

信用评级公告

联合〔2021〕1605号

联合资信评估股份有限公司通过对中国希格玛有限公司及其拟发行的 2021 年公开发行公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定中国希格玛有限公司主体长期信用等级为 AA，中国希格玛有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）信用等级为 AA，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：

二〇二一年三月十日

中国希格玛有限公司

2021年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本期债券信用等级：AA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过5亿元(含)

本期债券期限：2年

增信方式：公司可为本期债券补充抵押担保或质押担保。公司可在本期债券发行所募集的募集资金到位后六个月内，以评估价值不低于本期债券累计待偿本金1.5倍的资产（包括但不限于土地使用权、房屋建筑物等）设定第一优先顺位的抵押或质押，为本期债券本息偿还提供第一优先顺位的抵押担保或质押担保，以保障本期债券的本息按约定如期足额兑付。如公司与全体债券持有人协商一致，则公司可豁免为本期债券办理补充抵押质押手续

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

募集资金用途：扣除发行费用后，本期债券募集资金拟用于偿还公司债务

评级时间：2021年3月10日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中国希格玛有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司在国内酒店运营、商品房销售、股权投资等方面具有较丰富的运营经验。公司经营的酒店地理位置优越，管理方品牌优势显著；公司地产板块以养老地产为主，具备差异化竞争优势；对外投资主要以对金融机构和上市公司的股权投资为主，投资收益为公司营业利润提供了有力补充，经营性现金流持续净流入。但联合资信也关注到公司项目开发规模一般、剩余可售房产资源有限、未来房地产板块经营规模和业务可持续性面临不确定性、资产流动性一般且受限比例较大、公司费用收入比偏高且对外投资面临一定的账面价值波动风险、酒店行业竞争日趋激烈、受新冠疫情冲击影响流动性风险加大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入和 EBITDA 对本期债券保障程度一般。公司可为本期债券补充抵押担保或质押担保。公司可在本期债券发行所募集的募集资金到位后六个月内，以评估价值不低于本期债券累计待偿本金1.5倍的资产（包括但不限于土地使用权、房屋建筑物等）设定第一优先顺位的抵押或质押，为本期债券本息偿还提供第一优先顺位的抵押担保或质押担保，以保障本期债券的本息按约定如期足额兑付。如公司与全体债券持有人协商一致，则公司可豁免为本期债券办理补充抵押质押手续。

未来，随着酒店管理日趋成熟以及在建物业陆续销售，公司整体经营状况有望保持良好。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期债券到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. 公司经营的酒店地理位置优越，管理方品牌优势显著。

公司经营的酒店分布于北京市、三亚市海棠湾、上海市浦东新区、浙江省安吉县等地，地理位置较优越；除北京东方太阳城嘉宾国际酒店为公司自营以外，其他酒店均委托国际知名酒店管理公司经营，品牌优势显著。

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	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	6
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	2	
			偿债能力	3
			调整因素和理由	
公司所持有酒店资产地理位置优越、且大部分酒店委托国际知名酒店管理公司经营，管理方品牌优势显著			+1	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：曹梦茹 王彦

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

2. 公司地产板块以养老地产为主，具备差异化竞争优势。公司房地产项目定位以养老地产为主，且土地储备获取成本较低，具备差异化竞争优势。
3. 投资收益为公司利润提供了有力补充。公司坚持股权投资与实业运营相结合的多元化发展模式，对外投资主要以对金融机构和上市公司的股权投资为主，投资收益为公司营业利润提供了较有力补充。

关注

1. 酒店行业竞争日趋激烈，同时此次新冠疫情短期内或对公司酒店经营造成较大影响。近年来，随着高端酒店数量的增长，酒店行业竞争日趋激烈；同时，此次突发疫情对位于旅游热点城市的高端酒店经营产生较大影响。
2. 公司房地产板块经营规模一般，未来公司房地产板块可持续性面临不确定性。公司房地产板块项目储备规模和销售规模一般，且在资金资源、开发经验等方面较大型房企企业尚存差距，未来公司房地产板块可持续性面临不确定性。
3. 公司费用收入比偏高，且对外投资面临账面价值波动的风险。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 62.45%、60.98%和 68.25%，波动上升，受固定资产折旧等因素影响公司期间费用对利润影响较大；公司对神州数码集团股份有限公司（以下简称“神州数码”）的投资按公允价值计量，面临公允价值波动的风险。
4. 公司资产流动性一般，且现金类资产对短期债务的保障程度较弱，受新冠疫情冲击影响流动性风险加大。公司货币资金规模较小，其他应收款对公司资金形成一定占用。截至 2020 年 9 月末公司受限资产占总资产的 36.86%，受限比例偏高，整体资产流动性较为一般。公司现金类资产对短期债务的保障程度较弱，受新冠疫情冲击影响流动性风险加大。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产 (亿元)	8.60	2.77	2.98	4.02
资产总额 (亿元)	197.97	186.08	200.56	198.27
所有者权益 (亿元)	84.70	81.12	89.23	87.56
短期债务 (亿元)	15.65	22.62	11.11	10.21
长期债务 (亿元)	39.31	30.73	45.40	47.51
全部债务 (亿元)	54.96	53.35	56.51	57.72
营业收入 (亿元)	9.40	10.48	10.51	7.76
利润总额 (亿元)	5.71	3.48	3.34	1.72
EBITDA (亿元)	9.95	7.69	7.97	--
经营性净现金流 (亿元)	3.78	2.27	1.86	2.96
营业利润率 (%)	39.82	39.10	40.66	35.11
净资产收益率 (%)	6.28	4.09	3.42	--
资产负债率 (%)	57.22	56.41	55.51	55.84
全部债务资本化比率 (%)	39.35	39.67	38.77	39.73
流动比率 (%)	83.76	77.29	100.09	103.19
经营现金流负债比 (%)	5.63	3.28	3.12	--
现金短期债务比 (倍)	0.55	0.12	0.27	0.39
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.88	2.14	1.80	--
全部债务/EBITDA (倍)	5.52	6.94	7.09	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额 (亿元)	77.29	67.78	75.62	81.43
所有者权益 (亿元)	23.18	19.22	23.67	27.45
全部债务 (亿元)	30.63	20.94	27.27	28.14
营业收入 (亿元)	0.21	0.05	0.05	0.00
利润总额 (亿元)	0.85	0.64	0.59	0.24
资产负债率 (%)	70.01	71.64	68.70	66.29
全部债务资本化比率 (%)	56.92	52.14	53.54	50.61
流动比率 (%)	117.93	86.47	119.89	125.64
经营现金流负债比 (%)	19.40	-0.28	13.05	--

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 截至 2018 年末, 公司其他应付款中借款部分已计入债务; 4. 公司及本部 2020 年三季度未经审计, 相关指标未年化。

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2020/11/06	曹梦茹 王彦	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907	--
AA	稳定	2015/12/23	张连娜 蔡昭	原联合信用评级有限公司 工商企业信用评级方法 (2015 年)	阅读原文

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

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国希格玛有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；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。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

中国希格玛有限公司

2021 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

中国希格玛有限公司（以下简称“公司”或“希格玛”）前身为中国希格玛光电有限公司（以下简称“希格玛光电”），成立于1987年3月12日，为中国科学院下属公司。1993年，希格玛光电股东股份全部并入中科实业集团公司（以下简称“中科实业”），并引入股东深圳明生电子灯饰有限公司（以下简称“深圳明生”）等5家公司，注册资本变更为10000万元。1994年6月30日，希格玛光电名称变更为现用名。1997年11月，深圳明生与北京正清源生物工程有限责任公司（以下简称“北京正清源”）签署《关于股份转让协议》，约定深圳明生将其对希格玛投资1000万元形成的股权转让给北京正清源。1997年12月，中科实业与中煤信托投资有限公司（以下简称“中煤信托”）签署《股份转让协议》，约定中科实业将其对希格玛投资1000万元所形成的股权转让给中煤信托。1998年，公司在国家工商局重新规范登记，企业类型由全民所有制企业变更为有限责任公司；同期，公司注册资本变更为10037万元。后经多次股权转让，截至2020年9月末，公司注册资本10037万元，实际控制人为自然人王晓岩。

公司经营范围：高新技术、新工艺、新产品的开发、生产、销售；化工原材料（危险品除外）、建筑材料、计算机软硬件、电子电器设备、有线通讯设备、机械设备、家用电器的开发、生产、销售；装饰装修工程；百货的销售；上述范围的项目承包、技术咨询、信息咨询（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2020年9月末，公司本部内设总裁办公室、计财中心、人力资源部、投资发展部、

海外事业部以及工程管理中心6个职能部门；纳入合并范围的控股子公司24家；公司在职人员共计966人。

截至2019年末，公司合并资产总额200.56亿元，所有者权益89.23亿元（含少数股东权益1.14亿元）；2019年，公司实现营业收入10.51亿元，利润总额3.34亿元。

截至2020年9月末，公司合并资产总额198.27亿元，所有者权益87.56亿元（含少数股东权益0.34亿元）；2020年1—9月，公司实现营业收入7.76亿元，利润总额1.72亿元。

公司注册地址：北京市海淀区知春路49号；法定代表人：王晓岩。

二、本期债券概况

本期债券名称为“中国希格玛有限公司2021年公开发行公司债券（第一期）”。本期债券面值为100元/张，按面值平价发行。本期债券发行规模不超过5亿元（含5亿元）。本期债券期限为2年。

扣除发行费用后，本期债券募集资金拟用于偿还公司债务。

公司可为本期债券补充抵押担保或质押担保。公司可在本期债券发行所募集的募集资金到位后六个月内，以评估价值不低于本期债券累计待偿本金1.5倍的资产（包括但不限于土地使用权、房屋建筑物等）设定第一优先顺位的抵押或质押，为本期债券本息偿还提供第一优先顺位的抵押担保或质押担保，以保障本期债券的本息按约定如期足额兑付。如公司与全体债券持有人协商一致，则公司可豁免为本期债券办理补充抵质押手续。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创

设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 1 2016 - 2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、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；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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为

0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，

较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和 -0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量

284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。

2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与

上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。稳健的货币政策灵活精准、合理适度。2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投

