.86%；实现营业收入 1,425.64 亿元，同比增长 15.66%，占招商银行营业收入的 56.69%。其中，零售净利息收入 951.84 亿元，同比增长 18.19%，占零售营业收入的 66.77%；零售非利息净收入 473.80 亿元，同比增长 10.91%，占零售营业收入的 33.23%，占招商银行非利息净收入的 56.21%。2019 年，招商银行零售业务实现银行卡手续费收入 193.37 亿元，同比增长 17.09%；实现零售财富管理手续费及佣金收入 194.53 亿元，占零售净手续费及佣金收入的 41.96%。

近年来，招商银行全面推行了战略客户集中经营，并建立了机构客户、小企业客户、同业客户、离岸客户等分层分类、专业专注的对公客户服务体系，批发金融客户服务体系轮廓初显，客户经理管理体系也逐步完善；交易银行和投资银行两大产品体系特色鲜明，现金管理、并购金融、资产管理、资产托管、金融市场、票据等战略性业务逐步建立起领先的市场地位。2019 年，招商银行实现批发金融业务税前利润 450.46 亿元，同比增长 5.30%；批发金融业务营业收入 1,099.09 亿元，同比下降 0.95%，占招商银行营业收入的 43.70%，其中，批发金融业务净利息收入 742.26 亿元，同比下降 4.00%，占批发金融业务营业收入的 67.53%；批发金融业务非利息净收入 356.83 亿元，同比增长 6.07%，占批发金融业务营业收入的 32.47%，占招商银行非利息净收入的 42.33%。

**表 20：2017~2019 年招商银行经营情况（亿元）**

	2017	2018	2019
营业收入	2,208.97	2,485.55	2,697.03
净利润	706.38	808.19	934.23
总资产	62,976.38	67,457.29	74,172.40
贷款及垫款总额	34,146.12	39,330.34	44,906.50
总负债	58,142.46	62,021.24	67,995.33
客户存款总额	40,643.45	44,006.74	48,444.22

资本净额（高级法）	5,465.34	6,418.81	7,159.25
不良贷款率（%）	1.61	1.36	1.16

资料来源：招商银行财务报告

总体来看，2019年，招商银行面对市场形势变化，坚持不懈地推进“轻型银行”转型方向和“一体两翼”战略定位，零售金融业务继续保持较快增长，批发金融业务经营较为稳定。同时，中诚信国际将继续关注金融市场波动、同业竞争激烈以及监管趋严等因素对招商银行经营业绩、风险把控能力和市场地位提出的挑战。

### 公司证券和基金的创新能力和市场化意识较强，业务坚持多元化、创新化和国际化发展，近年来实现了稳定发展，并继续保持较高的行业地位

公司证券业务由招商证券（股票代码：HK.06099）负责运营，截至2019年末，公司持有招商证券44.09%的股份。截至2020年3月末，招商证券在全国设立了12家区域分公司和259家证券营业部。此外，招商证券全资控股4家境内子公司和1家境外子公司，分别为：招商期货、招商致远、招商投资、招商资管以及招证国际；主要参股了博时基金以及招商基金。

作为国内大型综合性券商之一，招商证券各项业务发展较为均衡，综合实力强，经营业绩良好。在中国证券业协会公布的2019年度证券公司经营业绩排名中，招商证券总资产、净资产、净资本、营业收入和净利润排名分别为第4名、第6名、第8名、第6名和第6名，各项指标均位于行业前列。此外，招商证券已连续十二年获得中国证监会A类AA级监管评级，为评价最高的券商之一。

招商证券是证监会批准的创新试点类券商，作为国内大型综合类券商，业务领域覆盖面广，主要业务包括财富管理和机构业务、投资银行业务、投资管理业务、投资及交易业务等。

财富管理与机构业务是招商证券收入的主要来源，主要包括经纪与财富管理、资本中介业务和

机构综合客户服务等。2019年，招商证券新成立财富管理及机构业务总部，有力地支撑招商证券打造机构与财富管理特色业务的战略目标，以应对市场佣金费率下滑与经纪业务转型带来的挑战。2019年，招商证券股票基金交易量10.84万亿，市场份额4.09%，同比增加0.14个百分点；代理买卖证券净收入市场份额为4.42%，排名行业第7<sup>2</sup>；代销金融产品规模为8,346.85亿元，同比增长10.68%。

表 21：2017~2019 年招商证券经纪业务开展情况（亿元）

	2017	2018	2019
营业部数量（家）	243	249	258
客户保证金余额	510.95	489.12	617.24
股票基金交易量（万亿元）	9.29	7.50	10.84
股票基金交易量市场份额(%)	4.01	3.95	4.09
销售各类理财产品	8,751.00	7,541.19	8,346.85
代销金融产品净收入	--	1.75	1.97

资料来源：招商证券，中诚信国际整理

期权经纪业务方面，2019年，招商证券积极开展股票期权业务，股票期权累计成交量市场份额排名第6；截至2019年末，招商证券股票期权累计客户数量市场份额达8.88%，排名保持行业第1。期货业务方面，招商期货加快经纪业务转型，强化对IB业务的服务和支持，加强机构业务协同和开发，大力发展大宗商品业务。截至2019年末，招商期货总资产81.40亿元，注册资本6.30亿元，全年实现营业收入25.01亿元，净利润1.49亿元。招商期货在期货行业分类监管评级中连续6年获得A类AA级评级。在境外市场，招证国际证券业务积极拓展产品和渠道，推出新版美股交易系统，开通算法交易，探讨股票互换业务，积极研究高频交易的可行性。

招商证券资本中介类业务包括融资融券、股票质押式回购交易。截至2019年末，招商证券融资融券余额规模为514.59亿元，同比增长33.03%，整体维持担保比例为308.66%，较上年增加41.08个百分点；股票质押式回购业务待购回余额为302.85亿元，整体履约保障比例为294.68%，较上

<sup>2</sup> 报告中涉及的2019年度行业排名，如无特别说明，均来自于招商证券2019年度报告。



年增加 74.53 个百分点，其中自有资金出资余额为 210.88 亿元，同比减少 7.66%，履约保障比例为 344.22%，较上年增加 88.82 个百分点，两融及股质业务安全边际提升，风险相对可控。

**表 22：近年来招商证券资本中介业务情况（亿元、%）**

	2017	2018	2019
融资融券余额	546.99	386.81	514.59
维持担保比例	290.60	267.58	308.66
股票质押式回购待回购金额	591.28	388.07	302.85
履约保障比例	230.89	220.15	294.68

资料来源：招商证券，中诚信国际整理

投资银行业务作为证券公司传统业务之一，是招商证券重要的收入来源，具体业务包括股票承销及保荐、债券承销、财务顾问和场外投资银行等业务。2019 年，招商证券成立了投资银行业务协同委员会，整合资源推动投行业务协同发展，同时，大力推进投行行业化转型和重点区域布局，企业客户服务能力进一步提升。

