跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1151 号

华侨城集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

华侨城集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

华侨城集团有限公司公开发行的“18 侨集 01”、“18 侨集 02”和“19 侨集 01”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

华侨城集团有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 侨集 01	25 亿元	5（3+2）年	AAA	AAA	2018/7/16
18 侨集 02	15 亿元	5 年	AAA	AAA	2018/7/16
19 侨集 01	25 亿元	5（3+2）年	AAA	AAA	2019/3/14

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	1,741	3,224	4,440.04	5,032.28
所有者权益（亿元）	557.79	1,057	1,392.65	1,445.54
长期债务（亿元）	309.43	641.79	1,509.03	1,852.08
全部债务（亿元）	508.02	1,021	1,867.07	2,234.00
营业收入（亿元）	542.56	801.08	1,103.49	204.55
净利润（亿元）	74.29	133.23	158.32	16.68
EBITDA（亿元）	127.95	250.02	291.06	--
经营性净现金流（亿元）	9.73	-152.44	-173.21	-26.04
营业利润率（%）	26.43	22.44	23.14	19.52
净资产收益率（%）	13.96	16.50	12.93	--
资产负债率（%）	67.96	67.22	68.63	71.27
全部债务资本化比率（%）	47.67	49.15	57.28	60.71
流动比率（倍）	1.44	1.53	1.63	1.71
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.24	0.16	--
EBITDA 利息倍数（倍）	7.12	6.42	3.16	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.97	3.85	4.48	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；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、2019 年一季度数据未经审计，相关指标未年化；4、其他流动负债有息债务部分调整至短期债务，长期应付款和其他非流动负债中债务部分调整至长期债务；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，华侨城集团有限公司（以下简称“公司”或“华侨城集团”）仍以旅游综合业务、房地产开发销售和电子业务为主营业务，公司旅游综合业务具有良好的品牌效应。2018 年，公司旅游综合业务和房地产开发业务的毛利率仍处于很高水平，整体仍保持着很强的盈利能力；受益于供应链贸易业务的迅速扩张，全年公司营业收入大幅增长；融资能力较强且成本较低；公司资产质量整体较好。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）同时也关注到旅游行业市场竞争激烈、旅游项目经营风险较高，公司电子业务收入下降，有息债务大幅增加以及公司经营和投资活动资金需求大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

2018 年，公司房地产在建项目增加较多且地理位置较好，随着项目的陆续销售，公司的盈利有望增加，公司整体信用状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“18 侨集01”、“18侨集02”和“19侨集01”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．公司是隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，采用“文化+旅游+城镇化”和“旅游+互联网+金融”综合开发的经营模式，在业态布局、产品功能、资金回流及利润回报等方面形成了良好的协同效应及集群优势，具有良好的品牌效应。

2．2018年，公司旅游综合业务和房地产开发业务的毛利率仍维持在很高水平，盈利能力强。

3．2018年，公司融资能力较强，融资成本较低。

4．公司资产中货币资金较充裕，房地产项目地理位置较好；投资性房地产以成本法计量，有一定升值空间；公司资产受限比例低；资产整体质量好。

关注

1．旅游市场的竞争较激烈，随着越来越多的企业进入旅游度假行业，公司的旅游综合业务面临一定的经营压力。

2．家电行业竞争激烈，公司电子业务收入持续下滑，盈利能力不强，未来经营仍面临较大压力。

3．2018 年，公司经营活动现金流和投资活动现金流持续大规模净流出，经营和投资活动所需资金依赖外部筹资；公司有息债务增长较快，债务负担加重。

分析师

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@unitedratings.com.cn

宋莹莹

电话：010-85172818

邮箱：songyy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

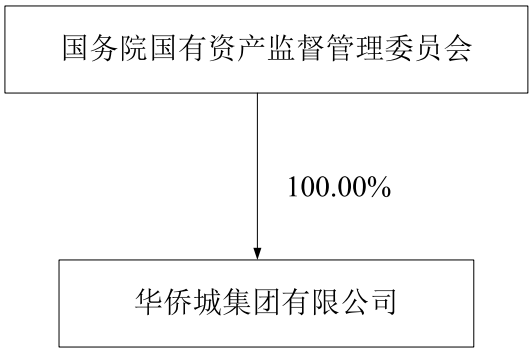
分析师：[illegible]

联合信用评级有限公司

一、主体概况

华侨城集团有限公司（以下简称“华侨城集团”或“公司”）原名为“深圳华侨城经济发展总公司”，系根据国务院侨务办公室和国务院特区办公室（85）侨秘会字 002 号文等文件有关规定，于 1986 年 5 月 13 日成立的外向型经济开发区全民所有制企业。1996 年 8 月，经广东省工商行政管理局核准，公司更名为“华侨城经济发展总公司”。1997 年 10 月，经广东省工商行政管理局核准，公司更名为“华侨城集团公司”。1999 年根据中央关于企业与主管机关脱钩的精神，公司与国务院侨务办公室脱钩，隶属中央大型企业工委管理。2003 年 3 月，国家机构改革后，公司成为隶属于国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）管理的大型中央企业之一。2017 年 11 月 20 日，经国务院国资委批复（国资改革〔2017〕1223），公司由全民所有制企业改制为国有独资公司，由国务院国资委代表国务院履行出资人职责。经多次国有资本注资、资本公积及未分配利润转增实收资本，截至 2019 年 3 月底，公司实收资本 120.00 亿元，国务院国资委为公司唯一股东及实际控制人。

图 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司年报

公司主营业务主要包括旅游综合业务、房地产业和电子业务。跟踪期内，公司经营范围和组织架构均未发生变化。截至 2019 年 3 月底，公司及下属子公司在职员工 61,532 人，其中，集团本部 247 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 4,440.04 亿元，负债合计 3,047.39 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,392.65 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 607.86 亿元。2018 年，公司实现营业收入 1,103.49 亿元，净利润（含少数股东损益）158.32 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 84.40 亿元；经营活动产生的现金流量净额-173.21 亿元，现金及现金等价物净增加额-25.00 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 5,032.28 亿元，负债合计 3,586.74 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,445.53 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 641.17 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 204.55 亿元，净利润（含少数股东损益）16.68 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 9.17 亿元；经营活动产生的现金流量净额-26.04 亿元，现金及现金等价物净增加额 263.98 亿元。

公司注册地址：广东省深圳市南山区华侨城；法定代表人：段先念。

二、债券发行及募集资金使用情况

本报告对“18侨集01”、“18侨集02”和“19侨集01”进行跟踪。截至报告出具日，上述债券募集资金已全部使用完毕，募集资金用途为偿还公司债务及补充流动资金，与募集说明书承诺使用用途一致。截至报告出具日，公司已按期完成“18侨集01”和“18侨集02”的付息工作；尚未到“19侨集01”债券的首次付息日。

表 1　本报告所跟踪债券发行情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券代码	发行规模	债券期限	票面利率	起息日	发行方式
18侨集01	112737.SZ	25.00	5（3+2）	4.40	2018-7-25	公开
18侨集02	112738.SZ	15.00	5	4.77	2018-7-25	公开
19侨集01	112886.SZ	25.00	5（3+2）	3.93	2019-4-15	公开

资料来源：Wind

三、行业分析

公司主营业务涵盖旅游综合业务、电子业务、房地产开发等业务，属于旅游度假行业、家电行业和房地产行业。

1．房地产开发行业

（1）行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。一二三线城市百城住宅价格指数增速在调控下也有所放缓。

