

信用等级公告

联合〔2020〕1188号

联合资信评估有限公司通过对招商局漳州开发区有限公司主体长期信用状况及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据进行综合分析和评估，确定招商局漳州开发区有限公司主体长期信用等级为 AA，招商局漳州开发区有限公司 2020 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年五月二十日



招商局漳州开发区有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

担保方主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：10 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：用于偿还公司有息债务

评级时间：2020 年 5 月 20 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

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	5
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	6
			经营分析	5
财务风险	F2	现金流	资产质量	5
			盈利能力	6
			现金流量	5
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级

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

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。公司近年来收入及利润规模逐年增长，经营性土地储备较为丰富。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司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、未来投资支出较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着漳州招商局经济技术开发区“一区多园”战略的持续推进和落地实施，公司收入和盈利水平有望保持增长；联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据发行额度相对较大，其发行对公司现有债务规模有一定影响，公司 EBITDA 及经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力较弱。考虑到公司土地资源良好，双鱼岛项目进入业绩释放期后有望增厚公司利润规模，公司 EBITDA 及经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力有望逐步提升。

本期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极强的优势，整体运营状况良好，其担保有效提升本期中期票据本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用、招商蛇口主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 股东背景良好。公司作为招商蛇口控股的园区开发商，园区开发经验丰富，其业务与招商蛇口形成战略协同，具备区域性品牌优势，股东背景良好。
2. 土地一级开发业务为公司核心收入来源，近年来呈逐年增长趋势，其毛利率水平高。公司自有土地获取成本低，且商住用地出让后公司可依比例获得补偿，近三年该板块毛利率维持高水平。

分析师：蒋智超 柳丝丝

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

3. 公司土地资源优良，为未来发展提供支撑。截至2020年3月底，公司共有土地储备10955亩（包含双鱼岛）。
4. 招商蛇口对本期中期票据的担保有效提升本期中期票据的本息偿付的安全性。招商蛇口为本期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，招商蛇口担保实力强。

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。
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，目前尚未实现盈利，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. 本期中期票据发行额度相对较大，其发行对公司现有债务规模有一定影响。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	7.65	13.10	11.97	11.58
资产总额(亿元)	76.62	90.77	99.63	100.54
所有者权益(亿元)	39.80	42.93	47.12	47.51
短期债务(亿元)	2.00	7.43	16.76	17.53
长期债务(亿元)	25.37	31.01	24.32	25.59
全部债务(亿元)	27.37	38.44	41.09	43.12
营业收入(亿元)	4.83	11.38	11.96	3.84
利润总额(亿元)	3.06	4.33	5.11	0.53
EBITDA(亿元)	5.18	6.33	7.59	--
经营性净现金流(亿元)	-3.49	-0.51	0.42	-1.68
营业利润率(%)	58.90	43.98	43.00	30.50
净资产收益率(%)	14.32	7.96	8.93	--
资产负债率(%)	48.06	52.71	52.71	52.75
全部债务资本化比率(%)	40.75	47.24	46.58	47.58
流动比率(%)	480.83	399.42	250.31	261.25
经营现金流动负债比(%)	-33.42	-3.34	1.59	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.28	6.08	5.42	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.77	3.51	3.35	--

公司本部（母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	69.00	74.18	81.15	82.50
所有者权益(亿元)	36.05	38.28	43.68	44.12
全部债务(亿元)	25.87	31.14	31.88	33.49
营业收入(亿元)	2.00	4.86	5.95	3.25
利润总额(亿元)	2.32	2.70	6.46	0.57
资产负债率(%)	47.75	48.40	46.17	46.53
全部债务资本化比率(%)	41.78	44.86	42.19	43.16
流动比率(%)	462.88	374.67	214.16	220.58
经营现金流动负债比(%)	-11.83	-3.76	12.89	-5.83

注：公司 2020 年一季度财务报表未经审计；合并口径数据将长期应付款中的有息债务调整至长期债务测算；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

主体评级历史:

信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法和模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、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”，由招商局集团（香港）有限公司、中国建设投资（香港）有限公司、福建投资开发总公司、福建省漳州市人民政府、国家交通投资公司、福建省龙海县人民政府以及福建省港航局七方共同于 1992 年 10 月设立，联合开发招商局中银漳州经济开发区，招商局集团（香港）有限公司（以下简称“招商香港”）为其控股股东，初始注册资本为人民币 1.50 亿元，其中：招商香港持股 50%、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 5%、福建省龙海县人民政府持股 5%、福建省港航局持股 2%。2000 年 8 月 18 日，经福建省对外贸易经济合作厅闽外经贸（2000）资字 296 号文批准，公司更名为现名。成立以来历经多次增资及股权转让，截至 2020 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 2019 年底，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 58.20% 股权，公司的实际控制人为招商局集团。

表 1 截至 2020 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

成立至今，公司主要围绕漳州招商局经济技术开发区（以下简称“漳州开发区”）进行整体开发。公司主营业务为园区业务，主要包括一级土地开发、园区开发及运营、市政基础设施代建及其他业务等，其中，一级土地开发业务与园区开发及运营业务为公司目前主要盈利来源。

截至 2020 年 3 月底，公司内设地政部、园区运营中心、成本管理部、产业发展事业部、战略管理部、财务部等 11 个职能部门。公司纳入合并范围的子公司共 7 家，分别为漳州华商酒店有限公司、招商局漳州开发区供电有限公司（以下简称“供电公司”）、漳州开发区招商置业有限公司（以下简称“招商置业”）、福建省海韵冷链仓储有限公司（以下简称“海域冷链”）、中国太武投资有限公司、诺尔起重设备（中国）有限公司（以下简称“诺尔公司”）和福建招商云谷开发有限公司（以下简称“招商云谷”）。

截至 2019 年底，公司合并资产总额为 99.63 亿元，所有者权益合计为 47.12 亿元（含少数股东权益 1.24 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 11.96 亿元，利润总额 5.11 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额为 100.54 亿元，所有者权益合计为 47.51 亿元（含少数股东权益 1.26 亿元）。2020

年1—3月，公司实现营业收入3.84亿元，利润总额0.53亿元。

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。

二、本期中期票据概况

公司拟注册中期票据额度10亿元，本期拟发行招商局漳州开发区有限公司2020年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），额度为10亿元，期限为3年。本期中期票据所募资金用于偿还公司有息债务。

本期中期票据本息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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，我国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表2 2016—2020年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 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

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资

（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润

总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调

查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信

贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运

行,但环比情况会有很大的好转,经济V字形反转难以实现,全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势,未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响,防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议,在强调要加大“六稳”工作力度的基础上,首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务,表示要坚定实施扩大内需战略,维护经济发展和社会稳定大局,为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出,积极的财政政策要更加积极有为,提高赤字率,发行抗疫特别国债,增加地方政府专项债券,提高资金使用效率,真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度,运用降准、降息、再贷款等手段,保持流动性合理充裕,引导贷款市场利率下行,把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上,会议确定要释放消费潜力,扩大居民消费,适当增加公共消费。要积极扩大有效投资,实施老旧小区改造,加强传统基础设施和新型基础设施投资,促进传统产业改造升级,扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关,加快落实各项政策,推进减税降费,降低融资成本和房屋租金,提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力,促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明,未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到,由于中国宏观杠杆率较高,政府和企业部门债务负担本来已经较重,政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险,上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束,难以大规模扩张,宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

四、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。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。

2. 房地产行业分析

2019年以来,中央坚持房地产调控政策的总基调不变;房地产开发投资额增幅放缓,但增速仍处高位,新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄;销售增速同比下降幅度较大,销售面积增速跌入负值区间,整体市场趋稳。

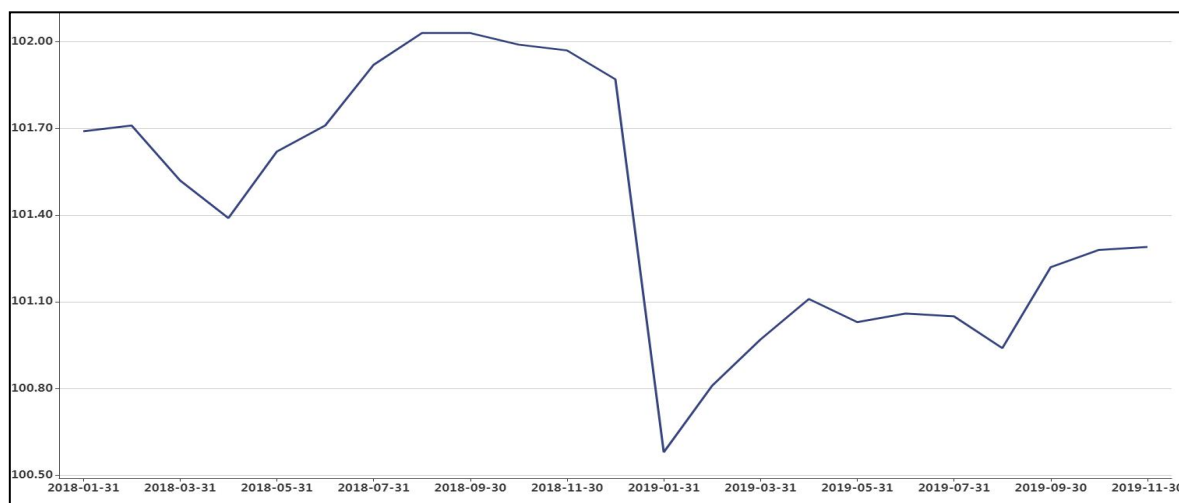
房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一,2019年以来,各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看,中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019年6月以来,促进国民经济战略转型

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。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调

控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

图 1 2018 年—2019 年 11 月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，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，

同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，

一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入2020年，新冠肺炎疫情导致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。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建项目开工产生一定影响，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的影响，促进需求端复苏。

土地市场与信贷环境

土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。受信贷政策维持紧缩的影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低

位；资金来源中以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过50%，且占比持续提升。

土地市场方面，2019年，房地产开发企业土地购置面积2.58亿平方米，同比下降11.40%，相较2018年累计同比增长14.20%的增速下滑25.60个百分点；土地成交价款14709.28亿元，累计同比下降8.70%，相较于2018年累计同比增长18.00%的增速下滑26.70个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019年1-3月，土地市场较为冷清；4月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6月开始小阳春行情的消退以及行业融资再度收紧，土地市场同步降温。

从资金来源上看，2019年，房地产开发到位资金合计17.86万亿元，同比增长7.60%，增速相较2018年回升1.20个百分点。其中，国内贷款合计2.52万亿元，同比增长5.10%，国内贷款增速于2018年全年维持负增长，于2019年3月增速开始转正，全年增速较2018年回升10.00个百分点；自筹资金合计5.82万亿元，同比增长4.20%，增速较2018年下滑5.50个百分点；其他资金合计9.50万亿元，同比增长10.49%，增速较2018年提升2.65个百分点。

表3 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	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18%	24004.52	14.46%	25228.77	14.13%
利用外资	168.19	0.11%	107.98	0.07%	175.72	0.10%
自筹资金	50872.22	32.60%	55830.65	33.64%	58157.84	32.56%
其他资金	79770.46	51.12%	86019.74	51.83%	95046.26	53.21%
其中：定金及预收款	48693.57	31.20%	55418.17	33.39%	61359.00	34.35%
个人按揭	23906.31	15.32%	23705.89	14.28%	27281.00	15.27%
合 计	156052.62	100.00%	165962.89	100.00%	178608.59	100.00%

资料来源：Wind，联合资信整理

政策环境

2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调

控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变。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”，政策或将根据市场情况进行逆周期微调，短期政策或将出现边际调整，但“房住不炒”仍然是硬约束，中长期来看仍将围绕总基调不变。（具体政策内容见表4）。

表4 2019年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019年3月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019年4月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019年4月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019年7月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019年9月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019年11月	央行	强调“因城施政”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段

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，房地产信托资金受限；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。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。（具体政策内容见表5）。

表5 2019年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019年5月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23号文《关于开展“巩固治乱成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019年7月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019年7月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③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
2019年8月	银保监会	银保监会决定在32个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019年9月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

资料来源：联合资信整理

3. 区域经济概况

漳州开发区在区位及港口条件方面具备优势，具有国家级开发区审批管理权限，以及福建省政府赋予的地市一级经济管理权限。2019 年，受地产政策调整影响，漳州开发区经济指标同比有所下滑。

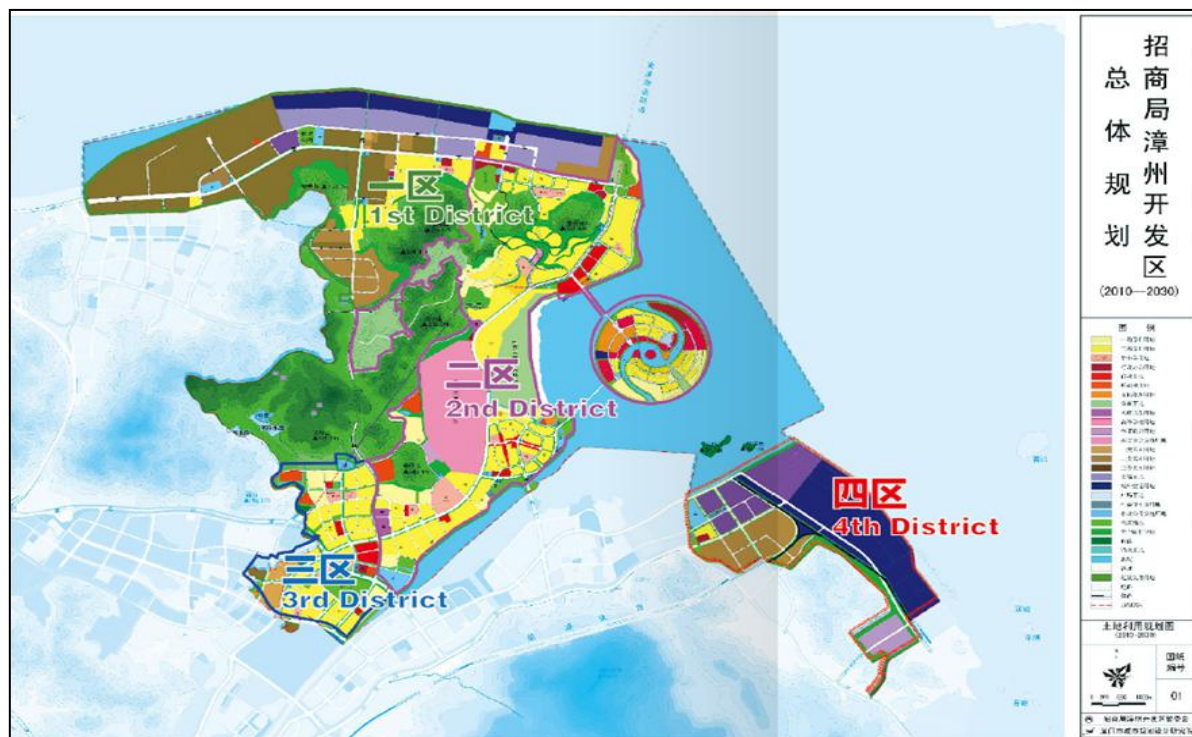
漳州开发区位于中国东南沿海，厦门湾南岸，距离厦门 3.5 海里。漳州开发区于 1992 年由国家交通部、福建省人民政府、招商局集团为服务对台“三通”谋划创办，以漳州优越的地理位置和岸线资源为依托，开发漳州新港区，着力打造中国“第二蛇口”。漳州开发区以“前港-中区-后城”（PPC）模式进行成片开发，由招商局集团主导经营管理。2010 年 4 月，经国务院批准，漳州开发区升格为国家级经济技术开发区。漳州开发区管

