

信用等级公告

联合[2017] 368 号

联合资信评估有限公司通过对华侨城集团公司及其拟发行的
2017 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

华侨城集团公司
主体长期信用等级为
AAA

华侨城集团公司
2017 年度第二期中期票据的信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年三月九日



华侨城集团公司

2017 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 25 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性偿还本金

发行目的: 补充流动资金

评级时间: 2017 年 3 月 9 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
现金类资产(亿元)	175.07	225.09	222.85	304.13
资产总额(亿元)	1044.74	1180.45	1369.57	1627.72
所有者权益(亿元)	332.63	408.61	506.91	524.34
短期债务(亿元)	114.01	151.08	166.34	167.70
长期债务(亿元)	145.95	190.64	204.67	276.26
全部债务(亿元)	259.96	341.73	371.01	443.95
营业收入(亿元)	482.17	502.86	506.93	322.12
利润总额(亿元)	70.60	83.51	89.33	37.02
EBITDA(亿元)	95.71	110.57	118.53	--
经营性净现金流(亿元)	127.57	-4.50	-5.67	73.76
营业利润率(%)	26.94	27.56	26.37	23.54
净资产收益率(%)	14.88	14.51	12.49	--
资产负债率(%)	68.16	65.38	62.99	67.79
全部债务资本化比率(%)	43.87	45.54	42.26	45.85
流动比率(%)	122.14	136.20	146.42	142.71
经营现金流动负债比(%)	22.92	-0.80	-0.88	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.72	3.09	3.13	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.12	4.77	6.71	--

注: 2016 年 3 季度财务数据未经审计; 现金类资产已剔除受限货币资金; 其他流动负债中的有息债务已包含在短期债务及相关指标计算中; 长期应付款中的有息债务已包含在长期债务中; 截至 2015 年底及截至 2016 年 9 月底所有者权益中包含永续中期票据“15 华侨城 MTN002”。

分析师

刘嘉敏 刘然

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对华侨城集团公司(以下简称“公司”或“华侨城集团”)的评级反映了公司作为隶属于国务院国资委管理的大型中央企业,在政策支持、行业地位、经营模式和土地储备等方面具有显著优势。同时,联合资信也关注到电子业务行业竞争激烈、房地产业务易受政策调控及市场有效需求波动等因素给公司经营与发展可能带来的不利影响。

2015 年以来,康佳集团受行业竞争激烈,彩电内销管理层频繁变动,家电行业优惠补贴资金扣回等综合因素影响出现较大亏损,但受益于房地产市场回暖,公司整体盈利能力保持稳定,抗风险能力强。未来公司将继续加大大型旅游综合项目的投资,随着产品结构的不断完善及重点投资项目的陆续建成使用,公司综合竞争力有望进一步提升。联合资信对公司评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

优势

1. 公司是隶属于国务院国资委管理的大型中央企业,在全国范围内多个大中型城市设立“欢乐谷”主题公园群,具有良好的品牌效应。
2. 公司采用“旅游+地产”成片综合开发的经营模式,在业态布局、产品功能、资金回流及利润回报等方面形成了良好的协同效应及集群优势。
3. 公司房地产业务开发成本低、利润空间大,土地储备充足,为后续发展奠定了基础。
4. 公司核心子公司华侨城股份于 2016 年 1 月 6

日完成非公开发行，公司资本实力得以增强。

5. 公司EBITDA对本期中期票据覆盖能力强。

关注

1. 旅游行业易受外部环境影响，同时突发安全事故对公司旅游业务也会造成不利影响。
2. 受行业竞争激烈，彩电内销管理层频繁变动，家电行业优惠补贴资金的扣回等因素影响，康佳集团2015年净利润亏损12.76亿元，对公司整体盈利能力有一定负面影响。
3. 房地产行业受政策调控影响，行业景气度有所波动；商业地产受区域经济、居民消费水平影响大，区域分化现象凸显，公司部分项目或将面临一定去化压力。
4. 公司存货规模大，对资金形成一定程度占用。
5. 公司经营活动净现金流波动大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与华侨城集团公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与华侨城集团公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因华侨城集团公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由华侨城集团公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、华侨城集团公司 2017 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

华侨城集团公司

2017 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

华侨城集团公司（以下简称“华侨城集团”或“公司”）原名为“深圳华侨城经济发展总公司”，系根据国务院侨务办公室和国务院特区办公室（85）侨秘会字002号文等文件有关规定，于1986年5月13日成立的外向型经济开发区全民所有制企业。1996年8月，经广东省工商行政管理局核准公司更名为“华侨城经济发展总公司”。1997年10月，经广东省工商行政管理局核准公司更名为华侨城集团公司。1999年根据中央关于企业与主管机关脱钩的精神，公司与国务院侨务办公室脱钩，隶属中央大型企业工委管理。2003年3月，国家机构改革后，公司成为隶属于国务院国有资产监督管理委员会，以下简称“国务院国资委”管理的大型中央企业之一。公司为全民所有制企业，经多次国有资本注资、资本公积等转增实收资本，截至2016年9月底，公司实收资本113亿元。

公司经营范围：主营纺织品、轻工业品等商品的出口和办理经特区主管部门批准的特区内自用一类商品、机械设备、轻工业品等商品的进口（按【经贸部（92）外经贸管体审证字第A19024号文】经营），开展补偿贸易，向工业、旅游、房地产、商贸、金融保险行业投资，向包装、装潢、印刷行业及其关联产业投资和管理。公司出口商品转内销和进口商品的内销业务、旅游、仓库出租、文化艺术、捐赠汽车保税仓，会议展览服务（涉及许可证管理的项目，须取得相关的许可证后方可经营）；汽车（含小轿车）销售。

截至2016年9月底，公司拥有一级子公司8家；其中上市公司3家，分别是深圳华侨城股份有限公司（股票代码000069.SZ，以下简称“华侨城股份”）、华侨城（亚洲）控股有限公司（股票代码3366.HK，以下简称“华侨城（亚洲）

控股”）、康佳集团股份有限公司（股票代码000016.SZ、200016.SZ，以下简称“康佳集团”）。

截至2015年底，公司资产总额1369.57亿元，所有者权益合计506.91亿元（其中少数股东权益232.85亿元）；2015年公司实现营业收入506.93亿元，利润总额89.33亿元。

截至2016年9月底，公司资产总额为1627.72亿元，所有者权益合计为524.34亿元（其中少数股东权益253.56亿元）。2016年1~9月，公司实现营业收入322.12亿元，利润总额37.02亿元。

公司注册地址：广东省深圳市南山区华侨城；法定代表人：段先念。

二、本期中期票据概况

公司于2016年4月注册DFI（中市协注【2016】DFI15号），本次计划发行2017年度第二期中期票据（下称“本期中期票据”）25亿元，发行期限为3年。

本期中期票据为按年付息，到期一次性偿还本金。本期中期票据将用于补充流动资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经

理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016 年前三季度，中国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016 年前三季度，中国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016 年前三季度，中国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革

势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016 年前三季度，中国固定资产投资完成额同比增长 8.2%，增速较上半年回落 0.8 个百分点，较 1~8 月回升 0.1 个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长 3.1%、2.5%，较去年同期分别下降 5.2、7.9 个百分点，但较今年 1~8 月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP 加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016 年前三季度，中国社会消费品零售总额同比增长 10.4%，保持稳健增长，对 GDP 增长的贡献率达到 71%，是 2009 年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016 年前三季度，中国居民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016 年前三季度，中国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度中国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016 年前三季度中国对外直接投资增速较快。

在2016年前三季度经济运行总体平稳的态势下，中国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力。

四、行业分析

公司是一个跨区域、跨行业经营的大型中央直属企业集团，形成了以旅游、房地产、电子业务为主的经营架构。

旅游行业

1. 行业概况

2015年以来，中国旅游经济总体运行良好，从国家旅游局发布数据显示，2015年中国国内旅游突破40亿人次，出境旅游1.2亿人次。中国国内旅游、出境旅游人次和国内旅游消费、境外旅游消费均列世界第一。2016年前三季度，中国国内旅游人数33.6亿人次，入出境旅游总人数1.94亿人次，同比分别增长11%和3.70%。

2015年中国旅游业呈现自由行占主流市场的态势。在40亿人次国内游的人群中，自由行人群高达32亿人次，人均消费937.5元；1.2亿人次出境游旅客中，有2/3游客选择自由行，达到了8000万人次；2015年中国出境旅游购物市场规模已达6841亿元，其中自由行游客的消费占比超过80%。主要原因为：随着80后、90后消费能力逐渐提高，日趋成为旅游大军的中间力量，这使得游客群体呈现出年轻化的特点，旅游市场散客化自由行趋势更加明显。

图1 2005~2015年GDP与国内旅游收入



数据来源：国家旅游局和国家统计局

从旅游业的发展规律看，GDP 的增长和人均可支配收入的增加是旅游业发展的根本动力。近年来，随着国民经济的持续增长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市场收入规模呈现不断增长态势。2013~2015年，国内旅游收入分别为2.63万亿元、3.38万亿元和4.00万亿元，年均复合增长23.33%。2016年前三季度，国内旅游收入达到2.9万亿元，同比增长13.50%。

从旅游行业投资情况看，根据国家旅游局数据显示，2015年全国旅游投资达到10072亿元，同比增长42%，比全社会固定资产投资增速高32个百分点，较房地产投资增速高41个百分点；2016年前三季度，全国旅游业实际完成投资7972.3亿元，同比增长43.80%，远高于全国固定资产8.2%的投资增速。

总体看，在经济发展新常态下，中国旅游行业呈现平稳较快发展态势，旅游投资规模逐年快速增长，预计未来旅游市场散客化自由行趋势会越来越明显，可带动相关产业协同发展。

2. 政策环境

中国旅游业作为第三产业的主要支柱产业，其在调整产业结构、节约资源、创造就业机会、缩小区域发展差距、缩小城乡发展差距等方面具有明显的优势，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。

2014年8月9日，国务院以国发【2014】31

号印发《关于促进旅游业改革发展的若干意见》（以下简称《意见》），部署进一步促进旅游业改革发展，提出到2020年，境内旅游总消费额达到5.5万亿元，城乡居民年人均出游4.5次，旅游业增加值占国内生产总值的比重超过5%。

2015年8月11日，国务院办公厅发表《国务院办公厅关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》（国办发【2015】62号），提出实施旅游基础提升计划、旅游投资促进计划、旅游消费促进计划、乡村旅游提升计划、优化休假安排、加大改革创新力度等措施，以改善旅游消费环境、开辟旅游消费市场、培育新的消费热点、开拓旅游消费空间、激发旅游消费需求以及促进旅游投资消费持续增长。

2015年9月8日，国家发展改革委、国家旅游局发布开展景区门票价格专项整治工作的通知（发改价格【2015】2005号），通过开展门票价格专项整治工作、规范经营者价格行为、严格执行定价规则、程序、加强市场监管、建立景区质量等级评定与门票价格水平惩戒联动机制等措施，进一步营造良好旅游消费环境。

总体看，近年来国家政策对旅游行业的支持力度很大，旅游业外部政策环境良好。目前国内游依然是中国旅游行业中占比最大且发展趋势最好的市场，短期内在旅游细分市场中的支柱地位将不会被动摇；未来，随着中国中高收入人群的扩大，出境游市场将具备较大的发展空间。

3. 市场竞争

从国内旅游市场的竞争格局看，虽然中国旅游业的总体规模已经位居世界前列，但发展模式单一，产业形态落后，产业集中度低，行业秩序混乱，产品质量不高等深层结构问题依然存在，中国旅游企业的实力和规模也相对弱小。与国外有竞争力的旅游企业相比，中国旅游企业无论从资产规模、营业收入规模、盈利能力角度看，还是从业务地点分布、业务类型多样性角度看，都还存在相当巨大的差距。仅

从上市旅游公司的数量来看，到2015年末，全国A股上市公司共2855家，其中旅游行业上市公司仅有24家，占比不到1%。旅游行业上市公司比重较低的现象与旅游业在国民经济中的重要地位不太相称，也在一定程度上说明目前旅游行业企业的整体实力偏弱。

整体来看，受到旅游行业经营模式特殊性的影响，旅游企业之间即是相互依存的合作伙伴，又为相互排斥的竞争对手，旅游市场的竞争在一段时期内仍将较为激烈。从长远看，国家政策的出台有利于产业整合和市场规模，行业内劣势企业将在竞争中被淘汰，从而为优势企业进一步控制市场资源、提高市场占有率提供了机遇，行业长期竞争格局有望得到改善。