股票承销和保荐业务方面，2019 年，招商证券 A 股股票主承销金额和家数分别排名行业第 7 和第 8，家数同比提升 1 名；科创板 IPO 承销金额为 28.65 亿元（按主承销商家数平均计算），排名行业第 7，承销家数 3 家，排名行业第 8；再融资承销家数排名行业第 8。同时招商证券完成了一系列具有市场影响力的项目，并获得多项荣誉。

债券承销业务方面，2019 年招商证券主承销债券金额为 4,100.92 亿元，排名行业第 5，其中，资产支持证券承销金额为 2,336.82 亿元，市场份额 13.03%，排名行业第 2，信贷 ABS 承销总规模连续五年稳居市场首位。招商证券继续巩固与金融、地产等主要客群的合作关系，为大型商业银行和房地产企业提供金融债、公司债和资产证券化等债券承销业务服务。

招商证券投资业务主要包括证券资产管理业务和私募股权投资基金业务，分别通过全资子公司招商资管、招商致远资本开展；并通过联营公司博时基金和招商基金从事基金管理业务。截至 2019 年末，招商资管资产管理规模为 6,872.07 亿元，

同比下降 3.68%，规模排名行业第 4；主动管理规模（剔除 ABS 数据）为 2,162.05 亿元，同比增长 23.81%。

**表 23：2017~2019 年招商证券资产管理情况（亿元）**

	2017	2018	2019
管理资产总规模	7,791.66	7,134.65	6,872.07
其中：集合计划规模	471.46	1,317.75	1,325.86
单一计划规模	6,876.35	5,249.80	4,866.62
专项计划规模	443.85	567.10	679.59
其中：主动管理规模	1,271.95	2,313.32	2,162.05

注：2018 年主动管理资产规模包括 ABS 数据，2019 年按照监管要求剔除 ABS 数据。

资料来源：招商证券，中诚信国际整理

除了资产管理子公司外，目前招商证券资产管理平台还包括参股的博时基金和招商基金，招商证券对两家公司的持股比例分别为 49% 和 45%，2019 年因投资博时基金和招商基金分别实现收益 4.47 亿元和 3.61 亿元。博时基金方面，截至 2019 年末，博时基金资产管理规模达 10,668 亿元（不含子公司管理规模），其中公募基金资产管理规模达 6,217 亿元（剔除联接基金）。截至 2019 年末，博时基金非货币公募基金规模位居行业第 2。招商基金方面，截至 2019 年末，招商基金资产管理规模达 5,553 亿元（不含子公司管理规模），其中公募基金资产管理规模达 3,790 亿元（剔除联接基金）。截至 2019 年末，招商基金非货币公募基金规模位居行业第 10。

招商证券投资及交易业务由权益类投资、固定收益类投资以及其他金融产品投资及交易等组成。2019 年初，招商证券成立了金融市场总部，确立了以大类资产配置为统领的自营投资策略。截至 2019 年末，招商证券证券投资资产为 1,928.33 亿元，较上年增加 28.27%，全年招商证券实现投资与交易业务收入 40.29 亿元，同比增长 352.47%。

### 公司在金融领域逐步实现“4+N”布局，致力打造全功能、全牌照综合金融服务平台

直接投资方面，2012 年，招商局集团成立招商资本，专门从事另类投资与资产管理，是公司投资业务的管理与发展平台。截至 2019 年末，其管理总资产超过 2,700 亿元。范围涉及基础设施（道路、



港口等)、医疗医药、金融服务、房地产、高科技、农业食品、文化传媒、装备制造、能源、智慧城市等领域。根据规划,招商资本将继续扩大股权投资规模,未来新设基金或将投资于招商局集团的房地产及园区开发、海洋工程等项目,以辅助促进招商局集团业务整体发展。中诚信国际将密切关注招商资本募集资金能力、募投项目质量和团队项目管理能力。

2015年12月,互联网VC基金招商创投和互联网孵化器深圳招商启航互联网投资管理有限公司正式揭牌,公司产网创新投资布局全面提速。

保险业务方面,2017年6月30日,招商仁和人寿获批开业,中国第一家民族保险公司“仁和保险”成功复牌,中国民族保险业的历史由此提前了半个多世纪。截至2020年3月末,招商仁和人寿注册资本为65.99亿元人民币,充分发挥股东优势和后发优势,遵循“保险姓保”原则,坚持走市场化、专业化、差异化的创新驱动型发展道路,致力于成为具有创新特色的一流综合保险服务商。2019年,招商仁和人寿业务稳步发展,全面达成各项经营指标;实现了广东珠三角地区机构布局全覆盖,将以服务大众客户为基础,以服务高净值客户为特色,打造覆盖客户全生命周期的金融保险服务平台。2019年招商仁和人寿实现保费收入104.31亿元。

多种金融业务方面,2016年11月8日,招商租赁揭牌,公司产融结合战略深入推进。招商租赁依托招商局集团“自贸区+跨境+一带一路”的地域优势,充分发挥与招商局集团产业板块间的协同效应,逐步实现以香港为基地开展国际化经营,力争打造成为“规模领先、效率领先、特色突出、风控突出”的国内一流的融资租赁公司。招商租赁成立即实现了当年开业,当年盈利。截至2019年末,招商租赁资产规模371.99亿元,2019年实现营业收入19.75亿元,利润2.02亿元。2017年8月16日,深圳市招商平安资产管理有限责任公司揭牌,是深圳市首家地方不良资产管理公司,坚持以大风险化解为目标,用投资银行理念、基金化运作方式

投资管理另类资产,致力于打造国内最具特色的一流资产管理公司。

金融科技方面,2017年11月,招商金融科技注册成立。招商金融科技定位于服务招商金融及成员企业、科技创新赋能、探索业务模式创新,力争成为拥有一流技术和人才,在行业保持领先地位的优秀金融科技公司。

总体来看,招商局集团金融领域逐步实现“4+N”布局,致力打造全功能、全牌照综合金融服务平台的战略构想,大大拓展了“融融”协同、“产融”协同的空间。

### **得益于多年深耕华东及深圳区域积累的丰富开发经验以及全国化布局建立的品牌竞争优势,2019年招商蛇口销售业绩保持快速增长;深圳前海土地整备工作落地,未来该区域资产价值有望快速释放**

招商局集团通过招商蛇口提供城市和园区综合开发运营服务。

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

### **社区开发与运营业务**

招商蛇口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,系招商蛇口收入贡献最大的业务板块。城市布局方面,招商蛇口项目主要分布在沿海经济发达城市 and 中西部高铁沿线城市集群,深耕发展准一线及二线城市,机会参与三、四线城市,并积极尝试海外业务。

项目开发方面，招商蛇口保持较快的开发节奏，2019年新开工面积稳步增长，竣工面积同比大幅增加，不断扩充的在建项目为招商蛇口的持续经营提供有力支撑的同时，亦对其后续资金投入提出更高要求。

**表 24：2017~2020 年 3 月招商蛇口房地产业务开工情况（万平方米）**

指标	2017	2018	2019	2020.3
新开工面积	901	1,082	1,306	164
竣工面积	453	499	904	45
期末在建面积	1,572	2,273	2,935	3,054

