跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1297 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“16 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：

二零一八年 六月二十六日

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 2018 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
16 中希 01	16 亿元	3 年（2+1）	AA	AA	2017 年 6 月 27 日

担保方式：补充抵押担保

抵押物：土地以及公寓

跟踪评级时间：2018 年 6 月 26 日

主要财务数据

项　目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	182.59	197.97
所有者权益（亿元）	79.30	84.70
长期债务（亿元）	52.21	39.31
全部债务（亿元）	52.71	54.96
营业收入（亿元）	9.02	9.40
净利润（亿元）	8.02	5.32
EBITDA（亿元）	14.71	9.95
经营性净现金流（亿元）	2.11	3.78
营业利润率（%）	37.70	39.82
净资产收益率（%）	11.06	6.49
资产负债率（%）	56.57	57.22
全部债务资本化比率（%）	39.93	39.35
流动比率（倍）	0.96	0.84
EBITDA 全部债务比（倍）	0.28	0.18
EBITDA 利息倍数（倍）	3.54	2.78
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.92	0.62

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。

评级观点

2017年，中国希格玛有限公司（以下简称“公司”或“希格玛”）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，酒店经营收入扩大，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；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。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、期间费用规模大、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。

公司采取补充抵押担保的方式为“16中希01”的偿还提供保证，截至2017年底，公司抵押资产价值约为24.03亿元，对“16中希01”债券本金的覆盖倍数为1.50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“16中希01”债项信用等级为“AA”。

优势

1.2017 年，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，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．截至 2017 年底，公司开发的项目以养老地产为主，且集中于一、二线城市及周边，区位优势显著。

3．2017 年，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。

4．公司以评估价值不低于“16 中希 01”待偿本息一倍的置换贷款解押资产为“16 中希 01”设置抵押，进一步增强了“16 中希 01”的偿债保障。

关注

1．2017 年，随着酒店行业增长逐步放缓，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．公司期间费用对利润影响较大，费用控制能力有待提升；营业利润对于投资收益依赖较大。

3．截至 2017 年底，公司受限资产占比较大，资产质量一般；公司债务规模有所增长，偿债压力有所增加。

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。

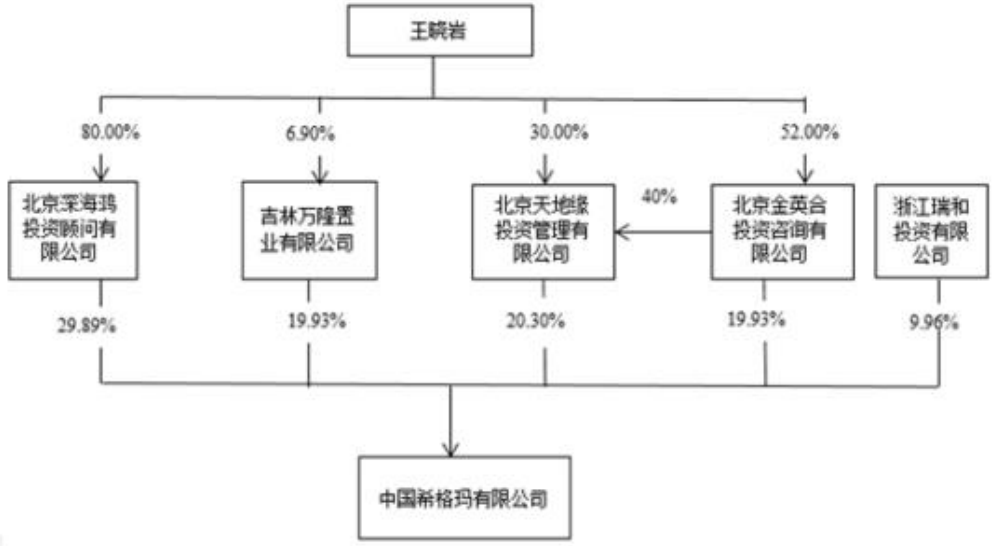
分析师：李锵

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。

截至2017年底，公司经营范围和组织结构无变化；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、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会《证监许可[2016]333号文》文件核准批复，公司于2016年4月13日发行了“中国希格玛有限公司2016年公司债券”，募集资金16亿元，票面利率为5.60%，债券期限为3年，附第2年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。该公司债券已于2016年5月25日在上海证券交易所挂牌上市，证券简称“16中希01”，证券代码“136376.SH”。