房地产行业

房地产行业在国民经济中具有重要地位，其发展态势关系整个国民经济的稳定发展和金融安全。2015年，在延续上年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，房地产开工面积增速和投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。房地产投资方面，2015年开发投资增速进一步回落，全年房地产开发投资9.60万亿元，同比增长1.0%；其中住宅投资6.46万亿元，同比增长0.4%。房屋开工/竣工面积方面，2015年全国房屋新开工面积15.4亿平方米，同比下降14.0%，其中住宅新开工面积10.7亿平方米，同比下降14.6%。

房地产销售方面，2015年受益利好政策的刺激，地产销售呈温和回暖，70个大中城市房价同比上涨城市个数增加，房地产贷款稳步上升，全国商品房销售面积为12.85亿平方米，同比增长6.5%，销售额为8.73万亿元，同比增长14.4%。

2016年1~11月，全国房地产开发投资93387亿元，同比名义增长6.5%；其中，住宅

投资 62588 亿元，增长 6.0%，增速提高 0.1 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 67.0%。2016 年 1~11 月，房地产开发企业房屋施工面积 745122 万平方米，同比增长 2.9%；其中，住宅施工面积 511416 万平方米，增长 1.6%。房屋新开工面积 151303 万平方米，增长 7.6%，增速回落 0.5 个百分点；其中，住宅新开工面积 104776 万平方米，增长 7.9%。房屋竣工面积 77037 万平方米，增长 6.4%，增速回落 0.2 个百分点；其中，住宅竣工面积 56379 万平方米，增长 5.3%。2016 年 1~11 月，房地产开发企业土地购置面积 19046 万平方米，同比下降 4.3%；土地成交价款 7777 亿元，增长 21.4%，增速提高 4.7 个百分点。2016 年 1~11 月，商品房销售面积 135829 万平方米，同比增长 24.3%；其中，住宅销售面积增长 24.5%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 17.5%。商品房销售额 102503 亿元，增长 37.5%，增速回落 3.7 个百分点；其中，住宅销售额增长 39.3%，办公楼销售额增长 46.5%，商业营业用房销售额增长 20.1%。

供求与信贷环境方面，2015 年，中国房地产市场区域分化仍较为严重，整体仍呈现供大于求，库存升至历史高位。其中，一线城市仍房价畸高，部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩、库存较高，房价承压。同期的土地成交市场偏弱，全国房地产开发企业土地购置面积为 22811 万平方米，同比下降 31.70%，降幅扩大；土地成交价款为 7622 亿元，同比下降 23.9%。分季度看，随着销售好转，2~4 季度土地购置面积降幅逐步小幅收窄，全年土地投资呈现出前低后高的走势。

近年来，房地产贷款稳步上升，保障房信贷支持力度加大。2015 年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 21.0 万亿元，同比增长 21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款 3.6 万亿元，较上年增加 8434 亿元，占各项贷款新增额的 30.6%，较上年有所扩大。保障房信贷方面，截至 2015 年末，全国保障性住房

开发贷款余额为 1.8 万亿元，同比增长 59.5%（增速提升 2.3 个百分点）；全年新增 6761.3 亿元，占同期房产开发贷款增量的 92.7%，较上年提高 37.7 个百分点。

政策环境方面，2015 年，国家进一步导向稳增长、调结构，积极聚焦于促消费，鼓励自住和改善性需求。2015 年 2 月 5 日起，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施，提振了市场信心。2015 年 10 月 29 日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对于居住功能需求和住房的升级需求。2016 年前三季度，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2 月 2 日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点。2 月 19 日，财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5% 的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 2% 的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征营业税。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》，明确指出支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房，有助于增强土地政策的适用性和灵活性，对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。

截至 2016 年 10 月 12 日，已有一线城市和部分二线城市出台房地产限购、限贷政策，主

要包括有上海、深圳、苏州、杭州、厦门、南京、武汉等。“十一”期间，中国 21 个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，包括限购限贷、提升首付比例等；房价备案制度方面，21 个城市中合肥、无锡、苏州、北京、福州、东莞、珠海、天津、南昌、上海出台房价备案管理政策，政策要求对于在售房源进行房价备案管理，在售房源需明码标价且不得高于备案价格；政策明确指出增加土地供给的城市有合肥、厦门、福州、深圳、无锡、南昌、上海；此外，对土地出让金支付期限提出限制的城市有福州、厦门、佛山、合肥。

总体看，2015 年以来房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

家电行业

经过二十多年的快速发展，中国家电工业已具有相当的规模。中国业已成为世界最大的家电生产国，冰箱、洗衣机、空调和彩电四大传统家电的产量均居世界首位，其中冰箱、洗衣机产量占全球 40% 以上，彩电产量占 50% 以上，空调产量占 70% 以上。

根据工业和信息化部数据显示，2015 年，家用电器行业主营业务收入 14083.9 亿元，累计同比下降 0.4%；利润总额 993.0 亿元，累计同比增长 8.4%。2016 年中国家用电器行业主营

业务收入 14605.6 亿元，累计同比增长 3.8%；利润总额 1196.9 亿元，累计同比增长 20.4%。从生产情况看，2016 年家用电冰箱累计生产 9238.3 万台，同比增长 4.6%；空调产量累计 16049.3 万台，同比增长 4.5%；家用洗衣机累计生产 7620.9 万台，同比增长 4.9%。从销售情况看，2016 年 1~12 月，家电行业产销率 94.9%，较 2015 年同期下降 0.1 个百分点；累计出口交货值 3725 亿元，累计同比增长 7.9%。

彩电行业方面，从产品结构来看，目前液晶电视市场占据彩电市场主体地位，外资彩电厂商利用其上游平板显示上的技术优势大力拓展市场，以及产品同质化，使国内彩电产品市场竞争激烈，国内整机生产企业盈利水平偏低。与此同时，全国性专业家电连锁和全国性超市连锁迅速扩张，其利用自身渠道优势，压低整机的价格，进一步挤压了彩电整机生产企业的利润空间。

从上游行业来看，由于国内企业配套技术尚不完善，不具备核心技术，生产平板电视的液晶和等离子面板，特别是大尺寸面板极度依赖进口。国内快速增长的需求，使得液晶面板成为继集成电路后电子信息行业第二大进口产品。由于液晶面板核心技术和生产能力主要集中于韩国三星电子、LG 显示器（LGD）、台湾友达、台湾奇美和日本夏普等几家大型跨国公司，供应商的议价能力较强。2012 年以来，国内彩电价格大幅下滑，企业利润空间被压缩，面临较大的压力。长期看，惟有通过加快彩电产业结构升级，扶持国内企业发展具有自主知识产权的显示面板生产技术，才能缓解行业上游关键环节缺失的瓶颈问题，形成产业链，提高行业整体竞争实力。

近年来，彩电行业市场逐渐趋于饱和，增速放缓，行业逐渐进入薄利时代，智能电视概念逐步普及，从 2012 年开始，智能电视开始井喷式增长，智能电视渗透率从 2012 年的 27% 多到 2015 年的 73%，在乐视、小米、PPTV 等互联网企业纷纷跨界进入智能电视行业，以低价策

略大力抢夺市场份额，大幅压缩行业毛利空间，对彩电行业形成了巨大冲击。

彩电行业发展呈现出如下特点：（一）彩电线上市场表现优异，据奥维云网（AVC）数据显示，2015年彩电线上市场零售量1301万台，同比增长65%，占整体市场的28%；线下市场零售量3373万台，同比下降8%。电商经过这几年的快速发展，市场越来越成熟，但线上的人口红利正在消失，电商亟需从线下发掘增量市场，其中以京东和阿里等为代表的电商纷纷积极布局O2O：2015年“京东帮服务店”在四至六线城市的线下店将超过1200家；阿里对接全国27个省，在全国5870个村设立了农村淘宝点；苏宁建立超过1000家苏宁易购服务站及600家苏宁易购自营店；乐视完成3800家线下体验店的开设，销量占比20%。（二）品牌商和渠道商积极开拓三四级农村市场，加之农村消费水平的不断提升，农村市场与城市市场彩电产品逐渐趋同，农村彩电产品同样向高端化发展。据奥维云网（AVC）数据显示，2015年农村彩电的平均尺寸达44.2英寸，低于城市0.6英寸；农村4K电视的渗透率为34.3%，低于城市2.3个百分点；农村智能电视渗透率为73.3%，高于城市0.7个百分点。农村产品需求与城市不断趋同。（三）2015年中国彩电业进入调整期，互联网品牌的低价策略使得品牌竞争日益激烈，品牌格局重新洗牌。2015年国内传统品牌的市场零售份额为77%，较去年下降3.8个百分点；互联网品牌的市场零售份额为10%，较去年上升5.1个百分点；韩系品牌市场零售份额为6%，较去年下降0.5个百分点；日系品牌零售份额为7%，较去年下降0.8个百分点。2015年互联网品牌市场份额快速提升，韩系产品保持外资电视品牌中的优势地位，而日系品牌份额逐年下滑。

总体看，随着农村消费群体收入水平的提高，平板电视在农村市场的更新普及程度加速。从目前农村市场的彩电百户拥有量来看，农村市场依然落后城市市场十年，是未来彩电企业重点开发的领域。互联网时代下的彩电产能过

剩造成行业生态链与价值链不断被重组分配，新的技术也带来消费需求升级从而改善经营的机会，但总体而言，挑战多于机遇，市场竞争进一步加剧。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司是国务院国资委管理的大型中央企业之一，国务院国资委持有公司全部股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争实力

公司是一个跨区域、跨行业经营的大型中央直属企业集团，培育了旅游及相关文化产业经营、电子及配套包装产品制造、房地产及酒店开发经营等国内领先的主营业务。公司拥有华侨城股份、华侨城（亚洲）控股、康佳集团三家境内外上市公司，以及锦绣中华、民俗文化村、世界之窗、欢乐谷、东部华侨城、华夏艺术中心、华侨城大酒店、威尼斯酒店、茵特拉根大酒店、城市客栈等一系列国内著名的企业 and 产品品牌。

公司各旅游景区先后荣获首批“全国文明风景旅游区”、首批“国家5A级旅游景区”、首批“国家级文化产业示范基地”、首个“国家生态旅游示范区”等称号。根据国际主题公园行业权威机构TEA（主题休闲娱乐行业协会）和ERA（经济研究事务所）的数据统计，公司主题乐园在2015年的游客接待量达3018万人次，同比增长7.8%，再次进入世界主题公园集团四强。在亚太地区主题公园二十强榜单中，华侨城旗下的深圳东部华侨城景区、深圳世界之窗分别位列亚太地区主题公园第十二位和第十四位。

公司下属子公司深圳华侨城房地产有限公司（以下简称“华侨城房地产”）是最早被列为国资委大力扶持发展房地产业的全国五大中央企业之一，目前已发展成为“中国旅游主题地产第一品牌”。华侨城房地产获得“中国房

地产品品牌价值TOP10”、“中国房地产旅游地产领先品牌”、“中国人居60年功勋企业”、“深圳房地产企业销售10强”等多项荣誉。

公司华侨城酒店品牌行业地位不断提升，获得“国际饭店业杰出贡献奖”、“中国最佳主题酒店领军品牌”、“全联房地产商会酒店投资商会联席会长单位”、“中国最佳酒店管理集团”、“中国酒店业十大影响力国内酒店品牌”等多个行业荣誉。

3. 人员素质

公司总经理段先念先生，1958年出生，硕士研究生学历，高级经济师。曾任西安曲江文化产业投资（集团）有限公司董事长、总经理，西安市人民政府党组成员、市长助理、副市长（正厅级），同时任西安曲江新区党工委书记、管委会主任。西安曲江文化产业投资（集团）有限公司董事长、总经理，西安市大明宫遗址区保护改造办公室主任，陕西文化产业投资（集团）控股有限公司党委书记、董事长（正厅级）。现任华侨城集团总经理、党委书记。同时兼任中华文化促进会副主席，陕西中华文化促进会主席。

截至2016年9月底，公司（合并口径）在职员工43016人，按教育程度分类，具有大专以上学历的员工占38%；按技术职称划分，公司具有初级技术职称以上的占6%；按年龄构成划分，公司员工30岁以下的占55%、30~50岁的占41%、50岁以上的占4%。

总体看，公司高层管理人员综合素质较高，具备多年的相关业务经历和企业管理经验，有利于公司的长远发展。员工年龄结构合理，能够满足公司经营需要。

4. 科研水平

公司注重战略研究与技术研发工作。旅游方面，公司下属的华侨城股份成立了中国首家文化旅游与主题公园产业领域的企业研究院——华侨城旅游研究院，从行业研究、项目策

划、产品研发、品牌管理等方面提升公司的自主创新能力。电子方面，康佳集团拥有国家级的技术开发中心和博士后工作站，并构建了中央研究院—产品开发中心—专业设计所的三级研发体系，具备电子信息技术开发实力，目前康佳集团已在彩电和手机研发领域掌握了诸多关键技术和部分核心技术，并且形成了独特的产品研发优势。纸包装方面，华侨城（亚洲）控股的下属企业深圳华力包装贸易有限公司（以下简称“深圳华力”）与中国纸制品研发检测中心合作组建的“中国包装华南地区纸制品研发检测中心”，是全国仅有的三家研发检测中心之一，并且是唯一的企业合作项目，该中心参与国家行业标准的制定和修改。

