

信用等级公告

联合[2019]225 号

华侨城集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对华侨城集团有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2019 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一九年三月十四日



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 2019 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：基础规模 15 亿元，可超额配售不超过 10 亿元（含）

债券期限：品种一为 5 年期，第 3 年附公司调整票面利率和投资者回售选择权；品种二为 5 年期

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2019 年 3 月 14 日

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
资产总额（亿元）	1,369.57	1,740.72	3,223.82	4,120.72
所有者权益（亿元）	506.91	557.79	1,056.82	1,206.86
长期债务（亿元）	204.69	309.43	641.79	1,173.24
全部债务（亿元）	371.01	508.02	1021.31	1,691.89
营业收入（亿元）	506.93	542.56	801.08	598.89
净利润（亿元）	63.34	74.29	133.23	77.36
EBITDA（亿元）	118.53	127.95	250.02	94.31
经营性净现金流（亿元）	-5.67	9.73	-152.44	-213.53
营业利润率（%）	26.37	26.43	22.44	21.52
净资产收益率（%）	13.84	13.96	16.50	--
资产负债率（%）	62.99	67.96	67.22	70.71
全部债务资本化比率（%）	42.26	47.67	49.15	58.37
流动比率（倍）	1.46	1.44	1.53	1.72
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.25	0.24	--
EBITDA 利息倍数（倍）	8.98	11.95	6.42	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	4.74	5.12	10.00	--

注：1、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；2、除特别说明外，均指人民币；3、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。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对华侨城集团有限公司（以下简称“公司”或“华侨城集团”）的评级反映了公司作为隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，在政策支持、行业地位、多元化经营格局、房地产开发模式和土地储备等方面具有显著优势；公司于 2017 年新增供应链管理业务收入，对公司的收入形成有益补充；公司资产规模和所有者权益规模持续增长。同时，联合评级也关注到旅游行业竞争激烈、电子业务经营承压、未来投资规模大、经营活动净现金流波动较大等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来，公司将持续加大旅游综合项目的投资，综合竞争力有望进一步提升，收入有望持续增长，整体信用状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司是隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，在全国范围内多个大中型城市设立“欢乐谷”主题公园群，具有良好的品牌效应。

2. 公司采用“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。

3. 公司房地产业务开发成本低、利润空间大，土地储备充足，为后续发展奠定了基础。

4. 2017 年，公司新增供应链管理业务收入，对公司的收入形成有益补充；公司资产规模和所有者权益规模持续增长，资产受限比例低，整体资产质量良好。

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. 公司电子业务盈利能力较差，家电市场的持续低迷和激烈的行业竞争压缩了公司电子业务的盈利空间，家电业务收入持续下降，电子业务毛利率下滑，未来经营仍面临较大压力。

3. 公司经营活动净现金流波动很大；投资收益和营业外收入对利润影响较大。

分析师

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：

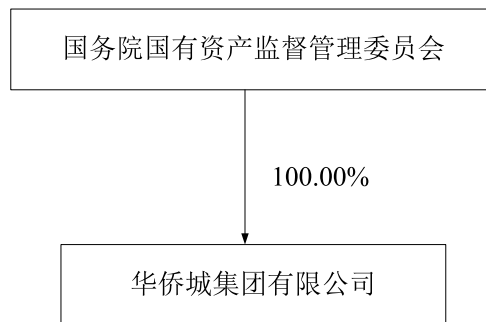


联合信用评级有限公司

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 2018 年 9 月底，公司实收资本 120.00 亿元，国务院国资委为唯一股东及实际控制人。

图 1 截至 2018 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司年报

公司经营范围：纺织品、轻工业品等商品的出口和办理经特区主管部门批准的特区内自用一类商品、机械设备、轻工业品等商品的进口（按经贸部[92]外经贸管体审证字第 A19024 号文经营），开展补偿贸易，向旅游及相关文化产业（包括演艺、娱乐及其服务等）、工业、房地产、商贸、包装、装潢、印刷行业投资。本公司出口商品转内销和进口商品的内销业务。旅游、仓库出租、文化艺术、捐赠汽车保税仓，会议展览服务（涉及许可证管理的项目，须取得相关的许可证后方可经营）；汽车（含小轿车）销售。

公司下设战略规划部、财务运营部、法律合规部、督察审计部和企业文化部等职能部门（详见附件 1）。截至 2017 年底，公司拥有一级子公司 19 家，其中上市公司 3 家，分别是深圳华侨城股份有限公司（股票代码：000069.SZ，以下简称“华侨城股份”）、康佳集团股份有限公司（股票代码：000016.SZ（A 股）、200016.SZ（B 股），以下简称“康佳集团”）和华侨城（亚洲）控股股份有限公司（股票代码：3366.HK，以下简称“华侨城（亚洲）控股”）；截至 2018 年 3 月末，公司共有员工 50,386 人。

截至 2017 年底，公司资产总额 3,223.82 亿元，负债合计 2,167.01 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 1,056.82 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 505.52 亿元。2017 年，公司实现营业收入 801.08 亿元，净利润（含少数股东损益）133.23 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 58.65 亿元；经营活动现金流量净额为-152.44 亿元，现金及现金等价物净增加额 244.81 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额 4,120.72 亿元，负债合计 2,913.87 亿元，所有者权益（含少

数股东权益)合计 1,206.86 亿元,其中归属于母公司所有者权益合计 586.13 亿元。2018 年 1~9 月,公司实现营业收入 598.89 亿元,净利润(含少数股东损益)77.36 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润合计 43.55 亿元;经营活动现金流量净额为-213.53 亿元,现金及现金等价物净增加额为 184.79 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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“华侨城集团有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)”(以下简称“本期债券”),本期债券品种一期限为 5 年,在第 3 年附公司调整票面利率和投资者回售选择权;品种二为 5 年期。本期债券基础发行规模为 15 亿元,可超额配售不超过 10 亿元(含 10 亿元);引用品种间回拨选择权,回拨比例不受限制,公司和主承销商将根据本期债券发行情况,在总发行规模内(含超额配售部分),决定是否行使品种间回拨选择权。本期债券面值为 100 元,按面值平价发行。本期债券采用单利按年计息,不计复利,每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金一起支付。本期债券采用固定利率,票面利率及其支付方式由公司与主承销商根据市场询价协商确定。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后,拟用于补充流动资金。

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. 旅游度假行业

(1) 行业概况

旅游产业是世界第一大产业,其中,休闲度假是一种重要的旅游模式。世界旅游组织资料表明,自上世纪 90 年代开始,国际旅游收入在世界出口收入中所占比重达到 8.25%,超过石油、汽车和机电的出口收入占比。自此,旅游产业正式确立了世界第一大产业的地位并保持至今。据统计,法国度假旅游者已占全国人口的 58%,英国这一比例高达 70%多,而美国的度假旅游者占全国人口的 60%左右。到了 20 世纪后半期,随着亚太地区经济的快速发展,休闲度假也成为该区域的新时尚。时至今日,休闲度假模式已日趋全球化。

度假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。2011~2016 年,中国旅游业迎来高速发展的黄金时期,旅游收入从 1.93 万亿元增长至 3.9 万亿元,游客接待量从 26.41 亿人次增长至 44.4 亿人次;2017 年,国内旅游人数 50.01 亿人次,比上年同期增长 12.8%。无论从旅游人次还是从旅游收入方面衡量,国内旅游市场均保持着较快增速。

据联合国世界旅游组织测算,2017 年全国旅游业对 GDP 的综合贡献为 9.13 万亿元,占 GDP 总

量的 11.04%。从旅游业的发展规律看，GDP 的增长和人均可支配收入的增加是旅游业发展的根本动力。近年来，随着国民经济的持续增长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市场收入规模呈现不断增长态势。2015~2017 年，国内旅游收入分别为 3.42 万亿元、3.94 万亿元和 4.57 万亿元，年均复合增长 15.60%。从旅游行业投资情况看，根据 2017 年全国旅游工作会议报告显示，全国旅游直接投资继 2015 年突破万亿元大关后，2016 年达到 12,997 亿元，同比增长 29.05%，高出全国固定资产投资增速 20 个百分点。其中，民营旅游投资积极性高涨，占旅游投资总额的 59%。中国旅游行业呈现平稳较快发展态势，旅游投资规模逐年快速增长，预计未来旅游市场将持续较快发展，带动相关产业协同发展。

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。据 Wind 统计数据，2004~2014 年我国住宿与餐饮业营业收入的平均增长率约为 13%，但从 2013 年起，由于宏观经济不景气以及“限制三公消费”政策的影响，酒店行业的发展有所减缓，2013 年和 2014 年增速由之前每年 10% 以上的增速降至 1.35% 和 1.11%。2015~2017 年底，全国星级饭店数量分别为 12,327 家、11,685 家和 10,645 家，总体呈减少趋势；五星级饭店数量分别为 789 家、800 家和 846 家，不断增加。截至 2017 年底，全国纳入星级饭店统计管理系统的星级饭店共计 10,645 家，其中，五星级饭店 846 家、四星级饭店 2,525 家、三星级饭店 5,166 家、二星级饭店 2,026 家、一星级饭店 82 家；拥有客房 147.06 万间，床位 250.55 万张；拥有固定资产原值 5,161.10 亿元；实现营业收入总额 2,083.93 亿元，实缴税金 96.88 亿元；全年平均客房出租率为 54.80%。虽然酒店总数量较上年有所减少，但五星级饭店数量继续保持增长态势。

从行业发展特点来看，旅游业正由“观光旅游”向“休闲度假”转型。国际旅游业的经验显示，随着人均 GDP 的增长，人们对于旅游的需求逐渐从单纯的景点观光游而转向休闲度假游。中国人均 GDP 超过 6,000 美元后，第三产业进入快速发展期，国民的消费结构也发生了巨大的变化，从单一的物质消费转向更高层次的精神文化消费，中国正在全面步入体验经济时代，休闲度假游将更为普及。随着中产阶级成为旅游的主力军，中产阶级的崛起对旅游度假产品整体品质提出了更高要求。此外，旅游已经成为中国家庭重要的休闲方式和消费方式，家庭度假已经超越商务会议市场成为现今旅游市场客户中规模基数较大，增长速度最快的市场。家庭度假所具有的度假时间较长、重游率高等特点对休闲度假需求总量的增长有加倍的促进作用。而人口老龄化带来的养老度假需求增长也将是促进休闲度假游总量增长的重要推动力。根据中国旅游统计数据，中国城镇居民出游人次中，目的为观光游览目的人次数所占比例由 2003 年的 41.7% 降至 2017 年的 22.1%，而同期度假休闲目的人次数所占比例由 21.1% 提高至 30.1%，由观光旅游向休闲度假的转化趋势较为明显。

总体看，旅游行业呈现平稳较快发展的态势，旅游投资规模逐年快速增长；近年来，酒店行业增速有所放缓，但随着中国旅游业的持续发展，且新的消费需求将继续推动旅游城市由单一的“观光旅游”向多位一体的“休闲度假目的地”转型升级，旅游度假行业面临良好的发展机遇。

（2）行业供给

随着旅游度假需求的增长，全球度假产业的成熟，度假目的地的开发日益成为全球旅游休闲的主流模式。按地域分，国际旅游度假区可分为海滨型、湖泊型、山地型、温泉型、乡村型和城市型；按功能分，可分为康体型、娱乐型、会议型和赌博型。在实际中，上述不同类型的度假区并非截然分开，很多度假区既是娱乐型又是会议型。如美国拉斯维加斯，不仅是世界著名“赌城”，更是全球文化创意产业中心、时尚发布中心、文化集聚中心、国际会议会展中心、国际休闲度假目的地，每年吸引着超过 4,000 万的游客。上世纪三十年代，拉斯维加斯向全球推出博彩噱头，营造出融合娱乐、购物、美食、艺术等要素于一体的休闲度假生活，最终带动会议会展产业、文化创意产业取

得了巨大成功，成为拉斯维加斯的第一大经济支柱，占每年经济收益的 70%，远远超越博彩业。

从全球旅游度假产业运营模式来看，集酒店、会展、休闲娱乐、餐饮、购物等多种业态为一体的超大规模度假目的地体验式旅游综合体已经日益成为全球休闲度假产业的主流模式。尤其在旅游业起步较早的发达国家地区，由文化创意、会议会展、休闲娱乐及时尚潮流等新兴产业协同拉动的品牌度假酒店综合体已验证了这种商业模式的市场前景及盈利空间。当前国内现有的一些高端度假业务模式，普遍存在着业态单一、业务模式复制性较差、品牌建立遇阻力和无法规模化等缺点，高端经营管理人才的缺乏也制约着国内旅游度假产业的发展。

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，截至 2017 年底，共有 9,566 家星级饭店通过省级旅游主管部门审核，包括一星级 64 家、二星级 1,660 家、三星级 4,614 家、四星级 2,412 家、五星级 812 家。从长期来看，根据 Wind 资讯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。

从地区分布来看，由于经济环境、地理位置等原因，我国度假酒店的地区分布呈现集中性的特征。根据国家旅游局公布的数据统计，从 2017 年第二季度各地区经营情况看，平均房间价格高于全国平均水平 343.43 元/间夜的集中于 8 个省市，位居全国前 6 位的为上海、北京、海南、广东、天津、浙江和江苏，其中上海最高为 721.88 元/间夜；平均出租率高于全国平均水平 54.80% 的集中于 13 个省市，位居前 6 位的为上海、北京、湖南、江苏、贵州和福建，其中上海最高为 68.98%；每间可供出租客房收入高于全国平均水平 188.20 元/间夜的有 8 个省市，位居前 6 位的为上海、北京、海南、广东、江苏和天津，其中上海最高为 497.97 元/间/夜。

总体看，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；但融合多种业态为一体的度假目的地体验式旅游综合体已日益成为全球休闲度假产业的主流模式，具有较大的发展空间。

（3）行业竞争

从国内旅游市场的竞争格局看，虽然中国旅游业的总体规模已经位居世界前列，但发展模式单一、产业形态落后、产业集中度低、行业秩序混乱、产品质量不高等深层结构问题依然存在，中国旅游企业的实力和规模也相对弱小。与国外有竞争力的旅游企业相比，中国旅游企业无论从资产规模、营业收入规模、盈利能力角度看，还是从业务地点分布、业务类型多样性角度看，都还存在相当巨大的差距。仅从上市旅游公司的数量来看，中国有超过 2,000 家 A 股上市公司，但其中旅游类上市公司仅有 25 家，占比不到 2%。旅游类上市公司比重较低的现象与旅游业在国民经济中的重要地位不太相称，在一定程度上也说明目前旅游类公司的整体实力偏弱。整体来看，受到旅游行业经营模式特殊性的影响，旅游企业之间既是相互依存的合作伙伴，又为相互排斥的竞争对手，旅游市场的竞争在一段时期内仍将较为激烈。相对其他行业，旅游业竞争优势主要在于持续而旺盛的需求以及旅游资源获取及整合能力提高了行业进入门槛。而资源获取、整合能力、所处子行业的规模及前景将决定旅游企业的竞争优势。

