

信用等级公告

联合[2018]500 号

中国希格玛有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国希格玛有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

中国希格玛有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

中国希格玛有限公司拟公开发行的 2018 年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：

二零一八年五月十一日



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

公开发行 2018 年公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：16 亿元（含）

债券期限：7 年（含）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2018 年 5 月 11 日

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	165.43	182.59	197.97
所有者权益（亿元）	65.68	79.30	84.70
长期债务（亿元）	39.91	52.21	39.31
全部债务（亿元）	48.81	52.71	54.96
营业收入（亿元）	11.15	9.02	9.40
净利润（亿元）	8.11	8.02	5.32
EBITDA（亿元）	13.23	14.71	9.95
经营性净现金流（亿元）	0.56	2.11	3.78
营业利润率（%）	35.74	37.70	39.82
净资产收益率（%）	15.36	11.06	6.49
资产负债率（%）	60.30	56.57	57.22
全部债务资本化比率（%）	42.63	39.93	39.35
流动比率（倍）	0.75	0.96	0.84
EBITDA 全部债务比（倍）	0.27	0.28	0.18
EBITDA 利息倍数（倍）	3.22	3.54	2.78
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.83	0.92	0.62

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国希格玛有限公司（以下简称“公司”或“希格玛”）的评级反映了公司在国内酒店运营、商品房销售、股权投资等方面具有较丰富的运营经验。公司经营的酒店地理位置优越，酒店经营收入不断扩大，土地获取成本低，业务具备差异化及地域优势，且对外投资主要以金融机构和上市公司股权为主，被投资方经营效益较好。近三年公司资产总额稳步增长，综合毛利率较高，整体经营发展趋向良好。但联合评级也关注到公司所处酒店经营竞争日趋激烈、高端酒店运营受政策环境的影响较大、费用受折旧摊销影响大、盈利依赖于投资收益等因素对公司发展带来的不利影响。

未来，随着旅游产业景气度上升和管理日趋成熟，公司酒店业务将进入稳定经营期，以及在建物业陆续销售，公司收入有望获得增长，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次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

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，随着公司积极拓展市场，近年来酒店经营收入不断扩大，发展趋向良好，为公司提供了稳定的经营现金流。

2. 公司开发的项目以养老地产为主，土地获取成本较低，且集中于一、二线城市及周边，区位优势显著。

3. 公司对外投资主要以金融机构和上市公司股权为主，被投资方经营效益较好，投资收益显著。

关注

1. 随着酒店行业增长逐步放缓，高端酒店数量持续增长，酒店行业的竞争日趋激烈，且国八条的出台对公司位于旅游热点城市的高端酒店经营可能产生不利影响。

2. 受固定资产折旧等因素影响，公司费用收入比波动上升，期间费用对公司利润影响较大。

3. 公司营业利润对于投资收益依赖较大，波动性较大；公司受限资产比例较大，资产流动性一般。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

李 镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@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。

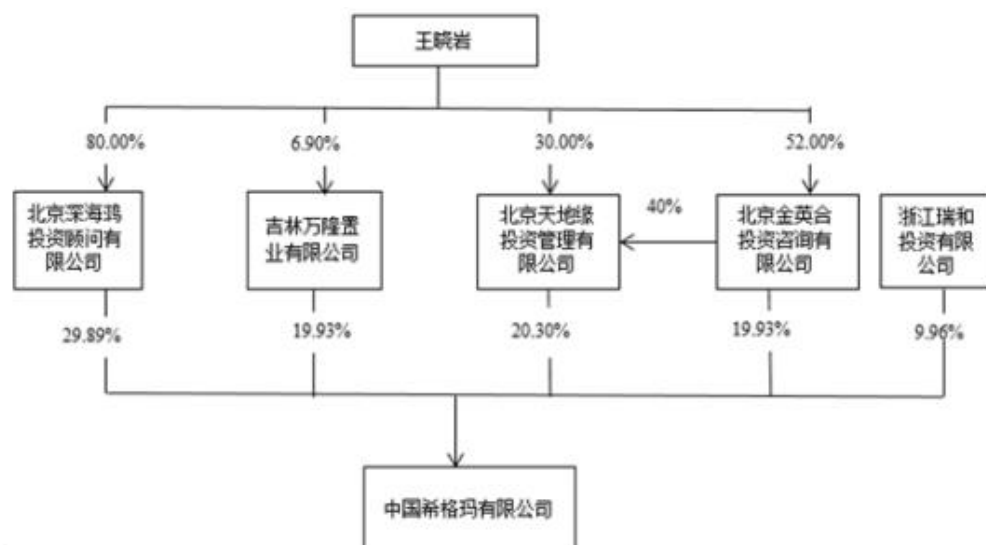
分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

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 03 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 2017 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 2017 年底希格玛股权结构图



资料来源：公司提供。

公司经营范围包括：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。

截至2017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；纳入合并范围的一级子公司有12家；截至2017年底，公司拥有在职员工 1,156人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 197.97 亿元，负债合计 113.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）84.70 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 81.65 亿元。2017 年公司实现营业收入 9.40 亿元，净利润（含少数股东损益）5.32 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 6.00 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.78 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.87 亿元。

公司注册地址：北京市海淀区知春路 49 号；法定代表人：王晓岩。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“中国希格玛有限公司公开发行 2018 年公司债券”，发行规模为不超过人民币

16 亿元（含 16 亿元），面向合格投资者公开发行，拟分期发行；期限不超过 7 年（含 7 年）。本次发行公司债券的票面利率及其支付方式，由公司董事会与主承销商根据市场情况确定。本次债券采用单利按年计息，不计复利，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次公司债券发行和备案完成后，拟在上海证券交易所申请上市。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债。

三、行业分析

公司主营业务为酒店经营、房地产开发和物业管理等，属于酒店行业。

1. 酒店行业

（1）行业概况

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。从 2011 年到 2016 年，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 2016 年的 3.9 万亿元，游客接待量从 2011 年的 26.41 亿人次增长到 2016 年的 44.4 亿人次；2016 年国内旅游人数 44.4 亿人次，较上年增长 11.0%。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。

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 资讯的统计数据，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%。2014~2016 年底，全国星级饭店数量分别为 12,037 家、12,327 家和 11,685 家，总体呈减少趋势；五星级饭店数量分别为 745 家、789 家和 800 家，不断增加。截至 2016 年底，全国纳入星级饭店统计管理系统的星级饭店共计 11,685 家，拥有客房 142.0 万间，床位 248.3 万张；拥有固定资产原值 5,174.5 亿元；实现营业收入总额 2,027.3 亿元，上缴营业税金 66.9 亿元；全年平均客房出租率为 54.7%。其中，五星级饭店 800 家、四星级饭店 2,363 家、三星级饭店 4,856 家、二星级饭店 1,771 家、一星级饭店 71 家。2017 年第二季度，全国 10,221 家星级饭店营业收入合计 502.16 亿元，其中餐饮收入为 232.70 亿元，占营业收入的 46.34%；客房收入为 238.43 亿元，占营业收入的 47.48%；其中，五星级酒店 824 家，较上年末有所增长。虽然酒店总数量较上年有所减少，但五星级酒店数量继续保持增长态势。

总体看，近年来，我国酒店行业增速整体放缓，但五星级酒店不断增加，保持着较快的增长态势。

（2）行业供给

在星级分布方面，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 年二季度，共有 10,221 家星级饭店通过省级旅游主管部门审核，包括一星级 80 家、二星级 1,915 家、三星级 4,977 家、四星级 2,425 家、五星级 824 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。

