信用评级公告

联合〔2021〕6137 号

联合资信评估股份有限公司通过对招商局漳州开发区有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持招商局漳州开发区有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“20 漳州开发 MTN001”和“20 漳州开发 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

招商局漳州开发区有限公司2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
招商局漳州开发区有限公司	AA	稳定	AA	稳定
招商局蛇口工业区控股股份有限公司	AAA$_{pi}$[1]	稳定	AAA$_{pi}$[2]	稳定
20漳州开发MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20漳州开发MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20漳州开发MTN001	10.00	10.00	2023/10/16
20漳州开发MTN002	7.00	7.00	2023/09/02

注：单位为亿元；上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021年7月9日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

招商局漳州开发区有限公司（以下简称“公司”或“招商漳州”）为招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“招商蛇口”）旗下负责漳州招商局经济技术开发区整体开发的运营主体，其在漳州区域具有主导优势。跟踪期内，公司收入稳定，利润规模有所下降，经营性土地储备较为丰富。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司收入及利润规模受商住地出让节奏影响大、收入实现与漳州招商局经济技术开发区地区财政情况关系密切、未来或将面临较大资本支出压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司土地资源丰富，自有土地获取成本低，随着土地一级开发和回款的逐步推进，公司经营状况有望保持良好。

公司存续中期票据由招商蛇口提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。招商蛇口在股东背景、业务规模和品牌影响力方面具有很强的优势，整体运营状况良好，其担保有效提升存续中期票据本息偿付的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，同时维持“20漳州开发MTN001”和“20漳州开发MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司园区开发经验丰富，公司作为招商蛇口的控股子公司，在业务协同和融资方面可得到支持。**公司园区开发经验丰富，其业务与招商蛇口形成战略协同。公司存续中期票据由招商蛇口提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，其担保有效提升存续中期票据本息偿付的安全性。
2. **公司土地资源丰富，为未来发展提供支撑。**截至2021年3月底，公司共有土地储备10526亩（包含双鱼岛、不含海域使用权）。

[1] 注：pi为联合资信主动评级结果，评级资料来源于公开信息

[2] 注：pi为联合资信主动评级结果，评级资料来源于公开信息

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	1
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
股东背景雄厚且其与公司在业务上具有协同效应，公司在业务协同和融资方面得到股东支持				+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：蒋智超　张超　闫欣
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

关注

1. **公司土地一级开发收入实现受地区财政情况影响大；公司经营获现能力差；2020 年，一级开发毛利率水平下降幅度大。**公司营业收入主要来自政府支付的收储补偿收入及平整土地的劳务报酬，导致政府性资金流入占比较高，营收水平受到当地政府财政实力的影响。受本期结转的地块单价较低，且工业用地土地造地成本高影响，公司土地一级开发板块毛利率降至 58.78%。
2. **子公司亏损风险。**公司自营园区招商局•芯云谷和招银冷链物流园处于运营初期，尚未实现盈利，需持续关注后续经营情况。
3. **公司未来或面临较大资本支出压力。**随着漳州招商局经济技术开发区“一区多园”战略的推进，公司未来承担的资本支出较大（包括双鱼岛填海尾款、双鱼岛市政配套和部分商业项目建设、造地投入等），未来或将面临较大资本支出压力。
4. **股东招商蛇口园区开发业务或将存在一定的不确定性。**园区开发业务周期长、投资大，涉及相关行业广，合作单位多，需关注招商蛇口园区项目开发周期延长、成本上升及经营目标难以如期实现等风险。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	13.10	11.97	11.60	8.40
资产总额(亿元)	90.77	99.63	100.97	99.85
所有者权益(亿元)	42.93	47.12	48.48	48.21
短期债务(亿元)	7.43	16.76	7.02	7.29
长期债务(亿元)	31.01	24.32	35.80	37.55
全部债务(亿元)	38.44	41.09	42.82	44.84
营业收入(亿元)	11.38	11.96	11.22	0.85
利润总额(亿元)	4.33	5.11	2.44	-0.37
EBITDA(亿元)	6.33	7.59	5.03	--
经营性净现金流(亿元)	-0.51	0.42	1.41	-3.51
营业利润率(%)	43.98	43.00	36.48	2.92
净资产收益率(%)	7.96	8.93	4.22	--
资产负债率(%)	52.71	52.71	51.99	51.72
全部债务资本化比率(%)	47.24	46.58	46.90	48.19
流动比率(%)	399.42	250.31	432.21	509.96
经营现金流动负债比(%)	-3.34	1.59	9.12	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.08	5.42	8.52	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.51	3.35	2.58	--
现金短期债务比（倍）	1.76	0.71	1.65	1.15

公司本部（母公司）

项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	74.18	81.15	83.95	84.62
所有者权益(亿元)	38.28	43.68	44.38	44.07
全部债务(亿元)	31.14	31.88	32.69	35.20
营业收入(亿元)	4.86	5.95	6.09	0.23
利润总额(亿元)	2.70	6.46	1.21	-0.41
资产负债率(%)	48.40	46.17	47.14	47.92
全部债务资本化比率(%)	44.86	42.19	42.42	44.40
流动比率(%)	374.67	214.16	378.35	399.21
经营现金流动负债比(%)	-3.76	12.89	7.08	--

注：公司 2021 年一季度财务报表未经审计；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

债项评级历史：

债项简称	债项级别	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法和模型	评级报告
20 漳州开发 MTN001	AAA	AA	稳定	2020/5/20	蒋智超 柳丝丝	一般工商企业信用评级方法 一般工商企业信用评级方模型 V3.0.201907	阅读全文
20 漳州开发 MTN002	AAA	AA	稳定	2020/5/20	蒋智超 柳丝丝	一般工商企业信用评级方法 一般工商企业信用评级方模型 V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由招商局漳州开发区有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

招商局漳州开发区有限公司 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于招商局漳州开发区有限公司及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

招商局漳州开发区有限公司（以下简称“公司”或“招商漳州”）原名为“招商局中银漳州经济开发区有限公司”，于 1992 年 10 月设立，初始注册资本为人民币 1.50 亿元，其中：招商局集团（香港）有限公司（以下简称“招商香港”）持股 50%为其控股股东、中国建设投资（香港）有限公司持股 20%、福建投资开发总公司持股 10%、国家交通投资公司持股 8%、福建省漳州市人民政府持股 5%、福建省龙海县人民政府持股 5%、福建省港航局持股 2%，联合开发招商局中银漳州经济开发区。2000 年 8 月 18 日，公司更名为现名。成立以来历经多次增资及股权转让，截至 2021 年 3 月底，公司注册资本增至 26.00 亿元，招商局蛇口工业区控股股份有限公司为其控股股东（以下简称“招商蛇口”，股票代码“001979.SZ”），其中，招商蛇口持股 78%、福建省交通运输集团有限责任公司持股 10%、漳州投资集团有限公司持股 5%、龙海市国有资产投资经营有限公司持股 5%、福建省港航建设发展有限公司持股 2%。截至 2021 年 3 月底，招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）直接持有招商蛇口 78.00%股权，公司的实际控制人为招商局集团。

表 1　截至 2021 年 3 月底公司股东持股情况

股东名称	持股比例（%）
招商局蛇口工业区控股股份有限公司	78.00
福建省交通运输集团有限公司	10.00
漳州投资集团有限公司	5.00
龙海市国有资产投资经营有限公司	5.00
福建省港航建设发展有限公司	2.00
合计	**100.00**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主营业务及组织结构变化不大。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 100.97 亿元，所有者权益 48.48 亿元（含少数股东权益 1.18 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 11.22 亿元，利润总额 2.44 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 99.85 亿元，所有者权益 48.21 亿元（含少数股东权益 1.21 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 0.85 亿元，利润总额-0.37 亿元。

公司注册地址：福建省漳州市招商局漳州开发区内；法定代表人：丁勇。

三、存续期债券概况及募集资金使用情况

表 2　公司经联合资信评级的存续期内债券情况

（单位：亿元、年）

名称	发行规模	债券余额	期限
20 漳州开发 MTN001	10.00	10.00	3
20 漳州开发 MTN002	7.00	7.00	3
合计	**17.00**	**17.00**	--

资料来源：公司提供

公司经联合资信评定的存续债券募集资金均已按募集使用用途使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30% ，成为全球主要经济体中唯一实现正增

长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00% ，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 3　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年增速）平均值
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。**一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经**

济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2、 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区**

域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

五、行业分析及区域经济分析

土地开发与整理行业分析

土地开发整理业务是由政府主导、需求稳定、风险较低的经营业务，随着中国国民经济的持续增长和城镇化水平的不断提高，土地开发整理行业面临着较好的发展空间和机遇。

土地开发整理是按照土地利用总体规划、城市规划等确定的目标和用途，对一定区域范围内的土地，依法实施征地补偿、拆迁安置、土地平整，并进行适当的市政基础设施和社会公共配套基础建设，使该区域范围内的土地达到“三通一平”“五通一平”的建设条件行为。土地的开发整理能够有效解决城市化进程中所面临的土地资源短缺问题，有利于政府合理规划辖区范围的用地指标，宏观调控土地资源的可持续利用。土地开发整理是统筹城乡发展、构建社会主义和谐社会的重要手段，城市土地资源的有效整理开发将带动培育新的经济增长点，充分发挥城市的经济聚集效益。

随着土地开发整理行业的不断发展，土地资源的稀缺性和各行业对土地需求刚性之间的矛盾，使得土地资源在很长一段时期内处于保值增值的状态，土地开发整理行业具有良好的发展前景。面临的土地资源短缺问题，有利于政府合理规划辖区范围的用地指标，宏观调控土地资源的可持续利用，对于确定地界权属、改善城市居住环境及维护生态平衡有着重大意义。

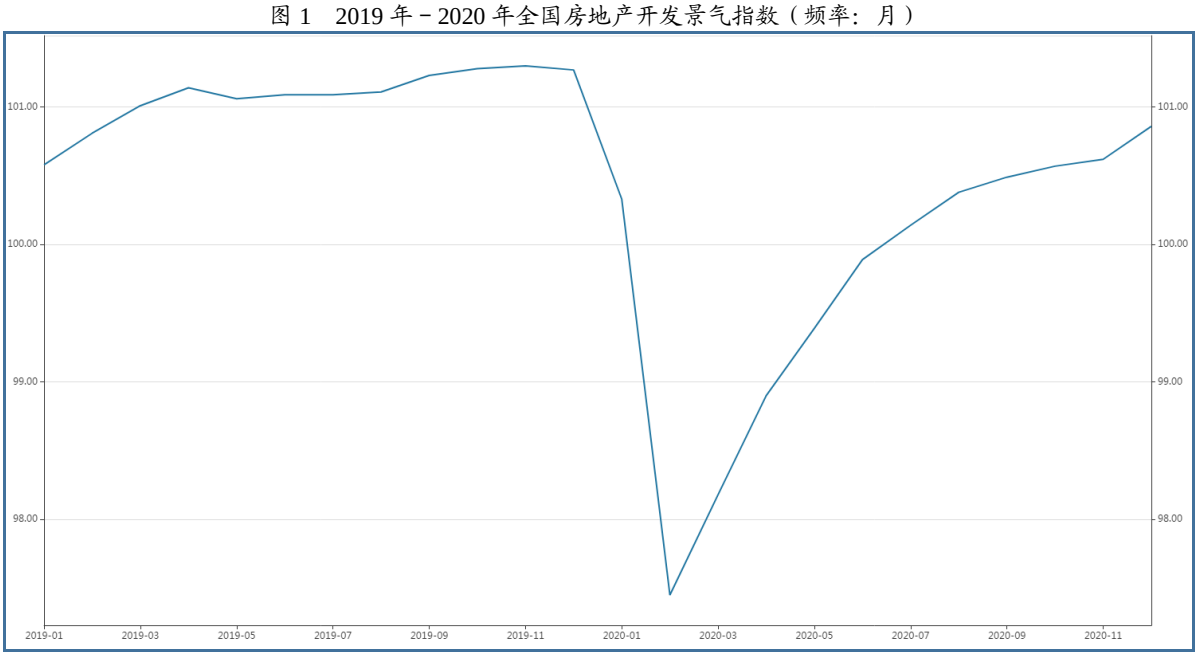
房地产行业

1. 房地产行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020 年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图 1　2019 年－2020 年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020 年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额 0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，累计同比下降 1.1%，相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，增速相较 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