2019 一季度，全国房地产开发投资 23,803.00 亿元，同比增长 11.80%，增速创近几年新高，主要系土地购置费依旧高位，以及一季度销售、资金端改善，房企新开工和施工意愿增强，带动建安投资回升所致。但一季度土地市场下行，全国 300 个城市土地市场指标按一二三线城市统计的指标均不同程度下降；其中 2019 年 3 月，二线城市土地成交溢价率和楼面均价同环比均涨，二线城市土地市场热度有所回升。房地产开发企业到位资金 38,948.00 亿元，同比增长 5.90%，增速较前两月回升 3.8 个百分点，其中国内贷款、个人按揭贷款同比转正；另目前首套房及二套房房贷利率 2019 年以来连续三月下降，2019 年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。全国房地产销售面积 29,828.94 万平方米，同比下降 0.90%，增速转负，但较前两月上涨 2.7 个百分点；销售金额 27,038.77 亿元，同比增长 5.60%，增速较前两月上涨 2.80 个百分点；受益于调控政策在因城施策下结构性微调、信贷条件宽松，一二线城市被压制需求释放，3 月房地产销售情况有所好转，2019 年 4 月中央政治局会议再提“房住不炒”，预计后续市场以“稳”为主。

2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20

名房地产企业销售面积占比分别为19.08%和25.74%，集中度继续提升。

2018年，政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。2019年两会明确提出“落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展”；2019年4月19日中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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。”

总体看，2018年房地产开发投资保持较高韧性，土地市场趋于理性，销售面积和销售价格在调控深化影响下，均有所放缓；行业集中度继续提升。2019年一季度，地产投资增速创近年新高，行业融资环境有所改善，但土地市场和销售整体下行，二线城市土地和销售回暖，房企逐步回归二线城市，政策上仍然以“房住不炒”、“因城施策”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

（2）行业关注

行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及2019年3月23日住建部副部长在中国发展高层论坛2019年年会上表示“房地产调控不动摇，保持政策的连续性”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

（3）行业发展

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

2．旅游行业

2018年，国内旅游人数55.39亿人次，比上年同期增长10.8%。其中，城镇居民41.19亿人次，增长12.0%；农村居民14.20亿人次，增长7.3%。国内旅游收入5.13万亿元，较上年同期增长12.30%。其中，城镇居民花费4.26万亿元，增长13.1%；农村居民花费0.87万亿元，增长8.8%。

我国旅游业的发展已经开始从劳动密集型向资本技术密集型转变，全国很多景区，尤其是各个山区小景点，由于彼此间恶性竞争或者交通不便等原因，各自分散经营，相互合作少，不但造成资本和资源浪费，也很难形成规模化经济。国内旅游行业在品牌化多样化方面也优势不足，在挖掘自身文化内涵、细化景观设计、更新旅游理念、扩大延伸旅游层次方面进程缓慢，仍面临产品重复性

高、专业化和多样性服务水平低的问题，导致对“门票旅游经济”的严重依赖。此外，我国旅游市场“零负团费”经营模式普遍；旅行社承包、挂靠现象普遍，加剧了低价恶性竞争；旅游商品购物点、旅游景点的门票和旅游酒店的住宿费用虚高标价，导游获取回扣问题严重。虚高标价，导游和经营点相互勾结，从而获取回扣在旅游业是普遍存在的现象。

旅游业作为第三产业的主要支柱行业，其在调整产业结构、节约资源、创造就业机会、缩小区域发展差距、缩小城乡发展差距等方面具有明显的优势，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向，具体情况如下表所示。

表 2　2018 年以来旅游行业主要政策

发布日期	行业政策	主要内容
2018 年 3 月 13 日	《国务院机构改革方案》	方案称，国家旅游局与文化部合并，组建文化和旅游部，作为国务院组成部门。不再保留原文化部、国家旅游局。新诞生的文化和旅游部的主要职责是，贯彻落实党的宣传文化工作方针政策，研究拟订文化和旅游工作政策措施，统筹规划文化事业、文化产业、旅游业发展，深入实施文化惠民工程，组织实施文化资源普查、挖掘和保护工作，维护各类文化市场包括旅游市场秩序，加强对外文化交流，推动中华文化走出去等。
2018 年 6 月 28 日	《关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》	指导意见部署各地落实国有景区公益属性，秉持旅游为民、旅游惠民理念，以逐步实现公共资源全民共享、景区服务费用旅客合理分担为改革取向，通过进一步完善价格机制，降低重点国有景区偏高门票价格。
2018 年 8 月 30 日	《关于建立特色小镇和特色小城镇高质量发展机制的通知》	《通知》明确，在创建名单中，逐年淘汰住宅用地占比过高、有房地产化倾向的不实小镇，政府综合债务率超过 100%市县通过国有融资平台公司变相举债建设的风险小镇，以及特色不鲜明、产镇不融合、破坏生态环境的问题小镇。

资料来源：国家旅游局

从目前来看，二、三线城市虽然经济发展不及一线城市，但娱乐需求旺盛，2018年，国内旅游用户以三线及以下城市为主，占比达65.0%。未来，随着高铁网络加密，大城市周边的许多二、三线城市以及西部偏远地区的旅游业具有巨大的发展潜力。另外，一线城市的酒店已经趋于饱和，向二、三线城市发展是必然选择。

总体看，我国旅游行业2018年仍呈现平稳发展态势，但行业仍有诸多不足，现阶段产业政策导向积极，未来行业发展潜力较大。

3．家电行业

家用电器是指以电能驱动的家庭用具，在行业分类上一般把家用电器分为三类，包括黑色家电（以彩电为代表）、白色家电（以空调、洗衣机和电冰箱为代表）和小家电（以厨房家电等为代表）。家用电器制造行业上游承载原材料及相应压缩机、电机、面板、集成电路等零部件制造业，下游直接连接终端销售渠道。经过二十多年的快速发展，中国家电工业已具有相当的规模。中国也已成为世界最大的家电生产国，冰箱、洗衣机、空调和彩电四大传统家电的产量均居世界首位，其中冰箱、洗衣机产量占全球 40%以上，彩电产量占 50%以上，空调产量占 70%以上。

对于彩电行业来说，刚刚过去的 2018 年并非一帆风顺。根据第三方市场调研机构奥维云网公布的数据显示，2018 年，国内彩电市场的零售量规模为 4,774 万台，同比增长仅 0.5%。零售额整体规模为 1,490 亿元，同比下滑 8.6%。虽然在 2018 年中国彩电市场的零售量规模出现了小幅增长，但从彩电行业的综合表现来看仍不乐观。

当前彩电市场的惨淡表现与频繁的价格战和激烈的竞争环境密不可分，特别是随着互联网企业的快速冲量，价格更是成为了部分企业冲击市场最有利的武器。尽管如此，中国彩电市场的零售量依然没有出现明显的增长。特别是 2018 年成为彩电行业的转折点，行业整体业绩下滑、利润大幅减少，靠低价冲量的时代已经成为彩电行业的过去式。

彩电是以替换性为主的行业，屏幕尺寸更大、显示效果更清晰是用户不变的追求。彩电的产业升级也正围绕着这两个核心话题展开。此外，在人工智能的时代下，IOT、O2O、人工智能、VR/AR、OTT 等技术创新，也创造了彩电新的增长极。2019 年 3 月工信部、国家广播电视总局、中央广播电视总台印发《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》，2018 年以来，创维、TCL、海信、索尼、三星等国内外主流品牌都在积极布局超高清产业。未来，随着 5G 技术和产业的进一步成熟，4K/8K 超高清视频采集、内容编码和网络传输等问题将逐步解决，使其在远程医疗、远程直播、安防监控、实时展示、街景采集等领域拥有更广阔的空间。

