跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1374 号

中国希格玛有限公司：

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发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

中国希格玛有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”
中国希格玛有限公司发行的“19 中希 01”公司债券信用等级为 AA

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

中国希格玛有限公司
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：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　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
19中希01	16亿元	3年（2+1）	AA	AA	2018年5月11日

增信方式：抵押担保

抵押物：评估价值不低于本期债券累计待偿本息2倍的资产

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
资产总额（亿元）	182.59	197.97	186.08
所有者权益（亿元）	79.30	84.70	81.12
长期债务（亿元）	52.21	39.31	30.73
全部债务（亿元）	52.71	54.96	53.35
营业收入（亿元）	9.02	9.40	10.48
净利润（亿元）	8.02	5.32	3.32
EBITDA（亿元）	14.71	9.95	7.69
经营性净现金流（亿元）	2.11	3.78	2.27
营业利润率（%）	37.70	39.82	39.10
净资产收益率（%）	11.06	6.49	4.00
资产负债率（%）	56.57	57.22	56.41
全部债务资本化比率（%）	39.93	39.35	39.67
流动比率（倍）	0.96	0.84	0.77
EBITDA全部债务比（倍）	0.28	0.18	0.14
EBITDA利息倍数（倍）	3.54	2.88	2.14
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.47	1.00	0.77

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。4、其他应付款中的借款已计入短期债务。

评级观点

2018年，中国希格玛有限公司（以下简称“公司”或“希格玛”）作为股权投资与实业运营结合发展的企业，收入规模稳步增长，酒店经营情况保持良好；公司对外投资主要以对金融机构和上市公司的股权投资为主，投资收益为公司营业利润提供了有力补充，经营性现金流持续净流入。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司剩余可售房产资源有限、公司资产流动性一般且受限比例较大、对外投资面临一定的减值风险、公司利润对投资收益依赖较大等因素对公司发展带来的不利影响。

未来，随着酒店管理日趋成熟以及在建物业陆续销售，公司整体经营状况有望保持良好。

公司以评估价值不低于“19中希01”债券累计待偿本息2倍的资产设定第一优先顺位的抵押，为“19中希01”本息偿还提供第一优先顺位的抵押担保。截至2019年5月20日，公司已为“19中希01”办理了评估价值为35.38亿元的抵押登记，约为“19中希01”本金（16亿元）的2.21倍，进一步增强了“19中希01”的偿债保障。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“AA”；同时维持“19中希01”债项信用等级为“AA”。

优势

1．公司经营的酒店地理位置优越，酒店管理方品牌优势显著，经营情况保持良好。

2．2018年，公司收入规模稳步增长，商品房销售收入及客房餐饮收入均略有提升；经营活动现金流持续净流入。

3．公司坚持股权投资与实业运营相结合的多元化发展模式，对外投资主要以对金融机构和上市公司的股权投资为主，投资收益为公

司营业利润提供了较有力补充。

4．公司以评估价值不低于“19 中希 01”债券累计待偿本息 2 倍的资产设定第一优先顺位的抵押，为“19 中希 01”本息偿还提供第一优先顺位的抵押担保，进一步增强了“19 中希 01”的偿债保障。

关注

1．公司可售房产资源有限，从公司过往销售情况看，在售项目剩余可售规模不大，公司存在一定的补库存需求。

2．公司利润对投资收益依赖较大，2018 年，受投资收益及公允价值变动收益减少影响，公司利润规模有所下降。

3．公司货币资金规模较小；资产构成中非流动资产占比较高，资产受限比例较大，整体资产流动性较为一般，且对外股权投资面临一定的减值风险。

分析师

任贵永

电话：010-85172818

邮箱：rengy@unitedratings.com.cn

曹梦茹

电话：010-85172818

邮箱：caomr@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。

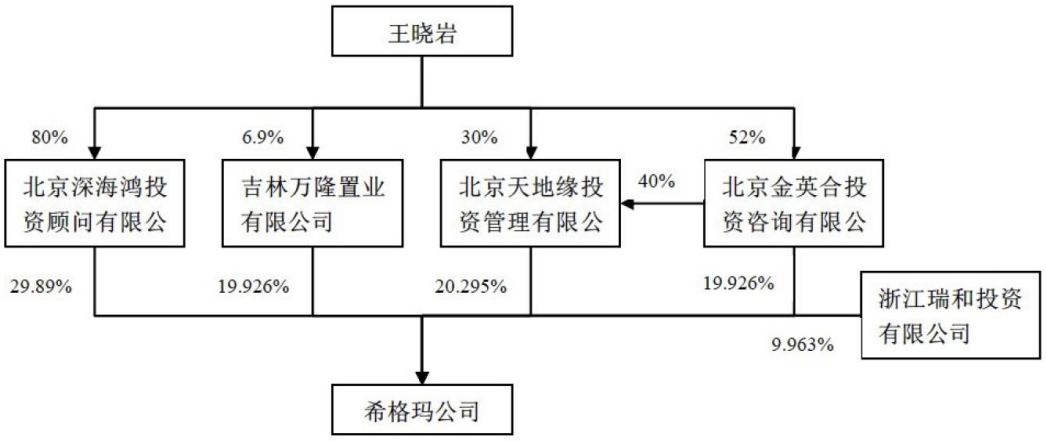
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

中国希格玛有限公司（以下简称“公司”或“希格玛”）前身为中国希格玛光电有限公司（以下简称“希格玛光电”），成立于 1987 年 3 月 12 日，为中国科学院下属公司。1993 年，希格玛光电股东股份全部并入中科实业集团公司，并引入股东吉林省万隆实业公司等 5 家公司，注册资本变更为 10,000 万元。1994 年 6 月 30 日，希格玛光电名称变更为现用名，并于 1998 年向国家工商局申请重新注册登记，变更注册资本为 10,037 万元。截至 2018 年底，公司注册资本 10,037 万元，实际控制人为自然人王晓岩。股权结构如下图所示：

