

信用等级公告

联合[2017] 965 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 年度第三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 年度第三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
二零一七年六月二十一日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

华侨城集团公司

2017 年度第三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: 20 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 5 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的: 偿还有息负债及补充营运资金

评级时间: 2017 年 6 月 21 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	225.09	222.85	224.04	371.74
资产总额(亿元)	1180.45	1369.57	1740.72	1968.62
所有者权益(亿元)	408.61	506.91	557.79	572.90
短期债务(亿元)	151.08	166.34	198.57	330.43
长期债务(亿元)	190.64	204.67	309.45	398.41
全部债务(亿元)	341.73	371.01	508.02	728.85
营业收入(亿元)	502.86	506.93	542.56	109.30
利润总额(亿元)	83.51	89.33	95.39	11.18
EBITDA(亿元)	110.57	118.53	127.95	--
经营性净现金流(亿元)	-4.50	-5.67	9.73	-93.01
营业利润率(%)	27.56	26.37	26.43	23.63
净资产收益率(%)	14.51	12.49	13.32	--
资产负债率(%)	65.38	62.99	67.96	70.90
全部债务资本化比率(%)	45.54	42.26	47.67	55.99
流动比率(%)	136.20	146.42	144.22	147.96
经营现金流动负债比(%)	-0.80	-0.88	1.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.09	3.13	3.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.77	6.71	7.12	--

注: 2017 年一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及相关指标中; 2015 年底至 2017 年 3 月底所有者权益中包含 25 亿永续本期中期票据。

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”)的评级反映了其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、多元化经营格局、房地产开发模式和土地储备等方面具有显著优势。近年来,公司积极布局旅游综合项目,加快房地产拿地节奏,项目储备进一步丰富。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、公司未来投资规模大等因素给公司经营与发展可能带来的不利影响。

2016 年,受益于前期房地产项目销售规模提升及旅游综合项目竣工结转,公司收入规模实现较快增长,盈利能力保持稳定。未来,公司将继续加大旅游综合项目的投资,随着重点投资项目的陆续建成,公司综合竞争力有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,联合资信通过对相关条款的分析,认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据付息或赎回本息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. 近年来，家电市场持续低迷、行业竞争激烈，且易受原材料价格波动影响，康佳集团股份有限公司（以下简称“康佳集团”）2016年利润主要来自处置股权产生投资收益，不具备持续性，未来康佳集团经营仍面临较大压力。
3. 房地产行业易受政策调控影响，行业景气度有所波动，公司旅游综合项目、房地产项目未来投资规模大，且部分项目面临一定去化压力。
4. 公司存货规模大，对资金形成一定占用，且受房地产开发及结算的周期性影响，公司经营活动净现金流波动大。

声 明

一、本报告引用的资料主要由华侨城集团公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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 年度第三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、资本公积及未分配利润转增实收资本，截至 2017 年 3 月底，公司实收资本 113 亿元，国务院国资委为唯一股东及实际控制人。

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 2017 年 3 月底，公司拥有一级子公司 15 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 2016 年底，公司资产总额 1740.72 亿元，所有者权益合计 557.79 亿元（其中少数股东权益 263.67 亿元）；2016 年公司实现营业收入 542.56 亿元，利润总额 95.39 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 1968.62 亿元，所有者权益合计 572.90 亿元（其中少数股东权益 270.56 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 109.30 亿元，利润总额 11.18 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），并于 2017 年 3 月 17 日及 23 日分别发行两期中期票据“17 华侨城 MTN001”（额度 25 亿元、期限 3 年）和“17 华侨城 MTN002”（额度 25 亿元、期限 3 年）。

公司拟发行 2017 年第三期中期票据，额度为 20 亿元（以下简称“本期中期票据”），募集资金用于偿还有息负债及补充营运资金。本期中期票据无担保。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司在本期中期票据发行第 5 年及之后的每年均具有可赎回权。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门制定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面，本期中期票据前 5 个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，在前 5 个计息年度内保持不变。自第 6 个计息年度起，每 5 年重置一次票面利率；前 5 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算数平均值（四舍五入计算到 0.01%）。如果公司不行使赎回权，则从第 6 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在第 6 个计息年度至第 10 个计息年度内保持不变。当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算数平均值（四舍五入计算到 0.01%）。此后每 5 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

初始利差首期为票面利率与初始基准利率之间的差值，自第 6 个计息年度起，初始利差为首期票面利率-首期基准利率。票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps；如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，本期中期票据每个付息日，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；利息递延不构

成公司未能按照预定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按票面利率累计计息。强制付息事件是指在付息日前 12 个月，如果公司（合并范围内子公司及集团本部）向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）或公司减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。且在有递延支付利息情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司（合并范围）不得从事向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）行为、公司不得从事减少注册资本行为。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，从第 6 个计息年开始每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

（3）本期中期票据在除公司（合并范围）发生普通股份分红（按规定上缴国有资本收益除外）和公司减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。公司合并范围控股子公司华侨城股份自 1997 年上市，于 2005~2016 年连续十二年进行分红；康佳集团于 2008~2014 年连续七年进行分红，2015~2016 年由于连续两年期末未分配利润为负未进行分红；华侨城（亚洲）控股自 2005 年上市，2006~2016 年连续十一年进行分红。从历史分红角度分析，公司下属上市公司华侨城股份及华侨城（亚洲）控股分红意愿明显，未来逐年持续分红可能性大，递延利息支付可能性小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，本期中期票据属债券创新品种，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款

的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一

步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速

呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

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。

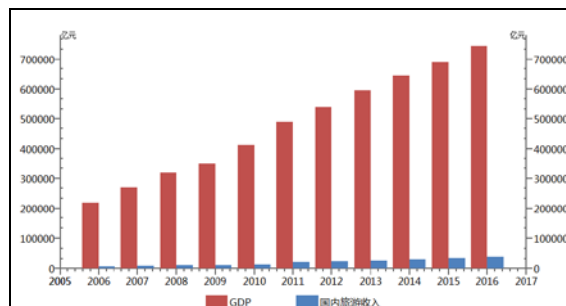
1. 旅游行业

(1) 行业概况

2016 年，全域旅游推动旅游经济实现了较快增长，大众旅游时代的市场基础更加厚实，产业投资和创新更加活跃，经济社会效应更加明显，旅游业成为“稳增长、调结构、惠民生”的重要力量。2016 年，国内旅游 44.4 亿人次，比上年同期增长 11.0%；入出境旅游 2.6 亿人次，增长 3.9%；全年实现旅游总收入 4.69 万亿元，

增长 13.6%。据联合国世界旅游组织测算，2016 年国内旅游业对国民经济综合贡献率达 11%、对社会就业综合贡献超过 10.26%，与世界平均水平基本持平。

图1 2006~2016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。2014~2016 年，国内旅游收入分别为 3.03 万亿元、3.42 万亿元和 3.94 万亿元，年均复合增长 14.03%。

从旅游行业投资情况看，根据 2017 年全国旅游工作会议报告显示，全国旅游直接投资继 2015 年突破万亿元大关后，2016 年达到 12997 亿元，同比增长 29.05%，预计高出全国固定资产投资增速 20 个百分点。其中，民营旅游投资积极性高涨，占旅游投资总额的 59%。

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。

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。

2016年11月28日，国务院办公厅发表《国务院办公厅关于进一步扩大旅游文化体育健康养老教育培训等领域消费的意见》（国办发【2016】85号），提出加速升级旅游消费、创新发展文化消费、大力促进体育消费等以推进幸福产业服务消费提质扩容、大力促进传统实物消费扩大升级、持续优化消费市场环境。

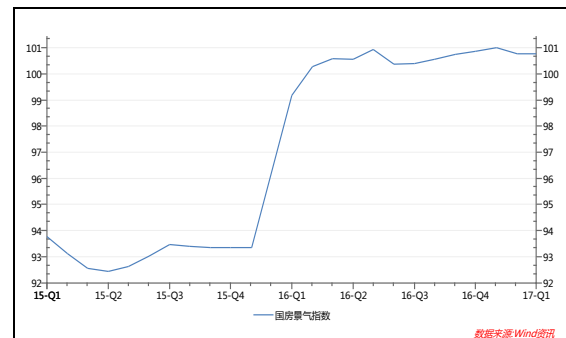
总体看，近年来国家政策对旅游行业的支持力度很大，旅游业外部政策环境良好。目前国内游依然是中国旅游行业中占比最大且发展趋势最好的市场，短期内在旅游细分市场中的支柱地位将不会被动摇；未来，随着中国中高收入人群的扩大，出境游市场将具备较大的发展空间。

