



招商局蛇口工业区控股股份有限公司 公司债 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0205 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 5 月 18 日

本次跟踪发行人及评级结果	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	AAA/稳定
---------------------	------------------	--------

本次跟踪债项及评级结果	“18 蛇口 03”、“19 蛇口 01”、“19 蛇口 03”、“20 蛇口 01”、“21 蛇口 01”、“21 蛇口 02”、“21 蛇口 03”、“21 蛇口 04”、“22 蛇口 02”、“22 蛇口 03”和“22 蛇口 04”	AAA
--------------------	--	-----

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“招商蛇口”或“公司”）股东实力雄厚及对公司强有力的支持、丰富的社区和园区综合开发运营经验、优质且充足的土地储备资源和经营稳健、财务杠杆比率较低且融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到房地产行业政策变化对公司经营提出更高挑战以及非经常性损益项目波动等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，招商局蛇口工业区控股股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。
可能触发评级下调因素：行业地位发生显著不利变化，土地储备激进导致杠杆比例大幅上升，盈利能力明显下滑，现金流平衡能力严重弱化。

正 面

- 公司控股股东为招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”），股东实力雄厚及对公司强有力的支持
- 作为全国性房地产龙头企业之一，公司积累了丰富的社区开发销售及园区开发运营经验
- 公司土地储备优质且充足
- 公司经营稳健，财务杠杆比率较低且融资渠道畅通

关 注

- 房地产行业政策变化对公司经营提出更高挑战
- 非经常性损益项目波动

项目负责人：蒋 滕 tjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：刘旭冉 xrliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

招商蛇口（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	7,371.57	8,562.03	8,864.71	9,133.63
所有者权益合计（亿元）	2,533.57	2,767.55	2,844.40	2,823.38
负债合计（亿元）	4,838.00	5,794.48	6,020.31	6,310.25
总债务（亿元）	1,600.95	1,803.55	2,045.36	2,126.06
营业总收入（亿元）	1,296.21	1,606.43	1,830.03	150.09
净利润（亿元）	169.13	152.02	90.98	4.24
EBITDA（亿元）	253.09	293.35	213.51	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	276.22	259.77	221.74	82.73
营业毛利率（%）	28.69	25.47	19.25	12.62
净负债率（%）	28.06	36.47	41.72	40.84
总债务/EBITDA（X）	6.33	6.15	9.58	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.45	2.73	1.95	--

注：1、中诚信国际根据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 2020~2022 年审计报告及 2023 年一季度未经审计的财务报表，2020 年和 2022 年财务数据为当期审计报告期末数，2021 年财务数据为 2022 年审计报告期初数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。3、中诚信国际将 2020~2022 年末其他流动负债中超过短期融资券调整至短期债务，短期债务不含短期借款中的应计利息、一年内到期的非流动负债中的应计利息和一年内到期的长期应付款，2023 年 3 月末未进行上述调整。4、2023 年 3 月末计算净负债率时未剔除受限货币资金。

同行业比较（2022 年数据）

部分房地产开发企业主要指标对比表								
公司名称	全口径签约销售金额（亿元）	总资产（亿元）	净负债率（%）	非受限货币资金/短期债务（X）	总债务/销售商品提供劳务收到的现金（X）	营业总收入（亿元）	净利润率（%）	存货周转率（X）
保利发展	4,573	14,704.64	65.69	2.14	1.30	2,811.08	9.61	0.26
万科企业	4,170	17,571.24	50.30	2.02	1.05	5,038.38	7.45	0.41
招商蛇口	2,926	8,864.71	41.72	2.07	1.09	1,830.03	4.97	0.36

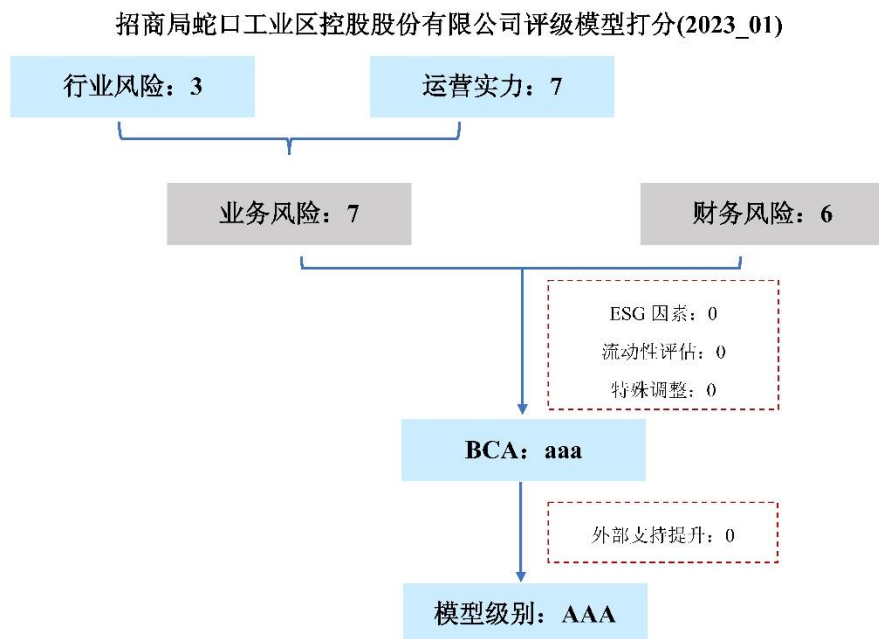
中诚信国际认为，招商蛇口规模弱于对比企业但仍处于行业内极强水平，与对比企业相比，招商蛇口存货周转效率较高，非受限货币资金对短期债务的保障能力较好，财务杠杆水平较低，但盈利能力偏弱。