截至本报告出具日，“16中希01”已全部使用完毕，用以归还贷款，与募集说明书约定用途一致。

付息情况：公司于 2018 年 4 月 13 日，支付了自 2017 年 4 月 13 日至 2018 年 4 月 13 日期间的利息。

“16中希01”采用补充抵押担保形式为偿债提供保障。公司在募集资金到位六个月内，将偿还抵押借款，再以评估价值不低于“16中希01”待偿本息一倍的解押资产，为“16中希01”设置抵押担保，以保障“16中希01”的本息按照约定如期足额兑付。截至2017年底，公司抵押资产约24.03亿元，对“16中希01”债券本金的覆盖倍数为1.50倍。

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 2017 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；2017 年，国内旅游人数 50.01 亿人次，比上年同期增长 12.8%。无论从旅游人次还是从旅游收入方面衡量，国内旅游市场均保持着较快增速。

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，2004~2012 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 年二季度末，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

2017 年，全国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年回升 0.16 个百分点；其中，住宅投资 75,148 亿元，同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点，住宅投资占房地产开发投

资的比重为 68.44%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点，占房地产开发投资比重为 6.16%；商业营业用房投资 15,639 亿元，同比减少 1.26%，占房地产开发投资比重为 14.24%。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%。随着限价政策的严格执行，房价的预期逐渐平稳，有助于房企的拿地、开工、建设按计划进度进行，房地产开发投资保持平稳增长。

土地供应方面，2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增加土地供给，稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较上年有所收窄，平均溢价率同比下降。除二线城市土地推出面积同比增加 8%外，一线城市和三线城市同比分别减少 20%和 6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增 3%，二线和三线城市同比分别减少 3%和 15%；一、二、三线城市的土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28%和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30%和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

资金来源方面，2017 年，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，同比增长 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%。

市场供需方面，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%。其中，住宅销售面积同比增长 5.30%，办公楼销售面积同比增长 24.30%，商业营业用房销售面积同比增长 18.70%；住宅销售额同比增长 11.30%，办公楼销售额同比增长 17.50%，商业营业用房销售额同比增长 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少 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%。

销售价格方面，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。

竞争格局方面，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占比分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点。据克而瑞统计，2017 年千亿房企阵营增加到 17 家，销售额 Top10 的门槛提升到 1,500 亿元，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2017 年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升。

（2）行业政策

2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017年3月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。2017年4月6日，住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，通知指出，各地要根据

商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序，对消化周期在36个月以上的，应停止供地；36~18个月的，要减少供地；12~6个月的，要增加供地；6个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。2017年7月下旬，中共中央政治局召开了会议，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”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建立长效机制的一个重要方向：我国首部住房租售法规已公开征求意见，立法步伐正在加快；住建部等9部委近日支持在人口净流入大中城市培育和发展住房租赁市场，并选取12个城市先行试点。2017年8月3日，北京市城乡和住房建设委对《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》面向社会各界公开征求意见，希望通过引入政府与购房人按份共有产权，有效调节产权比例，对引导新的住房消费理念有重要影响。

2017年10月18日，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18日，中央经济工作会议提出，“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”，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，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。2018年3月“两会”期间，政府工作报告提出“更好解决群众住房的问题”和“稳妥推进房地产税立法”两大方面，政府政策基调延续此前提出的“因城施策”、“长效机制”等宗旨，在棚改、区域协调发展、差别化调控和房地产税等具体领域释放政策信号。

总体看，2017年，政府强调稳定房地产市场，实行差别化调控，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。

（3）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。截至2017年9月底，Wind资讯的地产行业资产负债率为79.01%，较2016年底提高了2.24个百分点，房地产板块整体债务率较高。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。

房地产调控政策不放松，但实行差异化调控

2016年10月至2017年8月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线城市房地产明显降温。2017年末，兰州、武汉、南京等城市限购政策开始放松，但调控的整体基调未发生改变。

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，为大型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。

四、管理分析

2017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

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。2017 年，公司营业收入为 9.40 亿元，同比增长 4.21%，较上年小幅增长；公司净利润下降至 5.32 亿元，主要系 2016 年新开发项目仍处于预售阶段，2017 年费用增加所致。