2.　土地市场与信贷环境

2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4 月起明显回升，房企到位资金增速较 2019 年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；土地成交价款 17268.83 亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1－3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表 4　近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合 计	**165962.89**	**100.00**	**178608.59**	**100.00**	**193114.85**	**100.00**

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。

表 5　2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强

对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。

表 6　2020 年以来房地产融资相关政策汇总

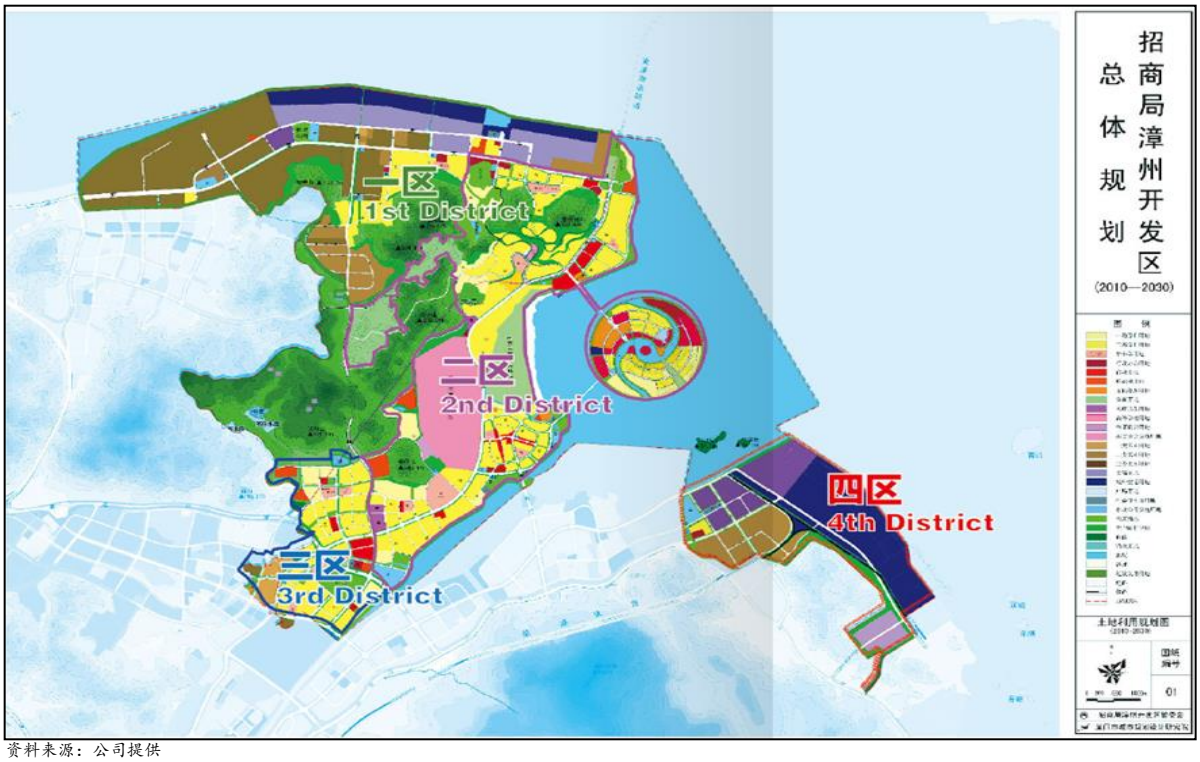
时间	政策来源	主要内容
2020 年 1 月	央行	2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场工作电视电话会议要求，2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 4 月	银保监会	4 月 22 日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020 年 5 月	央行	《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 6 月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020 年 8 月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020 年 10 月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020 年 12 月	人民银行、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》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自 2021 年 1 月 1 日起实施

资料来源：联合资信整理

4.　区域经济概况

跟踪期内，开发区规划无重大变化，受疫情、国家实施规模减税降费政策等方面影响，漳州开发区一般公共预算收入同比有所下滑。

图 2　漳州开发区总体规划图



资料来源：公司提供

目前，漳州开发区已初步形成交通机械

制造业、金属制品加工业、粮油食品加工业三大临港产业集群，代表企业有豪氏威马、路易达孚、中集等。当前，漳州开发区推进“一区多园”战略落地，打造泛信息技术、智能汽车小镇、大健康、文化旅游、临港高端智造等五大百亿产业。2020 年地方一般公共预算收入 5.90 亿元，同比下降 15.26%。

未来几年，漳州开发区将着力发展招商局·芯云谷、海韵冷链物流园等重点园区项目，并积极引进文化创意产业、特色旅游业等新兴产业，以期实现“活力产业、生态文明、健康生活”的滨海新城目标。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，公司注册资本 26.00 亿元，实收资本 26.00 亿元。招商蛇口持有公司 78%股权，为公司控股股东；招商局集团为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司主要围绕漳州开发区进行整体开发，在区域内具备主导优势，土地储备较为充足。公司拥有自有园区招银冷链物流园及招商局·芯云谷园区，并拥有中国首例经营性人工岛即双鱼岛项目，收入渠道有望得以拓宽。

公司接受漳州开发区管委会委托具体开展包括基础设施建设、公共设施建设、土地整理、规划设计、产业发展咨询、产业规划服务、物业管理、公共项目维护、公用事业服务、产业园区投资、建设和运营和产业发展资源导入等在内的一系列服务。

招商漳州自 1992 年成立至今，公司主要围绕漳州开发区进行整体开发，经过近 30 年的发展，储备了较为丰富的土地资源。截至 2021 年 3 月底，公司共有土地储备 10526 亩（包含双鱼岛、不含海域使用权），包括工业用地 1052 亩，港航物流用地 3929 亩，商业用地 1329 亩，住宅用地 1098 亩，市政用地 3117 亩；其中，双鱼岛土地储备共计 3377 亩，包括港航用地 32 亩，商业用地 1127 亩，住宅用地 856 亩和市政用地 1362 亩。

自营园区方面，公司目前已开发完成招商局·芯云谷、海韵冷链（招银冷链物流园）两个园区。招商局·芯云谷项目由全资子公司福建招商云谷开发有限公司（以下简称“招商云谷”）开发运营，于 2019 年 11 月末开园，总体规划范围约 42 万平方米，总建筑面积约 74 万平方米，是以泛信息产业主导，集低密生态型、商务公园型、智慧科技型、产城融合型于一体的产业综合体。项目内建设有独栋及双拼类企业总部、多层孵化器、高层写字楼、数据中心等业态齐全的办公空间，并建有人才公寓、员工餐厅、商业中心、运动中心等完备配套。截至 2021 年 3 月底，招商云谷资产总额 9.71 亿元，所有者权益 2.99 亿元。2020 年，招商云谷实现营业收入为 1594.69 万元，净利润为-2071.22 万元。

此外，招银冷链物流园区系由子公司福建省海韵冷链仓储有限公司（以下简称“海韵冷链”）投资建设的综合物流园区项目，于 2019 年 4 月正式开园。项目一期总投资 4.58 亿元，计划建设一个万吨级多用途泊位，六万吨低温保税冷库、加工车间、备件库、综合服务楼、物流仓储中心及配套用房，占地面积近 13 万平方米。项目将通过漳州开发区区位、政策、规模等方面优势和集聚效应，打造一个集船舶靠泊、报关、报检、保税冷链仓储、中转配送功能的口岸服务型冷链物流园区，形成以水产品为主的现代农副冷鲜产品综合供应链平台。截至 2021 年 3 月底，海韵冷链资产总额 3.71 亿元，所有者权益 0.88 亿元。2020 年，海韵冷链公司营业收入为 1307.21 万元，净利润为-1996.12 万元。

公司目前在建的双鱼岛项目为第一例获国务院批准的经营性人工岛项目，位于厦门湾南岸，其定位为国际高端休闲旅游度假目的地，规划面积 225.16 公顷，陆域面积 194.88

公顷，半径约 840 米，拥有 11.7 公里的海岸线。2021 年 1 月 26 日，双鱼岛项目开发策划方案获招商局集团董事会审批通过，正式启动二级开发，包含游艇码头、国际学校、主题街区、酒店公寓等多种业态。项目将由招商蛇口全面统筹，协调调动资源；招商漳州为开发主体。公司将根据双鱼岛整体开发方案审批情况及相关项目后续策划情况再行考虑后续投资。

3. 股东支持

公司作为招商蛇口的控股子公司，在业务协同和融资方面可得到支持。

控股股东招商蛇口作为招商局集团旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业，是招商局集团内唯一的地产资产整合平台及重要的业务协同平台。招商蛇口以“中国领先的城市和园区综合开发运营服务商”为战略定位，以独特的“前港—中区—后城”综合发展模式，全面参与中国以及“一带一路”重要节点的城市化建设。

招商漳州主营园区业务，土地资源储备与园区开发基础丰富。招商蛇口收购公司后，将公司定位为其“前港—中区—后城”模式的未来样板。招商蛇口在厦门、漳州的已有布局与招商漳州可形成战略协同。融资方面，招商蛇口对公司给予支持，为公司存续中期票据提供担保。

4. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告》，截至2021年6月25日，公司已结清信贷信息记录中有5笔关注类短期借款（上述5笔关注类短期借款均已于2003年正常还款并结清，经公司出具说明，未涉及逾期支付本息情况），无未结清不良信贷记录。总体看，公司过往债务履约状况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。公司原董事长丁勇退休，暂无新的任命。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司收入较为稳定，但综合毛利率水平有所下降。

2020 年，公司营业收入变化不大，土地一级开发业务仍为公司核心利润贡献来源。2020 年，公司土地一级开发业务收入同比增长 25.17%，主要系本期一级土地开发结转的地块规模增长所致；公司房地产销售板块结转收入下降较多主要系结转规模下降所致。

毛利率方面，受本期结转的地块单价较低，且工业用地土地造地成本高影响，公司土地一级开发板块毛利率降至 58.78%。房地产销售板块毛利率有所提升主要系结转结构差异所致。

2021 年一季度，公司营业收入同比下降 77.86%，主要系本期未确认土地一级开发收入所致。2021 年一季度综合毛利率水平偏低，主要是受年度业务发生不均衡影响。

表7　公司营业收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地一级开发	2.73	23.99	87.00	4.49	37.54	93.11	5.62	50.12	58.78	0.00	0.00	--
土地、经营性物业出租	0.90	7.90	74.00	0.70	5.89	62.52	1.18	10.49	59.87	0.17	19.61	40.50
房地产销售	3.87	34.01	28.67	3.25	27.15	20.91	0.72	6.41	36.87	0.00	0.00	--
供电业务	1.70	14.96	15.45	1.77	14.76	14.21	1.85	16.46	12.06	0.44	51.18	14.36

其他园区配套服务	2.18	19.14	19.96	1.75	14.65	-4.91	1.85	16.52	1.16	0.25	29.21	-22.01
合计	**11.38**	**100.00**	**42.60**	**11.96**	**100.00**	**45.69**	**11.22**	**100.00**	**40.28**	**0.85**	**100.00**	**8.86**