注：“保利发展”为“保利发展控股集团股份有限公司”简称，证券代码 600048.SH；“万科企业”为“万科企业股份有限公司”简称，证券代码 000002.SZ。

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
22 蛇口 04	AAA	AAA	2022/06/07	10.00	10.00	2022/6/22~2027/6/22	无
22 蛇口 03	AAA	AAA	2022/06/07	8.00	8.00	2022/6/22~2025/6/22	无
22 蛇口 02	AAA	AAA	2022/05/24	40.00	40.00	2022/6/7~2027/6/7	无
21 蛇口 04	AAA	AAA	2022/05/18	11.60	11.60	2021/6/7~2024/6/7	无
21 蛇口 03	AAA	AAA	2022/05/18	10.00	10.00	2021/6/7~2026/6/7	无
21 蛇口 02	AAA	AAA	2022/05/18	7.00	7.00	2021/4/14~2024/4/14	无
21 蛇口 01	AAA	AAA	2022/05/18	3.00	3.00	2021/4/14~2026/4/14	无
20 蛇口 01	AAA	AAA	2022/05/18	10.40	10.40	2020/11/17~2025/11/17	无
19 蛇口 03	AAA	AAA	2022/05/18	15.00	15.00	2019/7/12~2024/7/12	无
19 蛇口 01	AAA	AAA	2022/05/18	23.00	23.00	2019/6/25~2024/6/25	无
18 蛇口 03	AAA	AAA	2022/05/18	18.40	18.40	2018/6/11~2023/6/11	无

评级模型



方法论

中诚信国际房地产行业评级方法与模型 C200100_2022_05

■ 业务风险:

招商蛇口属于房地产行业，行业风险评估为中等；招商蛇口具有极强的规模优势，项目储备可对其未来发展提供保障，整体经营稳健度极高，业务风险评估为极低。

■ 财务风险:

招商蛇口盈利能力一般，但财务结构稳健，经营获现可对债务提供保障，财务风险评估为很低。

■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，招商蛇口具有 aaa 的个体基础信用等级，反映了其极低的业务风险和很低的财务风险。

■ 外部支持:

公司实际控制人招商局集团是国务院国资委管理的大型央企之一，公司作为招商局集团城市与园区综合开发的重要运营平台，能够在业务拓展、项目获取、资金安排及资本运营等方向得到招商局集团的大力支持。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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

招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种二）（债券简称“22 蛇口 02”、债券代码“149938.SZ”）于 2022 年 6 月 7 日完成发行，发行规模为 40 亿元，期限为 5 年期，票面利率为 3.50%。

招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（品种一）（债券简称“22 蛇口 03”、债券代码“149956.SZ”）和招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（品种二）（债券简称“22 蛇口 04”、债券代码“149957.SZ”）于 2022 年 6 月 22 日完成发行，发行规模合计为 18 亿元。其中，22 蛇口 03 募集资金 10 亿元，期限为 5 年期，票面利率为 3.40%；22 蛇口 04 募集资金 8 亿元，期限为 3 年期，票面利率为 2.90%。

跟踪期内，公司先后完成“19 蛇口 02”、“19 蛇口 04”、“17 蛇口 01”和“18 蛇口 01”的本息兑付，并从深圳证券交易所（以下简称“深交所”）摘牌。

根据《招商局蛇口工业区控股股份有限公司 2022 年年度报告》，“18 蛇口 03”、“19 蛇口 01”、“19 蛇口 03”、“20 蛇口 01”、“21 蛇口 01”、“21 蛇口 02”、“21 蛇口 03”、“21 蛇口 04”、“22 蛇口 02”、“22 蛇口 03”和“22 蛇口 04”募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策

重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致房地产销售及投资规模降至近年来低水平，行业内竞争格局亦发生改变。短期来看，随着房地产行业政策效果的显现，房企信用质量进一步恶化、信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，房地产行业景气度有望触底回升。长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

2022 年以来，积极的政策环境助力房地产市场筑底，8 月以来全国商品房销售额累计同比降幅持续收窄，但由于市场下行具有较大惯性，全年商品房销售金额同比大幅回落 26.7%。房地产投资方面，受行业持续下行影响，2022 年房地产行业投资活动减弱，全年房地产新开工面积及房地产开发投资金额分别同比下降约 39%和 10%，房地产开发投资额自 2020 年首次出现同比下降并回落至近 5 年的低点。**中诚信国际认为**，房地产政策频出有效引导需求合理释放，2023 年房地产销售及投资活动有望触底回升，行业景气度有望复苏。行业竞争格局方面，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致行业竞争格局发生改变，不同企业性质间销售业绩分化明显，国央企普遍能保持较强的规模优势，当年销售金额同比降幅优于行业平均水平；但民营企业对外部不利因素抵御能力普遍偏弱，当年销售金额同比降幅高于行业平均水平。此外，目前国有背景开发商已成为土地市场主要参与者，叠加行业利润空间收窄，未来房地产行业投资活动有望回归理性。融资方面，为了满足房地产合理融资需求，目前已形成支持房企融资的“三支箭”格局，“三箭齐发”对房地产行业再融资环境改善起到重要作用，随着政策效果不断释放，行业融资环境有望得到改善。**中诚信国际认为**，目前行业信用风险出清已进入尾声，行业信用基本面触底，房企信用质量进一步恶化以及信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，短期内房地产行业处于底部修复期；长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

详见《中国房地产行业展望，2023 年 3 月》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9852?type=1>

中诚信国际认为，公司作为全国性房地产龙头企业之一，累积了丰富的社区开发销售及园区开发运营经验，具有很强的品牌竞争优势，规模优势显著，优质且充足的项目储备可对其未来发展提供保障；同时，公司融资成本处于较低水平，融资渠道畅通且多元，整体经营稳健度极高。