资料来源：招商蛇口提供，中诚信国际整理

房地产销售方面，近年来招商蛇口房地产开发规模持续扩大，销售业绩实现快速增长。2019年，招商蛇口签约销售面积保持增长，当期实现全口径签约销售金额 2,204.74 亿元，同比增长 29.25%；销售价格方面，由于销售区域分布及产品结构有所差异，近年来招商蛇口销售均价有所波动，整体处于较高水平。2020 年以来，受疫情影响，一季度招商蛇口分别实现全口径签约销售金额 361.13 亿元和 148.55 万平方米，分别同比减少 4.70% 和减少 21.37%，中诚信国际将持续关注疫情对招商蛇口销售情况的影响。

结算方面，得益于招商蛇口较好的开发节奏及销售增长态势，近年来招商蛇口房地产业务结算情况较好，招商蛇口结算金额不断增长，同时受结算区域和产品结构调整影响，2019 招商蛇口结算均价有所下滑。

**表 25：2017~2020 年 3 月招商蛇口房地产业务销售及结算情况（万平方米、亿元、元/平方米）**

指标	2017	2018	2019	2020.3
签约销售面积	570.01	827.35	1,169.44	148.55
签约销售金额	1,127.79	1,705.84	2,204.74	361.13
签约销售均价	19,785	20,618	18,853	24,310
结算面积	435.71	419.47	513.84	-
结算金额	688.87	808.15	894.36	-
结算均价	15,810	19,266	17,405	-

<sup>3</sup> 项目储备总建筑面积=规划计容建筑面积-竣工面积

<sup>4</sup> 深圳市招商前海实业发展有限公司(以下简称“前海实业”)之全资子公司。2016 年 9 月，招商蛇口子公司前海实业与前海管理局子公司深圳市前海开发投资控股有限公司(以下简称“前海投控”)共同投资设立合资公司深圳市前海蛇口自贸投资发展有限公司(以下简称

注：2020 年一季度结算情况公司未提供相关数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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，近年招商蛇口在立足于原有目标城市的同时，进一步优化一、二线城市城区优质土地资源储备。同时，面对竞争激烈的核心区域，招商蛇口也积极采取合作拿地、联合开发和收并购的模式进行项目拓展。

**表 26：2017~2020 年 3 月招商蛇口土地储备情况（个、万平方米、元/平方米、亿元）**

指标	2017	2018	2019	2020.3
当年新拓展项目	55	80	79	19
当年新增土地储备建筑面积	797	1,357	1,423	326
当年新增土地平均成本	11,072	7,030	6,861	6,496
当年地价支出金额	882	954	976	212

注：上述数据均为全口径数据，地价支出金额含收并购项目支出金额。

资料来源：招商蛇口提供，中诚信国际整理

近年来招商蛇口加大土地获取力度，新增土地储备建筑面积和土地支出金额均持续增长，但城市能级有所下沉，土地平均成本有所降低。其中，2019 年全年招商蛇口新增项目 79 个，扩充项目资源 1,423 万平方米，权益面积 779 万平方米。招商蛇口新获取项目三四线城市居多，按规划计容建筑面积计算，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%。具体来看，2019 年新增土地储备建筑面积排名前五的城市主要位于昆明、南通、西安、苏州和温州，占比分别为 19.71%、9.90%、6.17%、5.00% 和 3.65%。

截至 2019 年末，招商蛇口在 60 余个城市及地区拥有 346 个处于不同开发阶段的项目，项目储备总建筑面积<sup>3</sup>为 4,650.81 万平方米，同比增长 10.27%。

2018 年 12 月 24 日，深圳市规划和国土资源委员会(以下简称“规土委”)、前海管理局、招商局集团、深圳市招商前海驰迪实业有限公司<sup>4</sup>(以下简

“前海自贸”)，由前海实业与前海投控分别认缴出资人民币 50,000 万元，各占合资公司注册资本的 50%。根据前海自贸公司章程及相关协议的约定，前海实业能够控制前海自贸，据此招商蛇口将前海自贸纳入合并财务报表范围。

称“招商驰迪”）与包括招商蛇口、深圳市前海平方园区开发有限公司等在内的 19 家享有前海土地整备范围内原规划土地使用权的主体（以下简称“原 19 家持地公司”）于广东省深圳市共同签署了《土地整备协议》。

按照《土地整备协议》的约定，前海管理局收回前海土地整备范围内原 19 家持地公司原规划下的全部土地使用权，在变更原规划下的土地使用权性质后，前海管理局出让了部分新规划下的土地使用权予招商驰迪及其子公司，原 19 家持地公司向政府交还土地获得拆迁补偿款约人民币 432.10 亿元。招商驰迪及其子公司作为持地主体受让了新规划下的部分土地。前海管理局将上述土地整备中获取的土地使用权指定深圳市前海鸿昱实业投资有限公司（以下简称“前海鸿昱”）作为持地主体。

2019 年 12 月，前海实业、前海投控与前海自贸签署了《增资协议》，按照《增资协议》的相关约定，由前海自贸主导以增资扩股的方式向前海实业、前海投控分别收购其持有的招商驰迪 100% 股权及前海鸿昱 100% 股权；同时，前海实业以部分现金向前海自贸增资。招商驰迪及前海鸿昱 100% 股权于增资基准日 2019 年 9 月 30 日的作价金额分别为人民币 644.08 亿元和人民币 729.08 亿元，前海实业现金增资的金额为人民币 85 亿元。上述交易于 2019 年 12 月 30 日完成，交易完成后前海实业和前海投控仍各自持有前海自贸 50% 的股权，前海实业仍能控制前海自贸。随着前海土地整备工作的完成，未来该区域资产价值有望快速释放，中诚信国际将继续关注招商蛇口在该区域后续的开发投入情况及物业销售和资产经营状况。

2019 年 12 月招商蛇口下属子公司与前海管理局下属子公司将相关资产并入两者合资公司共同开发。至此，招商蛇口前海土地整备事项已完成<sup>5</sup>，

<sup>5</sup> 为满足前期启动项目一期及前海深港文创小镇一期的实际开发建设需要，公司前期已置换获得土地面积为 7.20 万平方米的商业用地。

<sup>6</sup> 后续将基于前海管理局对于妈湾片区开发建设“六年分宗，十年建成”的总体要求，按照前快后稳、品质引领的原则，综合考虑市场需求、资金平衡、交通条件、产业发展等因素，推进前海土地的开

招商蛇口在前海区域的土地权益已明确。截至 2019 年末，招商蛇口在前海土地整备范围内共拥有计容建面 455.84 万平方米的项目储备（不含人才用房），截至 2019 年末有 428.84 万平方米的项目储备未开工<sup>6</sup>。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，招商蛇口在前海片区拥有优质且充足的土地储备，可为招商蛇口未来的经营业绩形成较好保障。

### 园区开发与运营业务

招商蛇口园区开发与运营业务主要包括特色产业园、大型城市综合体、商业、办公、酒店及配套等业态涉及的开发销售及运营管理业务，此外还涵盖了公司物业管理业务。从业务模式来看，招商蛇口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，招商蛇口每个园区的开发模式及所处阶段不尽相同。根据产业发展的不同阶段及规模，招商蛇口从产业创新孵化空间，特色产业园区以及产业新城/小镇三个维度布局园区业务。截至 2019 年末，招商蛇口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。