综合来看，彩电行业竞争激烈，整体表现较低迷；产品研发与技术仍是行业的重点发展方向；数字化、智能化的科技革命将进一步推动中国彩电行业的制造模式变革。

四、管理分析

2019年，国务院国资委取消公司监事会，相应派驻公司的监事也取消，截至2019年5月底，公司监事会成员为潘凤文女士和黄仲添先生。董事会成员和高级管理人员未发生变化。

总体看，公司管理层及监事变动情况不大，对公司经营情况和整体战略影响不大；管理制度延续以往。

五、经营分析

1．经营概况

2018 年，公司实现营业收入 1,103.49 亿元，同比增长 37.75%，主要系公司供应链业务规模增加以及房地产结转收入增加共同影响所致；实现净利润 158.32 亿元，同比增长 18.83%，增幅小于营业收入增幅，主要公司上年同期出售子公司股权致使投资收益较大所致。

从收入细分板块看，2018 年，公司旅游综合收入同比增长 12.93%，主要系旅游地产结转收入规模增长所致，占比较上年有所下降；房地产业务收入同比增长 19.90%，主要系竣工结转项目规模增加所致，占比较上年有所下降；供应链贸易业务同比增长 1.53 倍，主要系公司增加对该业务的投入所致，占比提升 14.62 个百分点至 31.96%；受彩电和手机业务低迷影响，公司电子业务收入同比下降 13.72%，具体情况如下表所示。

从毛利率来看，2018年，公司旅游综合业务毛利率为40.45%，同比下降2.20个百分点，主要系旅游地产项目结转毛利率不同所致；房地产业务毛利率为69.38%，同比增加14.14个百分点，主要系结转项目中，毛利率较高的深圳华侨城的房地产项目收入占比增加所致；电子业务毛利率为18.12%，同比有所上升；公司供应链业务毛利率为1.02%，维持较低水平。受毛利率较低的供应链业务收入占比大幅提高影响，2018年公司综合毛利率为30.98%，略有下滑。

表 3　2016~2018 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电子业务	171.67	32.16	14.82	152.65	19.38	16.50	131.70	12.21	18.12
供应链贸易业务	--	--	--	136.53	17.34	1.11	344.90	31.96	1.02
旅游综合业务	160.06	29.99	40.71	226.47	28.76	42.65	255.75	23.70	40.45
房地产业务	192.77	36.12	63.08	233.59	29.66	55.24	280.08	26.02	69.38
纸包装业务	7.39	1.38	7.63	7.70	0.98	13.23	4.07	0.38	24.30
其他业务	1.85	0.35	6.11	30.61	3.89	3.00	31.67	2.93	11.96
合计	**533.75**	**100.00**	**39.15**	**787.54**	**100.00**	**32.29**	**1,079.08**	**100.00**	**30.98**

资料来源：公司年度报告

2019年1~3月，公司实现主营业务收入204.55亿元，同比增长33.96%；公司实现净利润16.68亿元，同比增长28.01%。

总体看，公司供应链贸易业务和房地产业务收入增长带动公司整体收入大幅增加，但供应链贸易业务毛利率低，公司综合毛利率继续下降。

2．电子及相关产业板块业务

公司电子业务及相关产业板块主要为其控股子公司康佳集团股份有限公司（以下简称“康佳集团”）在彩电、白色家电、手机及其配套产品业务上的生产与销售，以及新增的供应链贸易业务和环保业务。公司电子及相关产业板块业务收入以彩电和供应链业务为主，2018年，该板块收入同比增长47.71%，主要系供应链业务收入增加所致；2019年1~3月，该板块实现收入107.72亿元，同比增长38.58%。

表 4　2016~2018 年公司电子及供应链贸易业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
彩电	124.78	61.47	119.95	38.41	98.92	21.45
手机	9.70	4.78	9.19	2.94	3.31	0.72
白色家电	17.02	8.38	17.37	5.56	21.28	4.61
供应链贸易业务	23.18	11.42	136.53	43.72	283.49	61.46
环保	--	--	--	--	30.21	6.55
其他	28.31	13.95	29.24	9.37	24.06	5.22
合计	**171.67**	**100.00**	**312.28**	**100.00**	**461.27**	**100.00**

注：上表数据来源为康佳集团年度报告，表 3 系公司提供，部分数据存在差异。
资料来源：公司提供

（1）彩电业务

生产方面，康佳集团率先在国内建成首条数字电视生产线，目前在全国拥有三大整机生产基地—安康、莞康、昆康，其中安康和莞康分别拥有19条和15条现代化生产线，具备全系列的彩电量产能力，昆康整机年产能超过1,500万台。

原材料采购方面，公司彩电业务原材料主要包括液晶屏、芯片、金属件、注塑件等，以液晶屏和芯片为主。2018年，公司液晶屏采购金额为52.30亿元，同比有所下滑；芯片采购金额为6.05亿元。

2018年，公司彩电业务前五大供应商采购金额合计48.40亿元，占全部采购金额的比例为48.32%，集中度较高。

生产方面，2018年，公司彩电业务年产能由1,025万台下降至800万台，主要系2017年公司根据制定的制造业务重组方案，对昆康的股权结构进行调整，昆康将被逐步打造成物流产业园，减少225万台的年产能规模所致。2018年，公司彩电产量同比增长30.59%至572万台，波动性较大。2018年，在产能下降及产量上升的双重影响下，公司产能利用率较上年增加28.80个百分点，但仍处于较低水平。

销售方面，公司采取购销销售模式，截至2018年底，公司在国内设立了20多个营销分公司和数百个销售经营部，销售网点超过20,000个，并与各大连锁机构及95%以上的地市级大商场开展合作。2018年，公司彩电销量同比增长5.03%至835万台，同比小幅增长。2018年，公司彩电销售平均价格大幅下降，主要系一方面行业竞争激烈，彩电价格普遍下调，另一方面公司调整结构，优化成本，主动下调价格所致。

2019年1~3月，公司彩电产能利用率较2018年有所增长，产销率较2018年有所下降；具体情况如下表所示。

表 5　近几年公司彩电产销情况（单位：万台、%、元/台）

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
产能	1,100	1,025	800	200
产量	636	438	572	148
产能利用率	57.80	42.70	71.50	74.00
销量	987	795	835	210
平均价格（含税）	1,264	1,510	1,184	1,407
产销率	133.88	130.41	146.02	141.80

注：公司为提升产品竞争力，与部分有成本竞争力的 OEM 厂商签订了整机产品采购的协议，委托其加工公司产品，因此公司产销率普遍大于 100%。
资料来源：公司提供

总体看，2018年，受公司改造生产线影响，公司产能有所下降；公司产量和销量同比均有好转。未来，公司将对目前的部分生产线升级改造成物流产业园，提高生产效率；另一方面，公司将会拓展海外销售渠道。

（2）供应链业务

公司自2017年全面开展供应链管理业务是基于公司现有产品的供应链开展IC元器件、液晶面板、金属原材料等产品的供应链贸易业务，该业务有利于公司逐步与电子业务产业链的上游供应商和下游客户建立较好的合作关系，及时了解并掌握所用材料的价格，有利于康佳集团现有产品的成本控制。公司供应链业务的主要产品包括存储芯片、手机及设备、不锈钢、塑胶原料、液晶显示屏等。