2. 房地产行业

（1）房地产行业概况

2015年以来，在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下，房地产市场持续升温，2016年9月底开始，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地产市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

图2 2015年以来国房景气指数



资料来源：Wind资讯

2016年，房地产开发投资增速大幅增长，全年房地产开发投资10.26万亿元，同比增长6.90%；其中住宅投资6.46万亿元，同比增长6.40%。全国房屋新开工面积16.69亿平方米，同比增长8.38%，其中住宅新开工面积11.59亿平方米，同比增长8.32%。

房地产销售方面，2016年销售增速呈现先升后降的态势。2016年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016年10月以来，在政策从紧的影响下，销售增速有所回落。2016年全年商品房销售面积为15.73亿平方米，同比增长22.41%，共实现销售额11.76万亿元，同比增长34.80%。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2016年百城住宅价格累计上涨18.71%，较2015年全年扩大14.56个百分点，创近年新高。四季度多城市调控政策密集出台，市场运行环境趋紧，10~12月百城均价环比涨幅分别收窄1.18个、0.13个和0.21个百分点。

分类来看，与2015年全年相比，2016年一线城市商品房销售面积与2015年基本持平，但价格涨幅持续扩大，代表城市1~11月房价累计涨幅达22.95%；二线城市销售规模显著增长，价格方面增幅较大，二线代表城市1~11月房价累计涨幅13.34%，四季度随调控政策出台，增幅有所回落；三线城市成交规模差异显著，核心城市周边区域成交大幅增长，普通三线城市成交量呈稳定增长态势，代表城市2016年1~11月房价累计增长10.15%，价格变化相对一二线

城市较为稳定。

（2）土地供给与信贷环境

在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，2016年全国300个城市共推出各类用地18.2亿平方米，同比下降11.0%，降幅较2015年收窄7.8个百分点，整体仍处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比持续下滑，共成交15.0亿平方米，同比下降5.7%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.9万亿元，同比增长30.3%。2016年全国300个城市2016年各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨38.7%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战；另一方面，在政策引导下，一线及重点二线城市2017年住宅土地供应量将稳步增加，为前期审慎拿地企业提供一定空间。此外，三四线城市去库存压力犹存，土地供需仍会维持低位水平。

从房地产开发资金来源来看，2016年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长，分别占房地产开发资金来源的14.92%、29.09%和16.92%，其中房地产贷款占比有所下降，定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2015年，全国主要金融机构房地产贷款余额（含外资，主要由个人住房贷款、房地产开发贷款和保障性住房开发贷款构成）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3.60万亿元，较上年增加0.84万亿元，占各项贷款新增额的30.6%，较上年有所扩大。2016年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为26.68万亿元，同比增长27.00%，增速进一步上涨；全年新增房地产贷款5.67万亿元，较上年增加2.07万亿元，新增规模进一步扩大。保障房信贷方面，截至2015年底，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）。截至2016年底，全国保障性住房开发贷款余额为2.52万亿元，同比增长38.30%，增速有所回落。进入2017年，房地产开发贷款增速下降，证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧，一二线城市限购、限贷也将限制定金、个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭重压。

（3）政策环境

2016年9月以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过22个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范，至11月末调控政策仍在持续加码中。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。以深圳为例，楼市新政主要包括①限购：深圳市户籍单身（含离异）限购1套房，非深圳市户籍要满五年社保，限购一套；②限贷：无房无贷款记录首套首付比例最低30%，有房二套贷款首付比例不低于70%；③加大住房用地供应力度：加快落实“十三五”期间800公顷商品住房、人才住房和保障性住房用地供应目标，尽快完成2016年137公顷各类住房供地任务；④加强监督指导：房地产开发企业应当接受主管部门对商品住房和商务公寓项目销售价格的指导；对超出备案价格、擅自提价且不接受价格指导的企业，立即停止网签并责令整改。其他城市中合肥、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。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月以来，已经有18个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策，且从政策力度来看，基本上与其他城市相同，而部分近期价格上涨幅度不大的二线城市，虽然也收紧了政策口径，但力度变化不大。

（4）行业竞争

2016年，销售额超过百亿元的房企达到131家，市场占有率快速提升。根据中国指数研究院的统计，2016年百强房企的市场占有率为40.8%，销售额增速为52.5%，行业集中度加速提升，而其中top30的房地产企业规模销售增速显著高于百强房企的平均水平。2016年房地产企业并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格高居不下、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业

经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

总体看，2016年一线城市及部分热点二线城市房地产销售量价齐升，房地产市场繁荣的热潮传导至三四线城市，一定程度上减轻了三四线城市的库存压力，但部分三四线城市库存压力仍较大。2016年9月末后，随着房地产调控政策的不断升级，热点城市销售情况或将出现回落，价格可能小幅回调，三四线城市未来市场表现有望保持平稳，行业整体面临一定下行压力，开发商竞争加剧。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。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。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。

3. 家电行业

（1）行业概况

家电行业的发展反映出国民生活水平的提高，也有助于国内工业化发展，同时家电是重要的出口机电产品，整体而言，家电行业在国民经济中占有相当重要的地位。

目前，中国家电行业发展进入了成熟期，呈现出如下特点：第一，作为高度竞争和充分发展的行业，家电厂商一般追求规模经济，努力通过扩大规模降低生产成本；第二，由于投入规模大，行业门槛较高，家电行业的新进入者减少；第三，随着全球经济一体化进程的加快，家电行业的竞争逐步打破国与国之间的界限，大型家电厂商在全球范围内进行生产以及市场的战略部署，使得家电企业之间的竞争已由过去的国内企业之间的竞争演变为跨国集团之间的较量。

根据中国国家统计局数据显示，2016年，中国家电行业整体呈现增长态势，各相关业务领域增速趋同。2016年，中国彩电产量17483.44万台，同比增长8.70%；空调行业产量16409.30

万台,同比增长4.50%;家用电冰箱产量9238.30万台,同比增长4.60%;家用洗衣机行业销量7620.90万台,同比增长4.90%。

产业布局方面,长三角、环渤海湾和珠三角地区是家电行业的主产区,约占据了国内空调产能的85%、冰箱产能的70%、洗衣机产能的75%。随着中西部地区城市化进程加快和配套设施的完善,家电产业已经开始向中西部地区梯次发展以降低人工成本,中西部承接部分东部产业转移成为近年来产业布局调整的热点。

产业集中度方面,近些年家电龙头企业通过收购与投资,在冰箱、洗衣机、空调等行业的市场份额不断提高。市场集中度的持续提高加强了龙头企业在产业链中的地位,一定程度上强化了企业上下游的议价能力。另外,较高的市场集中度也有助于提高企业在产品定价和标准制定方面的话语权。

(2) 行业关注

区域经济环境和原材料成本制约企业利润

中国家电制造企业主要分布于珠三角和长三角地区。家电制造企业落户上述地区主要是关注当地产业链规模对支撑企业发展的协同作用和当地政府给出的产业优惠政策。此外,珠三角和长三角地区具有地理优势,将生产基地设在这里,可以辐射全国其他地区,节约物流成本。因此,相对于内陆地区,珠三角和长三角地区产业集群优势明显。

原材料费用是家电价格的主要组成部分,其中冰箱、空调等白电产品的成本主要构成为钢板和塑料硬件等,彩电产品的成本主要构成为面板和液晶屏。数据Wind资讯提供数据显示,2016年下半年液晶面板价格整体出现快速上浮态势,截至2016年底,32英寸液晶电视面板价格为74美元,50英寸液晶电视面板平均价格为168美元,较年初增幅分别为34.55%和18.18%。此外,2016年下半年家电制造业生产所需的不锈钢价格上涨约40%,冷轧板涨约63%,硅钢涨幅超过100%,铜涨幅近30%,聚丙烯树脂涨幅30%;产品包装用的纸箱价格上

涨了近30%。在物流成本上,运输费用也出现大幅上涨。家电制造业市场竞争充分,平均净利润低,没有足够的利润空间来消化吸收上涨的成本,原材料价格和运输成本波动对整个行业利润水平影响明显。

(3) 产业政策

2015年1月8日,国家发改委等七部门联合发布了《关于印发能效“领跑者”制度实施方案的通知》,明确提出在变频空调、电冰箱、滚筒洗衣机、平板电视等品牌实施能效“领跑者”制度,鼓励企业研发并使用更新的节能技术。

传统冰箱行业将迎来全新能效标准的升级,新修订的《家用电冰箱耗电量限定值及能源效率等级》已经发布,新版电冰箱能效标准1级能效要求耗电量大幅降低,新1级比老1级耗电量需下降40%左右,新规于2016年10月1日起正式实施。随着技术的不断升级,绿色节能将成为未来消费者产品选择的必要条件,也使得政策向更高能效产业结构倾斜。此次冰箱能效的再度升级表明,接下来整个家电产业都将迎来一轮系统性的能效再升级。