注：其他园区配套服务业务主要包括园区综合服务、物业管理、酒店经营、物流仓储等
资料来源：公司提供

2. 土地一级开发业务

跟踪期内，土地一级开发业务为公司核心利润贡献来源；开发模式以自有土地一级开发为主；公司一级开发业务营收水平受到当地政府财政实力的影响大；公司土地储备充裕。

跟踪期内，公司业务模式未发生重大变化。公司土地一级开发业务包括招商漳州自有土地及合作土地的一级开发，以自有土地开发为主。自有土地的一级开发业务指招商漳州对其名下土地进行前期开发，即土地平整及进行市政配套建设，该部分土地完成“五通一平”具备出让条件后，通过对外转让（限于规划为工业用地、港航物流用地、市政配套用地的土地）获得转让收益或由漳州开发区管委会收储获得收储收益。公司合作土地的一级开发业务指公司接受合作方委托，为合作方名下土地进行前期开发，即土地平整及进行市政配套建设，土地完成“五通一平”具备出让或使用条件后，根据与合作方的协议获得相应收益。该业务合作方目前包括但不限于漳州开发区管委会、漳州招商局码头有限公司、漳州海达航运有限公司等。资金方面，公司土地开发过程中所发生的成本费用需要自身先行垫付。

公司一级开发业务营业收入主要来自政府支付的收储补偿收入及平整土地的劳务报酬，导致政府性资金流入占比较高，营收水平受到当地政府财政实力的影响大。

截至 2021 年 3 月底，公司土地一级开发业务已完成的主要项目及公司土地一级开发业务整理过程中的项目情况如下表所示。

公司土地一级开发业务已完成的主要项目本期确认收入主要来自自有土地开发项目。截至 2021 年 3 月底，公司累计收到回款金额 9.33 亿元，回款情况较 2020 年 3 月底增长 0.94 亿元。

表 8　截至 2021 年 3 月底公司土地一级开发业务已完成的主要项目情况表（单位：万元、亩）

序号	地块名称	整理期间	总投资额	截至 2021 年 3 月底已投资额	面积	是否签订协议	确认收入金额	截至 2021 年 3 月底已回款金额	未来三年回款计划		
									2021	2022	2023
一、合作土地开发											
1	2016-B2（三区 3-1901）	2007.1-2017.3	618.67	618.67	94.34	是	3480.59	3480.59	--	--	--
2	2012-B5（二区 8-1804）	2007.1-2017.6	216.78	216.78	79.42	是	7751.40	7751.40	--	--	--
3	2018-B4（三区 3-21)	2007.1-2018.12	1544.65	1544.65	122.10	是	4984.70	4984.70	--	--	--
4	2019-B4(三区 5-18)	2007.1-2019.12	42.8	42.8	7.97	是	4436.42	4436.42	--	--	--
5	2019-B3(二区 2-4401)	2007.1-2019.12	811.56	811.56	88.39	是	4977.79	4977.79	--	--	--
6	双鱼岛桥头南侧地块	2005.1-2020.6	532.13	532.13	84.89	是	9463.07	--	10314.74	--	--
小计		-	**3766.59**	**3766.59**	**477.11**	--	**35093.97**	**25630.90**	10314.74	--	--
二、自有土地开发											
1	收储(三区 2010-A3	2010.5-2017.3	195.77	195.77	16.96	是	2376.95	2376.95	--	--	--

	地块）										
2	收储（二区篮球场地块）	1994.3-2017.12	369.17	369.17	43.07	是	4070.35	4070.35	--	--	--
3	收储（一区中集地块）	2003.1-2017.12	1545.90	1545.90	368.02	是	4389.30	4389.30	--	--	--
4	收储（二区2R2-2901)	2004.5-2018.3	28.15	28.15	3.40	是	1180.97	1180.97	--	--	--
5	收储（二区2R2-2902)	2004.5-2018.3	107.02	107.02	12.94	是	4074.73	4074.73	--	--	--
6	收储（二区2R2-2502)	2004.5-2018.3	82.08	82.08	9.93	是	3125.11	3125.11	--	--	--
7	收储（二区六个地块）	2004.5-2018.3	233.08	233.08	28.19	是	1520.92	1520.92	--	--	--
8	收储（二区1-0901）	1994.3-2018.7	82.48	82.48	9.98	是	837.98	837.98	--	--	--
9	收储（二区3-3602）	2004.11-2018.8	331.02	331.02	50.61	是	4782.55	4782.55	--	--	--
10	收储（二区3-3102）	2004.11-2018.8	483.81	483.81	58.52	是	5529.95	5529.95	--	--	--
11	收储（二区6-18)	2004.5-2019.6	231.42	231.42	28.35	是	22163.16	22163.16	--	--	--
12	收储(二区大径社区东南部项目）	2009.5-2019.6	1237.62	1237.62	108.69	是	12318.32	12318.32	--	--	--
13	四区04-A-68-2地块	2010.2-2019.10	773.49	773.49	43.47	是	996.92	1086.65	--	--	--
14	土地转让（一、二区市政地块）	1994.3-2020.3	5093.34	5093.34	657.52	是	15655.33	--	16438.09	--	--
15	钛业地块收储	2007.6-2020.10	3870.72	3870.72	335.49	是	16074.85	--	16074.85	--	--
16	139 地块收储	1996.1-2020.3	12065.71	12065.71	242.7	是	14352.18	--	14352.18	--	--
17	四区四号路用地	2008.8-2020.6	1545.63	1545.63	83.76	是	1994.4	--	2091.12	--	--
18	一区 1-14 地块	2007.3-2020.7	41.55	41.55	9.05	是	215.54	226.32	--	--	--
19	四区三号路用地	2010.11-2020.8	425.74	425.74	32.33	是	769.67	--	808.16	--	--
小计		--	**28743.70**	**28743.70**	**2142.98**	--	**116429.18**	**67683.26**	**49764.40**	--	--

注：已回款金额包含增值税（如有），收储项目免增值税

资料来源：公司提供

公司土地一级开发业务整理过程中的项目主要集中在自有土地一级开发及双鱼岛项目。双鱼岛位于漳州开发区二区大磐浅滩岛，规划面积约 2.2 平方公里，由公司投资开发建设，是国务院批准的首例经营性用海项目，造岛工程及市政配套总投资约 35.20 亿元，包括前期费用 5.19 亿元（海域使用金、清理补偿金及勘察、设计、监理、施工栈桥等费用）、填海工程 16.84 亿元、市政工程 9.09 亿元和建设利息 4.08 亿元，截至 2021 年 3 月底已投资 20.27 亿元。

双鱼岛计划建设成为厦门湾南岸拥有碧海银滩、主题乐园、游艇码头、主题酒店群、滨水商业和高端住宅等项目的国际高端休闲旅游度假目的地。双鱼岛项目于 2010 年正式开工建设，2021 年 1 月 26 日，双鱼岛项目开发策划方案获招商局集团董事会审批通过，正式启动二级开发，公司将根据双鱼岛整体开发方案审批情况及相关项目后续策划情况再行考虑后续投资，故相关项目未来投资计划目前存在不确定性。

表 9　截至 2021 年 3 月底，公司土地一级开发业务整理过程中的项目情况表（单位：万元、亩）

序号	地块名称	开发期间	总投资额	截至 2021 年 3 月底已投资额	面积	未来三年投资计划		
						2021 年	2022 年	2023 年
1	自有土地	1994.3-至今	未定	112979.1	6715.27	--	--	--
2	开发区管委会委托造地	2007.1-至今	未定	11917.94	--	504.56	616.44	715.69
3	漳州双鱼岛土地	2007.9-至今	352000.00	202685.31	3376.39	16200	15700	18200
4	四区厦门后石港区招商置业堆场填海造地	2009.3-至今	3128.00	3045.39	604.14	5775.00	3000.00	6875.50
合计		--	--	**330627.74**	**10695.80**	**22479.56**	**19316.44**	**25791.19**

注：四区厦门后石港区招商置业堆场填海造地总投资额和未来投资计划有出入系规划变化所致
资料来源：公司提供

土地储备

截至 2021 年 3 月底，公司共有土地储备面积 10526 亩（包含双鱼岛、不含海域使用权），包括工业用地 1052 亩，港航物流用地 3929 亩，商业用地 1329 亩，住宅用地 1098 亩，市政用地 3117 亩；其中，双鱼岛土地储备共计 3377 亩，包括港航用地 32 亩，商业用地 1127 亩，住宅用地 856 亩和市政用地 1362 亩。

3. 土地、经营性物业出租

公司土地、经营性物业出租整体收入规模小。截至 2021 年 3 月底，公司自持物业整体出租水平仍待提升。

公司土地、经营性物业租赁业务指公司将本部或控股子公司所拥有的土地或写字楼、公寓、商铺、厂房等经营性物业出租给漳州开发区管委会（含下属行政事业单位、下属企业）或漳州开发区区内企业或个人，并依据相关租赁协议收取租赁费用。

表 10 公司近年来经营性物业租赁情况（单位：%、元/平方米·月、平方米）

公司	项目名称	业态	2019 年		2020 年		2021 年 3 月底		
			出租率	平均租金	出租率	平均租金	可出租面积	出租率	平均租金
招商置业	汤洋工业园厂房	产业办公（工业用地）	76.82	20.86	43.43	4.13	83559.96	78.84	5.76
招商漳州本部	禾顺制衣(厂房、办公楼)		--	--	58.33	--	15312.30	100.00	1.61
招商漳州本部	南疏港公路管理站		1.64	30.69	11.40	69.88	5058.71	100.00	14.00
招商漳州本部	创业广场		97.27	50.04	53.33	19.54	18444.41	45.81	37.18
招商漳州本部	泰华厂房		100.00	23.56	45.28	11.33	34180.08	63.88	16.20
诺尔公司	诺尔厂房		--	--	100.00	23.45	80974	100.00	22.78
小计	--		**78.16**	**26.44**	**64.02**	**16.09**	**237529.46**	**81.28**	**15.25**
招商置业	怡心天地存量房	公寓	60.01	13.83	--	--	--	--	--
招商漳州本部	玉兰苑		83.85	9.17	77.65	25.02	12546.65	68.70	23.99
招商漳州本部	紫薇苑		--	--	28.29	15.07	23886.41	100.00	12.31
招商漳州本部	凌波苑		99.78	16.37	92.36	11.27	9357.54	92.55	13.80
招商漳州本部	四区单身公寓		100.00	37.51	11.12	11.83	17932.89	15.79	3.76
招商漳州本部	住宅楼		81.78	18.36	71.75	24.44	2881.39	77.88	24.02
小计	--	--	**91.96**	**23.69**	**43.85**	**17.71**	**66604.88**	**69.43**	**14.81**
招商漳州本部	漳州港客货码头	其他	100.00	1.29	100.00	1.29	29690.80	100.00	1.29

小计	--	--	**100.00**	**1.29**	100.00	1.29	**29690.80**	**100.00**	**1.29**
招商漳州本部	文体馆	其他	--	--	100.00	45.57	4704.00	100.00	45.94
小计			--	--	100.00	45.57	**4704.00**	**100.00**	**45.94**
招商置业	怡心天地商铺	商业	77.87	50.56	58.92	83.63	556.70	61.43	58.75
小计			**77.87**	**50.56**	58.92	83.63	**556.70**	**61.43**	**58.75**
招商漳州本部	光影艺术馆	写字楼（商业用地）	100.00	59.97	100.00	69.27	6527.61	100.00	62.71
招商漳州本部	招商大厦		100.00	39.26	100.00	50.29	6218.73	100.00	48.31
云谷公司	芯云谷一期华为数据中心 2 号楼		100.00	47.69	100.00	54.79	11559.49	100.00	48.53
云谷公司	芯云谷一期高层总部		11.26	45.47	23.27	46.92	55812.77	34.23	46.75
供电公司	配网调度中心综合楼		100.00	51.11	65.49	55.82	2374.00	100.00	55.01
海韵冷链	综合服务楼				3.58	39.39	5891.00	9.18	26.53
小计	--	--	**34.76**	**50.52**	**45.84**	**54.44**	**88383.60**	**52.40**	**50.04**
招商漳州本部	员工之家	其他	100.00	36.36	100.00	40.00	653.94	100.00	40.00
招商漳州本部	原公安分局楼	其他	--	--	100.00	14.77	1598.10	100.00	15.00
招商漳州本部	客运站	其他	--	--	-	-	1543.98	100.00	46.67
小计	--	--	**100.00**	**36.36**	**100.00**	**19.37**	**3796.02**	**100.00**	**32.19**
合计	--	--	--	--	--	--	**431265.46**	**73.30**	**21.99**