总体看，我国旅游度假产业发展模式单一，产业形态落后，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。

（4）行业发展

从发展趋势来看，旅游度假产品形式趋于多样化，主题公园将进入快速发展的时期。我国旅游业正处于消费升级和旅游产品升级换代的转变阶段。旅游产品从以观光旅游为主，发展到观光旅游

与休闲度假旅游共同发展的格局。自驾车旅游、游船游艇、房车营地、网络旅游、旅游俱乐部、旅游传媒等旅游新业态大量出现。为了积极引导休闲度假旅游产品的开发和旅游度假景区的建设，国家旅游局提出了要拓展现有产品休闲度假功能，突出特色，提升档次，提高质量。积极推动海洋旅游、温泉旅游、健康旅游、文化旅游、科技旅游、自驾车旅游等专项旅游产品的建设。

主题公园是现代旅游业发展的主体内容之一，也是未来旅游业发展的重要趋势。中国的主题公园拥有广阔的发展前景。2010年开始的中国大型主题公园发展新时期，有如下突出特点：市场竞争激烈：随着中国经济的崛起和中国城市化进程的加快，主题公园这种都市型旅游休闲产品将逐渐成为人们闲暇游憩的主要消费对象。中国将成为世界主题公园巨头竞争的主场地。粤港地区、以上海为中心的长三角地区和国内主要城市，是业界主要争夺的市场。民族品牌的崛起：中国主题公园市场的崛起大大激发了本土品牌发展壮大的愿望，国内大型旅游公司、主题公园公司将加速发展。主题公园发展的趋势上，除了国内品牌国际化、国际品牌国内化之外，在产品上也呈现多元化的趋势，集中为三个大的产品方向：一是出现大型的主题公园；二是出现生态、会议展览、休闲、体育相结合的度假区；三是出现接近国际市场又体现民族化的大型演艺“秀”。现在，各地不仅营造了良好的招商引资环境，而且对国际品牌和国内大型旅游企业给予空前的优惠条件，并在基础设施投入等方面进行大力配合。此外，还采取“大旅游”等先进的开发理念，将旅游发展与城市发展结合在一起，将大型旅游项目规划与城市规划结合在一起，非常注重对资源的利用和对环境的保护。现在，旅游业包括主题公园业的发展前景日益被投资者看好，会有不同行业、不同企业的资金流向主题公园。其中，民营资本和境外资本的投资力度还会加大。未来25年至30年，中国可以容纳10个或更多的类似迪士尼规模的主题公园。未来5年，中国主题公园市场规模将超过每年100亿元水平。

总体看，随着旅游度假行业的增长，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；随着消费需求的升级，主题公园日益兴起，旅游度假行业面临良好的发展机遇。

2. 家电行业

(1) 行业概况

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。

目前，中国家电行业发展进入了成熟期，呈现出如下特点：第一，作为高度竞争和充分发展的行业，家电厂商一般追求规模经济，努力通过扩大规模降低生产成本；第二，由于投入规模大，行业门槛较高，家电行业的新进入者减少；第三，随着全球经济一体化进程的加快，家电行业的竞争逐步打破国与国之间的界限，大型家电厂商在全球范围内进行生产以及市场的战略部署，使得家电企业之间的竞争已由过去的国内企业之间的竞争演变为跨国集团之间的较量。

产业布局方面，长三角、环渤海和珠三角地区是家电行业的主产区，约占据了国内空调产能的85%、冰箱产能的70%、洗衣机产能的75%。随着中西部地区城市化进程加快和配套设施的完善，家电产业已经开始向中西部地区梯次发展以降低人工成本，中西部承接部分东部产业转移成为近年来产业布局调整的热点。安徽、湖北、四川和重庆的家电生产能力不断扩大。

产业集中度方面，近些年家电龙头企业通过收购与投资，在冰箱、洗衣机、空调等行业的市场份额不断提高。市场集中度的持续提高加强了龙头企业在产业链中的地位，一定程度上强化了企业上下游的议价能力。另外，较高的市场集中度也有助于提高企业在产品定价和标准制定方面的话语权。

总体看，经过多年的发展，我国家电行业已进入成熟期，主要产品产量基本稳定，产业格局确立，市场集中度不断提高。

（2）行业政策

2015年1月8日，国家发改委等七部门联合发布了《关于印发能效“领跑者”制度实施方案的通知》，明确提出在变频空调、电冰箱、滚筒洗衣机、平板电视等品牌实施能效“领跑者”制度，鼓励企业研发并使用更新的节能技术。

2015年5月，国务院印发《中国制造2025》战略（以下简称“战略”），将着重提高国家制造业创新能力，并争取在2025年迈入制造强国行列，该战略的推出对提高我国家电行业企业技术水平、加强创新能力，都有着较强的指导作用。

2016年1月，国家发改委印发《“互联网+”绿色生态三年行动实施方案》的通知。该通知在完善废旧资源回收利用和在线交易体系中特别提到：选择部分特定产品，支持利用电子标签、二维码等物联网技术跟踪电子废物流向，推动在废弃电器电子产品处理企业的审核评价标准中纳入有关指标要求。

2016年10月，新修订的《家用电冰箱耗电量限定值及能源效率等级》正式实施，新版电冰箱能效标准1级能效要求耗电量大幅降低，新1级比老1级耗电量需下降40%左右。随着技术的不断升级，绿色节能将成为未来消费者产品选择的必要条件，也使得政策向更高能效产业结构倾斜。

2016年，工业和信息化部出台的《轻工业发展规划（2016-2020年）》指出：推动家用电器工业向智能、绿色、健康方向发展。加强质量品牌建设，进一步提高家电产品性能、可靠性和工业设计水平，提高中国家电产品美誉度。进一步深化渠道变革，促进线下与线上高度融合。实施新型国际化战略，全面参与全球家电市场竞争，提升在全球价值链中的地位。

2016年，为贯彻落实《国民经济和社会发展的第十三个五年规划纲要》和《中国制造2025》，工业和信息化部、财政部联合编制完成了《智能制造发展规划（2016~2020年）》，提出2025年前，推进智能制造实施“两步走”战略：第一步，到2020年，智能制造发展基础和支撑能力明显增强，传统制造业重点领域基本实现数字化制造，有条件、有基础的重点产业智能转型取得明显进展；第二步，到2025年，智能制造支撑体系基本建立，重点产业初步实现智能转型。

2019年，发改委等十部门共同印发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》，其中指出要支持绿色、智能家电销售，有条件的地方可对产业链条长、带动系数大、节能减排协同效应明显的新型绿色、智能化家电产品销售，给予消费者适当补贴；此外也要促进家电的更新换代，加快推进超高清视频产品消费。新一轮的家电政策出台，有望有效刺激家电企业加大智能、绿色化家电的推出力度，推动家电行业高质量发展。

总体看，家电行业主要政策以鼓励节能、环保、智能、提高能效为主；同时，随着《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》的推出，我国家电制造企业技术水平有望继续提升。

（3）行业关注

优惠政策相继退出

“家电下乡”（2007年12月至2013年1月）、“以旧换新”（2009年5月至2012年1月）、

“节能惠民”（2012 年 6 月至 2013 年 5 月）等曾经极大推动家电消费的优惠政策相继退出，会阶段性影响部分家电产品的需求，在经济形势日趋复杂的背景下，相关优惠补贴的取消将直接影响到家电厂商的收入水平。

市场竞争加剧

家电行业是充分竞争性的行业，传统竞争格局一直较为激烈，由于家电市场已由大盘式增长向侵蚀性增长转变，且互联网等跨界竞争正呈愈演愈烈之势，传统纯硬件盈利模式的空间可能进一步受压。

原材料价格波动

受全球经济整体疲软及大宗商品市场波动影响，面板、铜、钢等材料价格波动较大，如果上述原材料价格止跌回升，而终端销售价格不能有效化解成本波动影响，将对行业内企业经营业绩造成影响。

（4）行业发展

经过三十多年的快速发展，我国家电生产规模已居世界首位，是我国极具国际竞争力的产业之一。“十二五”是家电行业发展的转折期，中国家电工业结束了高速增长，开始走向新常态，“十三五”期间，我国家电行业也拥有着新的发展机遇。

一是更新换代带来的发展机遇。目前中国家电业已经进入更新消费为主的阶段，随着人民生活水平和质量普遍提高和收入的增长，城乡居民消费结构将过渡到更高层次，消费者对家电产品的档次、功能、品质的更高需求，为家电行业消费升级带来巨大的机遇。

二是创造新的消费需求。家电行业的发展一方面是客户对产品的选择，另一方面是生产厂商为消费者提供更多的产品选项。“十三五”期间将会有更多的新品类家电进入到消费者家庭，如智能卫浴电器，洗碗机，干衣机，嵌入式厨房等各类智能产品将大量进入普通家庭。

综合来看，产品研发与技术仍是行业的重点发展方向。把握消费升级，强化技术创新，是家电行业的发展方向。未来，中国家电业的技术改造继续向纵深发展，由规模扩张转向效率驱动。数字化、智能化的科技革命将进一步推动中国家电业的制造模式变革，进一步迈入向现代制造业升级的新阶段。

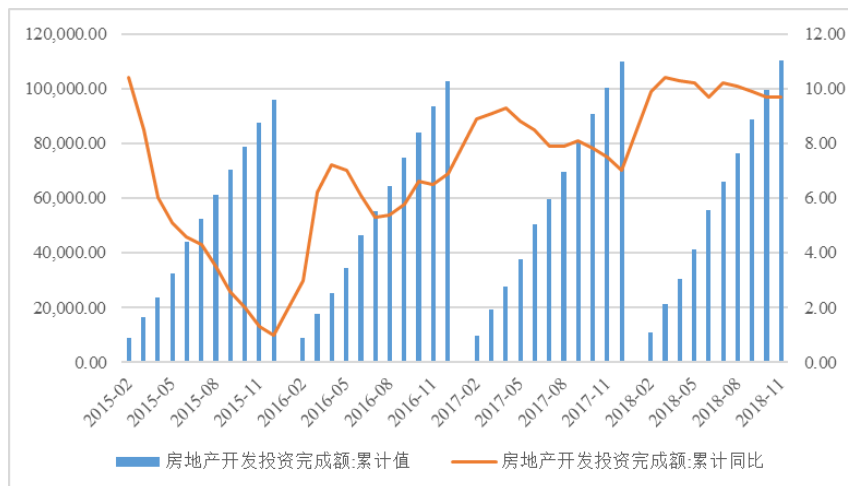
3. 房地产行业

（1）行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过近二十年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产行业发展趋势来看，2015 年，我国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.00%，增速继续同比下滑 9.50 个百分点；受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 102,581 亿元，名义同比增长 6.88%；2017 年，我国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年同期上升 0.16 个百分点。其中，住宅投资 75,148 亿元（占比为 68.44%），同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点；办公楼投资 6,761 亿元（占比 6.16%），同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点；商业营业用房投资 15,639 亿元（占比 14.24%），同比减少 1.26%。2018 年 1~11 月，全国房地产开发投资 110,083 亿元，同比增长 9.70%，增速与前 10 月持平，但较前 9 月回落 0.20 个百分点，在土地购置费和新开工持续高增长下继续维持在高位。

图 2 2015~2018 年 11 月全国房地产市场发展情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind 资讯

总体看,房地产业作为国民经济的重要支柱产业,近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响,自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势,开发投资增速逐步放缓;2016 年以来房地产投资增速有所回升,但开始以稳定健康增长为主要目标导向。

(2) 市场供需

土地供应状况

土地是房地产企业主要的成本来源,土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大,同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资行为,加之需求端限购等政策,导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化,直接影响土地市场需求。

2015 年,土地市场整体下行,成交量及出让金均低于上年,但楼面均价上涨幅度较大。其中,各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降;除一线城市土地出让金上升 1%外,二、三线城市土地出让金分别下降 7%和 19%。另外,各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 2 个百分点到 9,180 元/平方米和 27%;二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 18%和 10 个百分点到 1,560 元/平方米和 17%;三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 1%和 2 个百分点到 751 元/平方米和 8%。

2016 年,土地供求总量小幅下降,整体分化趋势不改,重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年,除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外,一、三线城市均有较大幅度下降;除一线城市土地出让金下降 16%外,二、三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外,各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%;二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%;三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看,一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地,二线城市涨幅较大,地王频出。

2017 年,全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米,同比增加 8%;土地出让金总额为 40,623 亿元,同比增加 38%。其中,住宅用地成交面积 35,433 万平方米,同比增加 24%;商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米,同比减少 10%。分城市来看,2017 年,一线城市土地供应持续放量,成交量及出让金随之上涨,但受调控政策影响,楼面均价及溢价率有所下滑;二线城市土地供应与成

交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

2018年1~9月，全国300个城市土地供需双涨，土地供应量88,834万平方米，同比增长23%；土地成交面积73,993万平方米，同比增长19%。土地出让金总额同比增长13%，整体成交楼面均价及溢价率下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018年1~9月，一线城市供地节奏放缓，推出面积同比下降25%，出让金总额下降24%；二线城市供求量有所增加，土地出让金总额同比小幅增长9%，但受政策调控影响，平均溢价率下降19个百分点；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，并出台相应的土拍政策，除土地溢价率下降23个百分点外，土地供应量、成交面积、出让金、楼面均价分别同比增长24%、20%、37%和9%。

表1 2015~2017年及2018年1~9月全国300个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
推出面积	113,235	103,212	111,907	88,834
同比	-18	-9	8	23
成交面积	85,671	85,885	95,036	73,993
同比	-21	-3	8	19
出让金	21,793	29,047	40,623	30,125
同比	-10	31	38	13
楼面均价	1,384	1,904	2,374	2,219
同比	14	40	26	-8
土地平均溢价率	16	43	29	16
同比	上升6个百分点	上升27个百分点	下降14个百分点	下降17个百分点

资料来源：CREIS中指数据，联合评级整理。

总体看，近三年，随着热点城市增加土地供给稳定预期，土地供求量均有所回升；房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，使得楼面均价涨幅仍然较大。2018年1~9月，土地市场整体上行，整体成交楼面均价及溢价率走低，房企拿地趋于理性。

开发资金来源状况

2015年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A股再融资活跃延续，房企银行间市场中票发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大幅降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015年，房地产开发企业到位资金125,203亿元，比上年增长2.6%。其中，国内贷款20,214亿元，下降4.8%；利用外资296.53亿元，下降53.6%；自筹资金49,038亿元，下降2.7%；其他资金55,655亿元，增长12.0%。在其他资金中，定金及预收款32,520亿元，增长7.5%；个人按揭贷款16,662亿元，增长21.9%。

受益于宽松的信贷政策，2016年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入10月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016年，房地产开发企业到位资金144,214亿元，同比增长15.18%。其中，国内贷款21,512亿元，同比增长6.42%；利用外资140亿元，同比下降52.79%；自筹资金49,133亿元，同比增长0.19%；其他资金73,428亿元，同比增长31.93%。在其他资金中，定金及预收款41,952亿元，增长29.0%；个人按揭贷款24,403亿元，增长46.5%。

2017年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金156,053亿元，同比增长

8.20%，增速较上年同期下降7.00个百分点。其中，国内贷款25,242亿元，同比增长17.30%；利用外资168.19亿元，同比增长19.80%；自筹资金50,872亿元，上升3.50%；其他资金79,770亿元，同比增长8.60%。在其他资金中，定金及预收款48,694亿元，同比增长16.10%；个人按揭贷款23,906亿元，同比下降2.00%。