总体看，公司科研水平较高，能够满足公司可持续发展的需要。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司为全民所有制企业，是享有独立法人资格的经济实体。公司的投资者为国务院国资委，国务院国资委任免公司法定代表人，审议批准公司章程、公司利润分配和弥补亏损方案，审批公司转让出资和办理财产转移手续，对公司的财产实施监督管理。

公司不设董事会和股东会，设总经理一人，为公司法定代表人，由国务院国资委委派。总经理主持公司的日常经营管理工作，决定公司的经营计划和投资方案，制定公司年度财务预算方案、决算方案，利润分配和弥补亏损方案，决定公司任免副总经理方案。

2. 管理制度与管理水平

公司注重完善管理制度和提升管理水平，于2006年聘请科尔尼管理咨询公司的专家小组进行管理诊断，对公司组织架构、关键流程、薪酬体系、品牌推广等方面进行梳理，建立了一套更有效、更深入的适应跨行业、跨区域发展的企业监管体系，公司也由“战略与控股型”

向“战略、控股与经营型”转变，管理控制能力逐步加强。

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

投资管理方面，公司通过实施投资决策管理规定，进一步规范和明晰了集团新项目投资决策中的权限和流程，规范了子公司和重点项目的投资活动。固定资产投资方面，单一项目、总投资在2000万元以上的投资活动必须报集团总裁办公会批准；股权投资方面，股权投资（包括并购）、撤资均要报送集团总裁办公会批准；无形资产投资方面，所有涉及土地使用权转让或出让项目、2000万元以上的其他无形资产投资项目均需报送集团总裁办公会批准；新项目投资决策管理方面，集团及所有下属公司发现的投资机会，应上报给总裁办公会，根据项目投资规模、复杂性和战略考虑来决定是否该投资决策要在集团层面做出。

内部审计方面，审计部对公司职能部门主要业务流程执行情况进行审计，对企业负责人进行任中经济责任审计，实现了对业务流程全方位的审计监督，公司内部审计工作已由财务审计向以内部控制和风险管理为导向的管理审计转变。

信息化管理方面，为深化科尔尼方案，公司启动了信息化建设“007工程”，构建信息化组织体系，推进应用系统建设（网站改版、视频会议系统建设、财务信息系统实施及协同办公系统建设等），建立了信息化规范和标准，管理流程得到优化，管理效率有所提高。

标准化管理方面，公司于1998年率先在全国将ISO9000国际标准质量体系认证引入旅游

景区的质量管理，2001年又通过了环境管理体系ISO14000及职业安全卫生OHSAS18000的认证；公司组织撰写了《华侨城旅游服务标准》并在各下属旅游企业中广泛推行。

3. 下属子公司的管理

公司为股权管理型企业，为加强对子公司的控制，保证公司利益在子公司的有效体现，公司制定并实施了《外派产权代表管理办法》。公司派任下属全资子公司、控股公司、参股公司的董事长、副董事长和董事。公司选择的外派产权代表，传达公司总裁办公会的决定、代表公司利益投票、向公司汇报下属企业出现和面临的问题、就企业对董事会决议的实施情况进行跟踪检查、督促企业及时向公司上缴应分配的利润等职责。

公司制定了产权代表定期报告制度，由未在所属上市公司担任董事长或总裁（总经理）的公司领导召集派往上市公司任职的产权代表，每月月中和月末在集团总部定期召开会议，由产权代表报告上市公司重要经营活动、重要资产与人事变动等情况。

公司对于所属企业的投资、融资、非经营性债权债务、资产处置、诉讼及其他日常经营管理活动，实行财务授权管理，加强了对子公司、重大项目在资本运作、资金往来、资产等重大财务事项的管理和控制。公司对下属子公司实行资金有偿占用制度，按季度收取占用费。2007年起，公司下属子公司的考核标准与国资委考核体系接轨，公司管理效率得到提高。

总体看，公司整体运作规范，综合管理水平较高。

七、重大事项

事项一 华侨城股份非公开发行

2016年1月6日，子公司华侨城股份非公开发行人民币普通股（A股）8.52亿股，发行价格为6.81元/股，本次发行对象分别为华侨城集团、前海人寿和钜盛华，扣除承销及保荐费

用、发行登记费以及其他交易费用后，华侨城股份净募集资金共计人民币 57.27 亿元。此次非公开募集资金，将用于收购公司持有的武汉华侨城 15.15%股权、上海华侨城 9.87%股权、酒店管理公司 38.78%股权，投资于深圳市华侨城西北片区 2 号地项目、西北片区 3 号地项目、重庆华侨城一号地块项目以及偿还借款。本次非公开发行完成后，公司持有华侨城股份股权比例为 53.47%，保持控股股东的地位，国务院国资委仍为华侨城股份的实际控制人。截至 2016 年 9 月底，公司持有华侨城股份的股权无质押。

联合资信认为，本次非公开发行的完成一定程度上增强了公司资本实力，有利于公司旅游地产板块规模的扩展，同时提高财务弹性。

事项二 康佳集团董事会、监事会、高管方面人员发生重大变动

2015 年 5 月 28 日，康佳集团 2014 年年度股东大会对董事局、监事局进行换届选举，选举靳庆军先生、宋振华先生、陈跃华先生、刘凤喜先生为第八届董事局非独立董事，选举张民先生、肖祖核先生、张述华先生为第八届董事局独立董事，张光辉先生、郝刚先生为第八届监事会监事；2015 年 6 月 4 日，康佳集团董事局选举张民先生为董事局主席，同日，选举郝刚先生为第八届监事会监事长。

2015 年 6 月 18 日，张民董事辞去董事局主席的职务，会议选举刘凤喜先生为康佳集团第八届董事局主席。2015 年 8 月 27 日，康佳集团原董事局秘书肖庆先生辞去董事局秘书的职务，聘任肖庆先生为康佳集团常务副总裁。2015 年 9 月 10 日，康佳集团第八届董事局第五次会议暂停刘丹先生担任的康佳集团总裁职务，决定聘任董事局主席刘凤喜先生同时兼任康佳集团代理总裁。2015 年 9 月，宋振华先生辞去董事局董事的职务及副总裁职务，张民先生辞去董事局独立董事的职务，张光辉先生辞去监事会监事的职务，刘丹先生辞去总裁职务；

2015 年 10 月 20 日，康佳集团监事会决定提名王友来先生为第八届监事会非职工监事候选人；同日，董事局第六次会议决定提名何海滨先生为第八届董事局非独立董事候选人，提名孙盛典先生为第八届董事局独立董事候选人；2015 年 12 月，万里波先生请求辞去康佳集团副总裁职务；2016 年 5 月，康佳集团副总裁林盖科先生向公司董事局提出辞去公司副总裁的职务；2016 年 10 月，康佳集团常务副总裁肖庆先生辞去常务副总裁职务。

截至 2017 年 3 月 9 日，康佳集团董事局人员 7 名，包括 4 名非独立董事刘凤喜先生、靳庆军先生、陈跃华先生、何海滨先生和 3 名独立董事孙盛典先生、肖祖核先生、张述华先生，刘凤喜先生任董事局主席同时兼任康佳集团代理总裁；监事会人员 3 名。截至 2017 年 3 月 9 日，公司在康佳集团董事局席位为 5 名，监事会席位为 3 名。

联合资信关注到，此次董事局、监事局以及高管人员的重大变动对康佳集团产品规划战略以及经营效率带来较大冲击。随着公司管理人员和团队的确立，康佳集团管理层将逐步趋于稳定。联合资信将持续关注康佳集团的运营情况。

事项三 收购深圳市恒祥基房地产开发有限公司

2015 年 6 月，公司全资子公司华侨城房地产与深圳市花伴里投资股份有限公司（以下简称“花伴里”）签署了《股权转让与合作协议》等相关文件。根据协议约定，华侨城房地产收购花伴里持有的深圳市恒祥基房地产开发有限公司（以下简称“恒祥基房地产”）51%的股权。

恒祥基房地产成立于 1998 年，是一家民营企业，主要业务集中在深圳的旧村、旧城改造，多年来积累了丰富的城市更新及旧改经验，土地资源丰富。恒祥基房地产项下对应

首批六个深圳城市更新项目¹，预计可售面积为641498平方米，尚有13个城市更新项目处于合作意向、立项等前期阶段，用地面积预计1191723平方米。

根据中企华评报字（2015）第3361号，以2015年4月30日为评估基准日，评估恒祥基净资产账面价值1297.48万元，评估价值452242.58万元，根据股权转让协议及相关补充协议，本次交易采用“股权账面价值收购+未来投资合作开发分红补偿”的方式进行，项目总投资款28.05亿元，本次股权转让价格为661.72万元，已增资款5610万元，控制权补偿款15000万元，单方增资款89000万元，保证金170228万元。截至2016年9月底，华侨城房地产已向恒祥基原股东支付保证金66728.28万元。

通过此次收购，公司参与了城市更新业务，有效拓宽了公司在深圳获取土地资源的渠道，公司第一个旧改项目恒祥基水门逸欣园已于2015年11月开盘销售。

八、经营分析

1. 经营概况

目前公司主营业务以“旅游”、“房地产”和“电子”为核心，涵盖了主题公园经营、房地产开发、酒店经营及电子等业务。

2013~2015年，公司主营业务收入有所波动，分别为479.64亿元、501.62亿元和497.83亿元。从业务构成来看，近三年旅游综合业务、房地产业务和电子业务合计占比均在90%以上，其中电子业务三年比重分别为41.19%、38.03%和33.91%，呈下降趋势，主要是康佳集团受行业竞争激烈，彩电内销管理层频繁变动，家电行业优惠补贴资金的扣回以及汇率波动等综合因素影响，收入下滑所致，2015年电子业务实现收入168.83亿元，同比下降11.50%；近三年旅游综合业务收入波动较大，2015年实现

收入123.21亿元，同比下降18.80%，占主营业务收入比重24.75%，同比下降5.5个百分点，主要是由于旅游综合项目中旅游地产收入确认规模受推盘进度影响波动较大所致；房地产业务占比逐年提升，2015年，受益于公司多处房地产项目的持续热销以及当期结转收入增加的影响，公司房地产业务收入同比大幅增长31.12%，为195.80亿元，占主营业务收入比重39.33%，同比增加9.56个百分点。整体来看，受上述因素综合影响，2015年公司主营业务合计略有下降，为497.83亿元，同比下降0.76%。

从毛利率来看，2013~2015年，公司电子业务毛利率有所下降，三年分别为16.67%、13.66%和12.57%；旅游综合业务板块毛利率一直维持在40%以上，2015年为42.51%，同比下降6.72个百分点，盈利能力仍较强；公司房地产业务毛利率较高，近三年均维持在58%以上，2015年为59.58%，同比下降6.42个百分点，主要是由于2015年销售的产品结构及地域不同导致毛利率有所差异。总体看，公司主营业务毛利率近年保持较高水平，2015年为38.41%。

¹ 水门、沙井后亭项目已经获取土地并开工；龙胜、沙井工改商项目已经通过专项规划；珠光二期及新木新村处于专项规划申报审批阶段。

表1 公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

业务板块	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电子业务	1975455	41.19	16.67	1907539	38.03	13.66	1688251	33.91	12.57	1461724	45.38	14.13
旅游综合业务	1310669	27.33	49.34	1517389	30.25	49.23	1232058	24.75	42.51	1070923	33.25	41.22
房地产业务	1422572	29.66	58.71	1493318	29.77	66.00	1957982	39.33	59.58	788647	24.48	55.44
包装业务	75998	1.58	9.30	83228	1.66	11.80	82303	1.65	11.44	61202	1.90	11.64
其他业务	11729	0.24	-9.80	14684	0.29	11.45	17729	0.36	2.77	25559	0.79	52.25
小计	4796423	100.00	37.89	5016158	100.00	39.96	4978323	100.00	38.41	3408055	105.80	32.45
内部互相抵消	--	--	--	--	--	--	--	--	--	186864	5.80	47.69
主营业务合计	4796423	--	--	5016158	--	--	4978323	--	--	3221191	100.00	31.56