委会在漳州市政府的领导下，行使相当于一級地方政权组织职能，负责统一管理漳州开发区的行政事务。

漳州开发区成立初期，漳州开发区管委会与招商漳州实行统一管理体制，即“政企合一”。2018 年，漳州开发区完成“政企分离”工作，同年 6 月，招商漳州注入招商蛇口。

漳州开发区分为临港工业区（一区）、行政科教商住区（二区）、高科技产业园区（三区）以及港口工业区（四区）四个功能区，第四区为深水港区。辖区面积 56.17 平方公里，其中国家级经济技术开发区规划面积为 31.4 平方公里。

图 2 漳州开发区总体规划图



资料来源：公司提供

漳州开发区自然岸线长 28 公里，-8 米以下深水岸线长达 13 公里，可建 33 个万吨级以上泊位。目前已建成 16 个码头泊位，其中

3.5 万吨级以上泊位 10 个，2 个 15 万吨级集装箱泊位是福建省目前最大的集装箱泊位，港口年吞吐能力达 4000 万吨以上，成为“对台货物直航港”和福建省最大的散杂货公共码头之一。辖区内的招银港区是福建省重要

的粮食、木材、钢材三大货物集散地，是我国东南沿海最大的粮食、进口木材集散地，是全国第一批进境粮食指定口岸，并跻身“中国十强进口木材港口”，年均木材进口量超过 160 万立方米。

目前，漳州开发区已初步形成交通机械制造、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。2019 年，漳州开发区完成地区生产总值 100.32 亿元，同比下降 1.0%；固定资产投资同比下降 19.4%，地方一般公共预算收入 6.97 亿元，同比下降 40.7%。

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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 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。2019 年，公司自有园区招银冷链物流园及招商局·芯云谷相继开业，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，经过近 30 年的发展，储备了较为丰富的土地资源。截至 2019 年底，招商漳州及其控股子公司拥有产权的正在进行一级开发或已经完成一级开发尚待实现收益的土地面积为 11613 亩（包含非双鱼岛土地 8235 亩和双鱼岛土地 3378 亩，不含海域使用权）。

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 2020 年 3 月底，招商云谷资产总额 9.90 亿元，所有者权益 3.19 亿元；2020 年 1—3 月实现营业收入 272.49 万元，净利润-374.57 万元。2020 年一季度亏损主要因招商局·芯云谷 2019 年 11 月才正式投入运营，利息停止资本化，当期财务费用增长 711.14 万元。

招银冷链物流园区系由子公司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。截至 2020 年 3 月底，海韵冷链资产总额 3.86 亿

元，所有者权益 1.00 亿元；2020 年 1—3 月实现营业收入 150.23 万元，净利润-781.00 万元。2020 年一季度由于新冠肺炎疫情影响，客户签约延迟，收入未按预期实现。

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。

3. 人员素质

公司高级管理人员具有丰富的企业管理经验，综合素质较高，能够给公司未来发展提供有力支持；公司员工构成能够满足公司运营的需要。

截至 2020 年 3 月底，公司拥有高层管理人员 8 人；其中，总经理 1 人、副总经理 2 人、财务总监 1 人、纪委书记 1 人、总工程师 1 人、总经理助理 1 人。

公司董事长、党委书记丁勇先生，1960 年 5 月生，美国奥克拉荷马城大学工商管理硕士学位，高级经济师，曾任招商局蛇口工业区企业管理室副部长、部长、主任助理；深圳招商石化有限公司总经理助理、副总经理，兼任招商燃气有限公司总经理；招商局蛇口工业区发展研究策划部总经理；招商局集团业务开发部副总经理；招商局青岛码头公司总经理；招商局集团企业规划部副总经理(主持工作)、总经理；招商局蛇口工业区有限公司党委书记、副总经理；漳州招商局经济技术开发区管委会常务副主任，招商局漳州开发区有限公司总经理等职务。

公司总经理、党委副书记黄强中先生，1969 年 8 月生，浙江大学管理科学与工程专业硕士，工程师，曾任招商局工业集团有限公司行政人事部总经理、总经理助理、总法律顾问、拖轮租赁事业部总经理；招商局工业集团有限公司副总经理、党委委员、纪委书记；招商局

集团有限公司人力资源部副部长、党委办公室副主任、党委组织部副部长、党群工作部副部长等职务。

截至 2020 年 3 月底，公司共有在职员工 740 人。按专业结构划分，管理类占 58.92%、市场营销类占 9.19%、其他类占 31.89%；按学历划分，硕士及以上占 16.62%、本科占 52.57%、专科及以下 30.81%；按年龄划分，30 岁及以下占 24.87%、30~50 岁占 64.86%、50 岁及以上占 10.27%。

4. 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。截至 2019 年底，招商蛇口总资产为 6176.88 亿元，所有者权益合计 2273.70 亿元；2019 年，招商蛇口实现营业收入 976.72 亿元，利润总额 261.24 亿元。

招商漳州主营园区业务，土地资源储备与园区开发基础优良。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，为公司本期中期票据注册发行提供担保。

六、管理分析

公司法人治理结构较为健全，且针对业务需要建立了相关的管理制度，现有制度能够满足公司发展要求，整体管理水平较高。

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》等法律法规要求规范运作,严格执行《公司章程》等规章制度,建立了董事会、监事会、经理层分立的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制。

根据公司章程,公司设股东会,为公司的最高权力机构,有全体股东组成。股东会行使以下职权:决定公司经营方针及投资计划;选举和更换非由职工代表担任的董事、监事,决定有关董事、监事的报酬事项;审议批准董事会的报告;审议批准监事会的报告;审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案;审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案;修改公司章程;审议批准公司年度融资计划等。股东按照出资比例行使表决权。

公司设董事会,由13名董事组成,其中招商蛇口任命7名;设董事长1名,由招商蛇口从其出任公司的董事中委派。董事每届任期三年,任期届满,连选可以连任。董事会对股东会负责,依法行使以下职权:制订公司的经营计划及投资方案;制定公司年度财务预算方案、决算方案;制定公司的利润分配方案和弥补亏损方案;审核公司的年度融资计划等。

公司设立监事会,成员3人,其中职工监事1名,设监事会主席1人。公司董事、高级管理人员不得兼任监事。公司设立经营机构,设总经理1名,副总经理若干名,负责公司日常管理工作,由董事会聘请或者解聘。

2. 管理水平

公司设立了较完善的内部控制、财务管理、投资管理、人事管理体系,对公司的重大事项决策以及日常管理进行规范。

为规范公司重大决策程序,公司制订了《“三重一大”事项决策制度》,凡属重大决策、重要人事任免、重大项目安排和大额度资金运作(以下简称“三重一大”)事项必须由领导班子集体作出决定,分别由公司党委会、董事会、办公会集体讨论决定,公司党委会、董

事会、办公会由公司党委书记、董事长和总经理主持。公司纪检监察部门和合规工作领导小组,负责对“三重一大”事项决策、执行情况进行监督检查,并向公司党委、董事会和上级纪检监察部门报告。

为规范日常经营管理的决策与流程,公司编制《业务管理权责手册》《职能管理权责手册》,通过对各项业务的审批环节、执行环节进行全方位的流程规范,从而对每一项经营管理活动进行控制,确保各个审批环节合规,保障决策执行到位。

预算管理方面,公司依据《招商局集团财务管理制度》《招商局集团内部控制规定-财务预算》《招商蛇口预算编制及审批管理流程》及其他法律法规的要求,结合自身具体情况制定了《全面预算管理办法》,对公司预算编制、审批、执行、调整、分析及考核流程进行规范。公司建立由总经理、财务总监、预算管理工作小组、各预算责任部门构成的三级预算管理体系,预算年度和会计年度一致。预算编制坚持以战略规划为导向,以经营计划及业务实际为基础,采取“上下结合、分级编制、逐级汇总、综合平衡”方法,以业务预算、投资预算为基础,汇总编制公司年度财务预算。通过预算控制过程,促进量化指标的实现,确保经营活动各项行动计划的达成。各预算责任单位分别按照其所从事的经济业务类型及责任权限,编制相应的预算。

财务管理方面,依据《中华人民共和国会计法》《企业会计准则》等国家法律、法规,以及《招商局集团财务管理制度》相关规定,公司结合自身情况制订了《财务管理制度》《资金支出审批管理办法》《差旅费管理办法》《税务管理办法》等制度,同时执行招商局集团的《电子招标采购交易平台运营管理办法》《采购及招标管理办法》,有效加强公司财务风险控制,防范资金管理风险,提高资金的使用效率,杜绝资金管理运用的不规范行为。

投融资管理方面,公司制定了《业务权责

手册》，并严格执行招商蛇口的《投资管理制度》和《资金管理工作指引》，公司及各子公司的投资、融资统一纳入公司全面预算管理，投融资事项逐级审批，执行过程通过编制月度资金滚动计划、季度投资预算执行进度反馈表等，进行跟踪管控。公司股东会为公司投资、筹融资行为的决策机构，其他任何部门和个人无权做出投资、筹融资决策，年度投资、筹融资计划需提交公司董事会审议批准。财务部是公司资金筹措、管理、协调和监督工作的归口管理部门，并负责相关融资文件的收集、整理、归档、保管工作。各子公司财务部是公司资金筹措、管理、协调和监督工作的归口管理部门，并负责相关融资文件的收集、整理、归档、保管工作。股东会为公司投资决策主体，承担投资事项的决策责任。

对外担保方面，公司实行统一管理，根据公司“三重一大”事项决策制度的相关规定，所有涉及担保方案事项，须上报公司办公会议讨论决定。包括：对公司下属全资、控股公司提供的担保；公司下属全资、控股公司对外提供的担保；公司下属全资、控股公司之间横向提供的担保；公司下属全资、控股公司对公司提供的担保；独立担保事件。上述担保含保证担保、抵押担保、质押担保、定金担保和留置担保。未经过授权，任何人不得擅自代表公司签订担保合同、协议或其他类似法律文件。原则上公司对外担保必须要求对方提供反担保，且反担保的提供方应当具有实际承担能力。

子公司管理方面，公司向全资、控股企业委派高级管理人员，以实现对子公司的有效控制。子公司的重大投融资项目必须经公司审批通过。子公司纳入公司的全面预算管理、KPI绩效考核管理体系；子公司建立财务会计报告制度，定期将财务报表、财务分析报告提交公司审阅。子公司高级管理人员定期就子公司内部治理、经营情况、重大交易行为等向公司报告。

七、重大事项

2018年6月，公司控股股东由招商局集团变更为招商蛇口。变更完成后，有利于招商蛇口深入布局海西板块、分享漳厦同城的政策红利，进一步增强公司园区开发运营能力。

招商蛇口于2018年5月与招商局集团、招商香港签署了附条件生效的《支付现金购买资产协议》，三方同意：招商蛇口拟以现金收购招商局集团持有的招商漳州48%股权以及招商香港持有的招商漳州30%股权，合计收购招商漳州78%股权（以下简称“本次交易”），交易对价为人民币85.53亿元。交易完成后，招商蛇口持有公司78%股权，公司控股股东由招商局集团变更为招商蛇口，公司实际控制人仍为招商局集团。

因招商局集团系招商蛇口控股股东，招商香港系招商局集团实际控制的公司，本次交易构成关联交易，未构成重大资产重组。

表6 2018年6月股权转让交易前公司股东持股情况

股东名称	持股比例(%)
招商局集团有限公司	48.00
招商局集团（香港）有限公司	30.00
福建省交通运输集团有限责任公司	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

截至股权转让交易公告日，招商漳州及下属子公司有部分自持房产和土地未取得产权证书。招商漳州及下属子公司承诺该等房产和土地的产权归其所有，无产权争议。漳州开发区管委会规划建设局已出具《关于招商局漳州开发区有限公司及参资公司房产土地产权的证明》，对该等房产和土地的权属予以确认。招商局集团关于完善招商漳州及其下属子公司土地房产等资产产权权属证书作出如下承诺：1、招商局集团将全力协助、促使并推动

招商漳州及其下属子公司办理并完善土地、房产等资产方面的产权权属证书；2、如招商漳州及其下属子公司因本次收购完成前存在的土地使用权、房产资产有（1）正在办理权属证书的土地使用权、房产未能及时办理（因不可抗力及法律、政策、政府管理行为、土地规划用途变更等非招商漳州及其下属子公司自身因素导致的结果除外）；或（2）无法办理相关土地使用权、房产权属证书（因不可抗力及法律、政策、政府管理行为、土地规划用途变更等非招商漳州及其下属子公司自身因素导致的结果除外）；或（3）其他土地使用权、房产不规范（因不可抗力及法律、政策、政府管理行为、土地规划用途变更等非招商漳州及其下属子公司自身因素导致的结果除外）等情形，并遭受包括但不限于赔偿、罚款、支出、利益受损等实际损失的，招商局集团将给予招商漳州及其下属子公司及时足额的现金补偿。

漳州开发区产业规划与海西板块发展重点相契合。招商蛇口通过收购招商漳州，可将其作为海西板块布局扩张的战略据点，提前锁定海西板块进一步发展红利；另一方面，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，以厦门湾为中心，辐射整个海西板块，通过海西板块布局深入，借以与珠江三角区、长江三角区相呼应，进一步巩固整个南方沿海地区的完整布局链条。

漳州开发区基础设施配套日益完善，形成外部立体交通网络；区内建成“四横三纵”路网，水、陆交通实现公交化，与厦门互通互联，厦漳跨海大桥已于2013年5月正式投入运营。2014年9月30日，福建省人民政府批复了《漳州市城市总体规划(2012—2030)》，规划中明确指出漳州市的总体发展战略为全面对台、漳厦同城、拥江达海、区划调整、产城一体、设施完善。为贯彻漳厦同城的发展战略，厦门及漳州市政府正在推进厦漳城际铁路环线的规划建设，其中厦漳城际轨道R3线为其中的南环线，下穿厦门湾海域连接漳州开发区与厦门