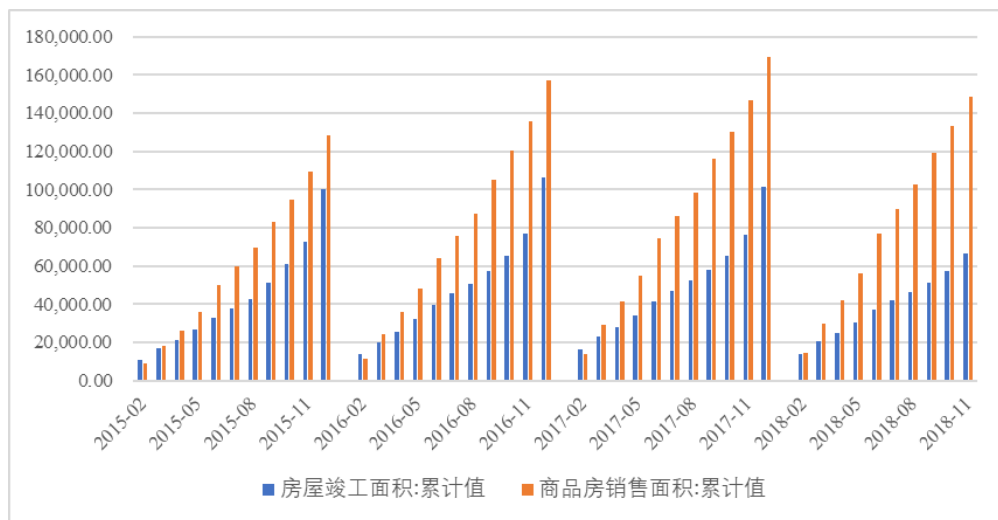
2018年1~11月，房地产开发企业到位资金150,076.84亿元，同比增长7.60%。其中，国内贷款同比下降3.70%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致，但下降幅度较前10月有所收窄；自筹资金同比增长10.00%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长9.68%，处于2018年较高位，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018年，央行已进行4次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松，房企资金面有所改善，但融资依然较紧张，资金压力依然较大。

总体看，2015年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解；2016年10月房地产调控后，融资环境再次趋紧，房企资金压力较大；2018年，货币政策结构性宽松，房企资金面有所改善，但资金压力仍然较大。

市场供需情况

2015年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015年，全国商品房销售面积128,495万平方米，比上年增长6.5%。其中，住宅销售面积增长6.9%，办公楼销售面积增长16.2%，商业营业用房销售面积增长1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积100,039万平方米，下降6.9%。其中，住宅竣工面积73,777万平方米，下降8.8%。

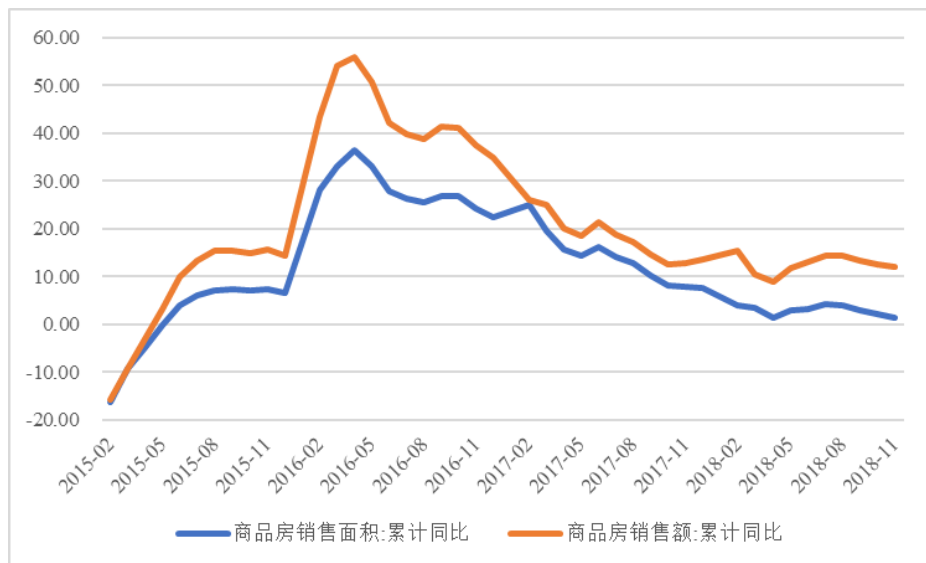
图3 2015~2018年11月全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

2016年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016年，全国商品房销售面积157,349万平方米，同比增长22.5%。其中，住宅销售面积增长22.4%，办公楼销售面积增长31.4%，商业营业用房销售面积增长16.8%。从供应来看，2016年，全国房屋竣工面积106,128万平方米，同比增长6.1%。其中，住宅竣工面积77,185万平方米，同比增长4.6%。

图 4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind资讯

2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

2018 年 1~11 月，全国房地产销售面积 148,604 万平方米，同比增长 1.40%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 129,508 亿元，同比增长 12.10%，增速较 1~10 月回落 0.40 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对低位。2018 年 1~11 月，房地产开发企业房屋施工面积 804,886.01 万平方米，同比增长 4.70%；房屋竣工面积 66,855.74 万平方米，同比减少 12.30%；商品房待售面积 52,627 万平方米，较 2017 年底减少 10.69%。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市内部则出现分化。2018 年 1~11 月，房地产销售面积和金额增速小幅回落，为 2015 年下半年以来历史低位。

销售价格情况

从商品房销售价格看，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

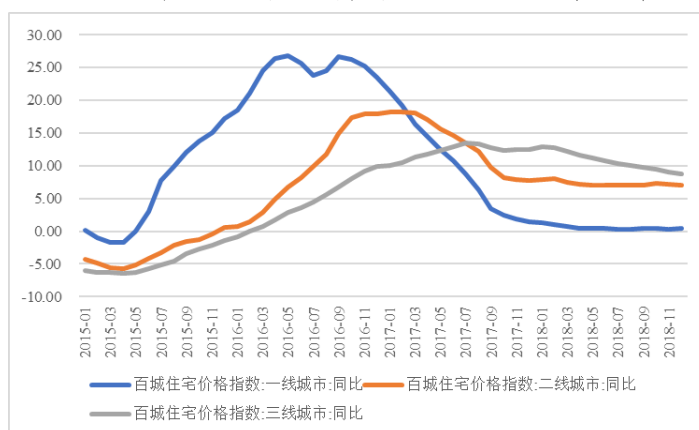
2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035 元/平方米，较年初增长 18.22%。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初

的 21.37% 大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27% 下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12% 左右水平。

2018 年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

图 5 2015~2018 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，三线城市价格增速降缓，但仍表现较好。

（3）行业竞争

随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

2016 年，房地产行业前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81% 和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 12.19% 和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10% 和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38% 和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。2018 年 1~11 月，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 28.35% 和 38.56%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.84% 和 26.35%。

表 2 2015~2018 年 11 月前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~11 月
前 10 大企业销售额占比	16.87	18.81	24.10	28.35
前 20 大企业销售额占比	22.82	25.33	32.50	38.56
前 10 大企业销售面积占比	11.31	12.19	15.38	19.84
前 20 大企业销售面积占比	14.62	15.94	20.03	26.35

资料来源：CRIC，联合评级根据 Wind 行业数据测算

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11~30 的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售。据 CRIC 统计的 2018 年 1~11 月房企销售额情况，碧桂园、万科企业和中国恒大均步入 5,000 亿，融创中国、保利发展、绿地控股和中海地产迈入两千亿门槛；新城控股、华润置地、龙湖集团、世茂房地产等 18 家房企进入千亿阵营，再次呈现强者恒强局面。

表 3 2018 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	绿地控股
2	碧桂园	7	中海地产
3	万科企业	8	龙湖地产
4	保利地产	9	华夏幸福
5	融创中国	10	广州富力

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

(4) 行业政策

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 9 月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
2015 年 9 月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》
2016 年 2 月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例
2016 年 6 月	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连

	续性稳定性，加快建立长效机制”
2017年8月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017年10月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017年12月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018年3月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018年7月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018年12月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018年12月	2018年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度

趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。2018年，政策继续坚持“房住不炒”总基调，但因城施策，部分城市政策出现微调。

（5）行业关注

行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项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

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控；2018年7月31日，中共中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

（6）未来发展

调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝

试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是国务院国资委管理的大型中央企业之一，国务院国资委持有公司全部股权，为公司实际控制人。公司是一个跨区域、跨行业经营的大型中央直属企业集团，培育了旅游及相关文化产业经营、电子及配套包装产品制造、房地产及酒店开发经营等国内领先的业务。公司拥有华侨城股份（深交所）、华侨城（亚洲）控股（香港联交所）和康佳集团（深交所）3家上市公司以及欢乐谷、东部华侨城等一系列国内著名的企业和产品品牌。公司采用“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。

目前公司旅游综合业务主要由华侨城股份经营，华侨城股份于1997年9月成立，并于当月在深圳证券交易所挂牌上市，主要经营主题公园和配套房地产开发。截至2017年底，公司对华侨城股份持股比例53.48%，股权无质押。截至2018年9月底，公司共运营旅游综合项目27个，包含华侨城、欢乐谷、锦绣中华等品牌。华侨城股份先后在深圳、北京、上海、成都、武汉、天津、重庆七个区域建成“欢乐谷”主题公园，其中，深圳欢乐谷、北京华侨城等项目（含主题公园及配套地产项目等）已经全部完工，其他旅游综合项目部分业态仍在建设中。截至2018年9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28家，客房约6,000间，覆盖北京、上海、广州、深圳等全国重点城市。

公司房地产业务主要由华侨城股份下属子公司深圳华侨城房地产有限公司（以下简称“华侨城房地产”）运营，华侨城房地产是最早被列为国资委大力扶持发展房地产业的全国五大中央企业之一，曾先后获得“中国房地产品牌价值TOP10”、“中国房地产旅游地产领先品牌”、“中国人居60年功勋企业”、“深圳房地产企业销售10强”等多项荣誉。

公司电子业务主要由康佳集团经营，康佳集团成立于1980年5月，1992年发行的A股、B股在深圳证券交易所挂牌上市。截至2017年底，公司及其全资子公司对康佳集团合计持股30.30%，股权无质押。康佳集团业务涉及彩电、白电和手机业务，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，截至2018年9月末，公司彩电产能为825万台。

总体看，公司作为隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，在行业地位、多元化经营格局等方面具有显著优势。

2. 人员素质

公司现有董事 9 人、监事 5 人、高级管理人员 8 人。

公司党委书记、董事长段先念先生，1958 年出生，硕士研究生学历，高级经济师，曾任西安高新区电子工业园管理办公室主任，西安高新区长安科技产业园管理办公室主任，西安高科（集团）公司副总经理、总经理，西安高新区党工委书记、常务副主任，西安曲江新区管委会主任、党工委副书记、书记，西安曲江文化产业投资（集团）有限公司董事长、总经理，西安市人民政府党组成员、市长助理、副市长（正厅级），同时任西安曲江新区党工委书记、管委会主任，西安曲江文化产业投资（集团）有限公司董事长、总经理，西安市大明宫遗址区保护改造办公室主任，陕西文化产业投资（集团）控股有限公司党委书记、董事长（正厅级）。现任华侨城集团有限公司董事长、党委书记，深圳华侨城股份有限公司董事长、党委书记。同时兼任中华文化促进会常务副主席、中国旅游协会副会长、广东省第十二届政协常委。

公司党委副书记、总经理姚军先生，1960 年出生，硕士研究生学历，高级经济师。曾任华侨城经济发展总公司旅游发展部副总经理，华侨城中国旅行社总经理，华侨城控股公司副总裁、董事、总裁、党委书记，香港华侨城董事、董事长，华侨城（亚洲）控股公司董事、董事局主席，华侨城股份公司副总裁。现任华侨城集团有限公司董事、总经理、党委副书记、总法律顾问，深圳华侨城股份有限公司党委副书记。同时兼任中国旅游景区协会会长、中国游艺机游乐园协会负责人。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并口径）在职员工 50,386 人，其中本部员工 101 人，按教育程度分类，具有大专以上学历的员工占 36.72%，其他学历占 63.28%；按年龄构成划分，公司员工 30 岁以下的占 46.22%、30~50 岁的占 39.70%、50 岁以上的占 14.08%。

总体看，公司高级管理人员具有丰富的行业从业及管理经验，公司员工学历和年龄结构能够满足公司运营及发展需求。

五、公司管理

1. 公司治理

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。公司是享有独立法人资格的经济实体。公司根据《企业国有资产法》、《公司法》、《监管条例》及《国有企业监事会暂行条例》等有关规定，公司受国务院有关部门的业务指导和行业管理。

国务院国资委依法行使股东会职权，依据法律、行政法规和公司章程规定行使股东权利、履行股东义务；以管资本为主，改革国有资本授权经营体制，管理国有资本布局、规范资本运作、强化资本约束、提高资本回报、维护资本安全。

公司设立董事会，由 3~13 名董事组成，设董事长 1 名，可以设副董事长 1~2 名，外部董事人数应当超过董事会全体成员的半数，内部董事中包含 1 名职工董事。董事会设董事会秘书 1 名。董事会成员由出资机构任命；职工董事经由职工代表大会或其他民主方式选举产生。董事任期 3 年，任期届满，可连选连任。董事会是公司的决策机构，对出资人机构负责，向出资人机构报告工作，执行出资人机构的决定，根据国资委的审核意见、决定公司的战略和发展规划，决定公司经营计划和投资方案，制定年度财务预算方案和决算方案等。董事会下设执行委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会和董事会办公室。董事长作为法定代表人，对改革方向负首要责任，及时向董事会和出资人机构报告重大经营问题和经营风险。

公司实行外派监事会制度，由国资委代表国务院向公司派驻监事会。监事会成员不少于 5 人，其中职工代表比例不低于 1/3。监事会主席由国务院任命，监事会中的职工代表由公司职工代表大会民主选举产生。监事会依照《公司法》、《企业国有资产法》和《国有企业监事会暂行条例》等有关法律、行政法规履行监督职责，检查公司财务，检查公司重大决策和关键环节及董事会经理层履职情况。监事会不参与、不干预公司经营管理活动。监事会主席根据监督检查的需要，可以列席或者委派监事会其他成员列席公司重要会议。

公司设总经理 1 名，副总经理若干，总会计师 1 名。总经理对董事会负责，依法行使管理生产经营、组织实施董事会决议等职权，向董事会报告工作，董事会闭会期间向董事长报告工作，副总经理协助总经理工作。总经理依法由董事会聘任或解聘，接受董事会管理和监事会监管。

公司设立党委，设党委书记 1 名，其他党委成员若干名。公司董事长、党委书记原则上由一人担任，设立主抓企业党建工作的专职副书记。符合条件的党委成员可以通过法定程序进入董事会、监事会、经理层，董事会、监事会、经理层成员中符合条件的党员可以依照有关规定和程序进入党委。同时，按规定设立纪委。公司党委根据《中国共产党章程》等党内法规履行职责。