公司供应链业务以外贸执行业务和贸易执行业务为主，其中，外贸执行业务包括通关、商检、物流、仓储、配送、税务、结算、商务、保险等专业的一站式业务；采购区域主要在西南、中南，销售区域主要在香港、越南、巴基斯坦、韩国等。贸易执行业务是公司基于买方的采购意向或采购需求，向已有供应商资源或特定品牌商进行集中采购；主要采销区域主要在香港。

2018年，公司供应链业务实现收入同比增长1.13倍至283.49亿元，主要系公司加大贸易执行业务规模所致；2019年1~3月，公司供应链业务实现收入55.11亿元。

总体看，近两年，公司供应链贸易业务发展较快，且规模较大，但业务的毛利率较低，盈利水平较低。未来，公司仍将进一步加大对供应链业务的投入，业务收入规模有望进一步增大。

3．旅游综合业务

公司旅游综合业务主要包括旅游业务和酒店业务。

（1）旅游业务

公司旅游业务主要为主题公园的开发与经营，主要经营主体为华侨城股份有限公司（以下简称“华侨城股份”）。截至 2019 年 3 月底，华侨城股份主题旅游综合项目有东部华侨城、云南华侨城、天津华侨城、欢乐海岸、上海华侨城、深圳欢乐谷、北京欢乐谷、成都华侨城、武汉华侨城和重庆华侨城共 10 个项目，各主题公园项目均已营业；公司旅游综合项目主要收入来源包括：景区门票收入、园区内消费收入、文化演艺项目收入及园区配套物业租售收入等。

2018 年度，公司各主要景区接待游客逾 8,797 万人次，同比增长 17.15%；旅游综合业务（包括旅游地产和商业地产业务）实现收入 255.75 亿元，同比增长 12.93%。

公司拥有国内领先的主题公园品牌及运作经验，形成良好的协同效应及集群优势，旅游综合项目整体运营稳定，盈利能力较强，在土地成本及资金实力方面保持显著优势；近年来，同类产品市场竞争激烈，公司部分旅游项目面临一定的经营压力。

总体看，公司旅游综合业务采用“文化+旅游+城镇化”和“旅游+互联网+金融”综合开发的经营模式，在业态布局、产品功能、资金回流及利润回报等方面形成了良好的协同效应及集群优势，具有良好的品牌效应。

（2）酒店经营情况

公司酒店业务主要由下属的深圳市华侨城国际酒店管理有限公司以及各旅游综合项目的酒店物业经营。

截至 2019 年 3 月底，公司拥有和管理酒店近 50 家，客房数量一万余间，其中已开业酒店 30 家，客房约 6,000 间，覆盖北京、上海、广州、深圳等全国重点城市。公司旗下拥有华侨城大酒店、威尼斯酒店、奥思廷酒店、城市客栈等多个酒店品牌，从白金五星级到经济型酒店，品牌体系较为完善。

总体看，近年来，公司旗下各酒店经营状况较好，为公司日常经营提供了较为稳定的现金流。

4．房地产业务

华侨城股份按照公司“文化+旅游+城镇化”的战略，不断丰富资源获取方式；通过“特色小镇+地产”、“全域旅游+地产”、“滨海旅游产业示范区+地产”、“康养+地产”模式，资源获取模式更加多样化。公司在一二线城市积极拿地，并挖掘三线城市潜在机会，且公司销售集中在一二线城市，立足中高端，走高品质、差异化路线。

2018 年，公司新获取 30 块土地，主要位于太原市、济南市、武汉市和成都市等地，未开发的土地面积合计 215.22 万平方米，其中，旅游项目占地面积为 13.90 平方米；对应未开发的建筑面积合计 507.42 万平方米。2019 年 1~3 月，公司新获取 11 块土地，其中，未开发的土地面积为 178.87 万平方米，其中旅游综合用地 9.33 万平方米；未开发建筑面积合计 282.26 万平方米。截至 2019 年 3 月底，公司未开发土地储备（含旅游综合项目）占地面积合计 1,065.49 万平方米，其中旅游用地 161.72 万平方米；对应未开发的建筑面积合计 1,623.92 万平方米。

从公司房地产开发建设情况来看，2018 年，公司新开工面积为 173.67 万平方米，较 2017 年大幅增长；竣工面积为 68.80 万平方米，同比大幅增长。截至 2019 年 3 月底，公司在建面积为 342.04 万平方米，具体情况如下表所示。

表 6　公司近年来房地产开发情况（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
新开工面积	72.28	65.52	173.67	12.29
竣工面积	40.66	2.00	68.80	19.18
期末在建面积	180.54	244.06	348.93	342.04

注：不包含旅游综合项目中房地产业务开发情况，统计口径为全口径。
资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建房地产项目计划总投资 1,262.57 亿元，累计投资 735.36 亿元，尚需投资 527.21 亿元；其中，2019 年 4~12 月、2020 年和 2021 年分别尚需投资 147.45 亿元、151.14 亿元和 86.95 亿元。

表 7　截至 2019 年 3 月底公司重点房地产在建项目开发情况（单位：亿元）

项目名称	项目所在地	项目类别	计划预计总投资额	截至 2019 年 3 月末已投资额	未来投资计划		
					2019 年 4~12 月	2020 年	2021 年
新浦江城（123-13#三期）	上海市闵行区	商业	0.46	0.10	0.30	0.05	0.01
新浦江城（123-4#后期）	上海市闵行区	商业	14.88	4.37	0.14	2.80	1.80
红山六九七九商业中心	深圳龙华区	商业用地	68.26	50.19	10.02	1.65	0.85
沙井工改商	深圳	商住	7.34	1.50	1.57	3.62	0.65
深圳宝安国际会展中心配套项目	深圳宝安区	商住	217.18	118.18	13.20	17.61	11.60
华侨城苏河湾 1 街坊	上海市闸北区	住宅/商业/商住	99.95	96.29	2.66	0.90	0.09
华侨城苏河湾 41、42 街坊	上海市闸北区	住宅/商业	44.83	37.67	1.85	2.73	2.57
苏河湾二期 6 街坊（33-02 地块）	上海市闸北区	商住办	52.45	34.26	4.71	4.77	1.65
常熟华鼎水畔华庭	江苏省苏州市常熟沙家浜	住宅	6.70	2.85	0.378	1.97	1.50
华侨城大厦	广东省深圳市南山区	住宅	39.74	32.45	6.50	2.80	1.08
天鹅湖 4 号地	广东省深圳市南山区	住宅	27.07	12.38	6.63	6.64	1.42
西安华侨城天鹅堡四期	陕西省西安市曲江新区	住宅	13.70	11.75	0.61	0.60	0.30
西安华侨城天鹅堡五期	陕西省西安市曲江新区	住宅	10.36	4.93	1.26	2.20	0.70
欢乐海岸（住宅+商业）	佛山顺德	住宅+商业	50.00	20.70	13.50	11.50	3.50
云溪别院	佛山顺德	住宅	31.00	22.50	2.50	3.50	1.20
西安国际文化中心	西安市雁塔区	商服	43.54	13.68	6.67	6.36	10.17
华侨城创想大厦	深圳龙华区	商业用地	91.00	72.08	9.78	6.64	2.50