此外，2018 年招商蛇口与公司及招商局集团（香港）有限公司签订股权转让协议，以 85.53 亿元现金收购招商局漳州开发区有限公司（以下简称“招商漳州”）<sup>7</sup>78% 股权，截至 2019 年末招商漳州及其控股子公司拥有产权的（包括土地使用权及海域使用权）规划平整土地面积 2,200.04 万平方米，累计平整土地面积 2,053.34 万平方米。

发建设。

<sup>7</sup> 招商漳州成立于 1992 年，自成立起即负责漳州开发区的开发建设。招商漳州目前主要负责开发漳州双鱼岛项目，双鱼岛位于厦门湾南岸，作为中国第一例获批的经营性人工岛，漳州双鱼岛项目计划开发建成集体休闲、娱乐、居住、养生于一体的全国旅游目的地。

物业管理方面，2019年，招商蛇口以支付现金方式协议受让中航国际控股股份有限公司（以下简称“中航国际控股”）持有的中航善达股份有限公司（以下简称“中航善达”，后更名为“招商积余”）22.35%股份，及以持有的招商局物业管理有限公司（以下简称“招商物业”）100%股权认购中航善达非公开发行股份（以下简称“股权认购股份”），截至2019年末，招商蛇口合计持有招商积余51.16%的股权，成为其控股股东<sup>8</sup>。截至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。2019年招商积余实现营业收入60.78亿元，同比减少8.68%。

### 邮轮产业建设与运营业务

招商蛇口邮轮产业建设与运营业务包括深圳蛇口邮轮母港、厦门邮轮母港的邮轮运营、客运及港口出租等业务，主要由子公司深圳迅隆船务有限公司（以下简称“迅隆船务”）和深圳招商蛇口国际邮轮母港有限公司（以下简称“蛇口邮轮母港”）运营。招商蛇口已初步完成在深圳、厦门、上海、湛江的邮轮母港布局，并以深圳蛇口邮轮母港商业模式为模板，在全国邮轮港口进行布局及商业模式复制，目前正积极拓展十余个沿海城市与长江沿岸母港项目，争取建立中国本土邮轮品牌。

迅隆船务成立于1993年11月6日，主要经营业务为邮轮中心物业出租、邮轮码头运营、高速客轮、蛇口客运码头运营等。目前迅隆船务主要经营深圳蛇口至香港港岛、深圳蛇口至香港国际机场、深圳蛇口至澳门外港/氹仔、深圳机场至澳门外港/氹仔等水上客运航线，是深圳西部前往香港、香港机场、澳门最重要的旅客通道之一。招商蛇口自有在营高速客轮10艘。

蛇口邮轮母港成立于1993年4月13日，主要经营客运码头及服务业务，为船公司船舶提供靠泊

服务，并负责旅客客票销售、候船、入闸、出入境协助、登船服务，提供旅客行李服务，目前与迅隆船务已经合署办公。码头主要发送目的地包括香港机场、澳门、香港中环及珠海等地，2019年蛇口邮轮母港全年靠泊邮轮96艘次，同比增长8%，邮轮客流37.31万人次，同比增长2.33%。2019年码头吞吐量合计345.16万人次，其中渡轮码头吞吐量308.85万人次，邮轮码头吞吐量37.31万人次。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。总的来看，招商蛇口邮轮产业建设与运营收入较为稳定，对营业收入贡献较小，同时受近期疫情影响，该业务经营短期内面临一定压力。

**表 27：2017~2019 年招商蛇口邮轮产业建设与运营业务收入（万元）**

业务分类	2017	2018	2019
迅隆船务	24,477.17	27,131.57	29,577.39
蛇口邮轮母港	16,082.83	25,250.97	34,193.50
香港邮轮	11,122.61	4,569.37	386.20
合计	51,682.61	56,951.91	64,157.09

资料来源：招商蛇口提供，中诚信国际整理

### 公司在多个业务领域亦拥有雄厚实力

招商局集团在工业、贸易、科技产业投资等领域也都有着雄厚的实力。招商局集团拥有香港最大规模的修船厂；在深圳孖洲岛拥有世界一流的大型修船基地；以江苏海门为建造基地的邮轮制造产业也进入了实质性发展阶段。招商局集团创办并为其第一大股东的中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司是世界最大的集装箱及机场设备制造商。招商海通在中国交通海事贸易领域有着成熟的市场网络和丰富的经验，并以此为基础积极转型升级现已发展成为集交通、食品、大宗贸易为一体的综合性贸易公司，正在着力探索大健康等新业务。招商海通是我国最大的海事产品供应商之一，其所属澳

<sup>8</sup> 2019年9月4日，中航善达22.35%股份已经过户至招商蛇口，后者成为中航善达第一大股东。2019年12月4日，中航善达完成公司名称的工商变更登记手续，更名为“招商局积余产业运营服务

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



洲招达公司是澳大利亚最大的亚洲食品贸易商。通过不断的业务拓展，招商海通现已发展成为集海事、食品、大宗贸易及健康事业为一体的综合性贸易集团。招商海通业务网络覆盖广泛，在中国 8 个城市及境外 6 个国家设有分支机构。

总体来看，公司业务实力雄厚且涉及多个领域；公司在内地、香港等地参控股公司众多，对公司治理和风控提出一定挑战。

## 战略规划及管理

### 公司将通过业务整合，进一步由投资控股型向管理经营型的企业角色转变

在业务发展方面，港口、航运、公路等交通运输及相关业务作为公司的传统核心业务，仍将大力发展，公司将持续业务整合和差异化竞争，并进一步强化金融业务，加强公司内金融业务的协同，推动金融业与实业的融合、互动。同时，在国家相关监管政策的要求下稳步发展房地产及园区经营业务，审慎经营，注重风险的动态监控，保持房地产及园区经营业务在公司整体业务框架下的稳定发展。

港口业务方面，公司将在中国沿海五大区域进一步完善港口网络群，投资于国外更多的集装箱港口并进入大型散杂货码头，持续提升国际竞争力，保持国内最大的跨地域码头投资经营企业地位。

航运业务方面，公司将以远洋油轮运输业务为核心，积极开拓液化天然气运输业务，加强与战略伙伴的合作，以重点发展与中国进口能源相关的运输业务，将公司所属船队发展成为更具国际竞争力、保持国内领先地位、收益相对稳定的大型能源运输船队。

公路业务方面，公司将按照国家对公路交通发展规划，有选择地对公路交通基础设施及相关项目进行投资、开发、建设和经营管理，不断提高管理水平，在规模和效益上成为行业领先者。

金融业务方面，公司将在加强风险管理和稳健

经营的基础上，继续优化业务和客户结构，加大产品创新力度，不断提高盈利能力，打造有特色品牌，构建具有良好竞争力的国内股份制商业银行、国内创新型券商以及股权投资基金。