总体看，公司经由全民所有制企业改制为国有独资公司，法人治理结构完整健全。

2. 管理体制

公司下设战略规划部、财务运营部、法律合规部、稽查审计部和企业文化部等职能部门。公司从组织架构、监管机制、业务流程、薪酬管理及品牌推广等方面，系统地建立起了一套适应公司跨行业、跨区域发展的企业监管体系。公司监管体系涉及战略管理、投资管理、财务管理、人力资源管理、审计监督管理等方面。

财务管理方面，公司制定了《财会人员管理制度》、《货币资金管理制度》、《固定资产及低值易耗品管理制度》、《财务预算及财务分析管理制度》、《集团对所属企业财务管理制度》等一系列规章制度。公司实行总会计师领导下的财务总监负责制，加强了总部对子集团、重点项目在资本运作、资金往来、资产处置等重大财务事项中的管控力度，强化了集团层面的财务管理力度，提高了资金的使用效率。

投资管理方面，公司通过实施投资决策管理规定，进一步规范和明晰了集团新项目投资决策中的权限和流程，规范了子公司和重点项目的投资活动。固定资产投资方面，单一项目、总投资在 2,000 万元以上的投资活动必须报集团批准；股权投资方面，股权投资（包括并购）、撤资均要报送集团批准；无形资产投资方面，所有涉及土地使用权转让或出让项目、2,000 万元以上的其他无形资产投资项目均需报送集团批准；新项目投资决策管理方面，集团及所有下属公司发现的投资机会，应上报，根据项目投资规模、复杂性和战略考虑来决定是否该投资决策要在集团层面做出。

融资管理方面，为规范公司经营运作中的筹资行为，降低成本，减少筹资风险，以提高资金运作效益，公司制定了《资金管理制度》，明确了资金筹措程序、审批权限以及筹资的风险管理等内容。公司设立了相关融资管理部门，主要负责通过银行借款、担保借款、抵押借款、信托借款、财政借款、委托贷款、股票、债券等方式进行融资活动。

子公司管理方面，公司通过股东会及委派董事、监事、高级管理人员对控股及参股子公司实行控制与管理，将财务、重大投资、人事及信息披露等方面工作纳入统一的管理体系，并制定统一的管理制度，公司定期取得各控股子公司的月度、季度、半年度及年度财务报告，公司各职能部门对控股及参股子公司的相关业务和管理进行指导、服务和监督。公司通过预算管理制度、经营计划报告制度等，强化对控股及参股子公司经营过程的监控；通过严格贯彻重大经营事项的报告制度，公

司基本能够实时监控各个控股及参股子公司的关联交易、对外担保、重大投资和信息披露等方面活动。

对外担保方面，公司建立了较为完善的对外担保管理制度体系。集团本部不提供对外担保；公司各子公司均已根据有关法律法规建立了对外担保制度，明确了对外担保的内部决策程序、各有权机构审批权限、相关报告和信息披露机制等。

总体看，公司整体运作规范，制定了一系列较为全面的管理制度及办法，基本满足了公司日常经营活动的需求。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务涵盖旅游综合业务、电子业务、房地产开发业务及纸包装等业务。2015~2017 年，公司营业收入稳步增长，年均复合增长 25.71%，主要系电子业务和旅游综合业务收入快速增长所致；公司近三年净利润持续增长，与营业收入变动趋势相同。

从主营业务构成来看，近三年旅游综合业务、房地产业务和电子业务收入合计占比均在 95%以上，公司主营业务突出。2015~2017 年，公司旅游综合业务收入呈持续增长的态势，主要系随着新建成旅游项目陆续开业，旅游接待人数快速增长，且旅游地产结转项目增长所致。2015~2017 年，公司电子业务收入持续增长，主要系公司于 2017 年全面开展供应链管理业务，在贸易业务基础上逐步提供集商务服务、物流服务、信息处理服务等为一体的供应链服务，业务收入快速增长所致。2015~2017 年，公司房地产业务收入波动增长，主要系竣工结转项目规模不同所致。公司包装业务和其他业务占比较小，对公司的经营情况影响不大。

从毛利率来看，2015~2017 年，公司旅游综合业务板块受商业物业楼盘等价格变动影响，毛利率出现波动，但整体仍处于较高水平。2015~2017 年，公司电子业务毛利率波动下降，2016 年有所提升主要系当期康佳集团提升中高端品类生产效率与质量，成本优化所致；2017 年有所下降主要系彩电行业竞争激烈、价格下降所致。2015~2017 年，公司房地产业务毛利率波动下降，主要系当期结转项目地域不同所致，但整体处于较高水平。受上述因素影响，近三年，公司综合毛利率波动下降，分别为 38.41%、39.15%和 32.29%。

表5 2015~2018年9月公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电子业务	168.83	33.91	12.57	171.67	32.16	14.82	152.65	19.38	16.50	112.55	19.38	10.41
供应链贸易业务	--	--	--	--	--	--	136.53	17.34	1.11	173.74	29.91	1.36
旅游综合业务	123.21	24.75	42.51	160.06	29.99	40.71	226.47	28.76	42.65	107.03	18.43	33.86
房地产业务	195.80	39.33	59.58	192.77	36.12	63.08	233.59	29.66	55.24	170.43	29.34	72.32
包装业务	8.23	1.65	11.44	7.39	1.38	7.63	7.70	0.98	13.23	3.29	0.57	16.37
其他业务	1.77	0.36	2.77	1.85	0.35	6.11	30.61	3.89	3.00	13.83	2.38	0.04
合计	497.84	100.00	38.41	533.75	100.00	39.15	787.54	100.00	32.29	580.86	100.00	29.93

资料来源：公司提供

2018 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 580.86 亿元，同比增长 37.06%，主要系供应链贸易业务收入大幅增长所致；其中，供应链贸易收入同比增长 1.27 倍至 173.74 亿元，主要系公司 2017 年

新增供应链业务所致；房地产业务收入同比增长 9.45%至 170.43 亿元，旅游综合和电子业务收入同比变动不大。2018 年 1~9 月，公司电子业务毛利率较 2017 年同期下降 3.83 个百分点，主要系市场需求持续下降所致；公司房地产开发毛利率为 72.32%，较 2017 年全年增加 17.08 个百分点，主要系 2018 年 1~9 月结转项目拿地较早、成本较低，结转项目集中在一二线城市，毛利率较高所致；公司旅游综合业务毛利率为 33.86%，较 2017 年同期下降 1.83 个百分点。综上，公司业务综合毛利率为 29.93%。

总体看，近三年，随着公司全面开展供应链管理业务，以及新增旅游综合项目陆续开业，公司电子业务收入和旅游综合业务收入均持续增长，带动整体收入持续增长；近三年，公司综合毛利率波动下降。

2. 旅游综合业务

公司旅游综合业务主要包括主题公园开发运营、配套住宅及商业地产开发和商用物业租赁服务。公司多年来坚持采用“旅游+地产”的经营模式，围绕旅游景区在周边布局居住及商务功能的房地产项目，进行项目成片综合开发，从而以较低成本获取土地，并通过旅游业和房地产业的良性互动，实现较高利润回报。公司旅游综合业务收入来源主要包括旅游接待收入、地产销售收入、园区配套物业租售收入、文化演艺收入等。

2015~2017 年，公司旅游接待人次逐年增长，2017 年达到 4,381.67 万人次；受不同地区项目门票价格变动的影 响，公司旅游接待收入波动增长。公司景区中以深圳欢乐谷、北京华侨城、上海欢乐谷、世界之窗和东部华侨城为旅游接待业务收入的主要来源，近三年占旅游接待业务收入比重维持在 65~70%之间。2016 年 9 月，公司向秦皇岛市南戴河旅游发展（集团）有限公司以 1.35 亿元的对价收购秦皇岛南娱项目；2017 年 5 月，公司完成对云南世博及云南文投的收购，新增轿子山、元阳梯田、九乡景区、世博园等景区；同时重庆欢乐谷于 2017 年 7 月开园，上述因素共同带动公司景区接待人次 2017 年同比增长 54.46%，旅游综合业务收入同比增长 41.49%。2018 年 1~9 月，公司旅游接待人次为 3,651.26 万人次，实现旅游接待收入 297,324.11 万元，其中，门票收入为 213,933.14 万元，人均旅游收入和人均门票收入较 2017 年全年小幅下降，主要系天气影响所致。

表 6 公司旅游接待业务情况（单位：万元、万人）

景区名称	2015 年			2016 年			2017 年		
	接待游客人数	收入	其中：门票收入	接待游客人数	收入	其中：门票收入	接待游客人数	收入	其中：门票收入
深圳欢乐谷	315	40,465	32,739	311	36,937	30,383	295.55	37,040.32	29,875.40
北京华侨城	364	48,049	38,441	365	44,609	34,110	341.63	38,601.36	32,168.00
成都欢乐谷	253	29,226	24,003	218	25,263	20,661	208.02	24,710.33	18,915.72
上海欢乐谷	292	43,229	36,190	292	43,117	34,031	300.00	43,032.55	33,994.37
武汉欢乐谷	255	34,384	26,460	263	33,316	25,488	276.27	37,961.22	29,279.77
天津欢乐谷	145	12,317	9,912	142	12,358	9,569	160.53	13,572.10	10,256.76
重庆欢乐谷	--	--	--	--	--	--	66.64	5,827.31	3,812.64
锦绣中华	160	20,319	14,536	173	20,599	14,653	186.93	21,723.62	15,603.54
世界之窗	334	48,667	40,207	323	46,913	37,935	341.27	48,622.89	39,562.35
长沙世界之窗	114	16,291	13,589	130	16,372	13,274	129.42	15,518.88	12,580.69
东部华侨城	384	70,646	32,920	380	63,084	31,182	329.98	45,758.98	31,955.10
泰州华侨城	14	235	101	68	5,346	97	70.07	6343.09	105.50

云南华侨城	--	--	--	20	3,732	--	13.08	2,761.00	961.77
麦鲁小城	86	7,217	5,754	98	6,935	4,959	86.83	5,836.00	4,376.96
秦皇岛南娱	--	--	--	--	--	--	85.06	3,353.00	2,065.00
轿子山	--	--	--	--	--	--	28.39	3,500.00	1,032.94
元阳梯田	--	--	--	--	--	--	18.14	2,100.00	1,368.00
世博园	--	--	--	--	--	--	131.64	7,940.00	4,188.00
老君山	--	--	--	--	--	--	3.62	627.60	92.43
九乡景区	--	--	--	--	--	--	147.00	13,466	8,488.00
恐龙谷	--	--	--	--	--	--	70.39	4,754	3,688.00
巴拉格宗景区	--	--	--	--	--	--	6.56	1,698.00	907.32
蓝月山谷、石卡雪山景区	--	--	--	--	--	--	20.48	2,103.00	1,894.20
安仁	--	--	--	--	--	--	297.00	2,467.92	--
黄龙溪	--	--	--	--	--	--	669.00	712.00	--
海螺沟	--	--	--	--	--	--	90.00	90.00	90.00
美丽乡村中廖村	--	--	--	--	--	--	8.17	4.28	--
合计	2,716	371,045	274,852	2,783	358,581	256,342	4,381.67	390,125.45	287,262.46

资料来源：公司提供

注：1、公司旅游接待收入除门票收入，还包括区内消费收入和文化演艺项目收入等；2、世界之窗及锦绣中华的运营主体深圳世界之窗有限公司、深圳锦绣中华发展有限公司均为华侨城参股公司，该景区土地使用权属于公司，公司与另一股东中国旅游集团公司共同拥有“世界之窗”和“锦绣中华”的商标使用权。

（1）旅游综合项目

截至 2018 年 9 月底，公司共运营旅游综合项目 27 个，其中“欢乐谷”主题公园综合项目主要由欢乐谷集团负责运营。2000 年以来，公司先后在深圳、北京、上海、成都、武汉、天津、重庆七个区域建成“欢乐谷”主题公园，并在其周围布局住宅、商业、酒店等多种业态，形成北京华侨城、上海华侨城、成都华侨城、天津华侨城等多个旅游综合项目公司，其中，深圳欢乐谷、北京华侨城等项目（含主题公园及配套地产项目等）已经全部完工。深圳欢乐谷总占地面积 35.00 万平方米，已于 1998 年 10 月对外开放，为华侨城首个主题公园项目。北京华侨城总占地 123.44 万平方米，包括欢乐谷、主题商业街、主题社区、华侨城大剧院等项目，于 2006 年暑期开业。其他旅游综合项目部分业态仍在建设中。

上海华侨城项目位于上海市松江区佘山国家旅游度假区，占地 65.5 万平方米，主要开发的“上海欢乐谷”于 2009 年 9 月建成开放，作为 2010 年上海世博会“城市，让生活更美好”的主题体验区。2017 年累计接待游客 300 万人次，2018 年 1~9 月累计接待游客 223.27 万人次。截至 2018 年 9 月底，上海华侨城商业物业租赁面积 0.79 万平方米，租赁比例 94%。

成都华侨城是华侨城进军大西南的桥头堡，占地超过 171.84 万平方米，规划建设主题商业、主题公园、主题社区三大功能区域，是一个集旅游、娱乐、购物、休闲、度假、文化、居住、商务等多种功能于一体的都市大型综合项目。成都欢乐谷于 2009 年 1 月开放，目前经营情况良好，2017 年累计接待游客 208.02 万人次，2018 年 1~9 月累计接待游客 188.1 万人次。截至 2018 年 9 月底，成都华侨城旅游地产板块总建筑面积 178.39 万平方米，销售比率 93%，商业物业租赁面积 12.36 万平方米，出租率 93%。

武汉华侨城位于武汉市武昌区东湖生态旅游风景区，占地约 211.81 万平方米。项目建设于 2009 年 5 月启动。园内开工的 10 个大型设备基础全部完成后，项目于 2012 年 3 月 28 日试营业，2012 年 5 月 1 日正式营业。项目现为华中区域最大的现代主题公园和都市娱乐集群。2017 年累计接待游

客 276.27 万人次，2018 年 1~9 月累计接待游客 206.13 万人次。截至 2018 年 9 月底，武汉华侨城旅游地产板块总建筑面积 199 万平方米，销售比例 78%，商业物业租赁面积 6.39 万平方米，租赁比例 91%。

天津华侨城位于天津市东丽区东丽湖风景区，占地约 204.6 万平方米。天津欢乐谷于 2013 年 7 月 26 日开业，是华侨城首个以大型室内项目为主、适合四季游玩的主题公园，填补了北方冬季大型文化旅游综合项目的市场空白。2017 年累计接待游客 160.53 万人次，2018 年 1~9 月累计接待游客 166 万人次。截至 2018 年 9 月底，天津华侨城旅游地产板块总建筑面积 134.93 万平方米。

重庆华侨城项目总投资 206 亿元，总占地面积 95.01 万平方米，欢乐谷公园及玛雅海滩水公园已于 2017 年 7 月 8 日正式开园运营。其中欢乐谷公园占地约 50.00 万平方米，重庆玛雅海滩水公园占地 1.00 万平方米，是西南地区最大最具亲水环境的全山地水公园。重庆华侨城住宅配套总建筑面积 170.19 万平方米，商业物业总建筑面积 35.00 万平方米，包括写字楼、酒店等业态。