在地区分布方面，由于经济环境、地理位置等原因，我国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，平均房价高于全国平均水平 333.50 元/间夜的集中于 8 个省份，位居全国前 6 位的为上海、北京、广东、天津、海南和浙江，其中上海最高为 725.91 元/间夜；平均出租率高于全国平均水平 56.19% 的集中于 13 个省份，位居前 6 位的为上海、北京、湖南、浙江、江苏和湖北，其中上海最高为 70.41%；每间可供出租客房收入高于全国平均水平 187.40 元/间夜的有 8 个省份，位居前 6 位的为上海、北京、天津、广东、海南和浙江，其中上海最高为 511.12 元/间夜；每间客房平摊营业收入高于全国平均水平 33,099.27 元/间的集中于 8 个省份，位居前 6 位的为上海、北京、江苏、浙江、广东和天津，其中上海最高为 88,590.30 元/间。

总体看，虽然我国中低档酒店数量在下降，但高档酒店的数量仍处于上升态势；酒店分布呈现出区域集中的特征。

（3）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。

（4）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。

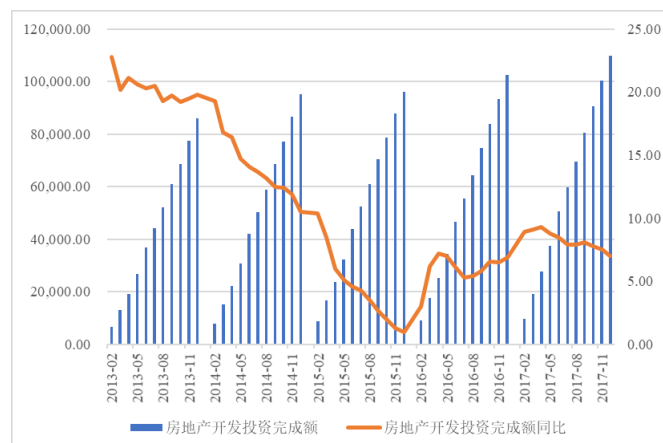
2. 房地产行业

(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。经过十几年的发展，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 10,2581.00 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%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 3.18%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 2.57%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.54%；东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.00%。

图 2 2013~2017 年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

土地作为房地产主要的成本来源，土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。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能力，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。

表 1 2015~2017 年全国 300 个城市土地交易情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
推出面积 (万平方米)	113,235	103,212	111,907
同比 (%)	-18	-9	8
成交面积 (万平方米)	85,671	85,885	95,036
同比 (%)	-21	-3	8
出让金 (亿元)	21,793	29,047	40,623
同比 (%)	-10	31	38
楼面均价 (元/平方米)	1,384	1,904	2,374
同比 (%)	14	40	26
土地平均溢价率 (%)	16	43	29
同比	上升 6 个百分点	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点

资料来源: CREIS 中指数据, 联合评级整理。

总体看,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。

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 144,214.00 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.00 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133.00 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428.00 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%。

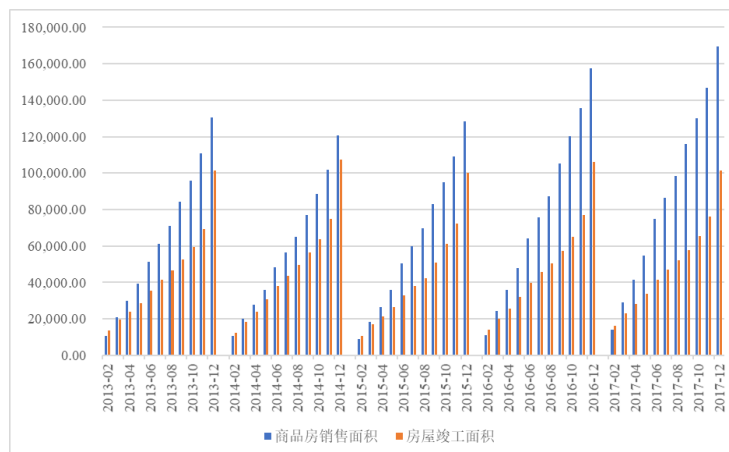
此外，2017 年 11 月 17 日，“一行三会一局”联合发布《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，反映出监管对于规范资管市场，打压非标资产的意愿。若非标融资渠道被严格约束，房地产资金缺位问题将凸显。

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，需重点关注非标融资的政策变化情况。

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%。

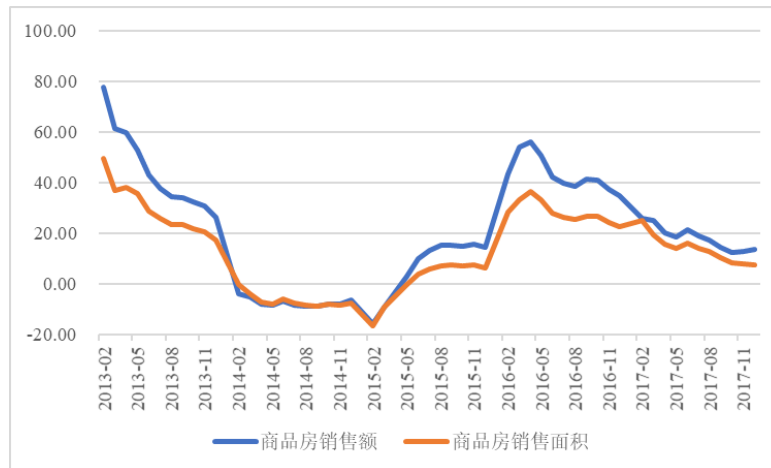
图 3 2013~2017 年全国商品房供求情况（单位：万平方米）



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 157,349.00 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 106,128.00 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185.00 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%。

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，房企整体开工意愿下降，可售房源规模有所下滑。

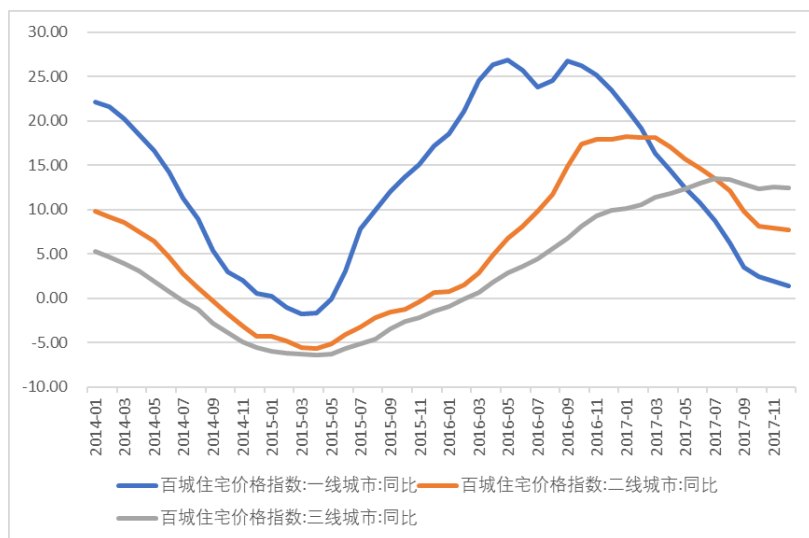
销售价格情况

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 13,035.00 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。

图 5 2014~2017 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,部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象,三线城市价格增速降缓,但仍表现较好。

(3) 行业竞争

从 2003 年至今,房地产市场已经走过了黄金 10 年,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。