园区开发与房地产业务方面，公司将坚持注重生态、强调可持续发展的“绿色地产”企业发展理念，审慎经营园区，成为有特色、有品牌、有良好效益的经营者。

总体来看，公司将通过业务整合，进一步由投资控股型向管理经营型的企业角色转变。目前集团处于快速发展期，未来投资规模将保持较高水平。

### 公司法人治理结构及管理体系较为完善，运作规范有序，整体管理效率较高

公司不设股东会，由国务院国资委代表出资人依法行使股东会部分职权。公司设董事会，由 7~13 名董事组成，董事会设董事长 1 名，可设副董事长 1~2 名，董事会对国务院国资委负责，每届任期不超过 3 年，连续聘任时间不超过 6 年。

公司设总经理，根据需要可设副总经理、总会计师及总经理助理级等其他高级管理人员协助总经理工作。总经理对董事会负责。

公司设立监事会，由国务院国资委派出，对公司财产保值增值状况以及经营状况实施监督评价。

公司总部职能部门由办公厅、人力资源部、财务部、战略发展部、资本运营部、监察部、风险管理部、综合交通部/海外事业部、金融事业部、区域发展部、综合物流事业部和健康产业事业部共 12 个部室组成。

公司总部作为控股和投资实体，主要负责确定集团的战略方向、长期发展目标和近期的经营、管理目标；制定集团的战略规划和年度经营计划，确定集团的管理体制和管理模式。招商局集团实行强总部的管理模式，集团总部对下属公司（一级公司）资源配置（投资决策和资产处置）、领导班子、财务管理（资金统调及系统监控）实行集中管理与监

控。而各战略业务单位作为利润中心主要负责与生产、经营活动相关的经营性决策。

风险管理方面，为防范投资风险，公司通过集团办公会对重大投资项目进行决策。公司采用内部审计和外部审计相结合的方式实现对企业经营风险的监督。此外，公司法律部为正式的职能部门，通过开展对企业合同签约、履行情况及依法经营情况的专项检查工作控制风险。

在资金管理方面，公司通过全面清理各子公司的资金账户，利用网上银行功能，完善了公司资金集中管理体系，有效加强了公司对资金的监控并提高了资金的使用效率。另外，公司规定下属公司除可以给下级子公司做担保以外，一律不允许对外提供担保，加强了对财务风险的控制。

总体来看，公司法人治理结构完善，权力机构、决策机构、监督机构及经营管理层之间权责明确，运作规范有序。公司管理体系逐步完善，内控制度基本涵盖了业务运营中的关键风险点，较好的保障了各项业务的顺利运行，整体管理效率较高。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所审计并出具无保留意见的 2017 年审计报告、经德勤华永会计事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2019 年财务报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，各期财务报表均按照新会计准则编制。各期财务数据均为当期财务报表期末数或当期数。

## 盈利能力

**近年来公司收入规模随各项业务的良好开展及合并范围的增加而持续提升；营业毛利率及经营性业务利润有一定波动，投资收益对利润贡献较大，公司整体盈利能力较强**

近年来，公司营业总收入水平持续提升，营业毛利率水平有一定波动。具体来看，房地产及相关业务方面，近年来随着招商蛇口社区开发与运营板

块项目大规模结转，深圳、华北、华中、华南等地销售收入大幅增长，带动了房地产及相关业务收入规模保持增长。毛利率方面，受部分区域限价以及结转产品类型、结转体量变化的影响，2019 年公司社区开发与运营业务毛利率同比有所降低，带动房地产及相关业务板块毛利率水平小幅下滑。

得益于全球贸易回暖及公司整合拓展物流业务，近年来公司物流及相关业务板块收入稳中有升；受大宗贸易影响，近年来公司物流及相关业务毛利率水平毛利率水平持续波动。

航运及相关业务方面，2018 年由于国际油轮运输市场供需失衡，运费率持续下行，公司航运板块整体收入有所下滑；2019 年，得益于公司有效运力的持续增加和油轮 VLCC 市场的回暖，公司航运及相关业务收入大幅回升。航运板块毛利率水平易受运费率和船用燃油价格影响，近年来呈现一定波动。

港口及相关业务方面，随着公司收购项目的不断增加以及港口业务的良好发展，公司港口吞吐量持续增长，带动港口业务板块的收入水平持续提升。近年来公司港口板块毛利率水平存在小幅波动，但整体处于行业较高水平。

公路及相关业务方面，近年来在车流量持续增加、交通科技类业务和光伏发电业务增长的共同推动下，收入规模不断增加。公司公路及相关业务板块成本主要为路产摊销、养护成本、折旧及人工成本等，近年来公司该业务板块毛利率水平稳中有升。

金融类业务方面，公司金融类业务与宏观经济波动联系密切，手续费及佣金收入近年来受市场交易量及交易费、佣金费率变动影响而存在一定波动；得益于公司积极拓展债权投资业务推动债权投资利息收入增加，近年来公司利息收入保持增长；随着招商仁和人寿获批开业后业务开展，2019 年公司保费收入大幅上升。毛利率方面，受证券承销和经纪业务成本上升、卖出回购金融资产和应付收益凭证利息支出增长和提取保险合同准备金净额增加的影响，公司利息、保费、手续费及佣金的毛利率水平均有所下滑。

2020 年一季度，公司实现营业总收入 704.36 亿

元，营业毛利率 16.71%。

**表 28：近年来公司营业总收入及毛利率情况（亿元）**

营业收入	2017	2018	2019
房地产及相关	766.44	893.42	984.72
物流及相关	1,172.94	1,348.08	1,344.14
航运及相关	452.91	421.80	482.58
港口及相关	70.32	90.85	156.97
公路及相关	53.39	67.59	82.34
金融相关	13.01	20.47	51.75
利息	69.99	88.70	97.05
保费	4.89	28.86	105.98
手续费及佣金	97.57	78.10	88.31
<b>合计</b>	<b>2,701.47</b>	<b>3,037.84</b>	<b>3,393.84</b>
营业毛利率	2017	2018	2019
房地产及相关	37.85%	39.21%	34.59%
物流及相关	4.42%	7.77%	3.36%
航运及相关	16.70%	9.16%	20.36%
港口及相关	37.19%	42.88%	35.17%
公路及相关	43.73%	44.30%	50.11%
金融相关	95.28%	24.11%	11.10%
利息	25.43%	19.58%	17.60%
保费	29.68%	15.38%	9.43%
手续费及佣金	80.45%	78.89%	69.10%
<b>综合</b>	<b>21.37%</b>	<b>21.42%</b>	<b>19.87%</b>

资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

期间费用方面，近年来公司期间费用随着公司合并范围的扩大及市场行情影响而保持增长，公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2019 年管理费用和财务费用占比分别为 43.77% 和 29.54%。其中，公司财务费用主要为利息支出，且每年有较大规模的利息收入和一定规模的汇兑损益，随着公司债务规模的扩大，公司财务费用逐渐增长且维持高位。近年来，公司期间费用率小幅上升，但占比较低，公司期间费用控制在较好水平。