公司非欢乐谷旅游综合项目包括东部华侨城、云南华侨城、宁波华侨城等，其中东部华侨城由深圳华侨城东部投资有限公司运营、云南华侨城由华侨城云南集团运营、宁波华侨城及泰州华侨城由华侨城华东投资有限公司运营。东部华侨城于 2007 年 9 月 28 日正式开始运营，大峡谷项目于 2009 年 5 月 1 日对外试营业，2009 年 8 月 1 日全面开业。宁波华侨城包括欢乐海岸项目及四明山项目，欢乐海岸项目由住宅、商业综合体及体育公园构成，其中住宅分四期开发，一期及二期已达预售条件的楼盘已全部销售，商业综合体拟全部自持，目前处于开发阶段，整体销售比率为 22%。泰州华侨城项目总投资 21 亿元，总占地面积 206.98 万平方米，包含旅游、温泉酒店、住宅及体育公园等多种业态，住宅项目分四期开发，前两期项目已开发完毕，受地理位置局限等因素影响，去化速度慢，三、四期尚未开工，由于项目前期投资较高且市场环境等因素影响，项目 2012 年以来处于亏损状态。云南华侨城项目总投资 80 亿元，总占地面积 389.65 万平方米，包含住宅、温泉水公园及体育公园等多种业态，其中温泉馆于 2013 年 10 月试营业，室外水乐区于 2014 年上半年投入使用，体育公园于 2013 年 5 月试营业，住宅项目受地理位置等原因影响，去化速度慢。

从在建项目看，公司主要旅游综合项目拟投资总额 283.88 亿元，主要系武汉、南昌及宝安滨海文化公园旅游综合项目建设。截至 2018 年 9 月底，武汉华侨城项目在建项目主要包括生态文化广场、生活运动中心、市政配套工程和公园改造项目等，预计总投资 63.03 亿元，整体工程进度为 80%。南昌华侨城由华侨城集团旗下子集团香港华侨城在南昌设立的全资子公司负责建设。南昌华侨城项目主要包括：玛雅水公园、海洋奇梦园、OCT 智慧发现乐园、儿童职业体验园、科技风暴园、运动竞技公园、设计创意公园、田园大道、零碳公园、湿地公园等主题“十园”区，该项目预计总投资 50.00 亿元，截至 2018 年 9 月底，整体工程进度为 5%。宝安滨海文化公园（一期）项目是深圳西部 45 公里海岸线的璀璨明珠，位于宝安中心区海澜路以南、新圳河以西、沿江高速以东，占地面积 38.14 万平方米。其中中央海滨文化公园用地 27.61 万平方米；演艺中心用地 2.07 万平方米；合宗商业用地 3.45 万平方米；游乐设施（二块用地）5.01 万平方米。

公司的产品与服务不仅涵盖旗下的东部华侨城、世界之窗、欢乐谷系列主题公园等景区，还为乐多港、宋城、春秋乐园、花鼓灯嘉年华、大千世界、张家界等国内知名旅游景区输出主题游乐产品，为广西、云南、山西、天津滨海等地提供城市旅游产业规划设计及旅游项目开发，其中与广西柳州政府合作的“卡乐星球欢乐世界”主题公园及配套旅游区已于 2017 年 7 月开放运营；与湖南常德市政府合作的“卡乐星球”项目正在建设中；与广东省肇庆新区管委会合作的卡乐文化旅游科技产业小镇正在筹备建设中。

总体看，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，公司加快旅游综合项目布局，新拿南京、南昌等地块，未来资本支出压力较大；同时，部分存量项目受限于地理位置，去化速度较慢。

（2）酒店业务

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（以下简称“酒店管理公司”）以及各旅游综合项目的酒店物业经营。

截至 2018 年 9 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 28 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。其中，华侨城大酒店与国际知名品牌洲际酒店集团合作，委托洲际酒店集团进行管理，华侨城大酒店经营收入由公司获取，洲际酒店集团作为专业化管理方，根据经营业绩按一定比例收取管理费；其余酒店品牌均为公司自营。公司输出管理的东部华侨城房车酒店、瀑布酒店、大华兴寺菩提宾舍已于 2009 年相继开业，茵特拉根酒店群成为中国酒店业新的示范点。未来三年公司将发展到拥有和管理 6~8 家高星级酒店以及 40~50 家城市客栈连锁酒店。从入住率来看，除少数未评星级酒店外，公司酒店入住率均保持在较高水平，各酒店在区域市场内具备较高影响力，其中华侨城大酒店、威尼斯酒店和海景酒店的入住率、间房收益等指标分别居深圳市豪华商务酒店、商务五星级酒店、商务四星级酒店各细分市场前列。

2017 年 5 月，公司通过增资扩股方式收购云南世博旅游控股集团有限公司及云南文化产业投资控股集团有限公司，新增昆明饭店、花园酒店、水庄大酒店、情人谷酒店等 9 家酒店，同时新增康佳铂尔曼酒店、铂尔曼酒店等，酒店业务规模及地域布局进一步扩大。此外，公司积极发展管理输出服务，酒店管理公司还为“昆明海埂国际会议中心酒店项目”、“泰州华侨城酒店项目”、“长沙现代投资酒店项目”和“九华山五星级度假酒店项目”等提供了高星级酒店顾问咨询服务。

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。

3. 电子业务

公司电子业务板块主要由康佳集团经营。康佳集团产品主要有彩电、白电和手机，近两年公司新增供应链管理业务和环保业务；2017 年，供应链业务收入占比为 43.72%，成为康佳集团的主营业务之一，其余主要为彩电和白电销售收入。

从经营情况来看，随着家电行业竞争白热化，受彩电内销市场整体规模下滑、品牌竞争加剧以及康佳集团内销彩电业务管理层变动、产品规划调整频繁等因素的影响，2015~2017 年，公司彩电业务收入持续下滑。2016 年以来，康佳集团管理层逐步确立，并积极推进互联网转型战略，彩电内销方面强化零售渠道建设，“劲速”系列产品在内的中高端新品快速上市，产品结构有所改善。但由于 2016 年第二季度面板价格持续上涨，使得康佳集团彩电业务生产成本快速增长，同时互联网彩电企业持续低价竞争，造成彩电价格持续走低，康佳集团经营仍面临一定压力。2017 年，康佳集团全面开展供应链管理业务，该业务有利于公司逐步与产业链上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，成为康佳集团业务的新增长点。2017 年，供应链管理业务的收入规模已经达到了 136.52 亿元，成为康佳集团的主营业务之一。

从采购情况来看，公司彩电业务主要上游供应商为液晶屏厂、芯片厂、五金件厂、塑胶件厂及普通的电子元器件厂；其中液晶屏金额占比最大，液晶屏主要供应商为 LGD、BOE、INX、SDC、

CSOT 等品牌厂商，以 LGD 为核心供应商。主芯片采购主要通过国际主流合作厂家 MSTAR、MTK 和 Realtek 三家。公司与主要供应商的采购结算模式大多采用出货 30 天 T/T 付款的结算方式，但彩电业务上游关键部件液晶屏因市场供求关系会出现季节性采购紧张。

从生产情况来看，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，安康、莞康分别拥有 19 条、15 条现代化生产线，具备全系列的彩电量产能力，年产能 1,500 万台。公司近三年彩电产能为 1,500 万台、1,500 万台及 1,100 万台，2017 年较 2016 年减少 26.67%，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 400 万台的年产能规模。公司近三年彩电产量分别为 824 万台、737 万台、609 万台，持续下降主要系近年来受面板成本上升、替代品崛起、房地产市场萧条等因素综合影响，整体市场规模下滑导致代工业务略有下降，且部分产品为保证成本优势，采用外协方式生产，对公司彩电产量有一定影响。截至 2018 年 9 月末，公司彩电产能为 825 万台。

从销售情况来看，公司目前采取的是购销销售模式，即由客户正式下订单采购，货款到账期时，由公司发货给客户的形式。公司销售实行多元化销售模式，除少部分大客户由集团总部直接负责外，主要销售业务通过 40 多家销售分支机构进行，截至 2017 年末，康佳集团拥有遍及全国纵深立体、功能完备的一流营销网络，遍及全国所有省、直辖市和自治区。在国内，康佳集团设立了 40 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，终端经销商到达乡镇一级，主要包括国美、苏宁家电大连锁渠道、麦德龙、沃尔玛等超市渠道、武汉工贸、大连大商等区域性家电连锁、传统百货渠道及县乡专卖及家电商场进行销售，同时积极借助淘宝家电城、京东家电城等网络销售模式拓展销售业务，并积极开展直销、团购、工程机业务实现销售。公司近三年彩电销量分别为 986.8 万台、986.9 万台、794.5 万台，呈波动下降的态势，主要系彩电内销市场整体规模下滑、品牌竞争加剧以及康佳集团内销彩电业务管理层变动、产品规划调整频繁等因素。

2018 年，公司的控股子公司安徽康佳电器科技有限公司（公司间接持股 51%）以 4.55 亿元的价格竞得河南新飞电器有限公司、河南新飞制冷器具有限公司和河南新飞家电有限公司 100% 股权，并于 2018 年 8 月 28 日重新启动生产。

2017 年，公司全面开展供应链管理业务，该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，有利于康佳集团现有产品的成本控制。另外，公司计划在贸易业务基础上逐步提供集商务服务、物流服务、信息处理服务等为一体的供应链服务，为公司找到新的增长点。2017 年，供应链管理业务的收入规模已经达到了 136.52 亿元，业务的品类也在不断地扩展，现已涉及到康佳集团主营业务相关的多种产品，包括存储芯片、手机及设备、不锈钢、塑胶原料、液晶显示屏等，主要的盈利模式为贸易差价、服务费用等。公司的供应链金融事业部成功引进存储芯片、主控芯片、套片、液晶面板等消费类电子料件的集中采购销售，新涉足到手机等通讯产品的出口分销业务，开拓了化工行业中的通用注塑料集中采购业务，以及成功进入不锈钢行业的分销业务，力求解决供应链链条过长的问题，并匹配一站式仓储、物流、关务服务，增加客户体验和客户粘性。

总体看，受家电市场行情低迷、行业竞争激烈、家电行业优惠补贴资金的扣回以及汇率波动等综合因素影响，公司电子业务经营承压；2017 年，公司全面开展供应链管理业务，收入规模快速增长，成为公司新的业务增长点。

4. 房地产业务

公司房地产业务主要包含旅游综合项目中配套住宅及商业地产项目（计入旅游综合业务收入）和其他子公司的房地产项目（计入房地产业务收入）。公司房地产项目类型包括住宅、别墅、公寓、商业、写字楼、酒店等，商品房销售定位于高端市场，采取主题社区的设计方案，商品房单位售价一般高于区域内平均售价。

从土地获取策略来看，公司在从深圳走向北京、上海、成都、昆明、泰州等地的第一轮战略布局基础上，继续推进大型旅游综合项目的布点布局，完成武汉、天津项目投资，同时积极推进北京、上海项目扩大土地储备工作，并对吉林、西安、青岛项目等进行深入考察和调研，为公司储备战略发展资源。公司通过采用“旅游+地产”的经营模式，围绕旅游景区在周边布局居住及商务功能的房地产项目，进行项目成片综合开发，具有较强的拿地优势，土地获取成本较低。

从土地储备情况来看，截至 2018 年 9 月底，公司土地储备（含旅游综合项目）占地面积合计 544.45 万平方米，其中旅游用地 96.14 万平方米。公司已经形成了以旅游景区为主体，文化科技、文化演艺、旅游衍生品和旅行社等共同发展的文化旅游产业链，并带动了公司房地产业务板块的发展，基于此，公司文化旅游景区、酒店、住宅和商业类地产将以多种形式融合组成优势的竞争力和抗风险能力。近年来，公司先后在深圳、上海、西安、南京等地推进房地产业务发展。2017 年以来，公司分别在天津市西青区、深圳市龙华区、佛山市顺德区及西安市雁塔区新拿地块，房地产项目储备进一步丰富。

表 7 截至 2018 年 3 月底公司土地储备情况（单位：万平方米）

序号	土地储备项目	未开发土地面积	其中：旅游项目 占地面积	未开发建筑面积	取得时间
1	深圳城区	2.10	0.00	0.50	未取得土地证
2	天津华侨城	27.19	0.00	43.24	2010 年 7 月
3	成都华侨城	5.77	0.00	5.77	2006 年 9 月
4	武汉华侨城	57.99	0.00	25.59	2010 年 1 月
5	重庆华侨城	54.34	20.00	101.98	2015 年 2 月
6	云南华侨城	122.00	44.59	90.79	2008 年 9 月
7	宁波华侨城	21.73	21.73	14.15	2013 年 10 月
8	上海天祥华侨城	5.71	0.00	8.48	2010 年 7 月
9	南京华侨城置地-河西项目	36.31	9.82	78.70	2015 年 12 月
10	南京华侨城实业-栖霞项目	0.00	0.00	0.00	分别在 2017 年 3 月和 6 月取得土地证
11	上海华合	1.48	0.00	8.16	2016 年 1 月
12	南昌华侨城	0.00	0.00	0.00	2017 年 1 月
13	龙华民治项目	0.00	0.00	0.00	2017 年 6 月
14	深圳宝安会展项目	21.80	0.00	53.80	目前还没有取得土地证
15	滨海项目	0.00	0.00	0.00	2018 年 1 月
16	成都盈创	8.74	0.00	52.20	2017 年 10 月
17	陕西商业	0.00	0.00	0.00	2017 年 8 月
18	天津华锦万吉	19.82	0.00	34.05	2017 年 7 月
19	北京尚都新城	8.84	0.00	8.62	2017 年 7 月
20	佛山华侨城	0.00	0.00	0.00	2017 年 6 月

序号	土地储备项目	未开发土地面积	其中：旅游项目 占地面积	未开发建筑面积	取得时间
21	宜宾三江口	18.41	0.00	76.07	2017 年 11 月
22	中国洛带博客小镇 6 号地块	3.25	0.00	19.43	2018 年 1 月
23	中国洛带博客小镇 4 号地块	5.05	0.00	3.65	2018 年 1 月
24	中国洛带博客小镇 5 号地块	2.80	0.00	2.34	2018 年 1 月
25	中国洛带博客小镇 7 号地块	10.92	0.00	63.86	2018 年 1 月
26	杭州华侨城	20.79	0.00	55.00	未取得土地证
27	坂田大贸项目	1.18	0.00	1.18	目前还没有取得土地证
28	济南华侨城实业	53.83	0.00	74.00	2018 年 1 月
29	济南天侨实业	8.97	0.00	15.30	2018 年 1 月
30	世博-兴云地产	41.18	--	--	2004 年
31	海南华侨城实业	16.68	0.00	42.51	2017 年 4 月
32	安仁华侨城-蓬莱尚岛项目	1.87	--	1.70	2018 年 2 月
33	安仁华侨城	10.87	--	--	2018 年 1 月
合计	--	589.62	96.14	881.07	--