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、世界之窗、欢乐谷、东部华侨城等一系列国内著名的企业和产品品牌。

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配套房地产开发。截至2016年底，华侨城股份资产总额1463.45亿元，权益总额481.16亿元，2016年实现营业收入354.81亿元，利润总额94.57亿元。截至2017年3月底，公司对华侨城股份持股比例53.47%，股权无质押。

公司电子业务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。截至2016年底，康佳集团资产总额172.43亿元，权益总额33.18亿元，2016年康佳集团实现营业收入202.99亿元，利润总额0.28亿元。截至2017年3月底，公司对康佳集团持股比例21.75%，股权无质押。

公司房地产业务由华侨城股份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”）运营，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，曾先后获得“中国房地产品牌价值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。

总体看，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、多元化经营格局等方面具有显著优势。

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，于2014年起任公司总经理。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2017年3月底，公司（合并口径）在职

员工41397人，按教育程度分类，具有大专以上学历的员工占51.29%，其他学历占48.71%；按技术职称划分，公司具有初级技术职称以上的占4.64%；按年龄构成划分，公司员工30岁以下的占52.59%、30~50岁的占42.53%、50岁以上的占4.88%。

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。

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。

公司实行总经理负责制，不设董事会和股东会，总经理为公司法定代表人，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。

公司实际最高决策机构为集团党政联席会议，成员由集团公司党委常委及公司总经理、副总经理组成。

2. 管理制度与管理水平

公司已从组织架构、监管机制、业务流程、薪酬管理及品牌推广等方面，系统地建立起了一套适应公司跨行业、跨区域发展的企业监管体系。公司监管体系涉及战略管理、投资管理、财务管理、人力资源管理、审计监督管理等方面。

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。

融资管理方面，为规范公司经营运作中的筹资行为，降低成本，减少筹资风险，以提高资金运作效益，公司制定了《资金管理制度》，明确了资金筹措程序、审批权限以及筹资的风险管理等内容。确定了企业管理部作为融资管理部门，主要负责通过银行借款、担保借款、抵押借款、信托借款、财政借款、委托贷款、股票、债券等方式进行融资活动。

子公司管理方面，公司通过股东会及委派董事、监事、高级管理人员对控股及参股子公司实行控制与管理，将财务、重大投资、人事及信息披露等方面工作纳入统一的管理体系，并制定统一的管理制度，公司定期取得各控股子公司的月度、季度、半年度及年度财务报告，公司各职能部门对控股及参股子公司的相关业务和管理进行指导、服务和监督。公司通过预算管理制度、经营计划报告制度等，强化对控股及参股子公司经营过程的监控；通过严格贯彻重大经营事项的报告制度，公司基本能够实

时监控各个控股及参股子公司的关联交易、对外担保、重大投资和信息披露等方面活动。

总体看，公司整体运作规范，制定了一系列较为全面的管理制度及办法，基本满足了公司日常经营活动的需求。

七、重大事项

公司通过增资扩股方式入股云南世博、云南文投

2017年4月，公司通过子公司华侨城（云南）投资有限公司（以下简称“华侨城云南公司”）完成对云南世博旅游控股集团有限公司（以下简称“云南世博集团”）和云南文化产业投资控股集团有限公司（以下简称“云南文投集团”）增资入股；增资后，公司分别持有云南世博集团和云南文投集团各51%股权，实现对云南世博集团及云南文投集团的控制。

云南世博为云南省旅游行业的龙头企业之一，主业包含旅游景区、酒店、旅行社、园林园艺等，截至2016年底，云南世博集团资产总额116.27亿元，权益总额53.88亿元，2016年实现营业收入24.09亿元，利润总额0.76亿元。截至2016年底，云南文投集团资产总额63.87亿元，权益总额15.88亿元，2016年实现营业收入38.39亿元，利润总额0.25亿元。

该事项相关工商变更已于2017年5月完成。本次增资入股金额合计92.40亿元，其中50亿元来自公司自有资金，42.40亿元来自银行并购贷款。截至本报告出具日，云南世博集团及云南文投集团董事会已改组，并与两家集团签订了新的目标责任书。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务涵盖主题公园经营、房地产开发、酒店经营、电子业务及纸包装等业务。

2014~2016年，公司主营业务收入有所波动，分别为501.62亿元、497.83亿元和533.75亿

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95%以上，其中旅游综合业务波动较大，主要是由于旅游综合项目中地产销售受推盘进度及项目结算影响，收入有所波动，2016年实现收入160.06亿元，同比增长29.91%，占主营业务收入比重29.50%，同比提升4.75个百分点。2015年，受益于公司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%至195.80亿元，2016年房地产收入同比略有下降，但收入规模仍较大。2015年，受彩电行业竞争激烈、汇兑损失扩大、家电行业优惠补贴资金的扣回及康佳集团管理层及产品规划调整频繁等综合因素影响，公司电子业务收入大幅下滑，当期康佳集团出现大幅亏损；2016年以来，随着康佳集团管理团队逐步确立

及劲速系列产品在内的中高端新品的快速上市，康佳集团收入同比小幅增长1.68%至171.67亿元，受上述因素综合影响，2016年公司主营业务同比增长7.22%至533.75亿元。

从毛利率来看，2014~2016年，公司旅游综合业务板块受商业物业楼盘等价格变动影响，毛利率逐年下滑，2016年为40.71%，盈利能力仍较强；公司房地产业务毛利率较高，近三年有所波动，主要是当期结转项目产品结构及地域不同导致毛利率有所差异；电子业务毛利率有所波动，2016年同比提升2.25个百分点至14.82%，主要是由于当期康佳集团提升中高端品类生产效率与质量，成本优化所致。总体看，公司主营业务毛利率近年保持较高水平，2016年为39.15%。

表1 公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~3 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	190.75	38.03	13.66	168.83	33.91	12.57	171.67	32.16	14.82	46.86	42.88	14.15
旅游综合业务	151.74	30.25	49.23	123.21	24.75	42.51	160.06	29.99	40.71	26.43	24.18	32.37
房地产业务	149.33	29.77	66.00	195.80	39.33	59.58	192.77	36.12	63.08	34.19	31.28	53.60
包装业务	8.32	1.66	11.80	8.23	1.65	11.44	7.39	1.38	7.63	1.85	1.69	12.13
其他业务	1.47	0.29	11.45	1.77	0.36	2.77	1.85	0.35	6.11	0.88	0.81	36.57
小计	501.62	100.00	39.96	497.83	100.00	38.41	533.75	100.00	39.15	110.23	100.85	32.07
内部互相抵消	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0.93	0.85	--
主营业务合计	501.62	100.00	39.96	497.83	100.00	38.41	533.75	100.00	39.15	109.30	100.00	32.07

资料来源：公司提供

2017年1~3月，公司实现主营业务收入109.30亿元，同比增长15.96%，为2016年收入的20.15%。其中，电子业务实现收入46.86亿元，同比增长20.66%，当期毛利率为14.15%；旅游综合业务实现收入26.43亿元，同比下降14.34%，主要是由于旅游地产结转收入下滑所致，当期毛利率32.37%，较2016年减少8.34个百分点；房地产业务实现收入34.19亿元，同比大幅增长47.77%，当期毛利率53.60%；公司主营业务综合毛利率为32.07%。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运营、配套住宅及商业地产开发和商用物业租赁服务。公司多年来坚持采用“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。

公司旅游综合业务收入来源主要包括旅游接待收入、地产销售收入、园区配套物业租售收入、文化演艺收入等，由华侨城股份的欢乐

谷事业部及旅游事业部共同运营。

表2 公司旅游接待业务情况（单位：万元、万人）

景区名称	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年		
	接待游客人数	收入	其中：门票收入	接待游客人数	收入	其中：门票收入	接待游客人数	收入	其中：门票收入	接待游客人数	收入	其中：门票收入
深圳欢乐谷	330	41172	34292	315	40465	32739	311	36937	30383	52	6727	5600
北京华侨城	334	42809	34824	364	48049	38441	365	44609	34110	37	3670	2721
成都欢乐谷	258	30030	25057	253	29226	24003	218	25263	20661	43	4076	3388
上海欢乐谷	289	41809	35319	292	43229	36190	292	43117	34031	31	4020	3295
武汉欢乐谷	252	34094	27626	255	34384	26460	263	33316	25488	37	4127	3226
天津欢乐谷	154	13780	11316	145	12317	9912	142	12358	9569	17	948	584
锦绣中华	158	19550	13435	160	20319	14536	173	20599	14653	44	5308	3836
世界之窗	360	47331	39502	334	48667	40207	323	46913	37935	82	12444	10239
长沙世界之窗	112	14936	12377	114	16291	13589	130	16372	13274	17	2255	1861
东部华侨城	378	68098	31879	384	70646	32920	380	63084	31182	101	17735	8370
泰州华侨城	3	231	113	14	235	101	68	5346	97	16	1270	34
云南华侨城	22	4325	1639	--	--	--	20	3732	--	3	522	--
麦鲁小城	54	5443	4406	86	7217	5754	98	6935	4959	16	1041	800
合计	2704	363608	271785	2716	371045	274852	2783	358581	256342	496	64143	43954