利润总额方面，公司利润总额主要来自于经营性业务利润和投资收益。2019 年，受营业毛利率下滑和期间费用增加影响，公司经营性业务利润有小幅下降。由于公司参股公司较多，投资收益为公司利润的重要来源，主要来自招商银行、上海国际港务（集团）股份有限公司等联营企业权益法下确认的长期股权投资收益，上述公司经营情况良好，近年来投资收益稳定增长。此外，受航运市场和海工市场持续低迷影响，公司近年来海工平台和船舶资

产出现减值损失，侵蚀公司利润。由于公司投资收益对利润贡献较大，EBITDA 利润率指标表现较高；由于总资产增速较快，总资产收益率近年持续小幅下滑。总体来看，公司盈利能力较强。

**表 29：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	245.35	305.62	361.16	92.84
期间费用率	9.08	10.06	10.64	13.18
经营性业务利润	260.19	263.74	239.85	20.76
资产减值损失	-86.64	-73.91	-63.25	-0.08
信用减值损失	--	-7.76	-39.85	-3.68
投资收益	379.68	432.07	528.50	124.15
利润总额	565.60	611.41	719.81	136.95
EBIT	639.30	718.12	859.19	--
EBITDA	729.16	819.23	1,005.28	--
EBITDA 利润率	26.99	26.97	29.62	--
总资产收益率	5.78	5.53	5.15	--

注：1、资产减值损失和信用减值损失以“-”列示；2、2020 年一季报无利息支出数据和现金流量补充表，故将相关指标略去。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

**近年来随合并范围和业务规模的扩大，公司资产和负债规模均持续增长；所有者权益保持增长，债务规模虽逐渐扩大，但整体财务结构较为稳健**

资产方面，近年来，受各业务板块稳步发展及合并范围扩大的驱动，公司资产规模也相应增长。从资产构成来看，公司流动资产占总资产比重略高，近年来公司流动资产占比均在 50% 以上。

具体来看，随着公司核心业务的发展，公司对营运资金需求量上升较快，融资规模有所扩大，加之公司金融相关业务的发展，促使公司保有较大规模货币资金，为公司提供了极强的流动性支持，截至 2019 年末，公司受限货币资金为 565.98 亿元，主要为经纪客户存款、保证金、保函押金及质押担保款、住房公积金户及监管账户资金等。2017 年末公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产主要为交易性金融资产，2018 年受会计准则调整影响，基于金融资产合同现金流特征及公司管理该资产的业务模式，公司对所持有的金融资产重新分类及披露，将原使用公允价值基础管理和评估业



绩的非上市股权投资账面价值 26.10 亿元和交易性股权证券及衍生金融工具账面价值 694.82 亿元从以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产重分类为交易性金融资产，将账面价值为人民币 62.64 亿元的权益投资、基金、债券、资产管理计划及信托产品等从可供出售金融资产重分类为交易性金融资产。2018 年以来公司交易性金融资产的增长主要为公司增加交易性债权投资所致。公司存货主要为已完工未结算工程施工款、房地产开发成本和房地产开发产品等，近年来不断增长主要系开发成本增加所致。公司长期股权投资主要为对合营企业和联营企业的股权投资，近年来随着公司投资增加以及权益法下确认的投资收益的增加而保持增长。公司投资性房地产主要用于出租的房屋建筑物及土地使用权，近年来随着招商蛇口投资物业规模的扩大而增长。近年来随着公司合并范围扩大及购入机械设备、船舶等固定资产以及港口及码头建设项目转入固定资产核算，公司固定资产不断增长。公司无形资产主要为土地使用权和收费公路特许经营权，随着公司合并多家收费公路公司增加收费公路特许经营权、合并港口增加的码头经营权等而持续增长。

负债方面，为支持自身业务发展，公司对资金需求较为旺盛，负债规模近年来不断增加，有息负债比重较高且多为流动负债，近年来公司流动负债占比基本保持在 60% 以上。除有息债务外，公司预收款项主要为招商蛇口预收的售楼款，近年来不断增加主要系销售规模增长所致；2019 年末，公司其他应付款增长主要系招商蛇口业务规模扩大，其应付合作方和联营合营公司的往来款增加及合并范围增加所致。此外，公司卖出回购金融资产款在 2019 年末实现大规模增长，主要为证券和银行间债券规模的增长所致。

所有者权益方面，得益于股东增资、合并范围增加以及利润的累积，公司所有者权益规模实现逐年增长。其中，得益于每年收到中央国有资本经营预算拨款，公司实收资本规模逐年增长。公司其他

权益工具主要为公司近年来发行的永续中期票据。近年来公司资本公积逐年下降，其中 2018 年末下降主要由于招商局港口控股有限公司（以下简称“招商局港口”）和招商港口发生重大资产重组，公司对招商局港口和招商港口所享有的权益被稀释；2019 年末，受公司将直接持有的招商蛇口部分股份无偿划转影响，资本公积大幅下降。2019 年末，随着合并范围的增加及非全资控股子公司利润的积累，公司少数股东权益大幅增长，且在所有者权益中占比较大。

债务方面，近年来公司债务规模逐年快速增长。公司债务结构以长期债务为主，与业务模式匹配程度较高，债务结构较为合理。公司资产负债率和总资本化比率近年来呈现小幅波动，整体财务杠杆水平尚可，财务政策较为稳健。

**表 30：近年来公司主要资产、负债及权益相关指标情况（亿元、%）**

	2017	2018	2019	2020.3
<b>总资产</b>	<b>11,976.47</b>	<b>13,979.98</b>	<b>19,358.95</b>	<b>20,036.77</b>
货币资金	1,506.99	1,572.50	1,976.84	2,133.63
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	723.62	--	--	--
交易性金融资产	--	1,072.14	1,560.46	1,524.51
存货	1,916.98	2,341.97	3,467.66	3,552.85
长期股权投资	2,439.64	2,821.96	3,286.84	3,433.67
投资性房地产	338.31	497.50	983.71	984.75
固定资产	1,065.58	1,109.31	1,932.80	1,918.15
无形资产	469.51	673.91	890.10	880.46
<b>总负债</b>	<b>6,787.83</b>	<b>8,284.35</b>	<b>11,242.14</b>	<b>11,788.18</b>
短期借款	428.69	345.23	684.67	878.28
预收款项	618.30	646.83	896.87	63.08
卖出回购金融资产款	333.83	618.97	1,005.57	921.30
其他应付款	599.10	756.30	957.68	937.18
一年内到期的非流动负债	501.15	760.34	1,007.29	997.37
应付短期融资款	571.46	690.50	360.33	441.05
长期借款	1,222.99	1,331.56	1,757.29	1,827.51
应付债券	824.13	1,039.84	1,639.68	1,668.02
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,188.64</b>	<b>5,695.62</b>	<b>8,116.81</b>	<b>8,248.59</b>
实收资本	167.00	169.00	172.00	172.00
其他权益工具	300.00	474.49	711.15	711.15
资本公积	592.43	537.24	485.44	483.44
未分配利润	1,580.87	1,735.77	1,904.07	1,988.47
少数股东权益	2,341.81	2,534.37	4,584.58	4,632.56



<b>总债务</b>	<b>3,308.26</b>	<b>3,961.06</b>	<b>5,366.98</b>	<b>5,768.78</b>
短期债务/总债务	38.12	40.13	35.81	38.53
资产负债率	56.68	59.26	58.07	58.83
总资本化比率	38.93	41.02	39.80	41.15