资料来源：公司提供

从开发情况来看，2015~2017 年，受到公司项目开发规划的影响，公司房地产业务开发规模波动增长，其中 2016 年新开工面积同比大幅增长，主要系公司对深圳本部项目、红山 6979 项目及新浦江城项目进一步开发所致。2015~2016 年，公司竣工面积有所增长，分别为 8.78 万平方米和 40.66 万平方米，2016 年增长主要系天津和顺德项目竣工所致。由于上述原因，近三年公司期末在建面积为 148.92 万平方米、180.54 万平方米和 244.06 万平方米。从销售情况来看，2015~2017 年，公司签约销售面积波动增长，但受益于房价不断提升，签约销售金额逐年增长，2017 年实现签约销售金额 344.61 亿元。从结转情况来看，2015~2017 年，结算面积持续增长，结算均价持续下降，主要系公司新增成都、重庆等二线城市项目的结转，结算金额呈波动增长的态势。2018 年 1~9 月，公司新开工面积为 206.27 万平方米，同比大幅增长，主要为佛山华侨城、顺德华侨城和陕西商业等大型项开工；公司竣工面积为 39.52 万平方米；公司签约销售面积为 19.33 万平方米，签约销售金额为 127.58 亿元。截至 2018 年 9 月底，公司期末在建面积为 410.81 万平方米。

表 8 公司近年来房地产开发情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
新开工面积	44.51	72.28	65.52	206.27
竣工面积	8.78	40.66	2.00	39.52
期末在建面积	148.92	180.54	244.06	410.81
签约销售面积	37.08	37.07	68.68	19.33
签约销售金额	173.69	220.72	344.61	127.58
结算面积	32.59	33.84	80.91	28.88
结算金额	195.80	192.77	233.59	170.43

资料来源：公司提供

注：不包含旅游综合项目中房地产业务开发情况。

截至 2018 年 9 月底，公司主要在开发房地产项目计划总投资 1,468.50 亿元，累计投资 731.60 亿元，尚需投资 736.90 亿元，存在一定的资金支出压力；2018 年 10~12 月、2019 年和 2020 年尚需

投资分别为 134.18 亿元、155.18 亿元和 142.05 亿元。

表 9 截至 2018 年 9 月底房地产项目开发情况（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	权益比例	截至 2018 年 9 月末已投资额	未来投资计划		
						2018 年 9~12 月	2019 年	2020 年
新浦江城（122-5#）	上海市闵行区	商业	7.14	40.47	7.98	0.92	--	--
新浦江城（122-15#）	上海市闵行区	商业	9.61	40.47	8.71	2.07	--	--
新浦江城（122-13#三期）	上海市闵行区	商业	0.46	40.47	0.10	--	--	--
新浦江城（123-4#后期）	上海市闵行区	商业	13.28	40.47	4.40	--	--	--
新浦江城（122-14#二期）	上海市闵行区	住宅	2.11	40.47	0.97	0.20	0.10	0.10
合利坊旧城改造项目	上海市普陀区	住宅	50.84	46.99	41.74	--	--	--
上海华合苏河湾 33-02 地块	上海市静安区	住宅/商业/办公	45.24	23.50	33.19	0.43	4.52	4.62
华侨城金山湖壹号	广东省惠州市	商业用地	19.47	46.99	6.76	0.58	3.35	4.40
红山六九九商业中心	深圳龙华区	商业用地	62.05	23.50	46.19	2.04	13.48	1.96
沙井工改商	深圳	商住	7.34	23.96	0.81	0.01	0.06	0.03
深圳宝安国际会展中心配套项目	深圳宝安区	商住	242.60	23.50	34.65	79.49	14.15	38.74
华侨城苏河湾 1 街坊	上海市闸北区	住宅/商业/商住	23.79	39.08	21.41	1.46	0.61	0.30
华侨城苏河湾 41、42 街坊	上海市闸北区	住宅/商业	19.09	39.08	5.73	3.30	1.39	2.08
天鹅湖 1 号地	广东省深圳市南山区	住宅	24.50	46.99	19.31	1.45	1.00	-
天鹅湖 2 号地块	广东省深圳市南山区	住宅	24.80	46.99	20.45	1.20	1.10	1.00
华侨城大厦	广东省深圳市南山区	住宅	37.70	46.99	29.83	2.00	3.00	1.08
西北片区 3 号地	广东省深圳市南山区	住宅	18.50	46.99	15.69	0.80	1.26	0.35
西北片区 4 号地	广东省深圳市南山区	住宅	23.90	46.99	18.88	1.38	2.80	1.18
西安华侨城天鹅堡四期	陕西省西安市曲江新区	住宅	13.69	28.19	8.72	0.29	1.30	1.01
西安华侨城天鹅堡五期	陕西省西安市曲江新区	住宅	10.06	28.19	4.46	1.32	1.30	1.19
顺德天鹅湖项目三期	佛山顺德	住宅	10.90	32.89	10.30	0.10	0.40	0.10
顺德天鹅湖项目四期	佛山顺德	住宅	13.26	32.89	7.32	0.44	4.50	1.00
欢乐海岸（住宅+商业）	佛山顺德	住宅+商业	50.00	32.89	16.19	3.50	15.50	10.00
云溪别院	佛山顺德	住宅	31.00	46.99	22.86	2.50	2.40	2.70
西安国际文化中心	西安市雁塔区	商服	43.54	32.89	13.18	3.70	6.90	11.50
华侨城创想大厦	深圳龙华区	商业用地	89.22	46.99	67.93	1.36	18.00	1.93
信和御龙山一期	四川省成都市	住宅	12.54	25.06	12.42	0.12	-	-
信和御龙山一期	四川省成都市	商场	0.00	25.06	0.00	0.00	-	-
信和御龙山一期	四川省成都市	会所	0.71	25.06	0.71	0.00	-	-
信和御龙山一期	四川省成都市	停车场	2.16	25.06	2.14	0.02	-	-
信和御龙山二期 A	四川省成都市	住宅	24.35	25.06	22.06	0.37	1.92	-
信和御龙山二期 A	四川省成都市	车位	4.01	25.06	4.01	-	-	-
信和御龙山二期 B	四川省成都市	住宅、底商、停车楼、车位	7.76	25.06	2.38	0.00	1.44	1.44
信和御龙山三期	四川省成都市	住宅、商业、车库	41.74	25.06	16.00	2.21	5.29	10.20
泊里中心	四川省成都市	商业	17.66	23.96	1.25	0.82	5.16	1.79

杭州大江东	杭州余杭	住宅+商业	54.70	50.00	15.42	7.86	8.00	8.00
华锦万吉星光路项目	天津市西青区	住宅	79.58	46.99	51.79	0.50	5.80	8.81
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	51.00	3.04	3.18	2.73	3.35
世博生态城鸣凤邻里项目	昆明市盘龙区	住宅	5.60	13.89	3.25	0.30	0.36	0.30
曦海岸项目	海口市秀英区	住宅+商业	60.00	100.00	12.69	0.46	-	-
昆山康盛投资发展有限公司（水月周庄）	昆山市周庄镇全旺路南侧	商业+酒店	28.00	65.86	21.22	1.10	3.51	2.17
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	30.30	2.51	0.09	4.02	/
康佳集团股份有限公司（滁州科创项目）	安徽省滁州市高铁站原创城	商业	6.09	30.30	0.84	0.03	2.51	2.71
康佳集团股份有限公司（宜宾项目）	宜宾临港经济技术开发区 J-02-04(a)、J-02-04(b)、J-02-05 地块	工业	3.50	30.30	0.19	2.18	1.13	/
南京华侨城欢乐滨江	南京市建邺区	住宅+商业	206.00	23.96	91.91	4.41	16.17	18.00
合计	--	--	1,468.50	--	731.60	134.18	155.18	142.05

资料来源：公司提供

注：1. 不包含旅游综合项目中房地产业务开发情况；2. 会展中心项目与红山 6979 项目系合作开发，公司并表；3. 水门逸欣园为城市更新项目。

目前公司主要开发房地产项目包括深圳本部项目、上海苏河湾项目、新浦江城项目和南京华侨城置地等。

深圳本部项目主要为公司在深圳华侨城片区，借助主题公园开发建设的成果，进行配套建设的一系列住宅项目。目前已建成项目包括波托菲诺、纯水岸、天鹅堡、东方花园、锦绣花园等，在建及拟建的有华侨城大厦及康桥佳城商用房项目。深圳本部项目占地面积 29.79 万平方米，规划总建筑面积 105.45 万平方米，项目总投资额 146.06 亿元。2016 年，公司深圳地区新增会展中心项目，项目占地面积 26.41 万平米，总建筑面积为 77.17 万平方米，未来规划业态包含商业公寓、办公楼、酒店、商业等业态。会展中心项目由华侨城房地产与招商蛇口按 50% 的股权比例合资，将成立 4 个项目公司进行开发和运营。

上海苏河湾项目位于上海市闸北苏州河北岸的核心区域，是上海市确定的首批现代服务业集聚区之一，苏河湾 1 号地块距离上海市中心南京路及人民广场 800 米，地理位置优越，未来公司将在上海市的核心区域打造一个包含文化创意、休闲旅游、都市娱乐、商务办公和高档居住于一体的大型城市综合体，项目地价 70.20 亿元，总占地面积 7.10 万平方米，规划总建筑面积 28.38 万平方米，项目总投资 138.41 亿元。

公司新增地块包括南京华侨城置地项目及上海苏河湾二期。南京华侨城置地占地面积 48.11 万平米，总建筑面积 112.25 万平方米，未来规划业态包括酒店式公寓、商业、酒店、办公及住宅。项目公司由华侨城房地产公司持股 51%（实际操盘），南京绿地国际商务中心有限公司持股 33%，南京万科置业有限公司持股 16%。项目总投资 240.00 亿元。上海苏河湾二期项目土地面积 1.48 万平方米，规划总面积 8.16 万平方米，未来规划业态包括办公楼、公寓、商业，由华侨城房地产和华润置地各按 50% 的比例成立合资公司上海华合房地产开发有限公司（公司并表）及上海华筵房地产开发有限公司（华润置地并表）各自开发部分地块，项目总投资 44.01 亿元。

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有限公司 51% 的股权，并更名为深圳华侨城城市更新投资发展有限公司（以下简称“华侨

城更新”）作为公司旧改平台。截至 2018 年 9 月底，华侨城更新旗下深圳城市更新项目共 8 个，城市更新项目总投资 175.47 亿元。

表 10 截至 2018 年 9 月底城市更新项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目	所属公司	计容面积	总投资	进度
水门项目	深圳市新南水门投资有限公司	5.70	4.62	已入伙
沙井项目	深圳华侨城城市更新投资有限公司	12.44	13.56	已入伙
龙胜项目	深圳市协跃房地产开发有限公司	39.20	34.36	申报实施主体，拆迁已签约 100%
珠光二期	深圳华侨城城市更新投资有限公司	14.04	21.66	已完成单元规划公示
新木新村	深圳市鸿怡达房地产开发有限公司	9.92	11.68	专项规划申报
沙井工改商项目	深圳市和冠房地产开发有限公司	6.64	4.80	已取得工程施工许可证
东塘项目	深圳华侨城城市更新投资有限公司	41.45	45.74	专项规划申报
良安田新村项目	深圳华侨城城市更新投资有限公司	36.39	39.05	专项规划申报
合计	--	165.78	175.47	--

资料来源：公司提供

总体看，公司采用“旅游+地产”的经营模式，围绕旅游景区进行项目成片综合开发，土地获取成本较低，土地储备充足；公司签约销售面积波动增长，受益于房价不断提升，签约销售金额逐年增长；公司房地产项目尚需投资规模较大，未来存在一定资金支出压力。

5. 经营效率

2015~2017 年，随着营业收入较快增长，公司应收账款周转次数分别为 16.43 次、17.82 次和 18.39 次，呈持续上升的态势；随着存货和总资产规模增长，公司存货周转次数有所下降，总资产周转次数持续下降，其中，存货周转次数分别为 0.69 次、0.57 次和 0.60 次，总资产周转次数分别为 0.40 次、0.35 次和 0.32 次。

总体看，近三年，公司经营效率整体有所下降，经营效率有待提升。

6. 经营关注

（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）“旅游+地产”模式推广具有不确定性

公司采用“旅游+地产”模式拿地 and 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。随着家电行业竞争白热化，彩电内销市场整体规模下滑，品牌竞争加剧，公司电子业务中家电收入持续下滑，毛利率下降，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，公司发展战略清晰，经营思路务实，有利于公司实现稳健发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；2018 年三季度财务数据未经审计。合并范围方面，2015 年公司新纳入合并范围子公司 16 家，不再纳入合并范围子公司 2 家；2016 年公司新纳入合并范围子公司 26 家，不再纳入合并范围子公司 4 家；2017 年公司合并范围新设立子公司 54 家，转让子公司 5 家，其中 2017 年公司完成对云南世博和云南文投增资入股，公司资产规模大幅增长，对财务数据可比性有一定影响。

截至 2017 年底，公司资产总额 3,223.82 亿元，负债合计 2,167.01 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 1,056.82 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 505.51 亿元。2017 年，公司实现营业收入 801.08 亿元，净利润（含少数股东损益）133.23 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 58.65 亿元；经营活动现金流量净额为-152.44 亿元，现金及现金等价物净增加额为 244.81 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额 4,120.72 亿元，负债合计 2,913.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 1,206.86 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 586.13 亿元。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 598.89 亿元，净利润（含少数股东损益）77.36 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 43.55 亿元；经营活动现金流量净额为-213.53 亿元，现金及现金等价物净增加额为 184.79 亿元。

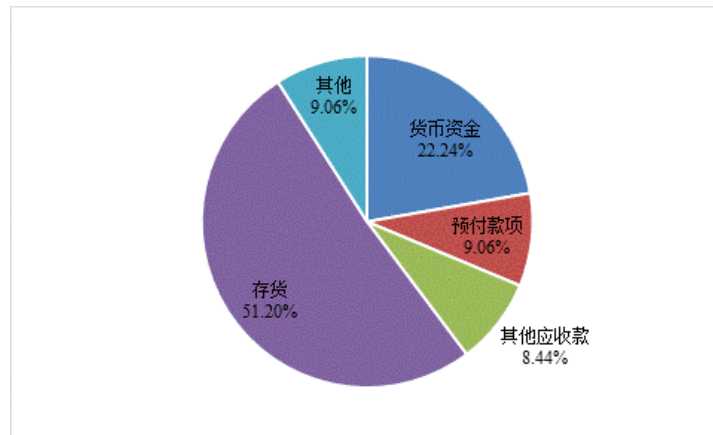
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长 53.42%。截至 2017 年底，公司资产总额 3,223.82 亿元，较年初增长 85.20%，主要系存货、货币资金、长期股权投资和其他非流动资产增长所致；其中流动资产占 67.19%，非流动资产占 32.81%，公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 51.90%，主要系存货和货币资金增长所致。截至 2017 年底，公司流动资产 2,166.09 亿元，较年初增长 74.29%；公司流动资产主要由货币资金（占 22.24%）、预付款项（占 9.06%）、存货（占 51.20%）和其他应收款（占 8.44%）构成。