得益于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，跟踪期

内公司开发业务市场地位稳步提升，具有极强的规模优势。

经过四十余年建设运营深圳蛇口，公司累积了丰富的城区和产业园区综合开发运营经验，培养了实践经验丰富的管理团队，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。2022 年，为匹配战略目标和转型方向，公司将原来的“社区开发与运营、园区开发与运营、邮轮产业建设与运营”三大主业调整为三类业务，即开发业务、资产运营、城市服务，其中开发业务主营住宅为主的可售型商品房的开发与销售，资产运营业务包括集中商业、产业办公、公寓酒店等持有物业运营与资产管理，城市服务业务包括物业管理、邮轮、会展、康养等城市运营服务。开发业务系公司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。项目开发方面，近年来公司适时调整项目开发节奏，因 2022 年新获取项目较少，当年新开工面积大幅减少，同时竣工面积小幅提升，整体开发节奏有所放缓。

表 1：公司房地产业务运营情况（万平方米）

	2020	2021	2022
新开工面积	1,356	1,810	898
竣工面积	1,096	1,273	1,314
期末在建面积	3,093	3,605	3,196

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来，公司房地产销售金额有所波动，但行业地位稳步提升。2022 年，受市场表现低迷等影响，公司当期实现全口径签约销售金额 2,926.02 亿元，同比减少 10.47%，但根据 2022 年克而瑞中国房地产企业排行榜，公司全口径及权益口径签约销售金额排名均提升至第 6 位。另 2023 年一季度，公司全口径签约销售金额同比增长 52.65%。销售价格方面，由于销售区域分布及产品结构有所差异，近年来公司销售均价有所波动，整体处于较高水平。结转方面，得益于竣工交付规模的持续增加，近年公司结算金额呈增长态势。

表 2：近年来公司销售及结算情况（万平方米、亿元、元/平方米）

	2020	2021	2022	2023.Q1
销售面积	1,243.53	1,464.47	1,193.65	305.27
销售金额	2,776.08	3,268.34	2,926.02	722.66
销售均价	22,324	22,318	24,513	23,673
结算面积	634.24	785.63	864.19	--
结算金额	1,168.62	1,452.83	1,655.64	--
结算均价	18,426	18,493	19,158	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域分布情况看，华东区域始终为公司销售金额占比最高的区域，深圳系公司总部所在地和传统战略重心。具体来看，2022 年公司销售金额排名前五的城市公司分别为上海、深圳、苏州、南京和北京，销售占比分别为 25.12%、8.32%、7.76%、5.95%和 5.94%。从当地市场表现看，2022 年公司在全国 12 个城市进入当地销售金额前五位，其中在上海、苏州、合肥、南通销售金额位居当地第一，深圳、南京、徐州销售金额位居当地前三。

表 3：近年来公司房地产开发业务销售金额的区域分布情况（万平方米）

区域	2020	2021	2022
华东	29.02%	29.07%	35.51%
江南	21.84%	24.80%	20.08%
深圳*	18.06%	16.71%	10.61%

华北	9.05%	8.23%	9.95%
西南	8.37%	8.20%	8.79%
华南	7.94%	6.29%	7.39%
华中	5.02%	5.75%	5.42%
海南	0.36%	0.62%	0.60%
海外	0.33%	0.22%	1.65%
合计	100.00	100.00%	100.00%

注：1、上表中深圳区域包括深圳、东莞、汕头和惠州；2、因四舍五入，上表数据存在尾数差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司土地储备较为充足且区域布局良好，可为其未来发展提供强有力的支持；此外，公司在深圳前海片区拥有较多优质项目储备，同时城市更新项目亦为公司未来土地储备扩充带来一定支撑。

截至 2022 年末，公司在 70 余个城市及地区拥有 590 个处于不同开发阶段的项目，项目储备总建筑面积¹为 4,967.79 万平方米，其中权益口径项目储备总建筑面积为 2,737.17 万平方米。从城市能级分布来看，其中一线城市占比 14.40%，二线城市占比 45.82%，三线及三线以下城市占比 38.87%，香港及国外占比 0.92%，公司在核心一二线城市拥有大量优质项目资源。具体来看，其中项目储备建筑面积前五大城市为昆明、武汉、上海、成都和深圳，占比分别为 6.04%、5.94%、5.44%、5.27%和 5.14%。总的来看，目前公司的项目储备规模充足，可对公司业绩形成强有力支撑。

此外，截至 2022 年末，公司在深圳市前海妈湾片区共拥有计容建面 455.8 万平方米的项目储备（不含人才用房），由公司与深圳市前海深港现代服务业合作区管理局（以下简称“前海管理局”）通过合资公司共同开发，目前已开发 69 万平方米，尚有约 386.8 万平方米的项目储备²。深圳前海集深港合作、“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，其中前海妈湾片区定位为“前海深港国际服务城”，随着前海自贸区规划逐渐落地，公司在前海妈湾片区拥有的大量优质土地储备可对其未来经营业绩形成有益补充。同时，公司立足粤港澳大湾区积极拓展城市更新项目，截至 2022 年末，公司累计获取排他资格的城市更新项目共 25 个，规划计容建筑面积约 1,200 万平方米，随着未来逐步转化，有望为公司在深耕区域扩充项目储备。

公司近年坚持“区域聚焦、城市深耕”的投资策略，根据市场环境适时调整拿地节奏，重点布局一二线等高能级城市；公司融资成本处于很低水平，融资渠道畅通且多元，整体经营稳健度极高。

公司围绕区域聚焦和城市深耕，持续优化土地资源储备，除公开市场招拍挂以外，积极采取产城联动、收并购和参与城市更新等模式进行项目拓展。近年来公司根据市场环境适时调整拿地节奏，2022 年公司扩充项目资源总计容建面和总地价同比均有所下降，但投资拿地聚焦“强心 30 城”和“深耕 6+10 城”等高能级城市，先后获取上海 10 宗、深圳 5 宗、合肥 5 宗土地，土地平均成本有所增加。2023 年一季度，公司新增项目资源约 74.40 万平方米，权益面积约 70.99 万平方米，拿地权益占比较高，新增项目位于杭州、深圳、南京、苏州、合肥和郑州。2020~2022 年，