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 现金流及偿债能力

### 公司经营收现情况较好，投资及筹资活动现金流呈现一定波动；债务规模持续增长，但偿债压力相对可控

经营活动方面，公司收现情况较好，经营活动获现能力较强。近年来公司经营活动净现金流受房地产、物流业务收入和项目支出以及招商证券融出资金减少、回购业务资金现金流影响呈现波动状态。投资活动现金流近年来均呈现净流出状态，其规模主要受下属对联营、合营企业的投资以及招商证券投资支出影响而呈现波动。筹资活动方面，近年来公司融资力度较大使得筹资活动现金流均为净流入，其规模随着公司偿还债务情况而有所波动。

截至 2020 年 3 月末，公司短期债务规模为 2,222.58 亿元，考虑到公司货币资金较为充足且拥有较大的授信余额，公司短期内偿债压力可控。偿债指标方面，由于近年来公司融资力度较大，债务规模增长较快，经营活动净现金流、FFO 和 EBITDA 对总债务的保障能力较弱，但均能够有效覆盖利息支出。

**表 31：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2017	2018	2019	2020.3
收现比	1.05	1.09	1.13	1.17
经营活动净现金流	-356.94	643.18	239.53	-37.17
投资活动净现金流	-524.42	-786.48	-155.44	-248.74
筹资活动净现金流	873.84	234.91	358.97	249.85
经营活动净现金流/总债务	-0.11	0.16	0.04	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-3.43	4.14	1.30	--
总债务/EBITDA	4.54	4.84	5.34	--
EBITDA 利息覆盖系数	7.01	5.27	5.47	--
FFO	347.29	363.56	320.03	--
FFO/总债务	0.10	0.09	0.06	--
FFO 利息覆盖倍数	3.34	2.34	1.74	--
货币资金/短期债务	1.19	0.99	1.03	0.96

注：2020 年一季报无利息支出数据和现金流量补充表，故将相关指标略

去。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司银行授信充足，融资渠道较为通畅；公司对外担保、对外诉讼形成的或有负债和受限资产比例均较低

截至 2019 年末，公司共获得各银行综合授信额度 6,234.20 亿元，其中未使用额度 3,244.95 亿元，公司备用流动性充足。同时，公司直接或间接控制多家上市公司，拥有境内外多元化的融资渠道，具有很强的外部融资能力。

截至 2019 年末，公司受限资产账面价值合计 2,958.75 亿元，占当期末总资产的 15.28%，主要包括受限交易性金融资产、其他债务投资、存货、固定资产等。

截至 2019 年末，公司对外担保形成的或有负债合计 411.02 亿元，占当期末所有者权益的 5.06%，主要为招商蛇口向银行提供的按揭贷款担保，代偿风险很小。

涉诉方面，截至 2019 年末，子公司中外运长航因物流监管业务作为被告涉诉金额为 11.39 亿元，按可能损失金额计提预计负债 21.15 亿元；因港口业务板块中新收购的 TCP 与前雇员之间的未决诉讼作为被告，涉诉金额为 2.74 亿元，因公司预计诉讼不太可能导致经济利益流出企业，未对诉讼确认预计负债。

资本承诺方面，截至 2019 年末，公司已签约但未于财务报表中确认的资本性支出合计为 664.02 亿元，其中房地产开发项目的承诺支出为 384.17 亿元。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》和《企业历史违约记录情况表》，截至 2020 年 4 月 15 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

### 公司作为骨干央企，在信用背书、融资渠道等诸多方面均获得政府的大力支持

招商局集团是国务院国资委直接管理的国家驻港大型企业集团，是一家业务多元化的综合企业，目前，公司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。同时，招商局集团是国家“一带一路”倡议的重要参与者与推动者。截至 2019 年末，公司利润总额、净利润和总资产在央企中均排名第一，公司成为 8 家连续 15 年荣获国务院国资委经营业绩考核 A 级的央企之一。2019 年发布的《财富》世界 500 强榜单中，公司和旗下招商银行再次入围，公司成为拥有两个世界 500 强公司的企业，公司具有极强的竞争力和抗风险能力。

作为骨干央企，公司能够在信用背书、融资渠道等诸多方面获得政府的大力支持。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定招商局集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“招商局集团有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行可续期公司债券（第一期）”的信用等级为 **AAA**。

## 中诚信国际关于招商局集团有限公司 2020 年面向合格投资者 公开发行永续期公司债券（第一期）的跟踪评级安排

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

本评级机构将根据监管要求或约定关注发行人永续期公司债券的特殊发行事项，包括但不限于发行人是否行使续期选择权，发行人是否触发强制付息事件，并及时在跟踪信用评级报告中披露。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

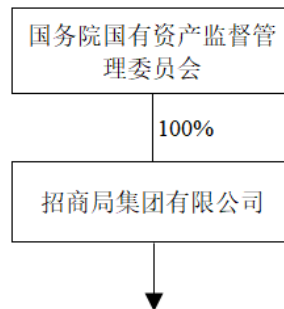
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 07 月 29 日

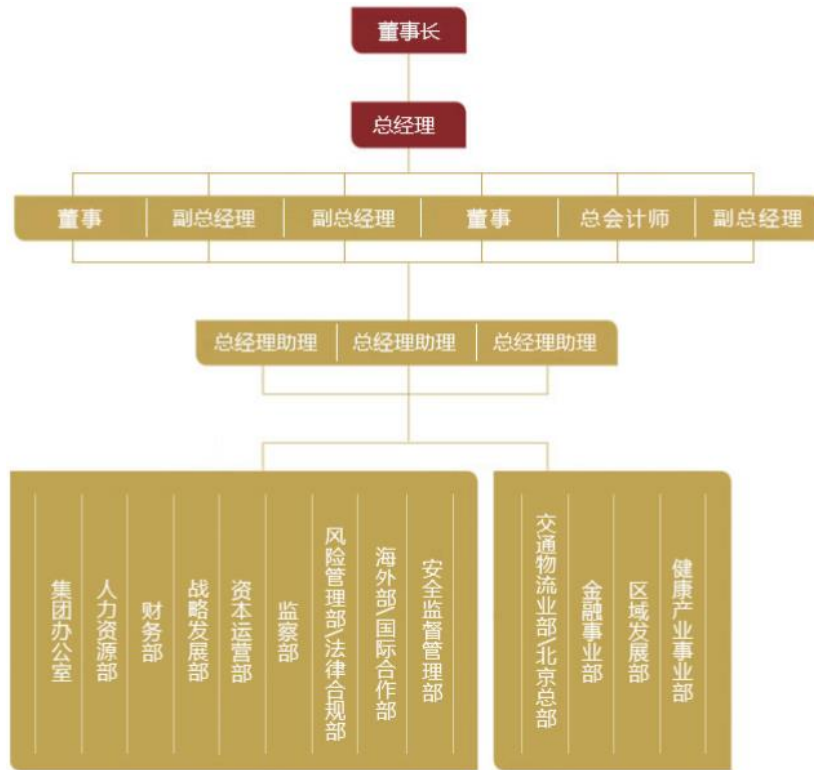
## 附一：招商局集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



