

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)(品种一)跟踪评级报告(2021)

项目负责人：张晨奕 cyzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：刘逸伦 yliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 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）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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 2109 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存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20CMG1YA”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十九日

评级观点：中诚信国际维持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；维持“20CMG1YA”的债项信用等级**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极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、资产减值损失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)	2018	2019	2020	2021.3
总资产(亿元)	13,979.98	19,358.95	22,233.35	23,259.11
所有者权益合计(亿元)	5,695.62	8,116.81	9,025.97	9,172.85
总债务(亿元)	3,972.28	5,395.19	5,857.87	6,612.34
营业总收入(亿元)	3,037.84	3,393.84	4,159.38	863.52
净利润(亿元)	486.82	590.97	663.98	157.67
EBITDA(亿元)	819.23	1,005.28	1,124.39	--
经营活动净现金流(亿元)	643.18	239.53	272.63	-397.09
资产负债率(%)	59.26	58.07	59.40	60.56
招商局集团 (母公司口径)	2018	2019	2020	2021.3
总资产(亿元)	1,516.84	1,587.51	1,637.42	1,604.82
所有者权益合计(亿元)	964.29	1,048.34	1,117.58	1,107.82
总债务(亿元)	419.27	450.09	427.73	428.03
营业总收入(亿元)	-	-	-	-
净利润(亿元)	85.16	28.50	60.87	-1.97
EBITDA(亿元)	105.50	48.18	79.02	--
经营活动净现金流(亿元)	-309.01	161.13	54.57	24.46
资产负债率(%)	36.43	33.96	31.75	30.97

注：中诚信国际根据 2018-2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

- **雄厚的资产实力。**作为国家驻港大型企业，公司业务主要集中于特色金融、城市与园区综合开发运营三大核心产业，资产实力雄厚，截至 2021 年 3 月末，公司资产总额 23,259.11 亿元，整体抗风险能力极强。
- **业务竞争力稳步提升。**公司逐步推进多个板块资产整合且通过

收购等方式不断提升业务规模，综合竞争力稳步提高。

- **极强的外部融资能力。**截至 2020 年末，公司共获得各银行综合授信额度超过 6,400 亿元，其中未使用额度超过 3,100 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，具有极强的外部融资能力。

关注

- **公司相关产业发展易受外部经济波动影响。**公司综合交通、特色金融、城市与园区综合开发运营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。
- **资产减值损失对利润形成一定侵蚀。**2020 年受宏观环境及新冠肺炎疫情等影响，公司对账面存货、其他应收款等计提一定规模的资产减值损失（含信用减值损失），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，对公司治理和风险控制提出一定挑战。同时，近年来公司综合交通、特色金融、城市与园区综合开发运营等核心产业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。

同行业比较

2020 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)
中信集团	82,554.67	89.07	5,153.57	689.30	1,661.39
招商局集团	22,233.35	59.40	4,159.38	663.98	272.63

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

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20CMG1YA	AAA	AAA	2020/07/29	20.00	20.00	2020/08/11~2023/08/11 (3+N)	票面利率选择权、有条件赎回、公司续期选择权、股息红利、利息递延、回拨选择权

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

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)(品种一)(债券简称为“20CMG1YA”，债券代码为 163908.SH，以下简称“本期债券”)于 2020 年 8 月 11 日完成发行，最终发行规模为 20.00 亿元，期限为 3+N 年（基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期，或选择在该周期末到期全额兑付本期债券）。本期债券募集资金在扣除发行费用后，用于补充公司日常生产所需流动资金。截至 2021 年 3 月末，上述债券募集资金已全部使用完毕，资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费

两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调

服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处于持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020年，世界经贸受到新冠肺炎疫情重创，经贸环境不确定性加强；中国外贸逆势增长，好于预期

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。

2020年，新冠肺炎疫情在全球爆发，疫情产生的封锁和经济停滞大幅削弱了全球消费和对外投资，外部需求的疲弱及大宗商品价格的走低也广泛冲击了贸易及进出口。尽管三季度起全球各国逐渐步入经济复苏，但受各国自身经济结构差异、疫情前发展趋势、政策空间及改革进程的不同等因素的影响，预期后疫情时期各国复苏进程将显著分化。

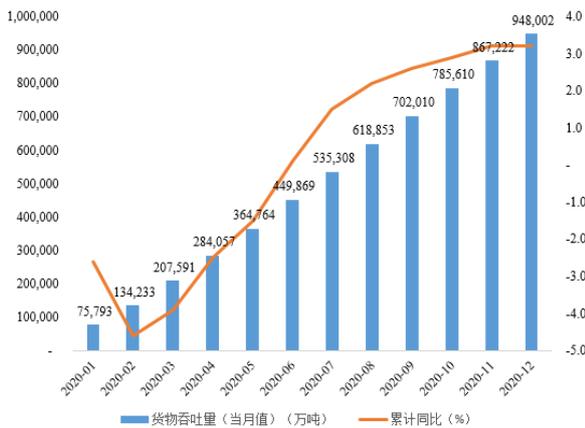
根据国际货币基金组织（IMF）预计，2020年世界经济将同比下降4.4%。

面对新冠肺炎疫情的严重冲击和异常复杂的国际形势，国务院出台一系列超常规稳外贸政策措施，2020年中国外贸逆势增长，好于预期。2020年，中国全年进出口总值32.16万亿元，同比增长1.9%；其中，出口总值17.93万亿元，增长4%；进口总值14.23万亿元，下降0.7%。2020年12月当月进出口总值3.2万亿元，创下单月最高水平。分贸易伙伴看，我国与东盟经贸合作逆势增长，东盟历史性的成为我国第一大对外贸易伙伴，双边贸易同比增长5.6%；2020年下半年以来，国外疫情加剧，部分订单需求重新回流中国，使得我国对传统市场进出口贸易基本稳定。

2020年我国沿海港口吞吐量全年呈现“V”形态势，货物吞吐量实现超预期恢复，集装箱南北格局发生变化，恢复情况低于预期

2020年，全国沿海港口预计完成货物吞吐量94.80亿吨，同比增长3.2%。具体来看，2020年上半年我国沿海港口受疫情冲击较大，2月由于终端市场需求受挫严重，导致大宗货物、集装箱等疏港量降低，卡车工人复工难以及外部交通管制使得公路运输受限，货物在港堆存时间延长，周转效率下降，港口吞吐量降幅达到4.6%。进入二季度以来，在坚持常态化疫情防控下有力推动复工复产，港口生产逐步回升。尤其是下半年以来，在大宗物资进口、内贸运输加快的带动下，沿海港口实现超预期恢复，全年呈现“V”形态势。

图 1：2020 年中国沿海港口货物吞吐量



资料来源：中国交通运输部，中诚信国际整理

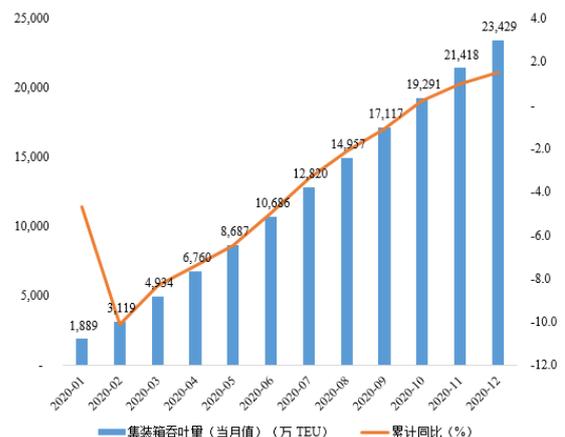
表 1：中国主要沿海港口货物吞吐量和同比增速（亿吨、%）

港口	2017		2018		2019		2020	
	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	10.1	9.2	10.8	7.4	11.2	7.9	11.7	4.7
上海港	7.1	9.4	6.8	-3.0	6.6	-1.7	6.5	-1.9
唐山港	5.7	8.6	6.4	11.1	6.6	3.1	7.0	7.0
广州港	5.7	8.4	5.9	4.2	6.1	12.6	6.1	1.0
青岛港	5.1	1.5	5.4	6.1	5.8	6.6	6.0	4.7
天津港	5.0	-8.7	5.1	1.4	4.9	4.1	5.0	2.2
日照港	3.6	2.8	4.4	8.9	4.6	6.0	5.0	7.0
烟台港	2.9	7.6	4.4	10.6	3.9	15.8	4.0	3.4
大连港	4.5	3.3	4.7	2.8	3.7	4.3	3.3	-8.8
黄骅港	2.7	10.1	2.9	6.4	2.9	--	3.0	4.7
北部湾港	2.2	6.6	2.4	9.7	2.6	14.7	3.0	15.6
深圳港	2.4	12.6	2.5	4.1	2.6	2.6	2.7	2.8
福州港	1.5	0.6	1.8	20.5	2.1	21.6	2.5	17.1
营口港	3.6	2.9	3.7	2.0	2.4	-35.6	2.4	--
连云港港	2.1	3.3	2.1	4.1	2.4	4.1	2.4	3.1
湛江港	2.8	9.9	3.0	7.0	2.2	-2.8	2.3	8.4
厦门港	2.1	0.6	2.2	2.9	2.1	0.3	2.1	-2.8
秦皇岛港	2.5	31.0	2.3	-5.7	2.2	-5.4	2.0	-8.3

资料来源：中国交通运输部，中诚信国际整理

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。2020 年，全国沿海港口预计完成集装箱吞吐量 2.34 亿 TEU，同比增长 1.5%，恢复情况低于预期。受春节错期、新冠肺炎疫情等因素影响，全年增速亦呈现“V”形态势。

图 2：2020 年中国沿海港口集装箱吞吐量



资料来源：中国交通运输部，中诚信国际整理

分港口来看，受国际航线结构调整及南北方经济差距逐步增大影响，我国主要沿海港口中北方港口集装箱吞吐量比重进一步下降。其中，2020年大连港集装箱吞吐量降幅超过40%，其集装箱干线港地位受到冲击；天津港推进效率年攻坚行动，不断优化营商环境，完成集装箱吞吐量1,710万TEU，创历史最好水平，同比增长6.1%，增速在集装箱干

线港中排名首位。在海南自由贸易港和西部陆海新通道建设带动下，北部湾港集装箱吞吐量同比增长32.2%，在沿海港口中表现突出。

综合未来国内外经济贸易来看，2021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。

表 2：中国主要沿海港口集装箱吞吐量和同比增速（万 TEU、%）

港口	2017		2018		2019		2020	
	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	4,018	8.2	4,201	4.4	4,330	3.1	4,350	0.4
宁波-舟山港	2,464	14.3	2,635	7.1	2,753	4.5	2,872	4.3
深圳港	2,525	5.3	2,574	2.1	2,577	0.1	2,655	3.0
广州港	2,010	7.7	2,162	7.2	2,283	5.7	2,317	1.5
青岛港	1,830	1.4	1,932	5.5	2,101	8.8	2,201	4.7
天津港	1,504	3.6	1,601	6.2	1,730	8.1	1,835	6.1
厦门港	1,040	8.2	1,070	3.1	1,112	3.9	1,141	2.5
营口港	627	3.0	649	3.3	548	-15.6	565	3.1
大连港	970	1.3	977	0.6	876	-10.3	511	-41.7
北部湾港	--	--	290	27.4	382	34.6	505	32.2
连云港港	472	0.4	473	0.5	478	0.7	480	0.5

资料来源：中国交通运输部，中诚信国际整理近年来，全国港口建设强度逐年下降，智慧绿色港口建设成为主要目标；港口整合成为行业趋势，但整合后其运营效率和盈利能力提升效果待检验

受国内经济和行业不景气影响，自2013年开始，我国沿海建设投资额呈下降趋势。2019年，我国全年完成水运建设投资1,137.44亿元，比上年下降4.5%。其中，沿海建设完成投资523.81亿元，同比下降6.8%。码头泊位方面，2019年末我国沿海港口生产用码头泊位共5,562个，较上年减少172个。具体来看，各主要货种万吨级以上泊位新增数量较2018年有所下滑，除集装箱和通用散货泊位外其余主要货种泊位新增数量均低于2018年。

表 3：我国水运建设投资情况（亿元）

年份	水运建设投资	沿海建设投资
2013	1,528.46	982.49
2014	1,459.98	951.86
2015	1,457.17	910.63
2016	1,417.37	865.23
2017	1,238.88	669.49
2018	1,191.00	563.00

2019 1,137.44 523.81

资料来源：中国交通运输部统计公报及交通运输部网站，中诚信国际整理

表 4：全国万吨级以上泊位构成（按主要用途分）（个）

泊位用途	2014	2015	2016	2017	2018	2019
专业化	1,114	1,173	1,223	1,254	1,297	1,332
集装箱	322	325	329	328	338	352
煤炭	219	238	246	246	252	256
金属矿石	64	80	83	84	85	84
原油	72	73	74	77	82	85
成品油	130	133	132	140	140	143
液体化工	172	184	200	205	217	226
散装粮食	36	38	39	41	41	39
通用散货	441	473	506	513	531	559
通用件杂货	360	371	381	388	396	403

资料来源：中国交通运输部统计公报及交通运输部网站，中诚信国际整理

随着沿海港口低速增长和港口建设强度不断降低成为常态，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。2019年9月，中共中央、国务院印发了《交通强国建设纲要》，要求构建安全、便捷、高效、绿色、经济的现代化综合交通体系；交通运输部等九部门联合印发《关于建设世界一流港口的指导意见》，要求强化港口的综合枢纽作用，整体提升港口高质量发展水平，以枢纽港为重点，建设安全便捷、智慧绿色、经济高效、支撑有力、世界先进的世界一流港口。

近年来，青岛港、厦门港、上海港等新建自动化、智能化码头陆续投入使用；青岛港、上海港、营口港、宁波港、连云港港等在内的沿海港口，依托自身或联合供应链服务集成商、互联网企业纷纷加快“互联网+”步伐，通过打造智慧港口促进服务模式从链条式变为平台式，实现包括港口、物流节点、资源与服务提供商以及客户等全程供应链的信息整合与贯通。

主要港口企业也积极发展多式联运，开展多式联运项目建设，加强交通基础设施的衔接，推动自身集疏运能力提升，提供运营效率。2020年，我国港口预计完成集装箱铁水联运量685万TEU，同比增长32%，占港口集装箱吞吐量比重增至2.6%。疫情期间，相比于公路运输部分时段受到限制，集装箱海铁联运物流通道实现逆势增长，对于保障港口集疏运体系起到了关键作用。其中，青岛港集装箱海铁联运完成量接近170万TEU，排名首位；营口港、宁波舟山港完成量均达到100万TEU左右，上海港、北部湾港在2019年突破10万TEU之后，继续延续高速增长态势，增速分别超过80%和70%。

港口是国民经济增长的重要推动力，同时也是主要的耗能单位和污染源头。港口、码头的煤炭、矿石等散料堆场，由于装卸作业和堆存过程中会产生大量扬尘，目前已经成为环保部门大气污染治理的重点，将限期治理。根据交通运输部公布的《深入推进绿色港口建设行动方案(2018—2022年)》，要求将绿色发展贯穿到港口规划、建设和运营的全过程，构建资源节约、环境友好的港口绿色发展体系。除相应环保整改措施以外，清洁能源的使用对于港

