信用等级公告

联合〔2020〕2522 号

联合资信评估有限公司通过对华侨城集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持华侨城集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“15 华侨城 MTN002”“16 华侨城 MTN001”“17 华侨城 MTN003”“17 华侨城 MTN004”“18 华侨城 MTN001”“18 华侨城 MTN002”“18 华侨城 MTN003”“18 华侨城 MTN004”“19 华侨城 MTN001”“19 华侨城 MTN002”“19 华侨城 MTN003”“19 华侨城 MTN004”“19 华侨城 MTN005”“20 华侨城 MTN001”和“20 华侨城 MTN002”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十四日

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
http://www.lhratings.com

华侨城集团有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
华侨城集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
15 华侨城 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
16 华侨城 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
17 华侨城 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
17 华侨城 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
18 华侨城 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18 华侨城 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
18 华侨城 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
18 华侨城 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华侨城 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华侨城 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华侨城 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华侨城 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华侨城 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华侨城 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华侨城 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定

评级时间：2020年7月24日

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15 华侨城 MTN002*	25 亿元	25 亿	2020/11/10
16 华侨城 MTN001	30 亿元	30 亿元	2021/4/11
17 华侨城 MTN003*	20 亿元	20 亿元	2022/8/18
17 华侨城 MTN004*	30 亿元	30 亿元	2022/8/23
18 华侨城 MTN001*	30 亿元	30 亿元	2023/4/27
18 华侨城 MTN002	20 亿元	20 亿元	2021/8/3
18 华侨城 MTN003*	25 亿元	25 亿元	2021/10/18
18 华侨城 MTN004*	25 亿元	25 亿元	2021/11/2
19 华侨城 MTN001*	20 亿元	20 亿元	2022/1/7
19 华侨城 MTN002*	15 亿元	15 亿元	2022/7/18
19 华侨城 MTN003*	20 亿元	20 亿元	2022/10/23
19 华侨城 MTN004*	15 亿元	15 亿元	2022/11/6
19 华侨城 MTN005*	15 亿元	15 亿元	2022/12/9
20 华侨城 MTN001*	15 亿元	15 亿元	2023/1/13
20 华侨城 MTN002*	15 亿元	15 亿元	2023/4/13

注：债券名称中带*标记的债券为永续中期票据，到期兑付日为首次行权日

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对华侨城集团有限公司（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，在政策支持、行业地位、多元化经营格局、项目开发模式和土地储备等方面具有显著优势。跟踪期内，公司持续布局旅游综合项目，加快拿地节奏，实现收入和利润的双增长，整体盈利能力保持稳定。同时，联合资信也关注到公司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影响、债务规模增长快、经营活动现金流持续表现为净流出、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。

公司经营活动现金流入量对存续期内中期票据的保障能力很强。

未来，公司将持续加大旅游综合项目拓展，同时积极参与云南省、海南省全域旅游开发，随着重点投资项目的陆续完成，公司综合竞争力有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“15华侨城MTN002”“16华侨城MTN001”“17华侨城MTN003”“17华侨城MTN004”“18华侨城MTN001”“18华侨城MTN002”“18华侨城MTN003”“18华侨城MTN004”“19华侨城MTN001”“19华侨城MTN002”“19华侨城MTN003”“19华侨城MTN004”“19华侨城MTN005”“20华侨城MTN001”和“20华侨城MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司在行业地位、多元化经营格局以及品牌效应方面优势显著。**公司是隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，已形成以旅游、房地产、电子业务为主的多元化经营格局，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。

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：徐 璨 刘祎烜
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 中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

2. **公司通过成片综合开发模式，整合项目资源，提升投资效率。**公司采用“文化+旅游+城镇化”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. **公司经营活动现金流入量对存续期内中期票据的保障能力很强。**

关注

1. **旅游行业易受外部环境影响，2020 年一季度利润呈现亏损。**旅游行业易受外部环境影响，同时安全事故、公共卫生事件等突发情况对公司旅游业务也会造成一定不利影响；2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，旅游业受到冲击，公司营业收入下滑，利润呈现亏损。

2. **公司债务规模快速增长，债务负担重。**公司房地产开发项目、旅游产业在建项目投资规模很大，产业链并购及对外股权投资力度增加，快速推升债务规模，合并口径及母公司层面债务负担重。