资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50%左右。

四、行业分析

1. 房地产行业

（1）行业概况

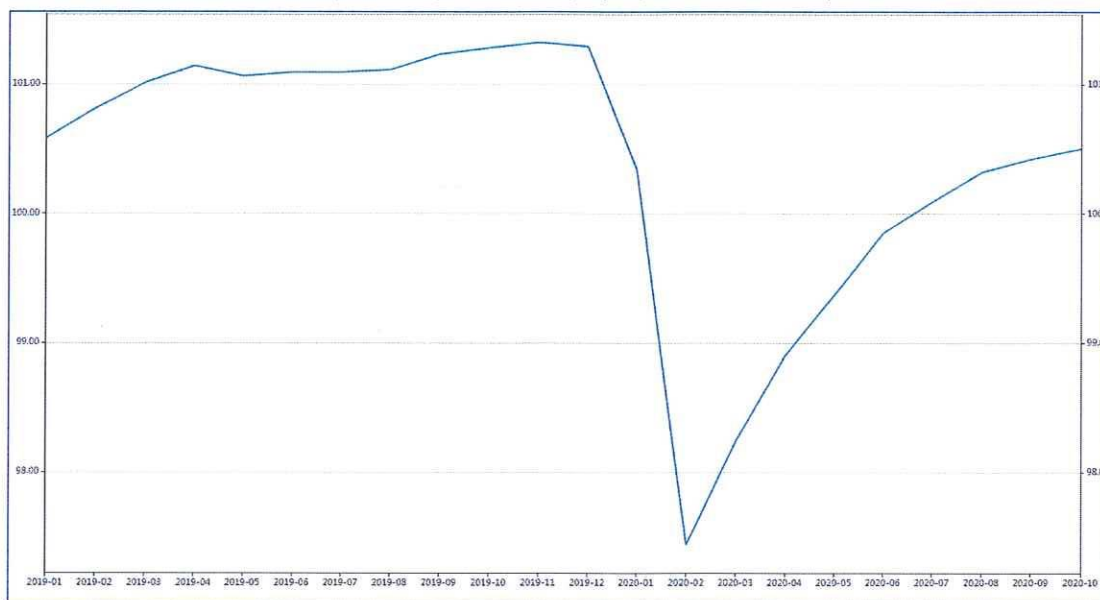
2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄，整体市场趋稳。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。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 2019 年底政策面出现小幅宽松和边际调整，但在 2020 年初，“房住不炒”再次被明确，确立了稳地价、稳房价、稳预期的调控核心目标。

2020年初,新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆,对房企一季度销售进度产生较大影响。同时,对在建项目开复工产生一定影响,大部分房企自三月底陆续部分恢复建设,整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力,较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预

售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策,一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响,促进需求端复苏。自2020年3月以来,全国房地产场景气度逐步复苏,开发投资增速逐月提升,销售额增速由负转正,销售面积跌幅逐月收窄。

图1 2019年-2020年10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。2020年1—9月,全国房地产开发投资完成额10.35万亿元,累计同比增长5.6%,增速较2019年下降4.90个百分点。其中,住宅开发投资完成额7.66万亿元,累计同比增长6.1%。

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%,增速相较于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。2020年以来,受年初新冠肺炎疫情的影响,施工进度较2019年进一步放缓。具体来看,2020年1—9月,全国房屋新开工面积16.01亿平方米,同比下降3.4%,其中住宅新开工面积为11.72亿平方米,同比下降4.2%。全国房屋施工面积85.98亿平方米,同比增长3.1%,其中住宅施工面积60.70亿平方米,同比增长4.0%。全国房屋竣工面积4.13亿平方米,同比下降11.6%,其中

住宅竣工面积 2.96 亿平方米，同比下降 10.5%。

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。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城市购买力有所下滑；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。2020 年 1—9 月，商品房销售面积 11.71 亿平方米，同比下降 1.8%；商品房销售额 11.56 万亿元，同比增长 3.7%。

（2）土地市场与信贷环境

2019 年，土地市场降温明显，受信贷政策维持紧缩影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款项为主的其他资金为主。

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，加之在房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始随着小阳春行情的消退以及行业融资的再度收紧，土地市场同步降温。2020 年 1—9 月，房地产开发企业土地购置面积 1.50 亿平方米，同比下降 2.87%；土地成交价款 9315.51 亿元，同比增长 13.80%。

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。2020 年 1—9 月，房地产开发到位资金合计 13.64 万亿元，同比增长 4.45%；从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 33.10%）、自筹资金（32.62%）、个人按揭（占 15.97%）和国内贷款（15.02%）为主。

表 2 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		2020 年 1—9 月	
	金额	占比	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	20484.26	15.02
利用外资	168.19	0.11	107.98	0.07	175.72	0.10	93.71	0.07
自筹资金	50872.22	32.60	55830.65	33.64	58157.84	32.56	44485.11	32.62
其他资金	79770.46	51.12	86019.74	51.83	95046.26	53.21	71313.39	52.29
其中：定金及预收款	48693.57	31.20	55418.17	33.39	61359.00	34.35	45144.52	33.10
个人按揭	23906.31	15.32	23705.89	14.28	27281.00	15.27	21783.24	15.97

合计	156052.62	100.00	165962.89	100.00	178608.59	100.00	136376.47	100.00
----	-----------	--------	-----------	--------	-----------	--------	-----------	--------

资料来源: Wind, 联合资信整理

(3) 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变, 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。

从2019年三季度开始, 宏观经济下行压力大, 政府加大逆周期调节力度, 9月全面降准+LPR降息, 11月MLF降息, 房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019年11月16日, 央行发布《2019年第三季度货币政策执行报告》, 报告中删除了“房住不炒”的表述, 仅强调“因城

施策”, 短期政策出现边际调整。

2020年以来, “房住不炒”再次被强调, 在3月召开的金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会以及4月召开的中央政治局会议中, 均重提坚持房子是用来住的、不是用来炒的, 央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看, 房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2019年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见下表。

表3 2019年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
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“因城施策”, 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
2020年2月	央行	2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性, 继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制, 促进市场平稳运行
2020年5月	央行	央行发布《2020年第一季度中国货币政策执行报告》, 稳健的货币政策要更灵活适度, 充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用, 持续深化LPR改革, 有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换, 不将房地产作为短期刺激经济的手段, 支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年5月	政府工作报告	深入推进新型城镇化, 发挥中心城市和城市群带动作用, 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 因城施策, 促进房地产市场平稳健康发展
2020年7月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期, 因城施策、一城一策, 从各地实际出发, 采取差异化调控措施, 及时科学精准调控, 确保房地产市场平稳健康的发展

资料来源: 联合资信整理

从融资方面的调控政策来看, 主要包括第一, 房地产信托等非标融资渠道受限; 第二, 加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理; 第三, 加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风

险提示, 合理管控企业有息负债规模和资产负债率; 第四, 严禁消费贷款违规用于购房。2019年以来房地产融资相关政策具体内容见表4。

表4 2019年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	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会(2019)23号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”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，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
2020年1月	央行	2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020年4月	银保监会	4月22日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020年8月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020年10月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围

资料来源：联合资信整理

2020年8月20日，央行、住建部等召开房企座谈会，会上提出了“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，即扣除预收款项后的资产负债率不得高于70%、净负债率不得高于100%、现金对短期债务的覆盖倍数不得低于1倍，根据指标完成情况将房企按照“红-橙-黄-绿”四档进行管理，三项指标均超出管理规则的红线要求，则企业对应为红档，超出两项即为橙档，超出一项即为黄档，若均低于红线要求则对应为绿档。根据企业的分档表现，给予不同的负债增长限额，从红至绿四档对应的有息负债增速上限分别为0%、5%、10%和15%。该管理规则计划对12家企业进行试点，并根据试点情况向全国推广。在管理规则颁布后，监管部门下发《试点地产企业主要经营、财务指标统计监测表》，要求试点房企每月报送监测财务指标数据情况，此外还要求填报参股未并表住宅地产项目、明股实债项目融资等数据，反映出监管部门对房地产表内表外融资全覆盖的强监管思路。房企资金监测和融资管理规则预计于2021年1月1日起在全行业全面推行，该项政策的推行将对红档和橙档企业的融资产生较大影响。

2. 酒店行业

(1) 行业概况

在旅游业快速发展的推动下，我国酒店行业整体保持增长态势；由于前些年的快速扩张，目前度假酒店行业处于供大于求的状态，酒店分布呈现出区域集中的特征；2020年1月以来，疫情对酒店运营产生较大负面影响。

酒店行业系旅游业的细分子行业。近年来，我国旅游业总体保持健康较快发展，国内旅游市场规模长期保持在15%左右的增长速度。在旅游业快速发展的推动下，我国酒店行业整体保持增长态势，但近年来整体增速放缓；高档酒店却保持较快的增长态势。2016—2018年，全国星级饭店数量分别为11685家、10645家和10249家，总体呈减少趋势；五星级饭店数量分别为800家、846家和843家，呈增长态势。全国8965家星级饭店2018年营业收入合计2090.97亿元，其中餐饮收入占营业收入的40.03%；客房收入占营业收入的44.67%。

从度假酒店的星级分布来看，我国低星级酒店的数量有所下降，高星级酒店的数量有所提升，五星级酒店数量呈现较强的增长态势。

根据国家旅游局公布的数据统计,2018年,共有8965家星级饭店通过省级文化和旅游行政部门审核,包括其中一星级29家,二星级1352家,三星级4409家,四星级2411家,五星级764家。从长期来看,根据Wind统计的全国星级酒店新开业情况,近15年来,五星级酒店每年的新开业的数量最多,平均每年新增10家左右;四星级酒店平均每年新增5家左右;三星级及以下酒店的数量略有下降。

2020年1月以来,受疫情影响,群体性聚餐取消和各大旅游景点的关闭,对酒店运营产生较大负面影响,或将拖累2020年酒店的增速持续下降。根据STR数据显示,2020年1月初中国大陆地区的酒店入住率达到了70%的高点,1月中旬开始直线下滑,到1月26日跌至17%。根据中国饭店协会联合优尼华盛发布《数据图解,疫情对全国酒店市场的影响分析》显示,相比去年春节,疫情期间,酒店营业收入的平均损失在67.81%;仅在春节7天内,疫情已对5109家酒店造成了12.3亿元的营业损失。

(2) 行业竞争

我国高档酒店呈现国际化发展格局,国内品牌高档酒店的服务在不断向国际知名品牌看齐,具备了一定的竞争力。

我国酒店行业的竞争格局呈现出三个细分市场:单体酒店市场、中档酒店市场和高档酒店市场。其中,中档酒店的细分市场规模最大。

具体而言,单体酒店市场呈现联盟格局,其数量较多、结构分散,各个酒店拥有的资源无法共享;中档酒店市场呈现连锁格局,连锁酒店主要分为不同背景的三大类别。第一类为原来就定位为中档酒店的连锁酒店,如富驿酒店、桔子水晶酒店和中青旅山水酒店,第二类为经济型酒店升级的连锁酒店,如7天“铂涛菲诺酒店”、锦江“都城酒店”、如家“和颐酒店”,第三类为传统星级饭店现代化转型的连锁酒店,如首旅酒店集团“谭阁美酒店”、开元酒店集团“开元曼居酒店”和中南海滨