序号	主要子公司名称	级次	表决权比例 (%)
1	招商局轮船有限公司	二级	100.00
2	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	二级	65.12
3	招商局公路网络科技控股股份有限公司	二级	68.72
4	中国外运长航集团有限公司	二级	100.00
5	中国外运股份有限公司	二级	56.34
6	招商局集团财务有限公司	二级	100.00
7	招商局集团（香港）有限公司	三级及以下	100.00
8	招商局漳州开发区有限公司	三级及以下	78.00
9	招商局积余产业运营服务股份有限公司	三级及以下	51.16
10	招商局能源运输股份有限公司	三级及以下	54.39
11	招商局工业集团有限公司	三级及以下	100.00
12	招商局海通贸易有限公司	三级及以下	100.00
13	招商局国际财务有限公司	三级及以下	100.00
14	招商局金融集团有限公司	三级及以下	100.00
15	招商证券股份有限公司	三级及以下	44.35
16	招商局仁和人寿保险股份有限公司	三级及以上	20.00
17	深圳市招商平安资产管理有限责任公司	三级及以下	51.00
18	招商局通商融资租赁有限公司	三级及以下	100.00
19	招商局金融科技有限公司	三级及以下	100.00
20	招商局资本投资有限公司	三级及以下	100.00
21	招商局港口集团股份有限公司	三级及以下	81.92
22	招商局港口控股有限公司	三级及以下	41.40
23	Colombo International Container Terminals Limited	三级及以下	85.00
24	辽宁港口集团有限公司	三级及以下	51.00
25	湛江港（集团）股份有限公司	三级及以下	58.35
26	瑞嘉投资实业有限公司	三级及以下	100.00
27	中外运航运有限公司	三级及以下	100.00
28	中国交通进出口有限公司	三级及以下	100.00
29	招商局南京油运股份有限公司	三级及以下	27.03

注：1、表中仅列示主要子公司；2、公司能够对招商证券股份有限公司、招商局仁和人寿保险股份有限公司及招商局南京油运股份有限公司的财务和经营决策实施控制，故将其纳入合并范围。





资料来源：公司审计报告及网站，中诚信国际整理

## 附二：招商局集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	15,069,857.26	15,724,993.07	19,768,396.33	21,336,315.07
应收账款	2,027,324.71	2,034,255.58	2,339,129.34	2,667,617.24
其他应收款	7,056,349.77	7,440,774.30	8,888,867.13	10,436,417.88
存货	19,169,789.11	23,419,692.77	34,676,604.81	35,528,501.94
长期投资	29,909,641.18	36,306,558.79	43,230,964.28	43,483,115.38
在建工程	1,239,049.23	1,257,067.45	4,675,378.52	4,753,655.10
无形资产	4,695,069.35	6,739,096.83	8,900,960.89	8,804,623.09
总资产	119,764,650.91	139,799,765.98	193,589,455.21	200,367,727.91
其他应付款	5,990,979.08	7,563,006.93	9,576,844.49	9,371,818.06
短期债务	12,611,410.24	15,896,590.19	19,220,609.38	22,225,755.37
长期债务	20,471,147.76	23,714,007.05	34,449,236.57	35,462,072.88
总债务	33,082,558.00	39,610,597.25	53,669,845.95	57,687,828.25
总负债	67,878,275.17	82,843,529.61	112,421,352.01	117,881,846.75
费用化利息支出	737,028.02	1,067,105.17	1,393,852.18	--
资本化利息支出	303,222.68	486,583.74	444,140.58	--
实收资本	1,670,000.00	1,690,000.00	1,720,000.00	1,720,000.00
少数股东权益	23,418,060.42	25,343,696.78	45,845,821.37	46,325,601.84
所有者权益合计	51,886,375.74	56,956,236.36	81,168,103.20	82,485,881.16
营业总收入	27,014,675.27	30,378,443.43	33,938,446.72	7,043,630.80
经营性业务利润	2,601,863.22	2,637,444.13	2,398,538.06	207,555.99
投资收益	3,796,829.80	4,320,725.83	5,285,031.13	1,241,493.26
净利润	4,698,654.06	4,868,152.43	5,909,664.37	1,220,173.44
EBIT	6,393,000.45	7,181,198.40	8,591,909.27	--
EBITDA	7,291,570.94	8,192,266.73	10,052,790.52	--
销售商品、提供劳务收到的现金	26,463,884.54	31,037,689.30	35,158,574.66	7,140,594.58
收到其他与经营活动有关的现金	1,783,718.35	2,297,398.01	2,713,847.92	850,587.77
购买商品、接受劳务支付的现金	22,920,025.78	25,025,795.63	27,184,002.42	5,962,630.90
支付其他与经营活动有关的现金	2,654,339.38	2,387,809.72	2,892,368.25	1,854,240.92
吸收投资收到的现金	4,667,590.78	2,382,557.27	6,073,563.08	205,262.62
资本支出	1,338,551.26	1,776,821.44	1,705,445.78	254,735.72
经营活动产生现金净流量	-3,569,434.59	6,431,838.57	2,395,287.77	-371,671.77
投资活动产生现金净流量	-5,244,227.81	-7,864,769.64	-1,554,432.10	-2,487,363.49
筹资活动产生现金净流量	8,738,357.63	2,349,072.44	3,589,730.03	2,498,491.26

财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	21.37	21.42	19.87	16.71
期间费用率(%)	9.08	10.06	10.64	13.18
应收类款项/总资产(%)	9.13	8.19	6.88	8.04
收现比(X)	1.05	1.09	1.13	1.17
总资产收益率(%)	5.78	5.53	5.15	--
资产负债率(%)	56.68	59.26	58.07	58.83
总资本化比率(%)	38.93	41.02	39.80	41.15
短期债务/总债务(X)	0.38	0.40	0.36	0.39
FFO/总债务(X)	0.10	0.09	0.06	--
FFO利息倍数(X)	3.34	2.34	1.74	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-3.43	4.14	1.30	--
总债务/EBITDA(X)	4.54	4.84	5.34	--
EBITDA/短期债务(X)	0.58	0.52	0.52	--
货币资金/短期债务(X)	1.19	0.99	1.03	0.96
EBITDA利息覆盖倍数(X)	7.01	5.27	5.47	--

注：1、公司各期报表按照新会计准则编制，各期财务报表均使用期末数据；2、2020年一季度财务报表未经审计，且无现金流量补充表和利息支出数据，故将相关指标略去。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+一年内到期的非流动负债+应付短期融资款（不包括收益凭证）
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
	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
	应收类款项/总资产	=（应收账款+其他应收款+长期应收款）/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=（营业总收入-营业成本合计）/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO（营运现金流）	=经营活动净现金流-营运资本的减少（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/（费用化利息支出+资本化利息支出）
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/（费用化利息支出+资本化利息支出）
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/（费用化利息支出+资本化利息支出）

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

## 附四：信用等级符号及定义

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

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

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

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

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

注：每一个信用等级均不进行微调。