岛两地。R3线的规划建设有助于进一步推进漳州开发区与厦门市岛外海沧、同安、集美、翔安四区相对厦门本岛的区位趋同，成为厦漳泉同城化的桥头堡，迎来跨越式发展。通过本次股权交易，招商蛇口可深入布局漳州开发区，以期在厦门及漳州已有的布局形成协同效应，并充分分享来自厦门岛的经济辐射以及漳厦同城发展战略带来的政策区位优势。

招商漳州土地资源储备较为充足，园区开发基础优良，本次股权交易完成后，招商蛇口将加快招商引资，加速招商漳州工业、港航物流规划用地的去化速度，推动漳州开发区产业布局进一步合理优化，促进漳州开发区整体转型升级，有望进一步提升公司盈利能力。

截至2018年6月，本次交易涉及的股东变更已完成。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责漳州开发区的园区开发、经营及相关配套服务，作为漳州开发区内相关业务的核心经营主体，在区域内优势明显。近三年，公司收入规模呈增长趋势，土地一级开发、安置房建设和土地、经营性物业租赁为主要利润贡献来源，整体毛利率水平较高。

公司主要围绕漳州开发区进行整体开发，业务包括土地一级开发、经营性物业租赁、房地产销售、供电等板块。2017—2019年，伴随土地一级开发和房地产销售收入的增加，公司整体收入规模呈增长趋势，分别为4.83亿元、11.38亿元和11.96亿元。具体来看，2017—2019年，公司土地一级开发收入逐年增长，分别为1.75亿元、2.73亿元和4.49亿元，主要系受土地收储及出让进度影响，占营业收入的比重较高，2019年为37.54%；2018—2019年，公司房地产销售收入分别为3.87亿元和3.25亿元，主要来自店

地安置房项目，占营业收入比重分别为 34.01%和 27.15%；2017—2019 年，公司供电业务收入较为稳定，2019 年为 1.77 亿元，占营业收入比重为 14.76%，公司向园区内企业及居民提供配售电服务，本身无发电业务；同期，公司土地和经营性物业出租（公寓、办公楼、厂房等）收入规模较小，2019 年为 0.70 亿元。公司其他园区配套服务板块收入规模较小，对公司经营情况影响不大。

毛利率方面，2017—2019 年，受土地一级开发业务盈利水平高影响，公司整体毛利率较高，分别为 58.48%、42.60%和 45.69%。分板块看，2017—2019 年，公司土地一级开发业务毛利率分别为 96.99%、87.00%和

93.11%，毛利率维持高水平主要系商住地开发享受土地出让分成收入，销售地价相比土地开发成本溢价水平高所致；2017—2019 年，土地及经营性物业出租业务毛利率分别为 77.86%、74.00%和 62.52%，在可出租的经营性物业及土地的整体出租率及平均租金变化不大的情况下，受维护成本逐年增加的影响，毛利润和毛利率整体波动下降；2018—2019 年，房地产销售毛利率分别为 28.67%和 20.91%，2019 年同比下降，主要系店地安置房项目根据工程进度确认收入及成本，2019 年结转成本时包含资本化利息费用所致；供电业务毛利率近三年保持平稳，2019 年为 14.21%。

表7 公司营业收入和毛利构成（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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	1.75	36.27	96.99	2.73	23.99	87.00	4.49	37.54	93.11	1.57	40.80	67.44
土地、经营性物业出租	0.71	14.64	77.86	0.90	7.90	74.00	0.70	5.89	62.52	0.26	6.71	60.36
房地产销售	--	--	--	3.87	34.01	28.67	3.25	27.15	20.91	1.48	38.70	15.66
供电业务	1.58	32.64	14.03	1.70	14.96	15.45	1.77	14.76	14.21	0.33	8.67	10.03
其他园区配套服务	0.80	16.46	44.52	2.18	19.14	19.96	1.75	14.65	-4.91	0.20	5.11	-30.52
合计	4.83	100.00	58.48	11.38	100.00	42.60	11.96	100.00	45.69	3.84	100.00	36.94

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

2020 年一季度，公司实现营业收入 3.84 亿元，为 2019 年全年收入的 32.11%，土地一级开发收入占比进一步提升至 40.80%。同期，受当期转让市政地块溢价水平相对较低影响，公司土地一级开发毛利率下降至 67.44%。受此影响，公司综合毛利率下降至 36.94%。

2. 土地一级开发业务

土地一级开发业务为公司目前核心利润贡献来源，开发模式以自有土地一级开发为主，受土地获取成本低、且商住用地出让后公司可依比例获得补偿因素影响，公司土地一级开发业务毛利率水平高。

根据漳州开发区管委会与公司签订的《漳

州招商局经济技术开发区管理委员会与招商局漳州开发区有限公司合作协议书》，漳州开发区管委会将行政管辖内的区域整体开发事项全部委托发行人进行合作开发，公司接受漳州开发区管委会委托具体开展包括土地整理相关工作及服务在内的各项工作。

业务模式

公司土地一级开发业务主要包括招商漳州自有土地及合作土地的一级开发。

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。

公司自有土地(非双鱼岛)的获取方式(即一级市场拿地方式)主要为成片土地开发模式和项目带征地模式。成片土地开发模式是公司运用在漳州开发区建区时获得的成片土地开发授权,通过政府征地征海,将大量非建设用地通过移山填海逐步平整为可利用的土地;项目带征地模式是公司通过项目引进的方式获取土地。

公司自有土地的一级开发业务基于上述拥有产权的土地展开。其中:

①针对非双鱼岛土地,规划为住宅用途、商业用地的土地,根据双方签订的《招商局漳州开发区土地前期开发整理框架协议》,由漳州开发区管委会按照规划用途进行收储,公司获得收储收益。土地出让后,漳州开发区管委会按照土地出让价款的一定比例扣除原收储成本后对公司进行补偿。

②针对规划为工业用地、港航物流用地、市政配套用地的土地,公司可按照规划用途对外转让以获得转让收益,或由漳州开发区管委会按照地块实际情况确定的价格进行收储,公司获得收储收益。

③针对双鱼岛土地,具体如下:a.针对规划为住宅用地的土地,由漳州开发区管委会按照规划用途进行收储,公司获得收储收益;b.针对规划为商业用地、港航用地的土地,可由公司补办出让用地手续、补交土地出让金后办理或变更具体项目出让性质的国有建设用地使用证并进行二级开发,或由漳州开发区管委会按照规划用途进行收储,公司获得收储收益;c.针对规划为市政配套用地的土地,市政基础设施建设完成后,由公司将土地移交漳州开发区管委会或其指定的机构。漳州开发区管委会按照规划用途对公司规划为住宅、商业服务业设施用地的双鱼岛土地进行收储,土地出让后,扣除原收储成本、相关税费等后净增值的一定比例补偿给公司。

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。

其中,合作方为漳州开发区管委会的合作土地一级开发业务模式如下:

公司根据漳州开发区管委会《工作任务书》确定的开发工程内容完成前期开发后,按照国家和地方预算定额的相关规定预算开发成本,在此基础上,双方协商确定开发成本。

①针对规划为住宅用途、商业用地的合作方名下土地,委托时间在2014年5月12日之前的,土地出让成交价款扣除土地取得成本、开发成本和土地招拍挂出让依照法律法规应当缴纳的各项税费后形成土地净收益,合作方按土地净收益的一定比例支付给公司。委托时间在2014年5月12日至2017年12月31日期间的,由合作方向公司支付土地开发成本、资金占用费,并按土地开发成本的一定比例支付土地管理费,增值税另计。委托时间在2018年1月1日之后的,由合作方委托公司进行土地整理,支付土地整理服务费用,包括土地整理工程投资额和土地整理投资收益等。土地整理服务费用按照土地整理工程投资额的一定比例计算,双方另有约定的除外。

②针对规划为工业用地、港航物流用地、市政配套用地的合作方名下土地,在支付公司经核定的开发成本后,按照实际结算土地前期开发成本总额的一定比例支付开发收益。

结算支付时间方面,根据与漳州开发区管委会签订的合作协议书上的相关约定,土地整理相关工作的服务费用,当年竣工验收的,双方应于竣工验收后的45天内完成审计结算,并在审计结算结果确定后的90天内完成支付;项目建设期跨年度的,以当年项目投资额的80%为基准按照相关约定计算服务费用,于

次年3月底前完成审计结算，并于审计结算确定后90天内完成支付，项目其余费用在竣工验收后45天内完成审计结算，并于审计结算后的90日内完成支付。

合作方为漳州招商局码头有限公司等漳州开发区管委会以外的公司的合作土地一级开发业务模式如下：

公司接受委托，为合作方名下土地进行土地前期开发，合作地块土地依法转让（或被政府部门收储）获得的收入扣除合作双方发生的与合作地块相关的成本费用、税费后形成净收益，公司按前述净收益的一定比例获得相应收益。

账务处理

在会计核算上，公司在土地开发过程中，以相关合同、工程监理报告及相应付款单据等原始凭证为依据核算营业成本，借记“存货-房地产存货”，贷记相关科目，根据土地一级开发的不同模式在满足一定条件时确认为营业收入，同时结转成本。

公司自有土地的一级开发业务根据收储或转让在满足特定条件时确认为营业收入：①公司土地收储在满足以下四个条件时确认为营业收入：a.签订土地收储协议；b.取得政府批准土地收回的批文；c.被收储土地的对价很可能收回；d.完成相关土地交付手续；②公司土地转让在满足以下四个条件时确认为营业收入：a.签订土地转让合同；b.转让土地的对价很可能收回；c.交易土地不存在重大工程缺陷及；d.土地受让方正式交地并签订土地交地

纪要。

对于与漳州开发区管委会进行土地合作开发的，在同时满足以下条件时进行收入确认：a.与管委会签订土地合作协议；b.国土部门已将土地对外正式进行招拍挂；c.与管委会签订收益确认书；d.合作开发土地相应的对价很可能收回。

现金流量表会计处理：公司在支付土地一级开发建设款项时，在现金流量表上记“购买商品、接受劳务支付的现金”；收到支付的土地整理款项时，在现金流量表上记“销售商品、提供劳务收到的现金”。

业务开展情况

2017—2019年及2020年一季度，公司土地一级开发业务分别实现收入1.75亿元、2.73亿元、4.49亿元和1.57亿元；同期，分别实现毛利润1.70亿元、2.37亿元、4.18亿元和1.06亿元。

公司土地一级开发业务盈利水平较高，主要与其拿地成本有关。公司土地一级开发业务以自有土地的一级开发为主，合作土地的一级开发占比较小。公司自有土地的取得时间主要集中在漳州开发区建区之初，获取成本低，计入存货时以实际成本入账；而对于商住用地，在土地出让后，公司可根据土地出让价的一定比例扣除原收储成本后获得补偿，因此出让价格相较获取成本溢价水平较高。

截至2020年3月底，公司土地一级开发业务已完成的主要项目情况如下：

表8 截至2020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 2020 年 3 月底 已投资额	面积	是否签 订协议	确认收入 金额	截至 2020 年 3 月底已 回款金额	未来三年回款计划		
									2020	2021	2022
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）	2007.1-2018.1 2	1544.65	1544.65	122.10	是	4984.70	4984.70	--	--	--
4	2019-B4(三 区 5-18)	2007.1-2019.1 2	42.8	42.8	7.97	是	4436.42	--	4436.42	--	--
5	2019-B3(二 区 2-4401)	2007.1-2019.1 2	811.56	811.56	88.39	是	4977.79	--	5041.97	--	--

小计	-	3234.46	3234.46	392.22	-	25630.90	16216.69	9478.39		
二、自有土地开发										
1	收储（三区2010-A3 地块）	2010.5-2017.3	195.77	195.77	16.96	是	2376.95	2376.95	--	--
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	--	--	--
小计	-	10794.35	10794.35	1439.65	-	83022.54	67456.94	16438.09	--	--

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

截至 2020 年 3 月底，公司土地一级开发业务已完成项目累计投资额 1.40 亿元，确认收入 10.87 亿元；其中，合作土地开发项目累计确认收入 2.56 亿元，自有土地开发项目累计确认收入 8.30 亿元，业务模式以自有土地

开发为主。截至 2020 年 3 月底，公司累计收到回款金额 8.37 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司土地一级开发业务整理过程中的项目情况如下：

表 9 截至 2020 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 2020 年 3 月底已投资额	面积	未来三年投资计划		
						2020 年	2021 年	2022 年
1	自有土地	1994.3-至今	未定	115387.69	6715.27	5669.28	13228.32	4827.75
2	开发区管委会委托造地	2007.1-至今	未定	10232.35	--	2448.27	5712.63	--
3	漳州双鱼岛土地	2007.9-至今	352000.00	197138.57	3376.39	--	--	--
4	2010-A3 地块	2010.5-2020.3	3871.00	3870.71	336.00	--	--	--
5	四区厦门港后石港区招商置业堆场填海地块	2009.3-至今	3128.00	3127.52	604.14	--	--	--
合计		-	--	329756.84	--	8117.55	18940.95	4827.75

注：双鱼岛项目总投资 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 2020 年 3 月底已投资 19.71 亿元。因目前双鱼岛整体开发方案尚待招商局集团审批，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
 资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司土地一级开发整理中项目已完成投资额 32.98 亿元，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。双鱼岛项目于 2010 年正式开工建设，目前已完成填海造地及土地整理，正在进行市政配套建设的收尾工作，尚待全面开发。

双鱼岛计划打造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。因目前双鱼岛整体开发方案尚待招商局集团审批，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投资建设，故相关项目未来投资计划存在不确定性。

土地储备

截至 2020 年 3 月底，公司共有土地储备 10955 亩（包含双鱼岛，不含海域使用权），

包括工业用地 1061 亩、港航物流用地 3768 亩、商业用地 1467 亩、住宅用地 1249 亩、市政用地 3410 亩；其中，双鱼岛土地储备共计 3378 亩，包括港航用地 32 亩、商业用地 1076 亩、住宅用地 856 亩和市政用地 1414 亩。

3. 土地、经营性物业出租

公司经营性物业主要包括写字楼、公寓、商铺、厂房等业态，整体收入规模小。截至 2020 年 3 月底，公司自持物业整体出租水平有待提升。

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。

公司 2017—2019 年及 2020 年一季度土地及经营性物业租赁业务分别实现收入 0.71 亿元、0.90 亿元、0.70 亿元及 0.26 亿元，2018 年营业收入较高主要系可出租面积最大的汤洋工业园厂房当年出租率较高所致。