绿色酒店;高档酒店呈现国际化发展格局。一方面,希尔顿、雅高等国际知名品牌酒店在我国各个城市大力布局。另一方面,我国酒店行业经过30年来的发展,已积累不少经验,具备扩张、兼并、重组以及打造国际酒店集团的条件和能力,正向着人才国际化、市场国际化、资本国际化、品牌国际化的方向发展。

(3) 行业发展

随着酒店行业的增长,定位于不同细分市场的业态类型将不断丰富,新兴业态的发展将丰富行业的盈利模式。

在酒店行业保持增长的同时,行业的市场细分越发明显,定位于不同细分市场的业态类型越发丰富。在高端市场,小体量、定制化、精品服务的精品酒店运作越发成熟,高档会所、健康营养餐厅快速发展。在中端市场,设计型酒店和特色主题酒店也逐渐为传统三星级酒店提供了可行的发展方向。在大众化市场,百元以下的廉价型经济型酒店、家庭旅馆、农家乐、汽车旅馆、青年旅馆等成为市场亮点。电子商务、网络营销、集聚开发、美食街区、火锅连锁、餐饮食品等产业模式创新加快。携程网、芒果网、去哪儿网、窝窝团等新兴网络企业不断丰富和完善企业电子商务盈利模式。这些新兴业态的不断推广为酒店行业的进一步发展带来了更为广阔的空间。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年9月末,公司注册资本10037万元,实际控制人为自然人王晓岩。

2. 企业规模和竞争力

公司的酒店经营和房地产开发板块地理位置优越,业务具备差异化及地域优势。

公司及子公司主要经营股权投资、酒店运营、商品房销售和物业管理等业务。公司的酒店经营、房地产开发及物业相关业务集中在北京、上海等一线城市以及三亚、安吉等旅游资

源丰富区域，有着较好的区位优势。依托于优越的地理位置和发达的区域环境，随着国民旅游消费结构的升级，长期来看，公司来自旅游区域的收入有望上升。

公司旗下的北京东方太阳城项目、安吉凤凰国际等项目均致力于进行专业的养老地产开发，公司通过充分挖掘老年人在购房、保健、医疗、娱乐、旅游、再教育等方面的消费潜力，具备一定差异化竞争优势。

酒店经营方面，除了东方嘉宾酒店为公司自行运营，公司旗下位于上海、三亚和浙江省安吉县的四个五星级酒店均委托万豪、喜达屋等国际知名酒店管理集团运营。酒店管理方的强大品牌和管理输出，有效地提高了酒店的竞争力及盈利能力。

3. 人员素质

公司高级管理人员整体素质较高，行业经验和管理经验丰富，能够满足日常经营需要。

截至2020年9月末，公司董事、监事和高级管理人员共5人。

公司董事长兼总裁王晓岩先生，1960年生，硕士研究生学历，中共党员，高级经济师，曾任国营东北光学仪器厂助理工程师、中国人民银行资金司经济师、中国科技财务公司总经济师，1993年至今担任公司董事长兼总裁。

公司财务总监王庆辉女士，1969年生，硕士研究生学历，曾任金郎美丽殿酒店管理公司财务经理，北京商鼎期货经纪有限公司财务经理，2015年至今担任公司财务总监。

截至2020年9月末，公司在职人员共计966人。按文化素质分，硕士及以上占比2.07%，本科占比13.04%，大专占比13.77%，高中及以下占比71.12%；按岗位构成分，销售人员占比4.55%，财务人员占比4.97%，管理人员占比13.46%，工程人员占比7.45%，其他人员占比69.57%；按年龄构成分，30岁以下占比16.56%，30~50岁占比61.80%，50岁以上占比21.64%。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(中征码:1101000000668728)，截至2021年2月5日，公司无未结清不良或关注类信贷信息。

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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

六、 管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构较完善，履行了有关法律法规的规定。

公司按照《公司法》制定了基本的法人治理结构，明确了股东会、董事会、监事及管理层层行使决策权、执行权和监督权时享有的权利及履行的义务，形成了基本的制衡机制。

股东会由全体股东组成，是公司的权力机构，行使选举和更换董事、审议批准董事会的报告等职权，股东会会议由股东按照出资比例行使表决权。

董事会由股东会选举产生，成员为三人。董事任期三年，任期届满，可连选连任。董事会设董事长一人，由董事会选举和罢免。董事会行使确定公司的长远规划和主要经营方针等职权。

公司设监事一人，由股东会选举产生。监事任期每届三年，任期届满，可连选连任。监事行使检查公司财务等职权。

公司总经理由董事会聘任或解聘，总经理行使全面负责公司的经营运作和组织管理工作等职权。

2. 管理水平

公司部门设置较齐全，内部主要管控制度较完整。

公司是一家综合性投资公司，设有总裁办公室、计财中心、人力资源部、投资发展部、海外业务部以及工程管理中心6个职能部门，

结合公司业务具体情况，在财务管理、关联交易管理、风险控制等方面建立了相应的规章制度，涵盖了公司日常经营管理的主要环节。

重大事项决策方面，公司重大决策程序按照《公司章程》《股东会议事规则》《董事会议事规则》《经营管理层议事规则》以及其他管理制度的规定进行。根据公司章程和《股东会议事规则》，股东会系公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，决定公司的一系列重大问题。有关公司经营方针和投资计划、年度财务预决算、增加或减少注册资本、发行公司债券、公司合并、分立解散等事项需经公司股东会审议通过。

财务管理方面，公司制订了《日常财务管理制度》《计财中心财务管理制度》《海南公司财务管理暂行规定》等相关制度体系。《计财中心财务管理制度》主要对各项财务收支的计划、控制、核算、分析和考核工作进行了详细的规定。

关联交易管理方面，公司规定应遵照“平等、自愿、等价、有偿”和“公正、公平、公开”的原则，对拟进行的关联交易由相关职能部门提出议案，议案应对该关联交易的具体事项、定价依据和对公司及股东利益的影响程度做出详细说明。同时，公司给予董事会和总裁相应的决策权限，并制定了具体的回避措施。

风险控制方面，公司为规范和加强风险管理和内部控制，建立了规范有效的风险控制体系，包括根据国家有关法律、法规，结合公司经营和管理实际，制定了《风险管理制度》《风险评估管理办法》等风险管理制度。

七、经营分析

1. 经营概况

受益于商品房销售收入及客房餐饮收入规模扩大，公司营业收入逐年增长，综合毛利率整体较稳定。

公司主营业务包括酒店运营、商品房销售、物业管理和对外投资业务。2017—2019年，公司分别实现营业收入 9.40 亿元、10.48 亿元和 10.51 亿元，逐年增长，年均复合增长 5.75%。2017—2019 年，公司分别实现净利润 5.32 亿元、3.32 亿元和 3.05 亿元，逐年下降，年均复合下降 24.29%，其中 2018 年下降较快主要系投资收益减少所致，2019 年下降主要系期间费用增多所致；实现归属于母公司所有者的净利润 5.90 亿元、3.96 亿元和 4.06 亿元。

从营业收入构成来看，2017—2019 年，公司分别实现客房餐饮收入 4.64 亿元、5.04 亿元和 4.87 亿元，波动增长；客房餐饮收入占比分别为 49.37%、48.12%和 46.30%，为公司第一大收入来源。2017—2019 年，公司分别实现商品房销售收入 2.95 亿元、3.63 亿元和 3.68 亿元，逐年增长。其中 2018 年增长较快主要系浙江安吉凤凰城项目结转收入增多所致；房地产销售收入占营业收入的比重分别为 31.36%、34.64%和 35.00%，逐年提升。2017—2019 年，公司物业管理及其他收入分别为 1.67 亿元、1.80 亿元和 1.96 亿元，呈现稳定增长态势；物业管理及其他收入占营业收入的比重分别为 17.77%、17.16%和 18.61%，占比变动不大。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况

业务板块	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
客房餐饮收入	4.64	49.37	41.63	5.04	48.12	48.03	4.87	46.30	51.57
商品房销售收入	2.95	31.36	42.90	3.63	34.64	31.78	3.68	35.00	31.37
物业管理及其他收入	1.67	17.77	59.69	1.80	17.16	58.78	1.96	18.61	60.07
其他业务收入	0.14	1.50	99.53	0.01	0.08	93.85	0.01	0.09	98.49
合计	9.40	100.00	46.11	10.48	100.00	44.28	10.51	100.00	46.12

资料来源：公司提供

从毛利率变化情况来看,2017—2019年,公司客房餐饮毛利率分别为41.63%、48.03%和51.57%,逐年提高。2017—2019年,公司商品房销售毛利率分别为42.90%、31.78%和31.37%,逐年下降,其中2018年同比下降11.12个百分点主要系浙江安吉凤凰城项目毛利率较低所致。2017—2019年,公司物业管理及其他业务毛利率分别为59.69%、58.78%和60.07%,整体较为稳定。综上,2017—2019年,公司综合毛利率分别为46.11%、44.28%和46.12%,整体较稳定。

2020年1—9月,公司实现营业收入7.76亿元,同比减少0.81%;实现净利润1.58亿元,同比减少37.98%,下降幅度较多主要系投资收益减少所致,其中归属于母公司所有者的净利润2.39亿元。

2. 酒店经营

近年来,公司将战略重心转向高档星级酒店投资及运营,公司旗下各酒店地理位置较为优越;但此次新冠疫情在一定时间内或对公司酒店经营造成较大影响。

公司自2008年投资战略由房地产开发转向持有性物业投资后,逐步投资酒店行业,定位为高档星级酒店投资及运营管理,除北京东方太阳城嘉宾国际酒店为公司自营以外,其他酒店均委托国际知名酒店管理公司经营。

委托国际知名酒店管理公司方面,公司作为酒店业主,投资建设前与酒店管理集团签订合作协议,确定设计方案及日后经营管理中双方的权利、义务和责任,管理集团依照自身的管理风格、服务规范、质量标准和运营方式向公司输出专业技术、管理人才和管理模式,公司向其支付一定比例的“基本管理费”(约占营业额的2%至5%)和“奖励管理费”(约占毛利润的3%至6%)。日常管理中,公司作为业主方,向每家酒店派入业主代表和业主财务人员,每年年末与酒店管理集团确定下年经营指标,并参照同品牌、同星级和地域位置的酒店的经营状况,每个季度对各个酒店经营利润和经营成本进行考核,确保公司该部分资产保值、增值。

截至2020年9月末,公司投资的5家星级酒店包括北京东方太阳城嘉宾国际酒店、三亚海棠湾喜来登度假酒店、三亚长岛旅业有限公司海棠湾金威万豪度假酒店、上海金桥红枫万豪酒店和浙江安吉JW万豪酒店(凤凰万豪),上述酒店分布于北京市、三亚市海棠湾、上海市浦东新区、浙江省安吉县等地,主要酒店地理位置较优越。2017—2019年,公司酒店经营情况基本保持良好,具体情况如下两表所示。2020年1—9月,受新冠疫情等因素影响,公司酒店整体入住率下降较多。