口绿色发展同样重要。

出于港口行业不景气，自身供给能力过剩，以及提升自身港口竞争力等因素综合考虑，目前沿海各省港口资源整合基本形成了“一省一港”格局。2015年宁波-舟山港重组拉开了本次港口行业整合的序幕。随后辽宁、江苏、福建等省也先后启动了港口整合计划，本次港口整合主导方多为省级政府，计划对本省内的港口资源进行统一规划和整合，以消除省内港口间的恶性竞争，优化港口资源。同时，除了以省为整合主导方外，还出现了如辽宁省由政府发起，并引入专业港口运营方招商局集团作为主导的方式和跨越了省级行政区域并上升至国家区域协调一体化发展战略的京津冀港口群、粤港澳大湾区港口群的协调发展和资源整合方式。同时，港口整合步伐逐步由沿海向内河加快推进，随着长三角一体化上升为国家战略，长江沿岸港航一体化发展亦成为内河港口整合趋势。

未来几年，绿色智慧港口建设仍将作为港口企业发展的重点之一，其相应投入或将增加港口企业运营成本。港口资源的整合、并购重组仍将是港口行业的重要发展趋势，省内港口资源将逐步统一，相邻区域港口资源将协同发展，但其实际效果将随整合过程的推进逐步显现，同时是否能提高港口的整体经营效率和盈利能力有待检验。

近年来我国收费公路通车里程持续增长，综合交通运输体系中公路运输仍占主导地位，但铁路等其他运输方式已形成分流影响；疫情对客运需求冲击较大，但在宏观经济企稳、复工复产推动下，货运需求总量企稳

改革开放以来，凭借低要素成本优势，我国经济快速发展，形成了以第二产业为主的产业结构和外向型的经济结构。我国沿海地区经济发达、港口航运条件便利，而水、矿产、煤炭等工业基础原料主要分布在西北及内陆地区，资源分布不均衡带来很强的交通运输需求。但公路基础设施发展严重滞后，截至1984年底，全国二级以上公路里程仅1.9万公里。

为加快解决公路交通落后对经济社会发展的制约问题，1984年12月，国务院批准出台了“贷款修路、收费还贷”的收费公路政策，极大地促进了我国公路基础设施建设和发展。

经过多年的投资建设发展，我国已形成了较大规模的运营路产。截至2019年末，全国公路总里程501.25万公里，比上年增加16.60万公里。公路密度52.21公里/百平方公里，增加1.73公里/百平方公里。全国收费公路里程17.11万公里，占公路总里程的3.4%。按技术等级划分，高速公路14.28万公里，一级公路1.86万公里，二级公路0.87万公里，独立桥梁及隧道1,024公里。按属性划分，全国政府还贷公路里程9.39万公里，占全国收费公路里程的54.9%；经营性公路里程7.72万公里，占全国收费公路的45.1%。在收费高速公路中，政府还贷高速公路7.45万公里，经营性高速公路6.84万公里。

图3：2018年~2019年全国收费公路里程变化图

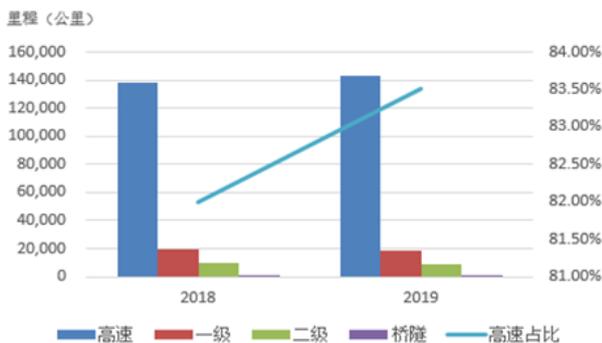


表5：2020年全国综合运输情况

运输方式	货物				旅客			
	周转量 (亿吨公里)	增速 (%)	货运量 (亿吨)	增速 (%)	周转量 (亿人公里)	增速 (%)	客运量 (亿人)	增速 (%)
铁路	30,371.8	1.0	44.6	3.2	8,266.2	-43.8	22.0	-39.8
公路	60,171.8	0.9	342.6	-0.3	4,641.0	-47.6	68.9	-47.0
水运	105,834.4	-2.5	76.2	-3.3	33.0	-58.0	1.5	-45.2
民航	240.2	-8.7	0.07	-10.2	6,311.2	-46.1	4.2	-36.7
运输总量	196,618.3	-1.0	470.6	-0.5	19,251.4	-45.5	96.7	-45.1

资料来源：2020年国民经济和社会发展统计公报

总的来看，随着我国公路网的持续完善，路网效应的增强拉动了对高速公路的需求，未来几年我国收费公路行业仍然具有较大的发展空间，但随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来冲击。

资料来源：2019年全国收费公路统计公报

运输量方面，2020年以来，受疫情下交通管制、延迟复工等因素影响，我国全年公路旅客运输总量为68.9亿人次，同比下降47.0%。从周转量方面来看，随着《打赢蓝天保卫战三年行动计划》和《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018~2020年）的通知》出台，正式确定“提升铁路运能、升级水运系统、治理公路货运”的策略，铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运导致近年来公路旅客周转量持续负增长，叠加2020年疫情影响，全年旅客运输周转量累计4,641.0亿人公里，同比下降47.6%。从货物运输来看，尽管近三年以来公路货物运输周转量仍维持正向增长，但增速持续下滑，“公转铁”政策和航运等其他运输方式已对公路客运和货运形成分流影响。但2020年作为全面建成小康社会的收官之年，国家出台一系列政策积极推进社会投资、复工复产，增强经济发展力度，全年货物运输总量为342.6亿吨，同比仅小幅下降0.3%，货物运输周转量60,171.8亿吨公里，实现同比增长0.9%，货运需求总量企稳。

收费公路行业投资规模大、投资回报期长、负债率高，通行费收入对还本付息和新增投资的支撑能力较弱，发行收费公路专项债券将成为地方政府为高速公路建设融资的创新方式

收费公路以高速公路为主，高速公路属于准公共品，投资规模大、投资回报期长的特点决定了其投资由政府主导。目前我国高速公路大多由国家、省、市三级政府共同投资，形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资模式。根据2009年发布的《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》（国发[2009]27号），公路项目资本金比例由35%下降至25%，各级政府投资压力有所下降，而省级投资主体的融资压力增加。2015年9月14日，国务院发布《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》（国发[2015]51号），将公路项目资本金比例由25%进一步降至20%。

2019年，全国完成公路建设投资2.19万亿元，

比上年增长2.6%。其中，高速公路建设完成投资11,504亿元，增长15.4%；普通国道建设完成投资4,924亿元，下降10.3%；农村公路建设完成投资4,663亿元，下降6.5%。

目前，由于建设成本大幅上涨和改扩建支出巨大，收费公路企业债务压力增大。截至2019年末，全国收费公路累计建设投资总额95,096.1亿元，较上年末净增加6,272.6亿元，增长7.1%。截至2019年末，全国收费公路债务余额61,535.3亿元，同比增长8.1%。2019年，全国收费公路通行费收入为5,937.9亿元，扣除必要的养护、改扩建、运营、税费和其他支出后，剩下可供用于偿债的资金为3,559.8亿元，除支付当年2,816.9亿元利息外，仅可还本742.9亿元。

表6：2019年末全国收费公路累计投资额及债务余额情况（亿元）

属性分类	资本金(1)	债务性资金(2)	投资总额(3)	债务余额
政府还贷公路	13,947.3	32,602.6	46,549.9	33,147.7
经营性公路	15,870.8	32,675.4	48,546.1	28,387.6
合计	29,818.1	65,278.0	95,096.0	61,535.3

注：1、(1)+(2)=(3)；2、尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：《2019年全国收费公路统计公报》，中诚信国际整理。目前，我国高速公路行业表现出投资规模大、负债率高的特点，通行费收入对还本付息和新增投资的支撑能力较弱。考虑到收费公路作为社会基础设施的重要公益性质，地方政府的支持力度和财政实力仍将是影响行业信用水平的重要因素。

2016年12月，国家发展和改革委员会和交通运输部发布《关于进一步贯彻落实“三大战略”发挥高速公路支撑引领作用的实施意见》（发改基础[2016]2806号），指出高速公路建设需按照“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”的部署，为“三大战略”的发展提供有力支撑；提出贯通支撑“三大战略”的国家高速公路主通道、打通地方高速公路省际通道、畅通城市群内城际通道等八项主要建设任务。为此，中央将继续加大车购税等中央资金的投入力度；同时鼓励充分发挥政府资金的引导和撬动作用，推广政府和社会资本合作模式（Public-Private Partnership，以下简称“PPP”），吸引更多社会资本参与投资。

总的来看，收费公路行业投资规模大、投资回报期长的特点将持续；通行费收入在路网贯通效应、

自然增长等因素的拉动下有望持续增长，但对还本付息和新增投资的支撑能力仍然较弱；为此，政府逐步推广PPP等新型投融资模式，并陆续出台相关政策以实现其规范化和合理化运营。

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

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。经过多年以来的政策实施，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。

表 7：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点，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消高速公路省界收费站实施方案》	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，实现不停车快捷收费。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

自2015年7月起，交通运输部等陆续发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿、《收费公路管理条例（修订草案）》等，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。

《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》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《收费公路管理条例》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《收费公路管理条例》修订稿的进展及其发布后对收费公路行业带来的影响。

货币政策逆周期调节成效显著，监管统筹推进疫情防控和社会经济发展，银行业服务实体经济力度持续提升

中诚信国际对中国银行业维持“稳定”展望。2020年，中国经济经历了因疫情冲击大幅下滑并逐步修复的过程，GDP同比增长2.3%。央行综合运用降准、中期借贷便利、公开市场操作、再贴现、再贷款等工具，保持流动性合理充裕。2020年全年央行三次普调或定向下调各类金融机构存款准备金率，引导中期借贷便利和公开市场操作中利率率下行，带动1年期和5年期LPR下降，以释放流动性并降低社会综合融资成本。

2020年疫情发生以来，监管部门出台多项政策推动银行业做好疫情防控金融服务，支持疫情防控企业扩大产能和受疫情影响企业复工复产，包括鼓励银行用好中央政策、优化信贷流程、延长贷款期

限、完善展期续贷衔接、降低贷款利率、拓展服务领域等。同时监管部门实施差异化监管政策，适当提高小微企业不良容忍度，减轻银行业不良上升压力。此外监管部门继续引导银行业加大薄弱领域金融支持力度，服务重点领域和重大项目，做好“六稳”“六保”金融服务，同时要求金融系统加大向实体经济让利力度，实现了“金融系统向实体经济合理让利 1.5 万亿元的目标”。

完善金融监管政策，构建银行业高质量发展制度保障；加强公司治理监管，提升银行体系稳定性

在稳增长的同时，2020 年以来监管部门持续推进防风险各项工作，完善监管制度体系建设。针对近年来互联网贷款业务快速发展暴露出的问题，监管部门补齐制度短板，于 2020 年 7 月和 2021 年 2 月分别发布《商业银行互联网贷款管理暂行办法》和《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》，要求银行业加强统一授信、贷款支付和资金用途管理，明确出资比例、集中度风险管理和限额管理等量化标准，压实商业银行的风险管理主体责任。同时，监管部门高度重视公司治理监管，持续强化股权管理、规范股东行为，2020 年监管持续出台公司治理相关系列政策文件，同时开展股东股权与关联交易问题专项整治，推进高风险机构违规股东股权清理，并首次公开银行机构重大违法违规股东名单。2020 年 8 月银保监会在监管系统内印发《健全银行业保险业公司治理三年行动方案（2020-2022 年）》，就党的领导与公司治理融合、公司治理评估、股东行为规范、董事会等治理主体履职、激励约束机制等方面规划了今后三年的重点工作安排，有助于提升公司治理监管的系统性、针对性和前瞻性，推动银行业提升公司治理质效，增强风险抵御能力和经营可持续性。

金融监管的不断完善有效推动银行业务结构优化调整，银行业整体业务运营保持平稳；宏观经济下行和疫情冲击下，银行业财务基本面有所承压，行业分化趋势加剧

为应对疫情影响，央行释放资金以加大银行信

贷支持力度，银行业资产负债规模均实现较快增长，截至 2020 年末银行业金融机构总资产和总负债分别较年初上升 10.25% 和 10.39%。从业务结构来看，银行进一步加大对实体经济的支持力度，整体信贷投放保持较快增长，其中普惠型小微贷款在监管政策推动下增长迅速，同时金融去杠杆政策持续作用下同业及金融投资业务继续优化。此外银行理财业务转型持续推进，存量风险进一步清退，多家理财子公司获批筹建。

表 8：2018~2020 年银行业指标

	2018	2019	2020
总资产（万亿）	268.24	290.00	319.74
净息差（%）	2.18	2.20	2.10
资本利润率（%）	11.73	10.96	9.48
不良率（%）	1.83	1.86	1.84
拨备覆盖率（%）	186.31	186.08	184.47
资本充足率（%）	14.20	14.64	14.70

资料来源：银保监会，中诚信国际整理

2020 年以来，为应对疫情对经济的冲击和有效支持实体经济发展，监管通过 LPR 引导银行贷款利率下行，银行业也积极落实各项减费让利政策要求，加大向实体经济让利，2020 年银行业净息差同比下降 0.10 个百分点至 2.10%。为应对不良资产上升的压力，银行业普遍加大了拨备计提力度，2020 年银行业资本利润率继续下降，全行业资本利润率为 9.48%，同比下降 1.48 个百分点，整体盈利能力呈弱化趋势。此外，虽然不同银行机构盈利表现均有所下滑，但机构间仍呈现分化，农村金融机构净息差收窄幅度进一步扩大，而大中型银行通过调整资产负债结构缓释息差下降影响，息差水平下行幅度相对较小。

在疫情冲击下，2020 年银行资产质量持续承压，为此监管及时出台延期还款安排，鼓励加快不良处置速度，并在贷款分类和不良容忍度上给予了一定灵活性和弹性处理，有效缓解了企业资金链压力和银行贷款集中逾期及分类下迁压力，为商业银行信用风险暴露提供一定缓冲，银行业整体资产质量指标未出现明显恶化。截至 2020 年末，商业银行不良贷款余额和不良率分别为 2.70 万亿元和 1.84%，分

别较年初上升 2,880 亿元和下降 0.02 个百分点；年末拨备覆盖率为 184.47%，较年初下降 1.61 个百分点。疫情爆发进一步加剧银行业资产质量的分化程度，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自身处置不良和风险抵补能力不强，资产质量下滑更为明显。

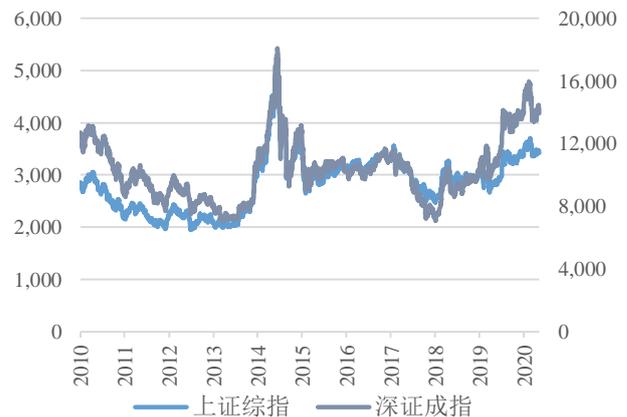
银行业流动性状况保持稳定，根据银保监会公开数据，截至 2020 年末银行业流动性比例为 58.41%，较年初略下降 0.05 个百分点，从长期来看大型银行与中小银行之间流动性分层仍然持续，部分中小银行在融资端也面临着较大的管理压力。资本方面，银行资本内生能力减弱，较快的信贷增长对资本产生一定消耗，在满足监管和自身业务发展需要的背景下，银行资本补充压力持续存在，其中非上市中小银行金融机构更为凸显，截至 2020 年末商业银行核心一级资本充足率下降至 10.72%，2020 年以来监管层面完善资本补充机制，多渠道加快推进中小银行资本补充进程，年末资本充足率上升至 14.70%。

2020 年以来资本市场改革利好持续释放，行业景气度高，交投活跃度提升；多层次资本市场体系建设逐步深入；证券公司收入结构有所优化但对传统经纪业务和自营业务的依赖度仍较高；证券公司分类评价体系进一步完善，行业整体风控指标仍优于监管标准，但部分证券公司风控指标同比下滑，未来仍需关注市场波动及监管政策对行业信用状况的影响

证券行业与宏观经济环境高度相关。2020 年，国内资本市场改革覆盖面持续扩大，改革利好持续释放，行业高景气度较高，截至 2020 年末，上证综指收于 3,473.07 点，较上年末上涨 13.87%，深证成指收于 14,470.68 点，较上年末上涨 38.73%。上市公司数量及市值方面，2020 年，受注册制改革持续深化等制度革新影响，IPO 过会企业数量大幅增加，截至 2020 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）4,154 家，较上年增加 377 家，总市值较上年末增加 34.46% 至 79.72 万亿元。交易量方面，2020 年在科

创板及创业板交易机制革新的带动下，叠加资本市场走强，交投活跃度显著抬升，2020 年两市股基成交额为 220.45 万亿元，同比大幅增加 61.40%。融资融券方面，截至 2020 年末，两市融资融券余额为 1.62 万亿元，同比增加 58.84%。

图 4：2010 年以来上证综指和深证成指变化趋势图



资料来源：东方财富 Choice，中诚信国际整理

表 9：2018-2020 股票市场主要指标

指标	2018	2019	2020
上市公司总数（家）	3,584	3,777	4,154
总市值（万亿元）	43.49	59.29	79.72
股基交易金额（万亿元）	100.57	136.58	220.45
两融余额（万亿元）	0.76	1.02	1.62

资料来源：东方财富 Choice，中诚信国际整理

多层次资本市场体系建设方面，我国已经形成了包括主板、科创板、创业板、新三板、区域股权市场、私募股权市场以及债券市场和期货市场在内的多层次资本市场体系。我国不断完善各市场板块的差异化定位和相关制度安排，促进各层次市场协调发展，有机互联；同时增强多层次资本市场对科技创新企业的包容性，突出不同市场板块的特色，丰富市场内涵。此外，充分发挥债券市场和期货市场服务实体经济的积极作用。2020 年，证券行业通过股票 IPO、再融资分别募集 5,260.31 亿元、7,315.02 亿元，同比增加 74.69%、41.67%；通过债券融资 13.54 万亿元，同比增加 28.02%，服务实体经济取得显著成效。

从证券公司的营业收入来看，2020 年围绕新证

券法、提高上市公司质量、注册制、服务实体经济、扩大对外开放水平等领域推进全面深化改革落地，证券行业充分享有政策面红利，同时证监会又通过多项举措支持证券公司充实资本，增强风险抵御能力，对证券行业长期信用提升形成利好。2020年，证券行业2020年度实现营业收入4,484.79亿元，同比增长24.41%；实现净利润1,575.34亿元，同比增长27.98%，127家证券公司实现盈利。截至2020年末，证券行业总资产为8.90万亿元，净资产为2.31万亿元，分别同比增加22.50%、14.10%。客户交易结算资金余额（含信用交易资金）1.66万亿元，受托管理资金本金总额10.51万亿元。

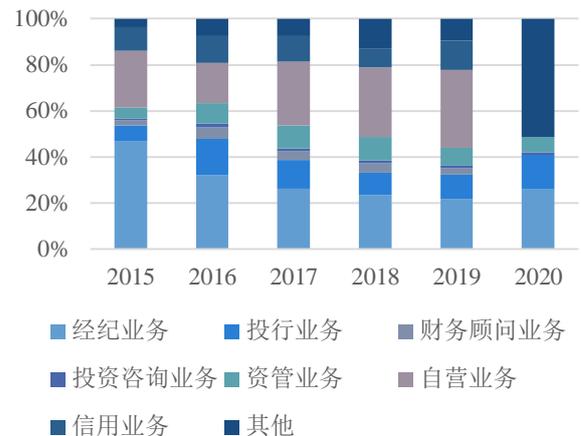
图5：2015-2020年证券公司营业收入和净利润情况



资料来源：证券业协会，中诚信国际整理

从证券公司业务结构来看，目前国内证券公司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和自营业务，因而整体的经营状况与宏观经济及证券市场景气度息息相关。2020年，证券公司经纪业务收入在营业收入中的占比为25.89%，较上年增加4.04个百分点。

图6：2015-2020年证券公司营业收入构成情况



注：2020年财务顾问、自营业务、信用业务的业务数据未披露，均归入其他。

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。在2020年分类评价中，有98家证券公司参评，其中A类有47家、B类有39家、C类有11家、D类有1家，评级最高的AA级增加至15家；与2019年相比，有32家评级上调，25家评级下滑，39家评级持平，2家首次参与评价。主要风险指标方面，截至2020年末，证券行业净资本1.82万亿元，其中核心净资本1.60万亿元。截至2020年末，行业平均风险覆盖率252.34%（监管标准≥100%），平均资本杠杆率23.59%（监管标准≥8%），平均流动性风险覆盖率235.89%（监管标准≥100%），平均净稳定资金率153.66%（监管标准≥100%），行业整体风控指标优于监管标准，但在业务发展扩张的压力下，部分证券公司风险指标出现下滑。

总体来看，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有所波动，

行业竞争日趋激烈。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显著优势，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。

表 10：2019 年以来证券业主要行业政策

时间	文件	说明
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。于 2020 年 1 月发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，并于 2020 年 6 月 1 日正式施行。
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。新证券法于 2020 年 3 月 1 日正式实施。
2020 年 2 月	发布上市公司《再融资规则》	精简发行条件，拓宽创业板再融资服务覆盖面；优化非公开制度安排，支持上市公司引入战略投资者；适当延长批文有效期，方便上市公司选择发行窗口。
2020 年 5 月	发布《关于修改〈证券公司次级债管理规定〉的决定》	为落实新《证券法》有关要求，支持证券公司充实资本，增强风险抵御能力，更好服务实体经济，允许证券公司公开发行次级债券以及为证券公司发行减记债等其他债券品种预留空间。
2020 年 6 月	发布《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司持续监管办法（试行）》、《证券发行上市保荐业务管理办法》	推动创业板改革并试点注册制
2020 年 7 月	发布《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》	推动科创板试点注册制
2020 年 7 月	修订《证券投资基金托管业务管理办法》	允许外国银行在华分行申请证券投资基金；适当调整基金托管人净资产准入标准，强化基金托管业务集中统一管理；简化申请材料，优化审批程序，实行“先批后筹”；统一商业银行及其他金融机构的准入标准与监管要求
2020 年 9 月	发布《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》	降低准入门槛，便利投资运作；稳步有序扩大投资范围；加强持续监管。
2021 年 2 月	修订《公司债券发行与交易管理办法》	落实公开发行公司债券注册制，明确公开发行公司债券的发行条件、注册程序以及对证券交易场所审核工作的监督机制；加强事中事后监管，压实发行人及其控股股东、实际控制人，以及承销机构和证券服务机构责任，严禁逃废债等损害债券持有人权益的行为
2021 年 2 月	发布《证券市场资信评级业务管理办法》	取消证券评级业务行政许可，改为备案管理；取消公开发行公司债券强制评级，降低第三方评级依赖的基础上，完善证券评级业务规则，规范评级执业行为；增加独立性要求；提高证券评级业务违法违规成本。
2021 年 3 月	修订《证券公司股权管理规定》	证券公司主要股东定义进行调整；适当降低证券公司主要股东资质要求；调整证券公司变更注册资本、变更 5% 以上股权的实际控制人相关审批事项。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

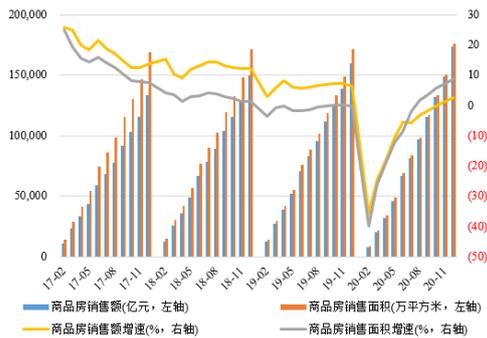
2020 年 4 月以来房地产行业逐步从疫情影响中恢复并于 9 月恢复至上年同期水平，在房企年底加速去化的带动下全年商品房销售超越上年水平，房地产行业展现出较强韧性

2020 年第一季度全国房地产销售受疫情冲击较大，全国商品销售额和面积分别同比下降 24.70% 和 26.30%，均降至 2017 年以来同期最低水平。4 月以来，市场需求不断释放叠加房企加快推盘节奏，商

商品房销售逐月恢复，并于9月恢复至2019年同期水平。进入四季度以来，房企加速去化，带动全年销售面积和金额超越上年，全年商品房销售额和面积分别同比增长2.6%和8.7%；房地产行业表现出较强韧性。

图 7：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从商品房去化情况看，近年来我国商品房整体库存周期处于较低水平，2020年疫情爆发初期商品房去化速度受到显著影响，待售面积环比增幅明显提升，2020年二、三季度疫情得到控制后，去化明显提速，商品房待售面积逐月下降并快速恢复至上年同期水平。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。

中诚信国际认为，2020年上半年受新冠疫情冲击，房地产销售增速大幅受挫，但随着国内疫情逐步得到控制叠加房企加速去化，全年销售已超过2019年全年水平，房地产行业展现出较强韧性。

2020年在疫情影响下房地产投资短期内呈先抑后扬的态势，下半年在房企追赶开发进度推动下，全年房地产投资额同比增长

2020年初在疫情影响下，多地发布了延迟复工通知，导致开发受阻，新开工面积自2016年以来首次出现负增长；4月以来随着疫情得到有效控制，各地逐步复工、土地供应力度增加、叠加房企追赶开发进度及拿地需求逐步释放，全国新开工面积降幅

逐月回落，全国新开工面积同比下降1.2%。

建设投资方面，主要受新开工规模同比下降影响，1~5月房地产开发投资额增速出现负增长；6月以来，在房企逐步恢复投资的推动下，房地产开发投资额同比增速由负转正，全年房地产开发投资额同比实现7%增长。

图 8：近年来全国房地产开发投资情况

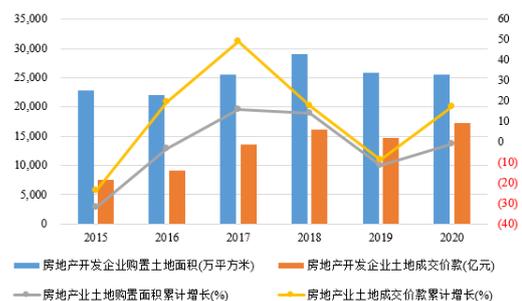
单位：亿元、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2020年1~5月，在疫情影响下国内土地市场购置价款同比增速为负；4月以来土地供给力度明显加大，叠加热点城市优质地块集中入市，房企拿地逐步恢复，6月以来国内土地市场购置价款增速由负转正，全年国内土地市场购置价款同比增长17%。

图 9：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

在“房住不炒”行业政策的基调下，房企在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，对其经营战略的实施提出更高的要求

2016年中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的、不是用来炒的”，随后三年的中央经济工作

会议中均反复强调“房住不炒”的定位。各城市通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控。本轮调控力度严厉、参与调控的城市范围不断扩大且表现出很强的政策延续性。从坚持住房居住属性的政策大基调来看，未来严监管的政策环境或将延续，但部分地方政府或将根据当地市场情况对调控政策进行调整。

2020年上半年，在国内疫情爆发的背景下，货币政策放松带来流动性宽裕，房地产行业融资环境有所改善；下半年房地产行业融资政策明显收紧，尤其在8月“三道红线”¹出台后，国内贷款增速明显回落。**中诚信国际认为**，如“三道红线”按照行业预期全面执行，将对未来几年房地产行业融资环境形成较为深远的影响，一方面由于对新增融资的限制和表内外融资渠道的全面监控，高度依赖杠杆发展的房地产行业在未来几年内行业竞争格局将较难发生重大改变；另一方面，在融资环境趋严的条件下，马太效应将愈发凸显，全行业集中度或将进一步提升。

2020年12月末，央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称“《通知》”），划定银行房地产贷款集中度“红线”，《通知》明确对7家中资大型银行、17家中资中型银行、中资小型银行和非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行，共5档机构分类分档设置明确的房地产贷款占比上限、个人住房贷款占比上限，《通知》旨在防止房地产贷款在银行体系全部贷款中的比重偏离合理水平，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。**中诚信国际认为**，未来银行资源将进一步向优质房企集中，资质偏弱的房企或将面临较大融资及回款压力。

此外，2021年2月自然资源部组织召开“全国2021年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，

¹ 2020年8月20日，住建部和人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制并提出资金监测和融资管理规则（简称“三道红线”）。“三道红线”是指将剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、货币资金短债比小于1倍三

要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，22座重点城市或将实施住宅供地“两集中”政策，中诚信国际将对未来土地供应政策的变化保持关注。

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。

2020年疫情加剧房企间分化，房地产行业集中度进一步提升。TOP30房企竞争力增强，集中度稳中有升；相比之下TOP50房企的增速更为显著。在目前的市场背景下，规模房企的竞争优势日益凸显，随着资源加速向头部企业集聚，行业集中度将继续走高。而对于100强之后的房企而言，面对激烈的行业竞争，该梯队房企的增长空间或将进一步受限。

表 11：2017~2020 年国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019	2020
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%	9.8%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%	21.3%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%	36.1%
TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%	44.7%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%	54.4%

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，在行业增速放缓及调控政策持续的背景下，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。

得益于新收购项目和海外项目的增长，公司货物吞吐量有所提升，保持了领先的行业地位，但国际贸易

个阈值设置为“三条红线”，根据房企财务指标对“三道红线”“踩线”的数量不同，将其分为“红、橙、黄、绿”四档，每降低一档，融资规模上限增加5%。

易摩擦、货源结构调整及新冠疫情的影响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局港口集团股份有限公司（以下简称“招商港口”）和辽宁港口集团有限公司（以下简称“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。

目前，公司已在中国沿海主要枢纽港建立了较为完善的港口网络群，投资或者投资并拥有管理权的码头遍及香港、台湾、深圳、宁波、上海、青岛、天津、大连、营口、漳州、湛江、汕头等集装箱枢纽港，并成功布局东南亚、非洲、欧洲、中东、北美、南美和大洋洲等地区。2020年，公司港口板块完成集装箱吞吐量1.23亿TEU、散杂货吞吐量8.36亿吨，货物总吞吐量和权益吞吐量均为世界第一。

招商港口

截至2020年末，招商港口的港口业务分布于全球26个国家，其中招商港口主要经营深圳西部港区及东莞麻涌24个集装箱泊位和18个散杂货泊位；汕头港9个集装箱泊位，2个散杂货泊位，10个件杂货泊位，1个煤炭专用泊位；湛江港2个集

装箱泊位，33个散货泊位；顺德港4个多功能泊位；漳州港2个集装箱泊位、6个散货泊位；宁波大榭4个集装箱泊位；斯里兰卡CICT 4个集装箱泊位、HIPG 4个多功能泊位、2个油品泊位和4个集装箱泊位；多哥LCT 3个集装箱泊位；巴西TCP 4个集装箱泊位。招商港口同时参股上海、天津等集装箱枢纽港，并成功布局南亚、非洲、欧洲、南美洲及大洋洲等地港口。

2020年末招商港口完成集装箱吞吐量（含参股）12,171.00万TEU，同比增长7.77%，其中海外集装箱吞吐量的增幅较大，主要系TL新收购的8个码头计入统计以及多哥LCT、巴西TCP业务增长等因素所致。招商港口散杂货吞吐量贡献主要来自内地港口，内地港口散杂货吞吐量（含参股）同比下降7.1%，其中上海国际港务（集团）股份有限公司（以下简称“上港集团”）散杂货吞吐量降幅明显，主要系收到受到新冠疫情及货源结构调整等因素影响；其他地区散杂货吞吐量（含参股）同比下降7.2%，系吉布提PDSA和土耳其Kumport吞吐量下降。

表 12：2018~2020 年招商港口吞吐量情况

	2018	2019	2020
集装箱吞吐量 (万 TEU)	10,973.00	11,293.00	12,171.00
其中：内地	8,139.00	8,488.00	8,576.00
港台	767.00	721.00	716.00
海外	2,066.00	2,084.00	2,878.00
散杂货吞吐量 (亿吨)	5.40	4.90	4.50
其中：内地	5.30	4.80	4.48
其他地区	0.050	0.063	0.058

注：1、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，珠江内河货运码头、香港现代货箱码头和台湾高明货柜码头。

表 13：2018-2020 年末招商港口国内及港台地区集装箱、散杂货吞吐量情况（万 TEU、万吨）

区域及港口公司			2018	2019	2020
集装箱					
珠三角地区	控股	深圳西部港区	1,135	1,142	1,184
		颐德港	22	30	43
	参股	珠江货运	117	109	106
东南地区	控股	漳州招商局码头	46	42	32
		汕头港招商局港口	129	134	159
粤西南地区	控股	湛江港	98	111	122
港台地区	控股	招商货柜	593	557	556
		现代货箱码头			
	参股	台湾高明货柜	175	164	160
长三角地区	参股	上港集团	4,201	4,330	4,350
	控股	宁波大榭	316	329	332
环渤海地区	参股	天津港集装箱	272	447	787
		青岛集装箱	693	792	810
		大连港	1,111	1,022	654
合计			8,907	9,209	9,295
散杂货					
珠三角地区	控股	深圳西部港区	1,803	1,300	1,807
		东莞麻涌	1,323	1,227	1,548
		颐德港	145	226	395
	参股	珠江货运	247	353	308
东南地区	控股	漳州招商局码头	1,432	814	633
		汕头港招商局港口	923	709	314
		漳州招商局厦门	--	27	65
粤西南地区	控股	湛江港	9,187	9,117	9,087
长三角地区	参股	上港集团	15,033	11,515	7,565
环渤海地区	参股	青岛西港联合	1,554	1,559	1,629
		青岛董家口	5,736	5,990	6,315
		大连港	13,537	13,204	13,124
		莱州港务	2,275	2,272	2,056
合计			53,195	48,313	44,846

注：1、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

控股港口方面，招商港口主要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 2020 年末，招商港口深圳西部港区共拥有经营性泊位 30 个，其中散杂货泊位 6 个，集装箱泊位 24 个。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。2020 年深圳西部港口散杂货吞吐量反弹到 2018 年同期水平，主要是受到养殖业的复苏和中美第一阶段贸易协议签署的影响。从吞吐量来看，招商港口深圳西部港区受国际贸易形势、货种结构变化以及海星码头升级改造等因素影响，吞吐量呈现上升态势。

在珠三角地区，除了深圳西部母港外，招商港口还包括控股码头东莞麻涌码头和广东颐德港口等。其中，截至 2020 年末，东莞麻涌码头完成散杂货吞吐量 1,548 万吨，同比增加 26.2%，主要系区域进口粮饲规模显著增加。受益于外贸业务稳步增长和新航线的开拓以及码头产能得到进一步释放，2020 年广东颐德港口完成集装箱吞吐量 43 万吨，同比增长 44.1%；完成散杂货吞吐量 395 万吨，同比增长 74.4%。

在东南沿海地区，招商港口控股漳州招商局码头和汕头招商局港口。截至 2020 年末，漳州招商局

码头拥有经营性泊位 8 个，包括散杂货泊位 6 个，集装箱泊位 2 个；2020 年以来，受环保政策及新冠疫情等因素影响，漳州招商局码头集装箱和散杂货吞吐量延续前期下滑趋势。由于煤炭业务受“散改集”和本地需求量下降影响，砂石业务拓展受环保政策制约以及老港区腾退等影响，2020 年汕头招商局港口散杂货吞吐量同比下降 55.7%。

在粤西南沿海地区的湛江港集团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 2020 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。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，2020 年湛江港集团集装箱吞吐量稳中有升。

长三角地区，招商港口控股的宁波大榭招商国际码头有限公司（以下简称“宁波大榭”）港区位于浙江省宁波市东部，码头地理位置优越，是国内外航商进入中国长三角及长江沿岸地区的重要交通枢纽，也是国内货物进出境的最佳入海点。2020 年，宁波大榭完成集装箱吞吐量 332 万 TEU，同比增长 0.9%。

参股港口方面，招商港口在长三角地区参股的港口运营商包括上港集团和宁波舟山港股份。上港集团是上海港主要的港口运营商，截至 2020 年末，招商港口持有上港集团 26.77% 的股份，是其第二大股东。集装箱吞吐量方面，近年来由于贸易形势好转、航运公司重组带来的航线增加，加之洋山四期码头投产产能释放，吞吐量持续增长，其中 2020 年完成集装箱吞吐量 4,350 万 TEU，同比增长 0.5%。散杂货方面，近年来由于上港集团对散杂货货源结构进行调整及受新冠疫情的影响，吞吐量连续下滑，其中 2020 年散杂货吞吐量为 7,565 万吨，同比下降 34.3%。受益于上港集团经营状况良好，招商港口相

应股权获取持续稳定投资收益，2020 年，招商港口确认相应股权投资收益 22.35 亿元。

招商港口在环渤海地区参股的港口运营商包括大连港股份、青岛前湾集装箱码头、青岛前湾联合码头、青岛董家口矿石码头和天津港集装箱码头。

2020 年，受疫情及业务结构调整影响，大连港股份完成集装箱吞吐量 654 万 TEU，同比下降 36.0%；完成散杂货 1.31 亿吨，同比下降 0.6%。同期，受益于新增外贸及内贸航线带来的箱量增长，青岛前湾集装箱码头完成集装箱吞吐量 810 万 TEU，同比增长 2.2%；青岛前湾西港联合码头完成散杂货吞吐量 1,629 万吨，同比增长 4.5%；受国内铁矿石需求回升使外贸铁矿石业务量增长，董家口矿石码头完成散杂货吞吐量 6,315 万吨，同比增长 5.4%。天津港方面，截至 2020 年末，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 787 万 TEU，招商港口在天津项目的业务量同比增长 75.8%。

此外，招商港口国内参股台湾高雄港的高明货柜码头公司，招商港口共有集装箱专用泊位 4 个，集装箱设计通过能力达 330 万 TEU，码头水深-16.5 公尺，为高雄港少数可靠泊万 TEU 级以上货柜轮之码头。2020 年，台湾高雄的高明货柜码头共完成集装箱吞吐量 160 万 TEU，同比下降 2.2%。

海外港口业务：目前招商港口直接投资的海外项目主要分布在“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。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）基本平稳，为招商港口港口经营业绩增长带来有益补充。

表 14：2018-2020 年招商港口海外集装箱业务情况（万 TEU）

区域及港口公司			2018	2019	2020
多哥	控股	洛美/LCT	105	113	136
斯里兰卡	控股	科伦坡/CICT	268	288	293
尼日利亚	参股	拉各斯/TICT	48	47	30

吉布提	参股	吉布提/PDSA	86	92	86
土耳其	参股	伊斯坦布尔/Kumport	126	128	122
法国	参股	Terminal Link	1,364	1,325	2,113
巴西	控股	巴拉那瓜/TCP	69	92	98
合计			2,066	2,084	2,878

注：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

控股码头方面，招商港口海外项目包括洛美的 LCT、斯里兰卡的 CICT 和 HIPG 以及巴西的 TCP 项目。截至 2020 年末，CICT 运营 4 个集装箱泊位，吞吐量为 293 万 TEU，岸线长度 1,200 米，泊位最大水深-18 米，设计年吞吐能力 240 万 TEU。随着泊位的建成投产，近年来 CICT 集装箱吞吐量实现了快速增长。同期末，LCT 运营 3 个集装箱泊位，岸线长度 870 米，泊位最大水深-16.5 米，设计年吞吐能力 220 万 TEU。此外，TCP 已于 2018 年 2 月正式交割，受益于本地农产品及肉制品贸易的增长，TCP 2020 年集装箱吞吐量较上年全年增长 7.4%。

参股码头方面，招商港口与法国达飞海运集团（CMA CGM）签署股份购买协议收购达飞海运旗下原全资子公司 Terminal Link 49% 的股权。2019 年 12 月，招商港口通过 Terminal Link 收购达飞海运集团位于东南亚、南亚、欧洲、加勒比海等地 10 个优质码头股权的交易事项，截至 2020 年末，招商港口已完成其中 8 个码头的交割手续。由于新增码头业务量参与统计，因此 2020 年 TL 的集装箱吞吐量也大幅上涨 59.4%。

此外，招商港口与中远太平洋有限公司、中投海外直接投资有限责任公司组成联合体，成功收购了土耳其伊斯坦布尔 Kumport 集装箱码头 65% 的股权。Kumport 目前运营 3 个集装箱泊位和 3 个散杂货泊位，集装箱吞吐能力为 210 万 TEU。

在建工程方面，截至 2020 年末，招商港口在建港口项目计划总投资 113.02 亿元，已完成投资 44.93 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。

招商港口国内、海外战略的实施有助于发挥世界一流港口服务商的品牌与资源优势，发挥港口网

络与资源协同效应，但中诚信国际也关注到海外扩张伴随的资本支出压力和管理难度增加给招商港口业务扩展带来的影响，未来整合效果是否达预期，仍待实践检验。

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。在港口行业整体下行的背景下，招商港口国内项目吞吐量的增长拉动了整体吞吐量的增长。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。

辽港集团

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港集团，实现辽宁沿海港口经营主体一体化。截至 2021 年 3 月末，公司持有辽港集团股权比例为 51%。

作为辽宁省港口整合最重要的运营主体，辽港集团位于东北亚核心区域，拥有大连港、营口港、盘锦港和绥中港等重要港区，港区规划面积 369 平方公里，主要涵盖货种港口物流服务、园区开发、港行增值服务、产融开发等多元化业务。

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。大连港的运营主体主要为大连港集团有限公司；营口港、盘锦港和绥中港的运营主体为营口港务集团有限公司。2020 年以来，虽然受到新冠肺炎冲击及国内外形势变化影

响，大连港外贸集装箱增长放缓、客滚业务降幅较大，但混矿业务始终保持千万吨规模，煤炭、粮食及油化品等业务增长复苏，带动大连港港口主业实现利润同比增加；营口港业务经营发展亦较为稳定，2020年及2021年一季度营业收入与净利润均实现同比增长。

此外，2020年4月，招商港口与辽港集团、招商局蛇口股份有限公司（以下简称“招商蛇口”）宣布拟投资45亿元成立招商局东北亚开发投资有限公司（以下简称“东北亚投资”）。东北亚投资注册资本45亿元，其中辽港集团认缴25亿元、招商蛇口认缴10亿元、招商港口认缴10亿元。根据招商港口披露的关联交易协议主要内容，东北亚投资公司成立后，其将与辽宁省、大连市政府投资平台共同组建太平湾新区开发有限公司，通过平台公司对太平湾新区产业园业务、城市与农业服务、土地开发、公共服务配套项目等进行开发运营，但具体资金计划及建设进度安排有待确定，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。

随着新船陆续交付使用，公司船队运力保持增长，细分领域保持全球领先地位；通过新接 VLOC 及经营中长航线的增加，抵消疫情对船效的影响，运量、周转量保持平稳

招商局集团航运业务主要通过招商局能源运输股份有限公司（以下简称“招商轮船”）、中国外运长航集团有限公司（以下简称“中外运长航”）下属中国长江航运集团有限公司（以下简称“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。长航集团为中外运长航 100% 持股，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。2020年，招商轮船接收5艘VLOC，处置3艘小型

液货船、3艘滚装船。截至2020年末，招商轮船拥有51艘100%权益的VLCC油轮（不含订单）及拥有和控制33艘VLOC（含参股、不含订单），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 2020 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	214	3,718.44	24	484.76
租入	22	137.07	--	--
代管	5	133.00	--	--
合计	241	3,988.51	24	484.76

资料来源：招商轮船年报，中诚信国际整理

2020年，招商轮船通过新接5艘VLOC及经营中长航线的增加，保持了运量和周转量的基本平稳，旗下船队全年共完成货运量1.85亿吨，同比增长1%；累计周转量10,823亿吨海里，同比增长1.67%。