注：物业类型区分：公寓包括服务式公寓及其他公寓；产业办公包括工业用地性质的厂房、产业园区办公楼等；商业包括商业中心、商铺、底商等；其他包括体育馆、文体馆等；上表不含土地租赁业务
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司土地、经营性物业出租整体收入规模小。截至 2021 年 3 月底，公司经营性物业总可租面积 43.13 万平米，变化不大；平均出租率为 73.30%，较 2020 年 3 月底提升 5.61 个百分点。其中四区单身公寓、云谷一期高层、海韵综合楼出租率较低，主要原因是项目均属于区内产业配套，受招商进度以及项目处于招商初期阶段的影响，大部分面积处于闲置状态。2020 年度新增物业有海韵冷链综合服务楼、原公安分局楼以及客运站物业，总建筑面积 1.58 万平方米，均为产业配套，目前产生租金较少。2020 年公司对怡心天地存量房进行处置，后续无出租收入。

4. 房地产销售业务

公司房地产销售业务主要来自店地安置房项目。截至 2021 年 3 月底，该项目已全部结转完毕。公司该板块未来收入可持续性较差。

店地安置房项目位于漳州开发区三区，项目总建筑面积 16.58 万平方米，其中：住宅 10.39 万平方米，商业 2.32 万平方米，其他 0.45 万平方米，地下室 3.42 万平方米；计划建设住宅 951 套，其中：计划用于安置 901 套，安置面积约 9.95 平方米。项目分期建设，一期已于 2019 年 11 月完工；二、三期于 2020 年 7 月份完成竣工验收。截至 2021 年 3 月底，该项目已全部结转完毕。

5. 供电业务

2020 年，公司供电收入变化不大，售电量有所上升。

公司供电业务运营主体为招商局漳州开发区供电有限公司（以下简称“供电公司”），从事输配电业务，为园区内居民、工商企业提供供电服务，盈利模式为获取购售电价差。

供电公司从国网福建省电力有限公司漳州供电公司购入电力，购电成本采用趸购电价方式；售电价格由福建省物价局统一定价，每月对用户进行一次抄表结算，结算方式有银行转账、银行代扣、现金缴款、微信缴费、自助终端机缴费等。

2020 年，公司供电收入变化不大，售电量有所上升。

表 11　近年公司电力销售情况

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
服务客户数（户）	50388	55027	61261	64196
其中：工业（户）	69	74	78	78
商业（户）	4978	5375	5739	5897
居民（户）	45180	49408	55269	58038
售电量（万千瓦时）	28572	30354	33269	7436

资料来源：公司提供

6．经营效率

公司经营效率指标一般。

从经营效率指标看，2020 年，公司销售债权周转次数 1.24 次，较上年下降 1.09 次；存货周转次数和总资产周转次数较稳定，分别为 0.16 次和 0.11 次。

表 12　2020 年同行业企业经营效率指标
（单位：亿元、次）

项目	招商漳州	珠海华发综合发展有限公司	梅溪湖投资（长沙）有限公司
土地整理收入	5.62	25.21	12.88
总资产周转次数	0.11	0.44	0.06
存货周转次数	0.16	1.28	0.07
销售债权周转次数	1.24	6.93	20.93

资料来源：联合资信整理

7．在建项目及未来发展

公司战略清晰，发展规划较为可行；双鱼岛项目投资规模大，目前整体开发方案已获得招商局集团审批，但具体项目不确定性较大，若按现行规划执行，未来将面临较大投资压力。

公司在建项目主要为双鱼岛碧海银滩项目。双鱼岛碧海银滩项目总投资额 2.50 亿元，后续公司将根据双鱼岛整体开发方案审批情况及相关项目策划情况再行考虑继续投资建设碧海银滩二期项目或增加投资建设其他配套项目。

其余在建项目已投资金额均为双鱼岛开发相关项目的前期策划或论证费用，上述项目目前均未开始实际建设，已投入金额小，由于双鱼岛二级开发具体项目尚待确定，整体投资规模存在较大不确定性。

表 13　截至 2020 年 3 月底，公司主要在建项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	建设期	项目总投资	截至 2021 年 3 月已投资	工程投入占预算比例	资金来源	未来投资金额		
						2021 年 4-12 月	2022 年	2023 年
双鱼岛碧海银滩（本部）	2016-2021	2.50	1.02	40.77	自有资金和贷款	0.02	--	--
双鱼岛客运码头	2017-2022	2.50	0.03	1.37	自有资金和贷款	--	0.32	0.08
双鱼岛市政综合服务中心	2018-2023	2.32	0.03	1.38	自有资金和贷款	0.52	0.34	0.08
合计	--	**7.32**	**1.08**	--	--	**0.54**	**0.66**	**0.16**

注：截至 2021 年 3 月底，公司在建工程科目还包含双鱼岛主题乐园（本部）、双鱼岛海洋馆（本部）工程等，均为双鱼岛开发相关项目。上述项目未在本表中披露，主要系目前上述项目均未开始实际建设，已完成投资额小，且二级开发具体项目尚待确定，未来投资主体及整体投资规模存在较大不确定性。

未来发展

公司的战略愿景为“打造招商蛇口 PPC 模式样板，实现漳州开发区可持续发展”，即实现政府认可、居民满意和股东获利。招商漳州充分利用公司与漳州开发区管委会的政企合作体制优势，发挥漳州开发区自身优势，推动临港工业及物流业、高端装备制造业、泛信息产业、文旅产业四大产业发展，通过土地经营、自营园区、持有物业、股权投资四大业务模块（“四轮驱动”）的可持续发展，实现股东长期稳定获利。

具体举措为，土地经营方面：1）对内围绕产业发展需求及方向，调整产业发展空间规划，做好产业布局；强化库存土地管理，保障土地资产安全；2）对外积极融入厦门，持续推动重点交通工程，完善区域内外交通，释放区域土地价值。自营园区方面：1）加快推进双鱼岛整体开发，推进重点项目招商、重点工程建设，

高端休闲度假目的地；2）聚焦泛信息服务产业拓展客户，完善芯云谷园区运营服务体系建设，形成产业生态圈及特色泛信息产业园；3）加快市场拓展，提升库容率和市场占有率，同时创新经营方式、优化盈利模式，形成现代农副冷鲜产品综合供应链平台的冷链物流园区。持有物业方面：1）通过数字化建设，建设物业经营“一站式服务平台”，构建全方位的物业经营体系，提升持有型物业运营能力，强化精益管理和服务质量，提高效益，保障公司收益；2）盘活汤洋工业园、原禾顺制衣厂房、原诺尔公司地块等物业资源。提高招商局创业广场、玉兰苑等物业的经营效益。股权投资方面；1）加强与招商资本、招商启航等招商局集团金融板块业务协同，推动创新性项目投资落地；2）充分利用现有的现代服务业基金、生态智慧基金及产业孵化器基金、招商漳州创新投基金，寻找项目，培育、引入优质企业。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年财务报告，德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2021年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，跟踪期内，公司合并范围变化不大且相关子公司规模较小，财务数据可比性强。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 100.97 亿元，所有者权益 48.48 亿元（含少数股东权益 1.18 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 11.22 亿元，利润总额 2.44 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 99.85 亿元，所有者权益 48.21 亿元（含少数股东权益 1.21 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 0.85 亿元，利润总额-0.37 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司整体资产规模和资产构成较为稳定，公司存货主要为土地开发成本，流动性较弱；受业务性质影响公司应收账款规模较大，其信用风险较小；长期股权投资规模较大。整体看，公司资产流动性偏弱，整体质量尚可。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 100.97 亿元，较上年底增长 1.35%，较上年底变化不大。其中，流动资产占 66.15%，非流动资产占 33.85%，资产结构较上年底变化不大。

截至 2020 年底，流动资产 66.79 亿元，较上年底增长 0.82%，较上年底变化不大。公司流动资产主要由货币资金（占 17.37%）、应收账款（占 18.51%）和存货（占 59.34%）构成。

截至 2020 年底，公司货币资金 11.60 亿元，较上年底下降 3.10%，货币资金中有 36.87 万元受限资金，系保函保证金。

截至 2020 年底，公司应收账款账面价值 12.36 亿元，较上年底增长 115.64%，主要系管委会暂未支付当年新增的土地欠款所致。截至 2020 年底，按欠款方归集的期末余额前五名的占比 90.87%，集中度高。受业务模式影响，公司应收账款欠款方主要为所在开发区管委会及其下属政府单位，款项性质主要为应收店地安置房项目售房款、土地整理费用、房屋租金及代建费用等，其信用风险较小。按账龄看，公司应收账款主要集中在 1 年以内（占比 80.74%），整体账龄较短。截至 2020 年底，公司应收账款共计提信用损失准备 0.02 亿元。

截至 2020 年底，公司存货 39.63 亿元，较上年底下降 13.10%，存货构成主要为土地开发成本（占 81.83%）及已完工房地产开发产品（占 18.04%），其中土地开发成本主要为双鱼岛项目土地及所在漳州招商局经济技术开发区一区、二区和四区土地；截至 2020 年底，公司对存货未计提跌价准备。

截至 2020 年底，公司非流动资产 34.18 亿元，较上年底增长 2.38%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 53.49%）、投资性房地产（占 22.45%）、固定资产（合计）（占 12.94%）

和递延所得税资产（占 5.77%）构成。

公司长期股权投资全部为对联营公司的投资，主要包含漳州招商房地产有限公司（以下简称“招商房地产”）、漳州招商局码头有限公司（以下简称“招商局码头”）和漳州招商局厦门湾港务有限公司（以下简称“厦门湾港务”），联营企业主营业务为房地产开发销售及港口码头运营。截至 2020 年底，公司长期股权投资 18.28 亿元，较上年底增长 5.06%，主要系权益法核算确认的投资收益 1.09 亿元所致。

截至 2020 年底，公司投资性房地产 7.67 亿元，较上年底增长 25.56%，主要系固定资产转为投资性房地产所致。公司投资性房地产采用成本法计量，公司投资性房地产具有一定的是升值空间。

截至 2020 年底，公司固定资产 4.42 亿元，较上年底下降 22.83%，主要系本年转入投资性房地产所致。固定资产主要由房屋建筑物构成，累计计提折旧 2.38 亿元，无减值准备。

截至 2020 年底，公司递延所得税资产 1.97 亿元，较上年底增长 0.85%，较上年底变化不大。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 99.85 亿元，较上年底下降 1.11%，较上年底变化不大。其中，流动资产占 65.65%，非流动资产占 34.35%，资产结构较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司受限资产全部系受限货币资金，公司受限资产规模小。

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模较为稳定，权益稳定性较好。

截至 2020 年底，公司所有者权益 48.48 亿元，较上年底增长 2.89%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 97.56%，少数股东权益占比为 2.44%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 53.63%、0.70%、-0.01%和 29.98%。所有者权益结构稳定性好。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 48.21 亿元，较上年底下降 0.55%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 97.49%，少数股东权益占比为 2.51%。

（2）负债

跟踪期内，公司债务结构及债务负担整体处于合理水平。2023 年，公司面临债券集中到期，公司面临一定集中兑付压力。考虑到公司双鱼岛项目未来或面临较大投资压力，公司债务负担或将提升。

截至 2020 年底，公司负债总额 52.49 亿元，较上年底下降 0.04%，较上年底变化不大。其中，流动负债占 29.44%，非流动负债占 70.56%。公司负债以非流动负债为主。

截至 2020 年底，公司流动负债 15.45 亿元，较上年底下降 41.61%，主要系偿还部分短期债务所致。公司流动负债主要由短期借款（占 24.43%）、应付账款（占 29.94%）、应付职工薪酬（占 7.39%）、应交税费（占 5.69%）、其他应付款（占 6.26%）和一年内到期的非流动负债（占 20.99%）构成。