¹ 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

² 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。

公司新增土地储备金额占当年销售金额的比例分别为 54.75%、66.03%和 43.71%，土地投资节奏稳健。

表 4: 近年来公司土地储备情况 (个、万平方米、元/平方米、亿元)

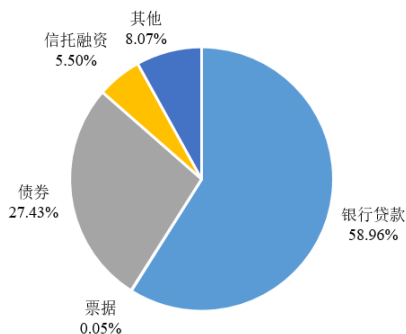
指标	2020	2021	2022	2023.Q1
当期新拓展项目数量	98	113	56	6
当期新增土地储备建筑面积	1,625	1,559	726	74
当期新增土地平均成本	9,357	13,848	17,617	12,201
当期地价支出金额	1,520	2,158	1,279	91

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：公司提供，中诚信国际整理

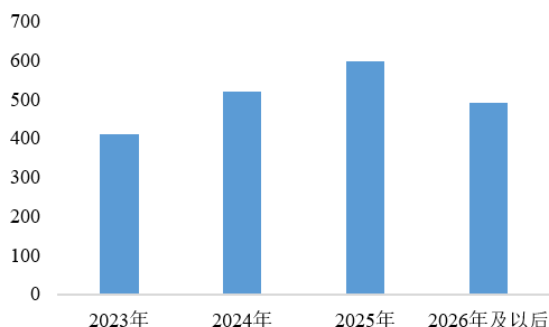
融资渠道方面，公司以银行借款及债券融资为主，2022 年末，公司综合资金成本 3.89%，较年初大幅下降 59BP。公司与金融机构长期保持良好合作关系，在行业整体融资环境收紧的背景下，公司保持了通畅的融资渠道和很低的融资成本。此外，随着近期支持房地产企业股权融资（“第三支箭”）配套政策的出台，作为 A 股上市公司，招商蛇口在权益融资渠道方面的优势亦有所显现，目前公司正在申请发行股份购买资产并募集配套资金³。

图 1: 截至 2022 年末公司融资余额构成



资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

图 2: 公司融资余额到期分布情况 (单位: 亿元)



资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

公司逐步构建轻重结合的业务结构，资产运营和城市服务业务可对公司现金流提供一定补充，同时与开发业务形成协同效应。

2022 年，公司稳步推进“三个转变”，即从开发为主向开发与经营并重转变，从重资产为主向轻重结合转变，从同质化竞争向差异化发展转变。资产运营业务涵盖集中商业、产业办公、公寓酒店及零星物业等六种业态的物业运营及资产管理，主要通过招商商管、产业园区事业部及招商伊敦等专业公司，对物业分业态、分产品进行运营管理，截至 2022 年末，公司管理范围内集中商业在营项目总经营建筑面积约 288 万平方米，管理范围内写字楼在营项目总经营建筑面积约 113 万平方米，产业园在营项目总经营建筑面积约 257 万平方米，管理范围内的长租公寓在营项目总

³ 根据公司 2023 年 2 月 18 日披露的《招商局蛇口工业区控股股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》，公司拟通过发行股份购买深圳市投资控股有限公司（以下简称“深投控”）持有的深圳市南油（集团）有限公司（以下简称“南油集团”）24%股权、招商局投资发展有限公司（以下简称“招商局投资发展”）持有的深圳市招商前海实业发展有限公司（以下简称“招商前海实业”）2.89%股权；同时，公司拟向包括招商局投资发展在内的不超过 35 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，发行股份数量不超过发行前公司总股本的 30%，募集资金金额不超过 85 亿元，不超过公司向交易对方发行股份支付对价的 100%。本次交易完成后，南油集团将成为公司的全资下属公司，公司对于招商前海实业的直接及间接持股比例将由 83.10%增至 85.99%，公司对于招商前海实业的权益比例提升约 13.65%。

经营建筑面积约 108 万平方米，酒店业务在营酒店项目总经营建筑面积 50 万平方米。公司已形成蛇口产业园 REIT（180101.SZ）和招商局商业房托（1503.HK）境内外双 REITs 平台，完善了持有业务“投、融、建、管、退”全生命周期发展模式，目前公司正在推动蛇口产业园 REIT 扩募工作，拟注入位于深圳市光明区的光明科技园加速器二期项目。

从项目出租情况来看，截至 2022 年末，公司拥有的可出租投资性物业面积为 548.59 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，全年公司实现出租收入 31.63 亿元，总体出租率为 79.82%；2022 年，公司实现酒店运营收入 5.60 亿元。受宏观经济环境影响，公司 2022 年租赁业务出租率、酒店业务客流量及入住率均有所降低，同时公司履行央企社会责任，年内减免租金规模较大，整体资产运营业务收入有所减少，若考虑未扣除租金减免的情况下，公司管理范围内全口径资产运营收入 57.1 亿元，同比增长 6.2%。

城市服务板块涵盖物业管理、邮轮、会展、康养等业务，其中物业管理业务通过子公司招商局积余产业运营服务股份有限公司（简称“招商积余”）运营，系城市服务板块最主要的收入来源；邮轮、会展、康养等业务收入规模较小。截至 2022 年末，招商积余物业管理面积 3.11 亿平方米，同比增长 10.68%，其中非住宅类物业管理面积 1.82 亿平方米，住宅类物业管理面积 1.29 亿平方米。2022 年招商积余实现营业收入 130.24 亿元，同比增长 22.97%。