2015 年,房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大。2016 年,房地产行业集中度进一步提升,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。

表 2 2014~2017 年前 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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
前 10 大企业销售额占比	17.19	16.87	18.81	24.10
前 20 大企业销售额占比	23.15	22.82	25.33	32.50
前 10 大企业销售面积占比	10.51	11.31	12.19	15.38
前 20 大企业销售面积占比	13.74	14.62	15.94	20.03

资料来源: CRIC

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

表 3 2017 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	中国恒大	6	保利地产
2	碧桂园	7	中海地产
3	万科地产	8	华夏幸福
4	绿地控股	9	华润置地
5	融创中国	10	龙湖地产

资料来源：克而瑞研究

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	住房和城乡建设部联合签发《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
---------	---

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。

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。

（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，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，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

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。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。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观，去库存仍然是目前三、四线房地产市场调控的核心任务之一。

中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，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

公司成立于1993年，从原来隶属于中国科学院的国有企业重组成为一家全国性、跨行业、以投资为主的大型股份制企业，通过在酒店经营、股权投资、旅游地产、住宅地产和高新技术、资本市场、旅游休闲经营等方面进行的广泛投资，资产规模迅速增长，目前拥有20多个全资、控股和参股企业以及一个上市公司。

公司的酒店经营、房地产开发及物业相关业务集中在北京、上海等一线城市以及三亚、安吉等

旅游资源丰富区域，有着较好的区位优势。依托于优越的地理位置和发达的区域环境，公司不仅充分受益于中国 GDP 的增长及商务活动的增加，商业环境优势显著，未来随着国民旅游消费结构的升级，来自旅游区域的收入将显著上升。

酒店经营方面，除了东方嘉宾酒店为公司自行运营，公司旗下位于上海、三亚和浙江省安吉县的四个五星级酒店均委托万豪、喜达屋等国际知名酒店管理集团运营。酒店管理方的强大品牌和管理输出，有效地提高了酒店的竞争力、品牌影响力及盈利能力，公司酒店经营也获得了跨越式发展，2014 年、2015 年和 2016 年连续三年获《城市漫步》“最受家庭喜爱的酒店”、Tripadvisor “卓越奖”；2015 年和 2016 年连续两年获《Talk Magazine》“最佳商务酒店”；2016 年和 2017 年连续两年获《城市旅游》2016-2017 “最佳商务酒店奖”；2017 年获《酒店探索之旅》“2017 最受欢迎商务酒店”，《风尚旅行》“2017 最佳商务酒店”。餐厅经营方面，卡萨琳戈意大利餐厅连续三年（2014 年、2015 年、2016 年）获得《城市周报》评选的“最佳意大利餐厅荣誉奖”。

总体看，公司经营规模较大，业务具备差异化优势及地域优势。

2. 人员素质

截至2017年底，公司共有董事、监事和高级管理人员共7人，其中董事5名、监事1名；高级管理人员5人，除财务总监外均由董事担任。公司高管具有丰富的行业经验和管理经验，在公司任职时间均在15年以上，充分了解行业的整体状况和公司的运营发展。

公司现任董事长兼总裁王晓岩先生，现年57岁，硕士研究生，中共党员，高级经济师，曾任国营东北光学仪器厂助理工程师、中国人民银行资金司经济师、中国科技财务公司总经济师，1993年至今担任公司董事长兼总裁。

公司现任财务总监王庆辉女士，现年49岁，硕士研究生，曾任金郎美丽殿酒店管理公司财务经理，北京商鼎期货经纪有限公司财务经理，1998年至今担任公司财务总监。

截至 2017 年底，公司在职人员共计 1,156 人，未包含酒店管理集团雇佣的经营管理和服务人员。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，行业经验和管理经验丰富，能够满足日常经营需要，有利于公司的长远发展。

五、管理体制

1. 治理结构

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

公司股东会享有法律法规和公司章程规定的合法权利，按照出资比例行使决定公司经营方针、投资、筹资、利润分配等重大事项的权利。公司董事会对股东会负责，依法行使公司的经营决策权，董事会成员由股东会选举产生，目前公司董事会成员为 5 人，其中 4 人持有公司股东股权。公司不设监事会，设监事 1 人，由股东会选举产生，对公司财务和高管履职情况进行检查监督，目前公司监事由路一新先生担任，路一新先生持有公司股东北京深海鸿投资顾问有限公司的股权。公司目前经营管理层由 5 人组成，除财务总监外全部为公司董事，均持有公司股东股权。

总体看，公司法人治理结构完善，实际运行情况良好。

2. 管理体制

公司是一家综合性投资公司，设有总裁办公室、计财中心、人力资源部、投资发展部、海外业务部以及工程管理中心 6 个职能部门，结合公司业务具体情况，在财务会计、行政管理、人力资源等方面建立了相应的规章制度，涵盖了公司日常经营管理的主要环节。

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

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

总体看，公司部门设置齐全，内部主要管控制度完整。

六、经营分析

1. 经营概况

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。2015~2017 年，公司营业收入分别为 11.15 亿元、9.02 亿元和 9.40 亿元，年均复合下降 8.20%，主要系公司 2016 年新开发项目仍处于预售阶段所致。2015~2017 年，公司净利润分别为 8.11 亿元、8.02 亿元和 5.32 亿元，年均复合下降 19.01%。

从营业收入构成来看，2015~2017 年，公司酒店经营收入占比分别为 36.95%、46.61%和 49.37%，为公司第一大收入来源。2015~2017 年，随着公司投资战略由房地产开发转向持有性物业投资后，公司酒店经营收入持续增长，主要系公司酒店以旅游型酒店为主，地理位置优越，受到“旅游热”的正向推动，以及公司积极拓展市场的影响，收入稳步增长。2015~2017 年，公司商品房销售收入波动下降，2016 年有所下降主要系公司新开发项目仍处于预售阶段所致。2015~2017 年，公司物业管理及其他收入持续增长，主要系公司自持物业希格玛大厦租金上涨所致。公司其他业务收入占比比较小。

从毛利率变化情况来看，2015~2017 年，公司酒店经营毛利率波动下降，2016 年下降主要系公司将原计入费用的销售成本和工资计入主营业务成本所致，2017 年有所上升主要系公司酒店管理水平提升、成本下降所致。2015~2017 年，公司商品房销售毛利率持续上升，主要系结转了毛利率较高的项目所致。2015~2017 年，公司物业管理及其他业务毛利率持续上升，主要系希格玛大厦租金上涨所致。受上述因素影响，近三年，公司综合毛利率分别为 42.80%、39.48%和 46.11%，呈波动增长的态势。

表5 2015~2017年公司营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年			2016 年			2017 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	4.12	36.95	52.38	4.21	46.68	35.17	4.64	49.37	41.63
商品房销售收入	5.77	51.75	35.69	2.67	29.60	41.28	2.95	31.38	42.90
物业管理及其他收入	1.21	10.85	44.00	1.55	17.18	48.05	1.67	17.76	59.69
其他业务收入	0.05	0.45	40.00	0.59	6.54	99.33	0.14	1.49	99.53
合计	11.15	100.00	42.80	9.02	100.00	39.48	9.40	100.00	46.11

资料来源：公司提供

总体看，公司主营业务突出，受商品房销售和结转收入情况的影响，公司近三年收入波动下降，随着公司将战略重心转向酒店运营，酒店经营收入近三年呈持续增长的态势；近三年公司综合毛利率波动增长。