截至 2020 年底，公司新增短期借款 3.77 亿元。

截至 2020 年底，公司应付账款 4.63 亿元，较上年底下降 24.61%，主要系应付工程款下降所致。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 3.24 亿元，较上年底下降 80.65%，主要系公司偿还借款所致。

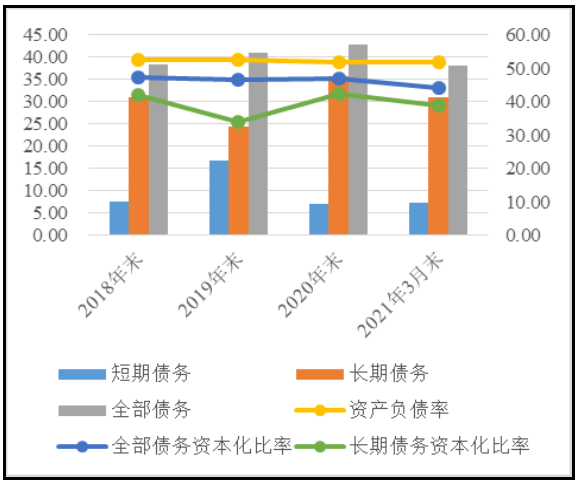
截至 2020 年底，公司非流动负债 37.04 亿元，较上年底增长 42.20%，主要系发行中期票据所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 50.75%）和应付债券（占 45.89%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 18.80 亿元，较上年底下降 22.71%；长期借款主要由信用借款构成。

截至 2020 年底，公司应付债券 17.00 亿元，系发行中期票据所致。

截至 2020 年底，公司全部债务 42.82 亿元，较上年底增长 4.21%。债务结构方面，短期债务占 16.39%，长期债务占 83.61%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 51.99%、46.90%和 42.48%，较上年底分别下降 0.72 个百分点、提高 0.32 个百分点和提高 8.43 个百分点。公司债务负担较合理。

图 3　公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 51.64 亿元，较上年底下降 1.62%，规模及结构较上年底变化不大。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 44.84 亿元，较上年底增长 4.71%。债务结构方面，短期债务占 16.25%，长期债务占 83.75%，以长期债务为主，其中，短期债务 7.29 亿元，较上年底增长 3.83%；长期债务 37.55 亿元，较上年底增长 4.89%。从债务指标来看，截至 2021 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 51.72%、48.19%和 43.78%，较上年底分别下降 0.27 个百分点、提高 1.29 个百分点和提高 1.31 个百分点。

2023 年，公司面临债券集中到期，或面临一定集中兑付压力。

表 14　截至 2020 年底公司有息债务到期分布情况（单位：亿元）

到期时间	假设债券全部回售		合计
	到期债券金额	其他到期借款	
2021 年	0.00	6.81	**6.81**
2022 年	0.00	8.38	**8.38**
2023 年及以后	17.00	10.42	**27.42**
合计	**17.00**	**25.61**	**42.61**

注：本表有息债务未包含利息。

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2020 年，公司营业收入规模较为平稳，但利润下滑明显；投资收益对利润影响大且费用对利润侵蚀明显，公司整体盈利能力一般。受年度业务发生不均衡影响，公司 2021 年 1－3 月亏损。

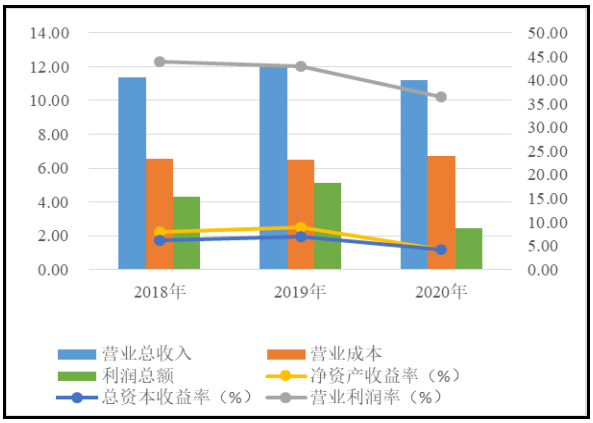
2020 年，公司实现营业总收入 11.22 亿元，同比下降 6.20%；营业成本 6.70 亿元，同比增长 3.15%，主要系一级土地开发部分工业用地整体成本高所致；营业利润率为 36.48%，同比下降 6.51 个百分点。

2020 年，公司费用总额为 2.81 亿元，同比增长 14.20%。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 8.07%、32.19%和 59.74%，以管理费用和财务费用为主。其中，销售费用为 0.23 亿元，同比增长 29.66%；管理费用为 0.91 亿元，同比增长 9.64%；财务费用为 1.68 亿元，同比增长 14.93%。2020 年，公司期间费用率为 25.07%，同比提高 4.48 个百分点，对整体利润侵蚀严重。

2020 年，公司实现投资收益 1.12 亿元，同比下降 54.28%，主要系参股企业招商房地产投资收益降幅明显所致，投资收益占营业利润比重为 45.91%，对营业利润影响较大；公司其他收益和营业外收入规模较小。

2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.29%和 4.22%，同比分别下降 2.67 个百分点和下降 4.70 个百分点。

图 4　公司盈利指标情况



资料来源：公司财务数据

2021年1－3月，公司实现营业总收入0.85亿元，同比下降77.77%，主要系本期未确认一级土地开发收入所致；利润总额-0.37亿元，同比转亏。

5．现金流分析

2020 年，受土地经营业务相关收入未能及时回收影响，公司经营获现能力有所下降。公司投资活动现金流规模较小；考虑到公司双鱼岛项目未来投资规模预计较大，公司或将面临较大对外融资压力。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入 9.16 亿元，同比下降 20.39%，主要系本期收到的土地开发回款下降所致；经营活动现金流出 7.75 亿元，同比下降 30.09%，主要系本期支付的工程款下降所致。2020 年，公司经营活动现金净流入 1.41 亿元，同比增长 235.81%。2020 年，公司现金收入比为 69.72%，同比下降 6.64 个百分点，公司收入实现质量较差，主要系公司未能及时回收土地经营等业务款项所致。

公司投资活动现金流规模较小；2020 年，公司投资活动现金流入 0.45 亿元，同比下降 70.07%，主要系上期招商房地产及招商局码头分派现金股利，本年未发生所致。同期，投资活动现金流出 1.15 亿元，同比下降 60.87%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金下降所致。2020 年，公司投资活动现金净流出 0.70 亿元，同比下降 51.09%。

2020 年，公司筹资活动前现金流量净额为 0.71 亿元，公司经营获现能力较差，考虑到公司双鱼岛项目未来投资规模预计较大，公司或将面临较大对外融资压力。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入 37.50 亿元，同比增长 210.71%，主要系发行债券所致；筹资活动现金流出 38.33 亿元，同比增长 206.34%，主要系本期债务偿还规模较大所致。2020 年，公司筹资活动现金净流出 0.82 亿元，同比增长 86.36%。

表 15　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
经营活动现金流入小计	14.00	11.50	9.16	1.00
经营活动现金流出小计	14.52	11.08	7.75	4.50
经营活动现金流量净额	**-0.51**	**0.42**	**1.41**	**-3.51**
投资活动现金流入小计	2.49	1.52	0.45	0.01
投资活动现金流出小计	4.50	2.95	1.15	0.30
投资活动现金流量净额	**-2.00**	**-1.43**	**-0.70**	**-0.29**
筹资活动前现金流量净额	**-2.51**	**-1.01**	**0.71**	**-3.84**
筹资活动现金流入小计	13.22	12.07	37.50	2.90
筹资活动现金流出小计	5.25	12.51	38.33	1.29
筹资活动现金流量净额	**7.97**	**-0.44**	**-0.82**	**1.61**
现金收入比	74.71	76.36	69.72	93.31

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金净流出 3.51 亿元；投资活动现金净流出量为 0.29 亿元；同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为 1.61 亿元。

6．偿债能力

公司短期偿债指标强，长期偿债指标一般。但考虑到公司间接融资渠道较为畅通，股东招商蛇口实力强，公司作为招商蛇口的控股子公司，在业务协同和融资方面可得到支持，整体看，公司偿债能力很强。

截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的 250.31%和 77.99%分别提高至 432.21%和 175.76%。2020 年，公司经营现金流动负债比率为 9.12%，同比提高 7.54 个百分点。截至 2020 年底，公司现金短期债务比由上年底的 0.71 倍提高至 1.65 倍。

2020 年，公司 EBITDA 为 5.03 亿元，同比下降 33.74%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 13.30%）、计入财务费用的利息支出（占 37.26%）、利润总额（占 48.58%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.35 倍下降至 2.58 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA 由上年的 5.42 倍提高至 8.52 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。

截至 2020 年底，公司无对外担保。

截至 2020 年底，公司共获得商业银行授信额度 61.16 亿元，其中已使用授信额度 25.61 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2020 年底，公司重大未决诉讼案件共 3 件，为土地侵权纠纷及土地转让合同纠纷，标的金额合计约 2.24 亿元，公司均为原告，公司或有负债规模不大。

7、 母公司财务分析

母公司业务范围为土地一级开发以及经营性物业的出租，受土地一级开发业务相关资产规模较大影响，母公司资产规模在合并口径中占比高。2020 年，母公司负债规模整体处于合理水平；同期，母公司经营获现能力有所下降，母公司投资支出规模较小。

母公司职能主要为土地一级开发以及经营性物业的出租业务，截至2020年底，母公司资产占合并口径的83.14%；母公司负债占合并口径的75.38%；母公司全部债务占合并口径的76.36%；母公司所有者权益占合并口径的91.55%。2020年，母公司营业总收入占合并口径的54.33%；母公司营业收入占合并口径的54.33%；母公司利润总额占合并口径的49.56%。

截至2020年底，母公司资产总额83.95亿元，较上年底增长3.45%。其中，流动资产45.21亿元（占53.86%），非流动资产38.74亿元（占46.14%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占15.20%）、应收账款（占11.03%）、存货（占71.06%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占77.62%）、投资性房地产（占9.91%）、递延所得税资产（占5.01%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为6.87亿元。

截至2020年底，母公司负债总额39.57亿元，较上年底增长5.62%。其中，流动负债11.95亿元（占30.20%），非流动负债27.62亿元（占69.80%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占30.33%）、应付账款（占21.40%）、其他应付款（合计）（占20.89%）、一年内到期的非流动负债（占17.87%）、应付职工薪酬（占8.20%）构成；非流动负债主要由长期借款（占35.97%）、应付债券（占61.55%）构成。母公司2020年底资产负债率为47.14%，较2019年底提高0.97个百分点。截至2020年底，母公司全部债务32.69亿元。其中，短期债务占17.62%、长期债务占82.38%。截至2020年底，母公司全部债务资本化比率42.42%，母公司债务负担较合理。

截至2020年底，母公司所有者权益为44.38亿元，较上年底增长1.60%。在所有者权益中，实收资本为26.00亿元（占58.59%）、未分配利润合计11.96亿元（占26.96%）、盈余公积合计6.41亿元（占14.45%）。所有者权益稳定性较强。

2020年，母公司营业总收入为6.09亿元，利润总额为1.21亿元。同期，母公司投资收益为1.31亿元。

现金流方面，2020年，母公司经营活动现金流净额为0.85亿元，投资活动现金流净额-0.02亿元，筹资活动现金流净额-1.09亿元。

8. 存续期内债券偿还能力

总体看，公司2021年无应到期债券，经营活动现金流入量、经营活动现金流净额及EBITDA对未来待偿债券本金峰值保障能力很弱。考虑股东招商蛇口实力强，公司作为招商蛇口的控股子公司，在业务协同和融资方面可得到支持，整体看，公司存续期内债券偿还能力很强。

表 16　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2020 年
本年度剩余应到期债券余额	0
未来待偿债券本金峰值	17
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.54
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.08
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.30

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021 年 3 月底）；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十、存续中期票据保证支持