中诚信国际认为，资产运营和城市运营业务可增强公司开发产品的竞争力、提升公司品牌知名度，与公司以房地产开发业务为代表的重资产模式形成协同效应，同时，亦可为公司现金流提供有益补充。

财务风险

中诚信国际认为，招商蛇口营业收入逐年增长，期间费用控制能力很强，但毛利率持续下滑，且非经常性损益波动对利润规模影响较大，整体盈利能力一般。由于开发规模扩大，公司资产规模不断扩充，债务规模亦保持增长，但得益于公司稳健的发展策略，其财务杠杆比例始终维持在较低水平。同时，公司债务期限结构良好，且非受限货币资金可对短期债务形成覆盖。

近年来公司营业收入稳步增长，期间费用管控能力很强，但毛利率持续下滑，且非经常性损益波动对利润规模影响较大，整体盈利能力一般。

公司主营业务突出，房产销售收入占营业总收入比重保持在 90%以上。随着房地产开发结转规模的扩大，同时城市服务业务对公司收入形成一定补充，2022 年公司营业收入保持增长；由于竣工交付面积减少，2023 年一季度公司营业收入同比减少 20.17%至 150.09 亿元。受近年结转项目成本偏高影响，房地产业务毛利率有所下滑，叠加免税政策对租赁带来一定负面影响等因素，公司营业毛利率持续下滑，但仍处于行业内合理水平。

期间费用方面，公司持续推进提质增效，2022 年公司加大渠道销售力度，销售机构费用及佣金的增加带动销售费用小幅增长；受公司人工成本增长和产业、产品标准化研发费用增加的影响，管理费用和研发费用均小幅增加；由于利息收入增长和当期汇兑损失较大等因素综合影响，公司财务费用小幅波动，综合来看，公司整体期间费用管控能力很强。

公司利润主要以经营性业务利润为主，受毛利率下滑的影响，2022 年公司经营性业务利润有所减少。值得注意的是，近年来投资收益、资产减值损失及信用减值损失等非经常性损益对利润总额的影响较大。具体来看，2022 年投资收益同比下滑 45.91%，主要系转让子公司产生投资收益同比减少所致；此外，资产减值损失及信用减值损失规模增长较快，对公司利润侵蚀较大，其中 2022 年公司对武汉、扬州及南通等地的房地产项目计提存货跌价准备合计 36.41 亿元，对投资性房地产计提减值损失 11.44 亿元，对天津、如东和济南的联合营项目计提长期股权投资减值准备 2.15 亿元；信用减值损失主要为其他应收款减值损失，2022 年其他应收款减值损失 13.63 亿元，系公司对其他应收款进行了单独减值测试，按照其未来现金流量现值低于其账面价值的差额计提重大风险类别信用损失准备。受毛利率下滑及非经常性损益项目波动影响，公司净利润率等盈利指标表现一般，需对投资收益、资产减值损失、信用减值损失等非经常损益项目对公司盈利能力的影 响保持关注。

表 5：公司主要板块收入及毛利率结构（亿元、%）

项目	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
社区开发与运营	1,012.57	22.94	-	-	-	-
园区开发与运营	282.30	49.80	-	-	-	-
邮轮建设与运营	1.33	-74.48	-	-	-	-
开发业务	-	-	1,452.83	27.00	1,655.64	21.06
资产运营	-	-	46.20	16.66	42.20	-11.74
城市服务	-	-	107.41	8.56	132.19	6.46
合计	1,296.21	28.69	1,606.43	25.47	1,830.03	19.25

注：2022 年公司将原来的“社区开发与运营、园区开发与运营、邮轮产业建设与运营”三大业务板块调整为“开发业务、资产运营、城市服务”，2020 年营业收入未按新业务分类进行调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.Q1
营业毛利率	28.69	25.47	19.25	12.62
期间费用率	5.60	5.09	4.63	8.67
经营性业务利润	210.74	233.10	193.26	3.79
投资收益	61.07	37.28	20.17	2.66
资产减值损失	25.70	33.91	50.45	-
信用减值损失	5.34	10.58	14.14	0.11
利润总额	241.09	228.43	158.17	5.96
EBITDA	253.09	293.35	213.51	--
净利润率	13.05	9.46	4.97	2.83

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

由于业务规模扩大，公司资产规模不断扩充，债务规模亦保持增长，但得益于公司稳健的发展策略，其财务杠杆比例始终维持在较低水平。

2022 年以来，公司房地产项目获取力度放缓，但前期获取项目仍在推进建设中，资产及负债规模保持增长态势。具体来看，2022 年末存货规模较年初略微减少，存货周转率进一步改善，其中开发产品占比小幅提升，部分已完工及在建项目的去化情况值得关注；随着合作项目增多，公司其他应收款及长期股权投资在资产中占比较高，当前较为低迷的市场环境对合作项目的业务运营

及资金管理提出更高要求；投资性房地产账面价值增加系公司对持有型物业投入增长所致；同期末公司货币资金同比有所增加，若剔除受限货币资金及受监管的预收售楼款，非受限货币资金规模较上年末变化较小。负债方面，截至 2022 年末公司预收款项（含合同负债，下同）约占当年营业收入的 79.28%，对其未来收入结转提供了一定支撑；公司其他应付款同比增长 6.95%，一方面系随着合作项目的不断推进，与关联方往来增长，另一方面系公司为提升资金使用效率，应付保理费快速增加；公司应付账款小幅减少，主要系应付地价款同比减少所致；近年来公司债务规模呈增长态势，但债务期限结构良好。

所有者权益方面，2022 年公司将存放在股票回购专用证券账户的约 1.84 亿股股份进行注销，公司总股本减少至 77.39 亿股；得益于利润留存，近年来公司未分配利润呈增长趋势；其他权益工具主要系公司发行的永续债，2022 年末公司偿还了部分银行、银行理财子公司及信托公司提供的永续债权投资本金；近年来公司实收资本及资本公积保持平稳；得益于利润留存，近年来公司未分配利润呈增长趋势；受合作项目增多的影响，近年来公司少数股东权益规模保持较高水平，2022 年末少数股东权益增加主要系合作开发项目持续投入所致。财务杠杆方面，由于债务规模增长，2022 年末公司净负债率有所上升，但仍处于较低水平。