资料来源：公司提供

2016年1~9月，公司实现主营业务收入322.12亿元，同比增长5.91%，为2015年收入的64.70%。其中，电子业务实现收入146.17亿元，同比增长13.07%，当期毛利率为14.13%，较2015年全年提升1.56个百分点；旅游综合业务实现收入107.09亿元，同比增长31.03%，主要是由于旅游地产结转收入增加所致，当期毛利率41.22%，较2015年全年变动不大；房地产业务实现收入78.86亿元，同比下降9.93%，当期毛利率55.44%，较2015年全年小幅下降4.14个百分点；公司当期主营业务毛利率为31.56%。总体看，公司主营业务收入结构较为稳定，主业盈利能力强。

2. 旅游综合业务

公司旅游综合业务主要包括主题公园开发经营、配套住宅及商业地产开发和商用物业租赁服务。公司作为拥有国内主题公园领先品牌的大型中央直属集团，多年来坚持采用“旅游+地产”的经营模式，围绕旅游地产在周边布局居住及商务功能项目，进行项目成片综合开发，从而以较低成本获取土地，并通过旅游业和房地产业的良性互动，实现较高利润回报。

目前公司旅游综合业务主要由华侨城股份

经营，华侨城股份于1997年9月成立，并于当月在深圳证券交易所挂牌上市，主要经营主题公园和房地产开发。截至2016年9月底，公司持有华侨城股份53.47%的股权。截至2015年底，华侨城股份资产总额1152.66亿元，权益总额421.76亿元，2015年实现营业收入322.36亿元，利润总额73.32亿元；截至2016年9月底，华侨城股份资产总额1357.49亿元，权益总额444.85亿元，2016年1~9月，华侨城股份实现营业收入75.90亿元，利润总额16.93亿元。

公司旅游综合业务收入来源主要包括景区门票收入、地产销售收入、园区配套物业租售收入及其他业务收入（园区内消费收入和文化演艺项目收入等）。2015年，公司主要景区接待游客人数为2760万人次，同比增长6.69%。受旅游地产销量影响，2015年公司旅游综合业务收入123.21亿元，同比下降18.80%，毛利率42.51%，同比下降6.72个百分点。

公司旅游综合业务板块由华侨城股份的欢乐谷事业部及旅游事业部共同运营，其中欢乐谷事业部主要负责运营包含“欢乐谷”主题公园的综合项目。2000年以来，华侨城股份开始实施扩张战略，先后在深圳、北京、上海、成都、武汉、天津六个区域建成“欢乐谷”主题

公园，并在其周围布局住宅、商业、酒店等多种业态，形成北京华侨城、上海华侨城、成都华侨城、天津华侨城等多个旅游综合项目。

截至2016年9月底，深圳欢乐谷²、欢乐海岸及北京华侨城项目已经全部完工。上海华侨城项目总投资34亿元，总占地面积65.60万平方米，位于上海市松江区佘山国家旅游度假区，欢乐谷、玛雅水公园已开业。员工宿舍11万平方米，2016年6月竣工验收并入住。目前在建项目主要为主题酒店项目，项目建筑面积2.5万平方米，预计2017年8月竣工。上海华侨城商业物业租赁面积0.79万平方米，租赁比例94%。

成都华侨城总投资139亿元，总占地面积171.84万平方米，其中欢乐谷公园已于2009年1月开业。配套住宅项目总建筑面积127.05万平方米，分六期开发，前五期已经全部验收并交付，第六期项目目前已达预售状态，项目整体销售比率91%。商业物业总建筑面积15.20万平方米，业态包括购物中心、写字楼等，目前写字楼已竣工，购物中心已完成土方等前期工程的施工，商业物业整体销售比例57%；商业物业租赁面积7.7万平方米，出租率99%。

武汉华侨城总投资161亿元，总占地面积211.81万平方米，主体公园板块方面，欢乐谷公园、水公园、玛雅酒店、哈克公园已全部开业。住宅项目分两块地，其中A地块分三期开发，前两期已交付，第三期目前正在开发建设；B地块分两期开发，一期低密度、高层完成建筑施工图，二期尚未开建；项目整体销量比率82%。武汉华侨城商铺均为自持，物业租赁面积3.04万平方米，出租率86%。

天津华侨城总投资160亿元，总占地面积204.60万平方米，欢乐谷公园已于2013年7月开业。配套住宅地产项目总建筑面积134.93万平方米，尚有大部分地块未开工，项目整体销售比例27%。商业项目中沿湖商业已竣工验收，现阶段为空置状态，商业项目出租及去化压力

较大。

重庆华侨城正在建设中，总投资206亿元，总占地面积95.01万平方米，欢乐谷公园及水公园预计2017年6月18日开园。住宅总建筑面积170.19万平方米，截至2016年9月底，住宅项目一期正在开发。商用物业总建筑面积35万平方米，包括写字楼、酒店等业态，目前办公楼主体结构及二次结构已完成，内外装、总平完成80%，会所主体结构及二次结构已完成，内外装、总平完成60%，截至2016年9月底，商用物业销售比例38%。

公司于2015年12月获取南京地块，未来预计建设欢乐谷公园及配套综合项目，目前尚未开发。

旅游事业部运营东部华侨城、云南华侨城、宁波华侨城及泰州华侨城四个非欢乐谷综合项目。东部华侨城业态包括住宅、体育公园、酒店等，目前已经全部完工。

宁波华侨城包括欢乐海岸项目及四明山项目，欢乐海岸项目由住宅、商业综合体及体育公园构成，其中住宅分四期开发，一期及二期已达预售条件的楼盘已全部销售，商业综合体拟全部自持，目前处于开发阶段；四明山项目受城区重新规划及土地分批供给等因素影响尚未开发，导致整体销售比率仅为5%。

泰州华侨城项目包含旅游、温泉酒店、住宅及体育公园等多种业态，住宅项目分四期开发，前两期项目已开发完毕，受地理位置局限等因素影响，去化程度慢，三、四期尚未开工，由于项目前期投资较高且市场环境等因素影响，项目2012年以来进入亏损状态。

云南华侨城项目包含住宅、温泉水公园及体育公园等多种业态，其中温泉馆于2013年10月试营业，室外水乐区于2014年上半年投入使用，体育公园于2013年5月试营业，住宅项目受地理位置等原因影响，去化程度慢。

整体来看，公司拥有国内领先的主题公园品牌及运作经验，依托于其良好的品牌效应，借助“旅游+地产”的开发模式，在多个大中型

² 仅包含欢乐谷项目，配套商业及住宅地产由华侨城房地产开发建设。

城市实现旅游综合项目的布局，并形成良好的协同效应及集群优势，在土地成本及资金实力方面保持显著优势。同时联合资信也关注到，部分项目尚处于投资初期，未来存在一定资本

支出压力，且部分项目受限于地理位置，去化能力较慢。整体来看，公司旅游综合项目运营情况保持稳定，盈利能力较强。

表 2 华侨城主题旅游综合项目开发情况（截至 2016 年 9 月底）

项目名称	总投资 (亿元)	总占地面积 (万平方米)	主题公园板块	旅游地产板块			商用物业板块		
				总建筑面积 (万平方米)	销售比率	建设进度	商业租赁面积 (万平方米)	租赁比率	商业物业建设进度
北京华侨城	58	123.44	欢乐谷三期改造及室内大馆已全部完工，并对外开放	71.70	96%	已完工	4.50	98%	--
深圳欢乐谷	13	35.00	1998 年 10 月对外开放	--	--	--	1.21	97%	--
上海华侨城	34	65.50	1、欢乐谷、玛雅水公园已开业；员工宿舍已竣工。 2、主题酒店项目一期建筑面积 2.5 万平米，预计 2017 年 8 月竣工。	--	--	--	0.79	94%	--
成都华侨城	139	171.84	已于 2009 年 1 月 18 日正式对外营业；欢乐谷三期：三期两台过山车已订货，合同金额 1.3 亿，三期用地苗木已移植，围挡已安装。	127.05	91%	地产六期进度：降水井降水，护壁修复完善，锚杆施工完成，目前正在进行报建资料准备，基坑观测，基坑降水。等待施工设计图纸。	7.70	99%	商业物业总建筑面积 15.20 万平方米，销售比例 57%。进度：1、写字楼已竣工；3、购物中心：完成土方等前期工程。
武汉华侨城	161	211.81	1、欢乐谷公园、水公园、玛雅酒店、哈克公园已开业； 2、前广场建筑群已全面竣工并投入使用； 3、前广场商业已竣工开业，开业商家 20 户。	197.34	54%	共两地块，其中 A 地块共三期，一期、二期已交付，三期在建，目前已完工 50%；B 地块共两期，现一期低密度、高层完成建筑施工图，二期尚未开建。	3.04	84%	--
天津华侨城	160	204.60	已于 2013 年 7 月 27 日正式营业	134.93	27%	1、C 地块一期南北区、高层一期至高层三期 A、桥湾完工。高层三期 B 结构封顶； 2、A3 地块别墅主体施工；3、A3 地块洋房一期基础开工。	--	0.00%	沿湖商业已竣工验收，现阶段为空置状态。

欢乐海岸	42.87	56.00	1、创展中心、曲水湾、旅游信息中心、水秀、万豪行政公寓等已正式对外营业； 2、购物中心于 2015 年 12 月全面开业。	5.91	100%	已通过住建局竣工验收备案并全部销售。	11.09	96%	购物中心于 2015 年 12 月全面开业。
重庆华侨城	206	95.01	1、水公园：完成水公园整体规划方案优化及 10%方案设计； 2、陆公园：完成陆公园整体规划方案。	170.19	0.00%	1、一期多层：土方、护壁工程完成，总包做进场准备。 3、一期高层：完成情况：土方开挖完成 10%、档墙单位进场。	--	--	1、办公楼：主体结构、二次结构完成，内外装、总平完成 80%。 2、会所：主体结构、二次结构完成，内外装、总平完成 60%。
东部华侨城	101	837.40	于 2007 年 9 月 28 日正式开始运营；大侠谷项目基本完工，并于 2009 年 5 月 1 日对外试营业，8 月 1 日全面开业。	14.48	99.38%	天麓 1、2、7、6、8、9、3、5 区地块已全部完工。	--	--	--
泰州华侨城	21	206.98	公园练习场已于 2010 年 1 月 1 日试业并于 4 月 28 日正式开业；公园球场及会所已于 2010 年 10 月 1 日对外试业；古寿圣寺景区已于 2011 年 7 月 23 日竣工并试业；温泉 VIP 加建洋楼主体完工。	31.79	12%	地产一期(一、二批)、地产二期(一批)已全部完工，地产二期(二批)、三期、四期还未开工。	0.47	67%	已全部完工，陆续出租
云南华侨城	80.00	389.65	温泉大馆于 2013 年 10 月试营业，室外水乐园将于 2014 年上半年投入使用；体育公园于 2013 年 5 月试营业；生态花谷、人工湖及湿地公园、滇越铁路等项目，正在进行概念设计、岩土工程勘查等前期工程。	50.00	10%	1、天麓一区、群樱荟、馨香园已竣工验收完成； 2、天麓二区目前处于在售，工程于 2012 年 12 月竣工验收完成。	--	--	--
顺德华侨城	120	90	尚未取得公园用地，目前为前期设计	86.80	13%	顺德华侨城天鹅湖一期部分竣工验收，二期基本完工，三期高层主体施工。	9.10	0.00%	已完成大部分土方工程，尚未建成，所以未对外出租

宁波华侨城	139	212.33	--	96.95	11%	欢乐海岸: 1、B5 地块:精装修工程均完成 90%以上,除墙地砖铺贴 50%,小区主入口廊架干挂完成 70%。 2、B4 地块:主体结构施工均完成,3#楼二次结构施工亦完成,除 3#楼外的二次结构施工完成 80%;公司区域地库土方开挖完成 80%。 3、C2 住宅一期: ①景观结构完成 50%;景观绿化完成 50%;②土方开挖。 假日湾一期: 1、南线道路:粗沥青铺设完成 70%,浆砌片石排水沟砌筑完成; 2、景观示范区样板段:树木种植完成,地被铺设完成。	--	--	--
-------	-----	--------	----	-------	-----	--	----	----	----

资料来源:公司提供

公司酒店业务管理方为公司下属的深圳市华侨城国际酒店管理有限公司(以下简称“酒店管理公司”),截至2015年底,酒店管理公司资产规模4.91亿元,权益规模3.50亿元,2015年实现收入1.16亿元,利润总额0.65亿元。截至2016年9月底,酒店管理公司资产规模5.00亿元,权益规模3.27亿元,2016年1~9月实现收入0.79亿元,利润总额0.21亿元。

