

信用评级公告

联合〔2022〕6008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

二〇二二年七月七日

招商局漳州开发区有限公司

2022 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}	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

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	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：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：2022 年 7 月 7 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	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202204

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，其在漳州开发区区域内具有主导优势。跟踪期内，公司收入有所增长，期末经营性土地储备丰富。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，其担保有效提升了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，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，在业务协同和融资方面可得到招商蛇口的支持。公司园区开发经验丰富，其业务与招商蛇口区域内已布局的业务形成战略协同。

2. 公司土地资源丰富，为未来发展提供支撑。截至 2021 年底，公司共有土地储备 9923 亩（包含双鱼岛、不含海域使用权），包括工业用地 832 亩、港航物流用地 3789 亩、商业用地 1232 亩、住宅用地 971 亩和市政用地 3099 亩。

3. 招商蛇口对公司存续中期票据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。

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

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	3
			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；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

关注

1. 公司土地一级开发收入实现受地区财政情况大；公司经营获现能力差；2021 年，公司一级开发毛利率水平下降幅度较大。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。2021 年，公司土地一级开发板块毛利率降至 45.71%，同比下降 13.07 个百分点。

2. 自营园区亏损风险。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。

分析师：蒋智超 张超

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

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	11.97	11.60	11.40	12.45
资产总额（亿元）	99.63	100.97	99.99	100.56
所有者权益（亿元）	47.12	48.48	49.29	49.59
短期债务（亿元）	16.76	7.02	12.62	13.14
长期债务（亿元）	24.32	35.80	32.21	32.65
全部债务（亿元）	41.09	42.82	44.83	45.79
营业总收入（亿元）	11.96	11.22	12.87	1.71
利润总额（亿元）	5.11	2.44	1.72	0.40
EBITDA（亿元）	7.59	5.03	4.18	--
经营性净现金流（亿元）	0.42	1.41	0.61	0.56
营业利润率（%）	43.00	36.48	32.41	45.27
净资产收益率（%）	8.93	4.22	2.35	--
资产负债率（%）	52.71	51.99	50.70	50.69
全部债务资本化比率（%）	46.58	46.90	47.63	48.01
流动比率（%）	250.31	432.21	388.27	397.17
经营现金流流动负债比（%）	1.59	9.12	3.54	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.42	8.52	10.72	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.35	2.58	2.40	--
现金短期债务比（倍）	0.71	1.65	0.90	0.95
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	81.15	83.95	85.65	86.52
所有者权益（亿元）	43.68	44.38	45.46	45.64
全部债务（亿元）	31.88	32.69	35.40	36.51
营业总收入（亿元）	5.95	6.09	9.43	0.91
利润总额（亿元）	6.46	1.21	1.80	0.24
资产负债率（%）	46.17	47.14	46.92	47.25
全部债务资本化比率（%）	42.19	42.42	43.78	44.45
流动比率（%）	214.16	378.35	301.47	303.82
经营现金流流动负债比（%）	12.89	7.08	-5.06	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 财务公司借款计入有息债务、财务公司存款计入现金类资产

资料来源：联合资信通过公司财务报告整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 漳州开发 MTN001 20 漳州开发 MTN002	AAA	AA	稳定	2021/07/09	蒋智超 张超 闫欣	一般工商企业信用评级方法 一般工商企业信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
20 漳州开发 MTN001	AAA	AA	稳定	2020/05/20	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模型 V3.0.201907	阅读全文
20 漳州开发 MTN002	AAA	AA	稳定	2020/05/20	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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受招商局漳州开发区有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

招商局漳州开发区有限公司

2022 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（以下简称“公司”或“招商漳州”）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

公司原名为“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。成立以来历经多次增资及股权转让，截至 2022 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 26.00 亿元，招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“招商蛇口”，股票代码“001979.SZ”）为公司控股股东，公司的实际控制人为招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）。

跟踪期内，公司主营业务无重大变化。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 99.99 亿元，所有者权益 49.29 亿元（含少数股东权益 1.23 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 12.87 亿元，利润总额 1.72 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 100.56 亿元，所有者权益 49.59 亿元（含少数股东权益 1.26 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1.71 亿元，利润总额 0.40 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：黄强中。

三、存续期债券概况及募集资金使用情况

表 1 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，并在付息日正常付息。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30 (4.95)	7.90 (5.47)	4.90 (4.85)	4.00 (5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50 (6.79)	15.90 (6.95)	11.80 (6.37)	9.60 (6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60 (2.90)	12.60 (4.40)	7.30 (3.80)	4.90 (3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60 (7.60)	15.00 (8.20)	8.80 (7.20)	4.40 (5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70 (2.30)	7.80 (2.40)	1.50 (0.40)	0.40 (0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80 (-2.0)	19.20 (2.00)	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90 (4.14)	23.00 (4.39)	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70 (4.53)	12.00 (5.14)	9.70 (5.05)	8.10 (5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长

8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税

政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面,2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元,同比增长8.30%,为全年预算的23.80%,进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障,科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大,居民收入稳定增长。2022年一季度,城镇调查失业率均值为5.53%,其中1月、2月就业情况总体稳定,调查失业率分别为5.30%、5.50%,接近上年同期水平,环比小幅上升,符合季节性变化规律;而3月以来局部疫情加重,城镇调查失业率上升至5.80%,较上年同期上升0.50个百分点,稳就业压力有所增大。2022年一季度,全国居民人均可支配收入1.03万元,实际同比增长5.10%,居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置,保持经济运行在合理区间,实现就业和物价基本稳定。2022年4月,国务院常务会议指出,要把稳增长放在更加突出的位置,统筹稳增长、调结构、推改革,切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间:部署促进消费的政策举措,助力稳定经济基本盘和保障改善民生;决定进一步加大出口退税等政策支持力度,促进外贸平稳发展;确定加大金融支持实体经济的措施,引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定:着力通过稳市场主体来保就业;综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定,保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响,经济稳增长压力加大。生产端,停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注;需求端,投资对经济的拉动作用有望提升,可能主要依靠基建投资的发力;国内疫情的负面影响短期内或将持续,制约消费的进一步复苏;

在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下,叠加上年基数攀升的影响,出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此,IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大,实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域经济分析

1. 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。

2. 区域经济分析

跟踪期内,开发区规划无重大变化,漳州开发区一般公共预算收入同比有所增长。

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。2021 年漳州开发区地方一般公共预算收入 8.02 亿元，同比增长 35.93%。

未来，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 2022 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. 规模与竞争力

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，并拥有在建的中国首例经营性人工岛即双鱼岛项目，未来收入渠道有望拓宽。

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。

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，储备了丰富的土地资源。截至 2021 年底，公司共有土地储备 9923 亩（包含双鱼岛、不含海域使用权），包括工业用地 832 亩、港航物流用地 3789 亩、商业用地 1232 亩、住宅用地 971 亩和市政用地 3099 亩。其中，双鱼岛土地储备共计 3194 亩，包括港航用地 32 亩、商业用地 1025 亩、住宅用地 776 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·芯云谷和海韵冷链（招银冷链物流园）两个园区。

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。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. 企业信用记录

公司过往债务履约状况良好。

根据中国人民银行《企业信用报告》，截至 2022 年 7 月 1 日，公司本部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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2022 年 6 月 15 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、组织结构等方面无重大变化。公司董事、监事及高级管理人员因人事调整发生变动。

公司董事会于 2021 年审议通过黄强中同志出任公司董事、董事长，刘威武同志出任公司董事，丁勇同志不再担任公司董事、董事长职务，栗健同志不再担任公司董事职务的议

案；以及赵金涛同志担任公司董事职务，杨运涛同志担任公司监事会主席、监事职务，刘伟同志、赵卫朋同志不再担任公司董事职务；刘英杰同志不再担任公司监事会主席、监事职务的议案。