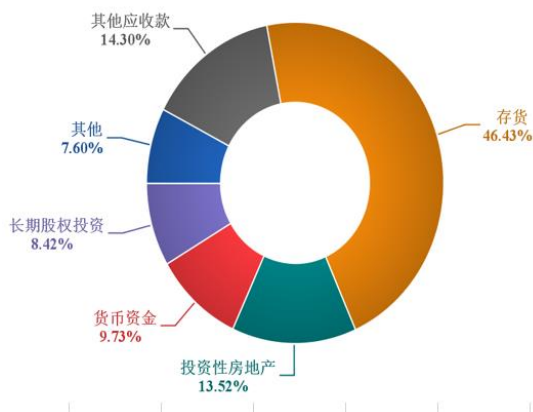
表 7：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	893.06	795.33	862.43	973.08
其他应收款	942.01	1,195.67	1,267.78	1,309.35
存货	3,607.93	4,176.36	4,115.49	4,170.11
已完工开发产品/存货	13.58	16.19	17.95	--
存货周转率（次/年）	0.27	0.31	0.36	--
投资性房地产	973.31	1,090.67	1,198.87	1,211.56
长期股权投资	401.24	615.61	746.44	747.47
流动资产占比	78.07	76.27	73.91	74.51
总资产	7,371.57	8,562.03	8,864.71	9,133.63
预收款项（含合同负债）	1,310.87	1,488.38	1,450.86	1,738.65
总债务	1,600.95	1,803.55	2,045.36	2,126.06
其他应付款	896.38	1,228.06	1,313.46	1,328.40
应付账款	465.20	578.14	561.18	464.11
总负债	4,838.00	5,794.48	6,020.31	6,310.25
短期债务/总债务	37.06	24.53	20.27	20.86
少数股东权益	1,519.87	1,680.84	1,827.29	1,813.45
未分配利润	581.26	618.79	608.57	608.86
其他权益工具	204.74	240.99	181.89	174.89
实收资本	79.23	79.23	77.39	77.39
所有者权益	2,533.57	2,767.55	2,844.40	2,823.38
净负债率	28.06	36.47	41.72	40.84*

注：2023 年 3 月末计算净负债率时未剔除受限货币资金。

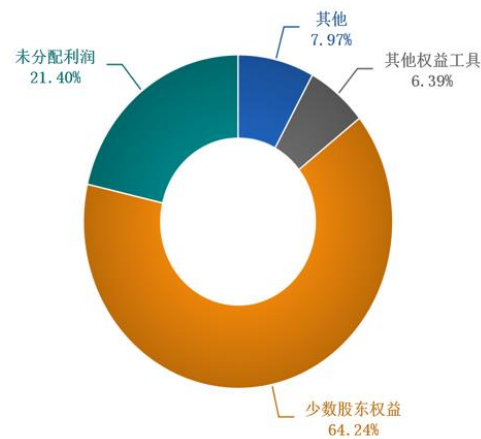
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2022 年末公司总资产构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司经营获现能力有所下滑，但 EBITDA 对债务本息提供的支撑水平保持在合理区间，且债务期限结构较好，非受限货币资金可覆盖短期债务。

近年来公司销售商品、提供劳务收到的现金随着签约销售金额有所波动，2022 年受销售业绩下滑影响，当期销售商品、提供劳务收到的现金及经营活动净现金流同比均有所减少。近年来公司房地产项目收购及为合联营企业等关联方提供资金等支出较多，投资活动现金流呈净流出态势，2022 年因购建固定资产及合联营公司投资及垫款减少，当期投资活动现金流同比有所减少。公司融资渠道畅通，2022 年融资规模有所增加，但项目公司支付的非控股股东前期垫款规模较大，公司筹资活动现金流呈净流出态势。

由于债务规模的增长，近年来公司 EBITDA 对债务本息的保障能力有所下滑，但处于合理区间。截至 2022 年末，公司债务以长期债务为主，非受限货币资金可对短期债务形成覆盖。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3
经营活动净现金流	276.22	259.77	221.74	82.73
销售商品、提供劳务收到的现金	1,775.69	1,941.78	1,884.26	462.79
投资活动净现金流	-48.18	-242.77	-100.14	7.19
筹资活动净现金流	-78.94	-111.61	-58.74	18.88
短期债务占比	37.06	24.53	20.27	20.86
非受限货币资金/短期债务	1.50	1.80	2.07	--
总债务/EBITDA	6.33	6.15	9.58	--
EBITDA 利息保障倍数	2.45	2.73	1.95	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.90	0.93	1.09	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

受限资产方面，截至 2022 年末，公司受限资产合计 545.71 亿元，其中受限存货、投资性房地产、固定资产和货币资金⁴账面价值分别为 434.18 亿元、99.94 亿元、5.90 亿元和 3.82 亿元，受限资

⁴ 不含根据《预售资金监管办法》受监管的预收售楼款 307.90 亿元。

产占总资产的比重为 6.16%。

截至 2022 年末，公司合并口径对外担保余额 6.06 亿元，占当期末所有者权益的比重为 0.21%。担保对象为温州市光悦房地产开发有限公司，考虑到担保余额相对较小，整体或有负债风险可控。

截至 2022 年末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2023 年 3 月，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，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

预测与假设⁵

假设

- 2023 年，预计招商蛇口全年销售规模较上年小幅增长。
- 2023 年，预计招商蛇口全口径土地投资规模与上年基本持平。
- 2023 年，预计招商蛇口完成发行股份募集资金 85 亿元。
- 2023 年，预计招商蛇口收入结转占期初合同负债的比例较上年增长，收入规模略有增加，全年毛利率略低于上年水平。

