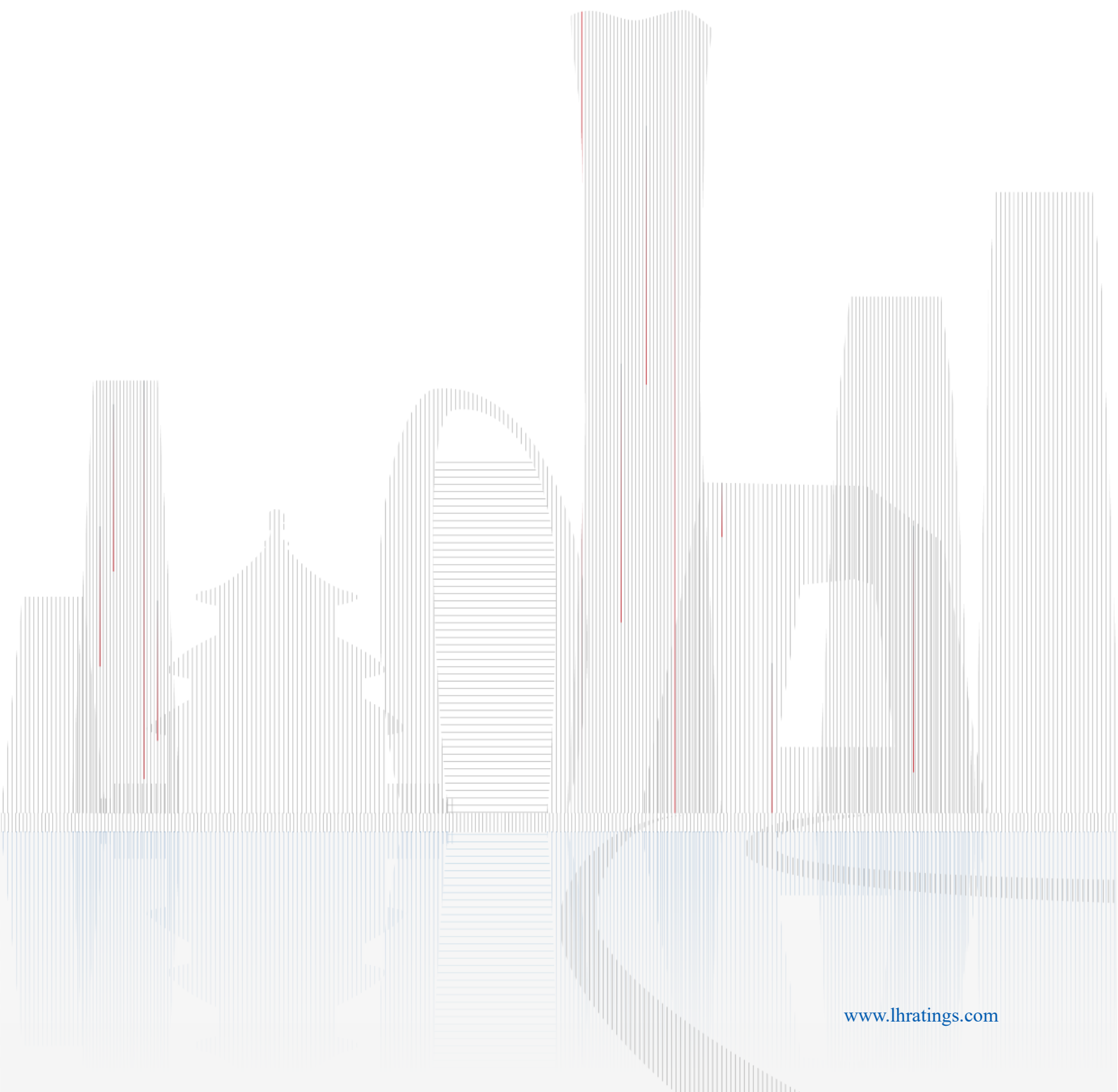


招商局蛇口工业区控股股份有限公司
2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务



信用评级公告

联合〔2025〕3174号

联合资信评估股份有限公司通过对招商局蛇口工业区控股股份有限公司主体长期信用状况及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持招商局蛇口工业区控股股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“24 招商蛇口 GN001”“23 招商蛇口 GN002”“22 招商蛇口 GN004”“22 招商蛇口 MTN003B”“22 招商蛇口 MTN003A”“24 蛇口 04”“24 蛇口 03”“24 蛇口 02”“24 蛇口 01”“23 蛇口 05”“23 蛇口 04”“23 蛇口 03”“23 蛇口 02”“23 蛇口 01”“22 蛇口 10”“22 蛇口 09”“22 蛇口 07”“22 蛇口 06”“22 蛇口 05”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

评级总监：

二〇二五年五月十六日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel) : (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email) :lianhe@lhratings.com

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，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。根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信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。

四、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。

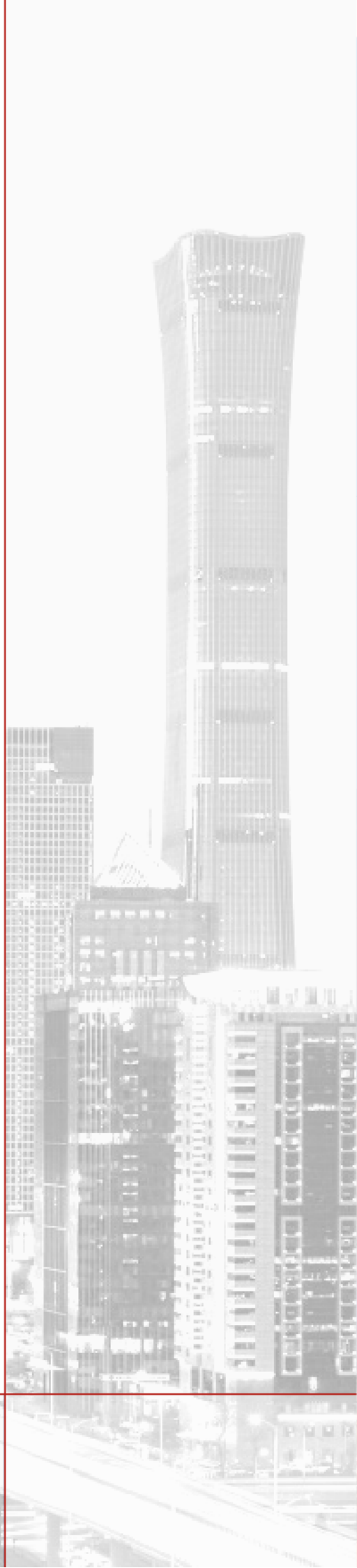
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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。