2. 酒店经营

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

委托国际知名酒店管理公司方面，公司作为酒店业主，投资建设前与酒店管理集团签订合作协议，确定设计方案及日后经营管理中双方的权利、义务和责任，管理集团依照自身的管理风格、服务规范、质量标准和运营方式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。

截至 2017 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，地理位置优越。

表 6 截至 2017 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	323
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

2015~2017 年，除北京东方太阳城嘉宾国际酒店和三亚御海棠豪华精选度假酒店以外，其他酒店接待人次和入住率均呈持续增长的态势，经营状况较好。2017 年 3 月，北京东方太阳城嘉宾国际酒店的房间数由 218 间减至 108 间，因此接待人次有所下降，但入住率保持稳定；三亚御海棠豪华精选酒店 2016 年度入住率下降，主要系此酒店调整经营方向导致的暂时性波动。在价格方面，三亚海棠湾喜来登度假酒店房价略有下降，主要系此酒店受国八条持续发酵致使公费消费下降，主要客户群体转向散客，使其平均房价略有下降；其他酒店平均价格有所增长。2017 年，各酒店入住率均有所提升，房价保持稳定。

表 7 2015~2017 年公司各酒店经营情况

酒店	项目	2015 年	2016 年	2017 年
北京东方太阳城嘉宾国际酒店	接待人次	55,651	57,476	38,755
	入住率（%）	52	54	56

	平均房价（元/间）	228	229	284
三亚海棠湾喜来登度假酒店	接待人次	202,286	209,223	289,883
	入住率（%）	60.41	60.90	78.60
	平均房价（元/间）	766.80	717.41	701.32
三亚御海棠豪华精选度假酒店	接待人次	72,287	43,366	55,891
	入住率（%）	65.49	38.72	44.61
	平均房价（元/间）	980.00	1,133.21	989.90
上海金桥红枫万豪酒店	接待人次	94,528	103,195	107,704
	入住率（%）	71.34	77.26	80.33
	平均房价（元/间）	1,030.85	1,052.15	1,076.19
浙江安吉 JW 万豪酒店	接待人次	38,648	69,310	77,588
	入住率（%）	37.17	43.62	48.37
	平均房价（元/间）	1,048	1,042	1,117

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司将战略重心转向高档星级酒店投资及运营，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。但部分酒店入住率仍较低，需关注后续经营情况。

3. 房地产开发

（1）土地储备

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

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

从土地储备购置情况来看，鉴于土地收购对项目盈利的重要影响，公司对此持谨慎态度。目前，公司土地收购方式主要以股权收购和直接拍买为主，由于近年投资战略逐步由房地产投资转向持有性地产投资，公司土地储备仅以之前已达成初步购买意向的为主。2015~2017 年，由于公司之前已达成初步购买意向的地块由于所属权问题尚未确权，公司仅在 2017 年新增土地储备，新增土地购置面积 3.80 万平方米。

表 8 近三年及一期公司土地储备获取情况（单位：万平方米，万元）

	土地购置面积	用途	购地支出	期末土地储备
2015 年	--	--	--	32.48
2016 年	--	--	--	28.49
2017 年	3.80	住宅	12,420	21.37

数据来源：公司提供

截至 2017 年底，公司尚有土地储备建筑面积 21.37 万平方米，为浙江“凤凰国际”项目出让土地；已达成协议尚未确权的土地共计 80 万平方米，位于海南三亚，拟进行住宅开发，待确权后根据市场情况决定是否进行二级开发。整体看，虽然近年来公司土地购置规模较小，但考虑到公司业务重心向酒店投资经营调整，房地产开发业务规模下降，公司土地储备尚能满足公司未来房地产开发需求。

总体看，公司房地产开发项目主要定位为养老地产，获取土地成本低；公司土地储备量较为充

足，已能够满足其未来开发需求，近年来公司新增土地储备较为谨慎。

（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。公司近三年在建项目为“宣府第一城”和“凤凰国际”，新开工面积较少，截至 2017 年底，公司期末在建面积 49.44 万平方米。

表9 2015~2017年公司房地产开发情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
当期新开工面积（万平方米）	--	1.95	7.49
期末在建面积（万平方米）	65.52	66.75	49.44
期末在建项目数量（个）	2	2	2
当期竣工面积（万平方米）	1.16	0.72	24.80

资料来源：公司提供，联合评级整理。

截至 2017 年底，公司在建项目包括宣府第一城和凤凰国际二期（1、2、3 标），预计总投资 26.80 亿元，已投资 15.95 亿元，尚需投资 10.85 亿元。其中，宣府第一城项目 2018~2019 年预计投资额总计 5.00 亿元，凤凰国际二期 2018~2019 年预计投资额总计 2.30 亿元，未来投资金额规模不大。

表 10 截至 2017 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	预计竣工时间	预计总投资	已完成投资	2018 年预计投资	2019 年预计投资
宣府第一城	2010 年 9 月	2020 年 12 月	20.00	11.45	2.00	3.00
凤凰国际二期（1、2、3 标）	2016 年 11 月	2019 年 3 月	6.80	4.50	1.50	0.80
合计	--	--	26.80	15.95	3.50	3.80

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 2020 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，具有独特的自然资源和区位优势；项目总规划 600 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，后期住宅建设计划以小户型为主。

总体看，伴随公司经营重心向酒店业务转移，公司近三年房地产项目新开工面积较少，未来投资金额规模不大。

（3）房产销售

公司房地产开发以养老地产为概念，开发“带有一定休闲度假功能的退休社区”。以 2002 年开始开发的“东方太阳城”为例，项目在住宅设计、规划中，从室内外空间布局、紧急呼叫装置、住宅设备、通行能力等多方面考虑了老人居住的特殊需求，并通过设立物业公司、社交健身俱乐部、医院等子公司和服务机构，为业主提供全面的养老服务。“东方太阳城”分三期开发，目前一期、二期已经售罄，三期即将完成销售，截至 2017 年底，剩余可售面积总计 1.59 万平方米。

依托“东方太阳城”项目开发经验，公司房地产项目仍以住宅、酒店和配套商业设施的退休社区为主，在旅游资源丰富的浙江省安吉县开发“凤凰国际”项目，以完善的配套设施和优越的地理

位置吸引周边地区客户群。

除此之外，公司在张家口市宣化区开发的项目“宣府第一城”，受北京-张家口冬奥会的申办影响，以及京张高铁的开通与京津冀一体化的深入发展，以优越的地理位置优势，吸引周边客户群体前来投资。

房地产定价方面，公司根据房地产项目所处地段、房屋品质（户型）、周边配套以及周边房地产价格综合确定房屋销售均价，其中东方太阳城和凤凰国际分别位于北京顺义区、浙江安吉，销售均价较高，而宣府第一城则位于河北省张家口市，房价比前两处较低且地方房地产政策较为宽松。近三年公司签约销售均价呈持续上升的态势，主要系浙江凤凰项目住宅开始销售，拉高了整体销售均价。从房屋销售面积来看，近三年公司销售房屋面积分别为 3.72 万平方米、4.86 万平方米和 5.37 万平方米，呈持续增长的态势，主要系公司加大对“浙江凤凰”项目的销售力度所致。受销售均价及销售面积变化综合影响，公司近三年签约销售金额分别为 3.16 亿元、4.61 亿元和 7.61 亿元，呈持续增长的态势；结转收入分别为 5.77 亿元、2.68 亿元和 2.95 亿元。