资料来源：公司提供

注：公司旅游接待收入除门票收入，还包括区内消费收入和文化演艺项目收入等。

2014~2016年，公司旅游接待人次逐年增长，2016年为2783万人次，同比增长2.47%；旅游接待收入有所波动，2016年实现收入35.86亿元，同比小幅下降3.36%。公司景区中以深圳欢乐谷、北京华侨城、上海欢乐谷、世界之窗和东部华侨城效益较好，为旅游接待业务收入的主要来源，近三年占旅游接待业务收入比重维持在65-70%之间。

（1）旅游综合项目

截至2017年3月底，华侨城已建成旅游综合项目17个，已建成营业的15个，其中“欢乐谷”主题公园综合项目主要由华侨城股份欢乐谷事业部主要负责运营。2000年以来，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公司，其中，深圳欢乐谷、北京华侨城等项目（含主题公园及配套地产项目等）

已经全部完工。深圳欢乐谷总占地面积35万平方米，已于1998年10月对外开放，为华侨城首个主题公园项目。北京华侨城总占地123.44万平方米，规划建设包括欢乐谷、主题商业街、主题社区、华侨城大剧院等项目，于2006年暑期开业。其他旅游综合项目部分业态仍在建设中。

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，欢乐谷一期及二期分别于2009年9月及2015年7月竣工开业，玛雅水公园于2013年7月竣工开业。项目还包含员工宿舍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一期项目，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%，商业物业无对外销售部分。

成都华侨城项目总投资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，第六期项目已达预售状态，截至2017年3月底，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，截至2017年3月底，写字楼已竣工，购物中心主体已封顶，销售比率98%，商业物业租赁面积10.29万平方米，出租率94%。

武汉华侨城项目总投资161亿元，总占地面积211.81万平方米，主题公园方面，欢乐谷公园、水公园、玛雅酒店、哈克公园已全部开业。地产项目分两块地，总建筑面积199.00万平方米，其中A地块分三期开发，前两期已交付，第三期正在开发建设；B地块分两期开发，一期低密度、高层场地处于平整阶段，二期尚未开工；截至2017年3月底，项目整体销量比率55%。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85%。

天津华侨城项目总投资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。

重庆华侨城项目总投资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2017年3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，截至2017年3月底，商用物业销售比例38%。

华侨城股份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等非欢乐谷综合项目。其中东部华侨城于2007年9月28日正式开始运营，大峡谷项目于2009年5月1日对外试营业，2009年8月1日全面开业。

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1号地B地块四个区主体结构施工完成，整体销售比率为19%。

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年以来处于亏损状态。

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。

公司于2016年12月通过招拍挂取得南京华侨城项目用地，项目出让用地地上面积41.9万平方米，地下面积0.6万平方米，土地计容建面74.5万平方米，总地价款35亿。项目未来将规划成为集居住、商业及娱乐为一体的大型综合项目，旅游设施主要包括欢乐谷项目。公司于2017年1月通过招拍挂取得南昌华侨城项目用地，土地面积100.05万平方米，土地价格71.29亿元。项目未来将规划成为集居住、商业及娱乐为一体的大型综合项目，包括水公园和生态公园以及文化演艺等旅游设施及项目。

总体看，公司拥有国内领先的主题公园品牌及运作经验，依托良好的品牌效应，借助“旅游+地产”的开发模式，形成良好的协同效应及集群优势，公司旅游综合项目整体运营稳定，盈利能力较强，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，近年来，公司加快旅游综合项目布局，新拿南京、南昌等地块，未来资本支出压力较大。同时，部分存量项目受限于地理位置，去化能力较慢。

（2）酒店业务

公司酒店业务主要由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”)以及各旅游综合项目的酒店物业经营(见下表)。

截至2017年3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。其中,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,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 2017年3月底华侨城主要酒店经营情况

运营主体	酒店物业事业部					泰州华侨城	武汉华侨城
酒店名称	前海万豪酒店	华侨城大酒店	海景酒店	创意文化	威尼斯酒店	泰州温泉奥思廷酒店	武汉玛雅嘉途酒店
星级	白金五星	白金五星	四星级	经济型	五星级	未评星级	四星级
客房数(间)	356	540	436	837	368	252	215
接待游客(人次)	330542	556729	319241	361628	289631	437379	190492
入住率(%)	72%	77%	82%	74.30%	75%	33%	58.06
平均房价(元)	649	1010	494	271.11	783	311	375.84
运营主体	东部华侨城					欢乐海岸	
酒店名称	茵特拉根酒店	菩提宾舍	茵特拉根房车酒店	茵特拉根瀑布酒店	茵特拉根黑森林酒店	欢乐海岸-蓝沙精品酒店	欢乐海岸-万豪行政公寓
星级	五星级	五星级	四星级	四星级	四星级	未评星级	未评星级
客房数(间)	287	21	180	326	312	57	157
接待游客(人次)	53395	3097	40262	69691	70549	14414	46928
入住率(%)	34%	27%	41%	39%	42%	76%	75%
平均房价(元)	1083	1127	435	524	591	1296	1583

资料来源:公司提供

3. 房地产业务

公司房地产业务包含旅游综合项目中配套住宅及商业地产项目(计入旅游综合业务收入)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2016年底,华侨城房地产资产总额745.32亿元、权益总额244.94亿元,2016年实现收入191.26亿元,利润总额73.52亿元;截至2017年3月底,华侨城房地产资产总额782.20亿元、权益总额253.24亿元,2017年1~3月实现收入32.12亿元,利润总额8.90亿元。截至2017年3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、酒店等,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,华侨城房地产先后在深圳、上海、西安、南京等地推进房地产业务发展。2016年,先后与华润置地有限公司(以下简称“华润置地”)联合拿下上海苏河湾二期地块、与招商局蛇口工业区控股股份有限公司(以下简称“招商蛇口”)联合竞得深圳空港国际会展中心的建设运营权和配套土地使用权等,房地产项目储备进一步丰富。

2016年,房地产业务开发节奏加快,新开

工建筑面积72.28万平方米，同比大幅增长（2015年为8.78万平方米），主要是对深圳本部项目、红山6979项目及新浦江城项目的开发，当期竣工面积同比下降25.71%，为40.66万平方米（2015年为54.73万平方米）。截至2016年底，

在开发房地产项目总占地面积163.27万平方米，规划总建筑面积469.28万平方米，项目总投资798.66亿元，截至2016年底，项目累计投资579.98亿元，未来投资规模仍较大。

表4 2016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16年底累计实际总投资（亿元）	开发进度（%）	16年新开工建筑面积（万平方米）	16年竣工建筑面积（万平方米）	截至16年底累计竣工建筑面积（万平方米）
深圳	本部	100%	29.79	105.45	146.06	78.28	53.59	29.31	27.84	38.44
	宝亨锦园	51%	2.05	13.29	8.22	5.98	72.75	0.00	0.00	0.00
	水门逸欣园	51%	1.50	5.77	3.69	3.14	85.09	0.00	5.77	5.77
	会展中心	50%	26.41	77.17	--	155.00	--	0.00	0.00	0.00
	红山 6979	50%	10.99	17.58	62.05	35.98	57.99	17.58	0.00	0.00
上海	新浦江城	86.12%	20.41	39.12	63.18	16.55	26.19	20.84	0.00	0.00
	西康路989	100%	4.01	16.45	49.67	10.35	20.84	0.00	0.00	8.52
	苏河湾	83.16%	7.10	28.38	138.41	121.37	87.69	0.00	0.00	15.19
	苏河湾二期	50%	1.48	8.16	51.19	37.39	73.04	0.00	0.00	0.00
西安	天鹅堡	60%	11.42	45.66	36.19	29.94	82.73	4.55	7.05	28.30
南京	华侨城置地	51%	48.11	112.25	240.00	86.00	35.83	0.00	0.00	0.00
合计	--	--	163.27	469.28	798.66	579.98	--	72.28	40.66	96.22