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	2018 年		2019 年		2020 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）	100.00	19.78	76.82	20.86	82664.85	66.12	22.10
招商漳州本部	禾顺制衣(厂房、办公楼)		--	--	--	--	15312.30	0.00	0.00
招商漳州本部	南疏港公路管理站		--	--	1.64	30.69	4934.09	1.64	30.69
招商漳州本部	创业广场		100.00	45.18	97.27	50.04	19716.96	100.00	50.46
招商漳州本部	泰华厂房		100.00	23.46	100.00	23.56	34180.08	100.00	26.24
诺尔公司	诺尔厂房		--	--	--	--	80976.81	100.00	20.90
小计			100.00	24.00	78.16	26.44	237785.09	79.74	25.29
招商置业	怡心天地存量房	公寓	81.77	15.99	60.01	13.83	2746.14	48.15	13.77
招商漳州本部	玉兰苑		69.39	20.31	83.85	9.17	12546.65	75.61	23.02
招商漳州本部	紫薇苑		--	--	--	--	24122.00	10.59	19.85
招商漳州本部	凌波苑		99.15	13.90	99.78	16.37	9357.54	92.94	12.89
招商漳州本部	四区单身公寓		100.00	34.64	100.00	37.51	18086.18	100.00	37.60
招商漳州本部	住宅楼		87.15	21.16	81.78	18.36	2881.39	70.09	25.10
小计	--	--	89.51	21.00	91.96	23.69	69739.90	60.46	26.80
招商漳州本部	漳州港客货码头	其他	--	--	100.00	1.29	29691.00	100.00	1.29
小计	--	--	--	--	100.00	1.29	29691.00	100.00	1.29
招商漳州本部	文体馆	其他	--	--	--	--	4704.00	5.74	23.45

小计			--	--	--	--	4704.00	5.74	23.45
招商置业	怡心天地商铺	商业	100.00	24.76	77.87	50.56	784.01	72.61	54.81
小计			100.00	24.76	77.87	50.56	784.01	72.61	54.81
招商漳州本部	光影艺术馆	写字楼（商业用地）	100.00	56.60	100.00	59.97	6527.61	100.00	62.71
招商漳州本部	招商大厦		100.00	33.33	100.00	39.26	4115.10	100.00	48.31
云谷公司	芯云谷一期华为数据中心 2 号楼		100.00	48.00	100.00	47.69	11527.56	100.00	48.53
云谷公司	芯云谷一期高层总部		--	--	11.26	45.47	68145.60	11.26	45.47
供电公司	配网调度中心综合楼		100.00	52.38	100.00	51.11	2374.00	100.00	52.38
小计	--	--	100.00	46.53	34.76	50.52	92689.76	34.76	50.93
招商漳州本部	员工之家	其他	100.00	28.54	100.00	36.36	664.26	100.00	24.09
小计	--	--	100.00	28.54	100.00	36.36	664.26	100.00	24.09
合计	--	--	--	--	--	--	436058.13	67.69	--

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

截至 2020 年 3 月底，公司经营性物业总可租面积 43.61 万平方米，期末已出租面积 29.52 万平方米，出租率为 67.69%，整体出租率水平有待提升。出租率较低的项目中，禾顺制衣（厂房、办公楼）目前公司正与意向承租方洽谈；南疏港公路管理站、文体馆、紫薇苑、诺尔厂房均系 2019 年收购项目，芯云谷一期于 2019 年 11 月开园，公司运营时间尚短；汤洋工业园厂房为公司目前可出租面积最大的项目。为适应漳州开发区管委会早期招商引资需求（引进传统生产制造型企业），公司投资建设汤洋工业园厂房，由漳州开发区管委会包租，主要适用于传统生产制造型企业。随着漳州开发区产业转型升级，漳州开发区管委会逐步退出包租，因此出租率下降。公司将视情况对部分物业资产进行修复改造，推进招商蓄客，未来可能择机处置变现。租金方面，鉴于业态、区位及周边配套、装修条件不同等因素，项目租金水平差异较大。

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。子公司招商置业接受漳州开发区相关部门委托承担安置房建设工作，近年来仅承接店地安置房一个项目，该项目收入已于 2018—2019 年基本确认完毕，公司该板块未来收

入可持续性较差。

2018—2019 年及 2020 年一季度，公司房地产销售分别实现收入 3.87 亿元、3.25 亿元和 1.49 亿元。其中 2018 年收入主要来自店地安置房一期（1.61 亿元）及二、三期（2.25 亿元）项目，2019 年收入主要来自店地安置房二、三期项目（3.22 亿元）。2020 年 1—3 月，房地产销售收入主要为公司所拥有的的首钢凯西厂房所在的土地被收储，土地及地上建筑物因补偿获得的补偿收入，计入房地产销售收入。

公司的安置房建设业务由子公司招商置业负责，目前仅承建店地安置房 1 个项目。

根据招商置业与漳州招商局经济技术开发区社会发展局于 2015 年 11 月签订的《店地安置房回购合同》（以下简称“回购合同”），漳州开发区社会发展局委托招商置业按照施工要求及标准开展漳州开发区店地安置房项目的相关建设工作，并由漳州开发区社会发展局根据协议约定进行限价回购。公司于资产负债表日按照完工百分比法确认合同收入和合同费用。

店地安置房项目前期建设资金来自招商置业自有资金和外部融资，招商置业根据回购合同要求按进度组织项目建设，建设完成后，根据回购合同约定的分期回购办法，由漳州开

发区社会发展局按每平方米计容面积的约定金额进行分期回购、分期（单幢）交房。公司不负责安置房的销售。根据工程进度，漳州开发区社会发展局分幢分期向公司支付购房款。与政府签订的回购合同较好地保障了其收入及利润的实现。

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、三期预计于 2020 年 7 月份完成竣工验收。

此外，公司本部、子公司招商云谷在 2018 年、2019 年分别有少量的房地产销售收入，金额分别为 83 万元和 313 万元，所销售的产品为公司本部汤洋厂房以及芯云谷一期可售招商办物业。

2020 年一季度，漳州开发区管委会国土部门将公司所拥有的首钢凯西厂房所在的土地进行收储。土地收储及项目厂房收储获得的补偿收入均计入房地产销售业务收入。

5. 供电业务

子公司供电公司漳州开发区内居民及工商企业提供配售电服务，近年来盈利水平维持稳定。

公司供电业务运营主体为供电公司，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。

公司供电业务服务客户数稳步增长，2019 年为 5.50 万户，以居民用户为主，2019 年为 4.94 万户。伴随服务用户数量的增加，公司售

电量同步增长，2017—2019 年，公司售电量分别为 2.38 亿千瓦时、2.86 亿千瓦时和 3.04 亿千瓦时。公司供电业务 2017-2019 年及 2020 年一季度分别实现营业收入 1.58 亿元、1.70 亿元、1.77 亿元和 0.33 亿元；同期，毛利润分别为 0.22 亿元、0.26 亿元、0.25 亿元和 0.03 亿元。

表 11 近年公司电力销售情况

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
服务客户数（户）	40835	50388	55027	58600
其中：工业（户）	67	69	74	74
商业（户）	4144	4978	5375	5397
居民（户）	35059	45180	49408	52957
售电量（万千瓦时）	23839	28572	30354	5554

资料来源：公司提供

6. 经营效率

公司经营效率指标一般。

2017—2019 年，公司销售债权周转次数逐年下降，2019 年为 2.33 次；近三年，公司存货周转次数和总资产周转次保持稳定，2019 年分别为 0.15 次和 0.13 次。

表 12 2018 年同行业企业经营效率指标

（单位：万平方米、亿元、次）

项目	招商漳州	成都市兴锦现代农业投资有限责任公司	株洲市云龙发展投资控股集团有限公司
土地整理收入	2.73	5.27	5.68
总资产周转次数	0.14	0.06	0.05
存货周转次数	0.17	0.10	0.08
销售债权周转次数	3.97	0.58	2.33

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，目前整体开发方案尚待招商局集团审批，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。

截至 2020 年 3 月底，公司在建项目主要为双鱼岛碧海银滩项目及招银冷链物流园区项目。其中招银冷链物流园区项目于 2019 年底已结转固定资产 3.17 亿元，后续投资规模

很小。双鱼岛碧海银滩项目总投资额 2.50 亿元,截至 2020 年 3 月底已完成投资 0.91 亿元,一期工程于 2016 年 3 月开工建设,2016 年 8 月底完工,主要建设内容包括 3 万平米的泳池底板结构,1.5 万平米的泳池装修及管网安装,以及取水栈桥。二期工程仅建设一部分(如泳池配套用房基坑支护及桩基工程),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。

截至 2020 年 3 月底,公司在建工程科目还包含双鱼岛市政综合服务中心(本部)、双鱼岛主题乐园(本部)、双鱼岛客运码头(本部)、双鱼岛海洋馆(本部)工程,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,由于双鱼岛整体开发方案尚待确定,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 2020 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		
						2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年
双鱼岛碧海银滩(本部)	2016-2020	2.50	0.91	36.40	自有资金和贷款	0.11	--	--
招银冷链物流园区(海韵 冷链)	2017-2020	3.78	3.25	85.98	自有资金和贷款	0.54	--	--
合计	--	6.28	4.16	66.24	--	0.65	--	--

注:截至2020年3月底,公司在建工程科目还包含双鱼岛市政综合服务中心(本部)、双鱼岛主题乐园(本部)、双鱼岛客运码头(本部)、双鱼岛海洋馆(本部)工程,均为双鱼岛开发相关项目,上述项目按目前规划投资额总计42.42亿元。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,且项目整体开发方案尚待确定,未来投资主体及整体投资规模存在较大不确定性

资料来源:公司提供

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,打造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,打造特色泛信息产业园;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,打造物业经营“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. 财务质量及财务概况

公司提供了2017—2019年财务报告，其中致同会计师事务所（特殊普通合伙）厦门分所对2017年财务报告进行了审计，德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对2018—2019年财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2020年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2018年公司合并范围未发生变化。2019年，公司新纳入合并范围子公司1家，为诺尔公司；不再纳入合并范围子公司1家，为招商局漳州开发区南太武产业园物业服务有限公司。公司2020年一季度合并范围较2019年无变化。整体看，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2019年底，公司合并资产总额为99.63亿元，所有者权益合计为47.12亿元（含少数股东权益1.24亿元）；2019年，公司实现营业收入11.96亿元，利润总额5.11亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额为100.54亿元，所有者权益合计为47.51亿元（含少数股东权益1.26亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入3.84亿元，利润总额0.53亿元。

2. 资产质量

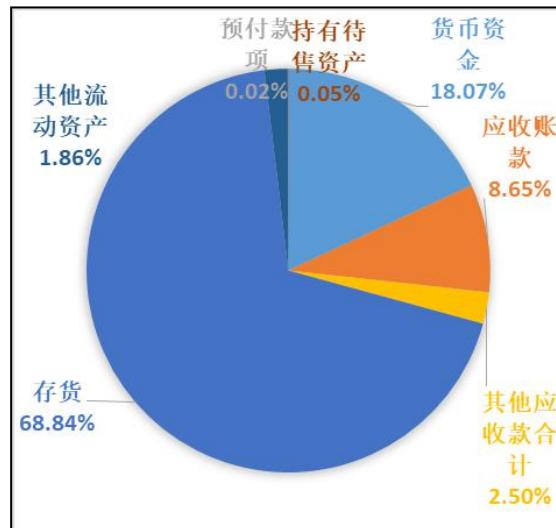
伴随业务发展，公司整体资产规模不断增长。公司资产构成以流动资产为主，符合所属行业特点。流动资产中货币资金和存货占比高，存货主要为土地开发成本，受所在经济开发土地市场行情及招商引资情况影响大。整体看，公司资产流动性偏弱，整体质量尚可。

2017—2019年，随着业务发展，公司资产规模不断增长，年均复合增长14.03%。截至2019年底，公司资产总额99.63亿元，较

上年底增长9.76%。资产构成中流动资产占66.49%，非流动资产占33.51%。公司资产以流动资产为主，符合公司所处行业特点。

2017—2019年，公司流动资产不断增长，年均复合增长14.85%。截至2019年底，公司流动资产合计66.25亿元，较上年底增长8.08%，构成以货币资金和存货为主。

图3 截至2019年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

2017—2019年，公司货币资金波动增长，年均复合增长率25.13%。截至2019年底，公司货币资金11.97亿元，主要为人民币银行存款。公司货币资金中使用受限规模小，截至2019年底为0.30亿元，系保函保证金。

2017—2019年，公司应收账款持续增长，分别为1.19亿元、4.54亿元和5.73亿元。截至2019年底，按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款合计5.56亿元，占比97.03%，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98.75%），整体账龄较短。截至2019年底，公司应收账款共计提信用损失准备0.01亿元。

表14 截至2019年底，公司应收账款前五名单位情况（单位：元、%）

债务人名称	余额	账龄	信用损失准备	占应收账款总额比例
漳州招商局经济技术开发区社会发展局	279109030.32	1 年以内	279109.03	48.61
漳州招商局经济技术开发区土地整备中	223892787.50	1 年以内、1 至 2 年	223892.79	39.00
招商局漳州开发区公用事业有限公司	25668428.84	1 年以内、1 至 2 年	5668.43	4.47
BharatMumbaiContainerTerminals Pvt.Ltd	15759583.49	1 年以内	--	2.74
漳州招商局经济技术开发区管委会	12703359.73	1 年以内、1 至 2 年	12703.36	2.21
合计	557133189.88	--	541373.61	97.03

资料来源：公司财务报告

2017—2019 年，公司存货呈不断增长趋势。截至 2019 年底，公司存货 45.61 亿元，较上年底增长 13.16%；存货构成主要为土地开发成本（占 72.88%）及已完工房地产开发产品（占 18.77%），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四区土地；已完工房地产开发产品主要为芯云谷一期项目（7.17 亿元）及首钢凯西厂房（1.21 亿元）。截至 2019 年底，公司对存货未计提跌价准备。

2017—2019 年，公司非流动资产不断增长，年均复合增长 12.45%。截至 2019 年底，公司非流动资产 33.38 亿元，主要由长期股权投资（占 52.12%）、投资性房地产（占 18.31%）和固定资产（占 17.17%）构成。

2017—2019 年，公司长期股权投资有所增长，年均复合增长 7.07%。截至 2019 年底，公司长期股权投资 17.40 亿元，较上年底增长 8.56%，主要系权益法下确认投资收益所致。公司长期股权投资全部为联营公司，主要包含漳州招商局房地产有限公司（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。2019 年，公司对被投资单位权益法下确认投资收益共计 2.32 亿元，其中对招商房地产确认投资收益 2.23 亿元，对招商局码头确认投资收益 0.21 亿元，对厦门湾港务确认投资损失 -0.13 亿元。