招商局蛇口工业区控股股份有限公司

2025 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	评级时间
招商局蛇口工业区控股股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/16
24 招商蛇口 GN001/23 招商蛇口 GN002/22 招商蛇口 GN004/22 招商蛇口 MTN003B/22 招商蛇口 MTN003A	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 蛇口 04/24 蛇口 03/24 蛇口 02/24 蛇口 01/23 蛇口 05/23 蛇口 04/23 蛇口 03/23 蛇口 02/23 蛇口 01/22 蛇口 10/22 蛇口 09/22 蛇口 07/22 蛇口 06/22 蛇口 05	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点 联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司在股东背景、开发经验及品牌力方面优势仍显著。跟踪期内，公司土地储备城市分布继续优化，上述项目加快公司资金周转速度；公司财务政策保持稳健，融资渠道仍畅通且融资成本低，公司资产受限比例低，再融资空间大。同时，联合资信也关注到房地产行业销售压力增大，公司项目销售受到一定的影响，此外公司开发业务毛利率继续下降，项目盈利空间缩减；公司资产运营业务在建及拟建项目规模较大，未来有一定的资本支出压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

评级展望 公司项目布局进一步优化，整体债务杠杆一般且再融资渠道畅通，评级展望稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司在招商局集团中的定位下降，且招商局集团对公司支持力度显著下降；公司举债扩张，债务杠杆显著增加，偿债压力增大；公司大规模获取高价地块，致使项目亏损严重；公司再融资渠道受阻。

优势

- **公司股东背景强且对公司支持力度大。**公司作为招商局集团旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业，在项目资源获取及融资等方面可获得招商局集团的有力支持。
- **土地储备持续优化，项目销售快，资产运营收入为公司提供稳定现金流。**跟踪期内，公司持续优化项目城市布局，加大了核心一二线城市项目的获取，楼面均价呈增长态势，核心区位的项目销售流速快，可加快公司资金周转速度。此外，公司较大规模的资产运营收入能为公司提供稳定现金流。
- **公司财务政策相对稳健，融资渠道畅通。**公司债务负担适当，债务结构合理，且融资成本继续压降；公司资产受限比例低，再融资空间大，融资渠道畅通。

关注

- **房地产市场运行存在一定不确定性，项目利润空间不断收窄，需关注项目去化及减值风险。**房地产行业目前景气度低，未来房地产市场运行存在一定不确定性。2022—2024 年，公司业务综合毛利率逐年下降，利润空间不断缩减；此外受项目降价影响，公司资产减值损失规模大，对利润侵蚀严重。
- **公司在建及拟建自持项目规模较大，且回收期较长，未来有一定资本支出需求。**公司资产运营业务回收期较长，且自持项目在建及拟建规模较大，未来有一定资本支出需求。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 [房地产企业信用评级方法 V4.0.202208](#)

评级模型 [房地产企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208](#)

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

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		2
指示评级				aaa
个体调整因素：				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：				--
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级未发生变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见公司最新披露评级技术文件。

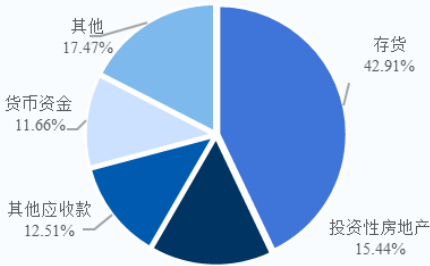
主要财务数据

合并口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年
现金类资产（亿元）	864.64	889.53	1004.14
资产总额（亿元）	8864.71	9085.08	8603.09
所有者权益（亿元）	2844.40	2966.90	2867.45
短期债务（亿元）	442.81	453.92	524.06
长期债务（亿元）	1665.54	1761.41	1780.80
全部债务（亿元）	2108.35	2215.32	2304.86
营业总收入（亿元）	1830.03	1750.08	1789.48
利润总额（亿元）	158.17	139.89	90.90
EBITDA（亿元）	228.05	207.35	163.34
经营性净现金流（亿元）	221.74	314.31	319.64
营业利润率（%）	15.00	12.37	10.73
净资产收益率（%）	3.20	3.07	1.46
资产负债率（%）	67.91	67.34	66.67
全部债务资本化比率（%）	42.57	42.75	44.56
流动比率（%）	154.56	155.85	158.98
经营现金流动负债比（%）	5.23	7.38	8.27
现金短期债务比（倍）	1.95	1.96	1.92
EBITDA 利息倍数（倍）	2.08	2.20	1.92
全部债务/EBITDA（倍）	9.25	10.68	14.11

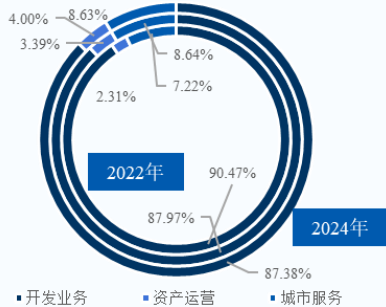
公司本部口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年
资产总额（亿元）	3270.24	3411.11	3474.88
所有者权益（亿元）	422.73	625.38	686.40
全部债务（亿元）	1131.62	1155.17	1203.93
营业总收入（亿元）	11.32	3.31	16.85
利润总额（亿元）	4.60	27.15	184.56
资产负债率（%）	87.07	81.67	80.25
全部债务资本化比率（%）	72.80	64.88	63.69
流动比率（%）	134.75	146.49	136.41
经营现金流动负债比（%）	-1.28	0.39	-1.04

注：1.本报告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；2.公司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：联合资信根据公司年报整理