截至2016年9月底,公司拥有和管理酒店近50家,客房数量一万余间,其中已开业酒店30家,客房约6000间,覆盖北京、上海、广州、深圳等全国重点城市。公司旗下拥有“华侨城大酒店”、“威尼斯酒店”、“奥思廷酒店”、“城市客栈”等多个酒店品牌,从白金五星级到经济型酒店,品牌体系较为完善,各酒店在区域市场内具备较高影响力。华侨城大酒店、

威尼斯酒店和海景酒店的入住率、间房收益等指标分别位居各细分市场的前列。经营模式方面,华侨城大酒店与国际知名品牌洲际酒店集团合作,委托洲际酒店集团进行管理,华侨城大酒店经营收入由公司获取,洲际酒店集团作为专业化管理方,根据经营业绩按一定比例收取管理费;其余酒店品牌均为公司自营。

此外,公司积极发展管理输出服务,进一步拓展了业务领域。公司输出管理的东部华侨城房车酒店、瀑布酒店、大华兴寺菩提宾舍已相继开业,茵特拉根酒店群成为中国酒店业新的示范点。酒店管理公司还为“昆明海埂国际会议中心酒店项目”、“泰州华侨城酒店项目”、“长沙现代投资酒店项目”和“九华山五星级度假酒店项目”等提供了高星级酒店顾问咨询服务。

表3 2016年9月底华侨城主要酒店经营情况

	万豪酒店	华侨城大酒店	威尼斯酒店	茵特拉根酒店	菩提宾舍	茵特拉根房车酒店	欢乐海岸-万豪行政公寓
星级	白金五星	白金五星	五星级	五星级	五星级	四星级	未评星级
客房数(间)	356	540	368	287	21	180	157
接待游客(人次)	330542	556729	289631	53395	3097	40262	46928

入住率 (%)	72%	77%	75%	34%	27%	41%	75%
平均房价 (元)	649	1010	783	1083	1127	435	1583
	茵特拉根瀑布酒店	茵特拉根黑森林酒店	海景酒店	创意文化	泰州温泉奥思廷酒店	武汉玛雅海滩酒店	欢乐海岸-蓝汐精品酒店
星级	四星级	四星级	四星级	未评星级	未评星级	四星级	未评星级
客房数 (间)	326	312	436	2657	252	215	57
接待游客 (人次)	69691	70549	319241	307751	437379	138489	14414
入住率 (%)	39%	42%	82%	73%	33%	58%	76%
平均房价 (元)	524	591	494	275	311	380	1296

资料来源：公司提供

在传统的主题公园、酒店经营基础上，公司积极尝试新的文化旅游盈利模式。公司下属深圳华侨城国际传媒演艺有限公司（以下简称“传媒演艺公司”），主要运营传媒演艺，重点演艺节目包括国风、锦州世博园晚会、彩车、特技剧、极力道等。公司下属深圳华侨城文化旅游科技有限公司（以下简称“文化科技公司”）主营游乐项目技术开发、策划和设计等。文化科技公司开发的影视动画、网络游戏、娱乐终端等数字文化衍生产品已经在相关领域处于领先地位，为欢乐谷等华侨城主题公园、度假区产品创新提供了内容原创及设备制造支持。

房地产业务

公司房地产业务包含旅游综合项目中配套的住宅及商业地产项目（计入旅游综合业务收入），以及华侨城房地产旗下的房地产开发业务（计入房地产业务收入）。□截至2015年底，华侨城房地产资产总额588.70亿元、权益总额196.44亿元、2015年实现收入153.46亿元，利润总额59.96亿元；截至2016年9月底，华侨城房地产资产总额732.71亿元、权益总额196.44亿

元，2016年1~9月实现收入72.78亿元，利润总额18.58亿元。截至2016年9月底，子公司华侨城股份持有华侨城房地产100%股权。

公司房地产项目类型包括：住宅、别墅、公寓、商业、写字楼、酒店、创意产业园等，公司房地产业务的市场定位为“以旅游项目为基础低成本拿地，以成片综合规划开发中高端住宅”，开发成本低，利润空间大。公司商品房销售定位于高端市场，采取主题社区的设计方案，商品房单位售价一般高于区域内平均售价。以下主要分析除旅游综合项目外房地产业务的情况。

近年来，除旅游综合业务项目外，公司先后在深圳、上海、西安等地推进房地产业务发展，房地产开发及收入规模持续增长。目前华侨城房地产公司主要开发项目包括深圳本部项目、上海苏河湾项目和新浦江城项目。截至2015年底，在开发的房地产项目总占地面积85.61万平方米，规划总建筑面积260.8万平方米，项目总投资488.45亿元，其中2015年新开工建筑面积8.78万平方米，竣工面积54.73万平方米，截至2015年底，项目累计投资253.90亿元。

表4 2015年房地产业务开发情况

城市	项目名称	权益比例	占地面积 (万平方米)	规划总面积 (万平方米)	预计总投资额 (亿元)	截至15年底累计实际总投资 (亿元)	开发进度 (%)	15年新开工建筑面积 (万平方米)	15年竣工建筑面积 (万平方米)	截至15年底累计竣工建筑面积 (万平方米)
深圳	本部	100%	33.38	105.45	146.06	49.62	33.97	26.80	5.53	10.64

	宝亭锦园	51%	2.05	12.43	10.00	3.99	39.90	12.43	--	--
	水门逸欣园	51%	1.50	5.69	4.00	2.15	53.75	5.28	--	--
上海	红山	50%	10.99	17.58	62.37	30.56	49.00	--	--	--
	苏河湾	83.16%	7.10	28.22	138.41	118.09	85.32	--	--	15.19
	新浦江城	86.12%	15.16	29.32	34.87	8.78	25.18	--	--	--
	西康路989	100%	4.01	16.45	47.74	9.76	20.44	--	--	7.79
西安	天鹅堡	60%	11.42	45.66	45.00	30.95	68.78	--	3.25	21.11
合计			85.61	260.80	488.45	253.90	44.51	8.78	54.73	85.61

资料来源：华侨城股份年报

注：不包含旅游综合项目中房地产业务开发情况。

深圳本部项目主要系公司在深圳华侨城片区，借助主题公园开发建设的成果，进行配套建设的一系列住宅项目。目前已建成项目包括波托菲诺、纯水岸、天鹅堡、东方花园、锦绣花园、海景花园、中旅广场等，在建及拟建的有华侨城大厦及康桥佳城商用房项目，深圳本部项目占地面积33.38万平方米，规划总建筑面积105万平方米，项目总投资额146.06亿元，截至2015年底累计投资33.97%。

上海苏河湾项目位于上海市闸北苏州河北岸的核心区域，是上海市确定的首批现代服务业集聚区之一，苏河湾1号地块距离上海市中心南京路及人民广场800米，地理位置优越，未来公司将在上海市的核心区域打造一个包含文化创意、休闲旅游、都市娱乐、商务办公和高档居住与一体的大型城市综合体，项目地价70.2亿元，总占地面积7.10万平方米，规划总建筑面积28.22万平方米，项目总投资138.41亿元，截至2015年底累计投资85.32%。

房地产销售方面，2015年，房地产板块在国内政策趋向宽松的引导下，运营环境较2014年显著改善，公司深圳本部推出的香山美墅一期和燕晗山苑项目、上海置地、上海天祥等项目持续热销，西安项目较大幅度增长，2015年公司实现签约面积37.08万平方米，主要来自深圳本部项目11.56万平方米和西安天鹅堡项目8.87万平方米；2015年公司实现结算面积32.59万平方米，主要来自深圳本部项目12.96万平方米和上海新浦江城项目6.49万平方米。2015年，

公司房地产业务实现营业收入195.80亿元（不包含旅游综合业务中的旅游地产项目），同比大幅增长31.12%，公司房地产业务毛利水平持续维持高位，为59.58%。截至2015年底，华侨城房地产主要在售项目包括深圳本部项目、曦城、水门逸欣园，上海的苏河湾、新浦江城和西安的天鹅堡、108坊，未售面积37.57万平方米。

表5 2015年房地产业务销售情况

城市	项目名称	权益	签约面积 (万平方米)	结算面积 (万平方米)
深圳	本部	100%	11.56	12.96
	曦城	50%	2.51	2.45
	水门逸欣园	51%	2.49	-
上海	苏河湾	83.16%	3.8	3.78
	新浦江城	86.12%	5.09	6.49
西安	108坊	91.73%	2.76	2.01
	天鹅堡	60%	8.87	4.9
合计			37.08	32.59

资料来源：华侨城股份年报

注：不包含旅游综合项目中房地产业务销售情况。



2016年1~9月，公司房地产业务实现销售金额151.36亿元，销售面积26.34万平米，主要来自天鹅湖花园（一期）、云邸-香山美墅三区）、上海天祥（122-10一期）、上海置地（1街坊-T2住宅、1街坊-T3住宅、42街坊公寓A楼）项目，结算面积17.86万平米，确认收入78.86亿元，截至2016年底，公司房地产业务确认收入约189.44亿元。

表6 2016年9月底公司土地储备情况（单位：万平方米）

序号	土地储备项目	未开发土地面积	其中：旅游项目占地面积	未开发建筑面积	取得时间
1	深圳城区	34.00		107.40	2003年1月
2	深圳曦城	-	--	-	2004年11月
3	西安华侨城		--		
4	曲江华侨城	8.02			2011年9月
5	天津华侨城	88.67	45.05	123.57	2010年7月
6	龙华红山项目	10.99	-	17.58	2014年12月
7	成都华侨城	18.34	-	25.76	2006年9月
8	武汉华侨城	98.02	71.31	72.25	2010年1月
9	重庆华侨城	94.99	60.00	134.56	2015年2月
10	泰州华侨城	37.54	-	24.85	2006年12月
11	云南华侨城	114.00	85.00	82.00	2008年9月
12	宁波华侨城	54.79	34.75	66.30	2013年10月
13	顺德华侨城	27.79		39.27	2013年10月
14	上海天祥华侨城	22.06		38.32	2007年12月
15	南京华侨城置地	46.60	11.65	46.60	2015年12月
16	华侨城更新（原恒祥基）的沙井工商	1.33	-	9.88	2016/6/28取得实施主体确认书，目前还没有取得土地证
17	上海华合	1.49		8.16	2016年1月
18	上海华筵	4.27		23.97	2016年1月
合计	--	662.89	307.76	820.46	--

资料来源：公司提供

注：上表土地储备包括旅游综合业务中的旅游地产项目的土地储备。

截至2016年9月底，公司拥有土地储备中，未开发土地面积合计662.89万平方米，其中旅游用地307.76万平方米；未开发建筑面积合计820.46万平方米，土地储备充足。

3. 电子业务板块

公司电子业务板块主要由康佳集团经营。康佳集团成立于1980年5月，1992年发行的A股、B股在深圳证券交易所挂牌上市。华侨城集团在2007年收回安徽天大（集团）有限公司持有康佳集团股权，自2008年起陆续在二级市场上增持康佳集团股份。截至2015年底，康佳集团资产总额142.50亿元，权益总额30.75亿元，2015年康佳集团实现营业收入183.95亿元，利润总额-15.45亿元；截至2016年9月底，康佳集团资产总额150.75亿元，权益总额28.95亿元，2016年1~9月，康佳集团实现营业收入146.17亿元，同比增长5.58%，利润总额-0.91亿元，亏损

较2015年同期收窄9.25亿元。截至2016年9月底，公司直接和间接持有康佳集团股份比例29.99%。

康佳集团涉及业务主要有彩电业务、白电业务和手机业务，2015年，占营业收入比重分别为68.45%、4.30%、8.53%，其余主要为贸易收入。生产方面，康佳集团率先在国内建成首条数字电视生产线，目前在全国拥有三大整机生产基地—安康、莞康、昆康，安康、莞康分别拥有19条、15条现代化生产线，具备全系列的彩电量产能力，昆康整机年产能超过1500万台。

公司彩电业务主要面向全球市场，内销彩电主要以B2B和B2C两种业务模式为主，在全国各地设立分公司、经营部和售后维修服务网点，外销彩电业务以B2B为主，B2C为辅，营销范围遍布亚太、中东、中南美及东欧；公司白电业

务主要经营冰箱、洗衣机、空调、冷柜等产品，业务模式为B2B和B2C，主要面对国内市场；手机业务内外销并举，外销业务主要以B2B为主，内销业务近年主要经营运营商渠道，2015年8月，公司重启手机内销零售业务，积极开拓乡镇市场，内销手机已初步打开局面。2015年公司内销和外销占比分别为67.77%和32.23%，内销比重较2014年下降15.26个百分点。