八、经营分析

1. 经营概况

2021 年，公司收入有所增长，但综合毛利率水平有所下降。2022 年一季度，公司收入同比增长，综合毛利率回升。

2021 年，公司营业总收入同比增长 14.75%，土地一级开发业务仍为公司核心收入及利润贡献来源。2021 年，公司土地一级开发业务收入同比增长 33.27%，主要系当期

一级土地开发结转的部分双鱼岛住宅地块价格较高所致；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，公司房地产销售业务主要来自店地安置房项目；截至 2022 年 3 月底，该项目已全部结转完毕，后续业务不具有可持续性。毛利率方面，受当期结转的部分双鱼岛地块造地成本高所致，公司土地一级开发板块毛利率降至 45.71%，同比下降 13.07 个百分点。

2022 年 1—3 月，公司营业总收入 1.71 亿元，同比增长 100.27%，主要系上年同期未确认一级土地开发收入所致；当期一级土地开发业务中结转的双鱼岛 A-32 地块为二次收储，该地块对应成本已于上年度收储时全部确认，本次无成本，故公司综合毛利率处于较高水平。

表3 公司营业总收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年			2021 年			2022 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	4.49	37.54	93.11	5.62	50.12	58.78	7.49	58.22	45.71	0.32	18.64	98.45
土地、经营性物业出租	0.70	5.89	62.52	1.18	10.49	59.87	1.19	9.27	58.19	0.54	31.51	81.98
房地产销售	3.25	27.15	20.91	0.72	6.41	36.87	0.20	1.58	17.31	--	--	--
供电业务	1.77	14.76	14.21	1.85	16.46	12.06	2.24	17.40	13.33	0.47	27.39	11.96
其他园区配套服务	1.75	14.65	-4.91	1.85	16.52	1.16	1.74	13.53	0.10	0.38	22.46	16.59
合计	11.96	100.00	45.69	11.22	100.00	40.28	12.87	100.00	34.61	1.71	100.00	51.18

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，期末土地储备仍充裕；公司一级开发业务营收水平及回款情况受到当地政府财政实力的影响大。

跟踪期内，公司业务模式未发生重大变化。

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。

2021 年，公司土地一级开发业务已完成的主要项目当期确认收入主要来自自有土地开发项目。截至 2021 年底，公司累计收到回款金额 10.90 亿元，回款情况较 2020 年 3 月底增长 1.57 亿元。

表 4 截至 2021 年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）

类别	总投资额	已投资额	面积	是否签订协议	确认收入金额	已回款金额	未来三年回款计划		
							2022	2023	2024
一、合作土地开发	11588.49	11588.49	1312.58	--	43809.58	25921.24	9209.68	10314.74	--
二、自有土地开发	61538.85	61538.85	2750.64	--	182789.18	83096.74	19969.72	30326.72	50633.45

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。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 5 截至 2021 年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	已投资额	面积	未来三年投资计划		
						2022 年	2023 年	2024 年
1	自有土地	1994.3-至今	未定	109298.60	6512.07	--	--	--
2	开发区管委会委托造地	2007.1-至今	未定	5827.28	--	1241.69	1372.20	1477.50
3	漳州双鱼岛土地	2007.9-至今	352000.00	176718.69	3256.29	33627.00	33665.00	17572.00
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	2473.50	432.07	5700.00	6875.50	5573.50
合计		--	--	294318.07	10200.43	40568.69	41912.70	24623.00

注：已投资额不含结转额

资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司共有土地储备 9923 亩（包含双鱼岛、不含海域使用权），包括工业用地 832 亩、港航物流用地 3789 亩、商业用地 1232 亩、住宅用地 971 亩和市政用地 3099 亩。其中，双鱼岛土地储备共计 3194 亩，包括港航用地 32 亩、商业用地 1025 亩、住宅用地 776 亩和市政用地 1362 亩。公司土地储备充裕。

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不大。截至 2022 年 3 月底，公司自持物业整体出租水平仍待提升。

跟踪期内，公司土地、经营性物业出租整体收入规模小。截至 2022 年 3 月底，公司经营性物业总可租面积 43.42 万平米，较上期变化不大；平均出租率为 73.53%，基本上期持平。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，受疫情及招商进度影响，部分面积处于闲置状态。2022 年一季度芯云谷华为数据中心因合同到期续约延迟，暂未确认租金。禾顺制衣厂房暂时空置，创业广场部分空置；云谷公司一季度集中清退不良企业，玉兰苑单身公寓因一季度因需求量下降退租导致出租率下降。此外，配电调度中心综合楼已由出租转为自用。

4. 供电业务

公司供电业务服务客户数稳步增长，以居民用户为主，伴随服务用户数量的增加，公司售电量同步增长。

公司供电业务运系输配电业务，主要为园区内居民、工商企业提供供电服务，盈利模式为获取购售电价差。

表 6 近年公司电力销售情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
服务客户数（户）	55027	61261	64476	64714

其中：工业（户）	74	78	68	57
商业（户）	5375	5739	5618	5390
居民（户）	49408	55269	58637	59126
售电量（万千瓦时）	30354	33269	40993	7911

资料来源：公司提供

5. 自营园区

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。

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。2021 年，招商云谷实现营业收入 3739.87 万元，净利润-1623.81 万元。截至 2021 年底，招商云谷资产总额 9.05 亿元，所有者权益 2.86 亿元。

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链产品综合供应链平台。2021 年，海韵冷链实现营业收入 1286.85 万元，净利润-2481.17 万元。截至 2021 年底，海韵冷链资产总额 3.55 亿元，所有者权益 0.63 亿元。

6. 经营效率

公司经营效率指标一般。

从经营效率指标看，2021 年，公司销售债权周转次数为 0.87 次，较上年下降 0.37 次，主要系应收账款增长所致；存货周转次数为 0.22 次，较上年增长 0.06 次；总资产周转次数为 0.13 次，较上年基本持平。

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，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，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 7 截至 2021 年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	已投资	工程投入占预算比例	资金来源
双鱼岛碧海银滩（本部）	2016-2023 年	2.50	0.94	37.52	自有资金和贷款

资料来源：公司提供

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（即“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，形成现代农副冷链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、招商漳州创新投资基金，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2021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2022年一季度财务报表未经审计。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 99.99 亿元，所有者权益 49.29 亿元（含少数股东权益 1.23 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 12.87 亿元，利润总额 1.72 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 100.56 亿元，所有者权益 49.59 亿元（含少数股东权益 1.26 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1.71 亿元，利润总额 0.40 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。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 99.99 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占 67.06%，非流动资产占 32.94%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至 2021 年底，公司流动资产 67.05 亿元，较上年底变化不大。公司流动资产主要由货币资金（占 14.79%）、应收账款（占 25.67%）和存货（占 54.21%）构成。

截至 2021 年底，公司货币资金 9.92 亿元，较上年底下降 14.52%，主要系当期支付的工程款较多所致。

截至 2021 年底，公司应收账款账面价值 17.21 亿元，较上年底增长 39.22%，主要系漳州开发区管委会暂未支付当年新增的土地欠款所致。截至 2021 年底，按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款占 95.13%，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，公司应收账款账龄主要为 1 年以内（占 43.80%）和 1~2 年（占 47.29%），整体账龄偏长。截至 2021 年底，公司应收账款共计提信用损失准备 0.06 亿元。

截至 2021 年底，公司存货 36.35 亿元，较上年底下降 8.28%，主要系当期结转规模增长所致。存货构成主要为土地开发成本（占 80.97%）及已完工房地产开发产品（占 18.91%），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 2021 年底，公司对存货未计提跌价准备。

截至 2021 年底，公司非流动资产 32.94 亿元，较上年底下降 3.64%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 55.37%）和投资性房地产（占 20.91%）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”）、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 2021 年底，公司长期股权投资 18.24 亿元，较上年底下降 0.24%，较上年底变化不大。