表6 截至2020年9月末公司酒店概况

酒店名称	星级	开业时间	市场定位	客房(间)
北京东方太阳城嘉宾国际酒店	四星级	2007年	旅游型	108
三亚海棠湾喜来登度假酒店	五星级	2012年	旅游型	500
三亚长岛旅业有限公司海棠湾金威万豪度假酒店	五星级	2012年	旅游型	160
上海金桥红枫万豪酒店	五星级	2013年	商务型	391
浙江安吉JW万豪酒店	五星级	2015年	旅游型	228

资料来源:公司提供

表7 公司各酒店经营情况

酒店	项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
北京东方太阳城嘉宾国际酒店	接待人次	38755	35758	34837	4271.00
	入住率(%)	56.00	65.00	58.00	9.00
	平均房价(元/间)	284.00	252.00	253.00	272.00
三亚海棠湾喜来登度假	接待人次	289883	297091	325721	151683.00

酒店	入住率 (%)	78.60	78.38	80.28	53.71
	平均房价 (元/间)	701.32	734.42	688.23	716.06
三亚长岛旅业有限公司 海棠湾金威万豪度假酒店	接待人次	55891	91320	75645	54244.00
	入住率 (%)	44.61	69.50	54.68	54.93
	平均房价 (元/间)	989.90	881.53	960.49	1301.16
上海金桥红枫万豪酒店	接待人次	107704	111848	119899	49082.00
	入住率 (%)	80.33	71.56	76.14	37.90
	平均房价 (元/间)	1076.19	1117.41	1086.95	887.05
浙江安吉 JW 万豪酒店	接待人次	77588	75892	71395	51370.00
	入住率 (%)	48.37	52.14	46.55	43.25
	平均房价 (元/间)	1117	1065.57	1072	995.74

资料来源：公司提供

3. 房地产开发

(1) 土地储备

公司土地储备规模一般，项目定位以养老地产为主，土地获取成本较低，但养老地产项目周期相对偏长；公司项目位于三亚、安吉和张家口，区域分布相对集中。

公司房地产开发业务的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是影响收入和利润规模最为重要的环节。

公司房地产开发项目主要定位为养老地产，养老地产的模式解决了老年的人居住问题，补充完善城市区域功能，带动相关行业和社区周边地区的发展，受到了各地方政府的大力支持，在土地获取方面公司拥有较强的议价能力，土地成本相对较低，但养老地产项目周期相对偏长。

从土地储备购置情况来看，鉴于土地收购对项目盈利的重要影响，公司对此持谨慎态度。目前，公司土地收购方式主要以股权收购

和直接拍买为主，由于近年投资战略逐步由房地产投资转向持有性地产投资，公司土地储备仅以之前已达成初步购买意向的项目为主。

2017年，公司新增土地购置面积3.80万平方米。2018年，公司新获取1宗土地，占地面积28.32万平方米，位于海南省三亚市天涯区，土地使用性质包含住宅、商服、住宿餐饮。2019年和2020年1—9月，公司无新增土地储备。

表8 公司土地储备获取情况（单位：万平方米、万元）

时间	土地购置占地面积	用途	购地支出
2017年	3.80	住宅	12420
2018年	28.32	住宅、商服、住宿、餐饮	35776
2019年	--	--	--
2020年1—9月	--	--	--

资料来源：公司提供

截至2020年9月末，公司土地储备如下表所示。土地储备占地面积58.30万平方米，规划建筑面积合计约55.00万平方米。按照公司过往新开工情况，公司土地储备能够满足未来7~9年左右开发。

表9 截至2020年9月末公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米）

项目公司名称	区域/位置	主要业态	占地面积	规划建面	楼面均价	尚未开发的土地面积	尚未开发的建筑面积
浙江凤凰国际置业有限公司	浙江省安吉	住宅	5.19	4.00	2000.00	5.19	4.00
三亚东方太阳城投资有限公司	海南省三亚市	住宅、商服、住宿、餐饮	28.32	23.00	1555.00	28.32	23.00

北京星宝宏房地产开发有限公司	河北省 张家口市	住宅, 商服	24.79	28.00	415.00	24.79	28.00
合计	--	--	58.30	55.00	1007.00	58.30	55.00

资料来源: 公司提供

(2) 项目建设与开发

伴随公司经营重心向酒店业务转移, 公司2017年-2019年及2020年1-9月房地产项目新开工面积较少, 未来投资金额规模不大, 但仍面临一定资金支出压力。

相比专业的房地产投资公司, 公司对项目的选取以公司战略为基准, 地产项目定位主要以养老地产为主。近年来公司主要在建项目为“宣府第一城”和“凤凰国际”, 分别位于张家口和安吉, 新开工面积较少, 截至2020年9月末, 公司期末在建面积13.14万平方米。

表 10 公司房地产开发情况

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1-9月
当期新开工面积(万平方米)	7.49	6.98	6.16	0.00
当期竣工面积(万平方米)	24.80	1.95	7.49	0.00

期末在建项目数量(个)	2	2	2	1
期末在建面积(万平方米)	49.44	54.47	48.14	13.14

注: 1、2019年底期末在建面积不等于期初在建面积+新开工面积-竣工面积主要系项目计划建筑面积变动所致; 2、2020年6月, 北京星宝宏房地产开发有限公司将土地证(全部土地)拆分成三个土地证, 其中BC区土地未开发建设转入土地储备中, 此处从在建面积中转出

资料来源: 公司提供

从在建项目投资情况来看, 截至2020年9月末, 公司在建项目预计总投资13.00亿元, 已完成投资8.48亿元, 尚需投资4.52亿元, 其中2020年10-12月预计投资0.40亿元, 2021年预计投资2.00亿元, 2022年预计投资1.60亿元。整体看未来投资金额规模不大, 但公司仍面临一定资金支出压力。

表 11 截至2020年9月末公司在开发项目投资金额情况(单位: 亿元)

项目名称	开工时间	预计总投资	已完成投资	2020年 10-12月预计 投资	2021年预计 投资	2022年预计 投资
凤凰国际BC区	2018年9月	7.00	5.85	0.05	0.70	0.40
凤凰国际I区	2019年7月	6.00	2.63	0.35	1.30	1.20
合计	--	13.00	8.48	0.40	2.00	1.60

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

(3) 房产销售

公司签约销售金额波动增长, 签约销售面积波动下降; 商品房库存整体去化情况较好, 剩余房产可售资源有限。公司房地产板块项目整体销售规模一般, 未来公司房地产板块可持续性面临不确定性。

从房地产销售情况看, 公司根据房地产项目所处地段、房屋品质(户型)、周边配套以及周边房地产价格综合确定房屋销售均价, 其中东方太阳城和凤凰国际分别位于北京顺义区、浙江安吉, 销售均价较高, 而宣府第一城则位于河北省张家口市, 房价比前两处较低且

地方房地产政策较为宽松。2017年-2019年, 公司签约销售均价分别为1.42万元/平方米、1.62万元/平方米和1.71万元/平方米, 逐年提高, 主要系浙江凤凰项目住宅开始销售, 拉高了整体销售均价所致。从房屋销售面积来看, 2018年, 公司房产销售量有所回落, 当期签约销售面积3.72万平方米, 同比减少30.73%, 主要系推盘项目减少所致; 2019年伴随凤凰国际BC区项目预售, 公司签约销售面积增长至5.19万平方米。综上, 2017年-2019年, 公司签约销售金额分别为7.61亿元、6.02亿元和8.90亿元, 波动增长。2020年1-9月, 公司签约销售

面积2.75万平方米，签约销售金额4.02亿元。

从结转情况看，2017年—2019年，公司结转收入面积分别为4.00万平方米、2.56万平方米和2.52万平方米，波动下降；结转收入分别为2.95亿元、3.63亿元和3.68亿元，逐年提高主要系结转项目单价较高所致。2020年1—9月，公司结转收入面积2.97万平方米，结转收入4.17亿元。

表 12 公司销售及结转数据情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
签约销售面积（万平方米）	5.37	3.72	5.19	2.75

签约销售金额（亿元）	7.61	6.02	8.90	4.02
签约销售均价（万元/平方米）	1.42	1.62	1.71	1.46
结转收入面积（万平方米）	4.00	2.56	2.52	2.97
结转收入（亿元）	2.95	3.63	3.68	4.17

资料来源：公司提供

截至2020年9月末，公司商品房总可售面积87.52万平方米，累计销售81.25万平方米，整体去化率92.84%，去化率较高。公司项目剩余可售面积6.27万平方米，剩余可售资源有限。

表 13 截至2020年9月末公司商品房库存去化情况（单位：万平方米、%）

项目名称	项目所在地	预售时间	竣工时间	可售面积	累计销售面积	去化率
宣府第一城	河北省张家口市	2010.11	2017.08	24.8	22.75	91.73
凤凰国际 A 区一期	浙江省安吉县	2013.12	2016.09	1.88	1.88	100.00
凤凰国际 A 区二期 1 标	浙江省安吉县	2016.12	2018.09	1.95	1.95	100.00
凤凰国际 A 区二期 2 标	浙江省安吉县	2018.01	2019.04	2.45	2.04	83.27
凤凰国际 A 区二期 3 标	浙江省安吉县	2017.07	2019.04	2.41	2.38	98.76
凤凰国际 A 区二期 4 标	浙江省安吉县	2018.04	2019.09	1.46	1.37	93.84
凤凰国际 BC 区一期	浙江省安吉县	2019.01	2021.12	2.56	2.45	95.7
凤凰国际 BC 区二期	浙江省安吉县	2019.05	2021.12	1.97	1.6	81.22
凤凰国际 BC 区三期	浙江省安吉县	2019.07	2021.12	2.34	1.9	81.2
凤凰国际 BC 区四期	浙江省安吉县	2020.03	2021.12	1.81	0.3	16.57
太阳城三期	北京顺义区	2007.05	2011.11	43.89	42.63	97.13
合计	--	--	--	87.52	81.25	92.84

资料来源：公司提供，联合资信整理

4. 对外投资

公司对外投资以对金融机构和上市公司的股权投资为主，投资收益对公司营业利润提供了较有力补充，但也存在一定的股权投资账面价值波动风险。

公司除酒店经营、房地产开发以外，还开展股权投资业务，通过被投公司的分红和退出

时实现的资本增值以获得投资收益，近年来投资收益显著，但公司投资收益对同方国信投资控股有限公司（以下简称“同方国信”）和重庆三峡银行股份有限公司（以下简称“三峡银行”）依赖度较高，若未来上述公司利润下降，公司盈利能力将受到影响。截至2020年9月末，公司主要对外股权投资如下表所示。