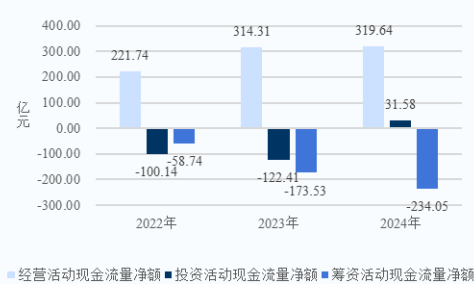
2024 年底公司资产构成



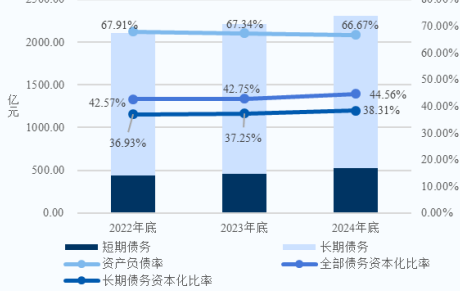
2022—2024 年公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年底公司债务情况



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
24 招商蛇口 GN001	2.60	2.60	2027-10-24
23 招商蛇口 GN002	4.00	4.00	2026-10-18
22 招商蛇口 GN004	5.50	5.50	2027-12-29
22 招商蛇口 MTN003B	10.00	10.00	2027-09-29
22 招商蛇口 MTN003A	20.00	20.00	2025-09-29
24 蛇口 04	15.00	15.00	2029-09-05
24 蛇口 03	25.00	25.00	2027-09-05
24 蛇口 02	29.00	29.00	2029-08-12
24 蛇口 01	21.00	21.00	2027-08-12
23 蛇口 05	38.40	38.40	2026-11-28
23 蛇口 04	25.00	25.00	2028-08-22
23 蛇口 03	25.00	25.00	2026-08-22
23 蛇口 02	25.00	25.00	2028-07-18
23 蛇口 01	25.00	25.00	2026-07-18
22 蛇口 10	10.00	10.00	2027-12-14
22 蛇口 09	26.40	26.40	2025-12-14
22 蛇口 07	13.60	13.60	2025-11-16
22 蛇口 06	10.00	10.00	2027-10-28
22 蛇口 05	40.00	40.00	2025-10-28

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
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
24 招商蛇口 GN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/10/11	张超 赵兮	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
24 蛇口 03/24 蛇口 04	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/08/19	张超 赵兮	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
24 蛇口 01/24 蛇口 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/07/30	张超 赵兮	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
23 招商蛇口 GN002/22 招商蛇口 GN004/22 招商蛇口 MTN003B/22 招商蛇口 MTN003A/23 蛇口 05/23 蛇口 04/23 蛇口 03/23 蛇口 02/23 蛇口 01/22 蛇口 10/22 蛇口 09/22 蛇口 07/22 蛇口 06/22 蛇口 05	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/05/30	张超 赵兮	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
23 招商蛇口 GN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/10/08	张超 赵兮	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
23 蛇口 05	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/11/07	张超 赵兮	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
23 蛇口 03/23 蛇口 04	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/08/07	张超 赵兮	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
23 蛇口 01/23 蛇口 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/07/07	张超 赵兮	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
22 招商蛇口 GN004	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/12/12	张超 赵兮	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
22 蛇口 09/22 蛇口 10	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/12/02	张超 赵兮	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
22 蛇口 07	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/11/03	张超 赵兮	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
22 蛇口 05/22 蛇口 06	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/10/18	张超 赵兮	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
22 招商蛇口 MTN003A/22 招商蛇口 MTN003B	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/09/05	张超 赵兮	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	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号
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：张超 zhangc@lhratings.com

项目组成员：赵兮 zhaox@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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”）关于招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“公司”或“招商蛇口”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司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。1992 年 2 月 19 日，招商局集团全资设立招商蛇口，注册资本为 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 2024 年底，公司股本 90.61 亿元，招商局集团直接持有公司 50.84%股份、通过全资子公司招商局轮船有限公司持有公司 4.52%股份；公司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”）。

公司主营房地产开发业务、资产运营和城市服务三大业务板块。

截至 2024 年底，公司资产总额 8603.09 亿元，所有者权益 2867.45 亿元（含少数股东权益 1757.38 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 1789.48 亿元，利润总额 90.90 亿元。

公司注册地址：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：蒋铁峰。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已全部使用；除部分债券未到首次付息日外，其余债券均已正常付息。

图表 1 • 截至 2025 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
24 招商蛇口 GN001	2.60	2.60	2027-10-24
23 招商蛇口 GN002	4.00	4.00	2026-10-18
22 招商蛇口 GN004	5.50	5.50	2027-12-29
22 招商蛇口 MTN003B	10.00	10.00	2027-09-29
22 招商蛇口 MTN003A	20.00	20.00	2025-09-29
24 蛇口 04	15.00	15.00	2029-09-05
24 蛇口 03	25.00	25.00	2027-09-05
24 蛇口 02	29.00	29.00	2029-08-12
24 蛇口 01	21.00	21.00	2027-08-12
23 蛇口 05	38.40	38.40	2026-11-28
23 蛇口 04	25.00	25.00	2028-08-22
23 蛇口 03	25.00	25.00	2026-08-22
23 蛇口 02	25.00	25.00	2028-07-18
23 蛇口 01	25.00	25.00	2026-07-18
22 蛇口 10	10.00	10.00	2027-12-14
22 蛇口 09	26.40	26.40	2025-12-14
22 蛇口 07	13.60	13.60	2025-11-16
22 蛇口 06	10.00	10.00	2027-10-28
22 蛇口 05	40.00	40.00	2025-10-28

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年经济运行稳中有进，主要发展目标顺利实现。面对外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势，各地区各部门坚持稳中求进工作总基调，国民经济运行总体平稳。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月、9 月政治局会议精神，降低实体经济融资成本，财政政策持续加码，推进经济体制改革，加快资本市场“1+N”政策体系建设，采取多种措施稳定楼市股市。