表11 2015~2017年公司销售数据情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
签约销售面积（万平方米）	3.72	4.86	5.37
签约销售金额（万元）	31,562.29	46,071.00	76,121.35
签约销售均价（万元/平方米）	0.85	0.95	1.42
结转收入面积（万平方米）	9.22	2.47	4
结转收入（万元）	57,656.38	26,755.73	29,461.60

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司东方太阳城项目剩余可售面积为 1.59 万平方米，宣府第一城项目剩余可售面积为 3.24 万平方米，凤凰国际项目剩余可售面积为 0.63 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。

总体看，随着销售均价和销售面积的持续增长，公司近三年销售金额呈现持续增长的态势；但公司可售房产资源有限。

4. 对外投资

公司除酒店经营、房地产开发以外，还开展股权投资业务，通过被投公司的分红和退出时实现的资本增值以获得投资收益，近年来投资收益显著。

公司股权投资业务中，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，2015~2017 年，除神州数码由于股价下跌导致账面价值减少外，公司投资企业的账面价值均呈持续增长的态势。

表 12 2015~2017 年公司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		
	2015 年底	2016 年底	2017 年底	2015 年	2016 年	2017 年
同方国信	406,151.72	549,129.28	585,978.94	71,617.13	63,138.19	49,061.95
三峡银行	137,090.30	170,188.62	178,191.94	17,430.83	19,716.70	17,965.53
北京农商行	10,000	10,000	10,000	1,100	880	1,100

神州数码	218,867.98	178,974.59	173,201.21	--	--	--
------	------------	------------	------------	----	----	----

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。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，收入 70%以上来自于其子公司三峡银行和重庆国际信托有限公司（以下简称“重庆信托”）。截至 2017 年底，同方国信总资产 2,716.79 亿元，净资产 486.43 亿元；2017 年总收入 124.89 亿元，净利润 55.84 亿元。公司直接投资并通过重庆希格玛海源投资有限公司（100%）持有三峡银行共计 9.92% 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 2017 年底，三峡银行注册资本 48.47 亿元，资产总额 2,023.61 亿元，净资产 130.76 亿元，各项存款余额 1,238.00 亿元，各项贷款余额 443.47 亿元；2017 年全年实现营业收入 39.19 亿元，净利润 18.12 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。截至 2017 年底，公司持有神州数码 12.26% 的股权，2017 年 9 月 28 日收盘价为 21.60 元/股。2017 年 9 月 29 日，神州数码因资产重组开始停牌，主要系神州数码公司战略重组、调整经营策略所致。

总体看，公司对外投资以金融机构和上市公司为主，被投资方经营效益维持较稳定水平，对公司营业利润提供了较有力补充。

5. 经营效率

2015~2017 年，随着公司营业收入和营业成本波动下降，公司流动资产周转率分别为 0.28 次、0.22 次和 0.19 次，存货周转率分别为 0.26 次、0.20 次和 0.17 次，总资产周转率分别为 0.07 次、0.05 次和 0.05 次，均呈下降的态势。

总体看，公司各项资产运营情况一般，整体经营效率有待提升。

6. 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）跨区域经营过程中的风险

公司目前商品房销售收入主要来自一线城市与旅游资源丰富区域。由于房地产开发等业务具有较强地域性，公司在项目开发及管理中须充分考虑当地环境，否则将面临一定的经营风险。

7. 未来发展

公司作为一家综合性投资公司，未来三年内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，经营思路务实。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年度合并财务报表经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司经审计的财务报表按照财政部颁布的企业会计准则（包括 2014 年颁布的新的和修订的企业会计准则）及其他相关规定进行确认和计量。

截至 2017 年底，公司纳入合并范围的一级子公司有 12 家，近三年一级子公司未发生变化，数据可比性强。

表14 截至2017年底公司纳入合并范围的子公司

子公司名称	持股比例(%)
北京年度酒庄有限公司	90
北京希格玛物业管理有限责任公司	80
北京东方太阳城房地产开发有限责任公司	35
三亚东方太阳城投资有限公司	80
三亚橡树谷高尔夫俱乐部管理有限公司	80
三亚橡树谷旅业发展有限责任公司	80
三亚怡龙置业有限公司	80
三亚长岛旅业有限公司	60
红板凳科技股份有限公司	80
上海希格玛置业有限公司	90
浙江凤凰国际置业有限公司	50
重庆希格玛海源实业发展有限公司	100

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 197.97 亿元，负债合计 113.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）84.70 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 81.65 亿元。2017 年公司实现营业收入 9.40 亿元，净利润（含少数股东损益）5.32 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 6.00 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.78 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.87 亿元。

2. 资产质量

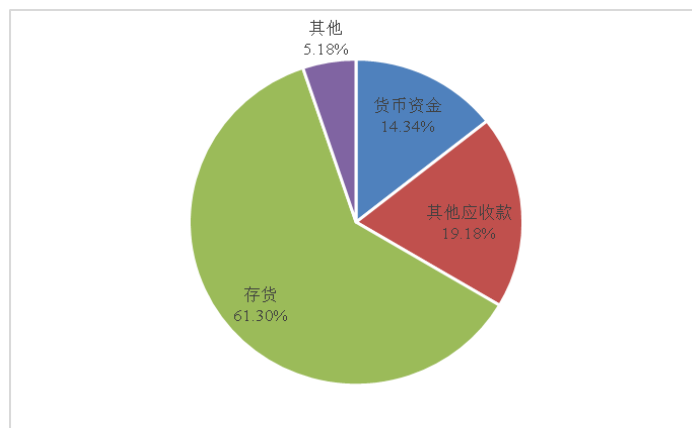
2015~2017 年，公司资产规模逐年稳步上升，三年分别为 165.43 亿元、182.59 亿元和 197.97 亿元，年均复合增长率 9.39%，主要系流动资产增长所致。截至 2017 年底，公司资产总额 197.97 亿元，较年初增长 8.42%，资产总额中，流动资产合计占 28.45%，非流动资产合计占 71.55%，资产结构以非流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长率为 19.58%，主要系存货增加所致。截至 2017 年底，公司流动资产总额 56.33 亿元，较年初增长 32.22%，主要由货币资金（占比

14.34%)、存货（占比 61.30%）和其他应收款（占比 19.18%）构成，具体情况如下图所示。

图 6 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，公司货币资金逐年增长，年均复合增长率为 100.77%。截至 2017 年底，公司货币资金 8.08 亿元，较年初增长 276.64%，主要系银行存款增加所致。公司货币资金主要为银行存款（占比 99.31%）和其他货币资金（占比 0.52%），货币资金中受限资金 0.06 亿元，为海南关税保函。

2015~2017 年，公司其他应收款呈逐年增长态势，年均复合增长率为 2.83%。截至 2017 年底，公司其他应收账款账面价值为 10.80 亿元，较年初增长 0.51%，主要系与非合并关联方管理方的往来款增加所致。按信用风险特征组合计提坏账准备，计提坏账准备比例为 4.32%，计提比例较为合理；按其他组合法计提坏账准备的应收账款 10.45 亿元，未计提坏账准备。从集中度来看，按欠款方归集的年末余额前五大其他应收账款汇总金额 2.91 亿元，占其他应收账款余额比重为 25.80%，集中度一般。

表 15 截至 2017 年底公司其他应收款项金额前五名单位情况（单位：元）

单位名称	2017 年 12 月 31 日	占其他应收款 2017 年 12 月 31 日合计数的 (%)	款项性质
北京希之源投资顾问有限公司	34,695,900.00	3.07	往来款
深圳泰丰电子有限公司	74,039,964.73	6.56	往来款
北京徽源伟业投资有限公司	50,672,434.25	4.49	往来款
富力（北京）地产开发有限公司	50,000,000.00	4.43	往来款
上海联合产权交易所	81,900,000.00	7.25	往来款
合计	291,308,298.98	25.80	--