资料来源：华侨城股份年报

注：1. 不包含旅游综合项目中房地产业务开发情况；

2. 以上项目占地面积、规划总面积及投资规模均系华侨城房地产按权益确认金额。会展中心项目已投资的155亿是指土地款，华侨城房地产付77.5亿元，招商蛇口付77.5亿元。红山6979项目由公司与招商蛇口合作开发，公司并表；

3. 水门逸欣园为城市更新项目。

目前华侨城房地产主要开发项目包括深圳本部项目、上海苏河湾项目、新浦江城项目和南京华侨城置地等。

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29.79万平方米，规划总建筑面积105.45万平方米，项目总投资额146.06亿元，截至2016年底累计投资53.59%。

2016年，公司深圳地区新增会展中心项目，

项目占地面积26.41万平米，总计容建筑面积为77.17万平米，未来规划业态包含商业公寓、办公楼、酒店、商业等业态。由华侨城房地产与招商蛇口按50%的股权比例合资，将成立4个项目公司进行开发和运营¹；截至2016年底已投资155.00亿元。

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

¹ 其中深圳市招华国际会展发展有限公司负责会展场馆代建及部分地块的开发（由招商蛇口操盘并表，已成立）、深圳市招华会展实业公司负责部分地块的开发（由华侨城房地产操盘并表，已成立）、深圳市招华会展置业有限公司负责部分地块的开发（由招商蛇口操盘并表、未成立）、深圳市招华国际会展运营有限公司负责会展场馆运营20年（由招商蛇口操盘，均不并表，已成立）。

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于一体的大型城市综合体，项目地价70.20亿元，总占地面积7.10万平方米，规划总建筑面积28.38万平方米，项目总投资138.41亿元，截至2016年底累计投资87.69%。

2016年，公司外地项目新增地块包括南京华侨城置地项目及上海苏河湾二期。南京华侨城置地占地面积48.11万平米，总建筑面积112.25万平方米，未来规划业态包括酒店式公寓、商业、酒店、办公及住宅。项目公司由华侨城房地产公司持股51%（实际操盘），南京绿地国际商务中心有限公司持股33%，南京万科置业有限公司持股16%。项目总投资240.00亿元，截至2016年底已累计投资35.83%。

上海苏河湾二期项目土地面积1.48万平方米，规划总面积8.16万平方米，未来规划办公楼、公寓、商业，由华侨城房地产和华润置地各按50%的比例成立合资公司上海华合房地产开发有限公司（公司并表）及上海华筵房地产开发有限公司（华润置地并表）各自开发部分地块。项目总投资51.19亿元，截至2016年底累计已投资73.04%

2015年6月，华侨城房地产收购了在深圳积累有丰富城市更新及旧改经验的深圳市恒祥基房地产开发有限公司51%的股权²，并更名为深圳华侨城城市更新投资发展有限公司（以下简称“华侨城更新”）作为公司旧改平台。目前华侨城更新公司旗下深圳城市更新项目共6个，康佳总部更新项目1个。华侨城更新公司项目中，水门逸欣园已于2015年11月开盘销售，截至2017年3月底，项目销售比例96.82%，已累计回款10.04亿元；沙井项目已于2017年3月30日开盘，截至2017年3月底，累计收款1470万。其他项目均未开盘，截至2017年3月底，城市更新项目总投资149.60亿元，由公司主导与另外

股东方合作开发。

房地产销售方面，2015年以来，房地产板块在国内政策趋向宽松的引导下，运营环境显著改善，2016年公司加快推盘节奏，实现签约面积37.07万平方米，同比持平（2015年为37.08万平方米），主要来自深圳本部项目16.13万平方米和西安天鹅堡项目8.70万平方米；2016年公司实现结算面积33.84万平方米，同比小幅增长（2015年为32.59万平方米），主要来自深圳本部项目11.37万平方米和西安天鹅堡项目10.16万平方米。

表5 2016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%	16.13	11.37
	曦城	50%	0.25	0.36
	水门逸欣园	51%	1.35	2.88
上海	苏河湾	83.16%	5.08	3.80
	新浦江城	86.12%	3.15	0.39
	西康路 989	100%	0.62	2.91
西安	108 坊	91.73%	1.79	1.96
	天鹅堡	60%	8.70	10.16
合计	--	--	37.07	33.84

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。

截至2017年3月底，公司土地储备（含旅游综合项目）占地面积合计809.37万平方米，其中旅游用地345.76万平方米；未开发建筑面积合计1070.22万平方米，土地储备充足。

公司已经形成了以旅游景区为主体，文化科技、文化演艺、旅游衍生品和旅行社等共同发展的文化旅游产业链，并带动公司房地产业务板块的发展。未来公司将从“旅游+地产”模式逐步过渡到“文化产业+旅游产业+城镇化”模式，并逐步成立战区级子公司对旅游综合项目及房地产业务进行统筹管理。

4. 电子业务板块

公司电子业务板块主要由康佳集团经营。

²另 49%股权由由原股东深圳花伴里投资股份有限公司持有。

康佳集团产品主要有彩电、白电和手机，2016年，上述产品分别占营业收入比重为61.47%、4.78%、8.38%，其余主要为贸易收入和房地产收入（2016年为3.32亿元）。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，年产能1500万台。2014~2016年，公司彩电业务产量分别为842万台、823万台和824万台，产能利用持续维持在55%左右，仍处于较低水平。

公司彩电业务主要上游供应商为液晶屏厂、芯片厂、五金件厂、塑胶件厂及普通的电子元器件厂；其中液晶屏金额占比最大，液晶屏主要供应商为LGD、BOE、INX、SDC、CSOT，以LGD为核心供应商。主芯片采购主要通过国际主流合作厂家MSTAR、MTK和Realtek三家。2016年，公司彩电业务前6名供应商集中度为47.91%，集中度较高。公司与主要供应商的采购结算模式大多采用出货30天TT付款的结算方式，需要关注的是，彩电业务上游关键部件液晶屏因市场供求关系会出现季节性采购紧张。

公司彩电业务以内销为主，2016年内销占比64.87%。公司下游客户主要以家电专业连锁渠道和超市渠道为主，并与各大连锁机构及95%以上的地市级大商场开展合作，同时积极借助淘宝家电城、京东家电城等网络销售模式拓展销售。结算方面，采用先货后款方式结算，结算账期在30-60天，结算方式以银行承兑汇票或现款方式为主，2016年，下游前六大客户集中度为32%，主要为国美、苏宁、大润发、京东等。近年来，公司内销彩电把握互联网电视、4K技术和曲面电视的行业趋势，提升中高端产品占比。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。

公司手机业务现已形成年产800万台手机的产能，2014~2016年，康佳手机实现收入分别为15.88亿元、8.20亿元、10.20亿元。手机业

务采取内外销并举的模式，外销业务主要以B2B为主，通过产品差价盈利；内销业务近年主要经营运营商渠道，积极开拓乡镇市场，内销手机已初步打开局面，盈利以产品差价为主，辅以少量增值服务。

公司白电业务主要经营冰箱、洗衣机、空调、冷柜等产品，以冰箱为主要产品，目前拥有滁州冰箱工业园作为生产基地，冰箱年产能达150万台。2014~2016年，公司冰箱产量分别为81.70万台、90.80万台和101.30万台，产能利用率维持在60-70%之间。公司白电业务充分复用彩电的网络资源，销售渠道主要为地方性连锁卖场、区域代理商、直营零售商以及商场、超市等。

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、品牌竞争加剧以及康佳集团内销彩电业务管理层变动，产品规划调整频繁等因素的影响，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，主要是由于：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，劲速系列产品在内的中高端新品的快速上市，产品结构有所改善。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增长，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，康佳集团经营仍面临一定压力。2016年，康佳集团减持深圳市瑞丰光电子股份有限公司股票获得投资收益2.06亿元，同时购买理财及委托贷款产生收益0.72亿元，上述原因综合导致2016年康佳集团扭亏为盈，但不具备持续性。2017年1~3月，康佳集团营业利润-0.82亿元，出现亏损，当期取得营业外收入1.14亿元，主要是政府补助和土地回储，实现利润总额0.31亿元。

总体来看，受家电市场行情低迷、行业竞争激烈、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，电子业务主业出现亏损。2016年以来，康佳集团管理层逐步确立，主业经营情况有所好转，但盈利能力仍受原材料价格波动影响较大，康佳集团经营仍面临较大压力，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。

5. 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2016年底，华侨城（亚洲）控股资产总额227.21亿元³，权益总额67.67亿元，2016年实现营业收入53.58亿元，税前利润12.83亿元。