2024 年国内生产总值 1349084 亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.0%。分季度看，一季度增长 5.3%，二季度增长 4.7%，三季度增长 4.6%，四季度增长 5.4%。9 月 26 日中央政治局会议部署一揽子增量政策，四季度 GDP 同比增速明显回升。信用环境方面，人民银行先后四次实施比较重大的货币政策调整。运用多种货币工具，促进社会融资规模合理增长；设立科创再贷款、保障性住房再贷款、两项资本市场支持工具；引导债市利率，保持汇率稳定。人民银行 2025 年将落实好适度宽松的货币政策，择机降准降息，加快金融改革步伐，做好金融五篇大文章，进一步为稳楼市股市提供流动性资金支持。

展望 2025 年，出口可能受阻，加快经济体制改革、扩大内需、促进转型的任务更加迫切。2025 年经济增长目标依然有能力保持在 5.0% 左右，要落实好二十届三中全会决定，加快释放中长期增长动能。宏观政策要按照 12 月政治局会议安排，落实好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，不断推进 9 项工作任务，将扩大消费作为经济工作重点。

完整版宏观经济与政策环境分析详见 [《宏观经济信用观察（2024 年年报）》](#)。

五、行业分析

2024 年，国内房地产市场整体仍处低位运行，行业数据表现低迷，宽松政策持续释放下，销售阶段性回暖，商品住宅广义库存去化周期出现下降拐点，但仍处高位，短期内去库存依旧是行业重点。“稳住楼市”目标下，促进房地产市场止跌回稳或是未来政策优化主方向，利好政策有望继续释放，但居民收入预期和信心尚未恢复，预计 2025 年行业销售面积降幅收窄，继续筑底；在销售弱复苏以及房企资金有限情况下，预计 2025 年土地市场将继续缩量，但核心城市核心区域土地资源仍将维持高热度。完整版房地产行业分析详见 [《2025 年房地产行业分析》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司主要业务在规模和品牌影响力方面具有很强的优势。公司过往信用状况情况良好

公司以“中国领先的城市和园区综合开发运营服务商”为战略定位，围绕开发业务、资产运营和城市服务三类业务提供产品及服务，其中开发物业为公司主要的盈利来源。在行业景气度下行的背景下，公司竞争实力凸显，在行业中的竞争实力持续提升。2024 年，公司全口径签约销售金额 2193 亿元，销售规模在 2024 年克而瑞房企销售榜中排名第五名。公司作为全国性房企，在核心城市均有项目布局，近年来随着房地产城市的持续分化，公司持续加大在核心城市核心区位项目的布局，拿地均价持续提升，2024 年达 2.77 万元/平方米；当年销售业绩主要由上海、北京、深圳、成都、杭州、西安以及合肥等核心 10 城贡献。公司近年来新获取的项目拿地成本合理，项目盈利空间尚可，且上述项目主要位于公司的核心 10 座城市，去化速度较快，可有效提升公司的资金周转速度。但公司部分存量项目位于三四线城市，且由于当时拿地竞争激烈，拿地成本较高，上述这些城市的项目近年来计提了部分减值，且销售流速的下降影响了公司资金的正常周转。整体看公司项目获取成本合理，项目盈利能力尚可。公司产品力获得 2024 年克而瑞中国房地产企业产品力 TOP100 排名第四名，其中北京招商玺、合肥招商玺、武汉武昌序、成都翎云阁、西安揽阅、上海揽阅等共 10 个项目入选 2024 年全国十大高端/轻奢/品质作品榜单。根据公司 2024 年报，公司在西安、长沙、合肥、南通、徐州等五城销售金额排名位居第一，在南京、上海、深圳、苏州、成都、重庆、佛山、厦门、温州等九城进入当地销售排名前五；公司在上述城市的品牌优势显著。此外，公司资产运营业务规模较大，涵盖集中商业、产业办公、公寓酒店及零星物业等多种业态，2024 年，公司资产运营实现收入 71.50 亿元，能为公司提供大规模稳定的现金流；但由于新落地的项目尚处于培育期，盈利情况有待改善。

根据中国人民银行征信系统查询的《企业信用报告》，截至 2025 年 4 月 9 日，公司无未结清不良信贷记录，已结清信贷中包含 1 笔关注类短期借款和 1 笔关注类银行保函，均已兑付。总体看，公司过往债务履约情况良好。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。截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。

（二）管理水平

2024 年 11 月 20 日，公司召开 2024 年第四次临时股东大会，完成了董事会、监事会的换届选举。公司选举蒋铁峰为董事长，朱文凯为公司总经理。

蒋铁峰，男，1973 年出生，高级工程师，毕业于华中理工大学土木工程系建筑工程专业，获学士学位，后就读于清华大学，获工学硕士学位。历任招商局地产控股股份有限公司（以下简称“招商地产”）南京公司总经理助理、副总经理、总经理；公司上海公司总经理、华东区域常务副总经理、华东区域总经理、江南区域总经理；公司副总经理、总经理。

朱文凯，男，1967 年出生，高级经济师，毕业于武汉理工大学交通运输管理工程专业，获硕士学位。历任蛇口招商港务股份有限公司总经理助理；深圳蛇口招港实业发展有限公司总经理；招商地产策划部经理、营销中心总经理；招商地产总经理助理、副总经理；公司常务副总经理；招商局海南开发投资有限公司党委书记、总经理。

跟踪期内，公司内部控制制度及治理结构未发生重大变化。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，行业景气度未能改善，公司项目销售受到一定影响；基于行业现状，公司放缓拿地力度，拿地支出大幅下降，且进一步向一线城市聚焦。未来一年，预计公司新开工规模继续下降，但竣工规模维持高位，公司仍将维持一定规模的资本支出。公司资产运营业务为公司提供稳定现金流，但在建自持物业有一定资本支出需求，且随着市场竞争加剧，未来项目经营有一定不确定性。公司城市服务收入持续增长，可为公司提供一定的利润。

公司业务仍以房地产开发为主，资产运营和城市服务也有一定规模。2024 年，公司开发业务收入变动不大，受行业下行影响，毛利率继续下降；考虑到行业基本面情况未能改善，预计未来一年毛利率仍将下降。公司资产运营收入同比增长 20.53%，毛利率处于较低水平，盈利能力差；公司城市服务收入小幅增长，毛利率同比上升 2.23 个百分点，主要系公司优化组织结构，提质增效所致。