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

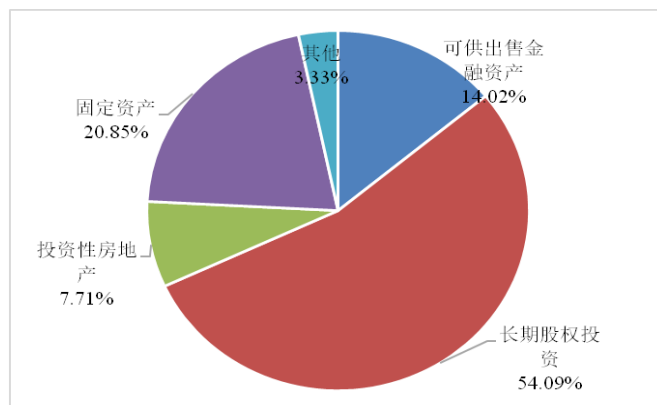
2015~2017 年，公司存货呈逐年增长态势，年均复合增长 19.07%，主要系开发项目增多使开发成本增加所致。截至 2017 年底，公司存货账面价值为 34.53 亿元，较年初增长 31.74%；存货主要为开发成本（占 85.69%）和开发产品（占比 13.28%），开发成本主要是凤凰国际项目、三亚市东方太阳城主题游览项目以及宣府第一城 A 区等 5 个项目开发成本，公司未计提存货跌价准备。公司存货项目主要集中在一线城市或其周边，以及三亚、安吉等旅游资源丰富区域，土地成本相对较低，存货跌价风险低。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长率为 6.01%，主要系长期股权投资和投

资性房地产增加所致。截至 2017 年底，公司非流动资产总额 141.64 亿元，较年初增长 1.18%；主要由可供出售金融资产（占比 14.02%）、长期股权投资（占比 54.09%）、投资性房地产（占比 7.71%）、固定资产（占比 20.85%）构成，具体情况如下图所示。

图 7 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，公司可供出售金融资产逐年下降，年均复合下降 9.10%。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 19.85 亿元，较年初下降 4.77%，主要系持有神州数码股票的股价下降和按成本计量的北京天燕房地产开发有限公司投资减少所致。公司持有的神州数码集团股份有限公司的股份按公允价值计量，截至 2017 年末账面价值为 17.32 亿元；持有的北京农商行、深圳市华宝（集团）饲料有限公司等的股份按成本法进行计量，账面价值总共为 2.64 亿元，按成本计量的可供出售金融资产计提减值准备 0.10 亿元，计提比例为 3.79%，总体看，计提比例较为合理。

2015~2017 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 18.44%。截至 2017 年底，公司长期股权投资 76.61 亿元，较年初增长 6.04%，主要系确认投资收益导致长期股权投资账面价值增长所致，长期股权投资主要为对联营企业的投资，以权益法计量。公司长期股权投资明细如下表所示：

表 17 截至 2017 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	持股比例	账面余额
北京万柳高尔夫俱乐部有限公司	30.00	0.12
北京万柳体育公园有限公司	30.00	0.01
北京万柳会议服务有限公司	30.00	0.07
重庆三峡银行股份有限公司	9.92	17.82
同方国信投资控股有限公司	16.99	58.60
合计	--	76.61

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2015~2017 年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长 20.39%，系公允价值变动所致，主要为持有的希格玛大厦及公寓。截至 2017 年底，公司投资性房地产 10.92 亿元，已全部办理抵押手续。

2015~2017 年，公司固定资产呈逐年下降态势，年均复合下降 8.20%，主要计提折旧所致。截至 2017 年底，公司固定资产净值 29.54 亿元，主要为房屋建筑物、机器设备，分别占比 85.98% 和 13.05%，截至 2017 年底，公司固定资产累计计提折旧 7.24 亿元，固定资产成新率 80.32%，成新率较高，公

司固定资产未计提减值准备。

公司受限资产较多，在总资产中占比达到 32.20%，主要为因借款而进行抵质押的固定资产、投资性房地产、存货、可供出售金融资产等，具体如下。

表17 截至2017年底公司受限资产情况（单位：亿元）

用途	账面价值	受限原因
货币资金	0.06	海南关税保函
存货	4.68	债券抵押及金融机构借款
无形资产	3.26	债券抵押及金融机构借款
投资性房地产	10.92	金融机构借款
可供出售金融资产	16.15	金融机构借款
长期投资	4.04	金融机构借款
固定资产	24.64	债券抵押及金融机构借款
合计	63.75	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司资产规模逐年增长，以非流动资产为主。流动资产以存货和其他应收账款为主，其他应收账款可回收性风险较低，但存在一定的资金占用，公司资产流动性一般；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。由于受限资产占比较大，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

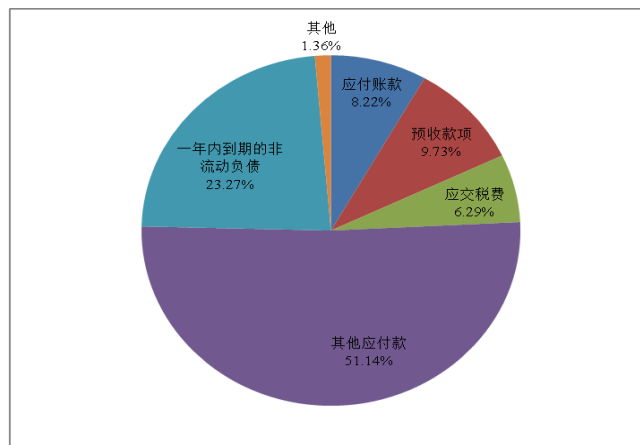
负债

2015~2017 年，公司负债规模持续稳定增长，年均复合增长率为 6.56%。截至 2017 年底，公司负债合计 113.27 亿元，较年初增长 9.67%，主要系流动负债增长。从负债构成上看，流动负债占比 59.37%，非流动负债占比 40.63%。

流动负债

2015~2017 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长率为 12.94%。截至 2017 年底，公司流动负债合计 67.25 亿元，较年初增长 51.20%，主要系预收款项和其他应付款增长所致；公司流动负债主要由应付账款（占比 8.22%）、预收款项（占比 9.73%）、应交税费（占比 6.29%）、其他应付款（占比 51.14%）和一年内到期的非流动负债（占比 23.27%）构成，具体情况如下图所示。

图 8 截至 2017 年底公司流动负债结构



资料来源：公司审计报告

公司应付账款主要为应付工程和材料款，2015~2017 年，公司应付账款逐年下降，年均复合下降 37.16%。截至 2017 年底，公司应付账款 5.53 亿元，较年初下降 22.13%，主要系支付供应商相关欠款减少所致。

公司预收款项主要为预收的购房款，2015~2017 年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长率为 104.44%，主要系公司房地产业务板块预收购房款增加。

公司应交税费主要为土地增值税和企业所得税，2015~2017 年，公司应交税费逐年增长，年均复合增长率为 106.93%，主要系房地产业务进行土地增值税清算，公司根据权责发生制原则对土地增值税进行计提所致。