表 14 公司主要对外投资及收益情况（单位：亿元、%）

项目	期末账面价值				投资收益			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
同方国信	58.60	61.68	64.94	59.39	4.91	4.58	4.44	2.51
三峡银行	17.82	12.98	14.16	16.13	1.80	1.07	1.09	0.74
北京农商行	1.00	1.00	1.00	1.00	0.11	0.11	0.13	0.17

神州数码	17.32	10.78	15.92	19.45	--	0.03	0.20	0.16
项目	期末持股比例				收到的现金分红			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
同方国信	16.99	16.99	16.99	16.99	2.29	2.29	2.29	0.00
三峡银行	9.92	6.95	6.95	6.95	0.33	0.26	--	0.24
北京农商行	0.91	0.91	0.91	0.91	--	0.27	0.03	0.13
神州数码	12.26	12.26	12.26	11.78	--	0.03	0.20	0.16

资料来源：公司提供

公司股权投资业务中，对同方国信和三峡银行的投资计入长期股权投资；对神州数码集团股份有限公司（以下简称“神州数码”）、北京农村商业银行股份有限公司（以下简称“北京农商行”）的投资计入可供出售金融资产，其中对神州数码的投资按公允价值计量，对北京农商行的投资按成本计量。

在金融企业投资上，公司股权投资涉及银行、信托等金融企业。公司对被投资单位并无关于分红的约定，其投资收益主要由权益法核算的长期股权投资按照应享有被投资单位实现的净利润确认形成，现金分红波动较大，主要由被投资单位利润分配机制所致。其中，公司持有三峡银行和同方国信的股权对投资收益贡献较大。同方国信是以投资为主的控股公司，投资主要集中于金融机构及基础设施两大领域。截至 2019 年末，同方国信总资产 2824.32 亿元，净资产 553.95 亿元；2019 年实现营业总收入 130.39 亿元，净利润 52.16 亿元。公司直接投资并通过重庆希格玛海源投资有限公司（公司持股 100%）持有三峡银行共计 6.95% 的股权。三峡银行系经中国银监会批准，于 2008 年 2 月在原万州商业银行基础上重组而成的城市商业银行。截至 2019 年末，三峡银行注册资本 55.74 亿元，资产总额 2083.85 亿元，净资产 154.42 亿元；2019 年实现营业收入 44.92 亿元，净利润 16.05 亿元。在上市公司投资上，截至 2020 年 9 月末，公司持有上市公司神州数码（股票代码 000034.SZ）77035746 股股票（持股比例约 11.78%）；公司

对神州数码的投资按公允价值计量，面临公允价值波动的风险。

5. 经营效率

2017—2019 年，公司流动资产周转次数和总资产周转次数维持平稳，存货周转次数有所下降。

2017—2019 年，公司流动资产周转次数均为 0.19 次，存货周转次数分别为 0.17 次、0.16 次和 0.14 次，总资产周转次数均为 0.05 次。

6. 未来发展

公司未来仍将兼顾实业投资及运营和资本运作，发展战略清晰。

未来三年内，公司投资方向仍以酒店经营、金融类企业股权投资、旅游及养老地产、高科技和休闲文化为主。在投资模式上，公司投资将继续坚持股权投资和实业投资相结合模式，以形成集股权投资、酒店投资、房地产开发及商业运营、文化休闲服务为一体的集团化企业；并在此基础上积极探索养老地产、酒店运营与高科技结合，将已有项目与市场实现更好衔接为目标。

在未来三年内，公司将兼顾实业投资及运营和资本运作，实行“业务经营”与“资本运作”双轮驱动；公司将积极布局形成以“京津冀经济圈”“长三角经济圈”和“海南度假村”为核心的全国市场战略布局。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017 年度合并财务报表经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，公司提供的 2018—2019 年度合并财务报表经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，上述事务所均对以上财务报表出具了标准无保留审计意见。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定的披露规定编制。截至 2017 年底，公司纳入合并范围的控股子公司 23 家，较年初无变化；截至 2018 年末，公司纳入合并范围的控股子公司 24 家，较年初增加合并单位 1 家；截至 2019 年末，公司纳入合并范围的控股子公司 24 家，较年初无变化。截至 2020 年 9 月末，公司纳入合并范围的控股子公司 24 家，较年初无变化。公司合并范围变动规模一般，主营业务连续，财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 200.56 亿元，所有者权益 89.23 亿元（含少数股东权益 1.14 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 10.51 亿元，利润总额 3.34 亿元。

截至 2020 年 9 月末，公司合并资产总额 198.27 亿元，所有者权益 87.56 亿元（含少数股东权益 0.34 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 7.76 亿元，利润总额 1.72 亿元。

2. 资产质量

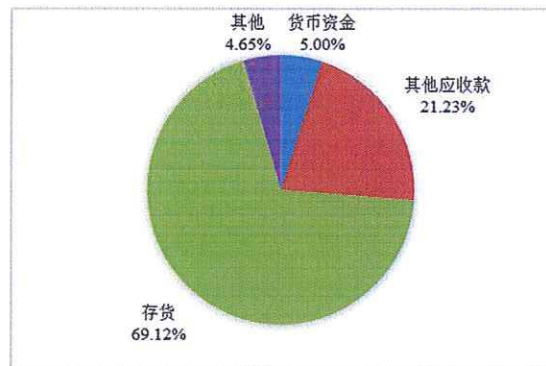
公司资产规模波动增长，以非流动资产为主。流动资产以存货和其他应收账款为主，公司货币资金规模较小，其他应收账款规模较大，存在一定的资金占用；非流动资产以长期股权投资、可供出售金融资产和固定资产为主，按公允价值计量的可供出售金融资产面临账面价值波动风险；公司资产流动性一般，资产受限程度较高，整体资产质量待改善。

2017—2019 年末，公司合并资产总额波动

增长，年均复合增长 0.65%。截至 2018 年末，公司资产总额 186.08 亿元，较年初减少 6.00%，主要系非流动资产减少所致；截至 2019 年末，公司合并资产总额 200.56 亿元，较年初增长 7.78%，流动资产与非流动资产均有所增长。其中，流动资产占 29.72%，非流动资产占 70.28%，公司资产以非流动资产为主。

2017—2019 年末，公司流动资产波动增长，年均复合增长 2.86%。截至 2018 年末，公司流动资产总额 53.48 亿元，较年初减少 5.06%，主要系货币资金减少所致。截至 2019 年末，公司流动资产 59.60 亿元，较年初增长 11.45%，主要系其他应收款和存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 5.00%）、其他应收款（占 21.23%）和存货（占 69.12%）构成。

图 2 截至 2019 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年末，公司货币资金波动下降，年均复合下降 39.25%。截至 2018 年末，公司货币资金 2.77 亿元，较年初减少 65.74%，主要系偿还到期债务所致。截至 2019 年末，公司货币资金 2.98 亿元，较年初增长 7.73%。截至 2019 年末，货币资金中有 600 万元受限资金，受限比例为 2.01%，主要为保函保证金。

2017—2019 年末，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 6.67%。截至 2019 年末，公司其他应收款 12.65 亿元，较年初增长 19.25%，主要系保证金押金增多所致；其他应收款主要由往来款（占比 74.58%）和保证金押金（占比 22.64%）构成，累计计提坏账准备 0.32 亿元，

计提比例2.52%；按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款余额6.39亿元，占比49.84%，

集中度较高。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定的占用。

表 15 截至 2019 年末其他应收款余额前五名情况（单位：亿元）

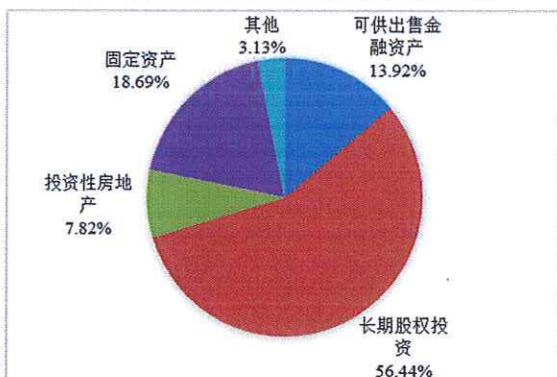
单位名称	款项性质	年末余额	账龄	余额占比	坏账准备	是否为关联方
上海联合产权交易所	保证金	2.73	1 年以内、2~3 年	21.28	0.00	否
北京希之源投资有限公司	往来款	1.32	1 年以内、3 年以上	10.28	0.00	是
北京深海鸿投资顾问有限公司	往来款	1.13	1 年以内	8.84	0.00	是
深圳市深信泰丰投资发展有限公司	往来款	0.74	3 年以上	5.77	0.00	是
吉林省万隆置业有限公司	往来款	0.47	3 年以上	3.67	0.00	是
合计	--	6.39	--	49.84	0.00	--

资料来源：公司提供

2017—2019年末，公司存货呈逐年增长态势，年均复合增长9.23%。截至2019年末，公司存货账面价值41.20亿元，较年初增长10.37%，主要系地产项目投入增多所致；存货主要为开发成本（占78.49%）和开发产品（占20.42%），开发成本主要是凤凰国际项目和三亚市东方太阳城主题游览项目开发成本，公司未计提存货跌价准备，若未来房地产市场发生重大不利变动，公司可能面临一定存货减值风险。

2017—2019年末，公司非流动资产波动下降，年均复合下降0.24%。截至2019年末，公司非流动资产140.96亿元，较年初增长6.30%，主要系可供出售金融资产和长期股权投资增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占13.92%）、长期股权投资（占56.44%）、投资性房地产（占7.82%）和固定资产（占18.69%）构成。

图 3 截至 2019 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年末，公司可供出售金融资产波动下降，年均复合下降 0.58%，主要系神州数码股价波动所致。截至 2019 年末，公司可供出售金融资产 19.62 亿元，较年初增长 37.45%；可供出售金融资产全部为可供出售权益工具，其中按公允价值计量的可供出售权益工具 15.92 亿元，主要系所持有 8018.57 万股神州数码股票；按成本计量的可供出售权益工具 3.71 亿元，累计计提减值准备 0.11 亿元，计提比例 2.75%。

2017—2019年末，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长1.91%。截至2019年末，公司长期股权投资79.57亿元，较年初增长5.82%，变动不大；长期股权投资主要为对联营企业的投资，具体明细如表16所示。

表 16 截至 2019 年末公司长期股权投资明细情况（单位：亿元）

被投资企业名称	账面余额
北京万柳高尔夫俱乐部有限公司	0.13
北京万柳体育公园有限公司	0.00
北京万柳会议服务有限公司	0.06
临沧邦泰普归庄园有限公司	0.26
重庆三峡银行股份有限公司	14.16
同方国信投资控股有限公司	64.94
合计	79.57