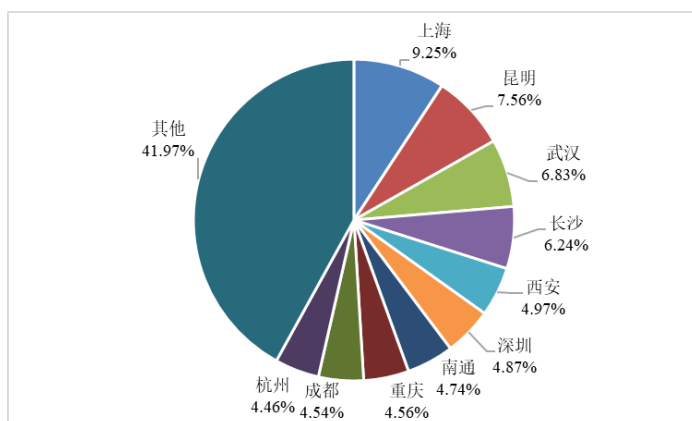
图表 2 • 2022—2024 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
开发业务	1655.64	90.47%	21.06%	1539.57	87.97%	17.08%	1563.61	87.38%	15.58%
资产运营	42.20	2.31%	-11.74%	59.32	3.39%	3.38%	71.50	4.00%	1.35%
城市服务	132.19	7.22%	6.46%	151.19	8.64%	8.64%	154.37	8.63%	10.87%
合计	1830.03	100.00%	19.25%	1750.08	100.00%	15.89%	1789.48	100.00%	14.61%

注：尾差系四舍五入造成
资料来源：公司年报

开发业务方面，2024 年，行业市场环境未见好转，公司大幅缩减拿地规模，权益口径拿地支出约为 335 亿元，同比大幅下降 61.36%。新拓展项目中，一线城市投资占比高达 59%，土地储备进一步向核心城市聚焦，进而新增土地成本也有所上升；其中公司在上海获取项目较多，主要集中在上海宝山、静安、徐汇和松江等地。截至 2024 年底，公司权益口径土地储备（规划计容建筑面积-累计竣工计容面积）1635.23 万平方米，一二线城市项目占比高。

图表 3 • 截至 2024 年底公司权益口径土地储备情况



资料来源：公司年报

2024 年，受新获取项目数量下降影响，公司新开工面积大幅下降，竣工面积有所下降但仍维持高位。考虑到公司近年来新获取项目面积持续下降，未来一年新开工面积将继续下降，但在保交楼任务下，公司项目竣工规模下降幅度预计较小，公司地产开发业务仍将维持一定规模的资本支出。

图表 4 • 公司拿地、开发及销售情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年
当年新增土地储备建筑面积（万平方米）	726	590	225
当年新增土地平均成本（元/平方米）	17617	19220	21600
全口径地价支出额（亿元）	1279	1134	486
新开工面积（万平方米）	898	664	436
竣工面积（万平方米）	1312	1372	1151
销售面积（万平方米）	1194	1223	936
销售金额（亿元）	2926	2936	2193
销售均价（万元/平方米）	2.45	2.40	2.34

注：上述数据为全口径数据

资料来源：联合资信根据供公司年报整理

公司销售贡献仍以一二线城市为主，2024 年，公司销售业绩主要由上海、北京、深圳、成都、杭州、西安以及合肥等核心 10 城贡献。2024 年，行业景气度继续下行，公司全年销售金额同比下降 25.31%，高于行业平均降幅（行业新建商品房销售额同比下降 17.1%），公司在克而瑞 2024 年全口径销售榜中仍排名第五。考虑到行业景气度未见明显好转，以及公司缩减新项目拓展力度，预计公司未来一年销售承压，但在行业中的整体排名预计变动不大。

公司资产运营业务涵盖集中商业、产业办公、公寓酒店及零星物业等六种业态的物业运营及资产管理。2024 年，公司新入市 23 个重资产项目，新增经营面积 101 万平方米，当年资产运营收入达 71.50 亿元，主要由一线城市及核心二线城市项目贡献。运营情况看，除写字楼出租率较低外，其余业态物业出租率均保持较高水平，但公司资产运营业务毛利率很低，盈利能力差。考虑到公司在建出租物业规模仍较大，未来公司资产运营业务规模将继续提升。但国内写字楼空置率较高，且在建项目相应的资本支出需求也较大，需关注上述风险。

图表 5 • 公司主要资产运营业务情况（单位：万平方米、亿元）

土地出租	可出租土地面积	出租收入	平均出租率
土地	185	1.25	93.31%
出租物业类别	可出租面积	出租收入	平均出租率
公寓	133	13.06	84.24%
写字楼	117	8.41	67.76%
产业园	178	8.46	86.49%
商业	182	18.49	91.06%
其他	37	2.49	91.58%
出租性物业合计	648	50.90	84.03%
酒店经营	客房套数	经营收入	入住率
酒店	3726	9.82	--

注：数据节点为截至 2024 年底或 2024 年

资料来源：联合资信根据公司年报整理

物业管理方面，截至 2024 年底，公司控股子公司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”，公司持股比例为 47.45%）物业管理面积 3.65 亿平方米，其中非住宅类物业管理面积 2.27 亿平方米，住宅类物业管理面积 1.38 亿平方米；从项目来源看，来自第三方在管面积 2.33 亿平方米，来自关联方在管面积 1.32 亿平方米；2024 年，公司新签年度合同 40.29 亿元。2024 年，招商积余实现营业收入 171.72 亿元，同比增长 9.89%；净利润 8.69 亿元，同比增长 17.71%。

2 未来发展

公司发展战略较为清晰。

2025 年，公司将继续锚定行业“五强”目标，向市场要效益，向管理要效率，在新形势中寻找结构性机会，全面构筑高质量

开发与高品质服务的新发展格局。

开发业务方面，公司聚焦核心城市核心地段优质项目，着力提升产品品质及服务质量，促去化抓回款，大力推进公司存量资产盘活；重视防范经营风险，确保安全生产平稳可控。资产运营方面，加强自身运营能力建设，通过业态协同及成本管控，打造标杆项目，提升资产价值。物业服务方面，深耕优势赛道，打造主营业务相关多元化生态，通过加强科技应用赋能内部管理提效，不断提升服务质量和经营效率。