公司其他应付款主要为往来款，2015~2017 年，公司其他应付款呈现逐年增长态势，年均复合增长率为 12.90%，主要系公司与北京天燕公司房地产开发有限公司和北京金英合投资咨询有限公司等往来款增加所致。截至 2017 年底，其他应付款 34.39 亿元，按账龄计，其中 1 年以内的占 86.53%，1~2 年的占 8.87%、1~3 年的占 4.60%。

公司一年内到期的非流动负债 2015~2017 年为 4.85 亿元、0.00 亿元和 15.65 亿元，年均复合增长率为 79.62%，为一年内到期的长期借款增加所致。

非流动负债

2015~2017 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合下降 1.08%，主要系长期借款减少所致。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 46.02 亿元，较年初下降 21.74%；非流动负债由长期借款（占比 50.70%）、应付债券（占比 34.74%）和递延所得税负债（占比 14.57%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款波动下降，年均复合下降 23.54%。截至 2017 年底，公司长期借款 23.33 亿元，较年初下降 35.71%，主要系新增融资较少，并偿还借款所致；公司长期借款中抵押借款占 100.00%，均为 3 年以上到期，公司 2019~2020 年面临的集中偿付压力较小。

2017 年，公司应付债券 15.98 亿元，主要系 2016 年公司发行“16 中希 01”债券所致，债券期限 3 年，公司行使票面利率调整选择权，调整公司债券票面利率 7.2%。

2015~2017 年，公司递延所得税负债波动增长，年均复合下降 2.96%，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下降所致。

2015~2017 年，公司全部债务规模呈逐年增长态势分别为 48.81 亿元、52.71 亿元、54.96 亿元，年均复合增长 6.11%。截至 2017 年底，公司全部债务合计 54.96 亿元，其中短期债务和长期债务占比分别为 28.47%和 71.53%，以长期债务为主，不存在集中偿还压力。2015~2017 年，公司资产负债率分别为 60.30%、56.57%、57.22%，全部资本化比率分别为 42.63%、39.93%、39.35%，均呈现持续下降态势。

总体看，公司负债规模有所增长，整体债务负担一般，债务以长期负债为主，负债结构合理。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益规模逐年增长，年均复合增长率为 13.56%；截至 2017 年底，公司所有者权益合计 84.70 亿元，较年初增长 6.80%，主要系确认按权益法下核算的被投资单位的资本公积使公司其他资本公积增加，及未分配利润增加所致，其中归属于母公司所有者权益占 96.40%。归属母公司所有者权益中，实收资本占 1.23%，资本公积占 26.37%，其他综合收益占 16.65%，主要来自可供出售金融资产的公允价值变动损益；盈余公积占 0.59%，未分配利润占 55.17%，未分配利润占比较大，权益结构的稳定性偏弱。

总体看，公司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

2015~2017 年，公司营业收入分别为 11.15 亿元、9.02 亿元和 9.40 亿元，年均复合下降 8.20%。2016 年，公司实现营业收入同比下降 19.05%，主要系 2016 年新开发项目仍处于预售阶段所致。公司 2015~2017 年，公司营业成本分别为 6.38 亿元、5.15 亿元和 5.06 亿元，年均复合下降 10.94%，与营业收入变动一致，但降幅略高。2015~2017 年，公司净利润分别为 8.11 亿元、8.02 亿元和 5.32 亿元，年均复合下降 19.01%，其中归属于母公司所有者的净利润呈下降趋势，分别为 8.67 亿元、9.38 亿元和 6.00 亿元，年均复合下降 16.83%。

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用分别为 6.49 亿元、5.91 亿元和 5.87 亿元，年均复合下降 4.94%，主要系管理费用下降所致。2017 年，公司期间费用为 5.87 亿元，其中销售费用占 5.98%、管理费用占 59.19%、财务费用占 34.83%，以管理费用为主。公司的销售费用主要由职工薪酬、广告费、促销费和其他费用构成，近三年销售费用年均复合下降 33.72%，呈逐年下降态势；公司管理费用主要由管理人员薪酬、折旧摊销和其他费用等构成，近三年管理费用年均复合增长 3.61%，主要系折旧摊销增加所致；公司的财务费用主要由利息支出构成，近三年财务费用年均复合下降 8.86%，呈波动下降态势，主要系公司降低利息成本所致。近三年，公司费用收入比分别为 58.25%、65.51% 和 62.45%，呈波动态势。

从利润构成情况来看，公司利润中投资收益占比较大，2015~2017 年分别实现投资收益 9.35 亿元、9.14 亿元和 6.91 亿元，在营业利润中占比分别为 106.91%、101.60%和 120.39%。2015~2017 年，公司公允价值变动损益 1.72 亿元，2.24 亿元和 0.88 亿元。2016 年，公司公允价值变动损益为 2.24 亿元，较 2015 年增长 30.40%，其增长的原因主要系公司 2016 年希格玛大厦租金增加致使投资性房地产公允价值评估增值所致。公司营业外收入规模较小，2015~2017 年，公司营业外收入分别为 0.03 亿元、0.01 亿元和 0.02 亿元。

表18 2015~2017年公司确认的投资收益（单位：元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
权益法核算的长期股权投资收益	871,659,734.73	816,183,448.85	667,079,823.15
处置长期股权投资产生的投资收益	--	63,009,100.00	3,123,760.21
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益	6,975,816.01	11,312,613.79	7,979,103.79
持有至到期投资在持有期间的投资收益	--	--	--
可供出售金融资产等取得的投资收益	31,280,576.00	23,645,962.96	11,839,143.00
处置可供出售金融资产取得的投资收益	25,195,910.49	--	308,714.77
其他流动资产理财收益	--	162,410.96	491,985.86
合计	935,112,037.23	914,313,536.56	690,822,530.78

数据来源：公司审计报告，联合评级整理。

从盈利指标来看，2015~2017 年，公司总资本收益率分别为 11.28%、9.22%和 5.40%；总资产报酬率分别为 7.77%、6.97%和 4.06%；净资产收益率分别为 15.36%、11.06%和 6.49%，均呈现下滑态势。

总体看，公司投资收益显著，被投资企业盈利情况较好，公司营业利润的实现中投资收益占比较大；受折旧摊销影响，公司期间费用对利润影响较大，费用控制能力需要进一步提升。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入分别为 39.88 亿元、38.13 亿元和

44.30 亿元，年均复合增长 5.41%；其中销售商品提供劳务收到的现金分别为 6.04 亿元、10.03 亿元和 13.54 亿元，逐年上升，主要受房地产销售情况变化影响；公司收到其他与经营活动相关的现金较多，主要是短期往来款项。公司经营活动现金流出分别为 39.31 亿元、36.02 亿元和 40.52 亿元，年均复合增长 1.52%，主要系支付其他与经营活动有关的现金增长所致。2015~2017 年，公司经营活动净现金流分别为 0.56 亿元、2.11 亿元和 3.78 亿元。

从投资活动情况来看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入分别为 10.81 亿元、9.85 亿元和 13.29 亿元，年均复合增长 10.91%，呈现波动上升的态势，主要系下属公司收回投资收到的现金波动所致；同期，公司投资活动现金流出分别为 16.16 亿元、12.51 亿元和 10.09 亿元，年均复合下降 20.99%，呈现逐年下降的态势，主要系取得子公司及其他营业单位支付的现金净额下降所致。2015~2017 年，公司投资活动产生的现金流净额分别为 -5.35 亿元、-2.66 亿元和 3.20 亿元。2015~2017 年，公司取得投资收益收到的现金分别为 0.31 亿元、0.78 亿元和 2.70 亿元，分别占当期确认投资收益的 3.35%、8.54% 和 39.21%，2015 年和 2016 年度公司投资收益中现金实现比例较低，2017 年度现金实现比例大幅提升。