2017—2019 年，公司投资性房地产快速增

长，年均复合增长 25.75%。截至 2019 年底，公司投资性房地产 6.11 亿元，较上年底增长 27.56%，主要系当期新购置紫薇苑（单身公寓）及文体馆（0.62 亿元）和创业广场装修改造工程投入（0.31 亿元）所致。公司投资性房地产构成为房屋建筑物（占 90.18%）和土地使用权（占 9.82%），全部按成本法计量，主要为公司自持的公寓及产业办公场所，其中尚未办妥产权证书的房屋建筑物价值 2.80 亿元；截至 2019 年底，公司投资性房地产累计折旧 0.89 亿元。

2017—2019 年，伴随业务扩张，公司固定资产规模波动增长，近三年分别为 1.72 亿元、1.70 亿元和 5.73 亿元。截至 2019 年底，公司固定资产较上年底增长 4.03 亿元，其构成主要为房屋建筑物（占 82.55%），同比增长主要系当期收购诺尔起重新增的厂房资产以及当期招银冷链物流园区项目从在建工程转固所致。截至 2019 年底，公司固定资产原值 7.75 亿元，累计折旧 2.02 亿元，无减值准备。

2017—2019 年，公司在建工程波动下降，年均复合下降 29.80%。截至 2019 年底，公司在建工程 1.04 亿元，较上年底下降 73.95%，主要系招银冷链物流园区项目转固所致。截至 2019 年底，公司主要在建工程为双鱼岛碧海银滩（0.91 亿元）。公司目前在建工程余额较小，系双鱼岛项目尚属初步规划阶段，前期投入较小，目前开发规划尚不明确，后续或面临大额投资需求。

截至 2020 年 3 月底，公司资产合计 100.54 亿元，规模及结构较 2019 年底变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司流动资产 67.19 亿元，较 2019 年底增长 1.43%，其中应收账款较 2019

年底增长 57.26%至 9.02 亿元，主要系当期新增应收土地款（1.64 亿元）及房屋转让款（1.43 亿元）所致。同期，公司非流动资产 33.35 亿元，较 2019 年底基本无变化。

截至 2020 年 3 月底，公司受限资产余额约为 118 万元，全部系货币资金，公司受限资产规模小。

3. 负债及所有者权益

受益于利润积累，公司所有者权益规模有所增长，权益稳定性较好。同期，公司有息债务以长期为主，债务结构及债务负担整体处于合理水平。2020 年，公司有息债务集中到期，公司面临一定集中兑付压力。

所有者权益

2017—2019 年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长 8.80%，主要系未分配利润增长所致。截至 2019 年底，公司所有者权益合计 47.12 亿元（含少数股东权益 1.24 亿元），较上年底增长 9.76%，其中归属于母公司所有者权益以实收资本（占 56.67%）、盈余公积（占 13.71%）及未分配利润（占 28.85%）为主。近三年，实收资本规模均保持在 26.00 亿元；盈余公积及未分配利润不断增长，系利润规模累积所致。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 47.51 亿元，公司所有者权益规模及结构较 2019 年底变化不大。

负债

2017—2019 年，公司负债规模快速增长，年均复合增长 19.42%，主要由于一年内到期的非流动负债增加所致。截至 2019 年底，公司负债规模合计 52.51 亿元，较上年底增长 9.77%，其中流动负债占比 50.40%，负债结构较为均衡。

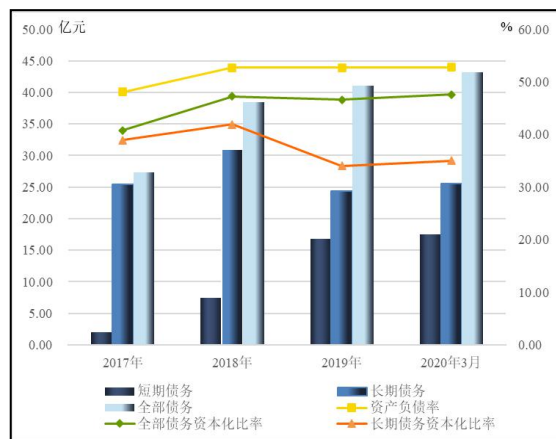
2017—2019 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 59.18%，主要来自一年内到期的非流动负债的增加。截至 2019 年底，公司流动负债 26.46 亿元，较上年底增长 72.46%。其中，

应付账款 6.14 亿元，较上年底增长 16.93%，主要受结算周期性影响，1 年以内的应付账款占比 33.70%，1 至 2 年的应付账款占比 31.07%，超过 1 年的应付账款主要系工程未竣工结算所致；一年内到期的非流动负债 16.76 亿元，较上年底增长 125.52%，主要系长期借款临近到期日所致。

2017—2019 年，公司非流动负债波动幅度较大，分别为 26.38 亿元、32.49 亿元和 26.05 亿元。截至 2019 年底，公司非流动负债较上年底下降 19.84%，主要系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债科目所致。其构成以长期借款（占 93.36%）为主。截至 2019 年底，公司长期借款以信用借款为主。

有息债务方面，2017—2019 年，因业务发展需要，公司全部债务规模不断增长，截至 2019 年底为 41.09 亿元，较上年底增长 6.89%；其中短期债务占比 40.80%、长期债务占比 59.20%，债务结构较合理。债务指标方面，2017—2019 年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率加权均值分别为 51.78%、45.61%和 37.39%；截至 2019 年底分别为 52.71%、46.58%和 34.05%。

图 4 公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 53.03 亿元，规模及结构较 2019 年底变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务增长至 43.12 亿元，较 2019 年底增长 4.94%。截至 2020 年 3

月底，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均小幅提升，分别为52.75%、47.58%和35.01%。

债务到期分布方面，截至2020年3月底，公司全部债务43.12亿元，其中2020年需兑付16.79亿元，2021年需兑付6.46亿元，2022年需兑付12.01亿元，2023年需兑付3.06亿元，2024年及以后需兑付4.80亿元，2020年集中兑付规模较大，公司面临一定集中兑付压力。

表15 截至2020年3月底公司有息债务到期分布情况
(单位：亿元)

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年及以后
到期兑付金额	16.79	6.46	12.01	3.06	4.80

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

受园区开发业务带动，公司营业收入规模快速增长，但整体规模不大。公司期间费用控制能力有待提升，利润规模对投资收益依赖性较高，公司整体盈利能力较强。

2017—2019年，受园区开发业务收入带动，公司整体收入规模快速增长。2019年，公司实现营业收入11.96亿元，同比增长5.07%。2017—2019年，公司营业成本波动增长，年均复合增长79.90%，增幅高于同期营业收入增幅（57.30%），带动公司营业利润率逐年下降，分别为58.90%、43.98%和43.00%。

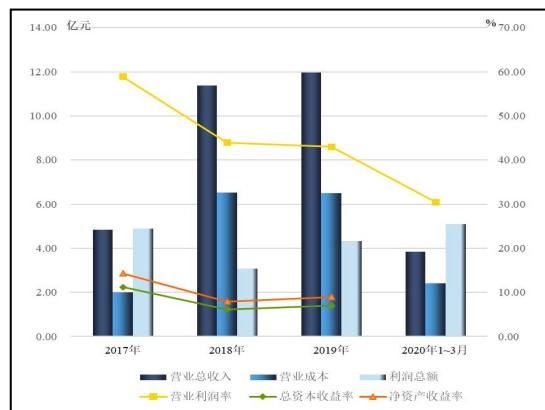
2017—2019年，公司期间费用持续增长，2019年，受财务费用扩张影响，公司期间费用增长至2.46亿元，占营业收入的比重同比增长6.38个百分点至20.59%。公司期间费用中，财务费用占比较高，2019年为59.37%，财务费用大幅增长主要系当期利息收入规模下降所致。2017—2019年，公司利息收入分别为1.44亿元、0.72亿元及0.16亿元，2017年规模较大系当期处置对漳州招商局经济技术开发区财政局的债权13.72亿元（转让给深圳市招商蛇口资产管理有限公司）所致；2018年利息收入构成主要系确认对漳州招商局经济技术开发区土地整备

中心土地款资金占用费收入3620万元，对招商局投资有限公司借款利息收入2226万元。

非经常性损益方面，2017—2019年，公司投资收益分别为1.38亿元、0.87亿元和2.44亿元，其中2019年同比大幅增长，主要系招商房地产当期利润规模提升所致。2017—2019年，公司投资收益占利润总额的比重分别为45.10%、20.09%和47.75%，其对利润总额的贡献程度较高。2019年，公司计入其他收益和营业外收入的政府补助共计0.03亿元，规模较小。

2017—2019年，公司分别实现利润总额3.06亿元、4.33亿元和5.11亿元。同期，公司净利润分别为5.70亿元、3.42亿元和4.21亿元。2017年，公司净利润规模较利润总额大幅提升，主要系受当期出售应收漳州招商局经济技术开发区财政局存量债权，确认可用于弥补亏损的递延所得税所致（2017年，所得税费用为-2.64亿元）。从盈利指标来看，2017—2019年，公司总资产收益率和净资产收益率均波动下降，近三年均值分别为7.55%和9.71%，2019年分别为6.96%和8.93%

图5 公司盈利指标情况



资料来源：公司财务数据

2020年1—3月，公司实现营业收入3.84亿元，为2019年全年的32.11%；同期，公司营业利润率为30.50%，较2019年有所下降；公司确认投资收益0.02亿元，实现利润总额0.53亿元。

5. 现金流分析

受土地经营业务相关收入未能及时回收影响，公司经营获现能力较弱。2018年以来筹资活动前现金流量净额持续为负，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。

经营活动方面，2017—2019年，公司经营现金流入量波动幅度较大，分别为11.40亿元、14.00亿元和11.50亿元，2019年同比下降主要系收到其他与经营活动有关的现金规模减少所致。2017—2019年，公司销售商品、提供劳务收到的现金逐年增长，2019年为9.13亿元。公司收到其他与经营活动有关的现金主要系收到代垫漳州招商局经济技术开发区管委会的基础设施代建业务工程款、押金、保证金等。2017—2019年，受支付其他与经营活动有关的现金（代垫工程款、退回保证金等）快速下降影响，公司经营活动现金流出量不断下降，2019年为11.08亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金规模较为稳定，2019年为6.35亿元。受上述因素影响，公司近三年经营活动净现金流分别为-3.49亿元、-0.51亿元和0.42亿元。2017—2019年，公司现金收入比分别为76.44%、74.71%和76.36%，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。

投资活动方面，2017—2019年，公司投资活动现金流入量整体规模较小，分别为19.25亿元、2.49亿元和1.52亿元，2017年规模较大主要系当期处置应收漳州招商局经济技术开发区财政局债权13.72亿元及累计收回参资企业借款5.43亿元，计入收到其他与投资活动有关的现金所致。2019年，投资活动现金流入主要由取得投资收益收到的现金（1.22亿元）组成，系当期招商房地产及招商局码头分派的现金股利；同期，现金流出量规模较小，2019年为2.95亿元，其构成主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。2017—2019年，公司投资活动现金流由净流入转为净流出，近三年分别为

12.11亿元、-2.00亿元和-1.43亿元。

2017—2019年，公司筹资活动前现金流量净额分别为8.62亿元、-2.51亿元和-1.01亿元。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。

筹资活动方面，2017—2019年，公司筹资活动现金流入量分别为10.59亿元、13.22亿元和12.07亿元，其中近两年筹资主要依赖银行及招商局集团财务公司借款。同期，公司投资活动现金流出主要为偿还债务和分配股利、利润及偿付利息支出。受上述因素综合影响，2017—2019年，公司筹资活动现金流量净额分别为-10.76亿元、7.97亿元和-0.44亿元。

表 16 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1—3月
经营活动现金流入量	11.40	14.00	11.50	1.25
经营活动现金净流量	-3.49	-0.51	0.42	-1.68
现金收入比	76.44	74.71	76.36	20.19
投资活动现金净流量	12.11	-2.00	-1.43	-0.30
筹资活动现金净流量	-10.76	7.97	-0.44	1.56

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2020年1—3月，公司经营活动现金流入量有所缩减，为1.25亿元，现金收入比大幅下降至20.19%，主要系当期确认的土地转让及厂房转让收入暂未收到现金所致；同期，公司经营活动现金净流出1.68亿元。2020年1—3月，公司无投资活动现金流入，产生的投资活动现金净流出为0.30亿元；同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为1.56亿元。

6. 偿债能力

公司间接融资渠道较为通畅，债务结构合理，但2020年集中兑付规模较大，面临一定集中兑付压力。公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率和速动比率整体均呈下降趋势，三年加权均值分别为341.15%和105.46%；截至

2019 年底分别为 250.31%和 77.99%;截至 2020 年 3 月底,上述指标分别为 261.25%和 100.09%。2017—2019 年,公司经营现金流动负债比分别为-33.42%、-3.34%和 1.59%;2017—2019 年及 2020 年 3 月底,公司现金类资产短期债务比分别为 3.83 倍、1.76 倍、0.71 倍和 0.66 倍。

从长期偿债能力指标看,2017—2019 年,公司 EBITDA 逐年增长,分别为 5.18 亿元、6.33 亿元和 7.59 亿元;EBITDA 利息倍数分别为 2.77 倍、3.51 倍和 3.35 倍;同期,全部债务/EBITDA 倍数分别为 5.28 倍、6.08 倍和 5.42 倍。

截至 2020 年 3 月底,公司无对外担保。

截至 2020 年 3 月底,公司共获得商业银行及招商局集团财务有限公司授信额度 55.43 亿元,其中已使用授信额度 42.77 亿元,公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 同行业对比

同行业对比方面,公司资产和权益规模尚可,债务负担处于合理范围,受益于土地一级开发业务毛利率较高,公司盈利能力较强。但考虑到公司双鱼岛项目未来或面临较大投资压力,公司偿债压力或将加重。

表 17 2018 年同业对比数据情况

项目	招商漳州	成都市兴锦现代农业投资有限责任公司	株洲市云龙发展投资控股集团有限公司
资产总额(亿元)	90.77	93.12	258.71
所有者权益(亿元)	42.93	40.88	113.27
全部债务(亿元)	38.44	16.60	121.41
资产负债率(%)	52.71	56.10	56.22
全部债务资本化比率(%)	47.24	28.88	51.73
营业收入(亿元)	11.38	5.28	11.06
利润总额(亿元)	4.33	0.79	2.42
营业利润率(%)	43.98	6.01	28.29
EBITDA 利息倍数(倍)	3.51	0.70	0.64
全部债务/EBITDA(倍)	6.08	21.12	22.28