预测

表 9：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
净负债率(%)	36.47	41.72	31.8~39.0
总债务/销售商品提供劳务收到的现金 (X)	0.93	1.09	0.8~1.0

资料来源：中诚信国际整理

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，招商蛇口的流动性强，未来一年流动性来源对流动性需求形成较好覆盖。

根据公司 2022 年的销售表现及 2023 年规划，公司预计仍能保持较高的销售及回款规模；2022 年末，公司非受限货币资金为 550.71 亿元，可覆盖短期债务；此外，公司尚未使用的银行借款额度为 1,574.44 亿元，且融资渠道通畅，同时公司拟发行股份购买资产并募集配套资金，募集资金金额不超过 85 亿元，备用流动性较好。

公司资金流出主要用于获取土地储备、建安和各项税费支出以及偿还债务。由于公司债务主要来自于银行借款及公开市场融资，当前其与金融机构关系维系良好且融资渠道顺畅，因此其主要资

⁵ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

金需求来自土地投资及工程建设支出，公司拿地力度将根据销售回款适时调整，工程建设支出可由开发贷款及销售回款支撑。综上所述，公司资金平衡状况很好，流动性强，未来一年流动性来源能够对流动性需求形成较好覆盖。

ESG 分析⁶

中诚信国际认为，公司已完成“双碳”战略规划，并积极履行企业社会责任；公司治理结构较为健全，内控制度较为完善，目前公司 ESG 综合表现水平较高，优于行业内大部分企业，潜在 ESG 风险较小。

环境方面，公司于 2022 年完成“双碳”战略规划，计划 2030 年实现碳达峰，2060 年前实现碳中和，成为房地产行业绿色转型发展的践行者和示范者；公司将在项目投资、设计、开发过程中加强生态环境保护意识，制定环境管理目标，积极采用绿色建造方式，实现工程建设、低能耗、低排放、高质量和高效益，将可持续发展和绿色生态理念融入业务运营中。

社会方面，公司设置了合理的员工激励机制和培养体系，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。同时，公司在供应商管理、社会贡献方面也表现较好。

公司治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。2022 年，公司立足新发展阶段，进一步明晰了中长期转型方向，稳步推进“三个转变”，将原来的三大主业调整为三类业务。公司总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

外部支持

公司作为招商局集团城市与园区综合开发的重要运营平台，能够在业务拓展、项目获取、资金安排及资本运营等方向得到招商局集团的大力支持。

公司控股股东招商局集团是国资委管理的大型中央企业之一，也是 16 家以房地产为主业的央企之一，综合实力十分雄厚。招商局集团历史悠久，是我国近代民族工商业的先驱。改革开放以来，招商局集团从开发蛇口工业区起步，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，旗下拥有招商港口、招商轮船、招商公路、招商银行、招商证券、招商蛇口以及招商资本等一批优秀公司。截至 2022 末，招商局集团总资产 26,320.27 亿元，所有者权益合计 10,333.41 亿元，资产负债率 60.74%。2022 年，招商局集团实现营业总收入 4,929.56 亿元，净利润 783.66 亿元。城市与园区综合开发运营系招商局集团三大核心主营业务之一，公司作为招商局集团城市与园区综合开发的重要运营平台，能够在业务拓展、项目获取、资金安排及资本运营等方面享受招商局集团的大力支持。招商局集团在资金借贷及担保等方面给予公司资金方面的有力支持；同时，公司在进行境内、境外区域扩张时，可以共享招商局集团的业务资源，有助于公司较为快速地实现异地布局及海外事业拓展。