油轮船队方面，招商轮船继续坚持“低成本、大客户”战略，继续巩固和拓展大客户和长期客户，同时在长期利益和短期利益中寻求平衡，逐步增加期租，在市场高位锁定了一定运力。在巩固与国际大油公司战略合作的基础上，油轮船队积极开发新客户，拓展新货源，进一步优化大客户战略，继续贯彻大船队经营策略，灵活调整航线布局，抢抓市场高点，在保障进口能源运输安全的同时，积极争取西部长航线锁定高收益，优化资源配置。注重航线多元化，货种多元化，提升抗风险能力和盈利水平。此外，为响应减碳政策，油轮船队利用新技术切实降低船舶碳排放，招商轮船VLCC船队正在建造1艘风帆实验船和1艘气泡减阻实验船，目前在建VLCC为6艘。

干散货船队各项深度整合工作深入推进，管理体系进一步融合，整合协同效益日渐凸显。随着32.5万吨VLOC新船陆续交付，截至2020年末，招商轮船拥有和控制的VLOC达到33艘（含参股、不含订单），船队规模稳居世界第一，船队运营持续保持安全、稳定。2020年，受疫情影响，干散货航运市场持续低迷，租金和运价大幅下降，虽然VLOC

船队收益稳定，但其他船型经营效益总体低于预期。此外，招商轮船干散货船队专业船队建设朝着散、杂兼用方向发展，2020年，经董事会批准，招商轮船订造4艘62,000吨级新型多用途船，提升散杂联动、全球航线的经营能力。

滚装船队方面，2020年招商轮船滚装船队共完成滚装运量109.8万辆，同比下降4%，其中沿海与长江分别完成66.3万辆和43.5万辆，同比分别+0.1%和-8%。运量下降主要是受一季度疫情影响，二季度起在国内汽车产销稳步恢复的背景下，滚装船对开发新市场、新客户与优化运输组织双措并举，滚装运量显著上升。此外，2020年滚装船队顺应汽车行业变革趋势，积极拓展新能源客户，完成承运广汽埃安、特斯拉、小鹏、威马、蔚来等新能源汽车2.06万辆。

表 16: 2020 年招商轮船船队货运量情况 (万吨)

船队	货运量	同比 (%)
油轮船队	7,401	-2.42
干散货船队	7,754	0.98
LNG 船队	2,266	9.09
滚装船队	1,098	-3.91
合计	18,518	1.00

注：干散货船队货运量含杂货；因四舍五入，合计数存在尾差。

资料来源：招商轮船年报，中诚信国际整理

2020年，招商轮船实现营业总收入180.73亿元，较经追溯调整2019年营业总收入²同比减少2.88%，主要系受到干散货运输收入下降以及2020年合并收购招商局能源贸易有限公司后外部油品贸易业务收入减少等影响。

2021年，招商轮船预计新接30万吨级VLCC原油轮2艘、32.5万吨级VLOC散货船1艘、3,800车位滚装船2艘，继续适时调整更新、优化VLCC船队和干散货船队运力，相关计划拟根据市场变化情况灵活推进或调整，船队质量和有效运力将持续提升。资本支出方面，招商轮船未来三年的资本性开支预计121.40亿元，其中2021~2023年分别为32.60亿元、47.80亿元和41.00亿元；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。

原中外运长航下属公司中国经贸船务有限公司（以下简称“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年一季度，招商轮船完成对中外运航运（控股）有限公司（以下简称“中外运航运”，经贸船务全资子公司）下属Double Strong International Limited、Marine Peace Shipowning Limited、Sinotrans Ship Management Limited以及经贸船务下属中外运航运（北京）有限公司的收购及交割手续，中外运航运从事国际干散货运输业务相关资产被纳入招商轮船合并范围，交易总价为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，通过此次收购，招商轮船的干散货船队规模大幅增加，经营能力进一步增强，LNG运输业务的实力也将得到提升。

长航集团是内河最大的骨干航运企业集团，截至2020年末，长江航运自有运输船舶319艘，179万载重吨，其中干散货船149艘、124万载重吨，液货危险品船137艘、39万载重吨，集装箱船33艘、16万载重吨、1.07万TEU，另通过连续航次租船等方式使用社会运力204余万载重吨。长江航运的原重油运输保持行业主导地位，市场占有率达93%。集装箱运输在长江上游市场份额第三，长江中游市场份额第五，南京以下内贸集装箱运输市场份额约为25%左右，是南京以下最大纯内贸驳船运输企业。

总体来看，跟踪期内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。经过资产重组和资本运作，公司航运板块已

及上年同期数据进行了追溯调整。

² 2020年招商轮船与部分公司合并前后均受招商局集团控制，招商轮船对交易形成的同一控制下合并以前年度相关财务报表年初数据，以

经形成“油散气特”全业态的业务格局，运输航线遍布全球，现正积极打造数字轮船，建设智慧航运，创建“新海辽”轮标杆船舶，打造世界一流航运企业。

2020年中国外运各业务板块持续发展，服务网络和物流资源优势明显，完成KLG集团收购，经营模式进一步扩张

物流业务方面，公司全资子公司招商局物流集团有限公司（以下简称“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份有限公司（以下简称“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外运发展，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，服务网络覆盖全国，遍及全球主要经济带，全球第三方物流和货运代理服务分别位居全球第八名和第四名。截至2020年末，中国外运共有境内企业1,100余家，全国网络分布于32个省、自治区、直辖市以及香港地区，拥有超过千万平方米的土地资源、400余万平方米仓库、10个内河码头及4,000余米岸线资源并租赁运营约300万平方米仓库资源；自有海外网络已覆盖34个国家和地区，拥有65个全球经营网点。中国外运主营业务包括专业物流、代理及相关业务和电商业务三大板块。

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。

代理及相关业务方面，作为中国最大的货运代理公司，中国外运拥有覆盖全国、辐射全球的庞大服务体系，代理及相关业务主要包括海运代理、空运代理、铁路代理、船舶代理、仓储及码头等服务。具体来看，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70多个主要贸易国家和地区的全程供应链物流服务；中国外运作为国内领先的空运货物运输代理企业，拥有丰富的操作经验，与国内外重点航空公司、核心海外代理和国内物流服务商建立了稳定的战略合作关系，通过空运通道布局集中掌控38条亚洲线、美洲线、欧洲线运力资源；中国外运是国内领先的铁路货代服务商，可为客户提供散杂货和集装箱等多种方式的铁路运输和信息服务，目前跨境班列自营平台在长沙、东莞、深圳、沈阳、新乡、威海、西安等地累计开通线路40余条，（其中周班常态运行11条），累计发运4,400余列，并与国内其他班列平台合作，以包舱包列等形式参与跨境班列业务；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，为船舶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；此外，中国外运可为客户提供货物储存及装拆箱、货物装卸、发运、分拨配送等相关仓码服务，其拥有丰富的仓库和集装箱场站资源，并在广东省及广西省拥有10个自营内河码头，是其提供优质、高效的货运代理和综合物流服务的重要依托。

电商业务方面，中国外运经营跨境电商物流业务及物流电商平台，2020年跨境电商物流进出口业务量大幅增加，目前已发展到11条线路、43个航线产品，同时进一步加强电商口岸能力建设，进一步提升电商业务枢纽分拣操作功能，并完善跨境电商物流系统功能建设；物流电商平台已开发并上线了欧亚、东南亚、中日韩、南亚和亚非5条全链路数字化产品，以及55条覆盖欧洲、日韩、东南亚水铁联运产品，中国外运打造的物流电商公共平台——运易通

平台月均活跃企业 8,650 家，日均页面访问量达到 60,500 次，公共交易金额(不包括中国外运)达 10.23 亿元，2020 年实现运输业务交易额同比增长 182%。

海外布局方面，2020 年，中国外运完成 KLG 集团 100% 股权的收购，深化欧洲网络建设，加大与现有业务的协同与融合，2020 年 KLG 集团克服欧洲疫情带来的严重不利影响，累计实现收入约 15.8 亿元人民币，经营利润约 1.8 亿元人民币；2020 年，中国外运新设蒙古、乌兹别克斯坦、埃塞俄比亚和阿联酋 4 家海外机构，启动日本、韩国、澳大利亚机构整合，完成迪拜约 2 万平方米的海外仓改造，提升跨境电商运营能力。资产布局方面，2020 年中国外运将中外运物流投资控股有限公司作为战略性物流资源、新建物流设施的统一投资主体，逐步实施“轻重资产分离”，同时上海临港项目和北京物流基地等项目也取得积极进展。

招商公路控股高速公路均为国高网路产，区域优势明显，2020 年上半年，受疫情及收费公路免通行费等因素影响，招商公路控股路产通行费收入及对参

股路产的投资收益均产生较大降幅；下半年以来，随着疫情的有效控制，路产运营情况逐步好转，全年控股路产通行费收入降幅在预期以内

招商局集团公路业务主要通过控股子公司招商局公路网络科技控股股份有限公司（简称“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 2020 年末，招商公路投资经营的路产总里程达 10,963 公里，权益里程为 3,176 公里，管理里程达 1,824 公里。2020 年，招商公路无新增控股路产；同期末，招商公路合并范围内控股高速公路项目仍为 12 条，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。

表 17：截至 2020 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 年
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	2010.8	51%	2002~2030 年
北仑港高速	北仑站-大朱家段；宁波东站-姜山站连接线段	国高网	51.43	2012.8	100%	1998~2027 年
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	2014.9	100%	2011~2040 年
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	2015.9	100%	2008~2037 年
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 年
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 年
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	2016.5	100%	2008~2038 年
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 年
渝黔高速	起于重庆市江北童家院子立交，止于綦江县崇溪河	国高网	90.42	2018.4	60%	2007~2037 年
沪渝高速	主线涪陵龙桥互通至绕城东互通；连接线茶店互通至麻柳嘴互通	国高网	84.33	2018.4	60%	2013~2043 年
毫阜高速	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	2018.7	100%	2006~2036 年
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。

2020年上半年，因疫情防控，高速公路客、货运需求同比大幅下滑；同时，为落实我国疫情防控要求，交通部印发了《关于疫情防控期间免收收费公路车辆通行费的通知》，招商公路自2020年2月17日至5月6日暂停收取通行费79天。受此影响，

2020年上半年招商公路通行费收入同比降幅较大。2020年下半年，随着国内疫情得到有效控制及恢复收取通行费，招商公路通行费收入较上年有所增长。2020年，招商公路控股路产实现通行费收入39.33亿元，日均车流量184,176辆，同比分别下降21.27%和16.96%。同期，除九瑞高速和阳平高速通行费收入同比小幅增长外，招商公路其他路段通行费收入同比均有所下降。

表 18：2018~2020 年招商公路控股路产经营情况（万元、辆）

路段名称	2018		2019		2020	
	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	66,171	19,773	64,838	18,659	38,821	13,804
甬台温高速	139,932	35,510	143,771	38,217	107,927	29,743
北仑港高速	39,735	34,857	40,578	36,300	30,678	28,816
九瑞高速	11,148	7,112	12,020	8,166	12,139	7,914
阳平高速	11,757	10,054	13,700	11,856	13,704	11,857
桂阳高速	19,964	12,792	22,049	14,184	19,281	12,085
桂兴高速	25,629	14,215	29,403	16,380	23,988	15,018
灵三高速	6,842	6,489	7,993	7,937	6,039	6,228
鄂东大桥	31,082	22,563	32,116	23,308	26,329	18,333
渝黔高速	46,006	18,583	48,844	18,248	42,832	15,683
沪渝高速	46,190	16,657	47,819	17,196	37,829	14,350
毫阜高速	34,223	10,128	36,402	11,334	33,693	10,345
合计	478,679	208,733	499,533	221,785	393,260	184,176

资料来源：招商公路提供，中诚信国际整理

道路养护方面，招商公路采取了以防护性养护为主的政策，以减少高速公路的大中修次数。2018~2020年，招商公路公路费用化养护支出分别为2.67亿元、2.27亿元和2.08亿元，呈逐年下降趋势。

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。2020年，招商公路收购了诸永高速35%的股权。同期，招商公路

原参股的贵黄高速于2020年1月1日零时起停止收费，被政府回购。截至2020年末，招商公路对贵黄公路合营公司的长期股权投资期末余额为1.05亿元。截至2020年末，招商公路共投资参股19家收费公路公司，其中12家为A股上市公司。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）。2020年，招商公路实现参股路产投资收益16.18亿元，较上年减少16.45亿元。

表 19：截至 2020 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	16.29%	交通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、京福高速山东段
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	成渝高速四川段

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%	桥隧和公路运营、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：公司提供，中诚信国际整理

海外并购方面，2019年12月，招商公路牵头联合招商局集团旗下海外战略性投资平台招商局联合发展有限公司、浙江沪杭甬高速公路股份有限公司、江苏宁沪高速公路股份有限公司、四川成渝高速公路股份有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司组成投资联合体拟共同收购土耳其伊斯坦布尔第三大桥和北部高速及其运营养护公司51%的股权和股东贷款。伊斯坦布尔是土耳其经济中心城市，伊斯坦布尔第三大桥及北环高速公路横跨博斯布鲁斯海峡，是连接欧亚大陆的唯一陆路货运通道，且紧邻土耳其最大的国际机场，是机场高速公路的重要组成部分。项目进展方面，目前招商公路已牵头联合体成员与土耳其IC控股集团签约，且该项目已完成中国和土耳其两国政府相关部门的备案和审批，其他交割相关手续正在办理中。中诚信国际将持续关注本次海外并购进展及其对招商公路后续运营的影响。

中诚信国际关注到，自疫情爆发以来，受出行限制、交通管制、企业延迟复工等各项免收车辆通行费政策的影响，2020年上半年招商公路高速公路通行费收入规模及投资收益短期内受到了一定冲击。但随着疫情得到有效控制，企业复工复产，招商公路高速公路运营情况于2020年下半年得到好转，较大地减轻了上半年受到的负面影响。

公司在金融板块实现了“4+N”业务布局，涵盖银行、证券、保险、直投、多种金融（融资租赁、不良资产管理）等领域，打造全牌照、全生命周期的综合金融服务平台

直接投资方面，2012年，招商局集团成立招商局资本投资有限责任公司（以下简称“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2020年末，其主动管理48支人民币基金和美元基金，管理总资产折合人民币2,800多亿元，投资范围涉及基础设施（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、装备机械、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，招商创投是招商局集团以投资推进产业与创新科技融合的企业风险投资平台，专注在招商局产业价值链上发现、培育、整合产业科技创新类项目。截至2020年末，招商创投已布局26支子基金和超过100个创新项目，管理资产规模118亿元。

保险业务方面，2017年6月30日，招商局仁和人寿保险股份有限公司（以下简称“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，截至2021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。2020年招商仁和人寿保费规模达到116.28亿元人民币，已在广东省、江苏省和河南省实现机构布局。

多种金融业务方面，2016年11月8日，招商局通商融资租赁有限公司（以下简称“招商租赁”）揭牌，2020年招商租赁继续贯彻集团产融协同战略，协助工业去库存持续推进，服务范围不断扩展，合