公司存续中期票据由招商蛇口提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

1．担保方概况

招商蛇口前身可追溯至 1979 年 4 月 1 日成立的蛇口工业区建设指挥部。1992 年 2 月，国家工商局核准招商局蛇口工业区有限公司注册成立，初始注册资本 2.00 亿元，全部由招商局集团出资。1988 年 3 月，招商蛇口改组为招商局集团和招商局轮船有限公司（以下简称“招商局轮船”）共同投资设立的有限责任公司，注册资本增加至 3.00 亿元。2015 年 6 月整体变更为股份有限公司，并更名为现名，其中招商局集团和招商局轮船分别持股 95.00%和 5.00%。2015 年 12 月，为吸收合并招商局地产控股股份有限公司|（以下简称“招商地产”），招商蛇口发行股份换股社会公众股东持有的招商地产 A 股股票和 B 股股票。经深圳证券交易所深证上〔2015〕539 号文批准，2015 年 12 月 30 日招商蛇口在深圳证券交易所主板上市，证券简称“招商蛇口”，证券代码“001979.SZ”；同时向 8 个特定对象非公开发行股份募集配套资金 118.54 亿元。截至 2021 年 3 月底，招商蛇口实收资本 79.23 亿元，招商局集团直接及间接合计持有招商蛇口 63.31%股份，招商局集团为公司的控股股东。招商局集团为国务院国有资产管理委员会（以下简称“国务院国资委”）监管的大型中央企业之一，招商蛇口的实际控制人为国务院国资委。

跟踪期内，招商蛇口经营范围无重大变化。

截至 2020 年底，招商蛇口合并资产总额 7371.57 亿元，所有者权益 2533.57 亿元（含少数股东权益 1519.87 亿元）；2020 年，招商蛇口实现营业收入 1296.21 亿元，利润总额 241.09 亿元。

截至 2021 年 3 月底，招商蛇口合并资产总额 7681.33 亿元，所有者权益 2556.88 亿元（含少数股东权益 1542.73 亿元）；2021 年 1－3 月，招商蛇口实现营业收入 126.72 亿元，利润总额 15.19 亿元。

招商蛇口注册地址：广东省深圳市南山区蛇口太子路 1 号新时代广场；法定代表人：许永军。

2. 规模与竞争力

招商蛇口在规模和品牌影响力方面具有很强的优势。

招商蛇口作为招商局集团旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业，是招商局集团内唯一的资产整合平台及重要的业务协同平台。招商蛇口以“中国领先的城市和园区综合开发运营服务商”为战略定位，以独特的“前港－中区－后城”综合发展模式，全面参与中国以及“一带一路”重要节点的城市化建设。招商蛇口覆盖了教育、文化、写字楼、园区、文创、特色产城、长租公寓、住宅、酒店、综合体、商业、邮轮、健康、养老等 14 个业务领域。2020 年，

招商蛇口实现签约销售面积 1243.53 万平方米，实现全口径签约销售金额 2776.08 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。截至 2020 年底，招商蛇口在国内外拥有 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的 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，运营期项目 5 个，建筑面积 1.46 万平方米。

此外，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。

3. 经营分析

跟踪期内，社区开发与运营业务仍是招商蛇口最主要的收入来源。2020 年，受益于项目结转规模增长，招商蛇口营业收入有所增长；受部分区域限价以及结转产品类型、结转体量变化的影响，招商蛇口社区与运营业务毛利率下降带动综合毛利率下降；此外，新冠肺炎疫情对邮轮业务毛利率影响严重。

2020 年，招商蛇口主营业务未发生变化，社区开发与运营仍是招商蛇口的核心收入来源。2020 年，招商蛇口营业收入同比增长 32.71%，主要系结算面积增长所致。2020 年，社区开发与运营收入有所增长，主要系结转销售收入增加所致；但在营业收入中的占比有所下降。2020 年，园区开发与运营业务收入快速增长，占营业收入的比重亦较大提升。邮轮产业建设与运营业务规模相对较小，对营业收入的贡献较小。

毛利率方面，2020 年，招商蛇口社区开发与运营业务毛利率下降 10.61 个百分点，主要系部分区域限价以及结转产品类型、结转体量变化的影响所致；园区开发与运营毛利率 2020 年上升 7.55 个百分点至 49.80%，主要系当期结转项目土地获取成本较低所致；邮轮产业建设与运营业务 2020 年毛利率大幅下滑至-74.48%，主要系新冠肺炎疫情以来，招商蛇口对租赁物业采取租金减免等措施，以及邮轮业务停航等影响所致。2020 年，招商蛇口综合毛利率下降至 28.69%。

表 17　2018－2020 年招商蛇口营业收入情况（单位：亿元、%）

收入指标	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
园区开发与运营	90.19	10.22	41.60	124.76	12.77	42.25	282.30	21.78	49.80
社区开发与运营	786.89	89.14	39.28	845.55	86.57	33.55	1012.57	78.12	22.94
邮轮产业建设与运营	5.70	0.65	34.91	6.42	0.66	32.35	1.33	0.10	-74.48
合计	**882.78**	**100.00**	**39.49**	**976.72**	**100.00**	**34.65**	**1296.21**	**100.00**	**28.69**

资料来源：招商蛇口年报

社区开发与运营

得益于多年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，招商蛇口销售业绩快速增长。招商蛇口在核心一二线城市拥有大量优质项目资源，对其业绩形成强有力支撑。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，亦可为招商蛇口未来的经营业绩形成较好保障。

招商蛇口社区开发与运营业务目前已布局国内外近 60 个城市及地区，系招商蛇口收入贡献最大的业务板块。城市布局方面，招商蛇口项目主要分布在沿海经济发达城市和中西部高铁沿线城市集群，准一线及二线城市，机会参与三四线城市，并尝试海外业务。

（1）项目开发

2020 年，招商蛇口新开工面积同比小幅下降，竣工面积变动不大，仍保持较快的开发节奏。但新开工面积始终大于当期竣工面积，不断扩大的在建项目为招商蛇口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 18　2018－2020 年招商蛇口房地产业务开竣工情况（单位：万平方米）

指标	2018 年	2019 年	2020 年
新开工面积	1082	1486	1356
竣工面积	499	1021	1096
期末在建面积	2273	2764	3093

注：表中数据不满足上期期末在建+当期开工-当期竣工=当期期末在建面积，未获取具体原因
资料来源：联合资信根据公开资料整理

（2）销售方面

社区类产品销售方面，2020 年，招商蛇口签约销售面积保持增长，当期实现全口径签约销售金额 2776.08 亿元，同比增长 25.91%。根据 2020 年克而瑞中国房地产企业排行榜，公司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。

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，2020 年，招商蛇口社区开发与运营业务结算情况较好，招商蛇口结算面积和结算金额不断增长；同时受结算区域和产品结构调整影响，招商蛇口结算均价小幅上升。

表 19　2018－2020 年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 年	2019 年	2020 年
签约销售面积	827.35	1169.44	1243.53
签约销售金额	1705.84	2204.74	2776.08
签约销售均价	20618	18853	22324
结算面积	419.47	513.84	634.24
结算金额	808.15	894.36	1168.62
结算均价	19266	17405	18426

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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，2020 年招商蛇口销售收入贡献以华东区域、江南区域和深圳区域[3]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%。

（3）土地储备

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，招商蛇口也采取合作拿地、联合开发和收并购的模式进行项目拓展。

表 20　2018－2020 年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 年	2019 年	2020 年
当年新拓展项目	80	79	98
当年新增土地储备建筑面积	1357	1423	1625
当年新增土地平均成本	7030	6861	9357
当年地价支出金额	954	976	1520

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：联合资信根据公开资料整理

2020 年，招商蛇口新增土地储备建筑面积和土地支出金额均呈现增长态势；2020 年新增土地城市能级提升带动土地平均成本增加。其中，2020 年招商蛇口新增项目 98 个，扩充项目资源 1625 万平方米，权益面积 1045 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为成都、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%。

截至 2020 年底，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，

[3]2020 年，由于业务发展涉及的区域增加，招商蛇口重新划分了范围并相应调整可比期间数据 。

项目储备总建筑面积为 5299.89 万平方米，其中权益口径项目储备总建筑面积为 2986.74 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%。项目储备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，招商蛇口土地储备规模较大，在对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，招商蛇口在前海区域的土地权益已明确。截至 2020 年底，招商蛇口在前海土地整备范围内共拥有计容建面 455.84 万平米的项目储备（不含人才用房），截至 2020 年底有 387.46 万平米的项目储备未开工[4]。前海蛇口区域集深港合作、“一带一路”、自贸试验区三大国家战略于一身，具有独特的政策优势和战略优势。随着前海自贸区规划逐渐落地，招商蛇口在前海片区拥有优质且充足的土地储备，可为招商蛇口未来的经营业绩形成较好保障。

园区开发与运营

招商蛇口多维度布局园区业务，运营园区规模持续增长；收购招商积余产业运营服务有限公司，进一步提升物业管理市场竞争力。受益于结转规模和物业管理规模的扩大，招商蛇口 2020 年园区开发与运营收入快速增长。

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，以及物业管理规模扩大所致。此外，园区开发项目周期长、投资大，涉及相关行业广，合作单位多，需关注招商蛇口园区项目开发周期延长、成本上升及经营目标难以如期实现等风险。

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 年底，招商蛇口在国内海南自有贸易港、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，共有运营期项目 5 个，建筑面积 1.46 万平方米。

此外，截至 2020 年底，招商蛇口拥有常熟琴湖小镇、招商局漳州开发区有限公司和双鱼岛合计 3 个土地一级开发项目，规划平整土地面积合计 2232.83 万平方米，累计平整土地面积 2080.50 万平方米。

物业租赁方面，2020 年末，招商蛇口拥有可出租的土地面积 149.18 万平方米，招商蛇口土地出租率保持在 93%以上； 2020 年，招商蛇口土地出租收入 1.24 亿元，有所波动，主要系出租单价波动所致。

投资性物业方面，2020 年末，招商蛇口拥有的可出租投资性物业面积 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。2020 年，招商蛇口实现出租收入 28.93 亿元，总体出租率 82%。

酒店运营方面，招商蛇口酒店运营趋于成熟，截至 2020 年底，招商蛇口在深圳、北京、漳州、杭州和昆山等地拥有酒店客房 1718 套。2020 年，招商蛇口实现酒店运营收入 5.11 亿元，2020 年酒店运营收入降幅较大主要系受新冠肺炎疫情影响所致。

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

[4]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。

达”；后更名为“招商局积余产业运营服务股份有限公司”，以下简称“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 年底，招商蛇口合计持有招商积余 51.16%的股权，成为其控股股东[5]。截至 2020 年底，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，同比增长 42.07%。

邮轮产业建设与运营业务

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；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 2020 年以来受新冠肺炎疫情影响，收入规模大幅下降且短期内改善难度较大。

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。

截至 2020 年底，招商蛇口自有在营高速客轮 10 艘。2020 年，迅隆船务经营收入同比下降 78.72%，主要系受新冠肺炎疫情影响，水上客运航次及客流大幅减少所致。

受全球新冠肺炎疫情影响，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。2020 年蛇口邮轮母港实现经营收入 0.68 亿元，同比下降 80.12%。

4. 财务分析

德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对招商蛇口 2020 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，由于合并范围、会计政策变动等因素，招商蛇口对先前年度财务数据进行了重述，本报告使用的财务数据均为重述调整后的数据。招商蛇口 2021 年 1－3 月财务报表未经审计。

2020 年，招商蛇口新纳入合并范围子公司 80 家，清算注销 8 家，协议转让 7 家。但合并范围变化的子公司规模较小，对招商蛇口财务报表的可比性影响不大。

资产质量

2020 年，随着经营规模扩大，招商蛇口资产规模持续增长，资产构成以流动资产为主，货币资金较充足，资产受限比例较低；招商蛇口投资性房地产均采用成本模式计量，具有很大增值空间；但受合作开发项目增长影响，招商蛇口其他应收款规模较大。整体看，招商蛇口资产质量较好。