图 5 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金持续增长，年均复合增长 56.54%，主要系地产项目销售及融资增加所致。截至 2017 年底，公司货币资金 481.66 亿元，较年初增长 124.11%，主要系公司融资大幅增长所致。其中，银行存款为 450.02 亿元（占 93.43%）；使用受限的货币资金为 30.14 亿元，主要为各类保证金存款，货币资金受限比例为 6.26%，受限比例低。

2015~2017 年，公司预付款项逐年增长，年均复合增长 20.67%，主要系公司购置土地所缴纳的土地出让金和康佳集团预付的原材料款增加所致。截至 2017 年，公司预付款项为 196.33 亿元，较年初增长 8.49%。

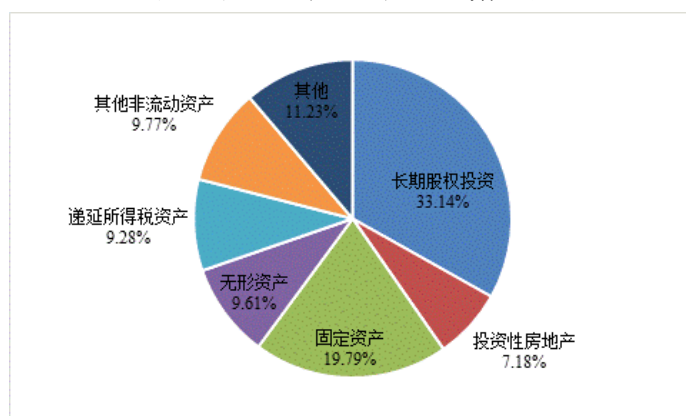
公司存货主要包括房地产开发项目和非房地产开发项目两类。2015~2017 年，公司存货持续快速增长，年均复合增长 52.85%，主要系公司房地产业务开发投资加快所致。截至 2017 年底，公司存货账面价值 1,109.05 亿元，较年初增长 64.94%。公司存货账面余额中房地产开发项目（开发产品占 11.39%、开发成本占 88.61%）占 94.83%，非房地产开发项目部分占 5.17%。公司房地产项目计提跌价准备较小，累计计提 0.23 亿元；公司对非房地产开发项目共计提存货跌价准备 3.33 亿元，主要系针对电子板块库存商品计提，非房地产存货跌价计提比例为 5.79%。截至 2017 年底，公司受限的存货规模为 29.59 亿元，占比为 2.67%，受限比例较小。

2015~2017 年，公司其他应收款逐年上涨，年均复合增长率为 208.34%，截至 2017 年底，公司其他应收款为 182.73 亿元，同比增长 401.42%，主要系华侨城股份增加其他应收款 87 亿元（主要是项目资金需要，华侨城房地产应收渔人码头 39 亿元）以及云南投资增加 58 亿元（非同一控制下企业合并世博集团、文投集团 23 亿，内部抵消款 35 亿）等。截至 2017 年底，公司前五名其他应收款客户的余额为 89.68 亿元，占比为 49.08%，集中度较高。截至 2017 年末，公司计提坏账准备 3.71 亿元，计提比例为 2.01%。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长率为 56.70%，主要系长期股权投资和其他非流动资产增长所致；截至 2017 年底，公司非流动资产为 1,057.73 亿元，较年初增长 112.43%，以长期股权投资（占 33.14%）、投资性房地产（占 7.18%）、固定资产（占 19.79%）、无形资产（占 9.61%）、递延所得税资产（占 9.28%）和其它非流动资产（占 9.77%）为主。

图6 截至2017年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 491.42%。截至 2017 年底，公司长期股权投资 350.57 亿元，较年初增加 294.58 亿元，主要系当期新增对中国光大银行股份有限公司（以下简称“光大银行”）和华能资本服务有限公司（以下简称“华能资本”）投资所致。截至 2017 年底，公司合营企业 10 家，联营企业 67 家，截至 2017 年底，公司对合营企业的投资较年初增加 7.35 亿元，对联营企业的投资增加 286.93 亿元。

公司投资性房地产采用成本模式进行后续计量。2015~2017 年，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 47.72%，主要为已出租的房屋和建筑物。截止 2017 年底，公司投资性房地产原值 93.06 亿元，主要系公司华侨城股份（武汉华侨城运动中心项目完工增加，西安置地国际中心项目完工转入）及云南投资、西部集团非同一控制下合并世博集团、文投集团增加投资性房地产规模所致。公司投资性房地产累计折旧（摊销）17.15 亿元，折旧（摊销）比例为 18.44%；公司投资性房地产账面价值 75.91 亿元，较年初增长 72.80%，考虑到地产物业增值，公司投资性房地产市场价值远高于账面价值。截至 2017 年底，公司受限的投资性房地产账面价值为 2.29 亿元，受限比例为 3.02%，受限比例低。

2015~2017 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 10.56%，主要包括房屋及建筑物、机器设备、电子设备以及运输工具等。截止 2017 年底，公司固定资产账面价值 209.32 亿元，较年初增长 25.12%，主要系公司房屋建筑物以及机器设备增加所致。其中，房屋建筑物账面价值为 147.97 亿元，占比 70.69%；机器设备账面价值为 39.19 亿元，占比 18.72%。截至 2017 年底，固定资产累计折旧 140.34 亿元，公司固定资产成新率为 58.25%。

2015~2017 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 45.06%，主要包括土地使用权、系统软件、国外商标注册费以及专利等。截至 2017 年底，公司无形资产 101.65 亿元，较年初增长 118.60%，主要系公司土地使用权增加 49.52 亿元（其中华侨城（云南）增加 31 亿元和滨海投资增加 16 亿元）所致。截至 2017 年底，公司无形资产原值以土地使用权为主，占 91.66%；累计摊销 15.42 亿元。截至 2017 年底，公司受限的无形资产账面价值为 2.10 亿元，占比 2.07%。

2015~2017 年，公司递延所得税资产持续增长，年均复合增长 18.62%，截至 2017 年底，公司递延所得税资产 98.17 亿元，较年初增长 13.41%。

2015~2017 年，公司其他非流动资产波动增长，年均复合增长 258.32%，截至 2017 年底，公司其他非流动资产 103.37 亿元，较年初增长 4,674.08%，主要系公司委托贷款和支付股权款规模大幅增加所致。

截至 2017 年底，公司受限资产共 84.38 亿元，主要为贷款抵押的存货（占 35.72%）、办理融资

业务的应收票据（占 22.98%）和保证金存款（占 35.07%）。公司资产受限比例为 2.62%，受限比例低。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额 4,120.72 亿元，较年初增长 27.82%，主要系货币资金和存货增加所致；公司流动资产占 69.56%，非流动资产占 30.44%，流动资产占比较年初增加 2.37 个百分点。其中，货币资金较年初增长 40.34%至 675.98 亿元；预付款项较年初增长 35.39%至 265.82 亿元，主要系购置土地所缴纳的土地出让金及康佳集团预付的原材料款增加所致；其他应收款较年初增长 60.40%至 293.10 亿元，主要系支付的拍地保证金、地价和对参股公司的借款增加所致；存货较年初增长 27.83%至 1,417.74 亿元。

总体看，公司持续布局旅游综合项目并通过合作开发等方式投资房地产，增资入股云南世博、云南文投，资产规模快速增长。公司现金类资产充裕；预付款项对资金形成一定占用；投资性房地产采用成本计量，具有较大增值空间；公司资产受限比例低；整体看，公司资产质量良好。

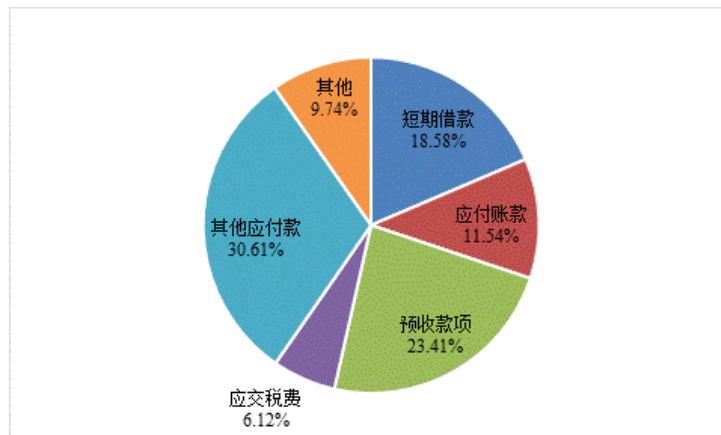
3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017 年，公司负债持续增长，年均复合增长 58.49%，流动负债和非流动负债均有所增长。截至 2017 年底，公司负债合计 2,167.01 亿元，较年初增长 83.19%，主要系流动负债增长所致；公司负债以流动负债为主（占 65.29%）。

2015~2017 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 48.55%，主要系预收款项、短期借款和其他应付款增长所致。截至 2017 年底，公司流动负债合计 1,414.93 亿元，较年初增长 64.19%。截至 2017 年底，公司流动负债主要由短期借款（占 18.58%）、应付账款（占 11.54%）、预收款项（占 23.41%）、应交税费（占 6.12%）和其他应付款（占 30.61%）构成。

图7 截至2017年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 75.97%。截至 2017 年底，公司短期借款 262.88 亿元，较年初增长 411.52%，主要系基于经营所需，投资及资源储备增加，公司融资需求增长所致，公司短期借款主要以信用借款（占 90.41%）和保证借款（占 5.21%）为主。

2015~2017 年，公司应付账款持续增长，年均复合增长 18.74%。截至 2017 年底，公司应付账款 163.31 亿元，较年初增长 24.87%，主要系项目建设推动导致未结算工程款增长所致，主要构成为未到结算期的应付工程款、采购款等。从账龄结构看，1 年以内应付账款占比 60.45%，1~2 年应付账

款占比 17.02%，2 年以上占比为 22.53%。

公司预收款项主要为预收购房款。2015~2017 年，伴随项目开发销售，公司预收款项持续增长，年均复合增长 123.64%。截至 2017 年底，公司预收款项 331.21 亿元，较年初大幅增长 103.44%，主要来自武汉华侨城东湖天樾项目、宁波华侨城欢乐海岸项目及深圳本部天鹅湖花园等项目的销售。

2015~2017 年，公司应交税费有所增长，年均复合增长 38.75%，主要系项目销售利润增长导致应交企业所得税上升以及房屋销售应交土地增值税上升所致。截至 2017 年底，公司应交税费 86.59 亿元，较年初增长 50.24%，主要系公司企业所得税和土地增值税增加所致；应交税费以企业所得税（占 69.49%）和土地增值税（占 21.70%）为主。

2015~2017 年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 35.45%，主要为本公司各子公司收取租户以及客户的房屋租赁押金保证金等，截至 2017 年底，公司其他应付款 433.06 亿元，较年初增长 45.37%，主要系华侨城股份增加 119 亿元，具体体现在土地增值税增加 39.00 亿元，东部开发应付开元及汉能 11.40 亿元，上海华合应付华润置地 16.00 亿元以及子公司部分项目收到合作单位款项增加。

2015~2017 年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 84.29%。截至 2017 年底，公司非流动负债 752.08 亿元，较年初增长 134.16%，主要系长期借款以及其他非流动负债增加所致，公司非流动负债主要由长期借款（占比 57.16%）、应付债券（占比 26.45%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款持续增长，年均复合增长 85.94%，主要系公司基于经营所需，增加投资及资源储备所致，截至 2017 年底，公司长期借款 429.91 亿元，较年初增长 193.69%，公司长期借款以信用借款（占 39.75%）、委托借款（占 13.83%）和保证借款（占 41.76%）为主。

2015~2017 年，公司应付债券持续增长，年均复合增长 61.87%，主要系公司发行中期票据、公司债券以及非公开定向债务融资工具所致。截至 2017 年底，公司应付债券 198.89 亿元，较年初增长 22.20%。其中，2019 年到期的应付债券本金为 47.00 亿元，2020 年到期的应付债券本金为 80.00 亿元，集中偿付压力尚可。

表11 截至2017年底公司存续债券情况（单位：亿元、%、年）

债券名称	发行额	利率	发行日期	债券期限
15 华侨城 MTN001	30.00	4.78	2015-5	5
15 华侨城 MTN002	25.00	4.55	2015-11	5+N
15 华侨城 PPN001	20.00	5.40	2015-4	3
16 华侨城 MTN001	30.00	3.40	2016-4	5
16 华侨城 MTN002	15.00	3.00	2016-7	3
16 华侨城 MTN003	30.00	2.99	2016-9	3
17 华侨城 MTN001	25.00	4.55	2017-3	3
17 华侨城 MTN002	25.00	4.68	2017-3	3
17 华侨城 MTN003	20.00	5.35	2017-8	5+N
17 华侨城 MTN004	30.00	5.42	2017-8	5+N
16 侨城 01	25.00	2.98	2016-4	5
16 侨城 02	10.00	3.40	2016-4	7
合计	280.00	--	--	--

资料来源：根据公开资料整理

注：15华侨城MTN002、17华侨城MTN003和17华侨城MTN004为永续债，计入其他权益工具。

全部债务方面，2015~2017 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 65.92%。截至 2017 年底，公司全部债务 1,021.31 亿元，较年初增长 1.01 倍，主要系发行债券及短期借款增加所致；公司全部债务中，短期债务占 37.16%，长期债务占 62.84%。债务指标方面，由于公司融资规模的扩大，2015~2017 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所上升，截至 2017 年底，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.22%、49.15%和 37.78%。考虑到永续债券的条款具有债券特性等因素，联合评级将其从所有者权益中剔除并将其做为长期债务进行偿债指标测算。根据测算结果，若剔除公司永续债券对所有者权益的影响并将其调整至长期债务，截至 2017 年底，公司全部债务 1,215.28 亿元，其中短期债务和长期债务分别占 31.23%和 68.77%，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 73.24%、58.48%和 49.20%，整体债务水平有所上升，但仍处于可控水平。

截至2018年9月底，公司负债合计2,913.87亿元，较年初增长34.47%；其中流动负债1,664.63亿元（占57.13%），非流动负债1,249.23亿元（占42.87%），流动负债占比较年初减少8.17个百分点；其中，短期借款较年初增长12.75%至296.41亿元；预收款项较年初增长31.60%至435.88亿元；其他应付款较年初增长21.30%至525.29亿元，主要系计提土地增值税和对外方股东借款增加所致；其他流动负债较年初大幅增长1.41倍至122.56亿元，主要系公司发行超短融债券所致。截至2018年9月底，公司全部债务1,691.89亿元，较年初增长65.66%，主要系公司当期新开工项目规模增加，长期借款和发行债券增加所致；其中，短期债务518.65亿元，占比30.66%；长期债务1,173.24亿元，占比69.34%，公司未来一年偿债压力较大。截至2018年9月底，公司资产负债率为70.71%，较年初增加3.49个百分点；长期债务资本化比率为49.29%，较年初增加11.51个百分点；全部债务资本化比率为58.37%，较年初增加9.22个百分点，债务负担较年初有所增加，整体处于一般水平。