作板块由海工航运扩展至港口、物流、贸易、公路等多个板块。截至 2020 年末，招商租赁资产规模 371.99 亿元，2020 年实现拨备前利润 5.20 亿元，同比增幅较大。不良资产经营业务是深圳市招商平安资产管理有限责任公司（以下简称“招商平安资产”）最基础的业务，招商平安资产通过创新金融手段，拓宽资金渠道，收购（投资）金融和非金融机构不良资产。对于收购的不良资产，招商平安资产进行分类管理处置：对低效无效资产，采用快速处置渠道和方式，尽快变现；对具有发展潜力的资产，通过再投资、重组的方式，实现价值增值。

金融科技方面，2017 年 11 月，招商局金融科技有限公司（以下简称“招商金科”）注册成立。招商金科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。招商金科利用科技建立强大的金融服务平台，支持风险管控能力和财富管理能力建设。同时，招商金科也是招商局集团数字化承建单位，助力集团数字化转型与创新。

持续推进“轻型银行”战略转型，坚持“一体两翼”定位，招商银行零售金融业务与批发金融业务均实现稳定增长

截至 2020 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 2020 年末，招商银行境内外分支机构逾 1,800 家，拥有 6 家境外分行和 2 家境外代表处。2020 年招商银行坚持“轻型银行”战略转型和“一体两翼”战略定位，实现营业收入 2,904.82 亿元，同比增长 7.70%；实现归属于股东净利润 973.42 亿

元，同比增长 4.82%。跟踪期内，招商银行坚持从严资产分类、充分暴露风险的管理策略，截至 2020 年末，不良贷款余额增加、不良贷款率下降，关注类贷款余额和占比均下降。其中，不良贷款余额 536.15 亿元，较上年末增加 13.40 亿元，不良贷款率 1.07%，较上年末下降 0.09 个百分点；关注类贷款余额 407.16 亿元，较上年末减少 118.74 亿元，关注贷款率 0.81%，较上年末下降 0.36 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。2020 年，零售业务继续保持较快增长，零售客户数 1.58 亿户（含借记卡和信用卡客户），较上年末增长 9.72%，零售客户存款余额 18,933.70 亿元，较上年末增长 13.45%，存款余额位居全国中小型银行第一（中国人民银行统计数据），保持了领先的行业地位，私人银行、财富管理、信用卡、零售贷款业务亦保持稳定增长态势。2020 年，招商银行零售金融业务税前利润 635.60 亿元，同比下降 2.45%，主要原因是本期计提的信用减值损失较多；零售金融业务营业收入 1,551.08 亿元，同比增长 8.80%，占招商银行营业收入的 57.92%，其中，零售净利息收入 1,028.73 亿元，同比增长 8.08%；零售非利息净收入 522.35 亿元，同比增长 10.25%。2020 年，招商银行实现零售财富管理手续费及佣金收入 258.40 亿元，同比增长 32.83%；实现零售银行卡手续费收入 193.93 亿元，同比增长 0.29%。

此外，招商银行积极打造市场领先、特色鲜明的批发金融业务，其综合化金融服务，投资银行、交易银行、资产托管、资产管理、票据、金融市场等战略性业务新动能不断培育壮大，专业服务能力获得市场和客户的认可。截至 2020 年末，招商银行的客户 223.32 万户，较上年末增长 6.42%，建立了战略客户、机构客户、小企业客户、同业客户、连客户等分层分类、专业专注的对公客户服务体系。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。2020 年，招商银行实现批发金融业务税前利润 507.67 亿元，同比增长

12.70%；批发金融业务营业收入 1,170.39 亿元，同比增长 6.49%。其中，批发金融业务净利息收入 810.75 亿元，同比增长 9.23%；批发金融业务非利息净收入 359.64 亿元，同比增长 0.79%。

表 20：2018~2020 年招商银行经营情况（亿元）

	2018	2019	2020
营业收入	2,485.55	2,697.03	2,904.82
净利润	808.19	934.23	979.59
总资产	67,457.29	74,172.40	83,614.48
贷款及垫款总额	39,330.34	44,906.50	50,291.28
总负债	62,021.24	67,995.33	76,310.94
客户存款总额	44,006.74	48,444.22	56,283.36
资本净额（高级法）	6,418.81	7,159.25	8,212.90
不良贷款率（%）	1.36	1.16	1.07

资料来源：招商银行财务报告

总体来看，2020 年，招商银行坚定不移地推进“轻型银行”战略转型和坚持“一体两翼”定位，零售金融业务与批发金融业务均实现了稳定增长。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。

公司证券业务结构均衡，积极推进各业务条线协同合作，多个业务领域均位于行业前列，行业地位突出，品牌认可度高

公司证券业务由招商证券股份有限公司（以下简称“招商证券”，股票代码：HK.06099）负责运营，截至 2020 年末，公司持有招商证券 44.16% 的股份。截至 2020 年末，招商证券在北京、上海、广州、深圳等城市设有 12 家分公司和 259 家证券营业部，并通过招商证券国际有限公司在香港特别行政区，以及英国、新加坡、韩国等地设有子公司，已构建起国内国际一体化的综合证券服务平台，连续 13 年保持 A 类 AA 级分类监管评级，树立了合规经营的典范。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：招商期货有限公司（以下简称“招商期货”）、招商致远资本投资有限公司（以下简称“招商致远”）、招商证券投资有限

公司（以下简称“招商投资”）、招商证券资产管理有限公司（以下简称“招商资管”）以及招商证券国际有限公司（以下简称“招证国际”）；主要参股了博时基金管理有限公司（以下简称“博时基金”）以及招商基金管理有限公司（以下简称“招商基金”），其中招商证券持股 49% 的博时基金是目前我国资产管理规模最大的基金公司之一。截至 2020 年底，博时基金管理资产总规模逾 1.33 万亿元人民币，其中，剔除货币基金与短期理财债券基金后，博时基金公募资产管理总规模逾 4,012 亿元人民币。

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客户综合服务。2020 年，招商证券采取线上线下营销服务双轮驱动，积极对冲疫情的冲击，通过升级财富管理计划服务，持续提升客户体验。2020 年招商证券实现财富管理和机构业务收入 115.98 亿元，同比增长 51.03%，主要因 2020 年 A 股股基交易量有大幅增长。

2020 年，招商证券持续建设“以客户为中心”的财富管理生态圈，通过向财富管理客户提供全方位金融服务，实现财富管理转型升级。招商证券财富管理业务聚焦产品、团队与系统建设，推出“私募 50”和“公募优选”产品池，打造产品超市；推进财富顾问团队质效提升，通过向高净值客户提供产品定制、高端品牌活动等顾问式服务，提升客户粘性，打造财富顾问专业品牌；加大金融科技的应用，创新推出招商证券财富+小程序，为财富顾问打造专属理财室，提升财富顾问营销能力，通过小程序销售金融产品规模超过 17 亿元；推出“招财智投”智能投顾，为客户提供个性化、多元化、场景化的一键式资产配置服务。2020 年，招商证券股票基金交易量 18.26 万亿，同比增长 68.45%；市场份额 4.25%，同比上升 0.16 个百分点；代理买卖证券业务净收入排名行业第 2³；代销金融产品规模为

³ 报告中涉及的 2020 年度行业排名，如无特别说明，均来自于招商证券 2020 年度报告。

11,250.58 亿元，同比增长 34.79%。

表 21：2018~2020 年经纪业务开展情况

	2018	2019	2020
营业部数量（家）	249	258	259
股票基金交易量（万亿元）	7.50	10.84	18.26
股票基金交易量市场份额(%)	3.95	4.09	4.25
销售金融产品规模（亿元）	7,541.19	8,346.85	11,250.58

资料来源：招商证券，中诚信国际整理

投资银行业务作为招商证券传统业务之一，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、财务顾问业务等。2020 年，招商证券以打造“现代化”投行为目标，积极推动投行各项转型举措落地实施。招商证券推动以全平台协同的模式围绕战略性新兴产业、优质科技创新企业提供一站式的综合金融服务；继续加快专业化转型，深度聚焦半导体、生物医药和交通物流等重点行业，深耕京津冀、长三角、粤港澳大湾区等重点区域；完善客户营销服务体系、加强客户经理制建设，积极开拓央企等大型战略客户；加强投行内控机制建设，提高投行业务执业质量。2020 年，招商证券实现投行业务收入 20.69 亿元，同比增长 16.31%，主要系招商证券 IPO 业务收入增长较多。

表 22：2018~2020 年招商证券股票和债券主承销情况

	2018	2019	2020
股票承销业务			
主承销家数（家）	15	24	40
其中：首次公开发行	8	12	17
再融资发行	7	12	23
发行金额（亿元）	181.46	270.57	540.18
其中：首次公开发行	78.76	141.96	142.66
再融资发行	102.71	128.60	397.52

表 23：2018~2020 年末公司投资组合情况（单位：亿元、%）

	2018		2019		2020	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券类投资	1,106.26	73.59	1,474.11	76.45	1,612.77	70.93
股票（含融出证券）	150.08	9.98	201.42	10.45	279.10	12.27
基金	207.51	13.80	161.25	8.36	155.58	6.84
银行理财产品	4.60	0.31	22.27	1.15	11.61	0.51
证券公司资产管理计划	11.89	0.79	10.80	0.56	16.11	0.71
信托计划	0.00	0.00	12.39	0.64	21.73	0.96
其他	23.00	1.53	46.08	2.39	176.79	7.78

债券承销业务			
主承销数量（支）	709	878	1,237
发行金额（亿元）	4,632.05	4,104.24	4,125.39
并购及财务顾问业务			
并购及财务顾问业务净收入（亿元）	3.28	2.86	2.00

注：以上数据均经四舍五入处理，故单项数和数与合计数存在尾差。

资料来源：招商证券，中诚信国际整理

招商证券投资管理服务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。2020 年招商证券投资管理服务业务实现营业收入 15.33 亿元，同比减少 14.17%，主要系招商证券私募股权投资收益同比下降。

招商证券投资及交易业务包括权益类、固定收益类证券、外汇及其他金融产品投资及交易。固定收益投资方面，招商证券秉承稳健的投资理念，加强宏观研究、市场研判及风险排查，稳步扩大投资规模，丰富交易策略，积极运用各类衍生品开展中性策略交易，加强金融科技赋能，投资收益率显著跑赢市场基准；权益投资方面，在市场行情较好的情况下，招商证券适当加大股票投资规模，同时在严格控制风险的基础上积极进行波段操作，持续加强研究能力建设，增进各策略的稳定性，取得了较好的收益。截至 2020 年末，招商证券金融投资资产账面价值为 2,273.70 亿元，较上年末增长 17.91%；其中债券类投资、股票和基金的账面价值分别为 1,612.77 亿元、279.10 亿元和 155.58 亿元，分别同比增长 9.41%、38.56% 和下降 3.52%。

合计	1,503.34	100.00	1,928.33	100.00	2,273.70	100.00
-----------	-----------------	---------------	-----------------	---------------	-----------------	---------------

注：以上数据均经四舍五入处理，故单项数和数与合计数存在尾差。

资料来源：招商证券，中诚信国际整理

招商证券衍生投资业务积极运用各类金融工具及衍生品通过量化、对冲的方式开展市场中性交易业务，在低风险的前提下获得稳定收益。目前主要开展做市、场外衍生品、量化自营等业务。2020年，招商证券做市业务积极申请新业务资格，新增做市标的 66 个，做市产品数量及业务竞争力均居行业前列。场外衍生品业务持续提升产品竞争力，交易标的覆盖境内外股票、指数、商品等各类资产，业务规模增长迅速；量化自营业务准确捕捉市场波动产生的机会，为招商证券带来稳定收益。

外汇业务方面，招商证券已组建专业的外汇交易团队，积极开展即期、远期、掉期、期权等各类外汇交易，同时入围“2020 年度银行间人民币外汇市场 ESP（可执行持续报价，Executive Streaming Price）交易 10 强”、“2020 年度银行间人民币外汇市场 100 强”。

另类投资方面，招商证券稳妥推进科创板项目战略配售投资，并积极拓展股权投资及金融产品投资等业务。股权投资业务以国家战略新兴产业为主线，重点关注芯片半导体、科技互联网、医疗健康、新能源新材料等领域内具备核心竞争力的优质企业，并持续利用券商平台优势为被投资企业提供增值服务，全年股权投资金额 33.6 亿元。

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，2020 年招商蛇口销售业绩保持快速增长

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。

招商蛇口社区开发与运营业务系招商蛇口收入贡献最大的业务板块，其项目主要分布在沿海经济发达城市和中西部高铁沿线城市集群，深耕发展准一线及二线城市，机会参与三、四线城市。

项目开发方面，招商蛇口整体保持较快的开发节奏，2020 年新开工面积较上年小幅减少，但新开工面积始终大于当期对应的竣工面积，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：近年来招商蛇口房地产业务开发开工情况

指标	单位：万平方米			
	2018	2019	2020	2021.Q1
新开工面积	1,082	1,486	1,356	318
竣工面积	499	1,021	1,096	140
期末在建面积	2,273	2,764	3,093	3,563

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。2018~2020 年，招商蛇口全口径签约销售金额年均复合增长率达 27.57%，2020 年实现全口径签约销售金额 2,776.08 亿元，根据 2020 年克而瑞中国房地产企业排行榜，招商蛇口全口径签约销售金额排名提升至第 10 位。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。另 2021 年一季度，招商蛇口实现全口径签约销售金额 723.20 亿元，同比增加 100.26%。

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，招商蛇口结算均价有所波动。

表 25：近年来招商蛇口房地产业务销售及结算情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2018	2019	2020	2021.Q1
签约销售面积	827.35	1,169.44	1,243.53	314.30
签约销售金额	1,705.84	2,204.74	2,776.08	723.20
签约销售均价	20,618	18,853	22,324	23,296
结算面积	419.47	513.84	634.24	46.74
结算金额	808.15	894.36	1,168.62	95.58
结算均价	19,266	17,405	18,426	20,449

资料来源：招商蛇口提供，中诚信国际整理

从项目销售的区域分布来看，近年来招商蛇口销售区域分布有所变化，目前招商蛇口销售收入贡献以华东区域、江南区域和深圳区域为主。其中，华东区域始终为招商蛇口销售金额占比最高的区域，深圳系招商蛇口总部所在地和传统战略重心。具体来看，2020年招商蛇口销售金额排名前五的城市公司分别为深圳、杭州、上海、苏南和南京，占比分别为14.05%、11.82%、9.98%、9.59%和9.13%。此外，2020年，招商蛇口将原东南区域的厦门、漳州、福州等城市新划入华东区域，同时首次在海南区域取得销售业绩。

表 26：近年来招商蛇口房地产开发业务销售金额的区域分布情况

区域	2018	区域	2019	区域	2020	2021.Q1
华东	43.28%	华东	25.21%	华东	29.02%	35.84%
深圳	18.74%	江南	22.81%	江南	21.84%	33.09%
华中	16.39%	深圳	13.88%	深圳	18.06%	7.30%
华北	11.52%	华北	12.29%	华北	9.05%	4.76%
华南 (除深圳)	9.60%	华中	8.79%	西南	8.37%	7.14%
其他	0.46%	华南	7.92%	华南	7.94%	5.80%
-	-	西南	7.89%	华中	5.02%	4.56%
-	-	东南	0.92%	海南	0.36%	1.18%
-	-	海外	0.29%	海外	0.33%	0.34%
合计	100%	合计	100.00%	合计	100.00%	100.00%