图 1　截至 2018 年底希格玛股权结构图



资料来源：公司债券年度报告

2018年，公司经营范围和组织结构无重大变化。截至2018年底，公司纳入合并范围的一级子公司12家；拥有在职员工1,084人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 186.08 亿元，负债合计 104.96 亿元，所有者权益（含少数股东权益）81.12 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 79.05 亿元。2018 年，公司实现营业收入 10.48 亿元，净利润（含少数股东损益）3.32 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.96 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.27 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.31 亿元。

公司注册地址：北京市海淀区知春路 49 号；法定代表人：王晓岩。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司于2019年3月25日发行“19中希01”（证券代码：155228.SH），发行总额为人民币16.00亿元，债券期限为3年（2+1），发行票面利率为8.20%，债券于2019年4月4日上市。“19中希01”募集资金总额16.00亿元，截至2019年4月30日，公司已根据“19中希01”募集说明书约定，将募集资金在扣除发行费用后全部用于偿还公司2019年4月13日到期的16.00亿元公司债券（16中希01）。募集资金的使用流程严格履行了公司内部申请和审批程序，按照募集说明书承诺的用途使用募集资金。

截至本报告出具日，“19中希01”尚未到达第一个付息日。

根据“19中希01”募集说明书约定，公司在“19中希01”发行所募集的募集资金到位后，以评估价值不低于“19中希01”待偿本息2倍的资产（包括但不限于土地使用权和房屋建筑物等）设定第一优先顺位的抵押（其中位于北京及浙江安吉的土地使用权和房屋建筑物于2019年5月31日前完成抵

押登记办理，位于海南三亚的土地使用权于2019年6月30日前完成抵押登记办理），为“19中希01”本息偿还提供第一优先顺位的抵押担保。

2019年3月25日、2019年4月22日、2019年4月23日和2019年4月23日，公司的控股子公司浙江凤凰国际置业有限公司（以下简称“凤凰国际”）、三亚东方太阳城投资有限公司（以下简称“三亚太阳城”）、北京希格玛物业管理有限责任公司（以下简称“希格玛物业”）和北京东方太阳城房地产开发有限责任公司（以下简称“东方太阳城”）分别与国融证券股份有限公司（代表“19中希01”的债券持有人，作为抵押权人）签署了《主债权及不动产抵押合同》（以下简称“抵押合同”）将相关资产抵押给了本期债券的受托管理人国融证券股份有限公司。

2019年5月20日，公司发布了《关于“19中希01”补充抵押登记办理完成的公告》，截至2019年5月20日，公司已为“19中希01”办理了评估价值为35.38亿元的抵押登记，约为“19中希01”本金（16亿元）的2.21倍，具体抵押登记情况如下：

表 1　“19 中希 01”抵押物抵押登记情况（单位：万元）

产权持有单位	不动产登记证明编号	评估价值	抵押期限
凤凰国际	浙（2019）安吉县不动产证明第 0008707 号	81,166.08	2019 年 3 月 25 日至 2022 年 3 月 25 日
三亚太阳城	琼（2019）三亚市不动产证明第 0001877 号	167,196.58	
三亚太阳城	琼（2019）三亚市不动产证明第 0001878 号		
三亚太阳城	琼（2019）三亚市不动产证明第 0001879 号		
三亚太阳城	琼（2019）三亚市不动产证明第 0001880 号		
希格玛物业	京（2019）海不动产证明第 0008186 号	20,033.78	
东方太阳城	京（2019）顺不动产证明第 0005420 号	85,436.99	
东方太阳城	京（2019）顺不动产证明第 0005421 号		
东方太阳城	京（2019）顺不动产证明第 0005422 号		
东方太阳城	京（2019）顺不动产证明第 0005423 号		
东方太阳城	京（2019）顺不动产证明第 0005424 号		
东方太阳城	京（2019）顺不动产证明第 0005425 号		
东方太阳城	京（2019）顺不动产证明第 0005426 号		
合计	--	**353,833.43**	--

资料来源：公司提供

三、行业分析

1．房地产行业

（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%，增速较前 11 月回落 0.2 个百分点，但仍高于 2017 年水平，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。

土地供应方面，2018 年，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%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；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。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

资金来源方面，2018年，房地产开发企业到位资金165,962.89亿元，同比增长6.40%。其中，国内贷款同比下降4.90%，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；自筹资金同比增长9.70%，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7.84%，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；首套房及二套房房贷利率2019年以来连续下降，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。

市场供需方面，2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1~11 月上涨 0.10 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 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

销售价格方面，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%。

竞争格局方面，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。

总体看，2018 年房地产开发投资增速维持高位，房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低；2018 年房地产整体融资环境较紧张，但年末以来显著改善；全年商品房销售增速有所放缓，分化加剧，一、二线城市销售增速有企稳回升迹象，三、四线城市呈下滑趋势；行业集中度进一步提升。

（2）行业政策

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。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，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。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

2019年4月19日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署当前经济工作，会议再次提出，“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”，为未来的房地产市场定下了基调。

总体看，2018年“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年两会定调房地产市场平稳发展，继续推进房地产税长效机制。

（3）行业关注

行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

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

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

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。

（4）行业发展

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。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，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．酒店行业

（1）行业概况

酒店行业系旅游业的细分子行业。2011 年以来，中国旅游业迎来高速发展的黄金时期，旅游收入从 2011 年的 1.93 万亿元增长到 2018 年的 5.13 万亿元，旅游人次从 2011 年的 26.41 亿人次增长到 2018 年的 55.40 亿人次。无论从旅游收入还是旅游人次方面衡量，国内旅游市场均保持着较快增速。在旅游业快速发展的推动下，我国酒店行业整体发展态势保持良好，但从 2013 年起，受政府抑制“三公消费”等因素影响，行业的发展有所放缓。

在酒店星级分布方面，《2018 年第三季度全国星级饭店统计公报》数据显示，2018 年第三季度，共有 9,230 家星级饭店通过省级文化和旅游行政部门审核，包括其中一星级 59 家，二星级 1,567 家，三星级 4,434 家，四星级 2,351 家，五星级 819 家。