截至 2021 年底，公司投资性房地产 6.89 亿元，较上年底下降 10.25%，主要系部分投资性房地产转为固定资产所致。公司投资性房地产采用成本法计量，具有一定的升值空间。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额和资产结构较上年底变化不大。

截至 2021 年底，公司受限资产全部系受限货币资金 1.15 万元，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 2021 年底，公司所有者权益 49.29 亿元，较上年底增长 1.69%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 97.50%，少数股东权益占比为 2.50%。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 52.75%、0.69%、-0.02% 和 30.78%。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

（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，公司面临一定的债券

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 2021 年底，公司负债总额 50.70 亿元，较上年底下降 3.43%。其中，流动负债占 34.07%，非流动负债占 65.93%。公司负债以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2021 年底，公司流动负债 17.27 亿元，较上年底增长 11.76%，主要系一年内到期的非流动负债所致。公司流动负债主要由短期借款（占 29.27%）和一年内到期的非流动负债（占 42.91%）构成。

截至 2021 年底，公司短期借款 5.06 亿元，较上年底增长 33.93%，主要系补充流动性需求所致。公司短期借款主要为信用借款。

截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债 7.41 亿元，较上年底增长 128.48%，主要系一年内到期的长期借款增长所致。

截至 2021 年底，公司非流动负债 33.43 亿元，较上年底下降 9.76%。公司非流动负债主要由长期借款（占 43.31%）和应付债券（占 50.86%）构成。

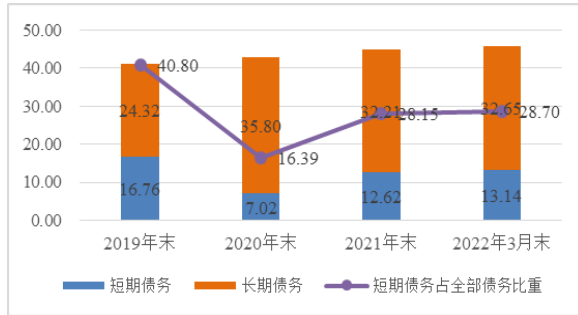
截至 2021 年底，公司长期借款 14.48 亿元，较上年底下降 22.99%，公司长期借款主要由信用借款构成。

截至 2021 年底，公司应付债券 17.00 亿元，较上年底无变化。

截至 2021 年底，公司全部债务 44.83 亿元，较上年底增长 4.70%；公司债务以长期债务为主；从债务指标来看，截至 2021 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 50.70%、47.63% 和 39.52%，较上年底分别下降 1.29 个百分点、提高 0.73 个百分点和下降 2.96 个百分点。

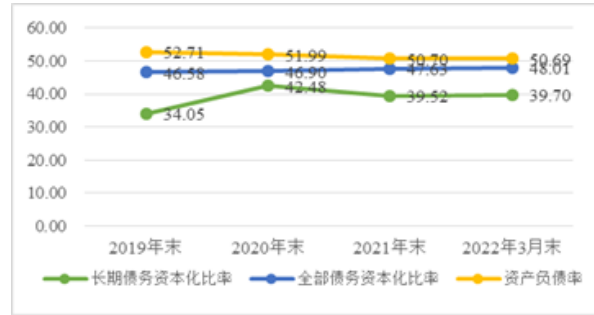
截至 2022 年 3 月底，公司负债规模及结构较上年底变化不大。截至 2022 年 3 月底，公司全部债务较上年底变化不大。

图 1 公司债务结构（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 2 公司债务杠杆水平（单位：%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2023 年，公司面临债券集中到期，或面临一定集中兑付压力。

表 8 截至 2021 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	
	到期债券金额	其他到期借款
2022 年	0.00	12.43
2023 年	17.00	3.01
2024 年	0.00	3.07
2025 年	0.00	0.10
2026 年及以后	0.00	9.01
合计	17.00	27.62

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

2021 年，公司利润规模和盈利指标均有所下降。

公司营业收入及毛利率分析详见经营部分。2021 年，受营业成本上升和投资收益下降影响，公司利润总额为 1.72 亿元，同比下降 29.65%。

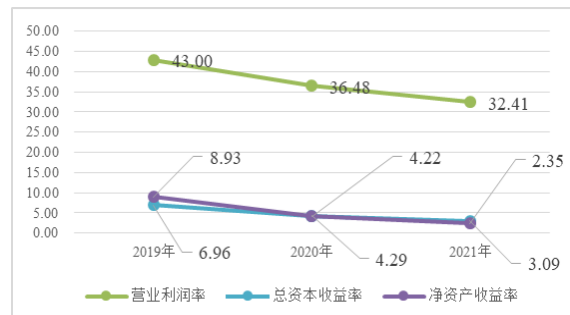
2021 年，公司费用总额为 2.51 亿元，同比下降 10.74%，主要系财务费用下降所致。2021 年，公司期间费用率为 19.50%，同比下降 5.57 个百分点。

2021 年，公司非经常性损益规模不大，利润主要来自主营业务。

2021 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率同比分别下降 5.57 个百分点、3.06 个百分点和 1.87 个百分点。

2021 年，公司营业利润率同比下降 4.07 个百分点；公司总资本收益率和净资产收益率同比分别下降 1.21 个百分点、下降 1.87 个百分点。

图 3 公司盈利指标情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5. 现金流

2021 年，受土地经营业务相关收入未能及时回款影响，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，2021 年，公司经营活动现金流入 10.36 亿元，同比增长 13.10%，主要系当期土地开发业务回款增长所致；经营活动现金流出 9.75 亿元，同比增长 25.79%，主要系当期工程支出增长所致。2021 年，公司经营活动现金净流入 0.61 亿元，同比下降 56.61%。2021 年，公司现金收入比为 66.25%，同比下降 3.47 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，2021 年，公司投资活动现金净流出 0.75 亿元。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为-0.13亿元，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，2021年，受债务到期规模下降所致，公司融资规模明显下降。2021年，公司筹资活动现金净流出0.09亿元。

表9 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
经营活动现金流入	11.50	9.16	10.36	2.92
经营活动现金流出	11.08	7.75	9.75	2.36
经营活动现金净流量	0.42	1.41	0.61	0.56
投资活动现金流入	1.52	0.45	0.05	0.01
投资活动现金流出	2.95	1.15	0.80	0.07
投资活动现金净流量	-1.43	-0.70	-0.75	-0.06
筹资活动前现金流净额	-1.01	0.71	-0.13	0.50
筹资活动现金流入	12.07	37.50	14.26	1.97
筹资活动现金流出	12.51	38.33	14.35	1.41
筹资活动现金净流量	-0.44	-0.82	-0.09	0.56
现金收入比	76.36	69.72	66.25	163.20

资料来源：公司财务报告

2022年1—3月，公司经营活动现金净额为0.56亿元；投资活动现金净流出量为0.06亿元；同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为0.56亿元。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标下降明显，长期偿债指标表现一般。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，公司偿债指标很强。

截至2021年底，公司流动比率有所下降，速动比率有所上升，流动资产对流动负债的覆盖程度仍很强；受短期债务上升影响，公司现金类资产/短期债务下降明显。

2021年，公司EBITDA为4.18亿元，同比下降16.80%，主要系利润总额下降所致。2021年，公司EBITDA利息倍数小幅下降，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA有所提高，EBITDA对全部债务的覆盖程度偏弱。

表10 公司偿债指标（单位：%、倍、亿元）

项目	项目	2019年	2020年	2021年
短期偿债指标	流动比率	250.31	432.21	388.27
	速动比率	77.99	175.76	177.80
	经营现金/流动负债	1.59	9.12	3.54
	经营现金/短期债务	0.03	0.20	0.05
	现金类资产/短期债务	0.71	1.65	0.90
长期偿债指标	EBITDA	7.59	5.03	4.18
	全部债务/EBITDA	5.42	8.52	10.72
	经营现金/全部债务	0.01	0.03	0.01
	EBITDA/利息支出	3.35	2.58	2.40
	经营现金/利息支出	0.19	0.72	0.35