注：1、上表中深圳区域包括深圳、东莞和汕头；2、其他包括香港、新西兰和园区事业部；3、2017年不含资产处置和股权转让收入。

资料来源：招商蛇口提供，中诚信国际整理

招商蛇口在核心一二线城市拥有大量优质项目资源；此外，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有益补充

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 27：近年来招商蛇口土地储备情况

单位：个、万平方米、元/平方米、亿元

指标	2018	2019	2020	2021.Q1
当期新拓展项目	80	79	98	20
当期新增土地储备建筑面积	1,357	1,423	1,625	213
当期新增土地平均成本	7,030	6,861	9,357	15,909
当期地价支出金额	954	976	1,520	339

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

近年来招商蛇口保持较大土地获取力度，新增土地储备建筑面积和土地支出金额均持续增长，2020年新增土地城市能级有所提升，土地平均成本有所增加。其中，2020年全年招商蛇口新增项目98个，扩充项目资源1,625万平方米，权益面积1,045万平方米。招商蛇口新获取项目二线城市居多，按规划计容建筑面积计算，一线城市占比5.86%，二线城市占比54.84%，三四线城市占比38.31%，香港及海外地区占比1.00%。具体来看，2020年新增土地储备建筑面积排名前五的城市主要位于成都、武汉、合肥、太原和东莞，占比分别为10.97%、8.71%、5.28%、4.84%和4.52%。此外，2021年一季度，由于招商蛇口新增土地储备主要位于上海、深圳、南京、杭州等土地成本较高区域，当期新增土地平均成本有所上升。

截至2020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⁴为 5,299.89 万平方米，其中权益口径项目储备总建筑面积为 2,986.74 万平方米。从城市能级分布来看，其中一线城市占比 10.14%，二线城市占比 47.10%，三线及三线以下城市占比 42.06%，香港及国外占比 0.71%，招商蛇口在核心一二线城市拥有大量优质项目资源。具体来看，其中建筑面积前五大城市为昆明、深圳、武汉、南京和成都，占比分别为 7.98%、5.74%、5.57%、4.91% 和 4.73%。总的来看，目前招商蛇口的项目开发规模体量较大，在对招商蛇口业绩形成强有力支撑的同时亦对招商蛇口的资金支出提出较高要求。

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⁵，招商蛇口在前海区域的土地权益已明确。截至 2020 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 2020 年末，其拥有 387.46 万平方米的项目储备未开工⁶。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。

投资性物业为招商蛇口贡献稳定增长的现金流，同时收购招商积余或将进一步提升其物业管理市场竞争力

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理业务，此外还涵盖了招商蛇口物业管理业务。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。2020 年招商蛇口园区开发与运营实现收入 282.30 亿元，同比大幅增长 126.28%，主要系深圳前海启动区一期、深圳太子湾滨海大厦及湾海大厦、深圳国际会展中心（一期）配套商业等园区项目大额结转，以及物业管理业务规模扩大所致。

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 2020 年末，招商蛇口目前在国内海南自由贸易港、粤港澳大湾区、长三角等区域以及海外“一带一路”重要节点拥有 13 个产业新城项目，占地 300 平方公里；拥有网谷、意库和智慧城三个产品线下 27 个特色产业园区，规划建筑面积 403 万平方米；园区内还具备创新孵化基地招商创库，目前运营期项目 5 个，建筑面积 1.46 万平方米。

此外，截至 2020 年末招商蛇口拥有常熟琴湖小镇一级开发项目、招商局漳州开发区有限公司和双鱼岛等 3 个土地一级开发项目，规划平整土地面积合计 2,232.83 万平方米，累计平整土地面积 2,080.50 万平方米。

物业租赁方面，2018~2020 年末，招商蛇口拥有可出租的土地面积分别为 202.81 万平方米、153.85 万平方米和 149.18 万平方米，近年来招商蛇口土地出租率保持在 93% 以上；2018~2020 年，招商蛇口土地出租收入分别为 1.26 亿元、1.09 亿元和 1.24 亿元，近年来招商蛇口期末累计已出租面积不断减少，但出租单价呈上升趋势，土地出租收入有所波动。

投资性物业方面，2018~2020 年末，招商蛇口拥有的可出租投资性物业面积分别为 311.74 万平方米、364.93 万平方米和 413.65 万平方米，涵盖公寓、住宅、别墅、写字楼、厂房、商铺及商业中心等多种业态，2018~2020 年，招商蛇口分别实现出租收入 24.92 亿元、28.25 亿元和 28.93 亿元，总体

⁴ 项目储备总建筑面积=规划计容建筑面积-累计计容竣工面积

⁵ 为满足前期启动项目一期及前海深港文创新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。

⁶ 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，推进前海土地的开发建设。

出租率分别为 86%、84% 和 82%，出租率有所下降主要系受整体经济环境波动及疫情影响所致。

酒店运营方面，招商蛇口酒店运营趋于成熟，截至 2020 年末，招商蛇口在深圳、北京、漳州、杭州、昆山等地拥有酒店客房 1,718 套。2018~2020 年，招商蛇口分别实现酒店运营收入 7.50 亿元、7.76 亿元和 5.11 亿元，其中 2020 年酒店业务客流量及入住率受疫情影响较大。另 2021 年 1~3 月，招商蛇口实现酒店运营收入 1.4 亿元。

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 2020 年末，招商蛇口合计持有招商积余 51.16% 的股权，为其控股股东⁷。截至 2020 年末，招商积余物业管理面积 1.91 亿平方米，其中非住宅类物业管理面积 0.95 亿平方米，住宅类物业管理面积 0.96 亿平方米。2020 年招商积余实现营业收入 86.35 亿元，同比增加 42.07%。另截至 2021 年 3 月末，招商积余物业管理面积 1.97 亿平方米，其中非住宅类物业管理面积 0.99 亿平方米，住宅类物业管理面积 0.98 亿平方米。2021 年 1~3 月，招商积余实现营业收入 22.11 亿元，同比增加 26.17%。

招商蛇口以蛇口母港商业模式在全国进行复制，在沿海城市积极拓展邮轮产业布局；目前邮轮产业建设与运营收入对招商蛇口营业收入贡献较小，同时受疫情影响，该业务经营短期内面临一定压力

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。2018~2020 年，迅隆船务实现经营收入 2.71 亿元、2.96 亿元和 0.63 亿元，2020 年营业收入大幅下降主要系受疫情影响，水上客运航次及客流同比大幅减少。另 2020 年 1~3 月，迅隆船务实现经营收入 0.18 亿元。

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。受到全球新冠疫情影响，2020 年 1 月下旬，邮轮港口的邮轮全部停航，从蛇口邮轮母港出发的部分客轮航线相继停航，邮轮业务暂停运营。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。2018~2020 年蛇口邮轮母港分别实现经营

⁷ 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。

收入 2.53 亿元、3.42 亿元和 0.68 亿元，受疫情影响，2020 年受疫情影响，邮轮母港收入大幅减少。另 2021 年 1~3 月，蛇口邮轮母港实现经营收入 0.16 亿元。2021 年 3 月，招商蛇口公告间接控股子公司招商局维京游轮有限公司（以下简称“招商维京游轮”）拟向维京游轮旗下子公司购买一艘船名为“VikingSun”的邮轮，交易金额为 4 亿美元（不含税），招商蛇口目前正在为 2021 年引轮做准备。总的来看，招商蛇口邮轮产业建设与运营业务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。

公司为国务院国资委直接管理的驻港大型企业集团，具备雄厚的竞争实力和极高的战略定位

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。2020 年，公司资产总额和净利润在央企中均排名第一，公司成为 8 家连续 16 年荣获国务院国资委经营业绩考核 A 级的央企之一。2020 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。

财务分析

以下分析基于公司提供的经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2020 年财务报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，各期财务报表均按照新会计准则编制。中诚信国际分析时将公司计入“应付短期融资款”中的短期融资券、短期公司债调至短期债务。各期财务数据均为当期财务报表期末数或当期数。

跟踪期内公司收入规模随各项业务的稳步发展及合并范围的增加而持续提升，整体保持较强的盈利能力

2020 年，公司营业总收入随各业务板块的稳步发展及合并范围的增加而持续提升，营业毛利率水平小幅下降。

房地产及相关业务方面，2020 年招商蛇口房地产销售业务结转规模以及物业管理业务规模扩大，使得板块收入规模有所提升；同期，受当年结转房地产项目限价等调控政策及结转产品类型不同的影响，2020 年招商蛇口社区开发与运营业务毛利率同比大幅下降，一定程度拖累板块整体毛利率水平。

物流及相关业务方面，2020 年中国外运业务稳步扩张，跨境电商物流、空运代理、班列等重点业务持续增长，完成 KLG 集团收购，上述因素推动板块收入持续增长。此外，中国外运以包机模式提前锁定部分运力，带动空运代理业务盈利能力大幅提升，加之跨境电商物流利润增长，亦推动当年板块整体毛利率回升。

航运及相关业务方面，2020 年得益于公司有效运力的持续增加和油轮 VLCC 市场整体优于同期，公司航运及相关业务收入小幅上升。航运板块毛利率水平易受运费率和船用燃油价格影响，2020 年以来船用燃油价格上涨导致板块毛利率有所下滑。

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，带动港口业务收入水平持续提升。受到新增并表子公司营业收入和营业成本波动影响，港口板块毛利率下降。

公路及相关业务方面，受新冠肺炎疫情疫情影响，公司上半年暂停收取通行费 79 天，公路及相关业务板块收入同比下降；同时，由于客流量减少及免收通行费时间较长，板块毛利率亦出现较大降幅。

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。受益于公司下属招商证券资本中介业务规模的提升，以及保险、融资租赁等多种金融业务的开拓与发展，推动 2020 年公司金融相关业务、利息保费、手续费及佣金收入均取得较好增长；且多数业务毛利率亦获得较好提升。

表 28：近年来公司营业总收入及毛利率情况（亿元、%）

营业收入	2018	2019	2020
房地产及相关	893.42	984.72	1,307.71
物流及相关	1,348.08	1,344.14	1,586.30
航运及相关	421.80	482.58	487.02
港口及相关	90.85	156.97	286.71
公路及相关	67.59	82.34	71.40
金融相关	20.47	51.75	58.38
利息	88.70	97.05	115.63
保费	28.86	105.98	117.41
手续费及佣金	78.10	88.31	128.83
营业总收入	3,037.84	3,393.84	4,159.38
营业毛利率	2018	2019	2020
房地产及相关	39.21	34.59	28.46
物流及相关	7.77	3.36	4.72
航运及相关	9.16	20.36	16.87
港口及相关	42.88	35.17	31.26
公路及相关	44.30	50.11	37.20
金融相关	24.11	11.10	40.56
利息	19.58	17.60	23.45
保费	15.38	9.43	3.73
手续费及佣金	78.89	69.10	73.75
营业毛利率	19.96	18.90	17.62

资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

期间费用方面，2020 年公司期间费用随着公司业务规模增长、合并范围的扩大及市场行情影响而保持增长，但总体来看，公司期间费用仍控制在较好水平。

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长期股权投资产生的投资收益。2020 年，整体收入规模的大幅扩张亦推升当期经营性业务利润。由于公司投资的联营、合营企业较多，长期股权投资产生的投资收益为公司利润的重要来源，主要来自招商银行、上港集团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，2020 年投资收益亦实现稳步增长。此外，2020 年公司计提较多存货跌价损失、其他应收款减值损失等对利润有所侵蚀。2020 年公司实现了经营性业务利润和投资收益的同比增长，推动当期利润总额稳步增加，由于同期公司收入与资产规模增幅较大，EBITDA 利润率、总资产收益率有所下降，但整体仍保持较强的盈利能力。

表 29：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1~3
期间费用合计	305.62	361.16	405.73	94.44
期间费用率	10.06	10.64	9.75	10.94
经营性业务利润	263.74	239.85	333.95	39.99
资产减值损失	81.66	103.10	139.05	1.30
投资收益	432.07	528.50	574.02	144.77
利润总额	611.41	719.81	800.20	178.18
EBIT	718.12	859.19	940.88	--
EBITDA	819.23	1,005.28	1,124.39	--
EBITDA 利润率	26.97	29.62	27.03	--
总资产收益率	5.53	5.15	4.52	--

注：资产减值损失含信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

招商局集团母公司主要行使管理职能和对外融资职能，未从事实体业务，无营业收入。期间费用以财务费用为主，主要系支付银行借款、债券等债务融资的利息所致。母公司利润来源主要为长期股权投资确认的投资收益，2020 年母公司实现较多公允价值变动收益亦对当期利润形成较好补充，利润总额、净利润均同比大幅增加。

表 30：近年来母公司盈利相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
管理费用	0.12	0.09	0.06	0.01
财务费用	13.35	15.78	14.90	3.30
经营性业务利润	-13.55	-15.89	-14.99	-3.30
投资收益	103.97	55.51	59.67	0.89
公允价值变动收益	-	-9.52	16.62	0.44
利润总额	88.92	28.50	60.87	-1.97
净利润	85.16	28.50	60.87	-1.97

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着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，债务融资规模进一步增加，但整体财务结构较为稳健

2020 年以来受公司各业务板块稳步发展及合并范围扩大的驱动，资产与负债规模相应增长。

流动资产方面，随着经营体量扩张、营运资金需求量上升以及金融相关业务的发展，公司账面货币资金亦保持较大规模，为公司提供了极强的流动性支持，截至 2020 年末，公司受限货币资金为 734.76 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。交易性金融资产主要包括公司投资的交易性债

权及交易性权益工具等，2020年末有所上升，由其确认的投资收益和公允价值变动收益能够对公司盈利形成一定补充。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，2020年末开发成本等科目增加推动存货总体规模进一步上升。非流动资产方面，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，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。投资性房地产主要为用于出租的房屋建筑物及土地使用权，随着招商蛇口投资物业规模的扩大而增长。公司账面固定资产主要为汽车及船舶、港口及码头设施等，2020年以来随折旧计提而下降。无形资产主要为土地使用权和收费公路特许经营权，随着收费公路合并范围增加、摊销计提等有所波动。

负债方面，为满足自身经营发展形成的资金需求，公司总债务规模持续扩张，截至2021年3月末增至6,612.34亿元，其中短期债务占总债务比重为40.63%，与公司业务匹配程度较高，债务结构较为合理。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，随其销售规模增加而增长。招商蛇口建筑工程款规模持续扩大，2020年末及2021年3月末，以合作公司往来款为主的其他应付款亦同比增加；此外，公司卖出回购金融资产款保持较高增速，主要为黄金掉期回购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保持增长。其中，得益于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；其他权益工具主要为公司发行的永续中期票据；随着合并范围的增加及非全资控股子公司利润的积累，少数股东权益大幅增长，且在所有者权益中占比较大。总体来看，公司资产负债率和总资本化比率波动较小，整体杠杆水平尚可，财务结构较为稳健。