从筹资活动情况来看，公司筹资活动现金流入主要为银行借款和发行债券收到的现金，2015~2017 年，分别为 27.22 亿元、28.94 亿元和 19.47 亿元，年均复合下降 15.42%；近三年公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支出的现金，分别为 21.33 亿元、28.25 亿元和 20.59 亿元，年均复合下降 1.76%；近三年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 5.89 亿元、0.69 亿元和 -1.11 亿元。

总体看，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；因投资收益中现金实现比例较低，需关注公司投资收益现金实现情况。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 0.75 倍、0.96 倍和 0.84 倍，速动比率分别为 0.29 倍、0.37 倍和 0.32 倍，均呈现波动增长态势，主要系存货增加以及应付账款减少所致。2015~2017 年，公司现金短期债务比分别为 0.35 倍、5.60 倍和 0.55 倍，现金类资产对短期债务覆盖程度较低。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，随着盈利能力的提高，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 13.23 亿元、14.71 亿元和 9.95 亿元，呈波动下降态势。2017 年公司 EBITDA 同比下降 32.48%，其中利润总额占 57.44%，计入财务费用的利息支出占 20.26%，摊销占 1.54%，折旧占 20.75%。2015~2017 年，EBITDA 利息倍数分别为 3.22 倍、3.54 倍和 2.78 倍，呈下降态势，EBITDA 对利息支出的保障程度较尚可；公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.27 倍、0.28 倍和 0.18 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度尚可。综合来看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2017 年底，公司无对外担保。

截至 2017 年底，公司无重大未决诉讼。

截至 2017 年底，公司在多家银行的授信额度合计 61.15 亿元，其中已使用授信额度 56.12 亿元，尚未使用授信额度 5.03 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》（编号：G1011010801587850J），截至 2018 年 5 月 7 日，公司已结清信贷中有 4 笔关注类贷款（公司都是按期还本付息，4 笔贷款没有违约情况）和 3 笔欠息（银行技术问题导致出现欠息情况），无未结清不良信贷信息。

总体看，公司有息债务负担较重，但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，且长期股权投资主要投向发展前景向好的金融行业，一定程度上提升了公司对全部债务的保障能力，整体偿债能力较强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2017 年底，公司债务合计 54.96 亿元，本次拟发行债券规模为 16 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较大，对公司债务水平有一定影响。

以 2017 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 16 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 46.07%、46.19% 和 59.26%，分别较发行前上升 7.80 个百分点、6.23 个百分点和 3.20 个百分点，债务负担较发债前有所加重。由于本次募集资金将用于偿还公司借款，发行后公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2017 年的相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 9.95 亿元，为本次公司债券发行额度 16 亿元的 0.62 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；2017 年经营活动产生的现金流入 44.30 亿元，为本次公司债券发行额度 16 亿元的 2.77 倍，对本次债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司的经营规模和区域分布等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

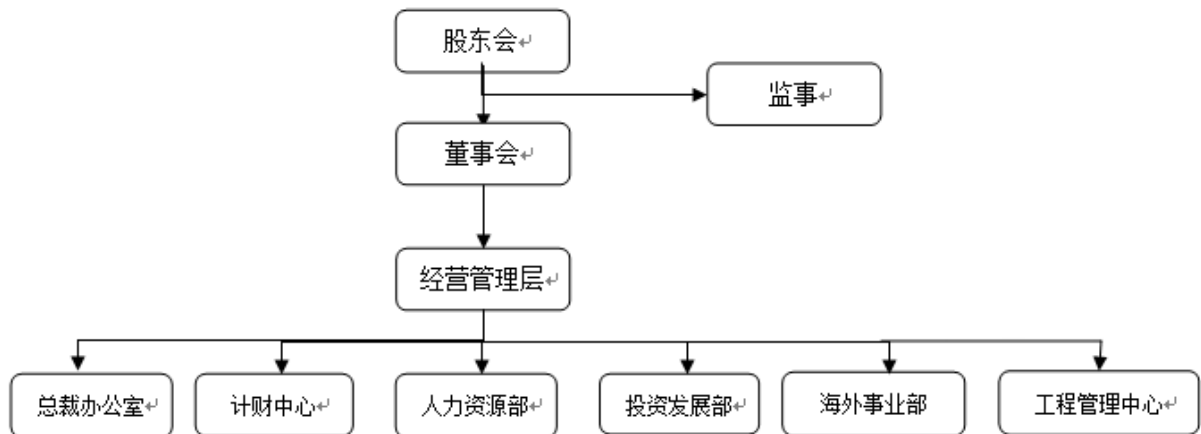
九、综合评价

公司在国内酒店运营、商品房销售、股权投资等方面具有较丰富的运营经验。公司经营的酒店地理位置优越，酒店经营收入不断扩大，土地获取成本低，业务具备差异化及地域优势，且对外投资主要以金融机构和上市公司股权为主，被投资方经营效益较好。近三年公司资产总额稳步增长，综合毛利率较高，整体经营发展趋向良好。但联合评级也关注到公司所处酒店经营业竞争日趋激烈、高端酒店运营受政策环境的影响较大、费用受折旧摊销影响大、盈利依赖于投资收益等因素对公司发展带来的不利影响。

未来，随着旅游产业景气度上升和管理日趋成熟，公司酒店业务将进入稳定经营期，以及在建物业陆续销售，公司收入有望获得增长，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次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

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

主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	165.43	182.59	197.97
所有者权益（亿元）	65.68	79.30	84.70
短期债务（亿元）	8.90	0.50	15.65
长期债务（亿元）	39.91	52.21	39.31
全部债务（亿元）	48.81	52.71	54.96
营业收入（亿元）	11.15	9.02	9.40
净利润（亿元）	8.11	8.02	5.32
EBITDA（亿元）	13.23	14.71	9.95
经营性净现金流（亿元）	0.56	2.11	3.78
应收账款周转次数（次）	88.35	22.08	21.00
存货周转次数（次）	0.26	0.20	0.17
总资产周转次数（次）	0.07	0.05	0.05
现金收入比率（%）	54.17	111.12	144.15
总资本收益率（%）	11.28	9.22	5.40
总资产报酬率（%）	7.77	6.97	4.06
净资产收益率（%）	15.36	11.06	6.49
营业利润率（%）	35.74	37.70	39.82
费用收入比（%）	58.25	65.51	62.45
资产负债率（%）	60.30	56.57	57.22
全部债务资本化比率（%）	42.63	39.93	39.35
长期债务资本化比率（%）	37.80	39.70	31.70
EBITDA 利息倍数（倍）	3.22	3.54	2.78
EBITDA 全部债务比（倍）	0.27	0.28	0.18
流动比率（倍）	0.75	0.96	0.84
速动比率（倍）	0.29	0.37	0.32
现金短期债务比（倍）	0.35	5.60	0.55
经营现金流流动负债比率（%）	1.07	4.75	5.63
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.83	0.92	0.62

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

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	
复合增长率	(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]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券发行额度
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 / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券发行额度

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 + 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 中国希格玛有限公司 公开发行 2018 年公司债券的跟踪评级安排

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，在每年中国希格玛有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国希格玛有限公司应按联合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。中国希格玛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中国希格玛有限公司的相关状况，如发现中国希格玛有限公司或本次（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。

如中国希格玛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，直至中国希格玛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中国希格玛有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司
二零一八年五月十一日