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2022年3月底，公司无对外担保。

截至2022年3月底，公司共获得商业银行授信额度59.45亿元，其中已使用授信额度31.01亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至2021年底，公司重大未决诉讼案件共3起，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。

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。2021年，母公司负债规模整体处于合理水平。

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2021年底，母公司资产总额85.65亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产47.72亿元（占55.72%），非流动资产37.92亿元（占44.28%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占12.39%）、应收账款（占22.82%）和存货（占61.15%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占79.19%）构成。截至2021年底，母公司货币资金为5.91亿元。

截至2021年底，母公司负债总额40.19亿元，较上年底增长1.55%。其中，流动负债15.83亿元（占39.39%），非流动负债24.35亿元（占60.61%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占31.94%）、应付账款（占6.20%）、其他

应付款（占12.90%）、一年内到期的非流动负债（占42.10%）和应付职工薪酬（占6.17%）构成；非流动负债主要由长期借款（占27.42%）和应付债券（占69.80%）构成。母公司2021年底资产负债率为46.92。截至2021年底，母公司全部债务35.40亿元。截至2021年底，母公司全部债务资本化比率43.78%，母公司债务负担处于合理水平。

截至2021年底，母公司所有者权益为45.46亿元，较上年底增长2.44%。在所有者权益中，实收资本为26.00亿元（占57.19%）、未分配利润合计12.91亿元（占28.40%）、盈余公积合计6.55亿元（占14.40%），母公司所有者权益稳定性较强。

2021年，母公司营业总收入为9.43亿元，利润总额为1.80亿元。同期，母公司投资收益为0.05亿元。

现金流方面，2021年，母公司经营活动现金流净额为-0.80亿元，投资活动现金流净额-0.52亿元，筹资活动现金流净额1.13亿元。

截至2021年底，母公司资产占合并口径的85.65%；母公司负债占合并口径的79.27%；母公司所有者权益占合并口径的92.22%；母公司营业总收入占合并口径的73.23%；母公司营业收入占合并口径的73.23%；母公司利润总额占合并口径的104.69%；母公司全部债务占合并口径的78.96%。

8. 外部支持

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。

9. 存续期内债券偿还能力

公司存续债券集中于2023年到期，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较弱。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 11 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2022 年
本年度剩余应到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	17.00
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.61
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.04
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.14

注：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

招商蛇口是招商局集团旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业，也是招商局集团在国内重要的核心资产整合及业务平台。招商蛇口前身为蛇口工业区建设指挥部；1992 年 2 月 19 日，招商局集团全资设立招商蛇口，注册资本为人民币 2 亿元。2015 年 12 月 30 日，招商蛇口吸收合并招商局地产控股股份有限公司并于深圳证券交易所上市，证券代码 001979.SZ。截至 2021 年底，招商蛇口注册资本 79.23 亿元，招商局集团直接持有招商蛇口 58.14%股权、通过全资子公司招商局轮船有限公司持有招商蛇口 5.17%股权；招商蛇口实际控制人系国务院

国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

招商蛇口主营社区开发与运营、园区开发与运营、邮轮产业建设与运营三大业务板块。

截至 2021 年底，招商蛇口资产总额 8562.03 亿元，所有者权益 2767.55 亿元（含少数股东权益 1680.84 亿元）；2021 年，招商蛇口实现营业总收入 1606.43 亿元，利润总额 228.43 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. 经营概况

招商蛇口探索出独特的“前港—中区—后城”综合发展模式，并发挥这一模式的协同效应。社区开发与运营业务是招商蛇口最主要的收入来源。2021 年，随着项目结转规模增长，招商蛇口营业总收入快速增长；受部分区域限价、结转产品类型以及结转体量变化的影响，招商蛇口社区开发与运营业务毛利率有所下降；此外，新冠疫情对邮轮业务毛利率水平影响严重。

招商蛇口探索出独特的“前港—中区—后城”综合发展模式，在业务规模和品牌影响力方面具有很强的优势。“前港—中区—后城”

模式即：港口先行，产业园区跟进，配套城市新区开发，从而实现成片区域整体联动发展的发展模式。招商蛇口通过港、区、城联动，构建由政府推动、企业主导的业务模式。

招商蛇口的主营业务为园区开发与运营、社区开发与运营和邮轮产业建设与运营三大板块，其中社区开发与运营是公司的核心收入来源。分板块来看，2021 年，园区开发与运营业务收入同比增长 15.24%，主要系深圳国际会展中心商业配套等项目结转及物业管理业务规模扩大所致；2021 年，社区开发与运营收入同比增长 26.32%，主要系项目结转规模增长所致。邮轮产业建设与运营业务规模小，对营业总收入的贡献很小。

毛利率方面，2021 年，园区开发与运营毛利率下降较明显，主要系结转项目土地获取成本波动及结转业态差异所致；招商蛇口社区开发与运营业务毛利率有所下降，主要系部分区域限价以及结转产品类型的差异综合影响所致；邮轮产业建设与运营业务毛利率逐年大幅下滑，2020 年及 2021 年均均为负，主要系新冠疫情以来，邮轮业务停航等影响所致。2021 年，社区开发与运营毛利率持续下降导致综合毛利率有所下降。

表12 招商蛇口营业总收入情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年			2021 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	124.76	12.77	42.25	282.30	21.78	49.80	325.33	20.25	28.22
社区开发与运营	845.55	86.57	33.55	1012.57	78.12	22.94	1279.11	79.63	17.63
邮轮产业建设与运营	6.42	0.66	32.35	1.33	0.10	-74.48	1.99	0.12	-241.78
合计	976.72	100.00	34.65	1296.21	100.00	28.69	1606.43	100.00	25.47

资料来源：招商蛇口年度报告

园区开发与运营

招商蛇口多维度布局园区业务，受益于结转规模和物业管理规模的扩大，招商蛇口园区开发与运营收入快速增长。

招商蛇口园区开发与运营业务主要包括特色产业园、大型城市综合体、商业、办公、酒店及配套等业态涉及的开发销售及运营管

理业务，此外还涵盖了物业管理业务。2021 年招商蛇口园区开发与运营收入同比增长 15.24%，主要系深圳前海启动区一期、深圳云玺大厦、深圳国际会展中心（一期）配套商业等园区项目结转以及物业管理规模扩大所致。

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。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 2021 年底，招商蛇口运营网谷、意库和智慧城三个产品线下 25 个特色产业园区，规划建筑面积 475 万平方米。招商蛇口创新孵化基地招商创库，业务布局 9 个城市，建筑面积 4.7 万平方米的 13 个创库项目中 7 个项目已进入运营期。截至 2021 年底，招商蛇口覆盖 8 个产业新城项目，总合作管理面积 468 平方公里，代表项目包括漳州开发区、海南三亚深海科技城和博鳌乐城、蕲春健康产业新城、深圳前海自贸区和大连太平湾等。

土地及物业租赁方面，2021 年末，招商蛇口拥有可出租的土地面积有所下降，土地整体出租率保持在 90%以上；随着开发建设的推进，招商蛇口拥有的可出租投资性物业面积持续增长，业态涵盖公寓、住宅、别墅、写字楼、厂房、商铺及商业中心等多种形式，随着租赁面积及租赁单价的上升，租金收入持续上升，整体出租率在 80%以上。

表 13 招商蛇口租赁业务情况
(单位：亿元、万平方米)

类别		2019 年	2020 年	2021 年
土地租赁	租赁面积	153.85	149.18	139.84
	租金收入	1.09	1.24	1.00
投资性物业租赁	租赁面积	364.93	413.65	452.42
	租金收入	28.25	28.93	34.14

资料来源：招商蛇口年度报告

物业管理方面，2019 年，招商蛇口收购中航善达股份有限公司（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”），同年招商积余在深交所上市。截至 2021 年底，招商积余物业管理面积 2.81 亿平方米，其中非住宅类物业管理面积 1.66 亿