泊里中心	四川省成都市	商业	21.04	7.607	3.21	6.14	3.36
杭大江东项目	杭州余杭	住宅+商业	62.70	35.10	10.10	10.70	3.40
华锦万吉星光路项目	天津市西青区	住宅	76.67	52.34	0.53	5.43	3.88
云南饭店整体概括建项目	昆明市五华区	公寓+商业+酒店	13.00	3.04	3.18	2.73	3.35
万科城项目	昆明市五华区	住宅+商业	27.35	13.85	13.50	0.00	0.00
中骏天誉项目	昆明市官渡区	住宅+商业	11.75	8.69	3.06	0.00	0.00
世博九乡公司九乡雅苑项目	昆明市宜良县九乡彝族回族乡	商品房住宅	1.26	0.28	0.91	0.03	0.04
曦海岸项目	海南省海口市	商业+住宅	47.00	13.65	8.29	19.23	7.59
华侨城苏河湾 1 街坊	上海市闸北区	住宅/商业/商住	99.95	96.29	2.66	0.90	0.09
华侨城苏河湾 41、42 街坊	上海市闸北区	住宅/商业	44.83	37.67	1.85	2.73	2.57
苏河湾二期 6 街坊（33-02 地块）	上海市闸北区	商住办	52.45	34.26	4.71	4.77	1.65
康佳集团股份有限公司（光明项目）	光明高新园区东片区双明大道南侧、二号路以西、三号路以北	商业	7.00	2.02	1.80	2.40	0.78
南京华侨城置地有限公司	南京市建邺区	住宅+商业	144.40	53.29	15.98	20.00	17.00
云南文投集团-华侨城·公园悦府	云南省昆明市晋宁区	住宅	10.90	2.00	1.40	2.00	2.60
华侨城金山湖壹号	惠州市惠城区	商业用地	21.04	7.61	3.21	6.14	3.36
合计	**--**	**--**	**1,262.57**	**735.36**	**147.45**	**151.14**	**86.95**

资料来源：公司提供

从拟建项目看，截至 2019 年 3 月底，公司主要拟建项目分别位于上海闵行区、南京建邺区、上海闸北区、杭州江干区、深圳坂田区、云南德宏洲及昆明盘龙区等，计划总投资金额合计 777.25 亿元，规模很大。

从销售情况看，2018 年，公司签约销售面积和销售金额同比均有所下降，主要系达到预售条件的项目较少所致，公司签约销售金额同比下降 23.17%至 264.75 亿元；签约销售均价为 4.60 万元/平方米，同比有所下降，主要系销售项目中，深圳地区项目占比减少，成都和西安等地项目占比增加所致。2018 年，公司房地产业务实现结转收入 280.08 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现签约销售金额 32.74 亿元，销售均价为 5.11 万元/平方米。

表 8　公司近年来房地产开发情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
签约销售面积	37.07	68.68	57.57	6.41
签约销售金额	220.72	344.61	264.75	32.74
签约销售均价	5.95	5.02	4.60	5.11
结算面积	33.84	80.91	58.75	6.34
结算金额	192.77	233.59	280.08	56.00

注：不包含旅游综合项目中房地产业务开发情况。
资料来源：公司提供

2015 年 6 月，华侨城房地产收购了在深圳积累有丰富城市更新及旧改经验的深圳市恒祥基房地产开发建设有限公司 51%的股权，并更名为深圳华侨城市更新投资发展有限公司（以下简称“侨城更新”）作为公司旧改平台。截至 2019 年 3 月底，侨城更新旗下深圳城市更新项目共 9 个，计容面积合计 195.61 万平方米，项目总投资 228.73 亿元。

表 9　截至 2019 年 3 月底城市更新项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目	控股公司	计容面积	总投资	进度
水门项目	侨城更新持股 80%，新南股份公司代恒祥基持股 20%	5.52	4.40	二次入伙
沙井项目	侨城更新持股 100%	12.15	11.18	二次入伙
龙胜项目	侨城更新持股 100%	39.20	60.01	已入伙
珠光二期	侨城更新持股 100%	14.04	17.21	申报实施主体，拆迁进度约 99%
新木新村	侨城更新持股 100%	12.43	9.58	专项规划指标分配阶段
沙井工改商项目	侨城更新持股 100%	6.64	7.34	专项规划申报
大贸项目	深圳华侨城东部开发有限公司持股 100%	7.05	18.61	已取得工程施工许可证
良安田项目	侨城更新持股 100%	48.44	41.65	该项目 2018 年 5 月处于桩基施工阶段时停工，拟进行股权转让
东塘项目	侨城更新持股 100%	50.14	58.75	拆迁进度约为 80%
合计	--	**195.61**	**228.73**	--

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司新获取土地储备规模较大，土地成本较低；受销售项目规模和销售区域影响，公司协议销售金额和销售均价均有所下降；公司资本支出压力一般。

5．在建工程

截至 2019 年 3 月底，公司有 39 个在建工程项目，预计总投资为 679.75 亿元，截至 2019 年 3 月底，公司已投资 234.43 亿元；2019 年 4~12 月、2020 年和 2021 年，公司分别尚需投资 120.87 亿元、120.62 亿元和 85.80 亿元。公司在建工程明细如下表所示。

表 10　截至 2019 年 3 月底公司在建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	截至 2019 年 3 月底已投资	工程进度	未来计划投资		
				2019 年 4~12 月	2020 年	2021 年
云南华侨城圣托里尼酒店	8.00	3.86	90%	1.80	2.00	--
上海华侨城	38.65	33.90	97%	0.75	2.00	2.00
成都华侨城-SAM 会员店	3.05	2.44	100%	0.31	0.15	0.15
武汉华侨城	63.03	38.09	80%	0.63	0.59	0.24
重庆华侨城	54.92	11.54	21%	21.21	12.54	5.10
南京欢乐谷、水公园项目	24.50	12.00	33%	9.50	3.00	--
信和御龙山 2A 期项目 9 号楼	6.43	3.65	--	0.00	--	--
信和御龙山 3A 期项目	22.71	5.21	--	2.19	3.92	1.76
信和御龙山 3B 期项目	50.12	10.44	--	3.22	6.91	8.90
信和御龙山 2B 期项目	12.70	2.39	--	1.08	1.60	3.10
南昌华侨城文旅项目	50.00	11.13	3%	6.80	10.00	10.00
大江东项目	54.70	14.30	1%	16.00	10.00	14.40
天津玛雅水公园	3.55	2.36	100%	0.29	0.45	0.45
斋堂项目	0.36	0.10	80%	0.26	--	--
宝安滨海文化公园(一期)文化设施/游乐设施项目/摩天轮	45.04	20.02	15%	5.99	8.91	7.51
世博集团-世博园艺术广场升级改造项目（昆明故事）	6.90	0.28	4%	0.18	0.03	0.03
世博集团-云旅旅游服务中心项目	5.50	1.93	20%	0.91	2.66	0.00
世博集团-云南饭店整体概括建项目	13.00	3.04	34%	3.18	2.73	3.35
世博集团-昆明轿子山转龙旅游度假酒店及配套设施建设项目—酒店部分一期	1.70	0.65	55%	0.60	0.45	0.00
世博集团-昆明轿子山转龙旅游度假酒店及配套设施建设项目—综合楼	0.39	0.29	100%	0.08	0.00	0.00
世博集团-腾冲石墙温泉度假村	8.98	3.46	34%	0.58	0.82	1.56
世博集团-云南世界恐龙谷二期项目	7.50	4.88	65%	2.62	--	--
丽江老君山黎明红石街旅游小镇服务区建设项目一期建设工程	0.54	0.39	82%	0.15	--	--
世博集团-九乡叠虹桥提升改造项目	5.89	0.84	14%	1.52	3.53	--
世博集团-九乡旅游小镇项目	17.31	3.09	18%	5.00	9.22	--
新海港展示厅	1.25	0.67	100%	0.58	--	--
昆山康盛投资发展有限公司（水月周庄）	28.00	20.00	78%	4.00	2.50	1.50
康佳集团股份有限公司（光明项目）	7.00	2.02	一期验收竣工准备	1.80	2.40	0.78