（四）财务方面

德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022—2024 年财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司货币资金较充足，存货中开发产品占比较高，项目去化受到一定影响；公司合作开发规模较大，其他应收款计提一定减值准备；公司投资性房地产再融资空间大。公司债务杠杆水平适当，且期限结构和融资结构合理。跟踪期内，公司资产减值损失和信用减值损失对利润侵蚀较大，预计未来一年盈利指标难以改善。2024 年，公司经营活动现金流继续净流入，预计未来一年仍将保持净流入状态。

公司合作方式开发项目较多，资产以货币资金、存货、其他应收款、长期股权投资和投资性房地产为主。截至 2024 年末，受项目持续去化结转影响，公司资产规模小幅下降。其中公司货币资金规模保持增长且较充足；其他应收款主要为合作项目往来款，部分项目由于销售不畅计提一定规模减值准备；公司存货规模同比降幅较大，主要系公司新获取项目规模下降叠加项目结转规模较大所致，受行业景气度影响，公司 2024 年底存货中完工开发产品占比较上年底提升 3.91 个百分点至 23.39%，占比略高，公司存货累计计提减值准备 74.29 亿元，当前全国平均房价仍处于下行态势，公司项目获利能力预计将继续下降；公司长期股权投资系合作项目；投资性房地产采用成本法计量，其中用于贷款抵押的账面价值占比为 13.55%，再融资空间大。公司受限资产主要为存货和投资性房地产，截至 2024 年底受限比例仅 10.28%。

图表 6 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	6551.87	73.91%	6639.60	73.08%	6141.66	71.39%
货币资金	862.43	9.73%	882.90	9.72%	1003.51	11.66%
其他应收款（合计）	1267.78	14.30%	1184.30	13.04%	1078.74	12.54%
存货	4115.49	46.43%	4167.02	45.87%	3691.83	42.91%
非流动资产	2312.84	26.09%	2445.49	26.92%	2461.43	28.61%
长期股权投资	746.44	8.42%	801.42	8.82%	765.04	8.89%
投资性房地产	1198.87	13.52%	1270.28	13.98%	1328.70	15.44%
资产总额	8864.71	100.00%	9085.08	100.00%	8603.09	100.00%

注：表中占比为占总资产比例
资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2024 年末，公司所有者权益较年初小幅下降 3.35%至 2867.45 亿元，主要系公司偿还部分永续债所致；公司所有者权益中实收资本、其他权益工具、资本公积、未分配利润和少数股东权益占比分别为 3.16%、4.20%、7.14%、22.42%和 61.29%。

公司负债以有息债务、合同负债和其他应付款为主。公司其他应付款主要为公司应付联合营企业的往来款、公司子公司的少数股东及其他合作方向子公司提供的垫付款和借款。2024 年末，公司全部债务较年初增长 4.04%至 2304.86 亿元，其中短期债务占 22.74%；公司调整后资产负债率和全部债务资本化比率分别为 60.07%和 44.56%。

根据公司 2024 年年报，公司融资结构中银行借款占 63%、债券占 28%、信托及其他占 9%，融资结构合理；期限结构看，1 年之内到期债务占 23%、1~2 年占 28%、2~3 年占 29%、3 年以上占 21%，期限结构合理。2024 年末，公司综合资金成本 2.99%，较年初降低 48BP，保持行业最优水平。整体看，公司债务杠杆水平适当，期限结构合理。

图表 7 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	4239.10	70.41%	4260.24	69.63%	3863.08	67.35%
其他应付款（合计）	1313.46	21.82%	1159.43	18.95%	970.88	16.93%
一年内到期的非流动负债	390.34	6.48%	392.65	6.42%	496.55	8.66%
合同负债	1449.22	24.07%	1615.33	26.40%	1419.52	24.75%
非流动负债	1781.21	29.59%	1857.94	30.37%	1872.56	32.65%
长期借款	1210.74	20.11%	1187.71	19.41%	1257.77	21.93%
应付债券	397.49	6.60%	513.27	8.39%	469.00	8.18%
负债总额	6020.31	100.00%	6118.18	100.00%	5735.64	100.00%

注：表中占比为占总负债比例
 资料来源：联合资信根据公司年报整理

2024 年，公司营业总收入同比变动不大，利润总额同比大幅下降，主要系毛利率继续下降，以及公司计提资产减值损失和信用减值损失规模增加所致。公司资产减值损失和信用减值损失合计规模大，对公司利润产生一定侵蚀，考虑到当前房价处于下降趋势，公司存续项目仍有减值计提可能。公司主要盈利指标继续下降，整体表现差。考虑到房价下降、行业销售流速下降等因素影响，预计公司未来一年主要盈利指标仍难以改善。

图表 8 • 公司盈利能力情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年
营业总收入（亿元）	1830.03	1750.08	1789.48
营业成本（亿元）	1477.75	1472.04	1528.12
期间费用（亿元）	84.79	77.73	81.89
资产减值损失（亿元）	-50.45	-22.76	-44.84
信用减值损失（亿元）	-14.14	-1.42	-15.50
投资收益（亿元）	20.17	24.81	38.92
利润总额（亿元）	158.17	139.89	90.90
营业利润率（%）	15.00	12.37	10.73
总资本收益率（%）	2.67	2.41	1.51
净资产收益率（%）	3.20	3.07	1.46

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年，公司经营活动净现金流变动不大，其中销售回款及投资支出均大幅下降；考虑到公司在建项目投资支出下降，预计公司未来一年经营活动现金流仍将保持净流入状态。公司投资活动现金流转为净流入状态，主要系往来款净流入规模大幅增长所致。公司筹资活动现金流净额保持净流出状态，且净流出规模增加，主要系项目公司支付的非控股股东前期垫款规模降幅更大所致。

图表 9 • 公司现金流量表情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
经营活动现金流入小计	2078.81	2104.23	1728.06
销售商品、提供劳务收到的现金	1884.26	1976.32	1612.16
经营活动现金流出小计	1857.07	1789.92	1408.42
经营现金流量净额	221.74	314.31	319.64
投资活动现金流入小计	346.53	274.88	185.56
投资活动现金流出小计	446.67	397.29	153.99
投资活动现金流量净额	-100.14	-122.41	31.58