表 31：近年来公司主要资产、负债及权益相关指标情况
(亿元、%)

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	1,572.50	1,976.84	2,460.90	2,497.36
交易性金融资产	1,072.14	1,560.46	1,973.10	2,292.03
存货	2,346.00	3,473.55	3,948.89	4,287.50
长期股权投资	2,821.96	3,286.84	3,724.12	3,855.35
投资性房地产	497.50	983.71	1,054.01	1,069.40
固定资产	1,109.31	1,932.80	1,919.24	1,894.71
无形资产	673.91	1,020.07	1,027.77	889.52
总资产	13,979.98	19,358.95	22,233.35	23,259.11
应付账款	475.32	636.02	840.60	792.50
预收款项	823.93	1,069.52	1,403.75	1,671.45
卖出回购金融资产款	618.97	1,005.57	1,203.59	1,276.40
其他应付款	756.30	957.68	1,077.05	1,128.38
短期债务/总债务	40.30	36.15	39.25	40.63
总债务	3,972.28	5,395.19	5,857.87	6,612.34
总负债	8,284.35	11,242.14	13,207.38	14,086.26
实收资本	169.00	172.00	176.00	176.00
其他权益工具	474.49	711.15	803.10	803.10
未分配利润	1,735.77	1,904.07	2,209.65	2,326.94
少数股东权益	2,534.37	4,584.58	5,047.13	5,100.50
所有者权益合计	5,695.62	8,116.81	9,025.97	9,172.85
资产负债率	59.26	58.07	59.40	60.56
总资本化比率	41.09	39.93	36.36	41.89

注：合同资产、合同负债分别计入存货、预收款项。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年，招商局集团母公司资产规模保持上升态势。具体来看，2020年以来母公司账面货币资金受投融资活动影响有所波动，但仍保持较大规模，截至2021年3月末为352.08亿元；其他应收款为关联方往来款，截至2020年末，第一大欠款方为公司下属深圳市招融投资控股有限公司（账面金额203.32亿元，占比48.97%），账龄在1年以内的其他应收款占期末总额比重为12.66%，但其款项回收较有保障，未计提信用损失准备；长期股权投资为公司对下属子公司投资，其规模较大，且保持上升态势。母公司债务以银行借款和公募债券为主，2020年随其偿还而有所下降，2021年以来随部分长期债务集中于一年内到期重分类影响，短期债务规模有所上升，但债务结构仍处于较合理水平。受益于较好的利润积累，2020年末母公司所有者权益进一步上升，财务杠杆比率处于较好水平。

表 32: 母公司主要资产、负债及资本结构 (亿元)

	2018	2019	2020	2021.1~3
货币资金	141.44	337.77	461.01	352.08
其他应收款	646.56	474.56	415.03	391.53
长期股权投资	629.68	637.73	670.85	670.85
总资产	1,516.84	1,587.51	1,637.42	1,604.82
短期债务	359.58	32.53	51.94	204.45
总债务	419.27	450.09	427.73	428.03
总负债	552.55	539.17	519.84	497.00
所有者权益合计	964.29	1,048.34	1,117.58	1,107.82
资产负债率	36.43	33.96	31.75	30.97
总资本化比率	30.30	30.04	27.68	27.87

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

公司债务规模持续增长, 但经营获现能力保持较强水平, 相关偿债指标表现尚可, 短期偿债压力可控

经营活动现金流方面, 2020 年公司整体保持了良好的销售回款能力, 且在金融业务的拓展下, 全年收取利息、手续费及佣金的现金同比增幅较大, 经营活动获现能力保持在较强水平; 投资活动现金流保持净流出状态, 其净流出规模主要受下属公司对联营、合营企业的投资以及招商证券投资支出等影响而有所波动; 筹资活动方面, 2020 年公司保持一定债务融资力度, 筹资活动现金流呈现持续净流入, 但其规模同比有所减少。

跟踪期内, 公司仍保持较大的债务规模, 经营活动净现金流、EBITDA 对总债务保障力度有限, 但能够完全覆盖利息支出; 此外, 公司账面保有较充足的货币等价物且拥有较大授信余额, 能够增强公司短期偿债能力。整体来看, 公司相关偿债指标表现尚可, 短期偿债压力可控。

表 33: 近年来公司现金流及偿债指标情况
 (亿元、%、X)

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	643.18	239.53	272.63	-397.09
投资活动净现金流	-786.48	-155.44	-147.55	-1.85
筹资活动净现金流	234.91	358.97	204.79	258.67
(CFO-股利)/总债务	7.18	-4.18	-2.48	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	4.14	1.30	1.32	--
总债务/EBITDA	4.85	5.37	5.21	--
EBITDA 利息覆盖系数	5.27	5.47	5.43	--
货币等价物/短期债务	1.66	1.82	1.94	1.79

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

招商局集团母公司未从事实体经营活动, 且为满足对外投资及子公司资金需求, 近年来保持一定债务规模, 但母公司外部融资能力极强, 且账面保有较大规模货币等价物, 其持有的上市公司股权亦可为母公司偿债提供较好保障。

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 2020 年末, 公司共获得各银行综合授信额度 6,414.18 亿元, 其中未使用额度 3,163.01 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 2020 年末, 公司受限资产账面价值合计 3,334.27 亿元, 占当期末总资产的 15.00%, 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 2020 年末, 公司对外担保形成的或有负债合计 398.79 亿元, 占当期末净资产的 4.42%, 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。

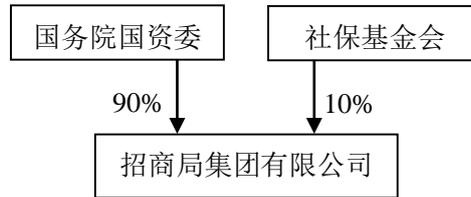
涉诉方面, 截至 2020 年末, 公司无重大未决诉讼仲裁事项。

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 2021 年 5 月 3 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。

评级结论

综上所述, 中诚信国际维持招商局集团有限公司主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 维持“20CMG1YA”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：招商局集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年末）



注：社保基金会 10% 股权划转事项尚未完成工商变更。

公司 2020 年纳入合并报表范围的主要子企业基本情况

序号	主要子公司名称	级次	合计持股比例 (%)	表决权比例 (%)
1	招商局轮船有限公司	二级	100.00	100.00
2	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	二级	63.98	63.98
3	招商局公路网络科技控股股份有限公司	二级	68.72	68.72
4	中国外运长航集团有限公司	二级	100.00	100.00
5	中国外运股份有限公司	二级	57.64	57.64
6	招商局集团财务有限公司	二级	100.00	100.00
7	招商局检测认证控股有限公司	二级	100.00	100.00
8	招商局集团（香港）有限公司	三级及以下	100.00	100.00
9	招商局漳州开发区有限公司	三级及以下	78.00	78.00
10	招商局能源运输股份有限公司	三级及以下	54.39	54.39
11	招商局工业集团有限公司	三级及以下	100.00	100.00
12	招商局海通贸易有限公司	三级及以下	100.00	100.00
13	招商局金融集团有限公司	三级及以下	100.00	100.00
14	招商证券股份有限公司	三级及以下	44.16	44.16
15	招商局仁和人寿保险股份有限公司	三级及以下	33.33	33.33
16	深圳市招商平安资产管理有限责任公司	三级及以下	51.00	51.00
17	招商局通商融资租赁有限公司	三级及以下	100.00	100.00
18	招商局港口集团股份有限公司	三级及以下	81.92	81.92
19	辽宁港口集团有限公司	三级及以下	51.00	51.00
20	招商局南京油运股份有限公司	三级及以下	27.47	27.47
21	招商局重庆交通科研设计院有限公司	三级及以下	100.00	100.00



资料来源：公司提供

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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	15,724,993.07	19,768,396.33	24,608,984.79	24,973,621.79
应收账款净额	2,034,255.58	2,437,213.84	2,331,945.69	2,955,714.16
其他应收款	7,440,774.30	8,888,867.13	11,376,347.54	12,097,279.95
存货净额	23,459,960.29	34,735,503.73	39,488,891.02	42,874,989.75
长期投资	36,306,558.79	43,230,964.28	45,761,193.07	44,758,685.23
固定资产	11,093,146.33	19,327,966.48	19,192,360.71	18,947,117.56
在建工程	1,257,067.45	4,675,378.52	4,539,569.54	4,626,843.32
无形资产	6,739,096.83	8,900,960.89	9,010,315.35	8,895,203.80
总资产	139,799,765.98	193,589,455.21	222,333,456.88	232,591,122.87
其他应付款	7,563,006.93	9,576,844.49	10,770,481.49	11,283,785.94
短期债务	16,008,823.14	19,502,669.54	22,989,584.96	26,868,292.50
长期债务	23,714,007.05	34,449,236.57	35,589,099.89	39,255,145.59
总债务	39,722,830.19	53,951,906.11	58,578,684.85	66,123,438.09
净债务	23,997,837.12	34,183,509.78	33,969,700.06	41,149,816.30
总负债	82,843,529.61	112,421,352.01	132,073,774.07	140,862,605.90
费用化利息支出	1,067,105.17	1,393,852.18	1,406,827.53	--
资本化利息支出	486,583.74	444,140.58	662,336.70	--
所有者权益合计	56,956,236.36	81,168,103.20	90,259,682.81	91,728,516.97
营业总收入	30,378,443.43	33,938,446.72	41,593,769.63	8,635,187.34
经营性业务利润	2,637,444.13	2,398,538.06	3,339,457.30	399,914.33
投资收益	4,320,725.83	5,285,031.13	5,740,196.26	1,447,689.78
净利润	4,868,152.43	5,909,664.37	6,639,762.82	1,576,704.39
EBIT	7,181,198.40	8,591,909.27	9,408,783.12	--
EBITDA	8,192,266.73	10,052,790.52	11,243,887.68	--
经营活动产生现金净流量	6,431,838.57	2,395,287.77	2,726,281.27	-3,970,858.75
投资活动产生现金净流量	-7,864,769.64	-1,554,432.10	-1,475,450.30	-18,545.06
筹资活动产生现金净流量	2,349,072.44	3,589,730.03	2,047,920.40	2,586,699.31
资本支出	1,776,821.44	1,705,445.78	1,509,512.62	439,841.37
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	19.96	18.90	17.62	14.29
期间费用率(%)	10.06	10.64	9.75	10.94
EBITDA 利润率(%)	26.97	29.62	27.03	--
总资产收益率(%)	5.53	5.15	4.52	--
净资产收益率(%)	8.95	8.56	7.75	--
流动比率(X)	1.32	1.39	1.39	1.43
速动比率(X)	0.90	0.90	0.95	0.97
存货周转率(X)	1.07	0.86	0.84	0.64*
应收账款周转率(X)	14.00	13.91	17.03	11.69*
资产负债率(%)	59.26	58.07	59.40	60.56
总资本化比率(%)	41.09	39.93	39.36	41.89
短期债务/总债务(%)	40.30	36.15	39.25	40.63
经营活动净现金流/总债务(X)	0.16	0.04	0.05	-0.24*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.40	0.12	0.12	-0.59*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.14	1.30	1.32	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	7.18	-4.18	-2.48	--
总债务/EBITDA(X)	4.85	5.37	5.21	--
EBITDA/短期债务(X)	0.51	0.52	0.49	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.27	5.47	5.43	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.62	4.67	4.55	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入“应付短期融资款”中的短期融资券、短期公司债券调至短期债务；3、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收款项，将研发费用计入管理费用，将应收款项融资中的应收票据调回应收票据，将信用减值损失计入资产减值损失；4、带*指标已经年化处理。

附三：招商局集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	1,414,441.73	3,377,745.76	4,610,063.94	3,520,754.27
应收账款净额	-	-	-	-
其他应收款	6,465,560.36	4,745,616.43	4,150,287.96	3,915,307.03
存货净额	-	-	-	-
长期投资	6,347,950.99	6,458,907.82	6,820,108.19	6,820,151.15
固定资产	-	7.02	4.80	4.24
在建工程	-	-	-	-
无形资产	86.66	89.68	71.76	67.28
总资产	15,168,402.17	15,875,079.09	16,374,159.83	16,048,192.65
其他应付款	1,290,190.80	677,425.05	869,657.05	642,759.32
短期债务	3,595,784.86	325,307.22	519,407.01	2,044,515.52
长期债务	596,964.86	4,175,559.15	3,757,935.50	2,235,788.97
总债务	4,192,749.72	4,500,866.37	4,277,342.51	4,280,304.49
净债务	2,778,307.99	1,123,120.61	-332,721.43	759,550.22
总负债	5,525,459.50	5,391,711.12	5,198,356.16	4,970,033.67
费用化利息支出	165,783.24	196,771.88	181,493.02	--
资本化利息支出	-	-	-	--
所有者权益合计	9,642,942.67	10,483,367.97	11,175,803.67	11,078,158.99
营业总收入	-	-	-	-
经营性业务利润	-135,477.37	-158,933.02	-149,916.96	-33,041.11
投资收益	1,039,683.31	555,118.56	596,684.83	8,897.27
净利润	851,589.81	285,012.06	608,727.50	-19,736.53
EBIT	1,054,989.18	481,783.94	790,220.52	--
EBITDA	1,054,998.92	481,804.47	790,240.66	--
经营活动产生现金净流量	-3,090,138.51	1,611,268.12	545,741.05	244,579.96
投资活动产生现金净流量	1,050,490.40	99,990.02	1,461,588.26	-991,328.55
筹资活动产生现金净流量	986,800.97	250,479.35	-773,443.56	-342,524.26
资本支出	42.73	23.09	3.20	0.50
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	--	--	--	--
期间费用率(%)	--	--	--	--
EBITDA 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	7.42	3.10	4.90	--
净资产收益率(%)	9.51	2.83	5.62	--
流动比率(X)	1.62	7.31	6.54	3.28
速动比率(X)	1.62	7.31	6.54	3.28
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	--
资产负债率(%)	36.43	33.96	31.75	30.97
总资本化比率(%)	30.30	30.04	27.68	27.87
短期债务/总债务(%)	85.76	7.23	12.14	47.77
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.74	0.36	0.13	0.23*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.86	4.95	1.05	0.48*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-18.64	8.19	3.01	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-104.09	-7.42	-10.04	--
总债务/EBITDA(X)	3.97	9.34	5.41	--
EBITDA/短期债务(X)	0.29	1.48	1.52	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.36	2.45	4.35	--
EBIT 利息保障倍数(X)	6.36	2.45	4.35	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司母公司口径“应付短期融资款”调至短期债务；3、带*指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	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-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-税金及附加-期间费用+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
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	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	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（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）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/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”。

附五：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	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。
AA	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。
A	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。
BBB	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。
BB	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	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。
CCC	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。
CC	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。
C	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
AAA	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。
AA	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。
A	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。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	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	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	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
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。