康佳集团股份有限公司（滁州科创项目）	6.08	0.86	8-9#楼封顶	1.55	1.72	1.71
康佳集团股份有限公司（宜宾项目）	3.50	0.23	主体首层浇筑阶段	1.00	2.27	0.00
康佳集团股份有限公司（安康智能工厂项目）	9.56	0.83	3#地块总包进场	1.85	3.24	2.88
昆明华侨城投资有限公司	10.65	0.16	开工前准备	1.80	4.40	4.40
云南香格里拉蓝月山谷文化旅游综合开发项目（一期）	3.83	0.04	开工前准备	0.30	2.00	1.50
云南文投集团云南文学院建设项目	1.60	1.00	62.50%	0.20	--	--
中柬文化创意园	2.14	0.60	10%	0.90	0.70	0.00
成都华侨城购物中心	6.56	0.59	A1.3 抗浮锚杆完成 2600 根，垫层浇筑完成 3500 平方米，基础防水完成 2000 平方米	2.10	2.10	1.50
宜宾三江口 CBD	87.00	14.92	2-2-1/5-1/5-2/7-1 已开工	16.90	16.00	13.00
南昌华侨城玛雅象湖乐园	7.10	2.23	80%	3.06	1.81	0.00
合计	**679.75**	**234.43**	**--**	**120.87**	**120.62**	**85.80**

资料来源：公司提供

总体看，公司在建工程规模和尚需投资金额较大，考虑到公司的销售回款和融资能力，资本支出压力一般。

6．经营风险

（1）旅游度假行业竞争激烈

我国旅游度假产业发展模式单一，产业集中度低，行业秩序混乱，与国外有竞争力的旅游企业相比还存在较大的差距，旅游市场的竞争在一段时期内仍将较为激烈。随着越来越多的企业进入旅游度假行业，部分旅游项目收入下降，旅游综合业务面临一定的经营压力。

（2）“文化+旅游+城镇化”模式推广具有不确定性

公司采用“文化+旅游+城镇化”模式拿地和开发，所需地块的占地面积很大，且对当地的人口流量也有较高的要求。该模式在一线和强二线城市推广较好，但在其余城市的复制推广具有不确定性。

（3）电子业务盈利能力较差

国内家电市场行情低迷、行业竞争激烈，且家电行业优惠补贴资金的扣回以及汇率波动等综合因素压缩了公司电子业务的盈利空间。2018 年，随着家电行业竞争白热化，品牌竞争加剧，公司电子业务中家电收入持续下滑，电子业务经营面临较大的压力。

7．未来发展

未来公司将完善业务发展的两个平台（全国性的品牌平台和境内外资本平台），统筹协调子公司的专业化发展和集约化发展，稳步推进旅游地产项目的全国布局，获得良好品牌效应、投资回报和稳定现金流，并创新旅游地产的发展模式，夯实集团发展的核心竞争力；促进酒店、电子业务与地产、旅游业务的结合，整合优质资源，发挥集团整体产业优势。

总体看，公司未来发展战略变化不大，经营思路务实。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2018 年年度财务报告经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计报告；2019 年 1 季度财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部最新颁布的《企业会计准则》进行编制。截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子公司共 559 户，公司本年度合并范围比上年度增加 136 户，其中非同一控制企业合并 11 户，新设立 125 户；减少 7 户；公司合并范围变化较大，当前主营业务变化不大，财务数据可比性一般。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 4,440.04 亿元，负债合计 3,047.39 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,392.65 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 607.86 亿元。2018 年，公司实现营业收入 1,103.49 亿元，净利润（含少数股东损益）158.32 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 84.40 亿元；经营活动产生的现金流量净额-173.21 亿元，现金及现金等价物净增加额-25.00 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 5,032.28 亿元，负债合计 3,586.74 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,445.53 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 641.17 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 204.55 亿元，净利润（含少数股东损益）16.68 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 9.17 亿元；经营活动产生的现金流量净额-26.04 亿元，现金及现金等价物净增加额 263.98 亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 4,440.04 亿元，较年初增长 37.73%，主要系流动资产增长所致；其中，流动资产占比 69.99%，非流动资产占比 30.01 %，以流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产为 3,107.62 亿元，较年初增长 43.47%，主要系存货和其他应收款增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占比 15.48%）、预付款项（占比 5.26%）、存货（占比 58.08%）和其他应收款（占比 13.78%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金余额为 481.04 亿元，较年初变动不大；其中，受限资金占比为 11.34%，受限规模较年初有所提升，主要是用于办理银行承兑汇票及各种保函的保证金。截至 2018 年底，公司预付款项较年初下降 16.82%至 163.31 亿元，主要系公司预付购买土地款和预付工程款下降所致。截至 2018 年底，公司其他应收款为 428.30 亿元，较年初增长 1.34 倍，主要系公司购地保证金增加和对参股公司委托贷款的借款增加所致；计提坏账准备 4.88 亿元，计提比例为 1.13%，其中主要为对国家节能惠民办的节能补贴款全额计提坏账准备。截至 2018 年底，公司存货为 1,805.01 亿元，较年初增长 62.75%，主要系当年新增土地储备较多以及项目建设开发投入增加的共同影响所致；主要由开发成本（占比 91.58%）和开发产品（占比 8.42%）构成；公司已计提存货跌价准备 0.33 亿元，考虑到公司房地产开发项目的地理位置，存货减值可能性较低，存货跌价准备计提较为合理；受限存货为 67.26 亿元，受限比例为 3.73%。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产规模 1,332.42 亿元，较年初增长 25.97%，主要系长期股权投资和无形资产增加所致。截至 2018 年底，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 5.14%）、长期股权投资（占比 34.39%）、投资性房地产（占比 6.66%）、固定资产（占比 17.35%）、在建工

程（占比 5.78%）、无形资产（占比 11.62%）和递延所得税资产（占比 8.99%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产较年初增长 69.15%至 68.55 亿元，全部为可供出售权益工具，累计计提减值准备 0.86 亿元，计提比例为 1.24%。截至 2018 年底，公司长期股权投资 458.23 亿元，较年初增长 30.71%，主要系对联营企业的投资增加所致，计提资产减值准备 0.54 亿元；2018 年，公司权益法下确认长期股权投资收益 39.95 亿元，同比增长 20.59 倍，主要包括公司对中国光大银行、华能资本服务有限公司以及江苏国信股份有限公司的投资收益。截至 2018 年底，公司投资性房地产 88.71 亿元，较年初增长 16.87%，主要系在建工程转入所致，公司投资性房地产采用成本计量，有一定升值空间；其中，尚未办妥产权证书的房屋建筑账面价值为 21.26 亿元，使用权受限的投资性房地产 0.18 亿元。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 231.19 亿元，同比增长 10.39%，主要由房屋及建筑物（占比 67.83%）和机器设备（占比 21.17%）构成，累计计提折旧 166.78 亿元，固定资产成新率 59.27%，成新率较低。截至 2018 年底，公司无形资产为 154.80 亿元，较年初增长 52.30%，主要系购置土地使用权所致；其中土地使用权（旅游产品用地、商业用地、自用和工业用地）占比 94.43%，计提减值准备 0.21 亿元。截至 2018 年底，公司在建工程较年初增长 79.88%至 76.98 亿元。截至 2018 年底，公司递延所得税资产为 119.80 亿元，较年初增长 22.03%。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 147.98 亿元，占总资产比重为 3.33%，受限比例较低。