筹资活动前现金流量净额	121.60	191.90	351.21
筹资活动现金流入小计	1915.47	1786.09	1341.44
筹资活动现金流出小计	1974.22	1959.62	1575.49
筹资活动现金流量净额	-58.74	-173.53	-234.05

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2 偿债指标变化

公司短期偿债指标表现较好，长期偿债指标表现一般，公司或有风险小。

图表 10 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率（%）	154.56	155.85	158.98
	速动比率（%）	57.47	58.04	63.42
	经营现金/短期债务（倍）	0.50	0.69	0.61
	现金类资产/短期债务（倍）	1.95	1.96	1.92
长期偿债指标	经营现金/全部债务（倍）	0.11	0.14	0.14
	经营现金/利息支出（倍）	2.08	2.20	1.92

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

公司短期偿债指标表现较好，长期偿债指标表现一般。考虑到公司综合实力仍很强，再融资能力强，公司实际偿债能力极强。

截至 2024 年底，公司无对外担保。

未决诉讼方面，截至 2024 年底，公司无重大未决诉讼。

根据公司 2024 年年度报告，截至 2024 年底，公司获得的银行授信额度合计 2847 亿元，授信额度充足。

3 公司本部财务分析

公司本部口径资产以其他应收款和对外投资为主；公司本部债务杠杆较高，但实际偿债压力不大。

截至 2024 年底，公司本部资产仍以其他应收款和长期股权投资为主，其中货币资金保持较大规模，较年初小幅增长 5.22%至 298.14 亿元，安全垫较高；公司本部负债以其他应付款和有息债务为主，全部债务较年初变动不大，其中短期债务占比 18.13%，公司本部全部债务资本化比率为 63.69%，杠杆较高，但偿债压力不大；公司本部所有者权益为 686.40 亿元，较年初大幅增长 9.76%。

2024 年，公司本部营业总收入 16.85 亿元，利润总额为 184.56 亿元，利润主要来自投资收益。同期，公司本部经营活动现金流量净额-17.95 亿元，投资活动现金流量净额 18.97 亿元，筹资活动现金流量净额 13.63 亿元。

（五）ESG 分析

公司注重安全生产与环保投入，积极履行作为央企的社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，作为房地产企业，公司累计绿色建筑认证项目数量 518 个，占比为 70.77%，其中超低/近零/零能耗项目为 35 个。公司 2024 年清洁能源耗用量 441.86 万千瓦时，温室气体排放总量为 32.52 万吨二氧化碳当量，综合能耗为 0.0053 吨标准煤/万元，综合水耗为 0.2758 吨/万元。

社会责任方面，2024 年，公司纳税总额 218.98 亿元，为当年纳税信用 A 级纳税；公司人员工总人数 49501 人，培训时长达到 2206368 小时。在采购管理和供应商管理方面，公司供应商总数 50939 家。公司积极响应政府政策，2024 年，公司对外捐赠资金 1800 万元，新开工保障性住房建筑面积 13.00 万平方米。

公司设有专门的 ESG 管治部门或组织，每年发布《社会责任报告》，ESG 信息披露质量高，ESG 风险管理体系完善。

七、外部支持

1 支持能力

招商局集团业务多元，综合实力极强。

招商局集团前身系轮船招商总局，创立于 1872 年，是一家业务多元的综合企业，综合实力极强；业务主要集中于综合交通、特色金融、城市与园区综合开发运营三大核心产业，并正实现由三大主业向实业经营、金融服务、投资与资本运营三大平台转变。2024 年，招商局集团连续多年获国务院国资委经营业绩考核 A 级评价，并被评为“业绩优秀企业”。

2 支持可能性

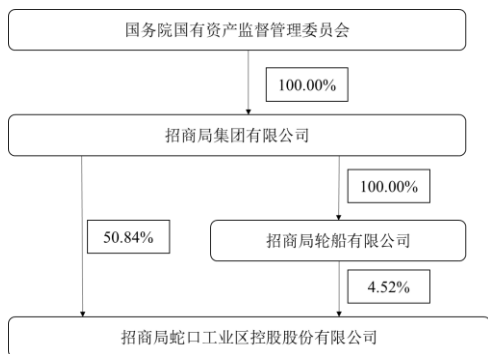
公司是招商局集团的重要子公司，招商局集团给予公司有力的支持。

公司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，综合实力强。自成立以来，公司得到招商局集团多次增资，资本实力有所提升。此外，在招商局集团的协调帮助下，公司获取了深圳等区域大片优质土地，为后续项目开发提供支持。

八、跟踪评级结论

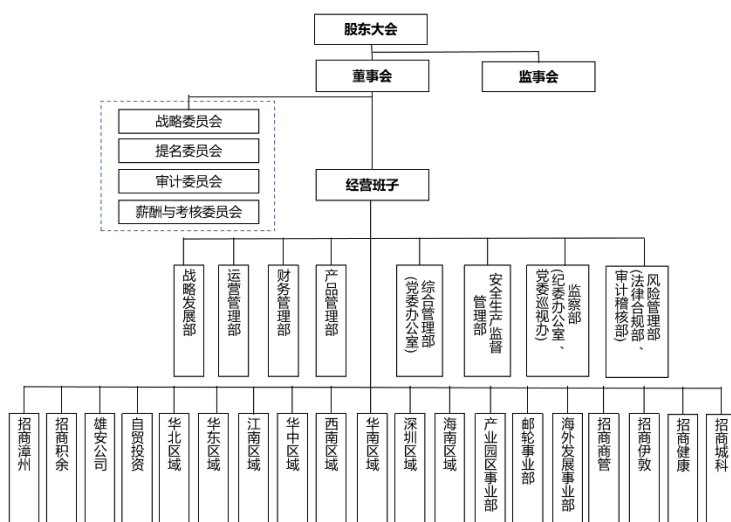
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“24 招商蛇口 GN001”“23 招商蛇口 GN002”“22 招商蛇口 GN004”“22 招商蛇口 MTN003B”“22 招商蛇口 MTN003A”“24 蛇口 04”“24 蛇口 03”“24 蛇口 02”“24 蛇口 01”“23 蛇口 05”“23 蛇口 04”“23 蛇口 03”“23 蛇口 02”“23 蛇口 01”“22 蛇口 10”“22 蛇口 09”“22 蛇口 07”“22 蛇口 06”“22 蛇口 05”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