截至 2020 年底，招商蛇口合并资产总额 7371.57 亿元，较年初增长 19.27%，主要系经营规模扩大及前海土地整备完成所致。其中，流动资产占 78.07%，非流动资产占 21.93%。招商蛇口资产构成以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2020 年底，招商蛇口流动资产 5755.27 亿元，较年初增长 20.51%，主要系其他应收款和存货增加所致。流动资产主要由货币资金（占 15.52%）、其他应收款（占 16.37%）和存货（占 62.69%）构成。

[5] 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。

招商蛇口货币资金主要包括库存现金、银行存款和其他货币资金。截至 2020 年底，货币资金 893.06 亿元，较年初增长 18.56%，主要系房地产业务销售规模增长所致。其中，受限货币资金 2.95 亿元，受限比例为 0.33%，受限比例很低，主要为各类保证金存款。

截至 2020 年底，招商蛇口其他应收款 942.01 亿元，较年初增长 30.74%，主要系在合作开发项目中对项目公司投入的股东贷款增加所致。招商蛇口其他应收款以关联方往来款（占 29.18%）和合作方往来款（占 57.38%）为主。其他应收款账龄集中在一年以内（占 58.30%）、1 至 2 年（占 16.57%）和 2 至 3 年（占 17.41%）；计提信用损失准备 10.70 亿元，计提比例 1.12%。招商蛇口其他应收款规模较大，对资金形成一定占用。

招商蛇口存货主要包括土地开发成本、在建开发产品、拟开发产品和已完工开发产品等。截至 2020 年底，存货账面价值 3607.93 亿元，较年初增长 15.66%，主要系新增项目和基建投入增加所致。存货中土地开发成本占 12.85%、在建开发产品占 65.55%、已完工开发产品占 13.58%。2020 年，招商蛇口计提存货跌价准备 25.30 亿元，主要系对北京都会中心、佛山招商岸芷汀兰、佛山招商悦府和肇庆依云水岸花园等住宅项目计提的存货跌价准备，招商蛇口因抵押借款受限存货账面价值 563.40 亿元。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，招商蛇口非流动资产合计 1616.31 亿元，较年初增长 15.06%，主要系长期股权投资增加所致。招商蛇口非流动资产主要由长期股权投资（占 24.82%）和投资性房地产（占 60.22%）构成。

招商蛇口长期股权投资主要包括对合营、联营企业的投资。截至 2020 年底，招商蛇口长期股权投资 401.24 亿元，较年初增长 50.71%，主要系随着合作项目开发增加，新增联营企业的投资所致。招商蛇口长期股权投资包括对合营企业投资 121.16 亿元和对联营企业投资 280.08 亿元。

截至 2020 年底，招商蛇口投资性房地产账面价值 973.31 亿元，较年初增长 7.69%，主要由房屋、建筑物（占 45.31%）和土地使用权（占 54.69%）构成。招商蛇口投资性房地产均采用成本模式计量。截至 2020 年底，招商蛇口投资性房地产因借款抵押受限账面价值为 131.29 亿元，占比 13.49%，受限比例较低。截至 2020 年底，招商蛇口未办妥产权证书的投资性房地产为 112.32 亿元，主要为正在办理权属证书的新物业。

截至 2020 年底，招商蛇口受限资产 707.53 亿元，占总资产的比重为 9.60%，其中受限货币资金 2.95 亿元，受限存货 563.40 亿元，受限投资性房地产 131.29 亿元，受限固定资产 9.88 亿元。总体看，招商蛇口资产受限比例较低。

截至 2021 年 3 月底，招商蛇口资产总额 7681.33 亿元，较年初增长 4.20%。其中，流动资产占 78.24%，非流动资产占 21.76%，资产结构变化不大。

负债

2020 年，随着开发项目规模扩大，招商蛇口债务规模有所增长，债务结构以长期债务为主，债务杠杆水平较低。

截至 2020 年底，招商蛇口负债总额 4838.00 亿元，较年初增长 23.92%；其中流动负债占比 77.26%，非流动负债占比 22.74%，负债结构以流动负债为主。

截至 2020 年底，招商蛇口流动负债合计 3737.87 亿元，较年初增长 26.70%。招商蛇口流动负债主要由应付账款（占 12.45%）、其他应付款（占 23.84%）、合同负债（占 34.70%）和一年内到期的非流动负债（占 10.11%）构成。

截至 2020 年底，招商蛇口应付账款 465.20 亿元，较年初增长 31.40%，主要系应付工程款增加所致；应付账款以应付工程款（占 84.97%）为主。

截至 2020 年底，招商蛇口其他应付款 891.03 亿元，较年初增长 21.39%，主要系合作公司往来增加所致。招商蛇口其他应付款主要包括合作公司往来 511.04 亿元、关联公司往来 148.13 亿元和保理款 118.53 亿元。

招商蛇口合同负债主要为开发项目预售款。截至 2020 年底，招商蛇口合同负债为 1296.86 亿元，较年初增长 42.68%，主要系售楼款增加所致。

招商蛇口一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券构成。截至 2020 年底，招商蛇口一年内到期的非流动负债余额 377.91 亿元，较年初增长 15.84%，主要系将于一年内到期的长期借款转入所致。

截至 2020 年底，招商蛇口非流动负债 1100.13 亿元，较年初增长 15.33%，主要由长期借款（占 70.64%）和应付债券（占 20.58%）构成。

截至 2020 年底，招商蛇口长期借款余额 777.15 亿元，较年初增长 12.90%，主要由抵押借款（占 17.10%）、保证借款（占 41.89%）和信用借款（占 38.19%）构成。

截至 2020 年底，招商蛇口应付债券为 226.41 亿元，较年初增长 23.88%，主要系新发行中期票据规模较大。

截至 2020 年底，招商蛇口全部债务合计 1605.17 亿元，较年初增长 12.23%；其中短期债务占比 37.48%，长期债务占比 62.52%，债务结构以长期债务为主。

截至 2020 年末，招商蛇口资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 65.63%、38.78%和 28.37%，较年初分别提高 2.46 个百分点、提高 0.20 个百分点和提高 0.70 个百分点。整体看，招商蛇口债务杠杆水平较低。

截至2021年3月底，招商蛇口负债总额5124.45亿元，较年初增长5.92%。其中，流动负债占76.11%，非流动负债占23.89%，负债结构较年初变化不大。截至2021年3月末，招商蛇口全部债务1594.55亿元，较上年底变化不大。截至2021年3月末，招商蛇口资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为66.71%、38.41%和30.33%，较上年底分别提高1.08个百分点、下降0.37个百分点和提高1.95个百分点。

盈利能力

2020 年，随着项目结转规模扩大，招商蛇口营业收入快速增长；招商蛇口费用控制能力较好；招商蛇口投资收益和资产减值损失对盈利能力影响较大。

2020 年，招商蛇口实现营业收入 1296.21 亿元，较上年增长 32.71%，主要系项目结转规模扩大所致。2020 年，招商蛇口营业成本 924.35 亿元，较上年增长 44.82%，主要系房地产结转规模增加所致。2020 年，招商蛇口净利润 169.13 亿元，同比下降 10.31%，主要系房地产结转毛利率下降和投资收益下降共同影响所致。

2020 年，招商蛇口期间费用总额为 72.60 亿元，较上年增长 27.39%，主要系销售费用增加所致。从构成看，招商蛇口销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 41.12%、27.26%、0.98%和 30.63%。其中，销售费用为 29.86 亿元，较上年增长 35.30%，主要系销售规模提升，招商蛇口销售机构费用及佣金大幅增长所致；财务费用为 22.24 亿元，较上年下降 19.79%，主要系计入资本化利息规模增加所致。2020 年，招商蛇口费用收入比 5.60%，招商蛇口费用控制能力较好。

从利润构成来看，2020 年，招商蛇口投资收益 61.07 亿元，有所波动，占营业利润的比重 25.36%，对盈利影响较大。2020 年，招商蛇口投资收益较上年大幅下降 40.31%，主要系当年长期股权投资处置收益和对联合营公司权益法核算确认的投资收益同比减少较多所致。2020 年，招商蛇口资产减值损失 25.70 亿元，占营业利润的比重 10.67%，资产减值损失主要为存货跌价准备。

从盈利指标看，2020 年，招商蛇口营业利润率为 21.70%，较上年下降 3.53 个百分点；2020 年，招商蛇口总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.15%、3.87%和 6.68%，较上年分别下降 1.29 个百分点、下降 1.17 个百分点和下降 1.61 个百分点。

2021 年 1－3 月，招商蛇口实现营业收入 126.72 亿元，较上年同期增长 7.42%；净利润 10.36 亿元，较上年同期大幅增长 55.81%，主要系上年同期受疫情影响所致

现金流

2020 年，受益于销售回款增长，招商蛇口经营活动现金流净流入规模有所扩大；受合作开发项目增加导致前期垫款增加的影响，投资活动净现金持续净流出；受偿还债务和支付合作方项目前期垫款增加及到期债务规模增长影响，筹资活动净现金流由净流入转为净流出。

从经营活动来看，2020 年，受益于销售回款增长，招商蛇口经营活动现金流入 1864.64 亿元，较上年增长 39.83%；经营活动现金流出 1588.42 亿元，较上年增长 32.88%，主要系受土地购置支出及建安支出增长综合影响所致。2020 年，招商蛇口经营活动现金净流入 276.22 亿元，较上年增长 99.98%。

从投资活动来看，2020 年，招商蛇口投资活动现金流入 414.22 亿元，较上年增长 49.32%，主要系收回合联营公司项目前期垫款所致；投资活动现金流出 462.40 亿元，较上年增长 13.06%，主要系支付合联营公司项目前期垫款增长所致。2020 年，招商蛇口投资活动现金净流出 48.18 亿元。

从筹资活动来看，2020 年，招商蛇口筹资活动现金流入 1641.89 亿元，较上年增长 11.46%，主要系融资规模扩大及合作方投入的项目前期垫款增加所致；筹资活动现金流出 1720.83 亿元，较上年增长 31.31%，主要系偿还债务和支付合作方项目前期垫款增加所致。2020 年，招商蛇口筹资活动现金净流出 78.94 亿元，较上年由净流入转为净流出。

2021年1－3月，招商蛇口实现经营活动现金净流出133.05亿元，实现投资活动现金净流入16.44亿元，实现筹资活动现金净流出17.27亿元。

偿债能力

2020 年，招商蛇口短期偿债能力指标和长期偿债能力指标均较强。考虑到招商蛇口可获得的有力股东支持，社区和园区综合开发运营经验丰富，资产质量较好，融资能力强，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年末，招商蛇口流动比率与速动比率分别由年初的 161.88%和 56.15%下降至 153.97%和提高至 57.45%；截至 2020 年末，招商蛇口现金短期债务比由年初的 1.35 倍提高至 1.48 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较强。整体看，招商蛇口短期偿债能力指标较强。

从长期偿债能力指标看，2020 年，招商蛇口 EBITDA 为 301.42 亿元，较上年下降 7.14%。从构成看，招商蛇口 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 14.61%）、利润总额（占 79.99%）构成。2020 年，招商蛇口 EBITDA 利息倍数由上年的 3.54 倍下降至 2.92 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；EBITDA 全部债务比由上年的 4.41 倍提高至 5.33 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。整体看，招商蛇口长期偿债能力指标较强。

截至 2020 年底，招商蛇口对外担保余额 16.91 亿元，对外担保金额占期末净资产比重为 0.67%，或有负债风险较小。

截至 2020 年底，招商蛇口获得银行等金融机构授信额度为 1892.02 亿元，其中未使用额度为 975.68 亿元，间接融资渠道通畅。此外，招商蛇口为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2020 年底，招商蛇口无重大未决诉讼。