近年来，家电行业的竞争白热化，受彩电内销市场整体规模下滑、品牌竞争加剧以及内销彩电业务管理层变动频繁等因素的影响，2015年公司电子业务收入大幅下滑至168.83亿元，同比下降11.50%。2015年康佳集团利润总额-15.45亿元，出现较大幅度亏损，亏损原因主要归结为：①公司由于经营需要有较大额度的美元融资，2015年以来，人民币兑美元的汇率出现一定幅度的贬值，导致公司全年汇兑损失共计约2.29亿元（反映在财务费用中）；②2015年9月，公司收到深圳市财政委员会印发的《深圳市财政委员会关于扣回中央高效节能家电产品推广补贴资金的通知》，需要退回8996万元节能补贴资金，并产生无法收回的账面应收国家节能补贴资金净额13199万元，上述事项相应减少康佳集团合并报表利润总额2.22亿元；③2015年，彩电业务内销管理层变动频繁，对产品规划战略以及经营效率带来了较大冲击；④主营产品市场价格竞争激烈，导致主营业务的盈利能力出现一定幅度的下降。除此之外，康佳集团2014年由于处置长期股权投资形成投资收益5.92亿元不具备持续性，2015年未有相应补充，共同导致康佳集团出现大幅亏损。

2016年以来，康佳集团管理层逐步确立，并积极推进互联网转型战略，彩电内销方面强化零售渠道的建设，91\81\8000等劲速系列产品在内的中高端新品的快速上市上量，产品结构有所改善；外销彩电业务通过完善分区配置业务团队、实施差异化的产品策略等，推动了外销彩电业务的增长。但由于2016年第二季度面板价格持续上涨，使得康佳集团彩电业务生

产成本快速上涨，同时互联网彩电企业持续低价竞争，造成彩电价格持续走低，上述原因综合导致2016年1~9月康佳集团出现一定亏损，截至2016年9月底，康佳集团外币债务余额折合人民币29.14亿元。

总体来看，公司电子业务板块受市场行情低迷、行业竞争激烈、管理层频繁变动、家电行业优惠补贴资金的扣回以及汇率波动等综合因素影响出现较大幅度亏损，随着康佳集团管理层逐步确立、优惠补贴资金的一次性计提完成以及康佳集团非公开发行事项的推进，公司电子业务板块亏损有望收窄，联合资信将持续关注公司电子业务板块的管理以及经营情况。

4. 纸包装板块

公司纸业板块主要由华侨城（亚洲）控股经营，华侨城集团通过全资子公司香港华侨城有限公司（以下简称“香港华侨城”）持股68.26%。华侨城（亚洲）控股于2005年11月2日在香港联合交易所主板挂牌上市，成为华侨城集团海外融资的平台，其前身为华力控股（集团）有限公司，2007年10月更改为现名。截至2015年底，华侨城亚洲资产总额220.80亿元³，权益总额67.73亿元，2015年实现营业收入64.36亿元，税前利润13.67亿元；截至2016年6月底，华侨城亚洲资产总额219.98亿元，权益总额68.98亿元，2016年1~6月实现营业收入21.37亿元，税前利润4.66亿元。

华侨城（亚洲）控股主要为客户设计、制造高品质的瓦楞纸板、纸箱、彩盒等及提供一体化包装方案。属下第一家工厂深圳华力于一九八五年成立，其后分别成立了上海华励、中山华力、安徽华力以及惠州华力等企业，逐步实现全国性战略布局，客户网络覆盖珠江三角洲、长江三角洲等重要区域，主要客户包括佳能、施乐、康佳、富士康、联想、IBM、SONY等国内外知名企业。

³ 由于成都华侨城及上海置地并入华侨城亚洲报表，故华侨城亚洲收入除纸包装业务外，还包含旅游及地产收入。

深圳华力目前拥有配套齐全的世界一流的包装及印刷设备，以及先进的印前设备和产品开发质量检测设备。截至2015年底，公司共有瓦楞纸板生产线共5条，主要印刷生产线共22条。2015年公司纸箱（板）的生产量为13.6万吨，彩印业务为1.39万吨。

2015年，公司包装业务实现收入8.23亿元，同比下降1.11%，毛利率11.44%，收入规模及毛利率同比变动不大。2016年1~9月，公司纸包装业务实现营业收入6.12亿元，毛利率为11.64%。

总体来看，公司采用“旅游+地产”成片综合开发的经营模式，在业态布局、资金回流及利润回报等方面形成了良好的协同效应及集群优势，但旅游综合业务及房地产业务收入规模易受政策调控及项目结算进度影响；2015年，康佳集团受行业市场竞争激烈，彩电内销管理层变动频繁，以及家电行业优惠补贴资金扣回等因素影响出现较大幅度亏损，受益于房地产市场回暖影响，公司整体盈利能力仍较强。

5. 经营效率

2013~2015年，公司销售债权周转次数呈上升趋势，三年加权均值为7.62次，2015年为8.25次；存货周转次数和总资产周转次数三年加权均值分别为0.71次和0.43次，2015年分别为0.69次和0.40次，符合公司主营业务特征。

6. 未来发展

未来公司将完善业务发展的两个平台（全国性的品牌平台和境内外资本平台），统筹协调子公司的专业化发展和集约化发展。稳步推进旅游地产项目的全国布局，获得良好品牌效应、投资回报和稳定现金流，并创新旅游地产的发展模式，夯实集团发展的核心竞争力；促进酒店、电子业务与地产、旅游业务的结合，整合优质资源，发挥集团整体产业优势。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2013~2015年合并财务报告，瑞华会计师事务所对该财务报告进行了审计⁴，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司2016年三季度财务报表未经审计。

2013年，公司合并报表范围内子公司较2012年新增8家，减少3家。2014年公司合并报表范围内子公司较2013年新增11家，减少3家。2015年公司合并报表范围内子公司较2014年新设成立15家，非同一控制下企业合并恒祥基1家，因注销减少子公司2家。2016年三季度合并范围内新增深圳华侨城资本投资管理有限公司，合并报表范围变化对公司财务数据影响较小。

截至2015年底，公司资产总额1369.57亿元，所有者权益合计506.91亿元（其中少数股东权益232.85亿元）；2015年公司实现营业收入506.93亿元，利润总额89.33亿元。

截至2016年9月底，公司资产总额为1627.72亿元，所有者权益合计为524.34亿元（其中少数股东权益253.56亿元）。2016年1~9月，公司实现营业收入322.12亿元，利润总额37.02亿元。

2. 资产质量

2013~2015年，公司资产总额年均复合增长14.50%；截至2015年底，公司资产总额1369.57亿元，同比增长16.02%，其中流动资产占比68.55%，较2014年底增长3.69个百分点，非流动资产占比31.45%。公司资产构成仍以流动资产为主。

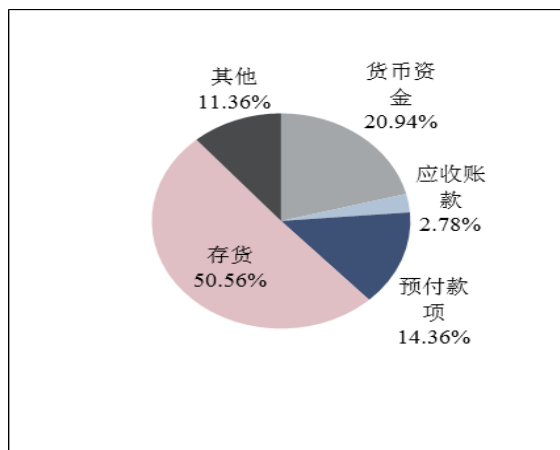
⁴2016年5月，中国证券监督管理委员会决定对大华会计师事务所（特殊普通合伙）、北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）、瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“瑞华”）、银信资产评估有限公司、辽宁元正资产评估有限公司、中和资产评估有限公司正式启动立案调查的行政执法程序。2016年6月，中国银行间交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布公告称，经自律处分会议复审决定，给予瑞华公开谴责处分，责令瑞华及时改正，并暂停瑞华相关业务，期限为一年。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产年均复合增长 17.52%；截至 2015 年底，公司流动资产合计 938.83 亿元，同比增长 22.63%，主要构成以货币资金（占 20.94%）、预付账款（占 14.36%）和存货（占 50.56%）为主。

2013~2015 年，公司货币资金年均复合增长 21.16%。截至 2015 年底，公司货币资金 196.56 亿元，同比增长 3.41%，其中银行存款为 193.00 亿元（占 98.19%）；使用受限的货币资金为 3.45 亿元，主要为各类保证金存款。

图 2 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2013~2015 年，公司应收票据逐年下降，年均复合下降 16.91%。截至 2015 年底，公司应收票据 29.40 亿元，主要为银行承兑汇票；其中康佳集团将账面价值合计 14.46 亿元的银行承兑汇票质押用于办理开具银行承兑汇票、信用证、保函、贸易融资等综合融资业务。

2013~2015 年，应收账款年均复合下降 4.42%，截至 2015 年底，公司应收账款账面原值 29.93 亿元，主要为康佳集团的应收货款，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款为 28.52 亿元，其中账龄在 1 年以内的占 84.95%，账龄较短；截至 2015 年底，公司共计提应收账款坏账准备 3.84 亿元，计提比例 12.82%，公司应收账款账面价值 26.09 亿元。

截至 2015 年底，公司其他应收款账面余额为 22.10 亿元，计提坏账准备 2.88 亿元，主要

包括无法收回的康佳集团节能补贴款 1.52 亿元，当期全额计提坏账准备。

2013~2015 年，公司预付款项快速上升，三年分别为 7.45 亿元、41.72 亿元和 134.82 亿元。截至 2015 年底，公司预付账款同比大幅上升 222.69%，主要是由于新增预付北京、南京的地价款 125 亿元所致，公司共计提坏账准备 932.89 万元，预付账款账面价值为 134.82 亿元。

公司存货主要包括房地产开发项目和非房地产开发项目两类。2013~2015 年，公司存货波动增长，三年分别为 417.15 亿元、414.73 亿元和 474.69 亿元。截至 2015 年底，公司存货同比增长 14.46%，主要是由于合并范围内新增恒祥基存货所致。截至 2015 年底，公司存货账面余额为 478.22 亿元，其中房地产开发项目占 93.75%、非房地产开发项目占比 6.25%；公司土地主要集中在深圳、上海、天津、武汉等经济较发达的城市，房地产开发项目计提跌价准备较小（0.38 亿元）；公司对非房地产开发项目共计提存货跌价准备 3.14 亿元，占非房地产开发项目的 10.52%；截至 2015 年底，公司存货账面价值为 474.69 亿元。

截至 2015 年底，公司其他流动资产 57.62 亿元，同比增长 80.89%，主要是由于公司新增 26.89 亿元的预付股票收益互换支付的保证金⁵所致，其余主要包括 24.27 亿元的预缴土地增值税以及 5.00 亿元理财产品。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产年均复合增长率为 8.63%；截至 2015 年底，公司非流动资产为 430.73 亿元，同比增长 3.82%，主要以可供出售金融资产（占 12.31%）、固定资产（占 39.76%）、无形资产（占 11.22%）和递延所得税资产（占 16.20%）为主。

2014 年，公司会计政策发生变更，公司将

⁵ 2015 年 12 月 4 日，公司与中国国际金融股份有限公司签署了《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议（2014 年版）》、《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议补充协议》及《收益互换确认书》达成股票收益互换交易，公司就此交易预付中国国际金融股份有限公司名义本金，其公允价值为交易日前 30 个交易日均价为基准价格的基础上按 90%折扣方式计算的价格。

不具有控制、共同控制及重大影响的以成本法计量长期股权投资重分类到以公允价值计量的可供出售金融资产，使得公司可供出售金融资产大幅上升。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产账面余额为 54.42 亿元，其中按公允价值计量 47.49 亿元，主要为公司持有的中国国旅股份有限公司（以下简称“中国国旅”）的股票（占中国国旅总股本的 4.08%）以及国泰君安证券股份有限公司的股票；按成本法计量 6.93 亿元，主要为其他尚未上市的被投资企业股权。截至 2015 年底，公司计提可供出售金融资产减值准备合计 1.40 亿元，年末可供出售金融资产账面价值为 53.02 亿元。

2013~2015 年，公司长期股权投资有所波动，三年分别为 13.41 亿元、8.38 亿元和 10.02 亿元，截至 2015 年底，公司长期股权投资同比增长 19.61%，主要是由于当期对成都文旅新增 2.65 亿元投资所致。截至 2015 年底，公司对合营、联营和其他企业的投资主要包括深圳世界之窗（2.67 亿元）、锦绣中华（1.53 亿元）、北京广盈（0.85 亿元）和成都文旅（2.64 亿元）等公司的股权投资，公司当期共收到被投资企业宣告发放的现金股利 1.76 亿元，权益法下核算的投资收益为 3.41 亿元，主要是对北京广盈房地产公司按照权益法确认的投资收益 2.46 亿元。