截至 2019 年 3 月底，公司资产较年初增长 13.34%至 5,032.28 亿元，主要系货币资金和存货增加所致；其中，流动资产较年初增长 16.69%至 3,626.37 亿元（占比 72.06%），非流动资产较年初增长 5.52%至 1,405.91 亿元（占比 27.94%）。

总体看，公司资产规模较大，以流动资产为主。流动资产中货币资金较充裕，存货占比较大且主要分布在一线和强二线城市，地理位置较好；非流动资产中投资性房地产以成本法计量，有一定升值空间。公司资产受限比例低，整体资产质量好。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债总额为 3,047.39 亿元，较年初增长 40.63%，流动负债和非流动负债均有所增加；其中，流动负债和非流动负债分别占比 62.48%和 37.52%。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 1,904.08 亿元，较年初增长 34.57%，主要系预收款项和其他应付款大幅增加所致；流动负债主要由短期借款（占比 11.42%）、应付账款（占比 11.78%）、预收款项（占比 23.30%）、其他应付款（占比 32.54%）和一年内到期的非流动负债（占比 7.72%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 217.44 亿元，较年初下降 17.29%。截至 2018 年底，公司应付账款 224.33 亿元，较年初增加 37.37%，主要系随着业务规模的扩大应付工程款有所增加所致。截至 2018 年底，公司预收款项 443.61 亿元，较年初增长 33.93%。公司其他应付款主要为收取的工程保证金和按照清算口径预提的土地增值税，截至 2018 年底，公司其他应付款余额 619.50 亿元，较年初增长 43.05%，主要系按清算口径计提的土地增值税增加和对参股公司的往来款增加所致；其中，公司根据国税发[2006]187 号文《国家税务总局关于房地产开发企业土地增值税清算管理有关问题的通知》基于清算口径计提了土地增值税，2018 年底公司土地增值税余额为 251.00 亿元。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 147.06 亿元，同比增长 1.45 倍，以一年内到期的长期借款（70.75 亿元）和一年内到期的应付债券（74.14 亿元）为主。

截至 2018 年底，公司非流动负债 1,143.30 亿元，较年初增长 52.02%，主要系长期借款和应付债券大幅增加所致；主要由长期借款（占比 55.63%）、应付债券（占比 30.34%）和其他非流动负债（占比 8.44%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款余额 626.03 亿元，较年初增长 47.94%，主要系资金周转规模增大使得借款增加所致，以保证借款和信用借款为主。截至 2018 年底，公司应付债券余额为 346.89 亿元，较年初增加 74.42%，主要系公司 2018 年发行“18 华侨城 PPN001”、“18 华侨城 PPN002”、“18 华侨城 MTN001”、“18 华侨城 PPN003”、“18 华侨城 PPN004”、“18 侨集 01”和“18 侨集 02”等债券所致。截至 2018 年底，公司其他非流动负债为 96.53 亿元，同比变动不大，以 LP 投资款为主（94.00 亿元）。

截至 2018 年底，公司全部债务为 1,867.07 亿元，较年初增长 82.81%，主要是业务规模扩大使得资金需求增加所致，以长期债务（占比 80.82%）为主。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.63%、57.28%和 52.01%，较年初分别增长 1.42 个百分点、8.13 个百分点和 14.22 个百分点，整体债务负担有所加重但仍处于合理水平。

截至 2019 年 3 月底，公司负债较年初增长 17.70%至 3,586.74 亿元，主要系预收款项和融资规模增加所致，其中，流动负债较年初增长 11.69%至 2,126.75 亿元（占比 59.29%），非流动负债较年初增长 27.70%至 1,459.99 亿元（占比 40.71%）。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 2,234.00 亿元，较年初增长 19.65%，以长期债务（占比 82.90%）为主。截至 2019 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 71.27%、60.71%和 56.16%，较年初分别增长 2.64 个百分点、3.44 个百分点和 4.16 个百分点，整体债务负担有所加重。若将永续债计入公司债务，截至 2019 年 3 月底，公司全部债务合计 2,527.75 亿元，其中，短期债务占比 15.11%，长期债务占比 84.89%；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 77.11%、68.70%和 65.07%。

从公司全部债务到期期限看，截至 2019 年 3 月底，公司全部债务一年内到期金额为 381.92 亿元，占比为 17.10%；第 1~2 年到期金额合计 659.62 亿元，占比 29.53%。整体看，公司债务期限分布分散。此外，公司在融资能力方面保持较强的优势，融资成本较低。

表 11　截至 2019 年 3 月底公司全部债务到期分布（单位：亿元、%）

项目	金额	占比
第 1 年内	381.92	17.10
第 1~2 年	659.62	29.53
第 2~3 年	693.85	31.06
第 3~5 年	434.25	19.44
第 5 年之后	64.35	2.88
合计	**2,234.00**	**100.00**

注：上述债务未考虑债券回售情况
资料来源：公司提供

总体看，随着业务规模的扩大，公司整体负债规模快速增长；负债结构以流动负债为主，债务负担有所加重，但仍属合理水平。公司融资能力较强，融资成本低。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 1,392.65 亿元，较年初增长 31.78%，主要系其他权益工

具、未分配利润、少数股东权益增长的共同影响所致；其中，少数股东权益大幅增长主要系 2018 年，公司将持有的华侨城股份 6.48%的股权划转给其他公司以及公司子公司发生大额且非 100%股权的并购行为，致使少数股东权益增加所致。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 607.86 亿元，少数股东权益为 784.79 亿元；归属于母公司所有者权益中，股本占 19.74%，资本公积占比 0.60%，其他权益工具占 45.04%，未分配利润占 34.52%。公司所有者权益中未分配利润和其他权益工具占比较高。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益规模及结构较年初变动不大。

总体看，公司所有者权益中未分配利润和其他权益工具占比偏高，少数股东权益规模大幅增长。

4．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 1,103.49 亿元，同比增长 37.75%，主要系供应链业务和房地产业务收入增长的共同影响所致；实现净利润 158.32 亿元，同比增长 18.83%，增幅小于营业收入主要系公司投资收益下降所致。

从期间费用方面来看，2018 年，公司期间费用增长 33.32%至 145.71 亿元，主要系财务费用增长所致；其中，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 31.24%、37.41%和 31.35%。2018 年，公司财务费用为 45.68 亿，较上年增长 76.21%，主要系 2018 年借款增加致使利息支出增加所致；管理费用同比增长 31.83%，主要系人工成本增加所致；销售费用较上年增加 8.32%，主要系市场开拓费用增加所致。

从利润构成来看，2018 年，公司实现投资收益 88.00 亿元，同比下降 37.12%，主要系处置长期股权投资产生的投资收益大幅减少所致，投资收益占当年营业利润的比例为 45.01%，占比较大，可持续性一般。2018 年，公司资产减值损失、公允价值变动收益和营业外收入对当年利润影响不大。