平方米、住宅类物业管理面积 1.15 亿平方米。2021 年，招商积余实现营业总收入 105.91 亿元，同比增长 22.65%。

社区开发与运营

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，招商蛇口销售业绩快速增长。招商蛇口保持较快的开发节奏；拿地规模持续增长；招商蛇口项目主要布局核心一二线城市，项目资源较丰富。

招商蛇口社区开发与运营业务主要包括别墅、高端住宅、高层公寓、花园洋房、大型社区等各品类住宅产品开发，该板块是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的准一线及二线城市，机会参与三四线城市。

(1) 项目销售

社区类产品销售方面，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，2021 年，招商蛇口房地产销售业绩实现快速增长；销售价格方面，由于销售区域分布及产品结构有所差异，招商蛇口销售均价波动增长，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，2021 年，招商蛇口社区开发与运营业务结算面积快速增长带动结算金额快速增长；同时受结算区域和产品结构调整影响，招商蛇口结算均价持续上升。

表 14 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	2019 年	2020 年	2021 年
签约销售面积	1169.44	1243.53	1464.47
签约销售金额	2204.74	2776.08	3268.34
签约销售均价	18852.96	22324.19	22317.56
结算面积	513.84	634.24	785.63
结算金额	894.36	1168.62	1452.83
结算均价	17405.42	18425.52	18492.55

注：此表统计口径与表 13 有差异

资料来源：联合资信根据招商蛇口年度报告整理

(2) 项目开发

2021 年，招商蛇口保持较快的开发节奏，新开工面积快速增长，竣工面积有所增长。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 15 招商蛇口房地产业务开竣工情况
(单位: 万平方米)

指标	2019 年	2020 年	2021 年
新开工面积	1486	1356	1810
竣工面积	1021	1096	1273
期末在建面积	2764	3093	3605

资料来源: 联合资信根据招商蛇口年度报告整理

(3) 土地储备

随着国内城镇化建设的不断深化，全国房地产城市能级日益分化，一二线城市城区内优质土地资源需求迅速升温。因此，近年来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。2021 年，招商蛇口新增土地面积 666 万平方米，总计容建面 1559 万平方米，权益面积 886 万平方米，权益比率为 56.83%；2021 年，招商蛇口重点布局上海、南京、广州、杭州、武汉和重庆等核心城市，位于长三角和粤港澳的合计投资比重超 70%。截至 2021 年底，招商蛇口项目储备总建筑面积²5509.22 万平方米，其中权益口径项目储备总建筑面积为 3012.59 万平方米。

表 16 招商蛇口新增土地储备情况
(单位: 个、万平方米、元/平方米、亿元)

指标	2019 年	2020 年	2021 年
当年新拓展项目	79	98	113
当年新增土地储备建筑面积	1423	1625	1559
当年新增土地平均成本	6861	9357	13848
当年地价支出金额	976	1520	2158

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: 联合资信根据招商蛇口年度报告及公开资料整理

² 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

邮轮产业建设与运营

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，2021 年受新冠疫情影响仍较严重。

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；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。该板块运营业务规模小，且对营业总收入的贡献很小。2021 年受疫情反复影响，该板块收入同比有所增长但仍远低于疫情前水平，毛利率持续为负。

3. 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 2021 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。

截至 2021 年底，招商蛇口资产总额 8562.03 亿元，所有者权益 2767.55 亿元（含少数股东权益 1680.84 亿元）；2021 年，招商蛇口实现营业总收入 1606.43 亿元，利润总额 228.43 亿元。

资产质量

随着经营规模的逐步扩大，招商蛇口资产规模进一步增长，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，具有较大增值空间；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。

截至 2021 年底，招商蛇口合并资产总额较年初增长 15.82%，主要系经营规模扩大所致。

表 17 2019 - 2021 年末招商蛇口主要资产构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	4775.70	77.27	5755.27	77.86	6530.58	76.27
货币资金	753.24	12.19	893.06	12.08	795.33	9.29
其他应收款	717.33	11.61	941.81	12.74	1195.39	13.96
存货	3119.35	50.47	3607.93	48.81	4176.36	48.78
非流动资产	1404.70	22.73	1637.02	22.14	2031.45	23.73
长期股权投资	266.24	4.31	401.24	5.43	615.61	7.19
投资性房地产	903.76	14.62	973.31	13.17	1090.67	12.74
资产总额	6180.40	100.00	7392.28	100.00	8562.03	100.00

注：占比指该科目在资产总额中的比重，占比较低科目未予以列示

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

(1) 流动资产

截至 2021 年底，招商蛇口流动资产较年初增长 13.47%，主要系其他应收款和存货增长所致。

截至 2021 年底，货币资金较年初下降 10.94%，主要系合作开发规模增大，招商蛇口对合联营项目投入增加所致。

招商蛇口其他应收款主要系招商蛇口在合作开发项目中对项目公司投入的股东贷款。截至 2021 年底，招商蛇口其他应收款较年初增长 26.93%，主要系支付合作方往来款增加所致。招商蛇口其他应收款以关联方往来款（占 35.70%）和合作方往来款（占 58.77%）为主。其他应收款账龄集中在一年以内（占 67.35%）、1 至 2 年（占 9.22%）和 2 至 3 年（占 9.69%），平均账龄较短；招商蛇口对其他应收款累计计提信用损失准备 19.91 亿元，主要系对合作方往来款计提的损失准备，计提比例 1.64%。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 2021 年底，招商蛇口存货账面价值较年初增长 15.76%，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 10.92%、在建开发产品占 67.44%、已完工开发产品占

16.59%，合计占比 94.95%。2021 年，招商蛇口计提存货跌价准备 49.35 亿元，主要系对佛山招商岸芷汀兰、天津招商天玺及郑州招商依云上城等项目计提的存货跌价准备；招商蛇口未来面临一定的项目持续减值风险及项目去化风险。

(2) 非流动资产

截至 2021 年底，招商蛇口非流动资产较年初增长 24.09%，主要系长期股权投资增加所致。招商蛇口非流动资产主要构成如上表所示。

招商蛇口长期股权投资主要系招商蛇口增加通过设立合营、联营企业的方式开展业务所致。截至 2021 年底，招商蛇口长期股权投资较年初增长 53.42%，主要系随着合作项目开发增加，新增联营企业的投资增长所致。

截至 2021 年底，招商蛇口投资性房地产账面价值较年初增长 12.06%，主要由房屋、建筑物（占 49.44%）和土地使用权（占 50.56%）构成。招商蛇口投资性房地产均采用成本模式计量，且主要布局深圳、上海等城市，未来增值空间较大。截至 2021 年底，招商蛇口未办妥产权证书的投资性房地产为 35.16 亿元。

截至 2021 年底，招商蛇口资产受限比例较低，但未统计货币资金中预售资金的监管情况。

表 18 截至 2021 年底招商蛇口资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额比例 (%)	受限原因
货币资金	1.24	0.01	受限的保证金等
存货	545.54	6.37	抵押借款
投资性房地产	111.55	1.30	抵押借款
固定资产	10.36	0.12	抵押借款
其他	1.86	0.02	股权质押
合计	670.55	7.83	--

注：数据尾差系四舍五入所致
资料来源：招商蛇口财务报告

资本结构

(1) 所有者权益

招商蛇口所有者权益规模有所增长；所有者权益中少数股东权益、其他权益工具和未分配利润占比很高，所有者权益稳定性弱。

截至 2021 年底，招商蛇口所有者权益 2767.55 亿元，较年初增长 9.34%，主要系少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 39.27%，少数股东权益占比为 60.73%。在所有者权益中，股本、其他权益工具（全部为永续债）、资本公积和未分配利润分别占 2.86%、8.71%、5.13%和 22.36%。招商蛇口所有者权益中少数股东权益、其他权益工具和未分配利润占比高，所有者权益稳定性弱。