由于经济环境、地理位置等原因，我国各地区酒店经营情况有所不同。从 2018 年第三季度各地区经营情况看，平均房价高于全国平均水平 341.76 元/间夜的有 9 个省份，位居全国前 5 位的为上海、北京、西藏、广东和海南，其中上海最高为 706.48 元/间夜；平均出租率高于全国平均水平 60.86%的有 13 个省份，位居前 5 位的为北京、上海、贵州、兵团和青海，其中北京最高为 73.38%；每间可供出租客房收入高于全国平均水平 208.00 元/间夜的有 10 个省份，位居前 5 位的为上海、北京、广东、天津和海南，其中上海最高为 490.07 元/间夜；每间客房平摊营业收入高于全国平均水平 36,358.80 元/间的有 8 个省份，位居前 5 位的为上海、北京、江苏、广东和天津，其中上海最高为 85,624.43 元/间。

总体看，近年来我国旅游行业快速发展，带动酒店行业保持良好发展态势。

（2）行业竞争

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

具体而言，单体酒店市场呈现联盟格局，其数量较多、结构分散，各个酒店拥有的资源无法共享；中档酒店市场呈现连锁格局，连锁酒店主要分为不同背景的三大类别。第一类为原来就定位为中档酒店的连锁酒店，如富驿酒店、桔子水晶酒店和中青旅山水酒店，第二类为经济型酒店升级的连锁酒店，如 7 天“铂涛菲诺酒店”、锦江“都城酒店”、如家“和颐酒店”，第三类为传统星级饭店现代化转型的连锁酒店，如首旅酒店集团“谭阁美酒店”、开元酒店集团“开元曼居酒店”和中南海滨绿色酒店；高档酒店呈现国际化发展格局。一方面，希尔顿、雅高等国际知名品牌酒店在我国各个城市大力布局。另一方面，我国酒店行业经过 30 年来的发展，已积累不少经验，具备扩张、兼并、重组以及打造国际酒店集团的条件和能力，正向着人才国际化、市场国际化、资本国际化、品牌国际化的方向发展。

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

（3）行业发展

在酒店行业保持增长的同时，行业的市场细分越发明显，定位于不同细分市场的业态类型越发丰富。在高端市场，小体量、定制化、精品服务的精品酒店运作越发成熟，高档会所、健康营养餐厅快速发展。在中端市场，设计型酒店和特色主题酒店也逐渐为传统三四星级酒店提供了可行的发展方向。在大众化市场，百元以下的廉价型经济型酒店、家庭旅馆、农家乐、汽车旅馆、青年旅馆等成为市场亮点。电子商务、网络营销、集聚开发、美食街区、火锅连锁、餐饮食品等产业模式创新加快。携程网、芒果网、去哪儿网、窝窝团等新兴网络企业不断丰富和完善企业电子商务盈利模

式。这些新兴业态的不断推广为酒店行业的进一步发展带来了更为广阔的空间。

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

四、管理分析

2018年，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化。目前公司高管及核心管理人员稳定，经营、财务等主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

2018 年，公司实现营业收入 10.48 亿元，同比增长 11.54%，主要系商品房销售收入及客房餐饮收入增多所致；实现净利润 3.32 亿元，同比减少 37.64%，主要系投资收益及公允价值变动收益减少所致；实现归属于母公司所有者的净利润 3.96 亿元。

从营业收入构成来看，2018 年，公司酒店经营收入 5.04 亿元，同比增长 8.72%，主要系三亚御海棠豪华精选度假酒店 2018 年接待人次大幅增长所致；酒店经营收入占营业收入的 48.12%，仍为公司第一大收入来源。2018 年，公司商品房销售收入 3.63 亿元，同比增长 23.20%，主要系浙江安吉凤凰城项目结转收入增多所致；商品房销售收入占营业收入的 34.64%，同比提高 3.26 个百分点。2018 年，公司物业管理及其他收入 1.80 亿元，同比增长 7.70%，主要系浙江安吉顺欣阳光物业分公司收入增加及顺欣医院收入增加所致；物业管理及其他收入占营业收入的 17.16%，占比变化不大。

从毛利率变化情况来看，2018 年，公司酒店经营毛利率为 48.03%，同比提高 6.40 个百分点，主要系收入增长而酒店经营人工成本基本保持稳定所致。2018 年，公司商品房销售毛利率为 31.78%，同比下降 11.12 个百分点，主要系浙江安吉凤凰城项目毛利率较低所致。2018 年，公司物业管理及其他收入毛利率为 58.78%，同比基本持平。受上述因素影响，2018 年，公司综合毛利率为 44.28%，同比下降 1.83 个百分点。

表2　2016~2018年公司营业收入情况（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
酒店经营	4.21	46.68	35.17	4.64	49.37	41.63	5.04	48.12	48.03
商品房销售收入	2.67	29.60	41.28	2.95	31.38	42.90	3.63	34.64	31.78
物业管理及其他收入	1.55	17.18	48.05	1.67	17.76	59.69	1.80	17.16	58.78
其他业务收入	0.59	6.54	99.33	0.14	1.49	99.53	0.01	0.08	93.85
合计	**9.02**	**100.00**	**39.48**	**9.40**	**100.00**	**46.11**	**10.48**	**100.00**	**44.28**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司商品房销售收入及客房餐饮收入增多带动营业收入有所增长；受结转项目毛利率较低影响，综合毛利率有所回落。

2．酒店经营

截至 2018 年底，公司投资的 5 家星级酒店（旅游型 4 家、商务型 1 家）经营情况良好；5 家酒店包括北京东方太阳城嘉宾国际酒店、三亚海棠湾喜来登度假酒店、三亚御海棠豪华精选度假酒店、上海金桥红枫万豪酒店和浙江安吉 JW 万豪酒店（凤凰万豪），除北京东方太阳城嘉宾国际酒店为公司自营以外，其他酒店均委托国际知名酒店管理公司经营。上述酒店分布于北京市、三亚市海棠湾、上海市浦东新区、浙江省安吉县等地，地理位置较优越。

表 3　截至 2018 年底公司酒店概况

酒店名称	星级	开业时间	市场定位	客房（间）
北京东方太阳城嘉宾国际酒店	四星级	2007 年	旅游型	108
三亚海棠湾喜来登度假酒店	五星级	2012 年	旅游型	500
三亚御海棠豪华精选度假酒店	五星级	2012 年	旅游型	160
上海金桥红枫万豪酒店	五星级	2013 年	商务型	396
浙江安吉 JW 万豪酒店	五星级	2015 年	旅游型	228

资料来源：公司提供

2018 年，公司酒店经营情况基本保持良好，具体情况如下表所示。2018 年，北京东方太阳城嘉宾国际酒店接待人次减少 7.73%，主要系因酒店装修房间数减少、接待能力下降所致；但由于房间数量减少，入住率提高 9 个百分点至 65%。2018 年，三亚御海棠豪华精选度假酒店客源大幅增长，当年接待人次提高 63.39%，入住率同比提高 24.89 个百分点至 69.50%。2018 年，上海金桥红枫万豪酒店新增酒店式公寓 73 间，客房数增加至 396 间，受房间数量增长影响，入住率有所回落，但接待人次同比增长。

表 4　公司各酒店经营情况

酒店	项目	2016 年	2017 年	2018 年
北京东方太阳城嘉宾国际酒店	接待人次	57,476	38,755	35,758
	入住率（%）	54	56	65
	平均房价（元/间）	229	284	252
三亚海棠湾喜来登度假酒店	接待人次	209,223	289,883	297,091
	入住率（%）	60.90	78.60	78.38
	平均房价（元/间）	717.41	701.32	734.42
三亚御海棠豪华精选度假酒店	接待人次	43,366	55,891	91,320
	入住率（%）	38.72	44.61	69.50
	平均房价（元/间）	1,133.21	989.90	881.53
上海金桥红枫万豪酒店	接待人次	103,195	107,704	111,848
	入住率（%）	77.26	80.33	71.56
	平均房价（元/间）	1,052.15	1,076.19	1,117.41
浙江安吉 JW 万豪酒店	接待人次	69,310	77,588	75,892
	入住率（%）	43.62	48.37	52.14
	平均房价（元/间）	1,042	1,117	1,065.57

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司旗下经营酒店数量未发生变化，各酒店经营状况基本保持良好。

3．房地产开发

（1）土地储备

2018 年，公司新获取 1 宗土地，占地面积 28.32 万平方米，位于海南省三亚市天涯区，土地使用性质包含住宅、商服、住宿餐饮。

表 5　2016~2018 年公司土地储备获取情况（单位：万平方米，万元）

时间	土地购置占地面积	用途	购地支出
2016 年	--	--	--
2017 年	3.80	住宅	12,420
2018 年	28.32	住宅、商服、住宿、餐饮	35,776

数据来源：公司提供

截至 2018 年底，公司项目储备 2 个，土地储备占地面积 35.02 万平方米，分别为上述海南省三亚市项目（占地面积 28.32 万平方米）和浙江省安吉县住宅项目（占地面积 6.70 万平方米）；此外，公司于海南三亚仍有已达成协议尚未确权的土地占地面积 51.70 万平方米，正在申请办理土地确权进程中。

总体看，公司土地储备规模一般，但与公司经营发展方向相匹配，能够满足其未来开发需求。

（2）项目建设与开发

相比专业的房地产投资公司，公司对项目的选取以公司战略为基准，地产项目定位主要以养老地产为主，主要集中在一、二线城市及周边。公司近两年在建项目为“宣府第一城”和“凤凰国际”，新开工面积较少，截至 2018 年底，公司期末在建面积 54.47 万平方米。

表6　2016~2018年公司房地产开发情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
当期新开工面积（万平方米）	1.95	7.49	6.98
当期竣工面积（万平方米）	0.72	24.80	1.95
期末在建项目数量（个）	2	2	2
期末在建面积（万平方米）	66.75	49.44	54.47

资料来源：公司提供，联合评级整理

从在建项目投资情况来看，截至 2018 年底，公司在建项目预计总投资 36.00 亿元，已完成投资 21.38 亿元，尚需投资 14.62 亿元；其中，2019 年预计投资 4.00 亿元，2020 年预计投资 4.20 亿元，具体情况如下。

表 7　截至 2018 年底公司在开发项目投资金额情况（单位：亿元）

项目名称	开工时间	预计总投资	已完成投资	2019 年预计投资	2020 年预计投资
宣府第一城	2010 年 9 月	20.00	11.50	1.00	2.00
凤凰国际二期	2016 年 11 月	9.00	7.00	1.00	1.00
凤凰国际 BC 区块	2018 年 9 月	7.00	2.88	2.00	1.20
合计	--	**36.00**	**21.38**	**4.00**	**4.20**

资料来源：公司提供，联合评级整理。

具体看，宣府第一城位于 2022 年冬奥会主办地张家口市宣化区，总占地面积 42.4 万平方米，设计容积率 1.7，绿地率 30%，主要规划建设住宅、车库、地下室，预计总建筑面积 70 万平米。公司于 2005 年收购了北京星宝宏房地产开发有限公司及其河北宣化房地产项目，并于 2010 年开工建设“宣府第一城”，共分 A、B、C 三期建设开发，其中 A 区已经完成住宅开发与业主入住，预计项目整体于 2022 年 12 月竣工。凤凰国际项目位于浙江省安吉县，地处长三角经济圈的几何中心，距杭州仅 30 分钟车程、上海 90 分钟车程，具有一定自然资源优势和区位优势；项目总规划面积 900 亩左右，配套五星级浙江安吉 JW 万豪酒店一个，目前酒店已营业。住宅项目主要以低密度住宅为主，预计总建筑面积 40 万平米，分 A、B、C 三区建设开发，目前 A 区住宅开发已基本完成。

总体看，公司近两年房地产项目新开工面积不大，未来投资金额规模一般。

（3）房产销售

2018 年，公司房产销售量有所回落，当期签约销售面积 3.72 万平方米，同比减少 30.73%；公司签约销售均价为 1.62 万元/平方米，主要系浙江安吉项目销售增多带动均价上涨所致。综上，2018 年，公司签约销售金额为 6.02 亿元，同比减少 20.88%。

从结转情况看，2018 年，公司结转收入面积 2.56 万平方米，同比减少 36.00%，当期公司结转项目主要为浙江凤凰项目和东方太阳城项目。2018 年，公司结转收入 3.63 亿元，同比增长 23.20%，主要系结转项目单价较高所致。

表8　2016~2018年公司销售数据情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
签约销售面积（万平方米）	4.86	5.37	3.72
签约销售金额（万元）	46,071.00	76,121.35	60,229.60
签约销售均价（万元/平方米）	0.95	1.42	1.62
结转收入面积（万平方米）	2.47	4.00	2.56
结转收入（万元）	26,755.73	29,461.60	36,297.11

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司在售项目已取得预售证面积 111.03 万平方米，已售面积 105.40 万平方米，剩余可售面积 5.63 万平方米（其中，东方太阳城项目剩余可售面积为 1.53 万平方米，河北张家口项目剩余可售面积为 3.20 万平方米，凤凰项目剩余可售面积为 0.90 万平方米），剩余可售面积尚能满足公司 1 年左右的销售需求，公司可售房产资源较为有限。

总体看，2018 年，公司签约销售面积和金额有所回落，签约销售均价有所增长；公司可售房产资源有限。

4．对外投资

截至 2018 年底，公司主要对外股权投资如下表所示；其中，对同方国信投资控股有限公司（以下简称“同方国信”）和重庆三峡银行股份有限公司（以下简称“三峡银行”）的投资计入长期股权投资；对深圳市神州数码（集团）股份有限公司（以下简称“神州数码”）、北京农村商业银行股份有限公司（以下简称“北京农商行”）的投资计入可供出售金融资产，其中对神州数码的投资按公允价值计量，对北京农商行的投资按成本计量。从对外投资效益来看，2018 年，神州数码由于股价下跌导致账面价值下降；三峡银行因股权稀释导致账面价值有所减少；同方国信账面价值保持增长。

公司持有三峡银行和同方国信的股权对投资收益贡献较大。其中，同方国信是以投资为主的控股公司，投资主要集中于金融机构及基础设施两大领域。截至 2018 年底，同方国信总资产 2,783.13 亿元，净资产 513.63 亿元；2018 年实现营业总收入 130.78 亿元，净利润 48.07 亿元。公司直接投资并通过重庆希格玛海源投资有限公司（公司持股 100%）持有三峡银行共计 6.95%的股权。三峡银行系经中国银监会批准，于 2008 年 2 月在原万州商业银行基础上重组而成的城市商业银行。截至 2018 年底，三峡银行注册资本 55.74 亿元，资产总额 2,046.78 亿元，净资产 137.37 亿元；2018 年实现营业收入 37.78 亿元，净利润 12.80 亿元。在上市公司投资上，公司持有上市公司神州数码（股票代码 000034.SZ）80,185,746 股股票，占神州数码总股本的 12.26%，为神州数码第二大股东。

表 9　公司主要对外投资及收益情况（单位：万元）

项目	期末账面价值			投资收益		
	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
同方国信	549,129.28	585,978.94	616,767.38	63,138.19	49,061.95	45,753.99
三峡银行	170,188.62	178,191.94	129,802.40	19,716.70	17,965.53	10,731.46
北京农商行	10,000.00	10,000.00	10,000.00	880.00	1,100.00	1,100.00
神州数码	178,974.59	173,201.21	107,849.83	--	--	304.71

资料来源：公司提供

总体看，公司对外投资以对金融机构和上市公司的股权投资为主，投资收益对公司营业利润提供了较有力补充。

5．经营关注

（1）酒店经营风险

近年来，酒店行业增速逐步放缓，随着高端酒店数量的增长，酒店行业竞争日趋激烈，且随着“国八条”的出台，社会管理日益规范，政府消费下降明显，对公司位于旅游热点城市的高端酒店经营产生一定影响。

（2）公司可售房产资源有限，存在一定补库存需求

公司可售房产资源有限，截至 2018 年底，在售项目已取得预售证的剩余可售面积 5.63 万平方米，从公司过往销售情况看，在售项目剩余可售规模不大，公司存在一定补库存需求。

（3）对外投资面临账面价值波动的风险

公司对神州数码的投资按公允价值计量，面临公允价值波动的风险。

6．未来发展

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

在未来三年内，公司将兼顾实业投资及运营和资本运作，实行“业务经营”与“资本运作”双轮驱动；公司将积极布局形成以“京津冀经济圈”、“长三角经济圈”和“海南度假村”为核心的全国市场战略布局。同时，将继续以“缔造新型健康娱乐和度假生活”为核心理念，以酒店业、金融业等为服务引擎，实现公司多元化稳定发展。

总体看，公司发展战略清晰。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2018 年度合并财务报表经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司按照财政部发布的《企业会计准则—基本准则》及 42 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下简称“企业会计准则”），以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》（2014 年修订）的披露规定编制财务报表。截至 2018 年底，公司纳入合并范围的控股子公司 24 家，较年初增加合并单位 1 家；公司合并范围变动规模一般，主营业务连续，财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 186.08 亿元，负债合计 104.96 亿元，所有者权益（含少数股东权益）81.12 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 79.05 亿元。2018 年，公司实现营业收入 10.48 亿元，净利润（含少数股东损益）3.32 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.96 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.27 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.31 亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 186.08 亿元，较年初减少 6.00%，主要系非流动资产减少所致；资产总额中，流动资产占比 28.74%，非流动资产合计占 71.26%，资产结构仍以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产总额 53.48 亿元，较年初减少 5.06%，主要系货币资金减少所致；流动资产主要由货币资金（占比 5.18%）、其他应收款（占比 19.84%）和存货（占比 69.80%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 2.77 亿元，较年初减少 65.74%，主要系偿还到期债务所致；货币资金主要由银行存款（占比 97.55%）和其他货币资金（占比 1.83%）构成；受限制的货币资金 600 万元，系向银行申请开具无条件、不可撤销的担保函所存入的保证金存款，受限货币资金占比 2.17%；公司货币资金规模较小。

截至 2018 年底，公司其他应收款（合计）10.61 亿元，较年初减少 4.58%，变动不大；其中，应收股利 430 万元，其他应收款 10.57 亿元。其他应收款中，按款项性质分类，备用金 9.47 亿元，保证金押金 1.05 亿元，往来款 0.37 亿元；按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款 5.03 亿元，占比 46.22%，集中度较高；累计计提坏账准备 0.32 亿元，计提比例 2.97%，考虑到欠款性质，计提较为充分。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定的占用。

截至 2018 年底，公司存货账面价值 37.33 亿元，较年初增长 8.10%，主要系开发成本增多所致；存货主要为开发成本（占 87.96%）和开发产品（占 10.95%），开发成本主要是凤凰国际项目、三亚市东方太阳城主题游览项目以及宣府第一城等项目开发成本，公司未计提存货跌价准备。

（2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产 132.61 亿元，较年初减少 6.38%，主要系可供出售金融资产减少所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 10.77%）、长期股权投资（占比 56.70%）、投资性房地产（占比 8.14%）和固定资产（占比 20.97%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 14.28 亿元，较年初减少 28.09%，主要系所持神州数码

股票的股价下降所致；可供出售金融资产全部为可供出售权益工具，其中按公允价值计量的可供出售权益工具 10.78 亿元，主要系所持有 8,018.57 万股神州数码股票；按成本计量的可供出售权益工具 3.49 亿元，累计计提减值准备 0.10 亿元，计提比例 2.92%。

截至2018年底，公司长期股权投资75.19亿元，较年初减少1.86%，变动不大；长期股权投资明细如下表所示：

表10　截至2018年底公司长期股权投资明细情况（单位：亿元）

被投资企业名称	账面余额
北京万柳高尔夫俱乐部有限公司	0.13
北京万柳体育公园有限公司	0.01
北京万柳会议服务有限公司	0.06
临沧邦泰昔归庄园有限公司	0.33
重庆三峡银行股份有限公司	12.98
重庆国信投资控股有限公司	61.68
合计	**75.19**

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至 2018 年底，公司投资性房地产 10.79 亿元，较年初减少 1.19%，主要系公允价值变动所致；投资性房地产主要为持有的希格玛大厦及公寓，已全部办理抵押手续。

截至 2018 年底，公司固定资产 27.80 亿元，较年初减少 5.87%，主要系计提折旧所致；固定资产主要由房屋建筑物（占比 86.71%）和机器设备（占比 12.56%）构成，固定资产累计计提折旧 9.06 亿元，固定资产成新率 75.43%，成新率尚可。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 54.76 亿元，其中货币资金 0.06 亿元，可供出售金融资产 9.82 亿元，存货 2.91 亿元，长期股权投资 5.18 亿元，投资性房地产 10.79 亿元，固定资产 22.91 亿元，无形资产 3.09 亿元；受限资产占总资产的 29.43%，资产受限程度较高。

表 11　截至 2018 年底公司各类资产受限情况（单位：亿元）

受限资产	账面价值	受限原因
货币资金	0.06	三亚长岛向银行申请担保函所存入的保证金存款
可供出售金融资产	9.82	融资借款
存货	2.91	债券抵押及金融机构借款
长期股权投资	5.18	金融机构借款
投资性房地产	10.79	金融机构借款
固定资产	22.91	债券抵押及金融机构借款
无形资产	3.09	债券抵押及金融机构借款
合计	**54.76**	--

资料来源：公司债券年度报告

总体看，2018 年，公司资产规模有所下降，构成以非流动资产为主。流动资产以存货和其他应收账款为主，公司货币资金规模较小，其他应收账款规模较大，存在一定的资金占用；非流动资产以长期股权投资、可供出售金融资产和固定资产为主，按公允价值计量的可供出售金融资产面临资产减值风险；公司资产流动性一般，资产受限程度较高，整体资产质量较为一般。

3．负债及所有者权益

（1）负债

截至 2018 年底，公司负债合计 104.96 亿元，较年初减少 7.33%，主要系非流动负债减少所致；从负债构成上看，流动负债占比 65.92%，非流动负债占比 34.08%。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 69.19 亿元，较年初增长 2.89%，变动不大；流动负债主要由应付票据及应付账款（占比 7.04%）、预收款项（占比 13.01%）、应交税费（占比 5.70%）、其他应付款（占比 49.33%）和一年内到期的非流动负债（占比 24.74%）构成。

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 4.87 亿元，较年初下降 11.83%，主要系支付工程款所致。

截至 2018 年底，公司预收款项 9.00 亿元，较年初增长 37.62%，主要系收到商品房预售款增加所致。

截至 2018 年，公司应交税费 3.94 亿元，较年初减少 6.77%，主要系应交增值税减少所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款（合计）34.13 亿元，较年初减少 2.82%，变动不大；其中，应付利息 0.84 亿元，其他应付款 33.29 亿元；其他应付款主要为往来款和借款，其中借款部分 5.50 亿元已计入短期债务。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 17.12 亿元，较年初增长 9.38%，主要系一年内到期的“16 中希 01”转入所致；截至 2019 年 4 月 15 日，“16 中希 01”已全部偿还。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 35.77 亿元，较年初下降 22.27%，主要系应付债券减少所致；非流动负债主要由长期借款（占比 85.92%）和递延所得税负债（占比 14.08%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 30.73 亿元，较年初增长 31.74%，主要系新增抵押借款所致；从长期借款期限结构来看，剩余期限在 1~2 年的长期借款 4.94 亿元，剩余期限在 5 年以上的长期借款 25.79 亿元，集中偿付压力一般。

截至 2018 年底，公司递延所得税负债 5.04 亿元，较年初减少 24.85%，主要系可供出售金融资产公允价值变动产生的应纳税暂时性差异变动所致。

截至 2018 年底，公司全部债务合计 53.35 亿元，较年初减少 2.93%，变动不大；短期债务和长期债务占比分别为 42.39%和 57.61%，短期债务占比较年初的 28.47%大幅提升。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率、长期债务资本化率分别为 56.41%、39.67%和 27.48%，较年初分别下降 0.81 个百分点、提高 0.32 个百分点和下降 4.22 个百分点。公司债务负担变化不大，但短期债务占比有所提升。

总体看，2018 年，公司负债规模有所减少，整体债务负担一般，但短期债务占比有所提升。

（2）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 81.12 亿元，较年初减少 4.22%，主要系其他综合收益减少所致；其中归属于母公司所有者权益占 97.45%。归属母公司所有者权益中，实收资本占 1.27%，资本公积占 27.20%，其他综合收益占 8.94%，盈余公积占 0.69%，未分配利润占 61.90%，未分配利润占比较大，权益结构的稳定性偏弱。

总体看，2018 年，公司所有者权益规模和结构变动不大；所有者权益中，未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性偏弱。

4．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 10.48 亿元，同比增长 11.54%，主要系商品房销售收入及客房餐饮

收入增多所致；实现净利润 3.32 亿元，同比减少 37.64%，主要系投资收益及公允价值变动收益减少所致；实现归属于母公司所有者的净利润 3.96 亿元。

费用方面，2018 年，公司费用总额 6.39 亿元，同比增长 8.90%，各项费用均有所增长；其中，销售费用占比 7.92%，管理费用占比 56.42%，研发费用占比 0.74%，财务费用占比 34.93%，以管理费用和财务费用为主。2018 年，公司销售费用同比增长 44.18%，主要系广告费等推广费用增多所致；管理费用同比增长 4.95%，变动不大；研发费用同比增长 24.87%，主要系子公司开发人员工资增多所致；财务费用同比增长 9.21%，主要系利息支出增多所致。

利润构成方面，公司利润中投资收益占比较大。2018 年，公司实现投资收益 5.72 亿元，同比减少 17.22%，主要系权益法核算的长期股权投资收益减少所致；投资收益占营业利润的 164.20%，投资收益对公司营业利润影响很大。2018 年，公司公允价值变动收益-0.13 亿元，主要系投资性房地产公允价值波动所致。

盈利指标方面，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 4.05%、2.97%和 4.00%，同比分别下降 1.37 个百分点、1.10 个百分点和 2.49 个百分点，主要系利润规模减少所致。

总体看，2018 年，受益于商品房销售收入及客房餐饮收入增多，公司收入规模有所增长；但受投资收益和公允价值变动收益减少影响，公司利润规模有所下降；公司利润对投资收益依赖程度很高。

5．现金流

从经营活动情况来看，2018 年，公司经营活动现金流入 35.95 亿元，同比减少 18.85%，主要系收到的往来款减少所致；其中，销售商品、提供劳务收到的现金 13.50 亿元，收到其他与经营活动的现金 22.45 亿元。2018 年，公司经营活动现金流出 33.69 亿元，同比减少 16.87%，主要系支付的往来款减少所致。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额 2.27 亿元，同比减少 40.04%，维持净流入。

从投资活动情况来看，2018年，公司投资活动现金流入4.02亿元，同比减少69.72%，主要系收回短期理财产品减少所致。2018年，公司投资活动现金流出6.12亿元，同比减少39.34%，主要系购买短期理财产品减少所致；其中，支付其他与投资活动有关的现金4.38亿元，主要系企业间资金拆借。2018年，公司投资活动产生的现金流量净额-2.10亿元，由净流入转为净流出。

从筹资活动情况来看，2018年，公司筹资活动现金流入15.51亿元，同比减少20.35%，主要系取得借款收到的现金减少所致。2018年，公司筹资活动现金流出21.00亿元，同比增长2.00%，变动不大。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额-5.49亿元，净流出规模同比扩大393.21%。

总体看，2018年，公司经营活动现金呈持续净流入状态，往来款较多使得收到与支付的其他与经营活动有关的现金规模较大；受收回投资收到的现金减少影响，投资活动现金流由净流入转为净流出；受取得借款收到的现金减少影响，筹资活动净流出规模有所扩大。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 0.77 倍和 0.23 倍，较年初有所下降，主要系偿还到期债务、货币资金减少所致；公司现金短期债务比下降至 0.12 倍，现金类资产对短期债务覆盖程度较低。整体看，公司短期偿债能力指标较弱。公司于 2019 年 3 月发行“19 中希 01”，发行规模 16.00 亿元，用于偿还 2019 年 4 月到期的“16 中希 01”（本金 16.00 亿元）。随着“16 中希 01”的兑付，公司短期偿债压力大幅减轻。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 7.69 亿元，同比减少 22.78%，主要系利润总额减少所致；其中，折旧占比 23.92%，摊销占比 1.89%，计入财务费用的利息支出占比 28.96%，利润总额占比 45.22%。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数下降至 2.14 倍，公司 EBITDA 全部债务比下降至 0.14 倍，EBITDA 对利息和全部债务的保障程度有所减弱。整体看，公司长期偿债能力指标尚可。

截至 2018 年底，公司无对外担保。

截至 2018 年底，公司无重大未决诉讼。

截至 2018 年底，公司在多家银行的授信额度合计 39.07 亿元，其中已使用授信额度 32.09 亿元，尚未使用授信额度 6.98 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

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：G1011010801587850J），截至 2019 年 5 月 22 日，公司无未结清不良信贷信息；已结清信贷中有 4 笔关注类贷款（均已于 2010 年以前结清）和 3 笔欠息（最近一次结清日期为 2011 年 7 月 13 日）。

总体看，公司短期偿债能力有待提高，长期偿债能力指标尚可，考虑到公司拥有较大规模的可供出售金融资产和投资性房地产，且长期股权投资的投资收益良好，一定程度上提升了公司对全部债务的保障能力，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年底，公司现金类资产2.77亿元，约为“19中希01”本金（16亿元）的0.17倍，现金类资产对“19中希01”的覆盖程度较弱；净资产81.12亿元，约为“19中希01”本金（16亿元）的5.07倍，净资产对“19中希01”的覆盖程度较好。

从盈利情况来看，2018年，公司 EBITDA 为7.69亿元，约为“19中希01”本金（16亿元）的0.48倍，EBITDA 对“19中希01”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2018年，公司经营活动产生的现金流入35.95亿元，约为“19中希01”本金（16亿元）的2.25倍，经营活动现金流入量对“19中希01”的覆盖程度较高。

公司以评估价值不低于“19中希01”债券累计待偿本息2倍的资产设定第一优先顺位的抵押，为“19中希01”本息偿还提供第一优先顺位的抵押担保。2019年5月20日，公司发布了《关于“19中希01”补充抵押登记办理完成的公告》，截至2019年5月20日，公司已为“19中希01”办理了评估价值为35.38亿元的抵押登记，约为“19中希01”本金（16亿元）的2.21倍。

综合以上分析，并考虑到公司作为一家综合性投资企业，在股权投资、房地产行业、酒店业等方面仍具有较强的优势，公司对“19中希01”债券待偿本金的偿还能力很强。

八、综合评价

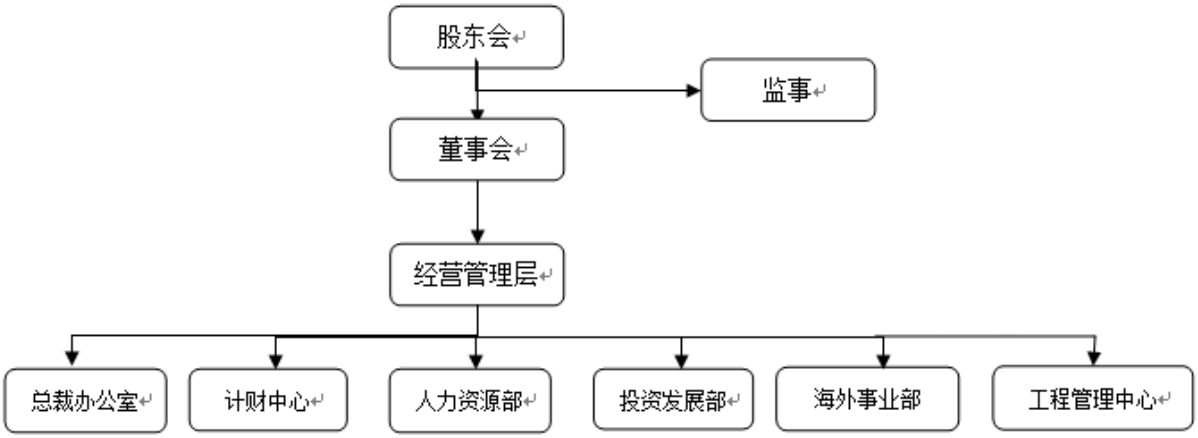
2018年，公司作为股权投资与实业运营结合发展的企业，收入规模稳步增长，酒店经营情况保持良好；公司对外投资主要以对金融机构和上市公司的股权投资为主，投资收益为公司营业利润提供了有力补充，经营性现金流持续净流入。同时，联合评级也关注到公司剩余可售房产资源有限、公司资产流动性一般且受限程度偏高、对外投资面临一定的减值风险、公司利润对投资收益依赖程度高等因素对公司发展带来的不利影响。

未来，随着酒店管理日趋成熟以及在建物业陆续销售，公司整体经营状况有望保持良好。

公司以评估价值不低于“19中希01”债券累计待偿本息2倍的资产设定第一优先顺位的抵押，为“19中希01”本息偿还提供第一优先顺位的抵押担保。截至2019年5月20日，公司已为“19中希01”办理了评估价值为35.38亿元的抵押登记，约为“19中希01”本金（16亿元）的2.21倍。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“19中希01”债项信用等级为“AA”。

附件 1　中国希格玛有限公司
组织结构图



附件2 中国希格玛有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	182.59	197.97	186.08
所有者权益（亿元）	79.30	84.70	81.12
短期债务（亿元）	0.50	15.65	22.62
长期债务（亿元）	52.21	39.31	30.73
全部债务（亿元）	52.71	54.96	53.35
营业收入（亿元）	9.02	9.40	10.48
净利润（亿元）	8.02	5.32	3.32
EBITDA（亿元）	14.71	9.95	7.69
经营性净现金流（亿元）	2.11	3.78	2.27
流动资产周转次数（次）	0.22	0.19	0.19
存货周转次数（次）	0.20	0.17	0.16
总资产周转次数（次）	0.05	0.05	0.05
现金收入比率（%）	111.12	144.15	128.82
总资本收益率（%）	9.22	5.42	4.05
总资产报酬率（%）	6.97	4.07	2.97
净资产收益率（%）	11.06	6.49	4.00
营业利润率（%）	37.70	39.82	39.10
费用收入比（%）	65.51	62.45	60.98
资产负债率（%）	56.57	57.22	56.41
全部债务资本化比率（%）	39.93	39.35	39.67
长期债务资本化比率（%）	39.70	31.70	27.48
EBITDA 利息倍数（倍）	3.54	2.88	2.14
EBITDA 全部债务比（倍）	0.28	0.18	0.14
流动比率（倍）	0.96	0.84	0.77
速动比率（倍）	0.37	0.32	0.23
现金短期债务比（倍）	5.60	0.55	0.12
经营现金流动负债比率（%）	4.75	5.63	3.28
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.47	1.00	0.77

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。4、其他应付款中的借款已计入短期债务。

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]
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	自由负债/自有资产×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	
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+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。