总体看，公司负债以流动负债为主；2017 年公司加快推进旅游综合项目的开发投资，加快投资并购力度，债务规模快速上升，但债务负担仍处可控范围；公司未来一年偿债压力较大。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 44.39%。截至 2017 年底，公司所有者权益 1,056.82 亿元，较年初增长 89.47%，主要系公司发行永续债计入其他权益工具、对云南世博以及云南文化产业的增资控股实现并表所致。截至 2017 年底，公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占 47.83%，少数股东权益占 52.17%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 23.74%，其他权益工具占 38.37%，盈余公积占 7.11%，未分配利润占 29.69%。2015~2017 年，公司实收资本增加，截至 2017 年底，公司实收资本 120.00 亿元，较年初增加 7 亿元，系公司以未分配利润转增注册资本所致。

截至2018年9月底，公司所有者权益1,206.86亿元，较年初增长14.20%；其中归属于母公司的所有者权益586.13亿元，较年初增长15.95%，占所有者权益总额比重为48.57%，较年初变化很小。公司归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（占20.47%）、资本公积（占7.18%）、其他权益工具（占38.21%）、盈余公积（占6.13%）和未分配利润（占29.50%）构成，公司所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益规模较大，但未分配利润和少数股东权益占比高，所有者权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入稳定中有所增长，年均复合增长 25.71%，2017 年公司营业收入

801.08 亿元，同比增长 47.65%；同期公司营业成本持续增长，年均复合增长 32.11%，增幅略高于营业收入增幅，2017 年营业成本 538.43 亿元，同比增长 63.08%；2015~2017 年，因旅游综合业务和房地产业务毛利率较高，电子业务毛利率水平较低，各板块收入占比的波动导致营业利润呈波动增长态势，分别为 84.57 亿元、83.86 亿元和 188.04 亿元；净利润持续增长，分别为 63.34 亿元、74.29 亿元和 133.23 亿元，其中归属于母公司所有者净利润分别为 48.10 亿元、41.82 亿元和 58.65 亿元，呈波动增长态势。

从期间费用看，2015~2017 年，公司期间费用 75.28 亿元、71.60 亿元和 109.29 亿元，呈波动增长态势，年均复合增长 20.49%，2017 年公司期间费用中销售费用、管理费用和财务费用分别占 38.45%、37.83%和 23.72%。2015~2017 年，公司销售费用波动增长，分别为 36.67 亿元、35.49 亿元和 42.02 亿元，2017 年公司销售费用较 2016 年同比增长 18.38%，主要系公司市场拓展费用增加所致；管理费用波动中增长，分别为 29.02 亿元、26.78 亿元和 41.35 亿元，2017 年公司管理费用较 2016 年同比增长 54.40%，主要系公司人工费用增加所致；财务费用波动增长，分别为 9.60 亿元、9.32 亿元和 25.93 亿元，2017 年财务费用较 2016 年大幅增加主要系融资规模扩大所致。2015~2017 年，公司费用收入比分别为 14.85%、13.20%和 13.64%，较为稳定。

2015~2017 年，公司投资收益分别为 30.72 亿元、15.24 亿元和 139.95 亿元，波动较大，占营业收入比例分别为 36.33%、18.18%和 74.43%，公司营业利润对投资收益的依赖性较高。2017 年，公司投资收益主要系公司所持中国国旅股票较 2016 年减少 78.39 万股产生投资收益 18.13 亿元、公司下属公司出售北京侨禧 49%股权产生投资收益 19.60 亿元、康佳集团出让康侨佳城 70%股权和昆山康佳 51%股权产生投资收益 65.80 亿元所致；2015~2017 年，公司营业外收入分别为 6.50 亿元、11.88 亿元和 7.82 亿元，呈波动态势，分别占当期利润总额的 7.28%、12.45%和 4.01%，对利润总额有一定影响。

从盈利指标来看，2015~2017 年，公司营业利润率分别为 26.37%、26.43%和 22.44%，较为稳定；2015~2017 年，公司总资产收益率和总资产报酬率波动增长，净资产收益率持续增长，2017 年分别为 10.23%、8.96%和 16.50%，主要系营业收入增加致使利润增加所致。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 598.89 亿元，同比增长 38.67%；实现投资收益 52.19 亿元，同比增长 31.77%，主要系 2017 年公司对参股公司的投资收益和处置股权的收益增加所致；公司实现净利润 77.36 亿元，同比增长 30.40%，主要系公司投资收益增长所致。

总体看，随着公司房地产项目收入结转的增长及云南世博、云南文投的并表，公司业务布局得以拓展，营业收入进一步增长，公司旅游综合项目及房地产业务盈利情况好；处置股权形成的投资收益和营业外收入对利润形成一定补充，但可持续性较弱。公司整体盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动来看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入分别为 559.36 亿元、700.65 亿元和 1,328.40 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 54.11%，主要系房地产项目销售增加所致，其中 2017 年同比增长 89.59%。2015~2017 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金持续增长，年均复合增长 33.85%，2017 年为 953.66 亿元。2015~2017 年，公司经营活动现金流出分别为 565.02 亿元、690.92 亿元和 1,480.84 亿元，持续增长，年均复合增长 61.89%，主要系公司应旅游综合板块和房地产项目建设需求，加大了土地投资及储备的力度所致。2015~2017 年，公司经营活动现金流量净额分别为 -5.67 亿元、9.73 亿元和 -152.44 亿元，2017 年公司经营活动现金流量净额由净流入转为净流出。

从投资活动看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入分别为 99.02 亿元、130.98 亿元和 249.81

亿元，呈持续增长态势，其中 2017 年同比大幅增长 90.72%，主要系当期处置可供出售金融资产所致。2015~2017 年，公司投资活动现金流出分别为 170.47 亿元、221.78 亿元和 608.28 亿元，呈大幅增长态势，年均复合增长 88.90%，其中 2016 年同比增长 30.10%，当期投资支付的现金 52.50 亿元，主要为公司增资入股渤海证券及支付其他合作项目等；2017 年同比增长 174.27%，主要系公司增资入股光大银行和华能资本所致。2015~2017 年，公司投资活动现金流持续表现为净流出，分别为-71.45 亿元、-90.80 亿元和-358.47 亿元，公司对外投资规模较大。

从筹资活动看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入分别为 262.81 亿元、449.21 亿元和 1,258.99 亿元，年均复合增长 118.87%，公司借款和发行债券融资规模持续扩大；筹资活动现金流出分别为 178.12 亿元、355.66 亿元和 500.93 亿元，持续增长，年均复合增长 67.70%，主要系偿还到期债务所致。2015~2017 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 84.69 亿元、93.55 亿元和 758.06 亿元。

2018年1~9月，公司经营活动产生的现金流量净额为-213.53亿元；投资活动产生的现金流量净额为-243.07亿元；筹资活动产生的现金流量净额为640.21亿元。

总体看，受房地产业务的影响，公司经营活动净现金流波动较大，公司目前投资支出规模较大，存在较大的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 1.46 倍、1.44 倍和 1.53 倍，呈波动上升态势，流动资产对流动负债的覆盖程度尚可；速动比率分别为 0.72 倍、0.66 倍和 0.75 倍，波动上升。2015~2017 年，公司现金短期债务比分别为 1.36 倍、1.24 倍和 1.41 倍，呈波动上升态势，现金类资产对短期债务的保障程度好。总体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 118.53 亿元、127.95 亿元和 250.02 亿元，呈持续增长态势。2017 年，公司 EBITDA 结构中利润总额占 77.96%、计入财务费用的利息支出占 11.03%、折旧占 8.96%、摊销占 2.04%，公司 EBITDA 以利润总额为主。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 8.98 倍、11.95 倍和 6.42 倍；EBITDA 全部债务比分别为 0.32 倍、0.25 倍和 0.24 倍；公司 EBITDA 对利息支出和全部债务的保障能力较好。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年 9 月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为 3,394 亿元，尚未使用的额度为 2,264 亿元，公司间接融资渠道通畅。公司拥有四家境内外上市公司，直接融资渠道通畅。

截至 2018 年底，公司无作为被告且涉案金额超 500 万元的涉诉案件。

对外担保方面，截至 2018 年 9 月末，公司无对外担保。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10440305000964508），截至 2019 年 1 月 25 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力强，长期偿债能力较强，此外，考虑到公司作为隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，在股东支持、行业地位、多元化经营格局、房地产开发模式和土地储备等方面具有显著优势，公司整体偿债能力很强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2018 年 9 月底，公司债务总额为 1,691.89 亿元，本期拟发行债券发行规模不超过 25 亿元，

相对于目前公司债务规模，本期债券对公司债务水平影响不大。

以 2018 年 9 月底财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 25 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 70.89%、58.72%和 49.82%，债务负担有所提高，但整体仍较为适中。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2017 年的相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 250.02 亿元，为本期债券发行额度（25 亿元）的 10.00 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。2017 年经营活动现金流入量为 1,328.40 亿元，为本期债券发行额度的 53.14 倍，对本期债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司所属旅游行业发展前景良好，未来有望保持增长态势；公司是全国旅游地产业的龙头，品牌优势明显；近年来，公司资产及收入规模稳步提升，受益于房地产板块的热销和投资收益的贡献，公司整体盈利能力强。联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

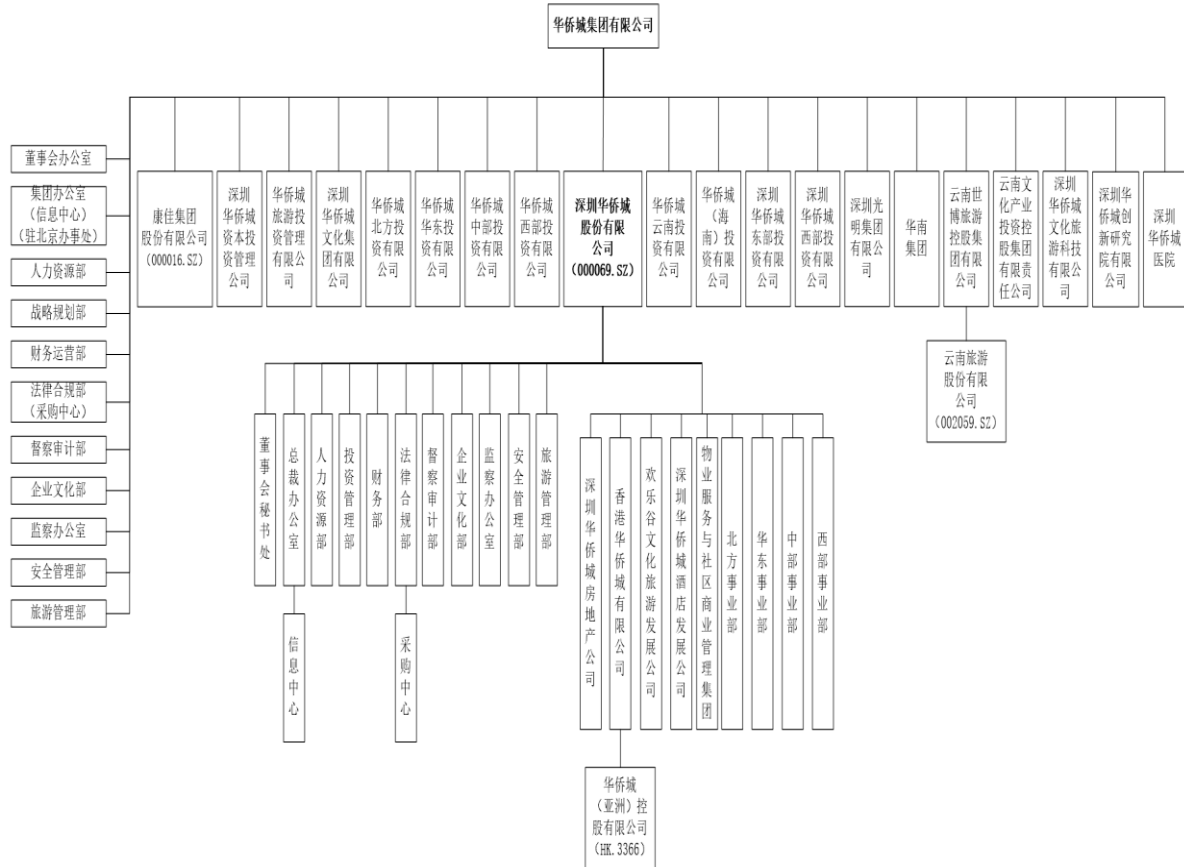
九、综合评价

公司作为隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，在政策支持、行业地位、多元化经营格局、房地产开发模式和土地储备等方面具有显著优势；公司于 2017 年新增供应链管理业务收入，对公司的收入形成有益补充；公司资产规模和所有者权益规模持续增长。同时，联合评级也关注到旅游行业竞争激烈、电子业务经营承压、未来投资规模大、经营活动净现金流波动较大等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来，公司将持续加大旅游综合项目的投资，综合竞争力有望进一步提升，收入有望持续增长，整体信用状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 华侨城集团有限公司 组织结构图



附件 2 华侨城集团有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
资产总额（亿元）	1,369.57	1,740.72	3,223.82	4,120.72
所有者权益（亿元）	506.91	557.79	1,056.82	1,206.86
短期债务（亿元）	166.32	198.59	379.52	518.65
长期债务（亿元）	204.69	309.43	641.79	1,173.24
全部债务（亿元）	371.01	508.02	1,021.31	1,691.89
营业收入（亿元）	506.93	542.56	801.08	598.89
净利润（亿元）	63.34	74.29	133.23	77.36
EBITDA（亿元）	118.53	127.95	250.02	--
经营性净现金流（亿元）	-5.67	9.73	-152.44	-213.53
应收账款周转次数（次）	16.43	17.82	18.39	--
存货周转次数（次）	0.69	0.57	0.60	--
总资产周转次数（次）	0.40	0.35	0.32	--
现金收入比率（%）	105.00	116.53	119.05	110.43
总资本收益率（%）	8.94	8.70	10.23	--
总资产报酬率（%）	7.68	6.79	8.96	--
净资产收益率（%）	13.84	13.96	16.50	--
营业利润率（%）	26.37	26.43	22.44	21.52
费用收入比（%）	14.85	13.20	13.64	15.17
资产负债率（%）	62.99	67.96	67.22	70.71
全部债务资本化比率（%）	42.26	47.67	49.15	58.37
长期债务资本化比率（%）	28.76	35.68	37.78	49.29
EBITDA 利息倍数（倍）	8.98	11.95	6.42	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.25	0.24	--
流动比率（倍）	1.46	1.44	1.53	1.72
速动比率（倍）	0.72	0.66	0.75	0.87
现金短期债务比（倍）	1.36	1.24	1.41	1.38
经营现金流负债比率（%）	-0.88	1.13	-10.77	-12.83
EBITDA/本期发债额度（倍）	4.74	5.12	10.00	3.77

注：1、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；2、除特别说明外，均指人民币；3、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。

附件 3 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 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	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 + 勘探费用) / 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)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券发行额度
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 / 本期债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券发行额度

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
 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 4 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。

联合信用评级有限公司关于 华侨城集团有限公司 2019 年面向合格投资者 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信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年华侨城集团有限公司年报公告后的两个月内，且不晚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。

华侨城集团有限公司应按联合评级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。华侨城集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注华侨城集团有限公司的相关状况，如发现华侨城集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如华侨城集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至华侨城集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（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晚于在本公司网站、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华侨城集团有限公司、监管部门等。