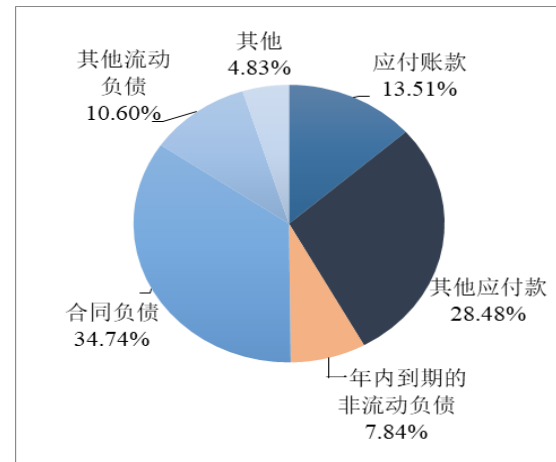
(2) 负债

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，债务杠杆水平适中。

截至 2021 年底，招商蛇口负债总额 5794.48 亿元，较年初增长 19.20%，主要系合同负债、其他应付款和长期借款增长所致；负债结构以流动负债（占 73.88%）为主。

截至 2021 年底，招商蛇口流动负债合计 4280.79 亿元，较年初增长 14.48%。招商蛇口流动负债构成如下图所示。

图 4 截至 2021 年底招商蛇口流动负债构成



资料来源：联合资信根据招商蛇口财务报告整理

截至 2021 年底，招商蛇口应付账款 578.14 亿元，较年初增长 24.28%，主要系应付工程款增加所致；应付账款以应付工程款（占 87.80%）为主。

截至 2021 年底，招商蛇口其他应付款 1219.35 亿元，较年初增长 36.85%，主要系合作招商蛇口与合作方往来增加所致。招商蛇口其他应付款主要包括合作方往来款 509.38 亿元、关联方往来款 262.79 亿元和保理款 305.06 亿元。

截至 2021 年底，招商蛇口一年内到期的非流动负债余额 335.70 亿元，较年初下降 11.54%，主要系一年内到期的长期借款偿还所致。

招商蛇口合同负债主要为开发项目预售款。截至 2021 年底，招商蛇口合同负债为 1487.10 亿元，较年初增长 14.67%，主要系售楼款增加所致。

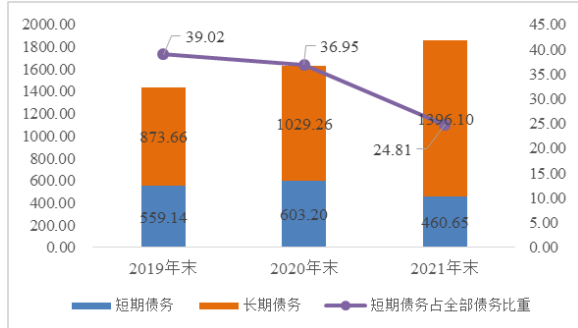
截至 2021 年底，招商蛇口非流动负债 1513.70 亿元，较年初增长 34.94%，主要系长期借款增加所致，非流动负债主要由长期借款（占 71.20%）和应付债券（占 17.25%）构成。

截至 2021 年底，招商蛇口长期借款余额 1077.80 亿元，较年初增长 38.69%，主要由抵押借款（占 24.04%）、保证借款（占 47.30%）和信用借款（占 51.71%）构成。

截至 2021 年底，招商蛇口应付债券为 261.05 亿元，较年初增长 15.30%，主要系新发

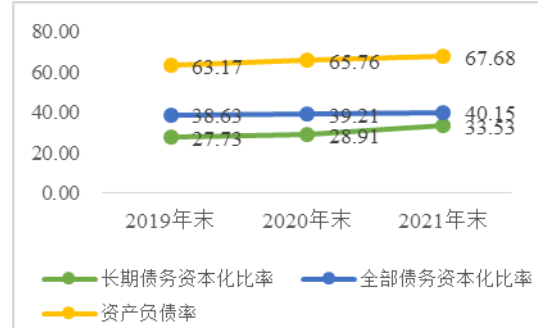
行中期票据所致。

图 5 招商蛇口债务结构（单位：亿元、%）



资料来源：招商蛇口财务报告，联合资信整理

图 6 招商蛇口债务杠杆水平（单位：%）



资料来源：招商蛇口财务报告，联合资信整理

从有息债务看³，截至 2021 年底，招商蛇口全部债务有所增长，招商蛇口短期债务占比显著下降；招商蛇口债务负担适中。

如将永续债调入长期债务，截至 2021 年底，调整后的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.49%、45.36% 和 39.32%，债务负担有所上升。

盈利能力

2021 年，招商蛇口营业总收入随着项目结转规模扩大而增长，非经常性损益对盈利能力有一定影响，整体盈利指标下滑。

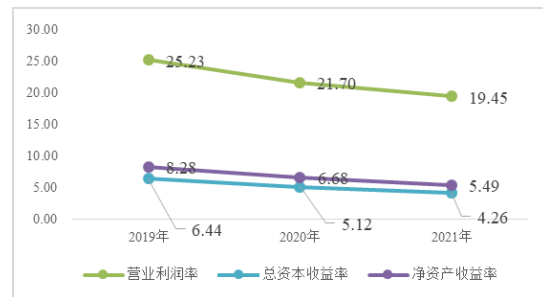
招商蛇口营业总收入分析详见经营部分。

2021 年，招商蛇口费用总额为 81.81 亿元，同比增长 12.69%，主要系销售费用增加所致。招商蛇口期间费用以销售费用（占 47.85%）、管理费用（占 26.22%）和财务费用（占 24.52%）为主。同期，招商蛇口期间费用率 5.09%，招商蛇口费用控制能力较强。

非经常性损益方面，2021 年，招商蛇口投资收益 37.28 亿元，占营业利润比重 16.38%，投资收益对营业利润具有一定影响；招商蛇口资产减值损失 33.91 亿元，占营业利润的比重为 14.90%，资产减值损失主要为存货跌价准备。2021 年招商蛇口计提信用减值损失 10.68 亿元，占营业利润的比重为 4.65%，对利润形

成一定的侵蚀。

图 7 招商蛇口盈利指标



资料来源：招商蛇口财务报告，联合资信整理

盈利指标方面，2021 年，招商蛇口各项盈利指标均有所下降。从行业看，招商蛇口整体盈利水平一般。

表 19 2021 年同行业公司盈利对比（单位：%）

公司名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
中海企业发展集团有限公司	23.08	5.68	13.87
万科企业股份有限公司	21.82	2.96	9.78
保利发展控股集团股份有限公司	26.78	4.01	14.58
招商蛇口	17.63	3.19	5.49

注：Wind 计算公式与联合资信计算公式存在少许差异

资料来源：中海企业发展集团有限公司数据来自公开评级报告，其他来自 Wind

现金流

2021 年，受益于销售回款快速增长，招商蛇口经营活动现金流呈净流入；受合作开发项目增加导致前期垫款增加的影响，投资活动现金持续净流出，2021 年净流出规模大幅上

³全部债务到期期限未获取

升；受支付的合作项目非控股股东前期垫款增长影响，招商蛇口筹资活动净现金流由净流入转为净流出。

表 20 招商蛇口现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
经营活动现金流入	1333.51	1864.64	2109.64
经营活动现金流出	1195.39	1588.42	1849.87
经营活动现金流净额	138.12	276.22	259.77
投资活动现金流入	277.41	414.22	459.75
投资活动现金流出	408.99	462.40	702.51
投资活动现金流净额	-131.58	-48.18	-242.77
筹资活动前现金流净额	6.54	228.04	17.00
筹资活动现金流入	1473.04	1641.89	1865.90
筹资活动现金流出	1310.56	1720.83	1977.51
筹资活动现金流净额	162.48	-78.94	-111.61

资料来源：招商蛇口财务报告

从经营活动来看，2021年，受销售回款的增长及经营规模的扩张，招商蛇口经营活动现金流入量和经营活动现金流出量均呈现快速增长态势；同期，经营活动现金净流入规模同比有所下降。

从投资活动来看，招商蛇口投资活动现金流变化主要受合作开发项目增加导致前期垫款增加影响；2021 年，招商蛇口投资活动现金流入和流出均快速增长，投资活动现金仍为净流出，净流出规模大幅增长。

受投资活动现金净流出大幅增长所致，2021 年，招商蛇口筹资活动前现金流量净额显著下降。招商蛇口经营获现能力较强，能够覆盖投资所需资金。

从筹资活动来看，2021 年，招商蛇口筹资活动现金流入和流出均同比增长，主要系收到和支付的合作项目非控股股东前期垫款增加所致；招商蛇口筹资活动现金流量净额仍为净流出，且净流出规模同比有所增长。

偿债指标

招商蛇口短期偿债指标和长期偿债指标均较强。招商蛇口可获得有力的股东支持，具有丰富的社区和园区综合开发运营经验，融资能力强。

表 21 招商蛇口偿债指标（单位：%、倍、亿元）

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债指标	流动比率	161.88	153.91	152.56
	速动比率	56.15	57.42	54.99
	经营现金/流动负债	4.68	7.39	6.07
	经营现金/短期债务	0.25	0.46	0.56
	现金类资产/短期债务	1.35	1.48	1.73
长期偿债指标	EBITDA	324.61	301.42	295.20
	全部债务/EBITDA	4.41	5.42	6.29
	经营现金/全部债务	0.10	0.17	0.14
	EBITDA/利息支出	3.54	2.92	2.75
	经营现金/利息支出	1.51	2.68	2.42

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据招商蛇口财务报告整理

从短期偿债指标看，2021年末，招商蛇口流动资产对流动负债的保障程度一般，现金类资产对短期债务的保障程度较强。整体看，招商蛇口短期偿债指标较强。

从长期偿债指标看，2021 年，招商蛇口 EBITDA 对利息的覆盖程度较高；EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。招商蛇口长期债务指标表现较强。

截至 2021 年底，招商蛇口对外担保余额 9.34 亿元，担保比率为 0.34%，或有负债风险小。

截至 2021 年底，招商蛇口获得银行授信额度为 2601 亿元，其中未使用授信额度为 1390.48 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。2021 年招商蛇口综合资金成本 4.48%。

截至 2021 年底，招商蛇口无重大未决诉讼。

招商蛇口母公司财务分析

招商蛇口母公司为债务融资主体，负债规模较大；主要业务集中于下属子公司，母公司收入规模较小，利润主要来源于投资收益。母公司与子公司资金往来密切，对子公司控制力和再融资能力强。

截至 2021 年底，招商蛇口母公司资产总额 3043.37 亿元，较上年底增长 27.19%，招商蛇口母公司资产以流动资产（占 79.23%）为主。流动资产主要以其他应收款（占 90.53%）

为主；非流动资产主要以长期股权投资（占 95.31%）为主。

截至 2021 年底，招商蛇口母公司负债总额 2490.28 亿元，较上年底增长 31.81%。其中，流动负债 1709.55 亿元（占 68.65%），非流动负债 780.73 亿元（占 31.35%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 84.84%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 68.47%）和应付债券（占 27.46%）构成。

截至 2021 年底，招商蛇口母公司全部债务 875.18 亿元，以长期债务（占 85.58%）为主。截至 2021 年底，招商蛇口母公司资产负债率为 81.83%，全部债务资本化比率 62.25%，债务负担较重。截至 2021 年底，招商蛇口母公司现金短期债务比为 1.56 倍，短期偿债指标较强。

截至 2021 年底，招商蛇口母公司所有者权益为 530.62 亿元，较上年底增长 5.78%。所有者权益中，股本为 79.23 亿元（占 14.93%）、资本公积合计 115.13 亿元（占 21.70%）、未分配利润合计 96.16 亿元（占 18.12%）、盈余公积合计 39.62 亿元（占 7.47%）。

2021 年，招商蛇口母公司营业收入为 5.05 亿元，利润总额为 60.05 亿元。同期，投资收益为 59.07 亿元。

现金流方面，2021 年，招商蛇口母公司经营活动现金流净额为-2.89 亿元，投资活动现金流净额 37.42 亿元，筹资活动现金流净额 -174.22 亿元。

对招商漳州存续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 对招商漳州存续中期票据保障能力很强。

表 22 截至 2021 年底招商蛇口财务数据对招商漳州存续中票的保障能力（单位：倍）

项目	2021 年
经营性现金流入量覆盖倍数	117.20
经营性净现金流覆盖倍数	14.43
EBITDA 覆盖倍数	16.40

资料来源：根据招商蛇口年报整理

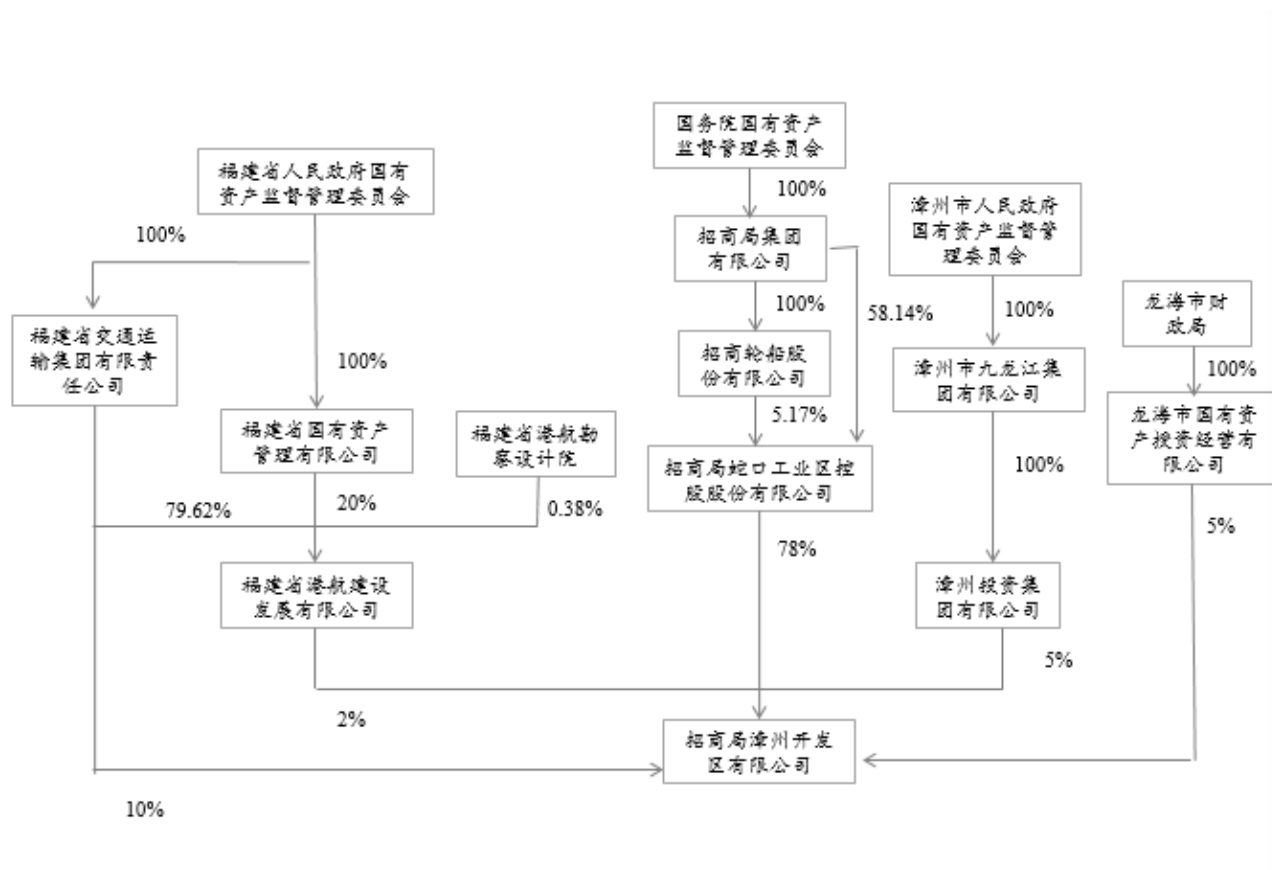
招商蛇口在股东背景、业务规模和品牌影响力方面具有很强的优势，整体运营状况良好，整体看，招商蛇口偿债能力极强。