同行业比较

中诚信国际选取了保利发展控股集团股份有限公司和万科企业股份有限公司作为招商蛇口的可

⁶ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

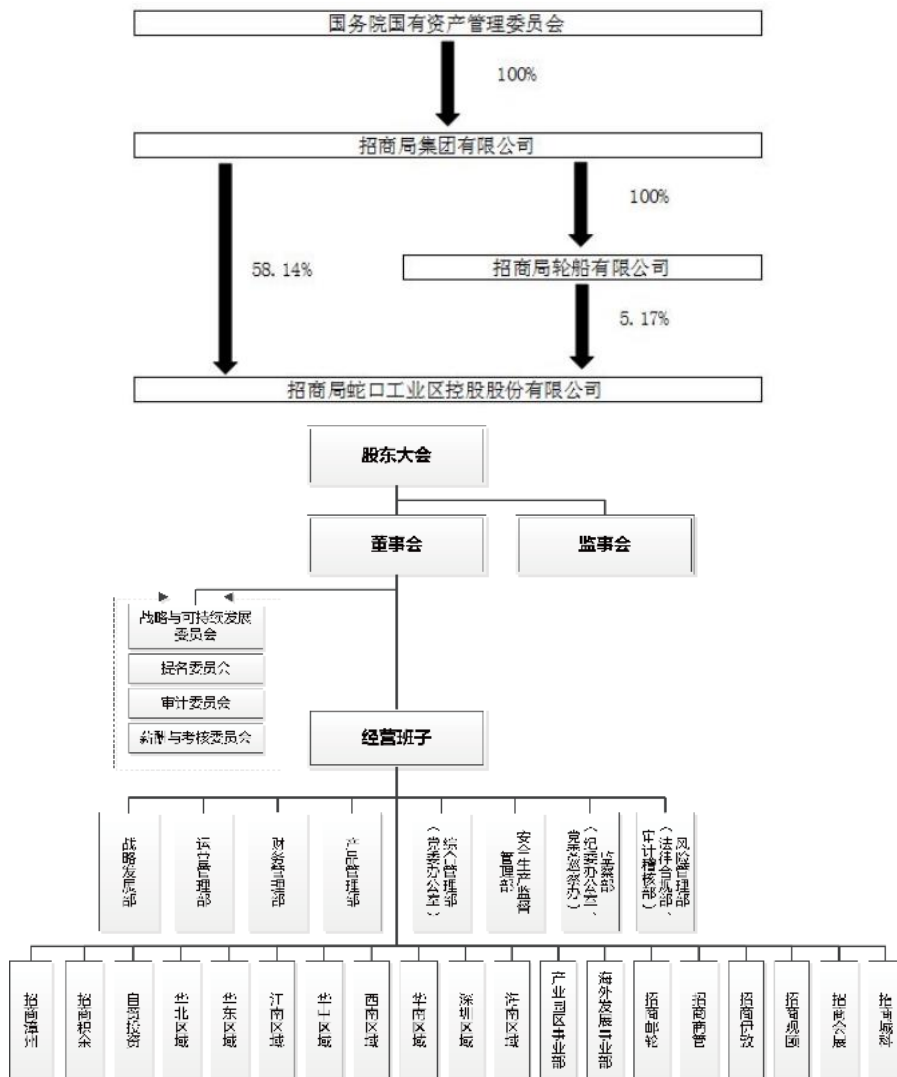
比公司，上述两家企业与公司业务、财务和股东背景方面均具有较高的可比性。

招商蛇口规模弱于对比企业但处于行业内极强水平，与对比企业相比，招商蛇口存货周转效率较高，非受限货币资金对短期债务的保障能力较好，财务杠杆水平较低，但盈利能力偏弱。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持招商局蛇口工业区控股股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 蛇口 03”、“19 蛇口 01”、“19 蛇口 03”、“20 蛇口 01”、“21 蛇口 01”、“21 蛇口 02”、“21 蛇口 03”、“21 蛇口 04”、“22 蛇口 02”、“22 蛇口 03”和“22 蛇口 04”的信用等级为 **AAA**。

附一：招商局蛇口工业区控股股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：招商局蛇口工业区控股股份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)	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	8,930,567.54	7,953,303.16	8,624,312.38	9,730,784.71
其他应收款	9,420,094.45	11,956,727.38	12,677,803.40	13,093,509.09
存货	36,079,258.75	41,763,647.50	41,154,922.10	41,701,146.15
长期投资	4,125,214.54	6,284,800.42	7,603,020.38	7,617,219.40
固定资产	436,538.70	923,357.56	1,082,017.75	1,069,429.07
在建工程	96,853.19	46,518.86	81,007.37	83,977.24
无形资产	57,341.96	137,923.57	138,922.76	137,019.08
投资性房地产	9,733,052.71	10,906,718.09	11,988,700.53	12,115,566.90
资产总计	73,715,734.00	85,620,334.74	88,647,137.62	91,336,317.05
预收款项	13,108,669.69	14,883,843.04	14,508,634.71	17,386,546.07
其他应付款	8,963,820.81	12,280,582.17	13,134,597.91	13,283,965.62
短期债务	5,932,859.23	4,423,722.43	4,145,414.25	4,435,588.25
长期债务	10,076,669.16	13,611,729.72	16,308,187.12	16,825,051.11
总债务	16,009,528.39	18,035,452.15	20,453,601.37	21,260,639.36
净债务	7,108,487.36	10,094,560.42	11,867,484.81	11,529,854.65
负债合计	48,380,019.32	57,944,816.14	60,203,089.91	63,102,474.44
所有者权益合计	25,335,714.68	27,675,518.60	28,444,047.72	28,233,842.61
利息支出	1,031,272.09	1,072,919.83	1,097,707.85	--
营业总收入	12,962,081.84	16,064,341.30	18,300,265.91	1,500,880.85
经营性业务利润	2,107,436.23	2,331,041.69	1,932,570.89	37,936.18
投资收益	610,715.43	372,788.46	201,650.61	26,552.41
净利润	1,691,330.21	1,520,173.71	909,847.72	42,442.33
EBIT	2,368,084.85	2,714,615.99	1,849,029.64	--
EBITDA	2,530,856.05	2,933,490.91	2,135,122.06	--
销售商品、提供劳务收到的现金	17,756,917.16	19,417,818.23	18,842,559.30	4,627,937.60
经营活动产生的现金流量净额	2,762,200.67	2,597,701.21	2,217,399.01	827,270.80
投资活动产生的现金流量净额	-481,797.57	-2,427,651.65	-1,001,433.70	71,913.37
筹资活动产生的现金流量净额	-789,422.25	-1,116,139.33	-587,445.05	188,795.90
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率 (%)	28.69	25.47	19.25	12.62
期间费用率 (%)	5.60	5.09	4.63	8.67
EBITDA 利润率	19.53	18.26	11.67	--
净利润率 (%)	13.05	9.46	4.97	2.83
净资产收益率 (%)	7.04	5.74	3.24	--
存货周转率 (X)	0.27	0.31	0.36	--
资产负债率 (%)	65.63	67.68	67.91	69.09
总资本化比率 (%)	38.72	39.46	41.83	42.96
净负债率 (%)	28.06	36.47	41.72	40.84
短期债务/总债务 (%)	37.06	24.53	20.27	20.86
非受限货币资金/短期债务 (X)	1.50	1.80	2.07	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务 (X)	0.11	0.08	0.05	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务 (X)	0.29	0.34	0.27	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	2.68	2.42	2.02	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.90	0.93	1.09	1.15*
总债务/EBITDA (X)	6.33	6.15	9.58	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.43	0.66	0.52	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	2.45	2.73	1.95	--

注：1、将合同负债计入预收款项，将研发费用计入管理费用计算。

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+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
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	净债务	总债务-非受限货币资金
	资产负债率	负债总额/资产总额
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	净负债率	净债务/经调整的所有者权益
	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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	净资产收益率	净利润/所有者权益合计平均值
	净利润率	净利润/营业收入
现金流	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	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
偿债能力	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn