# 跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1338 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：

二〇二〇年六月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 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 2020 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 | 2019 年 6 月 21 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：2020 年 6 月 11 日

主要财务数据

| 项　目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|---|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 197.97 | 186.08 | 200.56 |
| 所有者权益（亿元） | 84.70 | 81.12 | 89.23 |
| 长期债务（亿元） | 39.31 | 30.73 | 45.40 |
| 全部债务（亿元） | 54.96 | 53.35 | 56.51 |
| 营业收入（亿元） | 9.40 | 10.48 | 10.51 |
| 净利润（亿元） | 5.32 | 3.32 | 3.05 |
| EBITDA（亿元） | 9.95 | 7.69 | 7.97 |
| 经营性净现金流（亿元） | 3.78 | 2.27 | 1.86 |
| 营业利润率（%） | 39.82 | 39.10 | 40.66 |
| 净资产收益率（%） | 6.49 | 4.00 | 3.58 |
| 资产负债率（%） | 57.22 | 56.41 | 55.51 |
| 全部债务资本化比率（%） | 39.35 | 39.67 | 38.77 |
| 流动比率（倍） | 0.84 | 0.77 | 1.00 |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.18 | 0.14 | 0.14 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 2.88 | 2.14 | 1.80 |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.62 | 0.48 | 0.50 |

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. 截至 2018 年末，其他应付款中的借款已计入短期债务

## 评级观点

2019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，收入规模保持增长，整体经营情况保持良好；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、资产流动性一般且受限比例较大、对外投资面临一定的账面价值波动风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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35.38亿元的土地使用权和建筑物抵押登记，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“稳定”；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。**公司经营的酒店分布于北京市、三亚市海棠湾、上海市浦东新区、浙江省安吉县等地，地理位置较优越。

2．**公司地产板块以养老地产为主，具备差异化竞争优势。**公司房地产项目定位以养老地产为主，且土地储备获取成本较低，具备差异化竞争优势。

3．**投资收益为公司利润提供了有力补**

**充。**公司坚持股权投资与实业运营相结合的多元化发展模式，对外投资主要以对金融机构和上市公司的股权投资为主，投资收益为公司营业利润提供了较有力补充。

4．**抵押物增强了“19 中希 01”的偿债保障。**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．**酒店行业竞争日趋激烈，同时此次新冠疫情短期内或对公司酒店经营造成较大影响。**近年来，随着高端酒店数量的增长，酒店行业竞争日趋激烈；同时，此次突发疫情对位于旅游热点城市的高端酒店经营产生较大影响。

2．**公司房地产板块经营规模一般，未来公司房地产板块可持续性面临不确定性。**公司房地产板块项目储备规模和销售规模一般，且在资金资源、开发经验等方面较大型房产企业尚存差距，未来公司房地产板块可持续性面临不确定性。

3．**公司费用收入比偏高，且对外投资面临账面价值波动的风险。**2019 年，公司费用收入比为 68.25%，同比提高 7.27 个百分点，费用收入比偏高；公司对神州数码集团股份有限公司（以下简称“神州数码”）的投资按公允价值计量，面临公允价值波动的风险。

4．**公司资产流动性一般，且现金类资产对短期债务的保障程度较弱，受新冠疫情冲击影响流动性风险加大。**公司货币资金规模较小；其他应收款对公司资金形成一定占用；截至 2019 年底公司受限资产占总资产的 31.40%，受限比例偏高；整体资产流动性较为一般；公司现金类资产对短期债务的保障程度较弱，受新冠疫情冲击影响流动性风险加大。

分析师

曹梦茹　登记编号（R0040218090002）
赵　兮　登记编号（R0040220040005）

**邮箱：**lh@unitedratings.com.cn
**电话：**010-85172818
**传真：**010-85171273
**地址：**北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
**网址：**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他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。

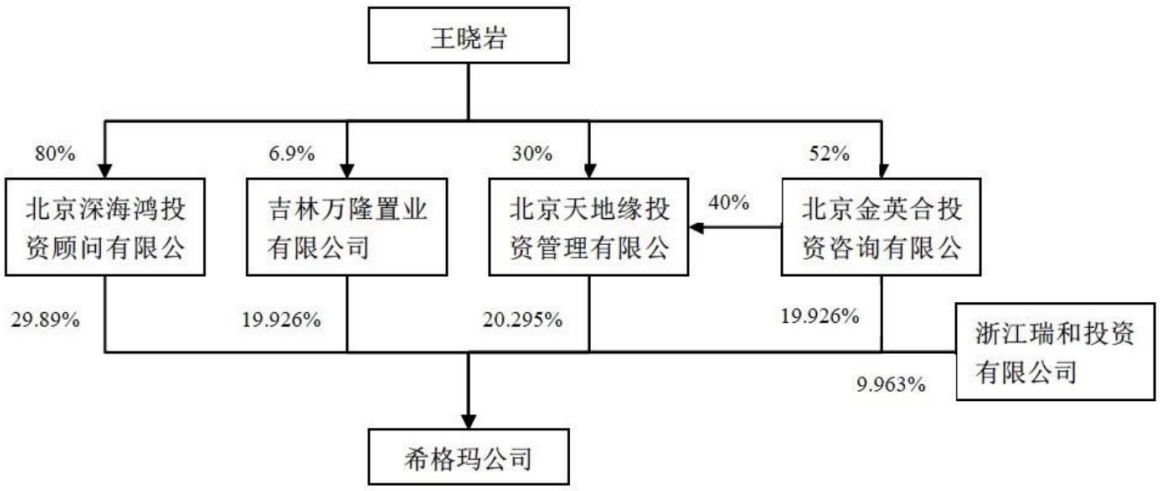
分析师：

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，并引入股东深圳明生电子灯饰有限公司等 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。1997 年 11 月，深圳明生电子灯饰有限公司与北京正清源生物工程有限责任公司签署《关于股份转让协议》，约定深圳明生电子灯饰有限公司将其对希格玛公司投资 1,000 万元形成的股权转让给北京正清源生物工程有限责任公司。1997 年 12 月，中科实业集团公司与中煤信托投资有限公司签署《股份转让协议》，约定中科实业集团公司将其对希格玛公司投资 1,000 万元所形成的股权转让给中煤信托投资有限公司。1998 年，公司在国家工商局重新规范登记，企业类型由全民所有制企业变更为有限责任公司；同期，公司注册资本变更为 10,037 万元。后经多次股权转让，截至 2019 年底，公司注册资本 10,037 万元，实际控制人为自然人王晓岩。公司股权结构如下图所示。

图 1　截至 2019 年底希格玛股权结构图




资料来源：公司债券年报

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

截至2019年底，公司设有总裁办公室、计财中心、人力资源部、投资发展部、海外业务部以及工程管理中心6个职能部门；纳入合并范围的控股子公司24家；截至2019年底，公司在职人员共计1,132人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 200.56 亿元，负债合计 111.33 亿元，所有者权益 89.23 亿元，其中归属于母公司所有者权益 88.09 亿元。2019 年，公司实现营业收入 10.51 亿元，净利润 3.05 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 4.06 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.86 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.21 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）。

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

2020年3月25日，“19中希01”完成支付2019年3月25日至2020年3月24日期间利息。

## 三、行业分析

1. 房地产行业

（1）行业概况

**2019 年，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，土地市场趋于理性，销售面积出现负增长，行业集中度继续提升；2020 年一季度受新冠疫情影响，国内房地产市场下降明显，尤其商业地产投资和销售影响较大。政策上仍然以“房住不炒”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。**

2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2019 年，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二线城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，较上年下降 1.4 个百分点，全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点。2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，其中一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，二三线城市住宅价格指数增速继续下探。

2020 年 1－3 月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就 2020 年 3 月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，降幅较前两月收窄 8.60 个百分点；房地产销售面积 21,978.32 万平方米，同比下降 26.30%，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点；房地产销售金额 20,364.86 亿元，同比下降 24.70%，降幅较前两月收窄 11.20 个百分点。

2019年，随着我国经济增长面临下行压力以及商业地产投资过剩，商业地产市场面临较大挑战。其中2019年商业营业用房和办公楼投资增速分别为-6.70%和2.80%，增速明显回落；办公楼销售面积同比下降14.68%，商业营业用房销售面积同比下降15.02%，需求端下降明显。2020年1－3月，新冠疫情爆发，各地出台措施限制人们出行，商业地产开发投资和销售面积均出现大幅下跌，市场环境短期内出现紧缩。其中商业地产开发投资（含商业营业用房及办公楼）同比下降13.53%，商业地产销售面积同比下降38.89%。

2019 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.28%和 37.14%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.95%和 27.07%，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

2019 年，房住不炒和因城施策仍是主基调。2020 年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020 年 2 月 21 日，人民银行召开 2020 年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。2020 年 4 月 17 日，中共中央政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区、青岛等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

（2）行业关注

**行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大**

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

**房地产调控政策短期内不会退出**

2019年以来两会及政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

**中小房企面临被整合风险**

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

**新冠疫情或加大行业资金压力**

2020 年新冠疫情爆发以来，房地产行业开工建设、签约销售、商业地产出租等受到较大影响，行业资金回笼受阻，或加大行业资金压力。

（3）行业发展

**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。**

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。

2. 酒店行业

（1）行业概况

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

酒店行业系旅游业的细分子行业。近年来，我国旅游业总体保持健康较快发展，国内旅游市场规模长期保持在 15%左右的增长速度。在旅游业快速发展的推动下，我国酒店行业整体保持增长态势，但近年来整体增速放缓；高档酒店却保持较快的增长态势。2016－2018 年，全国星级饭店数量分别为 11,685 家、10,645 家和 10,249 家，总体呈减少趋势；五星级饭店数量分别为 800 家、846 家和 843 家，呈增长态势。全国 8,965 家星级饭店 2018 年营业收入合计 2,090.97 亿元，其中餐饮收入占营业收入的 40.03%；客房收入占营业收入的 44.67%。

从度假酒店的星级分布来看，我国低星级酒店的数量有所下降，高星级酒店的数量有所提升，五星级酒店数量呈现较强的增长态势。根据国家旅游局公布的数据统计，2018 年，共有 8,965 家星级饭店通过省级文化和旅游行政部门审核，包括其中一星级 29 家，二星级 1,352 家，三星级 4,409 家，四星级 2,411 家，五星级 764 家。从长期来看，根据 Wind 统计的全国星级酒店新开业情况，近 15 年来，五星级酒店每年的新开业的数量最多，平均每年新增 10 家左右；四星级酒店平均每年新

增 5 家左右；三星级及以下酒店的数量略有下降。

2020 年 1 月以来，受疫情影响，群体性聚餐取消和各大旅游景点的关闭，对酒店运营产生较大负面影响，或将拖累 2020 年酒店的增速持续下降。根据 STR 数据显示，2020 年 1 月初中国大陆地区的酒店入住率达到了 70%的高点，1 月中旬开始直线下滑，到 1 月 26 日跌至 17%。根据中国饭店协会联合优尼华盛发布《数据图解，疫情对全国酒店市场的影响分析》显示，相比去年春节，疫情期间，酒店营业收入的平均损失在 67.81%；仅在春节 7 天内，疫情已对 5,109 家酒店造成了 12.3 亿元的营业损失。

（2）行业竞争

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

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

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

（3）行业发展

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

在酒店行业保持增长的同时，行业的市场细分越发明显，定位于不同细分市场的业态类型越发丰富。在高端市场，小体量、定制化、精品服务的精品酒店运作越发成熟，高档会所、健康营养餐厅快速发展。在中端市场，设计型酒店和特色主题酒店也逐渐为传统三四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。

## 四、管理分析

2019 年，公司原董事刘仁军先生、周小宁先生辞去公司董事职务，不再担任公司董事职务。根据《中国希格玛有限公司股东会决议》，公司股东于 2019 年 10 月 16 日作出以下决定：同意刘仁军先生、周小宁先生辞去董事职务，不再新增董事成员，董事会由 5 人变更 3 人并修改相应公司章程。

## 五、经营分析

1. 经营概况

**2019年，公司收入规模基本保持稳定，综合毛利率有所提升。**

公司主营业务包括酒店运营、商品房销售、物业管理和对外投资业务。2019 年，公司实现营业收入 10.51 亿元，同比增长 0.27%，变动不大。2019 年，公司实现净利润 3.05 亿元，同比减少 8.08%，主要系期间费用增多所致；实现归属于母公司所有者的净利润 4.06 亿元。

从营业收入构成来看，2019 年，公司实现客房餐饮收入 4.87 亿元，同比减少 3.37%，变动不大；客房餐饮收入占比为 46.30%，仍为公司第一大收入来源。2019 年，公司实现商品房销售收入 3.68 亿元，同比增长 1.38%；房地产销售收入占营业收入的比重分别为 35.00%。2019 年，公司物业管理及其他收入为 1.96 亿元，同比增长 8.89%，主要系自持物业租金收入及公司所经营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比重为 18.61%，占比变动不大。

表2　公司营业收入情况（单位：亿元、%）

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

资料来源：公司提供

2019年，公司综合毛利率为46.12%，同比提高1.84个百分点，主要系客房餐饮收入和物业管理及其他收入毛利率提升所致。2019年，公司客房餐饮毛利率为51.57%，同比提升3.54个百分点；公司商品房销售毛利率31.37%，变动不大；公司物业管理及其他业务毛利率为60.07%，同比提升1.29个百分点。

2. 酒店经营

**2019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平稳；但此次新冠疫情短期内或对公司酒店经营造成较大影响。**

截至 2019 年底，公司投资的 5 家星级酒店包括北京东方太阳城嘉宾国际酒店、三亚海棠湾喜来登度假酒店、三亚长岛旅业有限公司海棠湾金威万豪度假酒店、上海金桥红枫万豪酒店和浙江安吉 JW 万豪酒店（凤凰万豪），上述酒店分布于北京市、三亚市海棠湾、上海市浦东新区、浙江省安吉县等地，主要酒店地理位置较优越。其中，原三亚御海棠豪华精选度假酒店因酒店品牌更换，更名为三亚长岛旅业有限公司海棠湾金威万豪度假酒店。

2019 年，受酒店品牌更换期间封闭酒店房间升级装修因素影响，三亚长岛旅业有限公司海棠湾金威万豪度假酒店接待人次同比减少 17.16%，入住率同比下降 14.82 个百分点。2019 年，公司其他酒店经营情况基本保持平稳，具体情况如以下两表所示。但自 2020 年以来，受新型冠状病毒肺炎疫情影响，旅游热点城市的高端酒店经营受到较大冲击，此次新冠疫情短期内或对公司酒店经营造成较大影响。

表 3　截至 2019 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 |
| 三亚长岛旅业有限公司海棠湾金威万豪度假酒店 | 五星级 | 2012 年 | 旅游型 | 160 |
| 上海金桥红枫万豪酒店 | 五星级 | 2013 年 | 商务型 | 391 |
| 浙江安吉 JW 万豪酒店 | 五星级 | 2015 年 | 旅游型 | 228 |

资料来源：公司提供

表 4　公司各酒店经营情况

| 酒店 | 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|---|---|---|---|---|
| 北京东方太阳城嘉宾国际酒店 | 接待人次 | 38,755 | 35,758 | 34,837 |
| | 入住率（%） | 56.00 | 65.00 | 58.00 |
| | 平均房价（元/间） | 284.00 | 252.00 | 253.00 |
| 三亚海棠湾喜来登度假酒店 | 接待人次 | 289,883 | 297,091 | 325,721 |
| | 入住率（%） | 78.60 | 78.38 | 80.28 |
| | 平均房价（元/间） | 701.32 | 734.42 | 688.23 |
| 三亚长岛旅业有限公司海棠湾金威万豪度假酒店 | 接待人次 | 55,891 | 91,320 | 75,645 |
| | 入住率（%） | 44.61 | 69.50 | 54.68 |
| | 平均房价（元/间） | 989.90 | 881.53 | 960.49 |
| 上海金桥红枫万豪酒店 | 接待人次 | 107,704 | 111,848 | 119,899 |
| | 入住率（%） | 80.33 | 71.56 | 76.14 |
| | 平均房价（元/间） | 1,076.19 | 1,117.41 | 1,086.95 |
| 浙江安吉 JW 万豪酒店 | 接待人次 | 77,588 | 75,892 | 71,395 |
| | 入住率（%） | 48.37 | 52.14 | 46.55 |
| | 平均房价（元/间） | 1,117 | 1,065.57 | 1,072 |

资料来源：公司提供

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

3. *房地产开发*

（1）土地储备

**公司土地储备规模一般，项目定位以养老地产为主，土地获取成本较低，项目位于三亚和安吉。**

2019年，公司无新增土地储备。截至2019年底，公司土地储备2个，土地储备占地面积33.51万平方米，规划建筑面积合计约27万平方米，分别为海南省三亚市项目（占地面积28.32万平方米，规划建筑面积约23万平方米）和浙江省安吉县住宅项目（占地面积5.19万平方米，规划建筑面积约4万平方米）。按照公司新开工情况，公司土地储备能够满足未来4年左右开发。

表5　截至2019年底公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米）

| 项目公司名称 | 区域/位置 | 主要业态 | 占地面积 | 规划建面 | 楼面均价 | 尚未开发的土地面积 | 尚未开发的建筑面积 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 浙江凤凰国际置业有限公司 | 浙江省安吉 | 住宅 | 5.19 | 4.00 | 2,000 | 5.19 | 4.00 |
| 三亚东方太阳城投资有限公司 | 海南省三亚市 | 住宅、商服、住宿、餐饮 | 28.32 | 23.00 | 1,555 | 28.32 | 23.00 |
| **合计** | -- | -- | **33.51** | **27.00** | **1,625** | **33.51** | **27.00** |

资料来源：公司提供

（2）项目建设与开发

**公司近两年房地产项目新开工面积较少，未来投资金额规模不大，但仍面临一定资金支出压力。**

相比专业的房地产投资公司，公司对项目的选取以公司战略为基准，地产项目定位主要以养老地产为主。近年来公司主要在建项目为“宣府第一城”和“凤凰国际”，分别位于张家口和安吉，新开工面积较少，截至2019年底，公司期末在建面积48.14万平方米。

表6　公司房地产开发情况

| 项目 | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|---|---|---|---|
| 当期新开工面积（万平方米） | 7.49 | 6.98 | 6.16 |
| 当期竣工面积（万平方米） | 24.80 | 1.95 | 7.49 |
| 期末在建项目数量（个） | 2 | 2 | 2 |
| 期末在建面积（万平方米） | 49.44 | 54.47 | 48.14 |

注：2019年底期末在建面积不等于期初在建面积+新开工面积-竣工面积主要系项目计划建筑面积变动所致
资料来源：公司提供

从在建项目投资情况来看，截至2019年底，公司在建项目预计总投资33.00亿元，已完成投资19.25亿元，尚需投资13.75亿元；其中2020年预计投资5.00亿元，2021年预计投资4.50亿元。具体情况如下。

表7　截至2019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 | 2020年预计投资 | 2021年预计投资 |
|---|---|---|---|---|---|
| 宣府第一城 | 2010年9月 | 20.00 | 12.55 | 2.00 | 2.00 |
| 凤凰国际BC区 | 2018年9月 | 7.00 | 5.00 | 1.30 | 0.50 |
| 凤凰国际I区 | 2019年7月 | 6.00 | 1.70 | 1.70 | 2.00 |
| **合计** | -- | **33.00** | **19.25** | **5.00** | **4.50** |

资料来源：公司提供，联合评级整理

（3）房产销售

**2019年，公司签约销售面积和金额有所增长，商品房库存整体去化情况较好，但剩余房产可售资源有限。**

从房屋销售面积来看，伴随凤凰国际BC区项目预售，2019年公司实现签约销售面积5.19万平方米，同比增长39.52%；签约销售均价为1.71万元/平方米，同比提升5.56%；综上，2019年，公司实现签约销售金额8.90亿元，同比增长47.71%。从结转情况看，2019年，公司结转收入面积2.52万平方米，结转收入3.68亿元。

表8　公司销售及结转数据情况

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|---|---|---|---|
| 签约销售面积（万平方米） | 5.37 | 3.72 | 5.19 |
| 签约销售金额（万元） | 76,121.35 | 60,229.60 | 88,965.30 |
| 签约销售均价（万元/平方米） | 1.42 | 1.62 | 1.71 |
| 结转收入面积（万平方米） | 4.00 | 2.56 | 2.52 |
| 结转收入（万元） | 29,461.60 | 36,297.11 | 36,776.06 |

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司商品房总可售面积85.71万平方米，累计销售78.50万平方米，整体去化率91.59%，去化率较高。公司在售项目剩余可售面积7.21万平方米，其中已竣工项目剩余可售面积为4.82万平方米，剩余可售资源有限。

表9　截至2019年底公司商品房库存去化情况（单位：万平方米、%）

| 项目名称 | 项目所在地 | 预售时间 | 竣工时间 | 可售面积 | 累计销售面积 | 去化率 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 宣府第一城 A 区 | 张家口市宣化区 | 2010.11 | 2017.08 | 24.80 | 21.85 | 88 |
| 凤凰国际 A 区一期 | 浙江省安吉县 | 2013.12 | 2016.09 | 1.88 | 1.88 | 100 |
| 凤凰国际 A 区二期 1 标 | 浙江省安吉县 | 2016.12 | 2018.09 | 1.95 | 1.95 | 100 |
| 凤凰国际 A 区二期 2 标 | 浙江省安吉县 | 2018.01 | 2019.04 | 2.45 | 2.04 | 83 |
| 凤凰国际 A 区二期 3 标 | 浙江省安吉县 | 2017.07 | 2019.04 | 2.41 | 2.35 | 98 |
| 凤凰国际 A 区二期 4 标 | 浙江省安吉县 | 2018.04 | 2019.09 | 1.46 | 1.37 | 94 |
| 凤凰国际 BC 区一期 | 浙江省安吉县 | 2019.01 | 2021.12 | 2.56 | 2.21 | 86 |
| 凤凰国际 BC 区二期 | 浙江省安吉县 | 2019.05 | 2021.12 | 1.97 | 1.17 | 59 |
| 凤凰国际 BC 区三期 | 浙江省安吉县 | 2019.07 | 2021.12 | 2.34 | 1.10 | 47 |
| 太阳城三期 | 北京顺义区 | 2007.05 | 2011.11 | 43.89 | 42.58 | 97 |
| **合计** | -- | -- | -- | **85.71** | **78.50** | **91.59** |

资料来源：公司提供，联合评级整理

4. 对外投资

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

截至 2019 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。

表 10　公司主要对外投资及收益情况（单位：亿元）

| 项目 | 期末账面价值 | | | 投资收益 | | | 收到的现金分红 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
| 同方国信 | 58.60 | 61.68 | 64.94 | 4.91 | 4.58 | 4.44 | 2.29 | 2.29 | 2.29 |
| 三峡银行 | 17.82 | 12.98 | 14.16 | 1.80 | 1.07 | 1.09 | 0.33 | 0.26 | -- |
| 北京农商行 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 0.11 | 0.11 | 0.13 | -- | 0.27 | 0.03 |
| 神州数码 | 17.32 | 10.78 | 15.92 | -- | 0.03 | 0.20 | -- | 0.03 | 0.20 |

资料来源：公司提供

在金融企业投资上，公司股权投资涉及银行、信托等金融企业。公司对被投资单位并无关于分红的约定，其投资收益主要由权益法核算的长期股权投资按照应享有被投资单位实现的净利润确认形成，现金分红波动较大，主要由被投资单位利润分配机制所致。其中，公司持有三峡银行和同方国信的股权对投资收益贡献较大。同方国信是以投资为主的控股公司，投资主要集中于金融机构及基础设施两大领域。截至 2019 年底，同方国信总资产 2,824.32 亿元，净资产 553.95 亿元；2019 实现营业总收入 130.39 亿元，净利润 52.16 亿元。公司直接投资并通过重庆希格玛海源投资有限公司（公司持股 100%）持有三峡银行共计 6.95%的股权。三峡银行系经中国银监会批准，于 2008 年 2 月在原万州商业银行基础上重组而成的城市商业银行。截至 2019 年底，三峡银行注册资本 55.74 亿元，资产总额 2,083.85 亿元，净资产 154.42 亿元；2019 年实现营业收入 44.92 亿元，净利润 16.05 亿元。在上市公司投资上，公司持有上市公司神州数码（股票代码 000034.SZ）80,185,746 股股票（持股比例约 12.26%）；公司对神州数码的投资按公允价值计量，面临公允价值波动的风险。

5. 经营关注

**酒店行业竞争日趋激烈，同时此次新冠疫情或对公司酒店经营造成较大影响。**

近年来，随着高端酒店数量的增长，酒店行业竞争日趋激烈；同时，此次突发疫情对位于旅游热点城市的高端酒店经营产生较大影响。

**公司房地产板块经营规模一般，未来公司房地产板块可持续性面临不确定性。**

公司房地产板块项目储备规模和销售规模一般，目前可售房产资源有限，在资金资源、开发经验等方面较大型房产企业尚存差距，随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，未来经营规模和业务可持续性面临不确定性。

**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

**公司未来仍将兼顾实业投资及运营和资本运作，发展战略清晰。**

未来三年内，公司投资方向仍以酒店经营、金融类企业股权投资、旅游及养老地产、高科技和休闲文化为主。在投资模式上，公司投资将继续坚持股权投资和实业投资相结合模式，以形成集股权投资、酒店投资、房地产开发及商业运营、文化休闲服务为一体的集团化企业；并在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。

## 六、财务分析

1．财务概况

公司 2019 年度合并财务报表经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定的披露规定编制。截至 2019 年底，公司纳入合并范围的控股子公司 24 家，较年初无变化。公司合并范围变动规模一般，主营业务连续，

财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 200.56 亿元，负债合计 111.33 亿元，所有者权益 89.23 亿元，其中归属于母公司所有者权益 88.09 亿元。2019 年，公司实现营业收入 10.51 亿元，净利润 3.05 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 4.06 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.86 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.21 亿元。

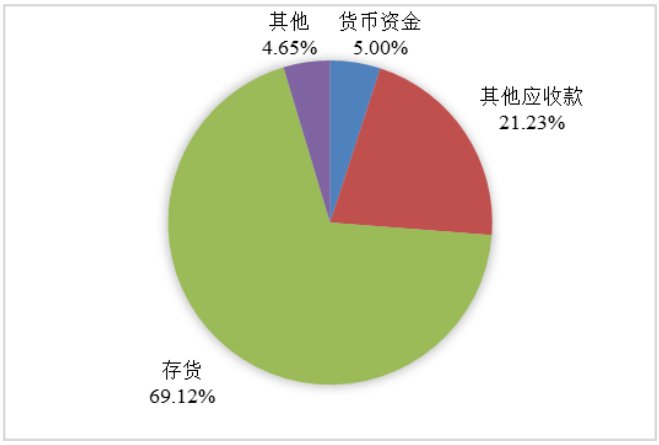
2．资产质量

**2019 年，公司资产规模有所增长，以非流动资产为主。流动资产以存货和其他应收账款为主，公司货币资金规模较小，其他应收账款规模较大，存在一定的资金占用；非流动资产以长期股权投资、可供出售金融资产和固定资产为主，按公允价值计量的可供出售金融资产面临账面价值波动风险；公司资产流动性一般，资产受限程度较高，整体资产质量较为一般。**

截至 2019 年底，公司合并资产总额 200.56 亿元，较年初增长 7.78%，流动资产与非流动资产均有所增长。其中，流动资产占 29.72%，非流动资产占 70.28%，公司资产以非流动资产为主。

截至 2019 年底，公司流动资产 59.60 亿元，较年初增长 11.45%，主要系其他应收款和存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 5.00%）、其他应收款（占 21.23%）和存货（占 69.12%）构成。

图 2　截至 2019 年底公司流动资产构成




资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司货币资金 2.98 亿元，较年初增长 7.73%，变动不大。公司货币资金中有 600 万元受限资金，受限比例为 2.01%，主要为保函保证金。

截至 2019 年底，公司其他应收款 12.65 亿元，较年初增长 19.25%，主要系保证金押金增多所致；其他应收款主要由往来款（占比 74.58%）和保证金押金（占比 22.64%）构成，累计计提坏账准备 0.32 亿元，计提比例 2.52%；按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款余额 6.39 亿元，占比 49.84%，集中度较高。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定的占用。

表 11　截至 2019 年底其他应收款余额前五名情况（单位：亿元、%）

| 单位名称 | 款项性质 | 年末余额 | 账龄 | 余额占比 | 坏账准备 | 是否为关联方 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 上海联合产权交易所 | 保证金 | 2.73 | 1 年以内、2~3 年 | 21.28 | 0.00 | 否 |
| 北京希之源投资有限公司 | 往来款 | 1.32 | 1 年以内、3 年以上 | 10.28 | 0.00 | 是 |

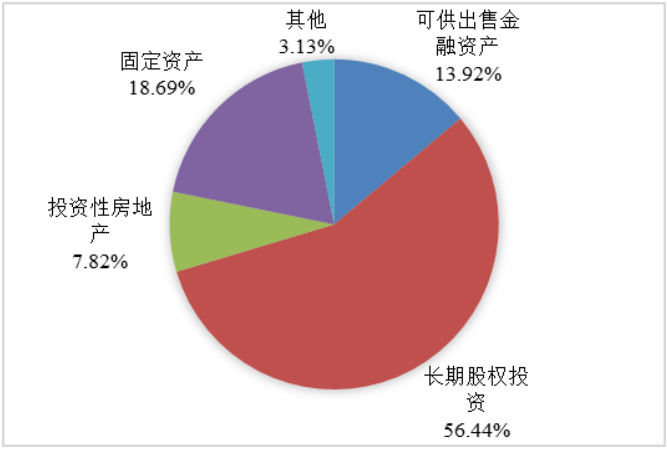
| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 北京深海鸿投资顾问有限公司 | 往来款 | 1.13 | 1 年以内 | 8.84 | 0.00 | 是 |
| 深圳市深信泰丰投资发展有限公司 | 往来款 | 0.74 | 3 年以上 | 5.77 | 0.00 | 是 |
| 吉林省万隆置业有限公司 | 往来款 | 0.47 | 3 年以上 | 3.67 | 0.00 | 是 |
| **合计** | -- | **6.39** | -- | **49.84** | **0.00** | -- |

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司存货账面价值 41.20 亿元，较年初增长 10.37%，主要系地产项目投入增多所致；存货主要为开发成本（占 78.49%）和开发产品（占 20.42%），开发成本主要是凤凰国际项目和三亚市东方太阳城主题游览项目开发成本，公司未计提存货跌价准备。

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

图 3　截至 2019 年底公司非流动资产构成




资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司可供出售金融资产 19.62 亿元，较年初增长 37.45%；可供出售金融资产全部为可供出售权益工具，其中按公允价值计量的可供出售权益工具 15.92 亿元，主要为公司所持有 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 3.71 亿元，累计计提减值准备 0.11 亿元，计提比例 2.75%。

截至 2019 年底，公司长期股权投资 79.57 亿元，较年初增长 5.82%，变动不大；长期股权投资主要为对联营企业的投资，具体明细如下表所示。

表12　截至2019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 | 0.00 |
| 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 | 0.26 |
| 重庆三峡银行股份有限公司 | 14.16 |
| 同方国信投资控股有限公司 | 64.94 |
| **合计** | **79.57** |

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

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

截至 2019 年底，公司固定资产 26.34 亿元，较年初减少 5.24%，主要系计提折旧所致；固定资产主要由房屋建筑物（占比 87.84%）和机器设备（占比 11.23%）构成，固定资产累计计提折旧 9.06 亿元，固定资产成新率 70.87%，成新率尚可。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 62.97 亿元，其中货币资金 0.06 亿元，可供出售金融资产 13.93 亿元，存货 7.25 亿元，长期股权投资 5.65 亿元，投资性房地产 11.03 亿元，固定资产 22.06 亿元，无形资产 2.99 亿元；受限资产占总资产的 31.40%，资产受限程度较高。此外公司直接或间接持有的子公司股权受限情况如下。

表 13　截至 2019 年底直接或间接持有的子公司股权受限情况（单位：亿元、%）

| 子公司名称 | 截至 2019 年底资产总额 | 2019 年子公司营业收入 | 母公司直接或间接持有的股权比例合计 | 母公司持有的股权中权利受限的比例 | 受限原因 |
|---|---|---|---|---|---|
| 北京希格玛物业管理有限责任公司 | 18.74 | 1.26 | 80.00 | 80.00 | 银行借款 |
| 上海亨昌实业有限公司 | 12.37 | 1.76 | 32.20 | 32.20 | 银行借款 |
| 三亚长岛旅业有限公司 | 19.11 | 1.99 | 60.00 | 60.00 | 银行借款 |
| **合计** | **50.22** | **5.02** | -- | -- | -- |

资料来源：公司债券年报

3．负债及所有者权益

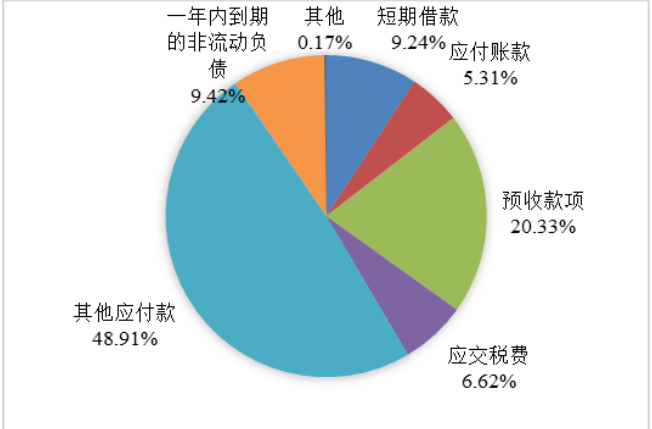
（1）负债

**2019 年，公司负债规模有所增长，整体债务负担一般，受公司发行“19 中希 01”偿还到期债券影响，债务结构有所优化。**

截至 2019 年底，公司负债总额 111.33 亿元，较年初增长 6.07%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占 53.49%，非流动负债占 46.51%。

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

图 4　截至 2019 年底公司流动负债结构




资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司新增短期借款 5.50 亿元，为质押借款，贷款单位为重庆国际信托股份有限公司，融资成本 10.20%，质押物为神州数码 66,130,000 股股权。

截至 2019 年底，公司应付账款 3.16 亿元，较年初下降 35.07%，主要系支付工程款所致。

截至 2019 年底，公司预收款项 12.10 亿元，较年初增长 34.45%，主要系预收购房款增多所致。

截至 2019 年底，公司应交税费 3.94 亿元，较年初增长 0.06%，较年初变化不大。

截至 2019 年底，公司其他应付款 29.12 亿元，较年初下降 14.66%，主要系支付往来款所致；其他应付款主要为往来款、项目款和未转收入暂收款等。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 5.61 亿元，较年初下降 67.22%，主要系偿还“16 中希 01”所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债 51.78 亿元，较年初增长 44.75%，主要系应付债券增多所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 56.88%）、应付债券（占 30.79%）和递延所得税负债（占 12.32%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 29.45 亿元，较年初下降 4.16%；其中抵押质押保证借款占比较高。

截至 2019 年底，公司应付债券 15.95 亿元，全部为“19 中希 01”（发行规模 16.00 亿元，发行时票面利率 8.20%，起息日期 2019 年 3 月 25 日，债券期限 3（2+1）年）。

截至 2019 年底，公司递延所得税负债 6.38 亿元，较年初增长 26.66%，主要系可供出售金融资产公允价值波动造成应纳税暂时性差异增长所致。

截至 2019 年底，公司全部债务 56.51 亿元，较年初增长 5.92%。其中，短期债务占 19.66%，长期债务占 80.34%，以长期债务为主。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 55.51%、38.77%和 33.72%，较年初分别下降 0.90 个百分点、下降 0.90 个百分点和上升 6.24 个百分点。整体看，公司债务负担一般，受公司发行“19 中希 01”偿还到期债券影响，债务结构有所改善。从全部债务期限结构来看，公司债务期限结构较合理。

表 14　截至 2019 年底公司全部债务期限分布情况（单位：亿元）

| 假设债券不回售 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| **项目** | **短期借款** | **一年内到期的非流动负债** | **长期借款** | **应付债券** | **合计** |
| 1 年内 | 5.50 | 5.61 | -- | -- | **11.11** |
| 1~2 年 | -- | -- | 2.45 | -- | **2.45** |
| 2~3 年 | -- | -- | 1.52 | 15.95 | **17.46** |
| 3 年及以上 | -- | -- | 25.49 | -- | **25.49** |
| **合计** | **5.50** | **5.61** | **29.45** | **15.95** | **56.51** |
| **假设债券全部回售** | | | | | |
| **项目** | **短期借款** | **一年内到期的非流动负债** | **长期借款** | **应付债券** | **合计** |
| 1 年内 | 5.50 | 5.61 | -- | -- | **11.11** |
| 1~2 年 | -- | -- | 2.45 | 15.95 | **18.39** |
| 2~3 年 | -- | -- | 1.52 | -- | **1.52** |
| 3 年及以上 | -- | -- | 25.49 | -- | **25.49** |
| **合计** | **5.50** | **5.61** | **29.45** | **15.95** | **56.51** |

资料来源：公司提供

（2）所有者权益

**2019 年，公司所有者权益有所增长，但所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。**

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

4．盈利能力

**2019 年，公司收入规模基本保持稳定，但受期间费用增多等因素影响利润规模有所下降，公司费用收入比偏高，投资收益对公司利润影响很大。**

2019 年，公司实现营业收入 10.51 亿元，同比增长 0.27%，变动不大。2019 年，公司实现净利润 3.05 亿元，同比减少 8.08%，主要系期间费用增多所致；实现归属于母公司所有者的净利润 4.06 亿元。

2019 年，公司期间费用总额为 7.17 亿元，同比增长 12.22%，主要系财务费用增长所致；其中公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 9.22%、52.62%、0.63%和 37.52%，受固定资产折旧等因素影响管理费用占比较高。2019 年，公司销售费用 0.66 亿元，同比增长 30.74%，主要系市场推广费用和酒店佣金等增加所致。2019 年，公司管理费用 3.77 亿元，同比增长 4.67%，变动不大。2019 年，公司研发费用 0.05 亿元，同比减少 4.03%，变动不大。2019 年，公司财务费用 2.69 亿元，同比增长 20.55%，主要系利息支出增多所致。2019 年，公司费用收入比为 68.25%，同比提高 7.27 个百分点，公司费用收入比偏高。

从利润构成情况来看，公司利润中投资收益占比较大，2019 年公司实现投资收益 5.91 亿元，占营业利润的 176.97%，投资收益是公司利润的重要来源。

2019 年，公司营业利润率为 40.66%，同比上升 1.57 个百分点。2019 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 4.09%、3.12%和 3.58%，较上年分别上升 0.05 个百分点、上升 0.15 个百分点和下降 0.42 个百分点。整体看，公司盈利能力有待提升。

5．现金流

**2019年，公司经营活动现金流延续净流入状态；投资活动现金流由净流出转为净流入；筹资活动现金流持续净流出。**

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入36.88亿元，同比增长2.58%，变化不大；经营活动现金流出35.02亿元，同比增长3.97%，变化不大。2019年，经营活动产生的现金流量净额1.86亿元，持续净流入。2019年，公司现金收入比为136.55%，同比上升7.73个百分点。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入5.58亿元，同比增长38.63%，主要系收回短期理财投资所致；投资活动现金流出5.53亿元，较上年下降9.66%，主要系支付企业间资金拆借减少所致。2019年，投资活动产生的现金流量净额0.05亿元，由净流出转为净流入。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入35.57亿元，同比增长129.29%，主要系取得借款收到的现金增多所致；筹资活动现金流出37.26亿元，较上年增长77.47%，主要系偿还债务支付的现金增多以及偿还企业间资金拆借所致。2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额-1.70亿元，持续净流出。

6．偿债能力

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

从短期偿债能力指标看，2018－2019 年，公司流动比率分别为 0.77 倍和 1.00 倍，速动比率分别为 0.23 倍和 0.31 倍，2019 年均有所提升主要系一年内到期的非流动负债和其他应付款减少所致；公司流动资产对流动负债的保障程度一般。2018－2019 年，公司现金短期债务比分别为 0.12 倍和 0.27 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 7.97 亿元，同比增长 3.65%，主要系计入财务费用的利息支出增多所致；EBITDA 主要由折旧（占 22.53%）、计入财务费用的利息支出（占 33.69%）、利润总额（占 41.96%）构成。2018－2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.14 倍和 1.80 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度一般；公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.14 倍和 0.14 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2019年底，公司对外担保余额3.20亿元，占净资产的3.59%；被担保企业分别为三河市东方创富房地产开发有限公司和三河市东方合信房地产开发有限公司，均为公司持有待售的可供出售金融资产，担保金额分别为1.00亿元和2.20亿元，担保到期日均为2021年3月20日。若被担保企业经营不善，公司面临一定或有负债风险。

截至2019年底，公司无涉案金额超过500万元的重大诉讼。

截至2019年底，公司获得金融机构授信总额度48.37亿元，其中已使用授信额度42.61亿元，尚未使用授信额度5.76亿元，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2020年5月8日，公司无未结清不良类或关注类信贷信息。

7．母公司财务分析

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

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

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

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

2019 年，公司母公司营业收入 471.70 万元；实现净利润 5,862.26 万元，利润主要为投资收益。

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

## 七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至2019年底，公司现金类资产2.98亿元，约为“19中希01”本金（16亿元）的0.19倍，现金类资产对“19中希01”的覆盖程度较弱；净资产89.23亿元，约为“19中希01”本金（16亿元）的5.58倍，净资产对“19中希01”的覆盖程度较好。

从盈利情况来看，2019年，公司 EBITDA 为7.97亿元，约为“19中希01”本金（16亿元）的0.50倍，EBITDA 对“19中希01”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2019年，公司经营活动产生的现金流入36.88亿元，约为“19中希01”本金（16亿元）的2.31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

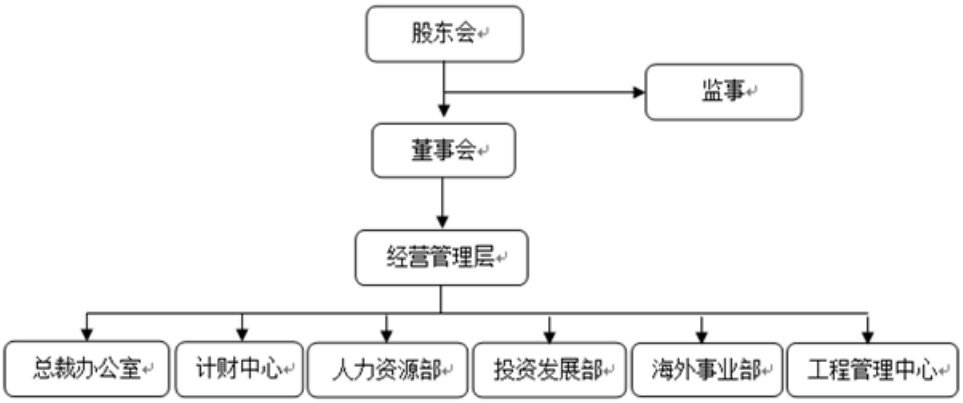
2019年，公司作为股权投资与实业运营结合发展的企业，收入规模保持增长，整体经营情况保持良好；公司对外投资主要以对金融机构和上市公司的股权投资为主，投资收益为公司营业利润提供了有力补充，经营性现金流持续净流入。同时，联合评级也关注到公司剩余可售房产资源有限、资产流动性一般且受限比例较大、对外投资面临一定的账面价值波动风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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“稳定”；同时维持“19中希01”债项信用等级为AA。

# 附件 1　截至 2019 年底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 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|---|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 197.97 | 186.08 | 200.56 |
| 所有者权益（亿元） | 84.70 | 81.12 | 89.23 |
| 短期债务（亿元） | 15.65 | 22.62 | 11.11 |
| 长期债务（亿元） | 39.31 | 30.73 | 45.40 |
| 全部债务（亿元） | 54.96 | 53.35 | 56.51 |
| 营业收入（亿元） | 9.40 | 10.48 | 10.51 |
| 净利润（亿元） | 5.32 | 3.32 | 3.05 |
| EBITDA（亿元） | 9.95 | 7.69 | 7.97 |
| 经营性净现金流（亿元） | 3.78 | 2.27 | 1.86 |
| 流动资产周转次数（次） | 0.19 | 0.19 | 0.19 |
| 存货周转次数（次） | 0.17 | 0.16 | 0.14 |
| 总资产周转次数（次） | 0.05 | 0.05 | 0.05 |
| 现金收入比率（%） | 144.15 | 128.82 | 136.55 |
| 总资本收益率（%） | 5.42 | 4.05 | 4.09 |
| 总资产报酬率（%） | 4.07 | 2.97 | 3.12 |
| 净资产收益率（%） | 6.49 | 4.00 | 3.58 |
| 营业利润率（%） | 39.82 | 39.10 | 40.66 |
| 费用收入比（%） | 62.45 | 60.98 | 68.25 |
| 资产负债率（%） | 57.22 | 56.41 | 55.51 |
| 全部债务资本化比率（%） | 39.35 | 39.67 | 38.77 |
| 长期债务资本化比率（%） | 31.70 | 27.48 | 33.72 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 2.88 | 2.14 | 1.80 |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.18 | 0.14 | 0.14 |
| 流动比率（倍） | 0.84 | 0.77 | 1.00 |
| 速动比率（倍） | 0.32 | 0.23 | 0.31 |
| 现金短期债务比（倍） | 0.55 | 0.12 | 0.27 |
| 经营现金流动负债比率（%） | 5.63 | 3.28 | 3.12 |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.62 | 0.48 | 0.50 |

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. 截至 2018 年末，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%<br>（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-税金及附加）/营业收入×100% |
| 费用收入比 | （管理费用+销售费用+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。