子公司名称	注册资本金 (亿元)	主营业务	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
深圳市前海蛇口自贸投资发展有限公司	1468.17	房地产开发	--	50.00	投资设立
深圳市前海鸿昱实业投资有限公司	728.70	资本市场服务	--	100.00	收购
深圳市招商前海实业发展有限公司	255.00	投资咨询、产业园管理、企业管理咨询	--	85.99	投资设立
深圳市招商前海驰迪实业有限公司	200.00	房地产开发	--	100.00	投资设立
招商局地产（北京）有限公司	80.00	房地产开发	90.00	10.00	投资设立
深圳市招华国际会展发展有限公司	69.00	房地产开发	50.00	--	投资设立
南京玄盛房地产开发有限公司	68.00	房地产开发	--	100.00	投资设立
太仓招盛商务咨询有限公司	46.76	房地产开发	--	100.00	投资设立
上海招弘商务咨询有限公司	45.83	商务服务业	--	100.00	投资设立
招商局置地（深圳）有限公司	45.01	投资	--	100.00	非同一控制下 企业合并
上海招普置业有限公司	43.75	房地产开发	--	100.00	投资设立

资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	864.64	889.53	1004.14
应收账款（亿元）	38.85	34.74	35.10
其他应收款（亿元）	1267.49	1182.00	1076.46
存货（亿元）	4115.49	4167.02	3691.83
长期股权投资（亿元）	746.44	801.42	765.04
固定资产（亿元）	108.20	116.18	114.44
在建工程（亿元）	8.10	9.73	8.24
资产总额（亿元）	8864.71	9085.08	8603.09
实收资本（亿元）	77.39	90.61	90.61
少数股东权益（亿元）	1827.29	1769.67	1757.38
所有者权益（亿元）	2844.40	2966.90	2867.45
短期债务（亿元）	442.81	453.92	524.06
长期债务（亿元）	1665.54	1761.41	1780.80
全部债务（亿元）	2108.35	2215.32	2304.86
营业总收入（亿元）	1830.03	1750.08	1789.48
营业成本（亿元）	1477.75	1472.04	1528.12
其他收益（亿元）	3.61	2.06	1.28
利润总额（亿元）	158.17	139.89	90.90
EBITDA（亿元）	228.05	207.35	163.34
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1884.26	1976.32	1612.16
经营活动现金流入小计（亿元）	2078.81	2104.23	1728.06
经营活动现金流量净额（亿元）	221.74	314.31	319.64
投资活动现金流量净额（亿元）	-100.14	-122.41	31.58
筹资活动现金流量净额（亿元）	-58.74	-173.53	-234.05
财务指标			
销售债权周转次数（次）	50.75	47.22	50.60
存货周转次数（次）	0.36	0.36	0.39
总资产周转次数（次）	0.21	0.19	0.20
现金收入比（%）	102.96	112.93	90.09
营业利润率（%）	15.00	12.37	10.73
总资本收益率（%）	2.67	2.41	1.51
净资产收益率（%）	3.20	3.07	1.46
长期债务资本化比率（%）	36.93	37.25	38.31
全部债务资本化比率（%）	42.57	42.75	44.56
资产负债率（%）	67.91	67.34	66.67
调整后资产负债率（%）	61.63	60.27	60.07
流动比率（%）	154.56	155.85	158.98
速动比率（%）	57.47	58.04	63.42
经营现金流动负债比（%）	5.23	7.38	8.27
现金短期债务比（倍）	1.95	1.96	1.92
EBITDA 利息倍数（倍）	2.08	2.20	1.92
全部债务/EBITDA（倍）	9.25	10.68	14.11

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；除特别说明外，均指人民币；2. 公司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：联合资信根据公司年报整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	259.97	288.58	298.22
应收账款（亿元）	25.18	17.85	16.90
其他应收款（亿元）	2250.48	2131.26	1829.15
存货（亿元）	0.00	0.31	0.38
长期股权投资（亿元）	698.06	923.17	1095.57
固定资产（亿元）	/	/	/
在建工程（亿元）	/	/	/
资产总额（亿元）	3270.24	3411.11	3474.88
实收资本（亿元）	77.39	90.61	90.61
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	422.73	625.38	686.40
短期债务（亿元）	264.81	137.68	218.32
长期债务（亿元）	866.81	1017.49	985.61
全部债务（亿元）	1131.62	1155.17	1203.93
营业总收入（亿元）	11.32	3.31	16.85
营业成本（亿元）	7.21	2.82	3.46
其他收益（亿元）	0.32	0.16	0.07
利润总额（亿元）	4.60	27.15	184.56
EBITDA（亿元）	26.33	32.42	196.57
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	2.28	10.26	3.07
经营活动现金流入小计（亿元）	6.03	16.77	9.51
经营活动现金流量净额（亿元）	-24.19	6.50	-17.95
投资活动现金流量净额（亿元）	-52.22	-102.05	18.97
筹资活动现金流量净额（亿元）	140.06	118.89	13.63
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.45	0.15	0.97
存货周转次数（次）	/	18.13	10.02
总资产周转次数（次）	/	/	/
现金收入比（%）	20.19	309.61	18.21
营业利润率（%）	12.23	4.84	44.42
总资本收益率（%）	1.66	1.85	10.61
净资产收益率（%）	0.95	4.43	27.48
长期债务资本化比率（%）	67.22	61.93	58.95
全部债务资本化比率（%）	72.80	64.88	63.69
资产负债率（%）	87.07	81.67	80.25
流动比率（%）	134.75	146.49	136.41
速动比率（%）	134.75	146.47	136.39
经营现金流动负债比（%）	-1.28	0.39	-1.04
现金短期债务比（倍）	0.98	2.10	1.37
EBITDA 利息倍数（倍）	1.21	6.16	16.37
全部债务/EBITDA（倍）	42.98	35.63	6.12

资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件3 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%
营业总收入年复合增长率	(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	
总资产收益率	(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 4-1 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 4-2 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 4-3 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