3. **公司日常运营及资本支出资金需求大，始终存在对外融资需求。**跟踪期内，公司存货、其他应收款及预付款项快速增长，对资金占用明显，旅游综合项目开发模式投资回收期较长，近年来公司经营及投资活动现金流持续表现为净流出，资金需求大。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	486.74	460.72	573.44	688.07
资产总额(亿元)	3223.82	4440.04	5525.45	5851.90
所有者权益(亿元)	1056.82	1392.65	1665.53	1696.69
短期债务(亿元)	379.47	451.63	614.06	761.32
长期债务(亿元)	736.51	1105.22	1308.73	1299.71
全部债务(亿元)	1115.98	1556.85	1922.79	2061.04
营业收入(亿元)	801.08	1103.49	1309.82	154.99
利润总额(亿元)	194.92	202.37	239.20	-8.32
EBITDA(亿元)	250.02	291.06	337.36	--
经营性净现金流(亿元)	-152.44	-173.21	-123.89	-158.00
营业利润率(%)	22.44	23.14	21.36	15.35
净资产收益率(%)	12.61	11.37	10.93	--
资产负债率(%)	67.22	68.63	69.86	71.01
全部债务资本化比率(%)	51.36	52.78	53.58	54.85
流动比率(%)	153.09	163.21	153.84	153.30
经营现金流动负债比(%)	-10.77	-9.10	-4.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.42	3.16	3.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.46	5.35	5.70	--

公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	750.45	1011.66	1112.32	1175.75
所有者权益(亿元)	381.70	480.93	556.23	580.68
全部债务(亿元)	270.39	381.09	487.90	514.31
营业收入(亿元)	1.30	4.46	4.20	0.64
利润总额(亿元)	22.92	60.59	29.32	-3.58
资产负债率(%)	49.14	52.46	49.99	50.61
全部债务资本化比率(%)	41.46	44.21	46.73	46.97
流动比率(%)	110.74	75.64	42.03	49.85
经营现金流动负债比(%)	-33.93	23.10	1.30	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；2017－2019 年现金类资产已剔除受限部分；2017－2019 年合并口径其他流动负债中的有息债务已计入短期债务；2017－2019 年合并口径长期应付款及其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务；截至 2020 年 3 月底，所有者权益中含 255 亿元永续中期票据

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
15 华侨城 MTN002、16 华侨城 MTN001、17 华侨城 MTN003、17 华侨城 MTN004、18 华侨城 MTN001、18 华侨城 MTN002、18 华侨城 MTN003、18 华侨城 MTN004、19 华侨城 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/7/17	刘嘉敏、刘然、刘祎烜	多元化企业主体信用评级方法（2018 年） 综合类行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
20 华侨城 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/2/26	徐璨、刘祎烜	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
20 华侨城 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/11/22	刘嘉敏、刘祎烜	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
19 华侨城 MTN005	AAA	AAA	稳定	2019/11/11	刘嘉敏、刘祎烜	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
19 华侨城 MTN004	AAA	AAA	稳定	2019/10/12	刘嘉敏、刘祎烜	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
19 华侨城 MTN003	AAA	AAA	稳定	2019/6/25	刘嘉敏、刘然、刘祎烜	多元化企业主体信用评级方法（2018 年） 综合类行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 华侨城 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/6/25	刘嘉敏、刘然、刘祎烜	多元化企业主体信用评级方法（2018 年） 综合类行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 华侨城 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/11/15	刘嘉敏、刘然、刘祎烜	多元化企业主体信用评级方法（2018 年） 综合类行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 华侨城 MTN004	AAA	AAA	稳定	2018/9/27	刘嘉敏、刘然、刘祎烜	多元化企业主体信用评级方法（2018 年） 综合类行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 华侨城 MTN003	AAA	AAA	稳定	2018/8/17	刘嘉敏、刘然、刘祎烜	多元化企业主体信用评级方法（2018 年） 综合类行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 华侨城 MTN002	AAA	AAA	稳定	2018/7/13	刘嘉敏、刘然、刘祎烜	多元化企业主体信用评级方法（2018 年） 综合类行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 华侨城 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/2/7	刘嘉敏、刘然	制造企业信用分析要点（2014 年） 综合类行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 华侨城 MTN004	AAA	AAA	稳定	2017/6/21	刘嘉敏、刘然	制造企业信用分析要点（2014 年） 综合类行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 华侨城 MTN003	AAA	AAA	稳定	2017/6/21	刘嘉敏、刘然	制造企业信用分析要点（2014 年） 综合类行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
16 华侨城 MTN001	AAA	AAA	稳定	2016/3/4	田甜、黄滨、刘嘉敏	制造企业信用分析要点（2014 年） 综合类行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
15 华侨城 MTN002	AAA	AAA	稳定	2015/3/16	李阳、胡鑫	制造企业信用分析要点（2014 年）	阅读全文