从营业收入构成来看，2017 年，公司酒店经营收入占比上升至 49.37%，仍为公司第一大收入来源。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，公司酒店经营收入同比增长 10.21%，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所致。2017 年，公司商品房销售收入小幅增长，主要系公司项目结转规模增长所致。2017 年，公司物业管理及其他收入有所增长，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较小。

从毛利率变化情况来看，2017 年，公司酒店经营毛利率有所上升，主要系公司酒店管理水平提升、成本下降所致。2017 年，公司商品房销售毛利率有所上升，主要系结转了毛利率较高的项目所致。2017 年，公司物业管理及其他业务毛利率上升，主要系希格玛大厦租金上涨所致。受上述因素影响，公司综合毛利率上升至 46.11%。

表1　2016~2017年公司营业收入情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年			2017 年		
	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
商品房销售收入	2.67	29.60	41.28	2.95	31.38	42.90
物业管理及其他收入	1.55	17.18	48.05	1.67	17.76	59.69
其他业务收入	0.59	6.54	99.33	0.14	1.49	99.53
合计	**9.02**	**100.00**	**39.48**	**9.40**	**100.00**	**46.11**

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，随着公司将战略重心转向酒店运营，公司酒店经营收入占比上升，仍为公司第一大收入来源；公司营业收入小幅增长，酒店经营收入增长；公司综合毛利率有所上升。

2. 酒店经营

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 2　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

2017 年，除北京东方太阳城嘉宾国际酒店以外，其他酒店接待人次和入住率均呈增长的态势，经营状况较好。2017 年，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。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。

表 3　2016~2017 年公司各酒店经营情况

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

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，随着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

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，公司对拿地持谨慎态度。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。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 4　近两年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
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，公司土地储备尚可满足公司未来几年的房地产开发需求。

总体看，截至 2017 年底，公司土地储备量较为充足，已能够满足其未来开发需求，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，2017 年，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5　2016~2017年公司房地产开发情况

项目	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）	66.75	49.44
期末在建项目数量（个）	2	2
当期竣工面积（万平方米）	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 6　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，2017 年，公司房地产项目期末在建面积有所下降，未来投资金额规模不大。

（3）房产销售

2017 年，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”。其中，“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，2017 年，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。2017 年，公司签约销售均价有所上升，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，2017 年，公司销售房屋面积增长至 5.37 万平方米，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，2017 年，公司签约销售金额增长至 7.61 亿元。从结转情况来看，2017 年，结转收入增长至 2.95 亿元。

表7　2016~2017年公司销售数据情况

项目	2016 年	2017 年
签约销售面积（万平方米）	4.86	5.37
签约销售金额（万元）	46,071.00	76,121.35
签约销售均价（万元/平方米）	0.95	1.42
结转收入面积（万平方米）	2.47	4.00
结转收入（万元）	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，2017 年，随着销售均价和销售面积的持续增长，公司销售金额有所增长；但公司可售房产资源有限。

4. 对外投资

2017 年，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，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有所增长。

表 8　2016~2017 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	
	2016 年底	2017 年底	2016 年	2017 年
同方国信	549,129.28	585,978.94	63,138.19	49,061.95
三峡银行	170,188.62	178,191.94	19,716.70	17,965.53
北京农商行	10,000	10,000	880	1,100
神州数码	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。2017 年，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，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，2017 年，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

2017 年，随着公司营业收入小幅增长，和营业成本下降，公司流动资产周转率由 0.22 次下降至 0.19 次，存货周转率由 0.20 次下降至 0.17 次，总资产周转率维持在 0.05 次。

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）房地产销售业务可售房源有限

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，但可售房源有限。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。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2016~2017 年度合并财务报表经北京兴华计师事务所（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9　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
三亚怡龙置业有限责任公司	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

截至 2017 年底，公司资产总额 197.97 亿元，较年初增长 8.42%，主要系流动资产和非流动资产增长所致；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

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。

截至 2017 年底，公司货币资金 8.08 亿元，较年初增长 276.64%，主要系预收房款增加所致。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。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10　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。

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

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。

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公司对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。

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11　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。

截至 2017 年底，公司投资性房地产 10.92 亿元，较年初有所增长，主要系公允价值变动所致，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 2017 年底，公司固定资产有所下降，主要系计提折旧所致，净值为 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。

截至 2017 年底，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12　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，2017 年，公司资产规模增长，以非流动资产为主。流动资产以存货和其他应收账款为主，其他应收账款回收风险较低，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