华侨城（亚洲）控股的纸包装板块主要为

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。

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2016年底，公司共有瓦楞纸板生产线共5条，主要印刷生产线共20条。2016年公司纸箱（板）的生产量为12.63万吨，彩印业务为1.33万吨。

2016年，公司包装业务实现收入7.39亿元，同比下降10.21%，主要是由于市场竞争加剧，客户订单减少以及售价降低等因素；毛利率7.63%，同比下降3.81个百分点。2017年1~3月，公司纸包装业务实现营业收入1.85亿元，毛利率为12.13%。

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，且部分项目尚处于规划初期，未来投资规模大；康佳集团受行业市场竞争激烈及家电行业优惠补贴资金扣回等因素影响，主业经营仍面临较大压力。整体看，公司整体盈利能力仍较强。

6. 经营效率

2014~2016年，公司销售债权周转次数呈上升趋势，三年加权均值为8.78次，2016年为9.70次；存货周转次数和总资产周转次数均不断下降，三年加权均值分别为0.64次和0.38次，2016年分别为0.58次和0.35次。公司存货规模较大，整体经营效率较高。

7. 未来发展

未来公司将完善业务发展的两个平台（全

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

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 2014~2016 年合并财务报告, 瑞华会计师事务所⁴对该财务报告进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计结论; 公司 2017 年第一季度财务报表未经审计。

2014 年公司合并报表范围内子公司较 2013 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房地产开发有限公司 1 家, 因注销减少子公司 2 家。2016 年公司合并报表范围内子公司较 2015 年新设成立 25 家, 包括深圳华侨城资本投资管理有限公司, 非同一控制下企业合并南戴河国际娱乐 1 家; 因注销减少子公司 3 家, 转让子公司 1 家。2017 年一季度合并范围无变化。合并报表范围变化对公司财务数据影响较小。

截至 2016 年底, 公司资产总额 1740.72 亿元, 所有者权益合计 557.79 亿元 (其中少数股东权益 263.67 亿元); 2016 年公司实现营业收入 542.56 亿元, 利润总额 95.39 亿元。

截至 2017 年 3 月底, 公司资产总额为 1968.62 亿元, 所有者权益合计 572.90 亿元 (其中少数股东权益 270.56 亿元); 2017 年 1~3 月, 公司实现营业收入 109.30 亿元, 利润总额 11.18

亿元。

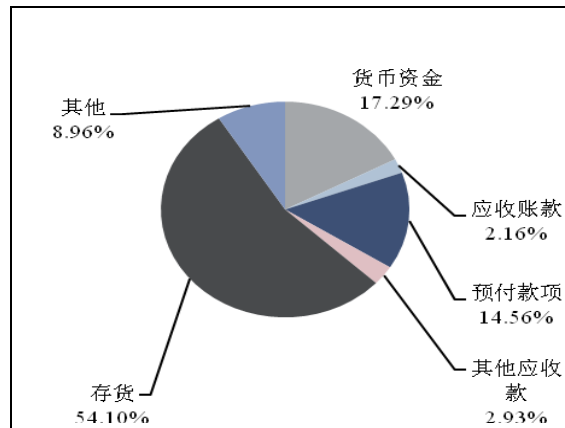
2. 资产质量

2014~2016 年, 公司资产总额年均复合增长 21.43%; 截至 2016 年底, 公司资产总额 1740.72 亿元, 同比增长 27.10%, 其中流动资产占 71.40%, 非流动资产占 28.60%。公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年, 公司流动资产年均复合增长 27.41%。截至 2016 年底, 公司流动资产 1242.80 亿元, 同比增长 32.38%, 主要构成以货币资金、预付款项和存货为主。

图 3 2016 年底公司流动资产构成



资料来源: 公司年报

截至 2016 年底, 公司货币资金 214.92 亿元, 其中, 银行存款为 206.60 亿元 (占 96.13%); 使用受限的货币资金为 8.21 亿元, 主要为各类保证金存款。

2014~2016 年, 公司预付款项快速增长, 分别为 41.72 亿元、134.82 亿元和 180.96 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、南京项目地价款 125 亿元所致。截至 2016 年底, 公司预付账款同比增长 34.22%, 主要是公司预付深圳、南京、南昌、上海、武汉等项目的地价款。截至 2016 年底, 公司共计提坏账准备 429.55 万元, 计提比例不高。

截至 2016 年底, 公司其他应收款 36.44 亿

⁴ 2016 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。

元, 同比大幅增加 17.22 亿元, 主要系深圳市华恒达投资有限公司与华发股份的往来款。公司 2016 年底计提坏账准备 2.63 亿元, 主要包括无法收回的康佳集团节能补贴款 1.52 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。2014~2016 年, 公司存货快速增长, 年均增速 27.33%, 主要是公司房地产业务开发投资加快所致。截至 2016 年底, 公司存货账面余额为 675.76 亿元, 其中房地产开发项目(已完工开发产品占 21.46%、在建开发产品占 78.54%)占 94.92%, 主要集中在深圳、上海、天津、武汉等经济较发达的城市, 其中, 房地产开发项目计提跌价准备较小(0.44 亿元); 公司对非房地产开发项目共计提存货跌价准备 2.93 亿元。

截至 2016 年底, 公司其他流动资产 79.04 亿元, 同比增长 37.16%, 主要是公司新增理财产品 20.39 亿元, 构成主要包括 22.39 亿元的预付股票收益互换支付的保证金⁵和 31.25 亿元的预缴及待抵扣税金。

非流动资产

2014~2016 年, 公司非流动资产年均复合增长率为 9.55%; 截至 2016 年底, 公司非流动资产为 497.92 亿元, 主要以固定资产(占 33.60%)和递延所得税资产(占 17.38%)为主。

截至 2016 年底, 公司可供出售金融资产账面余额为 37.13 亿元, 其中按公允价值计量 28.27 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 17.30 亿元(持股比例 4.08%); 按成本法计量 8.86 亿元, 主要为其他尚未上市的被投资企业股权。截至 2016 年底, 公司计提可供出售金融资产减值准备合计 1.40 亿元, 年底可供出售金融资产账面价值为 35.73 亿元, 同比下降 32.62%, 主要是由于公司处置了国泰君安股票。

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。

截至 2016 年底, 公司长期股权投资 55.99 亿元, 同比增加 45.97 亿元, 主要是由于当期新增渤海证券股份有限公司(以下简称“渤海证券”)、武汉首茂城置业有限公司(以下简称“首茂城置业”)和成都体育产业有限责任公司(以下简称“成都体产”)投资所致。截至 2016 年底, 公司对合营、联营和其他企业的投资主要包括渤海证券(24.61 亿元)、首茂城置业(7.25 亿元)、成都体产(8.01 亿元)、北京广盈(5.43 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 0.30 亿元, 权益法下核算的投资收益为 5.27 亿元, 主要来自北京广盈 4.58 亿元(楼盘开发基本完成, 达到结转收入的状态)。

截至 2016 年底, 公司投资性房地产原值 56.91 亿元, 同比增长 24.72%, 主要系增加西安置地、顺德华侨城、武汉华侨城等投资性物业。公司投资性房地产累计折旧 12.99 亿元, 未计提减值准备, 年末账面价值合计 43.93 亿元。

截至 2016 年底, 公司固定资产原值 285.17 亿元, 主要以房屋及景区建筑物(占 57.84%)和机器设备(占 27.31%)为主; 公司固定资产累计折旧 117.13 亿元, 减值准备 0.74 亿元, 固定资产净值 167.30 亿元。

截至 2016 年底, 公司在建工程 34.61 亿元, 较 2015 年底大幅增加 14.20 亿元, 主要是对公园景区(上海华侨城、武汉华侨城和重庆华侨城等)、商业地产(西安置地项目和昆山酒店工程)等项目的继续投入所致。截至 2016 年底, 公司无形资产 46.50 亿元, 与上年基本持平, 以土地使用权为主。

截至 2016 年底, 公司递延所得税资产 86.56 亿元, 同比有所增长, 主要包括因尚未缴纳的土地增值税(计提)而形成的同比增加 8.94 亿元、因预收房款预计毛利而形成的同比增加 3.16 亿元、因内部交易未实现损益而形成的同比增加 4.94 亿元。主要是由于因负债的账面价值与计税基础不同以及因内部交易未实现利润