从各项盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率由 2017 年的 22.44%上升至 23.14%。2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 8.04%、6.75%和 12.93%，分别较上年下降 2.19、2.22 和 3.58 个百分点，盈利能力有所下降，整体呈一般水平。

2019 年 1~3 月，公司营业收入为 204.55 亿元，同比增长 33.96%；净利润同比增长 28.09%，为 16.68 亿元。

总体看，公司收入和盈利规模有所增长，费用规模有所增加，投资收益对公司利润贡献较大，该部分可持续性一般；公司整体盈利能力仍属一般。

5．现金流

从经营活动情况来看，2018 年，公司经营活动产生的现金流入为 1,482.96 亿元，同比增长 11.63%，主要系公司房地产销售回款增加所致；公司经营活动产生的现金流出为 1,656.17 亿元，同比增长 11.84%，主要系购地和开发支出增加所致。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-173.21 亿元，净流出规模扩大。

从投资活动情况来看，2018 年，公司投资活动产生的现金流入为 247.65 亿元，同比变动不大；公司投资活动产生的现金流出为 477.23 亿元，同比下降 21.54%，主要系公司投资支付的现金大幅减少所致。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-229.58 亿元，净流出规模有所下降。

从筹资活动情况来看，2018 年，公司筹资活动产生的现金流入为 1,218.60 亿元，同比变动不大；筹资活动产生的现金流出为 841.87 亿元，同比增长 68.06%，主要系偿还债务增加所致。2018 年，

公司筹资活动产生的现金流量净额为 376.73 亿元，融资能力较强。

2019 年 1~3 月，公司经营活动净现金流为-26.04 亿元；投资活动净现金流为-75.70 亿元；筹资活动净现金流为 366.35 亿元。

总体看，2018 年，受公司加大土地拓展力度积极拿地的影响，公司经营活动现金流量净流出规模增大；受收购股权的影响，公司投资活动仍呈现净流出状态；公司经营和投资活动对筹资活动依赖性较大。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017~2018 年底，公司流动比率分别为 1.53 倍和 1.63 倍，速动比率分别为 0.75 倍和 0.68 倍；公司现金短期债务比分别为 1.41 倍和 1.38 倍，公司现金类资产对短期债务覆盖能力有所下降；公司经营现金流动负债比率分别为-10.77%和-9.10%。考虑到公司存货价值较大，且具有一定变现的能力，整体看公司短期偿债能力强。

2017~2018年，公司EBITDA分别为250.02亿元和291.06亿元，以利润总额为主。2018年，公司EBITDA中折旧占比8.17%、摊销占比2.99%、计入财务费用的利息支出占比19.31%、利润总额占比69.53%。从长期偿债能力指标看，2017~2018年，EBITDA利息倍数分别为6.42倍和3.16倍，下降较多，处于一般水平；EBITDA全部债务比分别为0.24倍和0.16倍，EBITDA对全部债务覆盖程度尚可。公司长期偿债能力较好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（G10440305000964508），截至 2019 年 5 月 15 日，公司已结清和未结清信贷信息中均不存在关注类和不良类信息。

截至 2019 年 3 月底，公司及控股子公司已获银行授信额度 3,995.50 亿元，已使用 1,234.71 亿元，剩余授信额度 2,760.79 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2019 年 3 月底，公司对关联方担保 32.61 亿元，占净资产的比例为 2.26%，担保比率较低。

截至 2019 年 3 月底，公司无作为被告且涉案金额超 500 万元的涉诉案件。

总体看，公司主营业务获现能力较强，盈利水平较高，能对债务偿还形成保障，整体偿债能力极强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值变动计量的金融资产、应收票据）达 735.05 亿元，约为“18 侨集 01”、“18 侨集 02”和“19 侨集 01”待偿本金合计（65.00 亿元）的 11.31 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达 1,445.54 亿元，约为债券待偿本金合计（65.00 亿元）的 22.24 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对债券按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，公司 2018 年 EBITDA 为 291.06 亿元，约为债券待偿本金合计（65.00 亿元）的 4.48 倍，EBITDA 对债券待偿本金的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，2018 年，公司经营活动现金流入 1,482.96 亿元，约为债券待偿本金合计（65.00 亿元）的 22.81 倍，公司经营活动现金流入规模较大，对债券本金覆盖程度较好。

综合以上分析，考虑到公司规模、行业地位、融资能力及央企背景等因素，联合评级认为，公司对“18 侨集 01”、“18 侨集 02”和“19 侨集 01”的偿还能力依旧极强。

八、综合评价

跟踪期内，公司仍以旅游综合业务、房地产开发销售和电子业务为主营业务，公司旅游综合业务具有良好的品牌效应。2018 年，公司旅游综合业务和房地产开发业务的毛利率仍处于很高水平，整体仍保持着很强的盈利能力；受益于供应链贸易业务的迅速扩张，全年公司营业收入大幅增长；融资能力较强且成本较低；公司资产质量整体较好。联合评级同时也关注到旅游行业市场竞争激烈、旅游项目经营风险较高，公司电子业务收入下降，有息债务大幅增加以及公司经营和投资活动资金需求大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

2018 年，公司房地产在建项目增加较多且地理位置较好，随着项目的陆续销售，公司的盈利有望增加，公司整体信用状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“18侨集01”、“18侨集02”和“19侨集01”的债项信用等级为“AAA”。

附件1 华侨城集团有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	1,740.72	3,223.82	4,440.04	5,032.28
所有者权益（亿元）	557.79	1,056.82	1,392.65	1,445.54
短期债务（亿元）	198.59	379.52	358.04	381.92
长期债务（亿元）	309.43	641.79	1,509.03	1,852.08
全部债务（亿元）	508.02	1,021.31	1,867.07	2,234.00
营业收入（亿元）	542.56	801.08	1,103.49	204.55
净利润（亿元）	74.29	133.23	158.32	16.68
EBITDA（亿元）	127.95	250.02	291.06	--
经营性净现金流（亿元）	9.73	-152.44	-173.21	-26.04
流动资产周转次数（次）	0.50	0.47	0.42	--
存货周转次数（次）	0.57	0.60	0.51	--
总资产周转次数（次）	0.35	0.32	0.29	--
现金收入比率（%）	116.53	119.05	113.82	179.05
总资本收益率（%）	8.70	10.23	8.04	--
总资产报酬率（%）	6.79	8.96	6.75	--
净资产收益率（%）	13.96	16.50	12.93	--
营业利润率（%）	26.43	22.44	23.14	19.52
费用收入比（%）	13.20	13.64	13.20	15.75
资产负债率（%）	67.96	67.22	68.63	71.27
全部债务资本化比率（%）	47.67	49.15	57.28	60.71
长期债务资本化比率（%）	35.68	37.78	52.01	56.16
EBITDA 利息倍数（倍）	7.12	6.42	3.16	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.24	0.16	--
流动比率（倍）	1.44	1.53	1.63	1.71
速动比率（倍）	0.66	0.75	0.68	0.75
现金短期债务比（倍）	1.24	1.41	1.44	1.92
经营现金流动负债比率（%）	1.13	-10.77	-9.10	-1.22
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.97	3.85	4.48	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；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、2019 年一季度数据未经审计，相关指标未年化；4、其他流动负债有息债务部分调整至短期债务，长期应付款和其他非流动负债中债务部分调整至长期债务；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。