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

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。

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所致。公司预收款项主要为预收的购房款，截至 2017 年底，公司预收款项 6.54 亿元，较年初增长主

要系公司房地产业务板块预收购房款增加。截至 2017 年，公司应交税费 4.23 亿元，较年初增长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。截至 2017 年底，公司其他应付款 34.39 亿元，有所增长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；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%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 15.65 亿元，有所增长主要系一年内到期的长期借款增加所致。

非流动负债

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。

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。截至 2017 年底，公司应付债券 15.98 亿元，主要为 2016 年公司发行的“16 中希 01”债券，债券期限 3 年。截至 2017 年底，公司递延所得税负债有所增长，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 2017 年底，公司全部债务合计 54.96 亿元，较年初小幅增长，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，集中偿还压力小。2017 年，公司资产负债率小幅上升至 57.22%，全部资本化比率为 39.35%，长期债务资本化比率为 31.70%，较上年变化不大。

总体看，2017 年，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

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，2017 年，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

2017 年，公司营业收入小幅增长至 9.40 亿元，营业成本小幅下降至 5.06 亿元，主要系 2016 年新开发项目仍处于预售阶段所致。2017 年，公司净利润下降至 5.32 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润下降至 6.00 亿元。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用为 5.87 亿元，较上年小幅下降，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。2017 年，销售费用和管理费用分别下降至 0.35 亿元和 3.47 亿元；公司的财务费用主要由利息支出构成，2017 年小幅增长，主要系公司融资成本增加所致。2017 年，公司费用收入比小幅下降至 62.45%，但仍处于较高水平。

从利润构成情况来看，公司利润中投资收益占比较大，2017 年投资收益下降至 6.91 亿元，主要系长期股权投资收益下降所致，在营业利润中占比为 120.39%。2017 年，公司公允价值变动损益由 2.24 亿元下降至 0.88 亿元。公司营业外收入规模较小，2017 年，公司营业外收入为 0.02 亿元，较上年变化不大。

表13　2016~2017年公司确认的投资收益（单位：元）

项目	2016 年	2017 年
权益法核算的长期股权投资收益	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	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	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	--	308,714.77
其他流动资产理财收益	162,410.96	491,985.86
合计	**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，2017 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 5.40%、4.06%和 6.49%，均呈现下滑态势。

总体看，2017 年，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；公司期间费用对利润影响较大，费用控制能力有待提升。

5．现金流

从经营活动情况来看，2017 年，公司经营活动现金流入增长至 44.30 亿元，其中销售商品提供劳务收到的现金增长至 13.54 亿元，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增长至 40.52 亿元，主要系支付其他与经营活动有关的现金增长所致。2017 年，公司经营活动净现金流增长至 3.78 亿元。2017 年，公司现金收入比由 111.12%上升至 144.15%，收入实现比例较高。

从投资活动情况来看，2017年，公司投资活动现金流入增长至13.29亿元，主要系下属公司收回投资收到的现金增长所致；同期，公司投资活动现金流出下降至10.09亿元，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。2017年，公司投资活动产生的现金流净额由负转正，为3.20亿元。2017年，公司取得投资收益收到的现金增长至2.70亿元，占当期确认投资收益的39.21%，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，2017年下降至19.47亿元；公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支出的现金，下降至20.59亿元；2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-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，2017 年，公司流动比率为 0.84 倍，速动比率为 0.32 倍，较上年变动不大。2017 年，公司现金短期债务比下降至 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，2017 年，公司 EBITDA 下降至 9.95 亿元，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%。2017 年，EBITDA 利息倍数下降至 2.78 倍，EBITDA 对利息支出的保障程度尚可；公司 EBITDA 全部债务比下降至 0.18 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度一般。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：G10110108015878 50J），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。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017年底，公司现金类资产（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）为8.60亿元，约为“16中希01”本金（16亿元）的0.54倍，公司现金类资产对“16中希01”的覆盖程度一般；净资产84.70亿元，约为“16中希01”本金（16亿元）的5.29倍，净资产对“16中希01”的覆盖程度较好。公司较大规模的净资产能够对“16中希01”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司 EBITDA 为9.93亿元，约为债券本金合计（16亿元）的0.62倍，公司 EBITDA 对“16中希01”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动产生的现金流入44.30亿元，约为债券本金合计（16亿元）的2.77倍，公司经营活动现金流入量对“16中希01”的覆盖程度较高。