形成的递延所得税资产规模较大。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 1968.62 亿元，较 2016 年底增长 13.09%，其中流动资产占 73.97%，非流动资产占 26.03%，流动资产规模进一步提升；其中，货币资金为 353.51 亿元，较 2016 年底增长 64.49%，主要是用于 4 月份并购云南世博集团及云南文投集团借入长短期借款及预收房款的增加；预付款项为 276.65 亿元，较 2016 年底增长 52.88%，主要是南京置地、北京侨禧及龙华红山项目土地储备增加；可供出售金融资产为 49.58 亿元，较 2016 年底增长 38.76%，主要为新增新华创新 SP7 基金、民生教育基石投资及利宝华辰所致，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，资产规模快速增长。流动资产中，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

近三年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长 16.84%，主要来自股本及未分配利润的增长，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 2016 年底，公司所有者权益为 557.79 亿元（包括少数股东权益 263.67 亿元），主要由实收资本（占 20.26%）、未分配利润（占 19.32%）以及少数股东权益（占 47.27%）构成。截至 2016 年底，公司实收资本同比增加 50.00 亿元，主要系公司当年以未分配利润转增注册资本所致；公司其他综合收益同比大幅下降至 8.48 亿元，主要系处置了国泰君安股票。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益为 572.90 亿元，较 2016 年底有所增长，权益结构稳定。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

2014~2016 年，公司负债逐年增长，截至 2016 年底，公司负债合计 1182.93 亿元，同比增长 37.13%，公司债务结构以流动负债为主，比重较 2015 年底略有下降，为 72.85%。

2014~2016 年，公司流动负债稳定增长。截至 2016 年底，流动负债合计 861.75 亿元，同比增长 34.39%。截至 2016 年底，流动负债主要以应付账款（占 15.18%）、预收账款（占 18.89%）及其他应付款（占 34.57%）为主。

截至 2016 年底，公司短期借款 51.39 亿元，较 2015 年大幅下降 39.46%，主要以信用借款（占 66.41%）和保证借款（31.52%）为主。

2014~2016 年，公司应付账款稳定增长。截至 2016 年底，公司应付账款 130.79 亿元，同比增长 12.91%，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 60.73%、1~2 年的占 18.63%。

公司预收账款主要为预收房款及销售款，2014~2016 年，公司预收账款快速增长，三年分别为 44.94 亿元、66.22 亿元和 162.81 亿元，公司 2016 年预收款项大幅增加 96.59 亿元，主要来自武汉华侨城东湖天樾项目、宁波华侨城欢乐海岸项目及深圳本部天鹅湖花园。

截至 2016 年底，公司其他应付款 297.90 亿元，主要包含土地增值税的预提税金 158.66 亿元、资金往来 13.79 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。从账龄来看，一年以内的占 43.22%，1~2 年占比 18.07%，2~3 年的占 12.70%，3 年以上占 26.01%，账龄偏长。

截至 2016 年底，公司其他流动负债为 75.63 亿元，主要是公司于当年发行的超短期融资券。

表6 截至2016年底公司超短期融资券明细

（单位：亿元）

债券名称	发行日期	期限	额度
16 华侨城 SCP002	2016-4-13	9 个月	16.00
16 华侨城 SCP004	2016-6-15	9 个月	9.00
16 华侨城 SCP005	2016-10-12	9 个月	10.00
16 华侨城 SCP006	2016-12-6	9 个月	40.00

资料来源：根据公开资料整理

2014~2016年,公司非流动负债增速较快,截至2016年底,公司非流动负债321.18亿元,同比大幅增长45.04%,主要由长期借款(占45.58%)和应付债券(占50.67%)构成。

截至2016年底,公司长期借款为146.38亿元,同比增长17.72%,其中信用借款80.92亿元、保证借款48.99亿元、委托借款41.79亿元。当期公司33.39亿元长期借款转入一年内到期的非流动负债。

2014~2016年,公司应付债券波动较大,三年分别为83.99亿元、75.90亿元和162.75亿元,主要为公司近年来发行的债券,2016年情况如下表。

表7 截至2016年底公司应付债券明细
(单位:亿元)

债券名称	发行日期	期限	额度
14 华侨城 MTN001	2014-8-8	3 年	14.00
15 华侨城 MTN001	2015-5-28	5 年	30.00
15 华侨城 PPN001	2015-4-24	3 年	20.00
16 华侨城 MTN001	2016-4-11	5 年	30.00
16 华侨城 MTN002	2016-7-22	3 年	15.00
16 华侨城 MTN003	2016-9-2	3 年	30.00
17 华侨城 MTN001	2017-3-17	3 年	25.00
17 华侨城 MTN001	2017-3-23	3 年	25.00

资料来源:根据公开资料整理

截至2017年3月底,公司负债合计1395.72亿元,较2016年底增长17.99%,其中流动负债占70.52%,非流动负债占29.48%,负债结构较2016年底变化不大。截至2017年3月底,公司短期借款166.70亿元,较2016年底增长224.36%;预收账款为187.22亿元,较2016年底增长14.99%,主要是来自顺德华侨城、宁波及重庆项目的销售;长期借款为183.92亿元,较2016年底增长25.64%;应付债券为214.18亿元,较2016年底增加51.43亿元,主要是由于公司发行“17 华侨城 MTN001”(25亿元、3年期)、“17 华侨城 MTN002”(25亿元、3年期)所致,其他科目变动不大。

有息债务方面,2014~2016年,公司全部

债务逐年增长。截至2016年底,公司全部债务为508.02亿元,同比增长36.93%,其中短期债务占39.09%,长期债务占60.91%,长期债务比重较2015年底进一步提升。截至2017年3月底,公司全部债务728.85亿元,较2016年底增长43.47%,主要由于公司新增短期借款,短期债务占比上升至45.34%,公司长期债务占比下降至54.66%。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 MTN002”,纳入所有者权益核算,考虑到其在中国赎回前长期存续,且与其他债务融资工具特征相近,因此若将其纳入长期债务核算,截至2016年底,公司全部债务为533.02亿元,其中短期债务占37.25%,长期债务占62.75%,截至2017年3月底,公司全部债务为753.85亿元,其中短期债务占43.83%,长期债务占56.17%。

2014~2016年,公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均波动中有所增长,三年平均值分别为65.95%、32.83%和45.62%,截至2016年底,上述三项指标分别为67.96%、35.68%和47.67%,同比分别增加4.97、6.92和5.41个百分点。截至2017年3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41.02%、55.99%和70.90%,若将“15 华侨城 MTN2”纳入长期债务核算,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42.50%、56.82%和71.26%。

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;近年来公司随着房地产业务规模持续拓展有息债务规模快速上升,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

2014~2016年,公司营业收入年均复合增

长 3.87%；2016 年公司实现营业收入 542.56 亿元，同比增长 7.03%；近三年公司营业成本年均复合增长 5.39%，增速高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 27.56%、26.37%和 26.43%。

从期间费用来看，2014~2016 年，公司期间费用波动中有所增长，年均复合增长 1.52%。2016 年为 71.60 亿元。2016 年公司财务费用为 9.32 亿元，同比下降 2.92%。近三年，公司期间费用占营业收入比重分别为 13.81%、14.85%和 13.20%，公司对期间费用的控制能力尚可。2016 年，公司资产减值损失 3.05 亿元，主要包括存货跌价损失 1.75 亿元，主要是对武汉华侨城及天津华侨城部分项目计提的损失。

2014~2016 年，公司实现投资收益分别为 10.10 亿元、30.72 亿元和 15.24 亿元，其中 2015 年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%）；2016 年，公司实现投资收 15.24 亿元，主要为处置可供出售金融资产产生的投资收益 7.27 亿元，系出售国泰君安股票所致（公司持股比例由 0.81%下降至 0）和权益法核算的长期股权投资收益 6.20 亿元；同期，公司实现营业外收入分别为 7.36 亿元、6.50 亿元和 11.88 亿元，2016 年公司营业外收入增长主要来自旅游度假区奖励金的政府补助，不具备持续性。

2014~2016 年，公司利润总额逐年增长，年均复合增长率为 6.88%。2016 年，公司实现利润总额 95.39 亿元，较上年增长 6.78%。从盈利指标来看，2014~2016 年，公司总资本收益率逐年下降，三年平均值为 7.73%，2016 年为 7.93%；同期，公司净资产收益率波动下降，三年平均值为 13.31%，2016 年为 13.32%。整体看，公司盈利能力强。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 109.30 亿元，同比增长 13.56%；公司实现利润总额 11.18 亿元，同比增长 10.36%。2017 年 1~3 月，公司营业利润率为 23.63%。