2013~2015 年，公司投资性房地产以 18.90% 的速度稳定增长。截至 2015 年底，公司投资性房地产原值 45.63 亿元，同比增长 16.92%，主要是武汉华侨城项目增加 3.67 亿，华侨城亚洲于香港购买物业增长 2.39 亿所致；截至 2015 年底，全部为房屋、建筑物，累计折旧 10.84 亿元，未计提减值准备，年末账面价值合计 34.78 亿元。

2013~2015 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 1.73%。截至 2015 年底，公司固定资产原值 278.04 亿元，同比小幅下降 3.72%，主要以房屋及景区建筑物（占 56.72%）和机器设备（占 27.92%）为主；公司固定资产累计折

旧 106.20 亿元，减值准备 0.60 亿元，公司固定资产净值 171.25 亿元。

2013~2015 年，公司在建工程以 28.71% 的速度持续下降。截至 2015 年底，公司在建工程 20.41 亿元，较 2014 年底下降 6.40%，主要是上海华侨城项目、深圳欢乐海岸项目和武汉华侨城项目转入固定资产所致。2013~2015 年，公司无形资产逐年小幅下降，年均复合变动 -2.11%。截至 2015 年底，公司无形资产 48.31 亿元，与上年基本持平，以土地使用权为主。公司一般在土地使用权证办理后将相关资产由“预付款项”转入“无形资产”或“存货”。

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额为 1627.72 亿元，较 2015 年底增长 18.85%，其中流动资产占 71.42%，非流动资产占 28.58%，流动资产规模进一步提升；其中，货币资金为 280.40 亿元，较 2015 年底增长 42.65%，主要是公司为支付四季度拓展地价款及项目进度款而筹集的资金；预付款项为 143.34 亿元，主要包括预付北京市南苑乡地块地价款 83.40 亿元和预付南京地块地价款 41.51 亿元；其他应收款为 44.55 亿元，较 2015 年底大幅增长 131.79%，主要是来自武汉杨春湖项目土地保证金 14.45 亿，成都保鑫泉盛项目土地保证金 3.37 亿，北京拍地保证金 3 亿以及公司要约收购云南旅游保证金约 5 亿元；存货为 581.78，较 2015 年底增长 22.56%，主要是项目持续开发所致；截至 2016 年 9 月底，公司可供出售金融资产为 57.97 亿元，主要包括对中国国旅的投资 9.25 亿元、对招商蛇口的投资 10.15 亿元、对渤海证券的投资 24.32 亿元和对国泰君安证券公司的投资 8.71 亿元。长期股权投资为 29.58 亿元，较 2015 年底大幅增长 195.11%，主要是增加的房地产合作项目，其中成都体产项目 8.01 亿，武汉杨春湖项目 7.26 亿，权益法确认北京广盈项目投资收益导致长期股权投资增长 3.03 亿共同所致；其他科目变化不大。

总体看，公司进一步加快房地产开发的拿地节奏及开发规模，资产规模稳步增长。流动

资产中，公司现金类资产充裕，预付款项及以房地产开发项目为主的存货规模较大，对资金形成一定程度占用。整体看，公司整体资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

所有者权益方面，近三年公司所有者权益快速增长，年均复合增长 23.45%，主要来自未分配利润和少数股东权益的增长，2015 年 11 月，公司发行永续中期票据“15 华侨城 MTN002”（25 亿元，5+N）计入其他权益工具。截至 2015 年底，公司所有者权益为 506.91 亿元（包括少数股东权益 232.85 亿元），主要由实收资本（占 12.43%）、未分配利润（占 27.51%）以及少数股东权益（占 45.94%）构成，截至 2015 年底，公司资本公积同比大幅下降 55.56%，主要是由于公司增持深康佳 B，增持价格较每股净资产部分冲减集团资本公积所致。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益为 524.34 亿元，较 2015 年底变化不大，但权益结构有所变化，实收资本为 113.00 亿元，较 2015 年底增长 50.00 亿元，主要是公司以未分配利润转增资本所致。总体看，公司所有者权益中少数股东权益占比高，所有者权益稳定性一般。

负债

2013~2015 年，公司负债年均复合增长 10.06%，截至 2015 年底，公司负债合计 862.66 亿元，同比增长 11.77%，公司债务结构仍以流动负债为主，比重较 2014 年底上升 1.50 个百分点，为 74.33%。

2013~2015 年，公司流动负债年复合增长 7.34%。截至 2015 年底，流动负债合计 641.21 亿元，同比增长 14.08%，主要是由于预收账款和其他应付款大幅增长所致。截至 2015 年底，流动负债主要以短期借款（占比 13.24%）、应付账款（占比 18.06%）、预收账款（占比 10.33%）及其他应付款（占比 36.81%）为主。

2013~2015 年，公司短期借款小幅波动。

截至 2015 年底，公司短期借款 84.89 亿元，与 2014 年底基本持平，主要以信用借款（占 80.87%）和保证借款（占 16.45%）为主。

2013~2015 年，公司应付账款小幅波动，截至 2015 年底，公司应付账款 115.83 亿元，较 2014 年底变动不大，主要为未到结算期的应付工程款、采购款，从账龄情况看，账龄在 1 年以内的占 66.06%、1~2 年的占 19.96%。

公司预收账款主要为预收房款及销售款，2013~2015 年，公司预收款项波动下降，三年分别为 93.88 亿元、44.94 亿元和 66.22 亿元，主要受公司房地产业务销售进度的影响；截至 2015 年底，公司预收账款同比大幅增长 47.37%，主要是由于公司房地产项目 2015 年去化情况较好，销售回款增加所致。

2013~2015 年，公司其他应付款以 14.25% 的速度逐年增长，主要是基于清算口径计算的 土地增值税等增加所致；截至 2015 年底，公司其他应付款 236.04 亿元，同比增长 19.09%，其中包含土地增值税的预提税金 130.76 亿元，其余部分主要为各子公司收取租户及客户的房屋租赁押金等。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 70.31 亿元，较 2014 年底大幅增长 77.57%，主要是由于部分应付债券转入所致。

2013~2015 年，公司非流动负债增速较快，年均复合增长 19.31%，主要来自于长期借款的增加；截至 2015 年底，公司非流动负债合计 221.45 亿元，同比增长 5.58%，主要由长期借款（占 56.15%）和应付债券（占 34.28%）构成。

2013~2015 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长率为 68.68%。截至 2015 年底，公司长期借款为 124.35 亿元，同比增长 26.27%，其中信用借款 68.14 亿元、保证借款 23.58 亿元、委托借款 22.24 亿元。当期公司 6.83 亿元长期借款转入一年内到期的非流动负债。

2013~2015 年，公司应付债券逐年下滑，年均复合下降 8.48%。截至 2015 年底，公司应付债券年底账面余额 135.63 亿元，主要为公司

近年来发行的债券“11 华侨城 MTN1”（14 亿元，5 年期）、“11 华侨城 MTN2”（14 亿元，5 年期）、“13 华侨城 MTN001”（30 亿元，3 年期）、“14 华侨城 MTN001”（14 亿元，3 年期）、“15 华侨城 MTN001”（30 亿元，5+N 年）、2015 年度第一期 20 亿元私募债（3 年期）和 2014 年发行的公司债券 10 亿元（3 年期）。其中一年内到期的部分为 59.73 亿元，计入应付债券的为 75.90 亿元。截至 2015 年底，公司长期应付款 4.42 亿元，主要构成为欢乐谷主题公园入园凭证专项资产管理计划。

截至 2016 年 9 月底，公司负债合计 1103.38 亿元，较 2015 年底增长 27.90%，其中流动负债占 73.83%，非流动负债占 26.17%，负债结构较 2015 年底变化不大。截至 2016 年 9 月底，公司应付账款为 146.21 亿元，较 2015 年底增长 26.22%，主要是新增应付南京置地地价款 41.50 亿元；预收账款为 223.46 亿元，较 2015 年底增长 237.44%，主要是华侨城房地产公司深圳本部项目的预收房款。应付债券为 146.48 亿元，较 2015 年底增加 70.58 亿元，主要是由于公司发行“16 华侨城 MTN001”（30 亿元、5 年期）、“16 华侨城 MTN002”（15 亿元、3 年期）、“16 华侨城 MTN003”（30 亿元，3 年期）所致，其他科目变动不大。

有息债务方面，2013~2015 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长率为 19.47%。截至 2015 年底，公司全部债务为 371.01 亿元，同比增长 8.57%，其中短期债务占 44.83%，长期债务占 55.17%，为公司有息债务的主要构成部分，公司债务结构较 2014 年底变化不大。截至 2016 年 9 月底，公司全部债务 443.95 亿元，较 2015 年底增长 19.66%，主要由于 2016 年发行了三期中期票据，长期债务占比上升至 62.23%，公司短期债务占比下降至 37.77%，有息债务结构仍然以长期债务为主。公司于 2015 年 11 月发行一期额度为 25 亿元的永续中票“15 华侨城 MTN2”，纳入所有者权益核算，考虑到其在公司赎回前长期存续，且与其他债务融资

工具特征相近，因此将其纳入长期债务核算，纳入后截至 2015 年底，公司全部债务为 396.01 亿元，其中短期债务占比 42.00%，长期债务占比 58.00%，截至 2016 年 9 月底，公司全部债务为 468.95 亿元，其中短期债务占比 35.76%，长期债务占比 64.24%。

随着公司所有者权益的快速上升，2013~2015 年，公司资产负债率逐年下降，三年平均值为 64.74%，截至 2015 年底，资产负债率为 62.99%；公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率波动下降，三年平均值分别为 30.02%和 43.57%，截至 2015 年底，上述两项指标分别为 28.76%和 42.26%，同比分别减少 3.05、3.28 个百分点。截至 2016 年 9 月底，随着公司债务规模的上升，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增长至 34.51%、45.85%和 67.79%，将“15 华侨城 MTN2”纳入长期债务核算后，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 36.49%、47.21%和 67.79%。

总体看，公司所有者权益稳定性一般；公司负债以流动负债为主，随着房地产业务销售情况好转，公司预收账款大幅增长；近年来公司有息债务规模不断上升，目前以长期债务为主，整体债务结构与债务负担适宜。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入年均复合增长 2.54%；2015 年公司实现营业收入 506.93 亿元，同比增长 0.81%；近三年公司营业成本年均复合增长 1.98%，增速略低于同期营业收入增速，同期，公司营业利润率小幅波动，三年分别为 26.94%、27.56%和 26.37%。

从期间费用来看，2013~2015 年，公司期间费用年均复合增长 5.54%，增长主要来源于管理费用和财务费用。近年来公司对外融资规模快速上涨，公司财务费用逐年增长，2015 年为 9.60 亿元，同比增长 47.52%；管理费用主要源于人工成本的增加。近三年，公司期间费用

占比分别为 14.02%、13.81%和 14.85%，公司对期间费用的控制能力尚可。2015 年，公司资产减值损失 4.34 亿元，主要包括坏账损失 2.38 亿元、存货跌价损失 1.11 亿元，其中坏账损失主要是康佳集团无法收回的账面应收国家节能补贴资金净额。

2013~2015 年，公司实现投资收益分别为 5.80 亿元、10.10 亿元和 30.72 亿元，2014 年，公司投资收益大幅增加，主要为处置长期股权投资产生的投资收益 6.76 亿元和 2.01 亿元处置可供出售金融资产收益；2015 年，公司实现投资收益 30.72 亿元，主要为处置可供出售金融资产产生的投资收益 26.37 亿元，系出售中国国旅股票所致（公司持股比例由 10%下降到 4.1%）。同期，公司实现营业外收入分别为 6.90 亿元、7.36 亿元和 6.50 亿元，2015 年公司营业外收入中政府补助利得 5.82 亿元，较 2014 年增长 112.69%，主要是当期收到旅游度假区奖励金 4.08 亿元，不具备持续性。

2013~2015 年，公司利润总额逐年增长，年均复合增长率为 12.49%。2015 年，公司实现利润总额 89.33 亿元，较上年增长 6.97%。从盈利指标来看，2013~2015 年，公司总资本收益率和净资产收益率逐年下降，三年平均值分别为 8.72%和 13.58%，2015 年上述两项指标分别为 8.20%和 12.49%。整体看，公司盈利能力较强。

2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 322.12 亿元，占上年全年的 63.54%，同比增长 2.44%；公司实现利润总额 37.02 亿元，占上年全年的 41.44%，同比增长 12.02%；公司当期公允价值变动损益 -3.44 亿元，主要是由于公司与中国中金签订的股票互换协议⁶公允价值变动带来的损失；实现投资收益 12.22 亿元，主要是出售国