公司采取补充抵押担保的方式为“16中希01”的偿还提供保证，截至2017年底，公司抵押资产价值约为24.03亿元，对“16中希01”债券本金的覆盖倍数为1.50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“16中希01”债券待偿本金的偿还能力强。

八、综合评价

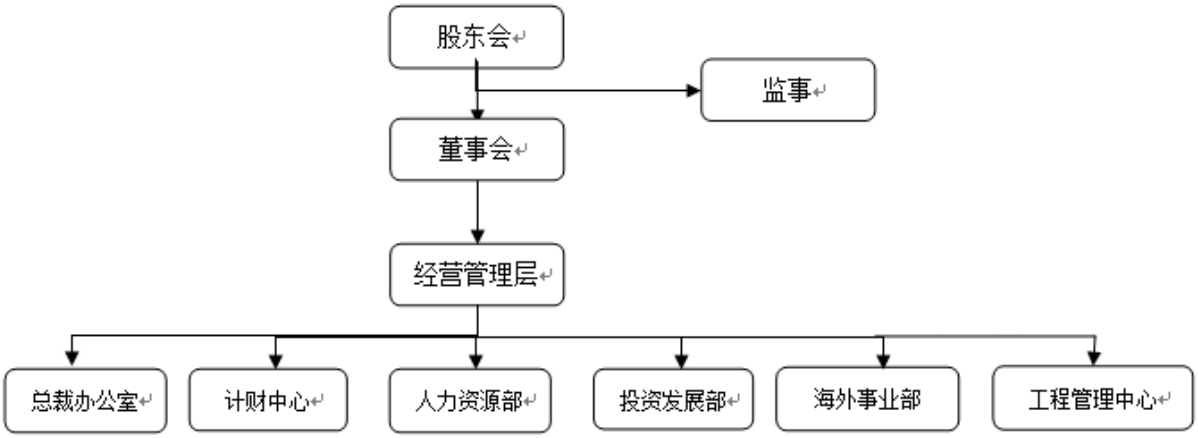
2017年，公司作为一家综合性投资企业，在股权投资、房地产行业、酒店业等方面具有较丰富的运营经验；公司经营的酒店地理位置优越，酒店经营收入扩大，业务具备差异化及地域优势，且对外投资主要以金融机构和上市公司股权为主，被投资方经营效益较好；公司资产总额稳步增长，综合毛利率较高，整体经营发展趋向良好。同时，联合评级也关注到公司所处酒店经营业竞争日趋激烈、高端酒店运营受政策环境的影响较大、期间费用规模大、盈利依赖于投资收益等因素对公司发展带来的不利影响。

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。

公司采取补充抵押担保的方式为“16中希01”的偿还提供保证，截至2017年底，公司抵押资产价值约为24.03亿元，对“16中希01”债券本金的覆盖倍数为1.50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“16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
资产总额（亿元）	182.59	197.97
所有者权益（亿元）	79.30	84.70
短期债务（亿元）	0.50	15.65
长期债务（亿元）	52.21	39.31
全部债务（亿元）	52.71	54.96
营业收入（亿元）	9.02	9.40
净利润（亿元）	8.02	5.32
EBITDA（亿元）	14.71	9.95
经营性净现金流（亿元）	2.11	3.78
应收账款周转次数(次)	22.08	21.00
存货周转次数（次）	0.20	0.17
总资产周转次数（次）	0.05	0.05
现金收入比率（%）	111.12	144.15
总资本收益率（%）	9.22	5.40
总资产报酬率（%）	6.97	4.06
净资产收益率（%）	11.06	6.49
营业利润率（%）	37.70	39.82
费用收入比（%）	65.51	62.45
资产负债率（%）	56.57	57.22
全部债务资本化比率（%）	39.93	39.35
长期债务资本化比率（%）	39.70	31.70
EBITDA 利息倍数（倍）	3.54	2.78
EBITDA 全部债务比（倍）	0.28	0.18
流动比率（倍）	0.96	0.84
速动比率（倍）	0.37	0.32
现金短期债务比（倍）	5.60	0.55
经营现金流动负债比率（%）	4.75	5.63
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.92	0.62

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

注：　现金类资产=货币资金+应收票据
长期债务=长期借款+应付债券
短期债务=短期借款+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
全部债务=长期债务+短期债务
EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。