资料来源:联合资信整理

8. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告》(机构信用代码:G1035068100000060V),截至 2020

年 5 月 14 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。

9. 抗风险能力

基于对公司股东背景、公司自身经营和财务风险的判断,公司整体抗风险能力强。

十、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;母公司负债规模整体处于合理水平;同期,由于母公司经营获现能力快速提升,经营活动现金流量净额由负转正,母公司近三年投资支出规模较小,考虑到双鱼岛项目未来投资规模预计较大,母公司或将面临较大对外融资压力。

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,资产规模占合并口径比例较大。2017—2019 年,母公司资产规模有所增长,分别为 69.00 亿元、74.18 亿元和 81.15 亿元,主要由货币资金、存货、长期股权投资和投资性房地产构成。其中,母公司货币资金近三年波动增长,年均复合增长 29.36%,截至 2019 年底为 7.11 亿元;同期,母公司存货有所增长,近三年年均复合增长 3.56%,截至 2019 年底为 33.77 亿元,主要为土地开发成本;长期股权投资有所增长,近三年年均复合增长 9.71%,截至 2019 年底为 27.36 亿元,主要为对子公司招商置业(3.40 亿元)、子公司福建招商云谷开发有限公司(3.18 亿元)、联营公司招商房地产(9.88 亿元)和联营公司招商局码头(5.37 亿元)等的投资。截至 2020 年 3 月底,母公司资产合计 82.50 亿元,其规模和结构较 2019 年底变化不大。

2017—2019 年,随着利润积累,母公司所

所有者权益规模不断增长，截至2019年底为43.68亿元。其中，实收资本近三年维持在26.00亿元水平；未分配利润快速增长，2019年底为11.39亿元。截至2020年3月底，母公司所有者权益合计44.12亿元，其规模和结构相较2019年底变化不大。

2017—2019年，母公司负债规模有所增长，年均复合增长6.64%，截至2019年底为37.47亿元。截至2019年底，受长期借款部分临近到期日影响，母公司流动负债规模较上年底大幅增长91.18%至21.07亿元，占负债总额比例提升至56.23%。截至2019年底，母公司流动负债主要由应付账款（2.64亿元）和一年内到期的非流动负债（16.19亿元）构成；非流动负债主要由长期借款（15.68亿元）构成。截至2020年3月底，母公司负债合计38.38亿元，其规模及结构相较2019年底变化不大。

有息债务方面，2017—2019年，母公司全部债务规模不断增长，截至2019年底为31.88亿元，其中短期债务占比50.78%。债务指标方面，2017—2019年母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率加权均值分别为47.16%、42.91%和32.78%；截至2019年底分别为46.17%、42.19%和26.42%，整体债务负担合理。截至2020年3月底，母公司全部债务33.49亿元，较2019年底增长5.05%；母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别小幅增长至46.53%、43.16%和27.32%。

2017—2019年，母公司营业收入快速增长，年均复合增长72.43%，2019年为5.95亿元，其构成主要为园区开发业务收入（包含土地一级开发及物业出租）。受出让商住用地溢价水平影响，母公司营业利润率近三年波动下降，但整体维持较高水平，2019年为67.27%。2017—2019年，母公司期间费用不断增长，2019年为2.19亿元，其中财务费用占比高（66.76%），2019年期间费用率为36.85%，期间费用控制能力有待提升。母公司收益构成中投资收益占比较高，2017—2019年，母公司投资收益分别为

1.40亿元、0.87亿元和4.66亿元，主要系权益法核算确认的投资收益及子公司分红；同期，利润总额分别为2.32亿元、2.70亿元和6.46亿元。2020年1—3月，母公司实现营业收入3.25亿元，为2019年全年的54.62%；营业利润率下降至33.77%；母公司利润总额0.57亿元。

2017—2019年，母公司经营活动现金流入量快速增长，其构成主要为销售商品、提供劳务收到的现金，2019年两者分别为6.91亿元和6.40亿元。2017—2019年，母公司现金收入比快速提升，分别为47.18%、75.27%和107.53%，2019年大幅提升主要系当期收回以前年度土地一级开发业务款项所致。2017—2019年，母公司投资活动现金净流量分别为12.20亿元、-0.82亿元和1.41亿元，2017年净流入规模较大主要系当期收到其他与投资活动有关的现金19.15亿元所致。母公司筹资活动主要系取得、偿还银行借款形成的现金流入流出，近三年，母公司筹资活动净现金流分别为-12.21亿元、2.36亿元和-1.81亿元。2020年1—3月，母公司销售商品、提供劳务收到的现金大幅下降，受此影响，母公司经营活动现金流入量降至0.26亿元；同期，母公司经营活动现金净流量为-1.23亿元；投资活动现金净流量-0.23亿元；筹资活动现金流量净额1.26亿元。

偿债指标方面，2017—2019年，母公司流动比率和速动比率加权均值分别为312.06%和67.33%；截至2019年底分别为214.16%和53.85%；截至2020年3月底，上述指标分别为220.58%和67.51%。2017—2019年，母公司经营现金流动负债比分别为-11.83%、-3.76%和12.89%；2017—2019年，公司现金类资产短期债务比分别为183.04倍、68.54倍和43.91倍。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA呈增长趋势，分别为4.13亿元、4.13亿元和8.07亿元；全部债务/EBITDA比例分别为6.27倍、7.54倍和3.95倍。

十一、 本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 10.00 亿元，占 2020 年 3 月底公司全部债务 23.19%，占长期债务 39.08%，对公司现有债务规模影响较大。

截至 2020 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 52.75%、47.58% 和 35.01%；不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后上述指标将分别增至 57.02%、52.79% 和 42.83%，债务负担有所加重，但整体仍处于合理水平。考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还有息债务，公司实际债务负担或低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为 11.40 亿元、14.00 亿元和 11.50 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 1.14 倍、1.40 倍和 1.15 倍；同期，公司经营活动现金净流量分别为 -3.49 亿元、-0.51 亿元和 0.42 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 -0.35 倍、-0.05 倍和 0.04 倍。2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 5.18 亿元、6.33 亿元和 7.59 亿元；分别为本期中期票据发行额度的 0.52 倍、0.63 倍和 0.76 倍。公司 EBITDA 及经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较弱。

整体看，本期中期票据发行对现有债务规模有一定影响，公司 EBITDA 及经营活动现金流量对本期中期票据的保障能力较弱。考虑到公司土地资源良好，双鱼岛项目进入业绩释放期后有望增厚公司利润规模，公司 EBITDA 及经营活动现金流对本期中期票据保障能力有望逐步提升。

十二、 本期中期票据保证支持

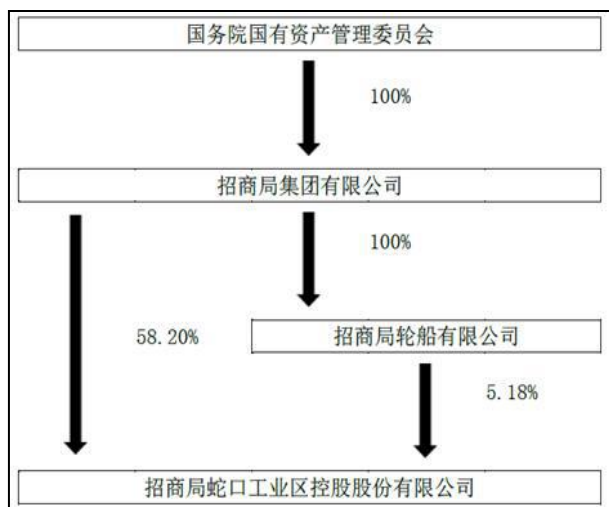
本期中期票据由招商蛇口提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，本期中期票

据信用评级报告分析以及评级结果以招商蛇口出具正式担保协议为前提条件。

1. 担保方概况

招商蛇口是招商局集团有限公司（以下简称“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。招商蛇口成立于 1979 年 4 月 1 日。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。1998 年 7 月，改组规范为有限责任公司，并增加招商局轮船股份有限公司（现更名为“招商局轮船有限公司”，以下简称“招商局轮船”）为股东，注册资本增加至人民币 3 亿元，招商局集团持股 95%，招商局轮船持股 5%。2002 年 8 月，招商蛇口增加注册资本至人民币 22.36 亿元。2015 年 6 月，招商局蛇口工业区有限公司整体改制为股份公司，并更名为“招商局蛇口工业区控股股份有限公司”，其中招商局集团持有 95% 的股权，招商局轮船持有 5% 股权。2015 年 12 月 27 日，招商蛇口发行 A 股（人民币普通股）股票吸收合并招商地产并募集配套资金事项于 2015 年 11 月 27 日获得中国证监会核准。2015 年 12 月 30 日，招商蛇口于深圳证券交易所上市，证券代码 001979.SZ。招商蛇口于 2016 年 4 月 20 日完成工商变更登记备案手续，取得新的营业执照。截至 2019 年底，招商局集团直接持有招商蛇口 58.20% 股权、招商局轮船持有公司 5.18% 股权，招商蛇口的实际控制人为国务院国资委。

图6 截至2019年底，招商蛇口股权结构图



资料来源：招商蛇口提供

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2019年底，招商蛇口合并资产总额6176.88亿元，所有者权益（含少数股东权益）2273.70亿元；2019年，招商蛇口实现营业收入976.72亿元，利润总额263.08亿元。

截至2020年3月底，招商蛇口合并资产总额6340.82亿元，所有者权益（含少数股东权益）2301.90亿元；2020年1—3月，招商蛇口实现营业收入117.97亿元，利润总额12.24亿元。

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

总体看，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。截至2019年底，招商蛇口拥有精品开发项目超450个；2019年，实现签约销售金额2204.74亿元，同比增长29.25%；实现签约销售面积1169.44万平方米，同比增长41.35%。截至2019年底，招商蛇口持有或运营的意库系、网谷系和智慧城系特色园区面积达384万平方米；产业新城/小镇已经获取8个项目，占地面积约175平方公里。

3. 重大事项

2019年，招商蛇口完成前海土地整备事项，有利于进一步明确招商蛇口在前海区域的土地权益，提升招商蛇口在前海区域的资源价值；加快前海蛇口自贸区的开发建设。2018年12月24日，深圳市规土委、前海管理局与招商局集团及多家持地公司签署了《土地整备协议》，一揽子解决前海用地性质变更和用地确权问题，明确了前海土地整备的具体方案及后续合资合作的实施路径，确认土地补偿价值432.10亿元，由前海管理局按该价值向招商蛇口置换新规划条件下等价值的土地使用权；2019年5月，招商蛇口下属子公司与前海管理局签订土地出让协议，置换获取前海地区土地面积约为35.32万平方米（计容建筑面积不超过218.25万平方米）的土地，包括办公、商业、居住、公寓、酒店等性质用地；此外，为满足前期启动项目一期及前海深港文创小镇一期的实际开发建设需要，招商蛇口前期已置换获得土地面积为7.20万平方米的商业用地；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，标志着招商蛇口前海土地整备事项已完成。

4. 经营分析

近三年，由于社区开发与运营板块项目结转规模大幅增长，招商蛇口营业收入快速增长；

综合毛利率波动下降，但处于较高水平。

招商蛇口主营业务包括园区开发经营、社区开发与运营、邮轮产业建设与运营等。社区开发与运营主要包括住宅、商业、办公及配套公寓等的开发销售收入。园区开发与运营主要包括特色产业园、大型城市综合体、商业、办公、酒店及配套等业态涉及的开发销售及运营管理业务，此外还涵盖了公司物业管理业务。此外，邮轮产业建设与运营主要为邮轮运营、邮轮母港的建设与经营。

近三年，招商蛇口营业收入快速增长，年均复合增长 13.77%，主要系社区开发与运营业务收入增长带动所致。

从收入构成来看，社区开发与运营业务是

招商蛇口收入的主要来源，近三年，社区开发与运营收入占当期收入总额的比重均达到 85% 以上。近三年，招商蛇口社区开发与运营收入快速增长，主要系项目结转规模的增加所致。园区开发与运营和邮轮产业建设业务收入也对招商蛇口的收入形成了一定的补充。近三年，园区开发与运营收入占营业收入的比重分别为 8.29%、10.22% 和 12.77%。邮轮产业建设与运营收入占比较低，对营业收入影响不大。

毛利率方面，近三年，公司综合毛利率呈现波动下降态势，主要受社区开发与运营板块及园区开发与运营结转项目区域及业态的差异共同影响所致。

表 18 近年来招商蛇口营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
社区开发与运营	690.46	90.92	31.91	786.89	89.14	41.60	845.55	86.57	33.55
园区开发与运营	61.97	8.29	38.43	90.19	10.22	39.28	124.76	12.77	42.25
邮轮产业建设与运营	5.95	0.78	4.12	5.70	0.65	34.91	6.42	0.66	32.35
合计	754.55	100.00	37.66	882.78	100.00	39.49	976.72	100.00	34.65

资料来源：招商蛇口年报

社区开发与运营

近三年，招商蛇口房地产业务项目主要布局一线及二线城市，具有一定区位优势；房地产销售规模快速扩张，华东区域、江南区域及深圳区域对公司项目销售贡献较大。近三年，招商蛇口新增土地储备规模波动增长；投资规模略有下降。

项目布局方面，招商蛇口实施“一城一策，精准拿地”策略，审慎获取土地资源。项目城市布局主要在沿海经济发达城市和中西部高

铁沿线城市集群，主要发展准一线及二线城市，部分布局三、四线城市，并积极尝试开拓海外业务。2019 年，招商蛇口新进入汕头、肇庆、扬州、台州、长沙等 9 个城市。

社区开发与运营产品以住宅地产项目为主、辅以商业地产项目，并开拓探索产业地产、文化地产、养老地产、旅游健康养生地产等创新型产品。近三年，房地产销售面积及金额实现快速增长；项目结转收入快速增长。

从项目销售的区域分布来看，2019 年，公司销售收入贡献以华东区域（占比 25.21%）、江南区域（占比 22.81%）及深圳区域（占比 13.88%）为主。

表 19 近三年，招商蛇口房地产业务销售情况
（单位：万平方米、亿元）

指标	2017 年	2018 年	2019 年
销售面积	570.01	827.35	1169.44
销售金额	1127.79	1705.84	2204.74
结算面积	435.71	419.47	513.84

资料来源：招商漳州提供

土地储备方面，招商蛇口在立足于原有目标城市的同时，进一步增加一、二线城市城区优质土地资源储备，持续优化公司的土地储备。招拍挂是公司获取土地最重要的方式；此外，招商蛇口也综合运用合作拿地、联合开发和收并购等模式进行项目拓展。