对本期中期票据保障能力分析

总体看，招商蛇口经营性现金流入量、经营性净现金流和 EBITDA 对本期中期票据保

障能力很强。

表21　截至2020年底，招商蛇口财务数据对存续中票的保障能力

（单位：倍）

年份	2020 年
经营性现金流入量	109.68
经营性净现金流	16.25
EBITDA	17.73

资料来源：根据招商蛇口年报整理

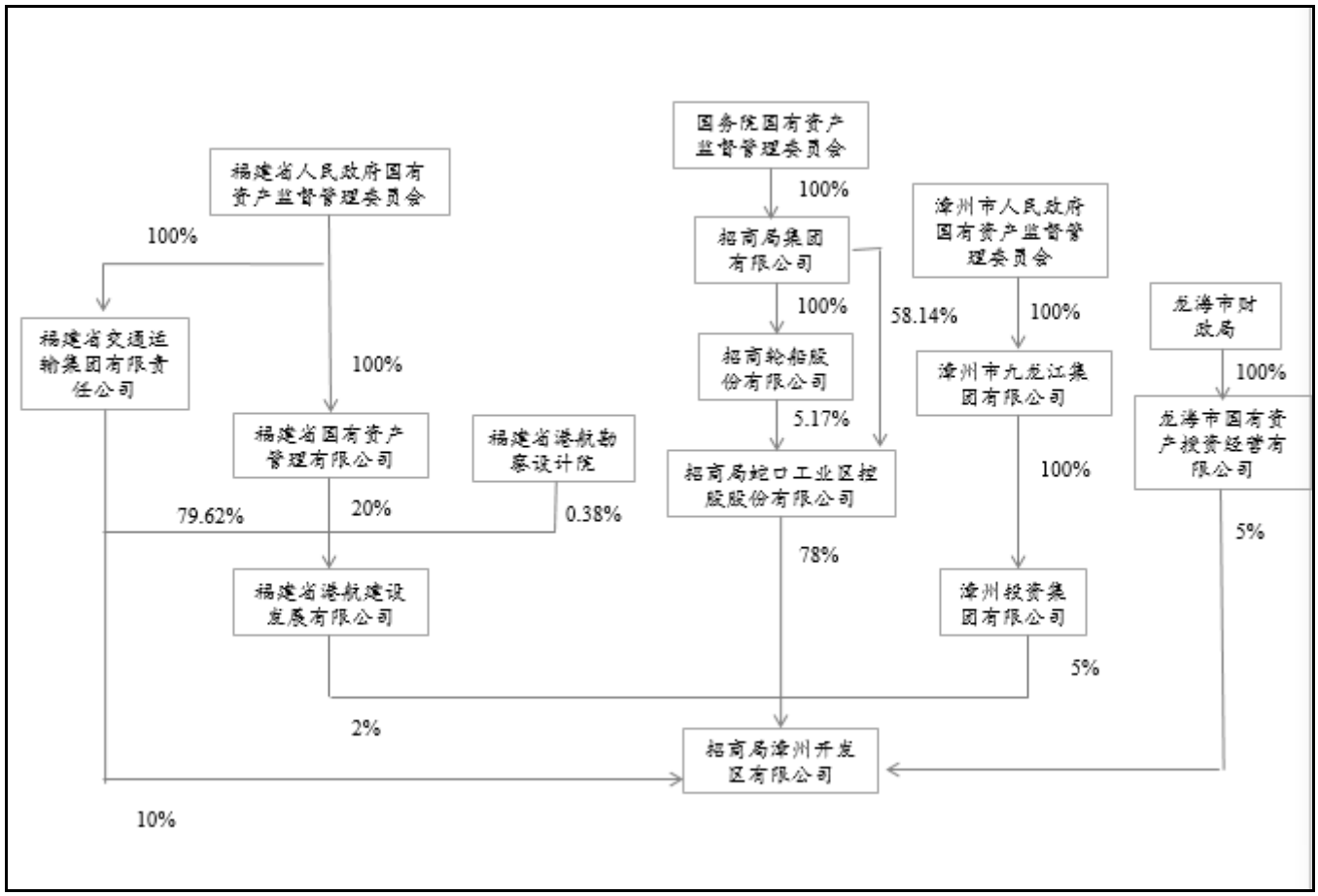
招商蛇口在股东背景、业务规模和品牌影响力方面具有很强的优势，整体运营状况良好，整体看，招商蛇口偿债能力极强。

联合资信确定维持招商蛇口主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定。招商蛇口对“20 漳州开发 MTN001”和“20 漳州开发 MTN002”的担保有效提升本息偿付的安全性。

十一、 结论

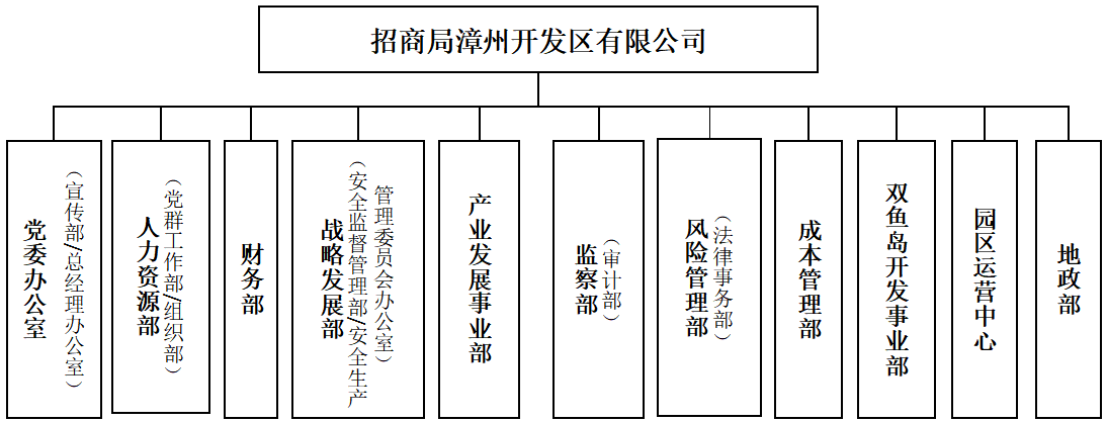
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，同时维持“20 漳州开发 MTN001”和“20 漳州开发 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年 3 月底公司子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
				直接	间接	
漳州华商酒店有限公司	福建漳州	福建漳州	客房经营管理及配套服务设施	100.00	--	同一控制下企业合并
招商局漳州开发区供电有限公司	福建漳州	福建漳州	供用电管理电力开发及建设	55.00	--	投资设立
漳州开发区招商置业有限公司	福建漳州	福建漳州	投资、房地产开发、工程代建	100.00	--	投资设立
漳州海月房地产有限公司	福建漳州	福建漳州	房地产开发	100.00	--	投资设立
福建省海韵冷链仓储有限公司	福建漳州	福建漳州	水产品冷冻、冷藏、加工	100.00	--	投资设立
福建招商云谷开发有限公司	福建漳州	福建漳州	房地产开发与经营，物业服务及相关咨询服务	100.00	--	投资设立
中国太武投资有限公司	中国香港	中国香港	投资	100.00	--	投资设立
诺尔起重设备（中国）有限公司	福建漳州	福建漳州	生产工业用途的钢结构及大型成套设备	70.00	--	并购

资料来源：公司提供

附件 2　招商漳州主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	13.10	11.97	11.60	8.40
资产总额(亿元)	90.77	99.63	100.97	99.85
所有者权益(亿元)	42.93	47.12	48.48	48.21
短期债务(亿元)	7.43	16.76	7.02	7.29
长期债务(亿元)	31.01	24.32	35.80	37.55
全部债务(亿元)	38.44	41.09	42.82	44.84
营业收入(亿元)	11.38	11.96	11.22	0.85
利润总额(亿元)	4.33	5.11	2.44	-0.37
EBITDA(亿元)	6.33	7.59	5.03	--
经营性净现金流(亿元)	-0.51	0.42	1.41	-3.51
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.97	2.33	1.24	--
存货周转次数(次)	0.17	0.15	0.16	--
总资产周转次数(次)	0.14	0.13	0.11	--
现金收入比(%)	74.71	76.36	69.72	93.31
营业利润率(%)	43.98	43.00	36.48	2.92
总资本收益率(%)	6.12	6.96	4.29	--
净资产收益率(%)	7.96	8.93	4.22	--
长期债务资本化比率(%)	41.94	34.05	42.48	43.78
全部债务资本化比率(%)	47.24	46.58	46.90	48.19
资产负债率(%)	52.71	52.71	51.99	51.72
流动比率(%)	399.42	250.31	432.21	509.96
速动比率(%)	136.78	77.99	175.76	196.73
经营现金流动负债比(%)	-3.34	1.59	9.12	--
现金短期债务比（倍）	1.76	0.71	1.65	1.15
EBITDA 利息倍数(倍)	3.51	3.35	2.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.08	5.42	8.52	--

注：公司 2021 年一季度财务报表未经审计

附件 3　招商漳州主要财务数据及指标（母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.79	7.11	6.87	6.28
资产总额(亿元)	74.18	81.15	83.95	84.62
所有者权益(亿元)	38.28	43.68	44.38	44.07
短期债务(亿元)	6.99	16.19	5.76	6.81
长期债务(亿元)	24.15	15.68	26.93	28.38
全部债务(亿元)	31.14	31.88	32.69	35.20
营业收入(亿元)	4.86	5.95	6.09	0.23
利润总额(亿元)	2.70	6.46	1.21	-0.41
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-0.41	2.72	0.85	-2.23
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.78	2.57	1.68	--
存货周转次数(次)	0.06	0.05	0.11	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.08	0.07	--
现金收入比(%)	75.27	107.53	57.00	60.58
营业利润率(%)	66.75	67.27	36.09	-10.35
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	5.81	13.43	2.76	--
长期债务资本化比率(%)	38.69	26.42	37.77	39.17
全部债务资本化比率(%)	44.86	42.19	42.42	44.40
资产负债率(%)	48.40	46.17	47.14	47.92
流动比率(%)	374.67	214.16	378.35	399.21
速动比率(%)	82.59	53.85	109.50	113.95
经营现金流动负债比(%)	-3.76	12.89	7.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：母公司 2021 年一季度财务数据未经审计

附件 4　招商蛇口主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	673.84	753.40	893.37	759.03
资产总额（亿元）	4234.87	6180.40	7371.57	7681.33
所有者权益（亿元）	1088.31	2276.42	2533.57	2556.88
短期债务（亿元）	432.44	559.14	601.61	/
长期债务（亿元）	781.46	871.11	1003.56	/
全部债务（亿元）	1213.90	1430.25	1605.17	/
营业收入（亿元）	882.78	976.72	1296.21	126.72
利润总额（亿元）	266.01	261.24	241.09	15.19
EBITDA（亿元）	313.31	324.61	301.42	--
经营性净现金流（亿元）	104.78	138.12	276.22	-133.05
财务指标				
销售债权周转次数（次）	146.70	64.80	56.34	--
存货周转次数（次）	0.28	0.24	0.27	--
总资产周转次数（次）	0.23	0.19	0.19	--
现金收入比（%）	114.75	128.93	136.99	294.10
营业利润率（%）	30.06	25.23	21.70	20.18
总资本收益率（%）	10.02	6.44	5.15	--
净资产收益率（%）	17.88	8.28	6.68	--
长期债务资本化比率（%）	41.79	27.68	28.37	/
全部债务资本化比率（%）	52.73	38.59	38.78	/
资产负债率（%）	74.30	63.17	65.63	66.71
流动比率（%）	153.68	161.88	153.97	154.08
速动比率（%）	62.27	56.15	57.45	54.60
经营现金流动负债比（%）	4.54	4.68	7.39	--
现金短期债务比（倍）	1.56	1.35	1.48	/
EBITDA 利息倍数（倍）	3.88	3.54	2.92	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.87	4.41	5.33	--

注：1.招商蛇口 2021 年 1－3 月财务数据未经审计；2.招商蛇口其他流动负债中超短期融资券计入有息债务核算；3.招商蛇口一季度财务报表未包含附注；4 招商蛇口 2018 及 2019 年度财务数据使用后一年度期初值。

附件 5　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
现金短债比	现金类资产/短期债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）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。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 6-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。