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

公司投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量。2017—2019 年末，公司投资性房

地产波动增长,年均复合增长0.50%。截至2019年末,公司投资性房地产11.03亿元,较年初增长2.23%;投资性房地产主要为持有的希格玛大厦及公寓,已全部办理抵押手续。

2017—2019年末,公司固定资产呈逐年下降态势,年均复合下降5.56%。截至2019年末,公司固定资产26.34亿元,较年初减少5.24%,主要系计提折旧所致;固定资产主要由房屋建筑物(占比87.84%)和机器设备(占比11.23%)构成,固定资产累计计提折旧9.06亿元,固定

资产成新率70.87%,成新率尚可。

截至2020年9月末,公司受限资产合计73.08亿元,其中货币资金0.06亿元,可供出售金融资产18.19亿元,存货13.02亿元,长期股权投资6.24亿元,投资性房地产11.03亿元,固定资产21.61亿元,无形资产2.93亿元;受限资产占总资产的36.86%,资产受限程度较高。此外公司直接或间接持有的子公司股权受限情况如下。

表17 截至2020年9月末直接或间接持有的子公司股权受限情况(单位:亿元、%)

子公司名称	截至2020年9月末资产总额	母公司直接或间接持有的股权比例合计	母公司持有的股权中权利受限的比例	受限原因
北京希格玛物业管理有限责任公司	19.63	80.00	100.00	银行借款
三亚长岛旅业有限公司	26.44	60.00	100.00	银行借款
上海亨昌实业有限公司	11.80	32.20	100.00	银行借款
合计	57.87	--	--	--

资料来源:公司提供

截至2020年9月末,公司合并资产总额198.27亿元,较上年底下降1.14%,较上年底变化不大。其中,流动资产占29.11%,非流动资产占70.89%。公司资产以非流动资产为主,资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2017年—2019年,公司所有者权益波动增长,所有者权益中未分配利润占比较大,权益结构稳定性一般。

2017—2019年末,公司所有者权益波动增长,年均复合增长2.64%。截至2019年末,公司所有者权益合计89.23亿元,较年初增长10.00%,主要系其他综合收益和未分配利润增多所致。其中,归属于母公司所有者权益占比为98.72%,少数股东权益占比为1.28%。归属于母公司所有者权益88.09亿元,实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占1.14%、24.30%、13.78%、0.68%和60.09%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大,权益结构稳定性一般。

截至2020年9月末,公司所有者权益87.56亿元,较上年底下降1.88%,较上年底变化不大。其中,归属于母公司所有者权益占比为99.62%,少数股东权益占比为0.38%。在所有者权益中,实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占1.15%、20.72%、14.01%、0.69%和63.42%。所有者权益中未分配利润占比较大,权益结构稳定性一般。

公司资本公积主要由资本溢价(股本溢价)和其他资本公积(主要系确认按权益法下核算的被投资单位的资本公积形成)。截至2020年9月末,公司资本公积18.07亿元,较上年底减少15.58%,主要系同方国信资本公积减少所致。

(2) 负债

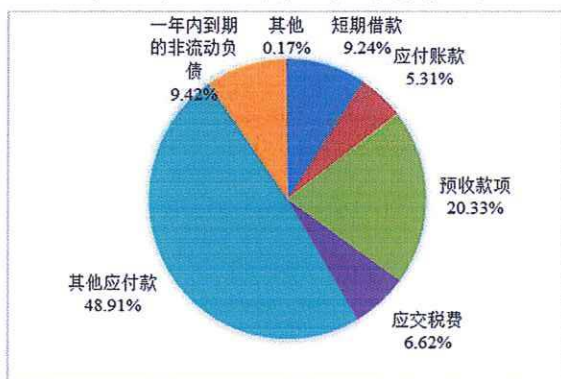
2017年—2019年,公司负债规模变动不大,整体债务负担一般,从全部债务期限结构来看,假设债券全部回售的情形下,公司面临较大集中偿付压力。

2017—2019年末,公司负债总额波动下

降, 年均复合下降 0.86%。截至 2019 年末, 公司负债总额 111.33 亿元, 较年初增长 6.07%, 主要系非流动负债增长所致。其中, 流动负债占 53.49%, 非流动负债占 46.51%。

2017—2019 年末, 公司流动负债波动下降, 年均复合下降 5.90%。截至 2019 年末, 公司流动负债 59.55 亿元, 较年初下降 13.93%, 主要系一年内到期的非流动负债减少所致。公司流动负债主要由短期借款 (占 9.24%)、应付账款 (占 5.31%)、其他应付款 (占 48.91%)、预收款项 (占 20.33%) 和一年内到期的非流动负债 (占 9.42%) 构成。

图 4 截至 2019 年末公司流动负债结构



资料来源：公司审计报告

2017—2018 年, 公司无短期借款。截至 2019 年末, 公司新增短期借款 5.50 亿元, 为质押借款, 贷款单位为重庆国际信托股份有限公司, 融资成本 10.20%, 质押物为神州数码 66130000 股股权。

2017—2019 年末, 公司应付账款连续下降, 年均复合下降 24.34%。截至 2019 年末, 公司应付账款 3.16 亿元, 较年初下降 35.07%, 主要系支付工程款所致。

2017—2019 年末, 公司预收款项连续增长, 年均复合增长 36.03%。截至 2019 年末, 公司预收款项 12.10 亿元, 较年初增长 34.45%, 主要系预收购房款增多所致。

2017—2019 年末, 公司应交税费波动下降, 年均复合下降 3.41%。截至 2018 年末, 公司应交税费 3.94 亿元, 较年初减少 6.77%, 主

要系应交增值税减少所致。截至 2019 年末, 公司应交税费 3.94 亿元, 较年初增长 0.06%, 较年初变化不大。

2017—2019 年末, 公司其他应付款连续下降, 年均复合下降 8.94%。截至 2019 年末, 公司其他应付款 29.12 亿元, 较年初下降 14.66%, 主要系支付往来款所致; 其他应付款主要为往来款、项目款和未转收入暂收款等。

2017—2019 年末, 公司一年内到期的非流动负债波动下降, 年均复合下降 40.12%。截至 2019 年末, 公司一年内到期的非流动负债 5.61 亿元, 较年初下降 67.22%, 主要系偿还“16 中希 01”所致。

2017—2019 年末, 公司非流动负债波动增长, 年均复合增长 6.08%。截至 2018 年末, 公司非流动负债合计 35.77 亿元, 较年初下降 22.27%, 主要系应付债券减少所致。截至 2019 年末, 公司非流动负债 51.78 亿元, 较年初增长 44.75%, 主要系应付债券增多所致。公司非流动负债主要由长期借款 (占 56.88%)、应付债券 (占 30.79%) 和递延所得税负债 (占 12.32%) 构成。

2017—2019 年末, 公司长期借款波动增长, 年均复合增长 12.36%。截至 2019 年末, 公司长期借款 29.45 亿元, 较年初下降 4.16%, 其中抵押质押保证借款占比较高。

2017—2019 年末, 公司应付债券波动下降, 年均复合下降 0.12%。截至 2019 年末, 公司应付债券 15.95 亿元, 全部为“19 中希 01” (发行规模 16.00 亿元, 发行时票面利率 8.20%, 起息日期 2019 年 3 月 25 日, 债券期限 3 (2+1) 年)。

2017—2019 年末, 公司递延所得税负债波动下降, 年均复合下降 2.44%, 主要系可供出售金融资产公允价值变动产生的应纳税暂时性差异波动所致。截至 2019 年末, 公司递延所得税负债 6.38 亿元, 较年初增长 26.66%。

2017—2019 年末, 公司全部债务波动增长, 年均复合增长 1.40%。截至 2019 年末, 公

司全部债务 56.51 亿元，较年初增长 5.92%。其中，短期债务占 19.66%，长期债务占 80.34%，以长期债务为主。2017—2019 年末，公司资产负债率分别为 57.22%、56.41%和 55.51%，连续下降。全部债务资本化比率分别为 39.35%、39.67%和 38.77%，波动下降。长期债务资本化比率分别为 31.70%、27.48%和 33.72%，波动上升。整体看，公司债务负担一般。

截至 2020 年 9 月末，公司负债总额 110.71 亿元，较上年底下降 0.56%，较上年底变化不大。其中，流动负债占 50.52%，非流动负债占 49.48%。公司流动负债与非流动负债相对均

衡，负债结构较上年底变化不大。截至 2020 年 9 月末，公司全部债务 57.72 亿元，较上年底增长 2.14%，较上年底变化不大。债务结构方面，短期债务占 17.69%，长期债务占 82.31%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2020 年 9 月末，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 55.84%、39.73%和 35.17%，较上年底分别提高 0.33 个百分点、提高 0.96 个百分点和提高 1.45 个百分点。从全部债务期限结构来看，假设债券全部回售的情形下，公司面临较大集中偿付压力。

表 18 截至 2020 年 9 月末公司全部债务期限分布情况（单位：亿元）

假设债券不回售					
项目	短期借款	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	合计
1 年内	7.50	2.71	--	--	10.21
1~2 年	--	--	4.54	15.95	20.48
2~3 年	--	--	1.62	--	1.62
3~4 年	--	--	1.89	--	1.89
4 年及以上	--	--	23.51	--	23.51
合计	7.50	2.71	31.56	15.95	57.72
假设债券全部回售					
项目	短期借款	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	合计
1 年内	7.50	2.71	--	15.95	26.16
1~2 年	--	--	4.54	--	4.54
2~3 年	--	--	1.62	--	1.62
3~4 年	--	--	1.89	--	1.89
4 年及以上	--	--	23.51	--	23.51
合计	7.50	2.71	31.56	15.95	57.72

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2017 年—2019 年，公司收入规模逐年增长，但费用收入比偏高，且受投资收益减少影响，公司利润规模有所下降，投资收益对公司利润影响很大。

2017—2019 年，公司分别实现营业收入 9.40 亿元、10.48 亿元和 10.51 亿元，逐年增长，年均复合增长 5.75%。2017—2019 年，公司分别实现净利润 5.32 亿元、3.32 亿元和 3.05 亿

元，逐年下降，年均复合下降 24.29%，其中 2018 年下降较快主要系投资收益减少所致；实现归属于母公司所有者的净利润 5.90 亿元、3.96 亿元和 4.06 亿元。

2017—2019 年，公司费用总额连续增长，年均复合增长 10.55%。2019 年，公司期间费用总额为 7.17 亿元，较上年增长 12.22%，主要系财务费用增长所致。其中公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为

9.22%、52.62%、0.63%和 37.52%，受固定资产折旧等因素影响管理费用占比较高。2017—2019 年，随着公司收入规模扩大，销售费用和管理费用逐年增长，分别年均复合增长 37.30%和 4.81%。2017—2019 年，公司财务费用逐年增长，年均复合增长 14.74%，主要系利息支出增多所致。2017—2019 年，公司研发费用分别为 0.04 亿元、0.05 亿元和 0.05 亿元，变动不大，主要为子公司开发人员工资。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 62.45%、60.98%和 68.25%，波动上升，受固定资产折旧等因素影响公司期间费用对利润影响较大。