表 20 近三年，招商蛇口土地储备获取情况
(单位：个、万平方米、元/平方米、亿元)

指标	2017 年	2018 年	2019 年
当年新拓展项目	55	75	79
当年新增土地建筑储备	797	1252	716
当年新增土地平均成本	11072	7366	13631
当年地价总额	882	923	976

资料来源：招商漳州提供

项目运营方面，近三年，公司加快项目的开发进度，公司新开工项目总面积、竣工总面积均快速增长。2017—2019 年，招商蛇口期末在建面积分别为 1572 万平方米、2273 万平方米和 2935 万平方米。

表 21 近三年，招商蛇口项目开发情况
(单位：万平方米)

指标	2017 年	2018 年	2019 年
新开工面积	901	1082	1306
竣工面积	453	499	904
期末在建面积	1572	2273	2935

资料来源：招商漳州提供

园区开发与运营

近三年，园区开发与运营业务收入快速增长，并对营业收入形成补充。

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、酒店及配套等产业载体开发以及园区物业管理运营、产业园区管理运营及园区物业销售等业务。招商蛇口园区开发与运营业务主要分布在深圳蛇口、前海、光明科技园和青岛网谷等地区。

近三年，招商蛇口园区开发与运营收入快速增长且占营业收入的比重不断上升。招商蛇

口园区开发与运营业务收入分别为 61.97 亿元、90.19 亿元和 124.76 亿元。其中，2018 年招商蛇口园区开发与运营业务收入同比增长 43.23%，主要因深圳太子商务广场项目结转使园区业务收入同比增幅较大。2019 年，园区开发与运营收入较上年增长 38.33%，主要系深圳国际会展中心商业配套项目结转收入增幅较大所致。

招商蛇口在大湾区的核心城市深圳的核心位置——蛇口、太子湾及前海拥有了大量待开发的优质资源¹。截至 2019 年底，招商蛇口在前海土地整备范围内共拥有计容建筑面积 455.84 万平方米的项目储备（不含人才用房），截至 2019 年底，428.84 万平方米的项目储备未开工，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，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。截至 2019 年底，招商蛇口在蛇口太子湾片区共拥有计容建面 170 万平方米的项目储备，截至 2019 年底，61.1 万平方米的项目储备未开工。

土地租赁方面，截至 2019 年底，招商蛇口拥有可出租土地面积 153.85 万平方米，累计已出租面积 1925.60 万平方米；整体出租率 99%，2019 年，土地出租收入 1.09 亿。招商蛇口持有的可出租物业包含公寓、住宅、别墅、写字楼、厂房、商铺及商业中心等多种业态。截至 2019 年底，招商蛇口总可出租面积 364.93 万平方米，累计已出租面积 3195.30 万平方米。2019 年，招商蛇口投资性物业实现出租收入 28.25 亿元，同比增加 13.38%，总体出租率 84%。

截至 2019 年底，招商蛇口在深圳、北京、漳州、杭州、昆山等地拥有酒店客房 2438 套，酒店收入 7.76 亿。

邮轮产业建设与运营业务

招商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。近三年，招商蛇口邮轮

¹ 蛇口片区土地使用权数据尚不明确。

产业建设与运营业务收入规模小，业务收入整体呈增长趋势。2017 年，邮轮产业建设与运营业务毛利率较低，主要系邮轮业务扩展，成本投入较大所致。

2019 年，招商蛇口码头吞吐量合计 635 万人次，其中渡轮码头吞吐量 598 万人次，邮轮码头吞吐量 37 万人次。招商蛇口自有在营高速客轮 9 艘。

5. 财务分析

招商蛇口披露的 2017 年度合并财务报表经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。招商蛇口披露的 2018 年度和 2019 年度合并财务报表经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。招商蛇口 2020 年 1—3 月财务报表未经审计。

招商蛇口的财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及应用指南、解释及其他有关规定编制。2019 年，新纳入合并范围的公司共 125 家，其中新设立子公司 62 家，非同一控制下企业合并取得子公司 45 家，其他原因新增子公司 18 家。本年度不再纳入合并范围的公司 29 家，其中注销 6 家，协议转让 23 家。招商蛇口合并范围变化主要系项目公司的变化，总体看，招商蛇口整体财务数据可比性强。

截至 2019 年底，招商蛇口合并资产总额 6176.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1325.25 亿元；2019 年，招商蛇口实现营业收入 976.72 亿元，利润总额 263.08 亿元。

截至 2020 年 3 月底，招商蛇口合并资产总额 6340.82 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1347.45 亿元；2020 年 1—3 月，招商蛇口实现营业收入 117.97 亿元，利润总额 12.24 亿元。

资产质量

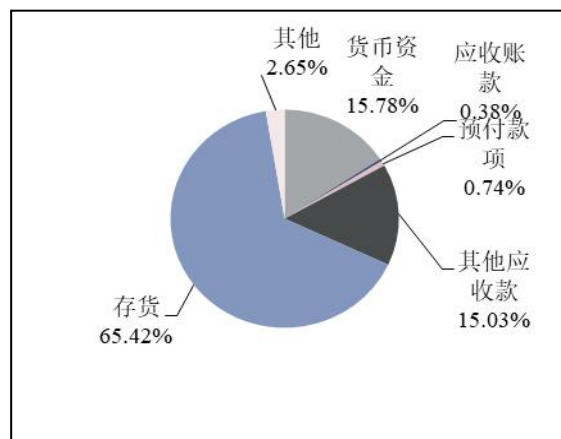
随着招商蛇口业务规模的不断扩张，存货规模快速增长；货币资金规模较充裕；投资性房地产均以成本计量，存在较大的增值潜力。

但存货中位于三四线城市的房地产项目或将面临一定去化压力。整体看，招商蛇口资产质量较好。

2017—2019 年，招商蛇口资产规模呈逐年快速增长趋势，年均复合增长 36.27%。截至 2019 年底，招商蛇口合并资产总额 6176.88 亿元，较上年底增长 45.49%，主要系流动资产增长所致。从结构上来看，流动资产和非流动资产占比分别为 63.19%和 36.81%，资产构成以流动资产为主，符合房地产企业特点。

2017—2019 年，招商蛇口流动资产规模快速增长，年均复合增长 29.05%。截至 2019 年底，招商蛇口流动资产合计 4772.49 亿元，较上年底增长 34.65%，主要系存货增加所致。流动资产主要由货币资金（占比 15.78%）、其他应收款（占比 15.03%）和存货（占比 65.42%）构成。

图 7 截至 2019 年底招商蛇口流动资产构成



资料来源：招商蛇口财务报告

2017—2019 年，招商蛇口货币资金规模快速增长，年均复合增长 28.98%，主要系房地产销售回款增加所致。截至 2019 年底，招商蛇口货币资金 753.24 亿元，较上年底增长 11.80%。

招商蛇口其他应收款的规模随应收合作方、联合营公司往来款的增加而快速上升。2017—2019 年，招商蛇口其他应收款有所增长，年均复合增长 7.31%。截至 2019 年底，招商蛇口其他应收款账面价值 717.33 亿元，较上年底增长 11.08%。

2017—2019 年，招商蛇口存货快速增长，年均复合增长 37.88%。截至 2019 年底，招商蛇口存货账面价值 3122.07 亿元，较上年底增长 48.09%，主要系在建开发产品增加所致。存货中拟开发产品 273.57 亿元，在建开发产品 2018.90 亿元，已完工开发产品 393.16 亿元。截至 2019 年底，存货累计计提 36.06 亿元的存货跌价准备。考虑招商蛇口部分存货位于三四线城市，未来或将存在一定的跌价风险。

非流动资产

2017—2019 年，招商蛇口非流动资产规模快速增长，年均复合增长 74.66%。截至 2019 年底，招商蛇口非流动资产 1404.39 亿元，较上年底增长 104.17%，主要系投资性房地产快速增长所致。非流动资产主要由长期股权投资（占比 18.94%）、投资性房地产（占比 64.35%）构成。

2017—2019 年，招商蛇口长期股权投资快速增长，年均复合增长 79.39%。截至 2019 年底，招商蛇口长期股权投资 265.93 亿元，较上年底增长 53.62%，主要系增加对联、合营公司的投资增长所致。招商蛇口长期股权投资规模较大，若被投资单位经营不善，可能面临一定减值风险。

招商蛇口投资性房地产按成本法计量，具有一定增值潜力。2017—2019 年，招商蛇口投资性房地产快速增长，年均复合增长 81.82%。截至 2019 年底，招商蛇口投资性房地产账面价值为 903.76 亿元，较上年底增长 127.05%，主要系前海土地整备及合资合作事项完成及其他持有型物业增加所致。

截至 2019 年底，招商蛇口所有权或使用权受限资产共计 638.46 亿元，占总资产比重为 10.34%，受限的主要原因是借款抵押，受限比例一般。

表22 截至2019年底，招商蛇口资产抵押/受限情况
(单位：亿元)

项目	受限数额	受限原因
货币资金	11.11	受限的保证金等
存货	512.56	抵押借款

项目	受限数额	受限原因
投资性房地产	104.57	抵押借款
固定资产	10.22	抵押借款
合计	638.46	--

资料来源：招商蛇口年报

截至 2020 年 3 月底，招商蛇口合并资产总额 6340.82 亿元，较上年底增长 2.65%；资产结构较上年底变化不大。

负债及所有者权益

所有者权益

近三年由于少数股东权益的增长，招商蛇口所有者权益持续增长，但所有者权益中，少数股东权益占比高，所有者权益结构稳定性弱。

2017—2019 年，招商蛇口权益规模快速增长，年均复合增长 56.54%。其中少数股东权益快速增长，年均复合增长 132.98%。截至 2019 年底，招商蛇口所有者权益规模为 2273.70 亿元，较上年底增长 108.06%，主要系少数股东权益增加所致。招商蛇口 2019 年少数股东权益较上年底增长 302.15%，系前海土地整备完成增加所致。招商蛇口归属于母公司所有者权益为 948.45 亿元，少数股东权益 1325.25 亿元。归属于母公司所有者权益由实收资本（占比 8.35%）、资本公积（占比 14.56%）和未分配利润（占比 55.93%）构成。

截至2020年3月底，招商蛇口所有者权益规模及结构较上年底变化不大。

负债

总体看，随着业务规模的不断扩张，招商蛇口负债规模快速增长，有息债务结构合理，整体债务负担一般。

2017—2019 年，招商蛇口负债总额快速增长，年均复合增长 27.57%。截至 2019 年底，招商蛇口负债总额 3903.18 亿元，较上年底增长 24.16%，主要系流动负债中的预售款项和一年内到期的非流动负债增长所致。其中，流动负债占 75.58%，非流动负债占 24.42%。招商蛇口负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

2017—2019 年，招商蛇口流动负债连续增长，年均复合增长 32.79%。截至 2019 年底，招商蛇口流动负债 2950.08 亿元，较上年底增长 27.92%，主要系预售款项和一年内到期的非流动负债所致。招商蛇口流动负债主要由短期借款（占 7.52%）、应付票据及应付账款（占 12.00%）、其他应付款（占 24.98%）、预收款项（占 28.30%）、一年内到期的非流动负债（占 11.06%）和其他流动负债（占 5.14%）构成。

2017—2019 年，招商蛇口短期借款波动增长，年均复合增长 14.99%。截至 2019 年底，招商蛇口短期借款 221.70 亿元，较上年底增长 32.43%，主要系融资增长所致；短期借款主要是信用借款。

2017—2019 年，招商蛇口应付账款快速增长，年均复合增长 27.53%。截至 2019 年底，应付账款 354.03 亿元，较上年底增长 36.10%，主要系应付工程款增长所致。

2017—2019 年，招商蛇口预收款项快速增长，年均复合增长 23.14%。截至 2019 年底，预收款项 834.86 亿元，较上年底增长 38.08%，主要系预收房款增长所致。

2017—2019 年，招商蛇口其他应付款快速增长，年均复合增长 26.02%。截至 2019 年底，其他应付款 733.99 亿元，较上年底增长 8.65%，主要系应付合作方往来增加所致。

2017—2019 年，招商蛇口一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 54.81%。截至 2019 年底，一年内到期的非流动负债 326.23 亿元，较上年底增长 51.81%，主要系融资增长所致。

2017—2019 年，招商蛇口其他流动负债快速增长，年均复合增长 57.23%。截至 2019 年底，其他流动负债 151.70 亿元，较上年底增长 9.56%，主要系发行超短期融资券所致。

2017—2019 年，招商蛇口非流动负债连续增长，年均复合增长 14.63%。截至 2019 年底，招商蛇口非流动负债 953.09 亿元，较上年底增长 13.81%，主要系长期借款增长所致。

招商蛇口非流动负债主要由长期借款（占 72.22%）和应付债券（占 19.18%）构成。

2017—2019 年，招商蛇口长期借款有所增长，年均复合增长 6.49%。截至 2019 年底，招商蛇口长期借款 688.35 亿元，较上年底增长 11.66%，主要系融资规模扩大所致。

2017—2019 年，招商蛇口应付债券连续增长，年均复合增长 47.52%。截至 2019 年底，应付债券 182.76 亿元，较上年底增长 10.77%，主要系融资规模扩大所致。

随着业务规模的不断扩张，2017—2019 年，招商蛇口全部债务连续增长，年均复合增长 18.78%。截至 2019 年底，招商蛇口全部债务 1420.10 亿元，较上年底增长 21.99%。其中，短期债务 548.99 亿元（占比 38.66%），长期债务 871.11 亿元（占比 61.34%）

债务指标方面，2017—2019 年，招商蛇口资产负债率分别为 72.11%、74.28%和 63.19%，波动下降。全部债务资本化比率分别为 52.04%、51.68%和 38.45%，连续下降。长期债务资本化比率分别为 42.68%、41.79%和 27.70%，呈现连续下降趋势。总体看，招商蛇口债务负担一般。

截至 2020 年 3 月底，招商蛇口全部债务 1462.77 亿元，较上年底增长 3.00%，其中，短期债务 535.73 亿元（占 36.62%），长期债务 927.04 亿元（占 63.38%）。截至 2020 年 3 月底，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 63.70%、38.86%和 28.71%，较上年底分别上升 0.51 个百分点、上升 0.41 个百分点和上升 1.01 个百分点。

盈利能力

总体看，近三年，招商蛇口收入规模不断增长，期间费用控制能力良好，盈利能力较强，但投资收益对营业利润影响大。

2017—2019 年，招商蛇口营业收入不断增长，年均复合增长 13.77%。2019 年，招商蛇口实现营业收入 976.72 亿元，同比增长 10.64%，主要系结转规模增长所致。受结转区