总体看，公司主营业务收入稳定增长，电子业务板块出现亏损，旅游及地产业务盈利情况好，处置股权形成的投资收益规模较大，整体盈利能力较强。

5. 现金流分析

从经营活动来看，2014~2016 年，公司经营活动现金流入量以销售商品、提供劳务收到的现金为主，2016 年为 700.65 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，2016 年为 690.92 亿元；2016 年收到其他与经营活动有关的现金 64.81 亿元，同比大幅增长，主要是收回拍地保证金。近三年，公司经营活动现金净额分别为 -4.50 亿元、-5.67 亿元和 9.73 亿元，2016 年经营活动现金转为净流入，主要原因是房地产项目预收增加所致。从收入实现质量指标来看，2016 年公司现金收入比为 116.53%，较上年上升 11.53 个百分点，主要是 2016 年房地产业务预售情况好所致。

从投资活动来看，2014~2016 年，公司投资活动现金流入量主要为收到其他与投资活动有关的现金。2016 年公司收到其他与投资有关的现金 116.34 亿元，主要为康佳集团结构性理财产品到期收回；公司投资活动现金流出主要为投资支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金。投资支付的现金 52.50 亿元，主要系增资入股渤海证券及支付其他项目合作；支付其他与投资活动有关的现金为 132.43 亿元，同比增加 68.95 亿元，主要是购买银行保本理财产品、支付花伴里保证金以及股权投资保证金等，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 -3.15 亿元、-71.45 亿元和 -90.80 亿元，资金缺口扩大。

近三年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 -7.65 亿元、-77.12 亿元和 -81.07 亿元，公司盈利能力，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61.26亿元、84.69亿元和93.55亿元。

2017年1~3月，公司经营活动现金流入160.04亿元，收到其他与经营活动有关的现金为38.13亿元，主要是房地产公司及武汉华侨城相关保证金、政府补助；支付其他与经营活动有关的现金为59.14亿元，主要是房地产公司及武汉华侨城相关保证金；当期经营活动净现金流量净额为-93.01亿元；公司投资活动净现金流量为20.02亿元，其中，公司收回投资收到的现金28.36亿元，主要系收回与中金公司签订的收益互换协议剩余保证金；公司筹资活动产生的现金流量净额为215.67亿元，主要系取得借款收到的现金267.20亿元。

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，2014~2016年，公司流动比率及速动比率的平均值分别为143.27%和81.48%，2016年底公司流动比率及速动比率分别为144.22%和89.13%，分别较2015年底下降2.20个百分点和16.75个百分点；截至2017年3月底，上述两项指标分别为147.96%和78.91%。2014~2016年，公司经营现金流动负债比分别为-0.80%、-0.88%和1.13%，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，2014~2016年，公司EBITDA年均复合增长7.57%，近三年公司EBITDA利息倍数持续增长，分别为4.77倍、6.71倍和7.12倍；随着公司全部债务的增长，全部

债务/EBITDA逐年提升，2016年为3.97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，该等房产目前的市场价格高于售价，担保风险小。截至2016年底，公司担保金额17.82亿元，截至2017年3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2017年3月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为1363亿元，尚未使用的额度为881亿元。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6月21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，受益于房地产板块的热销和投资收益的贡献，公司整体盈利能力强。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年发行第三期20亿元的中期票据，分别占2017年3月底公司全部债务和长期债务的2.74%和5.02%，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2017年3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70.90%、55.99%和41.02%，以公司2017年3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71.19%、56.66%和42.21%；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），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71.55%、57.46%和43.63%，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

2014~2016年，公司EBITDA对本期中期票据的保护倍数分别为5.53倍、5.93倍和6.40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24.01倍、27.97倍和35.03倍。

考虑到公司已于2017年发行两期中期票据（一期、二期共50亿元），第三期中期票据发行额度为20亿元，2014~2016年，公司EBITDA对本期中期票据的保护倍数分别为1.58倍、1.69倍和1.83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6.86倍、7.99倍和10.01倍。

总体看，公司EBITDA对本期中期票据覆盖能力较强。

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。近年来，公司积极布局旅游综合项目，加快房地产拿地节奏，项目储备进一步丰富。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、公司未

来投资规模大等因素给公司经营与发展可能带来的不利影响。

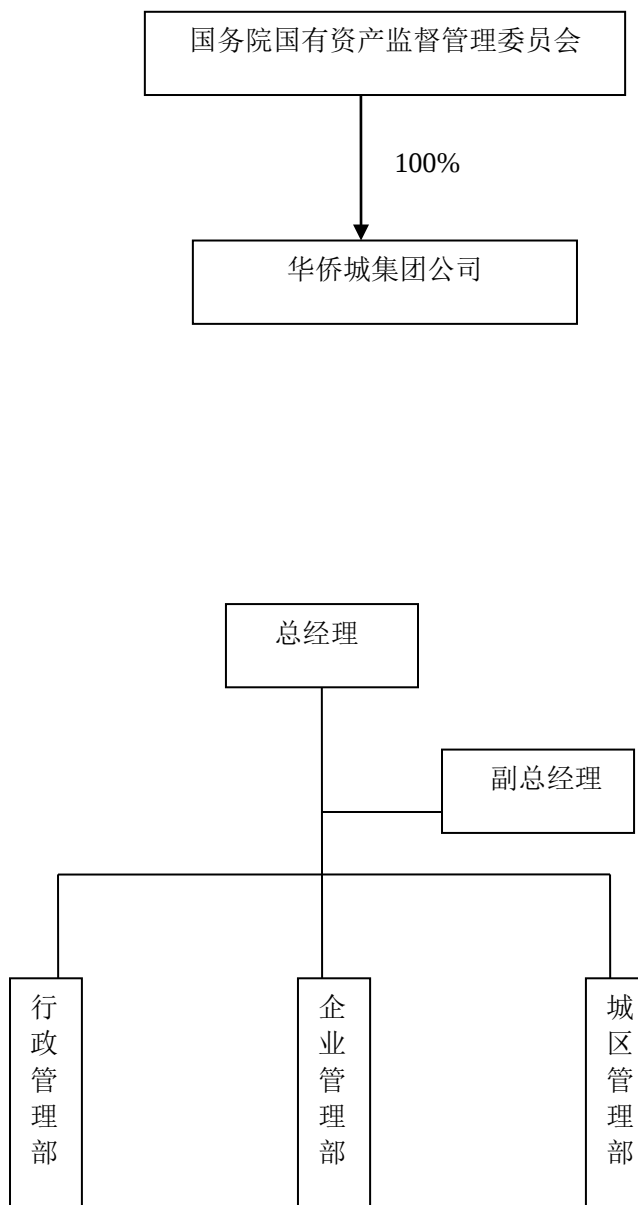
财务方面，公司资产规模快速增长，现金类资产充裕，预付款项及以房地产开发项目为主的存货规模较大，对资金形成一定占用；有息债务规模快速上升，目前以长期债务为主，整体债务结构与债务负担适宜。

未来，公司将继续加大旅游综合项目的投资，随着重点投资项目的陆续建成，公司综合竞争力有望进一步提升。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	225.09	222.85	224.04	371.74
资产总额(亿元)	1180.45	1369.57	1740.72	1968.62
所有者权益(亿元)	408.61	506.91	557.79	572.90
短期债务(亿元)	151.08	166.34	198.57	330.43
长期债务(亿元)	190.64	204.67	309.45	398.41
全部债务(亿元)	341.73	371.01	508.02	728.85
营业收入(亿元)	502.86	506.93	542.56	109.30
利润总额(亿元)	83.51	89.33	95.39	11.18
EBITDA(亿元)	110.57	118.53	127.95	--
经营性净现金流(亿元)	-4.50	-5.67	9.73	-93.01
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.26	8.25	9.70	--
存货周转次数(次)	0.71	0.69	0.58	--
总资产周转次数(次)	0.45	0.40	0.35	--
现金收入比(%)	87.53	105.00	116.53	110.60
营业利润率(%)	27.56	26.37	26.43	23.63
总资本收益率(%)	8.95	8.20	7.93	--
净资产收益率(%)	14.51	12.49	13.32	--
长期债务资本化比率(%)	31.81	28.76	35.68	41.02
全部债务资本化比率(%)	45.54	42.26	47.67	55.99
资产负债率(%)	65.38	62.99	67.96	70.90
流动比率(%)	136.20	146.42	144.22	147.96
速动比率(%)	62.42	72.38	89.13	78.91
经营现金流动负债比(%)	-0.80	-0.88	1.13	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.77	6.71	7.12	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.09	3.13	3.97	--

注：1.2017 年一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及相关指标计算中；
 4.现金类资产已剔除受限货币资金；
 5.2015 年底至 2017 年 3 月底所有者权益中包含 25 亿永续中期票据。

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 年度第三期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

华侨城集团公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

华侨城集团公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对华侨城集团公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，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、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现华侨城集团公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对华侨城集团公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

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华侨城集团公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与华侨城集团公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。