从利润构成情况来看，公司利润中投资收益占比较大，2017—2019 年公司分别实现投资收益 6.91 亿元、5.72 亿元和 5.91 亿元，波动减少，年均复合减少 7.50%，其中 2018 年同比减少 17.22%主要系权益法核算的长期股权投资收益减少所致；投资收益占营业利润的比重分别为 120.39%、164.20%和 176.97%，投资收益是公司利润的重要来源。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司营业利润率分别为 39.82%、39.10%和 40.66%，波动上升。2017—2019 年，公司总资本收益率分别为 5.27%、4.12%和 3.94%，持续下降。公司净资产收益率分别为 6.28%、4.09%和 3.42%，持续下降。整体看，公司盈利能力有待提升。

2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 7.76 亿元，同比减少 0.81%；实现净利润 1.58 亿元，同比减少 37.98%，下降幅度较多主要系投资收益减少所致，其中归属于母公司所有者的净利润 2.39 亿元。

5. 现金流

公司经营活动现金流呈持续净流入状态，往来款较多使得收到与支付的其他与经营活动有关的现金规模较大；投资活动现金流有所波动，2018 年受收回投资收到的现金减少影响投资活动现金流转为净流出；筹资活动现金流持续净流出。

表 19 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	44.30	35.95	36.88	18.11
经营活动现金流出小计	40.52	33.69	35.02	15.15
经营现金流量净额	3.78	2.27	1.86	2.96
投资活动现金流入小计	13.29	4.02	5.58	1.22
投资活动现金流出小计	10.09	6.12	5.53	0.59
投资活动现金流量净额	3.20	-2.10	0.05	0.63
筹资活动前现金流量净额	6.99	0.17	1.91	3.60
筹资活动现金流入小计	19.47	15.51	35.57	6.34
筹资活动现金流出小计	20.59	21.00	37.26	8.89
筹资活动现金流量净额	-1.11	-5.49	-1.70	-2.56
现金收入比	144.15	128.82	136.55	156.98

资料来源：公司年报及三季报

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营现金流入分别为 44.30 亿元、35.95 亿元和 36.88 亿元，波动下降，年均复合下降 8.76%。其中 2018 年同比减少 18.85%，主要系收到的往来款减少所致，2019 年同比增长 2.58%变动不大。2017—2019 年，公司经营活动现金流出分别为 40.52 亿元、33.69 亿元和 35.02 亿元，波动下降，年均复合下降 7.03%。其中 2018 年同比减少 16.87%主要系支付的往来款减少所致，2019 年同比增长 3.97%。2017—2019 年，公司经营活动现金流量净额分别为 3.78 亿元、2.27 亿元和 1.86 亿元，持续净流入，但净流入规模逐年减少。2017—2019 年，公司现金收入比分别为 144.15%、128.82%和 136.55%，波动下降。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入分别为 13.29 亿元、4.02 亿元和 5.58 亿元，波动下降，年均复合下降 35.21%。其中 2018 年同比减少 69.72%，主要系收回短期理财产品减少所致，2019 年同比增长 38.63%主要系收回投资收到的现金增多所致。2017—2019 年，公司投资活动现金流出分别为 10.09 亿元、6.12 亿元和 5.53 亿元，连续下降，年均复合下降 25.97%。其中 2018 年同比减少 39.34%主要系购买短期理财产品减少所致，2019 年同比减少 9.66%主要系支付企业间资金拆借减少所致。2017—2019 年，公司投资活动

现金流量净额分别为 3.20 亿元、-2.10 亿元和 0.05 亿元。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入分别为 19.47 亿元、15.51 亿元和 35.57 亿元，波动增长，年均复合增长 35.15%，主要系新增融资波动增多所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出分别为 20.59 亿元、21.00 亿元和 37.26 亿元，连续增长，年均复合增长 34.54%。其中 2019 年同比增多 77.47% 主要系偿还债务支付的现金增多以及偿还企业间资金拆借所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 -1.11 亿元、-5.49 亿元和 -1.70 亿元，持续净流出。

2020 年 1—9 月，公司经营活动产生的现金流量净额 2.96 亿元，投资活动产生的现金流量净额 0.63 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 -2.56 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较弱，长期偿债能力一般，考虑到公司拥有较大规模的可供出售金融资产和酒店资产，且长期股权投资的投资收益良好，一定程度上提升了公司对全部债务的保障能力，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年

末，公司流动比率分别为 83.76%、77.29% 和 100.09%，波动上升。其中 2018 年末有所下降主要系偿还到期债务、货币资金减少所致。

2017—2019 年末，公司速动比率分别为 32.41%、23.34% 和 30.91%，波动下降。公司流动资产对流动负债的保障程度一般。2017—2019 年末，公司现金短期债务比分别为 0.55 倍、0.12 倍和 0.27 倍，波动下降，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。截至 2020 年 9 月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 103.19%、30.34% 和 0.39 倍。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 波动下降，年均复合减少 10.53%。2019 年，公司 EBITDA 为 7.97 亿元，同比增长 3.65%，主要系计入财务费用的利息支出增多所致；EBITDA 主要由折旧（占 22.53%）、计入财务费用的利息支出（占 33.69%）、利润总额（占 41.96%）构成。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.88 倍、2.14 倍和 1.80 倍，连续下降，EBITDA 对利息的覆盖程度一般。2017—2019 年，公司全部债务/EBITDA 分别为 5.52 倍、6.94 倍和 7.09 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

表 20 公司偿债能力指标

项目	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
短期偿债能力指标	流动比率（%）	83.76	77.29	100.09	103.19
	速动比率（%）	32.41	23.34	30.91	30.34
	经营现金流动负债比（%）	5.63	3.28	3.12	--
	现金类资产/短期债务（倍）	0.55	0.12	0.27	0.39
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	9.95	7.69	7.97	--
	全部债务/EBITDA（倍）	5.52	6.94	7.09	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.88	2.14	1.80	--

资料来源：联合资信根据公司年报及三季报整理

截至 2020 年 9 月末，公司对外担保余额 3.20 亿元，占净资产的 3.65%；被担保企业分别为三河市东方创富房地产开发有限公司（以下简称“东方创富”）和三河市东方合信房地产开发有限公司，均为公司持有待售的可供出售金

融资产，担保金额分别为 1.00 亿元和 2.20 亿元，担保到期日均为 2021 年 3 月 20 日（上述两笔被担保债务由被担保企业全部股东共同担保，公司用于担保的股权账面价值合计为 2,000.00 万元，其中东方创富被担保债务已于 2020 年 11 月

清偿)。

截至2020年9月末,公司无涉案金额超过500万元的重大诉讼。

截至2020年9月末,公司获得金融机构授信总额度45.38亿元,其中已使用授信额度43.91亿元,尚未使用授信额度1.47亿元,公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 母公司财务分析

公司母公司资产主要由其他应收款、可供出售金融资产和长期股权投资构成;母公司负债主要由其他应付款、长期借款和应付债券构成;母公司所有者权益中其他综合收益和未分配利润占比高;母公司收入和利润规模较小。

截至2019年末,公司母公司资产规模75.62亿元,较年初增长11.57%,主要系可供出售金融资产增多所致;母公司资产主要由其他应收款(占比47.39%)、可供出售金融资产(占比23.97%)和长期股权投资(占比27.01%)构成。

截至2019年末,公司母公司负债规模51.95亿元,较年初增长6.99%,主要系短期借款和递延所得税负债增多所致;母公司负债主要由短期借款(占10.59%)、其他应付款(占40.09%)、一年内到期的非流动负债(占8.54%)、应付债券(占30.69%)和递延所得税负债(占7.42%)构成。

截至2019年末,公司母公司所有者权益23.67亿元,较年初增长23.15%,主要系其他综合收益增多所致,其中实收资本占4.24%,资本公积占7.54%,其他综合收益占48.46%,盈余公积占2.54%,未分配利润占37.21%。

2019年,公司母公司营业收入471.70万元;实现净利润5862.26万元,利润主要为投资收益。

2019年,公司母公司经营活动产生的现金流量净额为4.02亿元,投资活动产生的现金流量净额为-1.97亿元,筹资活动产生的现金流量净额为-1.45亿元。

截至2020年9月末,母公司资产总额81.43

亿元,所有者权益为27.45亿元,负债总额53.98亿元;母公司资产负债率66.29%;全部债务28.14亿元,全部债务资本化比率50.61%。2020年1—9月,母公司营业收入0.00亿元,利润总额0.24亿元,投资收益0.74亿元。

九、本期公司债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入和EBITDA对本期债券保障程度一般,本期债券为补充抵押担保或质押担保形式,有助于增强本期债券的偿债保障。同时,考虑到公司的经营规模和区域分布等因素,联合资信认为,公司对本期债券的偿还能力很强。

1. 本期公司债券对现有债务的影响

截至2020年9月末,公司全部债务57.72亿元,本期拟发行债券规模为不超过5.00亿元,相对于公司债务规模,本期债券发行额度对公司债务水平有一定影响。

以2020年9月末财务数据为基础,本期债券发行后,在其他因素不变的情况下,公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由55.84%、39.73%和35.17%上升至56.92%、41.73%和37.49%,公司负债水平有所上升,债务负担有所加重。考虑到扣除发行费用后,本期债券募集资金拟用于偿还公司债务,实际债务水平的变化将低于上述预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

以2019年的财务数据为基础,公司2019年EBITDA为7.97亿元,为本期公司债券发行额度5.00亿元的1.59倍,EBITDA对本期债券的覆盖程度一般;2019年,公司经营活动现金流入36.88亿元,为本期公司债券发行额度5.00亿元的7.38倍,对本期债券覆盖程度一般。

公司可为本期债券补充抵押担保或质押担保。公司可在本期债券发行所募集的募集资

金到位后六个月内，以评估价值不低于本期债券累计待偿本金 1.5 倍的资产（包括但不限于土地使用权、房屋建筑物等）设定第一优先顺位的抵押或质押，为本期债券本息偿还提供第一优先顺位的抵押担保或质押担保，以保障本期债券的本息按约定如期足额兑付。如公司与全体债券持有人协商一致，则公司可豁免为本期债券办理补充抵质押手续。