域及结构差异影响，2017—2019 年，招商蛇口营业利润率分别为 28.82%、30.06% 和 25.23%，波动下降。

2017—2019 年，招商蛇口期间费用总额快速增长，年均复合增长 35.10%。2017—2019 年，招商蛇口费用收入比分别为 4.75%、6.26% 和 6.92%，招商蛇口费用控制能力良好。从期间费用看，2019 年，招商蛇口期间费用总额为 67.60 亿元，较上年增长 22.26%，主要系财务费用增长所致。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 32.64%、25.57%、0.78% 和 41.01%。其中，销售费用为 22.07 亿元，较上年增长 42.01%，主要系销售佣金代理费增长所致；财务费用为 27.73 亿元，较上年增长 13.26%，主要系融资规模扩大所致。

2017—2019 年，招商蛇口投资收益快速增长，年均复合增长 87.51%。2019 年，招商蛇口实现投资收益 102.31 亿元，同比增长 56.26%，主要系股权处置收益及联合营招商蛇口投资收益同比增加所致；投资收益占营业利润比重为 38.87%，对营业利润影响较大。招商蛇口投资收益对利润水平贡献高。

招商蛇口资产减值损失主要为存货跌价损失。2017—2019 年，招商蛇口资产减值损失分别为 3.31 亿元、9.86 亿元和 20.92 亿元。

2017—2019 年，招商蛇口利润总额分别为 207.04 亿元、266.01 亿元、263.08 亿元，波动增长，年均复合增长 12.72%。

从各项盈利指标来看，近三年，总资产收益率和净资产收益率均波动下降，三年加权均值分别为 7.68% 和 12.81%。2019 年，分别为 5.94% 和 8.43%。整体看，招商蛇口盈利能力有所下降但仍然处于较高水平。

2020 年 1—3 月，招商蛇口实现营业收入 117.97 亿元，较上年同期增长 171.17%，主要系结转规模较上年同期增长所致。2020 年 1—3 月，实现利润总额 12.24 亿元，较上年同期下降 66.28%，主要系结转成本及期间费用增长所致。2020 年 1—3 月，营业利润率为

21.20%。

现金流

总体看，2017 年，由于预付土地价款及支付经营性往来款的数额较大，以及向联营、合营公司提供的房地产项目开发配套资金，使得经营活动现金流出现净流出状态；2018 及 2019 年得益于销售回款金额大幅增加，使得经营活动净现金流由负转正；2019 年，由于投资性物业建造支出及联合营公司垫款增加，招商蛇口投资活动现金流呈现净流出状态；近三年，招商蛇口筹资活动净现金流波动下降。

从经营活动来看，2017—2019 年，受销售回款、土地购置支出及建安支出综合影响，招商蛇口经营活动现金净额分别为 -47.09 亿元、104.78 亿元和 138.12 亿元。

从投资活动来看，2017—2019 年，由于投资性物业建造支出及联合营公司垫款波动下降，招商蛇口投资活动现金净额分别为 -326.57 亿元、29.55 亿元和 -131.58 亿元。

从筹资活动来看，2017—2019 年，招商蛇口筹资活动现金净额均为净流入状态，分别为 337.83 亿元、8.51 亿元和 162.48 亿元，对外筹资需求波动下降。

受招商蛇口购地及建安支出较上年增长及对联合营公司垫款支出下降共同影响；2020 年 1—3 月，招商蛇口经营活动净现金流、招商蛇口投资活动净现金流及筹资活动净现金流分别为 -163.97 亿元、12.74 亿元和 112.07 亿元。

偿债能力

招商蛇口短期偿债能力和长期偿债能力均较好；此外，其拥有直接融资渠道、股东背景实力较强等因素。整体看，招商蛇口偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，近三年，招商蛇口流动比率和速动比率加权均值分别为 161.25% 和 61.28%。截至 2019 年底，招商蛇口流动比率和速动比率为 161.77% 和 55.94%。近三年，招商蛇口现金类资产/短期债务为 1.43 倍、1.76 倍和 1.37 倍。整体看，招商蛇口短

期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，近三年，招商蛇口 EBITDA 不断增长；EBITDA 利息倍数持续上升；全部债务/EBITDA 波动上升；整体看，招商蛇口长期债务偿债能力较好。

表23 截至2019年底，招商蛇口长期偿债能力指标
(单位：亿元、倍)

年份	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA	239.69	301.74	303.62
EBITDA 利息倍数	3.24	4.36	4.39
全部债务/EBITDA	4.20	3.86	4.68

资料来源：根据招商蛇口年报整理

截至 2019 年底，招商蛇口对外担保余额为 37.45 亿元，占净资产比例为 1.65%。招商蛇口或有负债风险小。

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24 截至2019年底，招商蛇口财务数据对本期中票的保障能力
(单位：倍)

年份	2017 年	2018 年	2019 年
经营性现金流入量	85.42	108.81	133.35
经营性净现金流	-- ²	10.48	13.81
EBITDA	23.97	30.17	30.36

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。

经联合资信评定，招商蛇口主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定。招商蛇口对本期中期票据的担保有效提升本期中期票据本息偿付的安全性。

十三、 结论

公司作为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，其在所在

区域具有主导优势。公司近年来收入及利润规模逐年增长，经营性土地储备较为丰富。同时，联合资信也关注到公司利润规模受商住地出让节奏影响大、收入实现与漳州开发区地区财政情况关系密切、未来投资支出较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

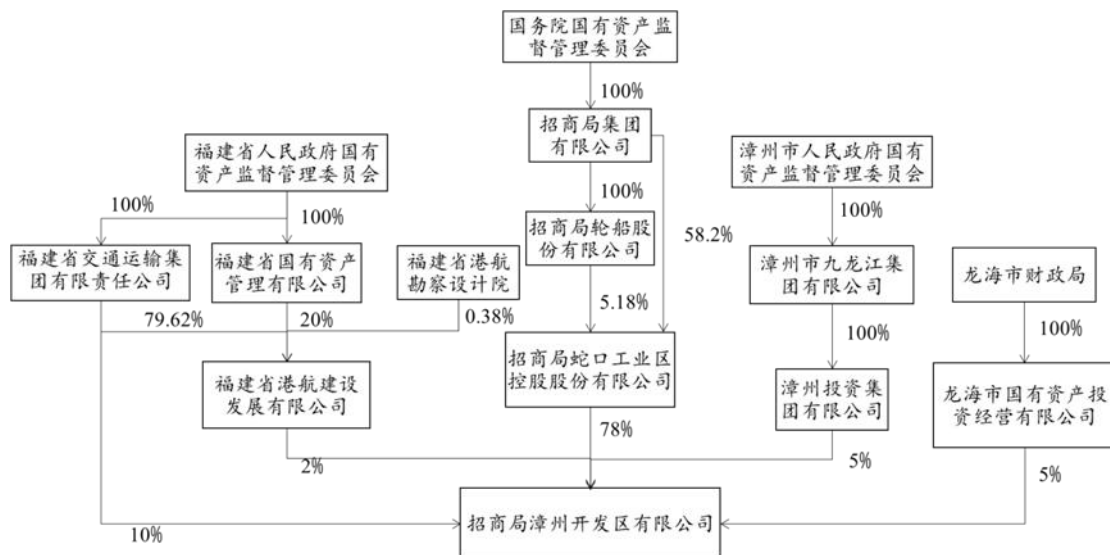
未来随着漳州开发区“一区多园”战略的持续推进和落地实施，公司收入和盈利水平有望保持增长；联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期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极强的优势，整体运营状况良好，其担保有效提升本期中期票据的信用水平。

基于对公司主体长期信用、招商蛇口主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

² 招商蛇口该年度经营性净现金流为负值，故未讨论。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



```
graph TD; Chairman[董事长] --> GM[总经理]; GM --> ViceGM[副总经理]; GM --> FinanceSup[财务总监]; GM --> PartyOffice[党委办公室]; GM --> Propaganda[宣传部]; GM --> GenMgrOffice[总经理办公室]; GM --> HR[人力资源部]; GM --> PartyMassWork[党群工作部]; GM --> Org[组织部]; GM --> Finance[财务部]; GM --> StrategicDev[战略发展部]; GM --> SafetySupervision[安全监督管理部]; GM --> EmergencyMgmt[应急管理办]; GM --> IndustrialDev[产业发展事业部]; GM --> SupervisionAudit[监察部/审计部]; GM --> RiskMgmt[风险管理部]; GM --> LegalAffairs[法律事务部]; GM --> CostMgmt[成本管理部]; GM --> ShuangyuIsland[双鱼岛事业部]; GM --> ParkOps[园区运营中心]; GM --> LocalGovt[地政部];
```

附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司一级子公司情况

子公司名称	主营业务	币别	注册资本（亿元）	实收资本（亿元）	持股比例（%）
招商局漳州开发区供电有限公司	供用电管理、电力开发及建设	人民币	0.60	0.60	55
漳州开发区招商置业有限公司	投资、房地产开发、工程代建	人民币	3.40	3.40	100
漳州华商酒店有限公司	客房经营管理及配套服务设施	人民币	0.33	0.33	100
福建省海韵冷链仓储有限公司	水产品冷冻、冷藏、加工	人民币	1.50	1.50	100
福建招商云谷开发有限公司	房地产开发与经营，物业服务及相关咨询服务	人民币	5.00	3.18	100
中国太武投资有限公司	投资	人民币	0.10	0.17	100
诺尔起重设备（中国）有限公司	原为起重机制造，目前为厂房土地出租，原有业务已在并购之前由原股东处置	德国马克	0.69	2.94	70

附件 2 招商漳州主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.65	13.10	11.97	11.58
资产总额(亿元)	76.62	90.77	99.63	100.54
所有者权益(亿元)	39.80	42.93	47.12	47.51
短期债务(亿元)	2.00	7.43	16.76	17.53
长期债务(亿元)	25.37	31.01	24.32	25.59
全部债务(亿元)	27.37	38.44	41.09	43.12
营业收入(亿元)	4.83	11.38	11.96	3.84
利润总额(亿元)	3.06	4.33	5.11	0.53
EBITDA(亿元)	5.18	6.33	7.59	--
经营性净现金流(亿元)	-3.49	-0.51	0.42	-1.68
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.46	3.97	2.33	--
存货周转次数(次)	0.06	0.17	0.15	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.14	0.13	--
现金收入比(%)	76.44	74.71	76.36	20.19
营业利润率(%)	58.90	43.98	43.00	30.50
总资本收益率(%)	11.19	6.12	6.96	--
净资产收益率(%)	14.32	7.96	8.93	--
长期债务资本化比率(%)	38.93	41.94	34.05	35.01
全部债务资本化比率(%)	40.75	47.24	46.58	47.58
资产负债率(%)	48.06	52.71	52.71	52.75
流动比率(%)	480.83	399.42	250.31	261.25
速动比率(%)	127.14	136.78	77.99	100.09
经营现金流动负债比(%)	-33.42	-3.34	1.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.77	3.51	3.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.28	6.08	5.42	--

注：公司 2020 年一季度财务报表未经审计；合并口径数据将长期应付款中的有息债务调整至长期债务测算

附件 3 招商漳州主要财务数据及指标（母公司口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.66	4.79	7.11	7.21
资产总额(亿元)	69.00	74.18	81.15	82.50
所有者权益(亿元)	36.05	38.28	43.68	44.12
短期债务(亿元)	2.00	6.99	16.19	16.91
长期债务(亿元)	23.87	24.15	15.68	16.58
全部债务(亿元)	25.87	31.14	31.88	33.49
营业收入(亿元)	2.00	4.86	5.95	3.25
利润总额(亿元)	2.32	2.70	6.46	0.57
EBITDA(亿元)	4.13	4.13	8.07	--
经营性净现金流(亿元)	-0.97	-0.41	2.72	-1.23
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.55	2.78	2.57	--
存货周转次数(次)	0.01	0.06	0.05	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.07	0.08	--
现金收入比(%)	47.18	75.27	107.53	5.86
营业利润率(%)	97.34	66.75	67.27	33.77
总资本收益率(%)	11.17	5.11	9.75	--
净资产收益率(%)	14.29	5.81	13.43	--
长期债务资本化比率(%)	39.84	38.69	26.42	27.32
全部债务资本化比率(%)	41.78	44.86	42.19	43.16
资产负债率(%)	47.75	48.40	46.17	46.53
流动比率(%)	462.88	374.67	214.16	220.58
速动比率(%)	78.13	82.59	53.85	67.51
经营现金流动负债比(%)	-11.83	-3.76	12.89	-5.83
EBITDA 利息倍数(倍)	2.34	3.12	5.37	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.27	7.54	3.95	--

注：母公司 2020 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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	452.79	673.75	753.40	718.69
资产总额(亿元)	3326.21	4232.21	6176.88	6340.82
所有者权益(亿元)	927.83	1088.63	2273.70	2301.90
短期债务(亿元)	315.66	382.65	548.99	535.73
长期债务(亿元)	690.94	781.46	871.11	927.04
全部债务(亿元)	1006.61	1164.10	1420.10	1462.77
营业收入(亿元)	754.55	882.78	976.72	117.97
利润总额(亿元)	207.04	266.01	263.08	12.24
EBITDA(亿元)	239.69	301.74	303.62	--
经营性净现金流(亿元)	-47.09	104.78	138.12	-163.97
财务指标				
销售债权周转次数(次)	333.58	123.94	64.80	--
存货周转次数(次)	0.33	0.28	0.24	--
总资产周转次数(次)	0.26	0.23	0.19	--
现金收入比(%)	107.44	114.75	128.93	182.25
营业利润率(%)	28.82	30.06	25.23	21.20
总资本收益率(%)	8.94	9.73	5.94	--
净资产收益率(%)	16.14	17.88	8.43	--
长期债务资本化比率(%)	42.68	41.79	27.70	28.71
全部债务资本化比率(%)	52.04	51.68	38.45	38.86
资产负债率(%)	72.11	74.28	63.19	63.70
流动比率(%)	171.29	153.69	161.77	162.57
速动比率(%)	73.13	62.27	55.94	56.80
经营现金流动负债比(%)	-2.81	4.54	4.68	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.24	4.36	4.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.20	3.86	4.68	--

注：招商蛇口 2020 年一季度财务数据未经审计

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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
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

联合资信评估有限公司关于 招商局漳州开发区有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

招商局漳州开发区有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

招商局漳州开发区有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对招商局漳州开发区有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，招商局漳州开发区有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注招商局漳州开发区有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现招商局漳州开发区有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对招商局漳州开发区有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如招商局漳州开发区有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对招商局漳州开发区有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与招商局漳州开发区有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。