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”的担保有效提升了本息偿付的安全性。

十一、结论

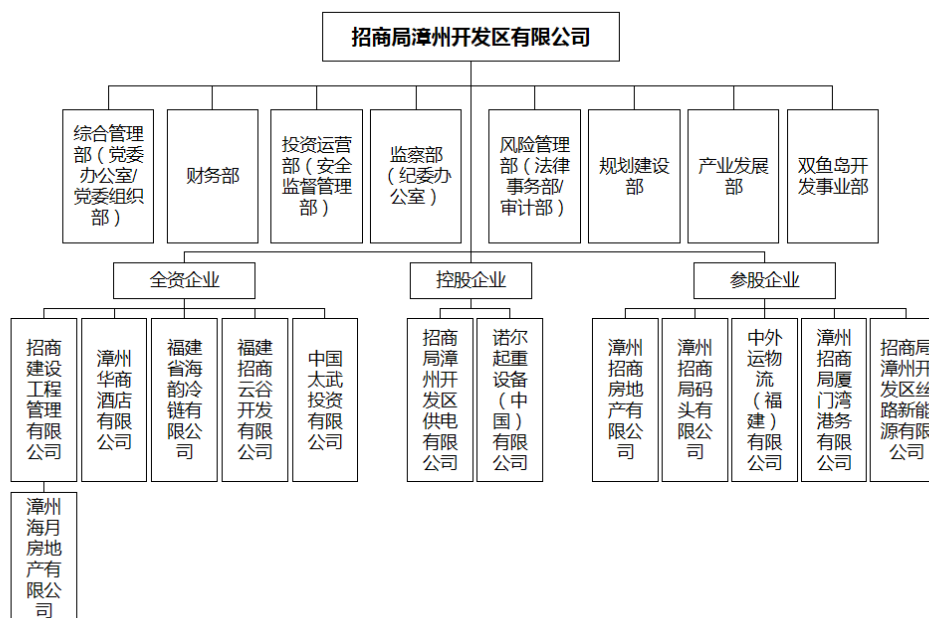
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“20 漳州开发 MTN001”和“20 漳州开发 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 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 2022 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 2022 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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	11.97	11.60	11.40	12.45
资产总额（亿元）	99.63	100.97	99.99	100.56
所有者权益（亿元）	47.12	48.48	49.29	49.59
短期债务（亿元）	16.76	7.02	12.62	13.14
长期债务（亿元）	24.32	35.80	32.21	32.65
全部债务（亿元）	41.09	42.82	44.83	45.79
营业收入（亿元）	11.96	11.22	12.87	1.71
利润总额（亿元）	5.11	2.44	1.72	0.40
EBITDA（亿元）	7.59	5.03	4.18	--
经营性净现金流（亿元）	0.42	1.41	0.61	0.56
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.33	1.24	0.87	--
存货周转次数（次）	0.15	0.16	0.22	--
总资产周转次数（次）	0.13	0.11	0.13	--
现金收入比（%）	76.36	69.72	66.25	163.20
营业利润率（%）	43.00	36.48	32.41	45.27
总资本收益率（%）	6.96	4.29	3.09	--
净资产收益率（%）	8.93	4.22	2.35	--
长期债务资本化比率（%）	34.05	42.48	39.52	39.70
全部债务资本化比率（%）	46.58	46.90	47.63	48.01
资产负债率（%）	52.71	51.99	50.70	50.69
流动比率（%）	250.31	432.21	388.27	397.17
速动比率（%）	77.99	175.76	177.80	182.26
经营现金流动负债比（%）	1.59	9.12	3.54	--
现金短期债务比（倍）	0.71	1.65	0.90	0.95
EBITDA 利息倍数（倍）	3.35	2.58	2.40	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.42	8.52	10.72	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 财务公司借款计入有息债务、财务公司存款计入现金类资产；3. “—”表示无意义
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 招商漳州主要财务数据及指标（母公司口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	7.11	6.87	6.68	7.55
资产总额（亿元）	81.15	83.95	85.65	86.52
所有者权益（亿元）	43.68	44.38	45.46	45.64
短期债务（亿元）	16.19	5.76	11.72	12.36
长期债务（亿元）	15.68	26.93	23.68	24.15
全部债务（亿元）	31.88	32.69	35.40	36.51
营业收入（亿元）	5.95	6.09	9.43	0.91
利润总额（亿元）	6.46	1.21	1.80	0.24
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	2.72	0.85	-0.80	0.16
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.57	1.68	1.19	--
存货周转次数（次）	0.05	0.11	0.18	--
总资产周转次数（次）	0.08	0.07	0.11	--
现金收入比（%）	107.53	57.00	39.13	142.77
营业利润率（%）	67.27	36.09	40.68	62.22
总资本收益率（%）	--	--	--	--
净资产收益率（%）	13.43	2.76	2.99	--
长期债务资本化比率（%）	26.42	37.77	34.25	34.61
全部债务资本化比率（%）	42.19	42.42	43.78	44.45
资产负债率（%）	46.17	47.14	46.92	47.25
流动比率（%）	214.16	378.35	301.47	303.82
速动比率（%）	53.85	109.50	117.11	119.44
经营现金流动负债比（%）	12.89	7.08	-5.06	--
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

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 4 招商蛇口主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	753.40	893.37	796.48
资产总额（亿元）	6180.40	7392.28	8562.03
所有者权益（亿元）	2276.42	2531.10	2767.55
短期债务（亿元）	559.14	603.20	460.65
长期债务（亿元）	873.66	1029.26	1396.10
全部债务（亿元）	1432.80	1632.46	1856.75
营业收入（亿元）	976.72	1296.21	1606.43
利润总额（亿元）	261.24	241.09	228.43
EBITDA（亿元）	324.61	301.42	295.20
经营性净现金流（亿元）	138.12	276.22	259.77
财务指标			
销售债权周转次数（次）	64.80	56.34	52.77
存货周转次数（次）	0.24	0.27	0.31
总资产周转次数（次）	0.19	0.19	0.20
现金收入比（%）	128.93	136.99	120.88
营业利润率（%）	25.23	21.70	19.45
总资本收益率（%）	6.44	5.12	4.26
净资产收益率（%）	8.28	6.68	5.49
长期债务资本化比率（%）	27.73	28.91	33.53
全部债务资本化比率（%）	38.63	39.21	40.15
资产负债率（%）	63.17	65.76	67.68
流动比率（%）	161.88	153.91	152.56
速动比率（%）	56.15	57.42	54.99
经营现金流动负债比（%）	4.68	7.39	6.07
现金短期债务比（倍）	1.35	1.48	1.73
EBITDA 利息倍数（倍）	3.54	2.92	2.75
全部债务/EBITDA（倍）	4.41	5.42	6.29

注：1. 报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；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，长期应付款中有息部分计入有息债务核算

资料来源：联合资信根据招商蛇口财务报告整理

附件 5 主要财务指标计算公式

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据 + 平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入 × 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	(营业总收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业总收入 × 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
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%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据

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 + 其他短期债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务

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 + 使用权资产折旧 + 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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持