十、 结论

公司在国内酒店运营、商品房销售、股权投资等方面具有较丰富的运营经验。公司经营的酒店地理位置优越，管理方品牌优势显著；公司地产板块以养老地产为主，具备差异化竞争优势；对外投资主要以对金融机构和上市公司的股权投资为主，投资收益为公司营业利润提供了有力补充，经营性现金流持续净流入。但联合资信也关注到公司项目开发规模一般、剩余可售房产资源有限、未来房地产板块经营规模和业务可持续性面临不确定性、资产流动性一般且受限比例较大、公司费用收入比偏高且对外投资面临一定的账面价值波动风险、酒店行业竞争日趋激烈、受新冠疫情冲击影响流动性风险加大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

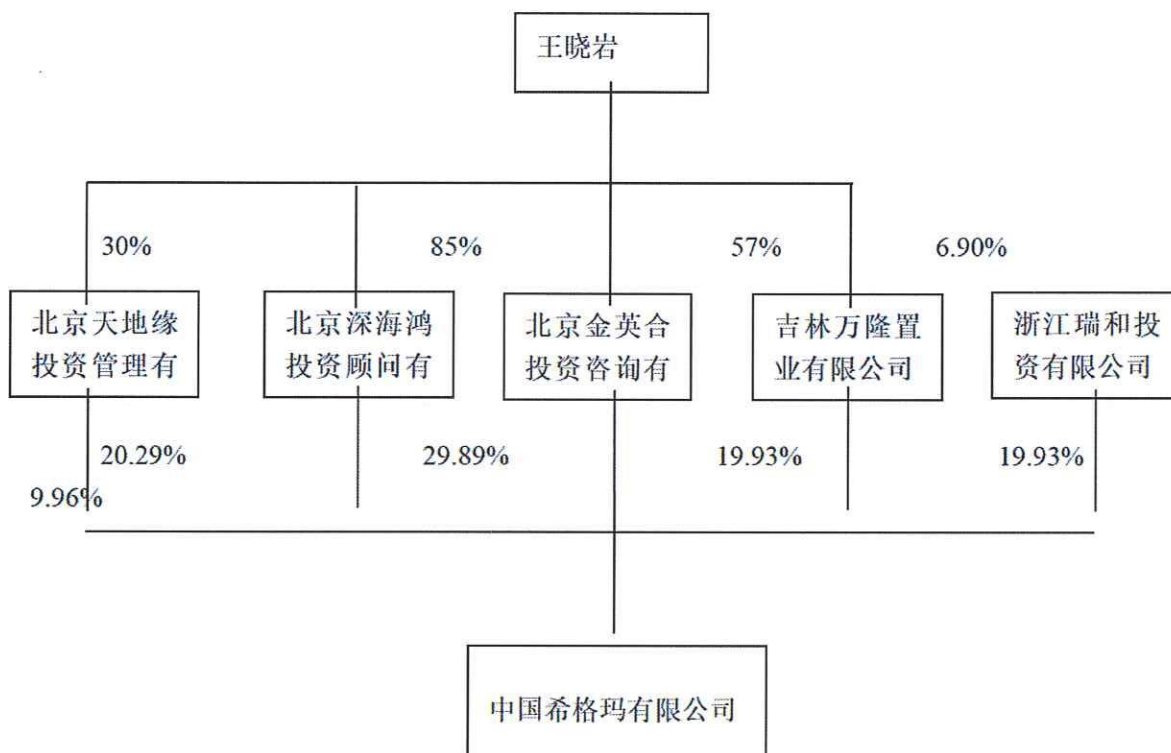
公司经营活动现金流入和 EBITDA 对本期债券保障程度一般。公司可为本期债券补充抵押担保或质押担保。公司可在本期债券发行所募集的募集资金到位后六个月内，以评估价值不低于本期债券累计待偿本金 1.5 倍的资产（包括但不限于土地使用权、房屋建筑物等）设定第一优先顺位的抵押或质押，为本期债券本息偿还提供第一优先顺位的抵押担保或质押担保，以保障本期债券的本息按约定如期足额兑付。如公司与全体债券持有人协商一致，则公司可豁免为本期债券办理补充抵质押手续。

未来，随着酒店管理日趋成熟以及在建

物业陆续销售，公司整体经营状况有望保持良好。联合资信对公司的评级展望为稳定。

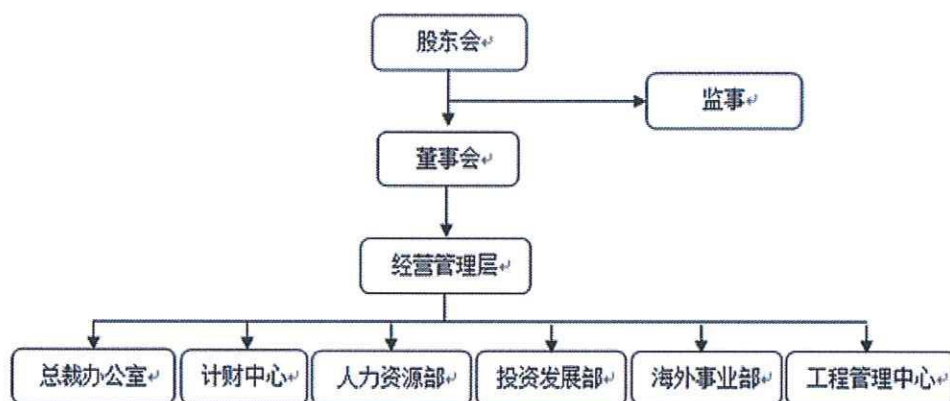
基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期债券到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月末中国希格玛有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 月末中国希格玛有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 9 月末中国希格玛有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	实收资本(亿元)	持股比例 (%)	表决权比例 (%)
1	北京年度酒庄有限公司	零售预包装食品、 种植果树	0.10	90.00	90.00
2	北京希格玛物业管理有限责任公司	物业管理	0.32	80.00	80.00
3	北京东方太阳城房地产开发有限公 司	房地产开发及酒店 管理	1.00	35.00	35.00
4	三亚东方太阳城投资有限公司	房地产开发经营	1.00	80.00	80.00
5	三亚橡树谷高尔夫俱乐部管理有限公司	健身运动场地管理	0.01	80.00	80.00
6	三亚橡树谷旅业发展有限责任公司	旅游景点开发	0.30	80.00	80.00
7	三亚怡龙置业有限责任公司	房地产信息咨询及 服务	0.50	80.00	80.00
8	三亚长岛旅业有限公司	酒店管理	0.60 亿美元	60.00	60.00
9	红板凳科技股份有限公司	技术开发	0.50	80.00	80.00
10	上海希格玛置业有限公司	房地产开发经营	0.30	90.00	90.00
11	浙江凤凰国际置业有限公司	房地产开发、酒店 管理、旅游产品开 发	1.00	50.00	50.00
12	重庆希格玛海源实业发展有限公司	股权投资	1.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	8.60	2.77	2.98	4.02
资产总额（亿元）	197.97	186.08	200.56	198.27
所有者权益（亿元）	84.70	81.12	89.23	87.56
短期债务（亿元）	15.65	22.62	11.11	10.21
长期债务（亿元）	39.31	30.73	45.40	47.51
全部债务（亿元）	54.96	53.35	56.51	57.72
营业收入（亿元）	9.40	10.48	10.51	7.76
利润总额（亿元）	5.71	3.48	3.34	1.72
EBITDA（亿元）	9.95	7.69	7.97	--
经营性净现金流（亿元）	3.78	2.27	1.86	2.96
财务指标				
销售债权周转次数（次）	21.00	43.66	42.20	--
存货周转次数（次）	0.17	0.16	0.14	--
总资产周转次数（次）	0.05	0.05	0.05	--
现金收入比（%）	144.15	128.82	136.55	156.98
营业利润率（%）	39.82	39.10	40.66	35.11
总资本收益率（%）	5.27	4.12	3.94	--
净资产收益率（%）	6.28	4.09	3.42	--
长期债务资本化比率（%）	31.70	27.48	33.72	35.17
全部债务资本化比率（%）	39.35	39.67	38.77	39.73
资产负债率（%）	57.22	56.41	55.51	55.84
流动比率（%）	83.76	77.29	100.09	103.19
速动比率（%）	32.41	23.34	30.91	30.34
经营现金流动负债比（%）	5.63	3.28	3.12	--
现金短期债务比（倍）	0.55	0.12	0.27	0.39
EBITDA 利息倍数（倍）	2.88	2.14	1.80	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.52	6.94	7.09	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 截至 2018 年末，公司其他应付款中借款部分已计入债务；4. 2020 年三季度未经审计，相关指标未年化。

资料来源：公司年报及三季报，联合资信搜集整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	6.07	0.42	1.02	1.14
资产总额（亿元）	77.29	67.78	75.62	81.43
所有者权益（亿元）	23.18	19.22	23.67	27.45
短期债务（亿元）	14.65	16.00	9.94	9.06
长期债务（亿元）	15.98	4.94	17.33	19.07
全部债务（亿元）	30.63	20.94	27.27	28.14
营业收入（亿元）	0.21	0.05	0.05	0.00
利润总额（亿元）	0.85	0.64	0.59	0.24
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	6.58	-0.12	4.02	0.51
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.97	--	--	--
存货周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	308.17	106.00	106.00	--
营业利润率（%）	99.58	97.31	99.77	--
总资产收益率（%）	1.60	1.63	1.15	--
净资产收益率（%）	3.71	3.42	2.48	--
长期债务资本化比率（%）	40.81	20.45	42.27	40.99
全部债务资本化比率（%）	56.92	52.14	53.54	50.61
资产负债率（%）	70.01	71.64	68.70	66.29
流动比率（%）	117.93	86.47	119.89	125.64
速动比率（%）	117.89	86.44	119.85	125.61
经营现金流动负债比（%）	19.40	-0.28	13.05	--
现金短期债务比（倍）	0.41	0.03	0.10	0.13
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

资料来源：公司本部年报及三季报，联合资信搜集整理

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%
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
 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 4-1 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 4-2 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 4-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 中国希格玛有限公司 2021 年公开发行公司债券(第一期) 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求,联合资信将在本次(期)债券存续期内,在每年中国希格玛有限公司年报公告后的两个月内,且不早于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级,并在本次(期)债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国希格玛有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求,提供有关财务报告以及其他相关资料。中国希格玛有限公司或本次(期)债券如发生重大变化,或发生可能对中国希格玛有限公司或本次(期)债券信用等级产生较大影响的重大事项,中国希格玛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中国希格玛有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次(期)债券相关信息,如发现中国希格玛有限公司出现重大变化,或发现存在或出现可能对中国希格玛有限公司或本次(期)债券信用等级产生较大影响的事项时,联合资信将就该事项进行必要调查,及时对该事项进行分析,据实确认或调整信用评级结果。

如中国希格玛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中国希格玛有限公司或本次(期)债券信用等级变化情况做出判断,联合资信可以终止评级。

联合资信对本次(期)债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告,且在交易所网站公告的时间不早于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间;同时,跟踪评级报告将报送中国希格玛有限公司、监管部门等。