注：2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由华侨城集团有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

华侨城集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于华侨城集团有限公司及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

华侨城集团原名为“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。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。2017 年 11 月 20 日，国务院国资委下发国资改革〔2017〕1223 号《关于华侨城集团公司改制有关事项的批复》，同意公司改制方案，将公司由全民所有制企业改制为国有独资公司，公司名称变更为现名，改制基准日为 2016 年 12 月 31 日，以经审计净资产出资，注册资本变更为 120 亿元。2019 年 8 月 19 日，依据《财政部、人力资源社会保障部、国资委、税务总局、证监会关于全面推开划转部分国有资本充实社保基金工作的通知》，国务院国资委将公司 10%的股权一次性划转给社保基金会持有，划转完成后，国务院国资委持有公司股权的 90%，社保基金会持有公司股权的 10%。截至本报告出具日，股权划转尚未完成工商变更。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本为 120 亿元，实际控制人为国务院国资委。

公司经营范围涉及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。截至2019年底，公司拥有一级子公司22家；旗下拥有4家上市公司，分别为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”）、云南旅游股份有限公司（股票代码002059.SZ，以下简称“云南旅游”）。

截至 2019 年底，公司资产总额为 5525.45 亿元，所有者权益合计 1665.53 亿元（其中少数股东权益 923.74 亿元）；2019 年公司实现营业收入 1309.82 亿元，利润总额 239.20 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额为 5851.90 亿元，所有者权益合计 1696.69 亿元（其中少数股东权益 943.80 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 154.99 亿元，利润总额-8.32 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信所评的存续期内债券包括“15 华侨城 MTN002”“16 华侨城 MTN001”“17 华侨城 MTN003”“17 华侨城 MTN004”“18 华侨城 MTN001”“18 华侨城 MTN002”“18 华侨城 MTN003”“18 华侨城 MTN004”“19 华侨城 MTN001”“19 华侨城 MTN002”“19 华侨城 MTN003”“19 华侨城 MTN004”“19 华侨城 MTN005”“20 华侨城 MTN001”“20 华侨城 MTN002”。其中“16 华侨城 MTN001”“18 华侨城 MTN002”为普通中期票据，其余存续债券均为永续中期票据，到期兑付日为赎回权行权日。

截至本报告出具日，上述债券募集资金已按规定用途使用完毕；公司按时付息，部分债

券尚未到付息日。

表 1　公司存续中期票据概况

债券简称	金额	余额	起息日	期限（年）	到期兑付日
15 华侨城 MTN002*	25 亿元	25 亿	2015/11/10	5+N	2020/11/10
16 华侨城 MTN001	30 亿元	30 亿元	2016/4/11	5	2021/4/11
17 华侨城 MTN003*	20 亿元	20 亿元	2017/8/18	5+N	2022/8/18
17 华侨城 MTN004*	30 亿元	30 亿元	2017/8/23	5+N	2022/8/23
18 华侨城 MTN001*	30 亿元	30 亿元	2018/4/27	5+N	2023/4/27
18 华侨城 MTN002	20 亿元	20 亿元	2018/8/3	3	2021/8/3
18 华侨城 MTN003*	25 亿元	25 亿元	2018/10/18	3+N	2021/10/18
18 华侨城 MTN004*	25 亿元	25 亿元	2018/11/2	3+N	2021/11/2
19 华侨城 MTN001*	20 亿元	20 亿元	2019/1/7	3+N	2022/1/7
19 华侨城 MTN002*	15 亿元	15 亿元	2019/7/18	3+N	2022/7/18
19 华侨城 MTN003*	20 亿元	20 亿元	2019/10/23	3+N	2022/10/23
19 华侨城 MTN004*	15 亿元	15 亿元	2019/11/6	3+N	2022/11/6
19 华侨城 MTN005*	15 亿元	15 亿元	2019/12/9	3+N	2022/12/9
20 华侨城 MTN001*	15 亿元	15 亿元	2020/1/13	3+N	2023/1/13
20 华侨城 MTN002*	15 亿元	15 亿元	2020/4/13	3+N	2023/4/13