泰君安股票获得投资收益 7.2 亿元所致。2016 年 1~9 月，公司营业利润率为 23.54%。

总体看，公司主营业务收入稳定增长，电子业务板块亏损，旅游及地产业务盈收良好，处置股权形成的投资收益规模较大，整体盈利能力仍较强。

5. 现金流分析

从经营活动来看，2013~2015 年，公司经营现金流入量以销售商品、提供劳务收到的现金为主，2015 年为 559.36 亿元；经营活动产生的现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金，2015 年为 565.02 亿元；近三年，公司经营活动现金净额分别为 127.57 亿元、-4.50 亿元和 -5.67 亿元，波动较大，主要原因是地产销售回款下滑以及新项目土地储备增加所致。从收入实现质量指标来看，2015 年公司现金收入比为 105.00%，较上年上升 17.47 个百分点，主要是 2015 年房地产业务预售情况好转所致。

从投资活动来看，2013~2015 年，公司投资活动现金流入量主要为取得投资收益收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金。2015 年公司取得投资收益收到的现金大幅增加，为 37.53 亿元，主要为公司出售持有的中国国旅股票所致，公司收到其他与投资有关的现金主要为康佳集团对理财产品的投资；投资支付的现金由 2014 年的 2.49 亿元大幅上升至 88.76 亿元，主要是二级市场有增持康佳及华侨城 A 支付现金约 22 亿元，参与招商蛇口定向增发支付现金约 15 亿元，收购花伴里项目支付现金约 12.6 亿元（包括股权转让款和部分补偿款）以及其他投资；支付其他与投资活动有关的现金为 63.48 亿元，同比增加 36.25 亿元，主要是为履行股票收益互换协议而支付的保证金，公司当期投资活动现金流出大幅增长，导致公司投资活动产生的现金净流出大幅增长。近三年，公司投资活动产生的现金流量净额均为负值，分别为 -15.08 亿元、-3.15 亿元和 -71.45 亿元。

近三年，公司筹资活动前现金流量净额分

⁶ 2015 年 12 月 4 日，公司与中国国际金融股份有限公司签署了《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议（2014 年版）》、《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议补充协议》及《收益互换确认书》达成股票收益互换交易，本公司就此交易预付中国国际金融股份有限公司名义本金，其公允价值为交易日前 30 个交易日均价为基准价格的基础上按 90%折扣方式计算的价格。该项交易盈利确认为交易性金融资产，亏损确认为交易性金融负债，同时确认为公允价值变动损益。

别为112.49亿元、-7.65亿元和-77.12亿元，公司盈利能力和通过经营活动获取现金的能力较强，但受房地产市场结算进度以及近年来投资支出规模较大的影响，公司近年来经营活动及投资活动资金需求大，目前存在一定对外融资需求。从筹资活动来看，公司筹资活动的现金流入和流出主要是借款、发行债券以及偿还债务所发生的现金流。公司近三年筹资活动产生的现金流量净额分别为-93.58亿元、61.26亿元和84.69亿元。

2016年1~9月，公司经营活动现金流入556.25亿元，收到其他与经营活动有关的现金为53.99亿元，支付其他与经营活动有关的现金为86.42亿元，主要是收回及支付的土地保证金；当期经营活动净现金流量净额为73.76亿元；公司投资活动净现金流为-32.05亿元，其中，公司收到和支付与其他与投资有关的现金主要为康佳集团对理财产品的投资及回款；公司筹资活动产生的现金流量净额为43.63亿元。

总体看，受房地产业务的影响，公司经营活动净现金流以及现金收现质量波动较大，公司目前投资支出规模较大，融资压力进一步增大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015年底，公司流动比率及速动比率的平均值分别为138.50%和64.35%，2015年底公司流动比率及速动比率分别为146.42%和72.38%，分别较2014年底增加10.21个和9.97个百分点；截至2016年9月底，上述两项指标分别为142.71%和71.30%。2013~2015年，公司经营现金流动负债比分别为22.92%、-0.80%和-0.88%，考虑到公司货币资金和经营活动现金流入规模大，且流动负债构成中预收款项占有一定的比重，总体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2013~2015年，公司EBITDA年均复合增长11.29%，近三年公司EBITDA利息倍数有所波动，分别为11.12倍、

4.77倍和6.71倍；随着公司全部债务的增长，全部债务/EBITDA逐年提升，2015年为3.13倍。总体看，公司长期偿债能力强。

对外担保方面，公司子公司按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保，担保期限自保证合同生效之日起，至商品房承购人所购住房的《房地产证》办出及抵押登记手续办妥后并交银行执管之日止，承购人以其所购商品房作为抵押物，以上房产目前的市场价格高于售价，担保风险小。截至2015年底，公司担保金额34.17亿元，截至2016年9月底，承购人未发生违约。

公司与各家银行保持合作关系。截至2016年9月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为910.06亿元，尚未使用的额度为731.93亿元。公司拥有三家境内外上市公司，直接、间接融资渠道通畅。

7. 过往债务履约能力

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10440305000964508），截至2017年2月28日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

总体看，公司所属旅游行业发展前景良好，未来有望保持增长态势；公司是全国旅游地产业的龙头，品牌优势明显；近年来，公司资产及收入规模稳步提升，主业盈利能力受电子业务板块亏损影响有所弱化，但受益于房地产板块的热销和投资收益的贡献，公司整体盈利能力仍较强，公司经营活动现金流入量规模较大。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力极强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司计划于2017年发行第一期25亿元的中期票据，分别占2016年9月底公司全部债务和长

期债务的5.63%和9.05%，不考虑其他因素，本期中期票据对公司现有债务影响较小。

截至2016年9月底，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67.79%、45.85%和34.51%，以公司2016年9月底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，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将分别上升至68.27%、47.21%和36.49%；考虑到公司于2015年11月发行永续中期票据“15华侨城MTN002”（25亿元），将永续中期票据纳入长期债务核算，预计本期中期票据发行后，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将分别上升至69.79%、49.73%和39.52%，公司债务负担将有所加重，但仍处于适宜水平。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015年，公司EBITDA对本期中期票据的保护倍数分别为3.83倍、4.42倍和4.74倍。经营活动现金流入量对本期中期票据的保护倍数分别为21.04倍、19.21倍和22.37倍。经营活动现金流量净额对本期中期票据的保护倍数分别为5.10倍、-0.18倍和-0.23倍。

2013~2015年，公司EBITDA对2017年第一期及第二期中期票据（3年期，共50亿）的保护倍数分别为1.91倍、2.21倍和2.37倍。经营活动现金流入量对两期中期票据的保护倍数分别为10.52倍、9.61倍和11.19倍。经营活动现金流量净额对两期中期票据的保护倍数分别为2.55倍、-0.09倍和-0.11倍。

总体看，公司经营活动现金流入量及EBITDA对本期及两期中期票据覆盖能力强。

十一、结论

公司是隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，主营旅游及相关文化产业经营、房地产及酒店开发经营、电子及配套包装产品制造等业务。作为中国旅游业的龙头企业，公司“旅

游+地产”经营模式得到地方政府的大力支持，陆续获得了大量优质低成本的土地资源储备。同时，联合资信也注意到，公司营业收入占比较大的电子板块出现亏损，房地产政策调控以及市场有效需求的波动对公司房地产板块经营有一定的影响。

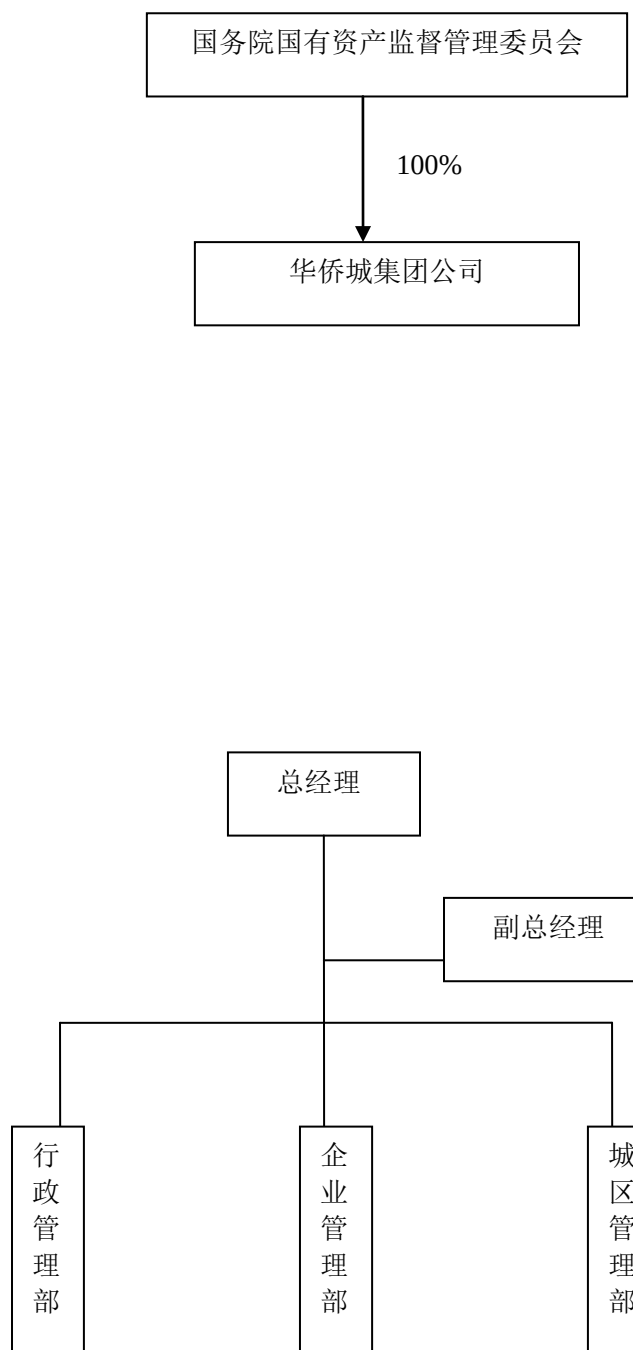
近年来，公司资产规模稳步增长，以房地产开发项目为主的存货规模较大，整体资产质量良好。公司整体盈利能力较强，货币资金充裕，债务负担适宜，整体偿债能力强。

未来公司将继续加大大型旅游综合项目投资，随着产品结构的不断完善及重点投资项目的陆续建成使用，公司综合竞争力有望进一步提升。

本期中期票据的发行对公司现有债务总量有影响较小。公司EBITDA对本期中期票据覆盖能力强。

综合分析，公司主体长期信用风险极低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	175.07	225.09	222.85	304.13
资产总额(亿元)	1044.74	1180.45	1369.57	1627.72
所有者权益(亿元)	332.63	408.61	506.91	524.34
短期债务(亿元)	114.01	151.08	166.34	167.70
长期债务(亿元)	145.95	190.64	204.67	276.26
全部债务(亿元)	259.96	341.73	371.01	443.95
营业收入(亿元)	482.17	502.86	506.93	322.12
利润总额(亿元)	70.60	83.51	89.33	37.02
EBITDA(亿元)	95.71	110.57	118.53	--
经营性净现金流(亿元)	127.57	-4.50	-5.67	73.76
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.60	7.26	8.25	--
存货周转次数(次)	0.74	0.71	0.69	--
总资产周转次数(次)	0.49	0.45	0.40	--
现金收入比(%)	103.51	87.53	105.00	155.07
营业利润率(%)	26.94	27.56	26.37	23.54
总资本收益率(%)	9.67	8.95	8.20	--
净资产收益率(%)	14.88	14.51	12.49	--
长期债务资本化比率(%)	30.50	31.81	28.76	34.51
全部债务资本化比率(%)	43.87	45.54	42.26	45.85
资产负债率(%)	68.16	65.38	62.99	67.79
流动比率(%)	122.14	136.20	146.42	142.71
速动比率(%)	47.19	62.42	72.38	71.30
经营现金流动负债比(%)	22.92	-0.80	-0.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.12	4.77	6.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.72	3.09	3.13	--

注：1.公司 2016 年 3 季度财务数据未经审计；
 2.其他流动负债中的有息债务已包含在短期债务及相关指标计算中；
 3.长期应付款中的有息债务已包含在长期债务中；
 4.现金类资产已剔除受限货币资金；
 5.2015 年底及 2016 年 9 月底所有者权益中包含永续中期票据“15 华侨城 MTN002”。

附件 3 主要财务指标的计算公式(新准则)

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

注：联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 华侨城集团公司

2017 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

华侨城集团公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。华侨城集团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，华侨城集团公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注华侨城集团公司的经营管理状况及相关信息，如发现华侨城集团公司出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如华侨城集团公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送华侨城集团公司、主管部门、交易机构等。