注：债券名称中带*标记的债券为永续中期票据，到期兑付日为首次行权日
资料来源：联合资信整理

根据发行条款，上述永续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。

基于存续期内永续中期票据的条款，可得出以下结论：（1）存续期内永续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，存续期内永续中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。（2）存续期内永续中期票据如不赎回，则从第 4 个或第 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 4 个计息年度至第 6 个计息年度或第 6 个计息年度至第 10 个计息年度内保持不变。从票面利率角度分析，公司在存续期内永续中期票据赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0

出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4.城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%

和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。

二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

公司主营业务涵盖旅游综合业务、电子业务、房地产开发等，行业分析将围绕旅游度假行业、家电行业和房地产行业展开。

1. 旅游度假行业

（1）行业概况

旅游行业呈现平稳较快发展的态势，旅游投资规模逐年快速增长；近年来，酒店行业增速有所放缓，但随着中国旅游业的持续发展，新的消费需求将继续推动旅游城市由单一的“观光旅游”向多位一体的“休闲度假目的地”转型升级，旅游度假行业面临良好的发展机遇。

旅游产业是世界第一大产业，其中，休闲度假是一种重要的旅游模式。世界旅游组织资料表明，自上世纪 90 年代开始，国际旅游收入在世界出口收入中所占比重达到 8.25%，超过石油、汽车和机电的出口收入占比。自此，旅游产业正式确立了世界第一大产业的地位并保持至今。据统计，法国度假旅游者已占全国人口的 58%，英国这一比例高达 70%多，而美国的度假旅游者占全国人口的 60%左右。到了 20 世纪后半期，随着亚太地区经济的快速发展，休闲度假也成为该区域的新时尚。时至今日，休闲度假模式已日趋全球化。近年来，中国旅游业总体保持健康较快发展，国内旅游市场规模长期保持在 15%左右的增长速度，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。2011－2019 年，中国旅游业迎来高速发展的黄金时期，旅游收入从 1.93 万亿元增长至 6.63 万亿元；2019 年，国内旅游人数 60.06 亿人次，比上年同期增长 8.4%，全国旅游业对 GDP 的综合贡献占比达 11.05%。

从行业发展特点来看，旅游业正由“观光旅游”向“休闲度假”转型。国际旅游业的经

验显示，随着人均 GDP 的增长，人们对于旅游的需求逐渐从单纯的景点观光游转向休闲度假游。中国人均 GDP 超过 6000 美元后，第三产业进入快速发展期，国民的消费结构也发生了巨大的变化，从单一的物质消费转向更高层次的精神文化消费，中国正在全面步入体验经济时代，休闲度假游将更为普及。随着中产阶级成为旅游的主力军，中产阶级的崛起对旅游度假产品整体品质提出了更高要求。此外，旅游已经成为中国家庭重要的休闲方式和消费选择，家庭度假已经超越商务会议市场成为现今旅游市场客户中规模基数较大，增长速度最快的市场；家庭度假所具有的度假时间较长、重游率高等特点对休闲度假需求总量的增长有加倍的促进作用。而人口老龄化带来的养老度假需求增长也将是促进休闲度假游总量增长的重要推动力。

其中，主题公园是现代旅游业发展的主体内容之一，也是未来旅游业发展的重要趋势。中国的主题公园拥有广阔的发展前景。2010 年开始的中国大型主题公园发展新时期，有如下突出特点：一是市场竞争激烈：随着中国经济的崛起和中国城市化进程的加快，主题公园这种都市型旅游休闲产品将逐渐成为人们闲暇游憩的主要消费对象。中国将成为世界主题公园巨头竞争的主场地，粤港地区、以上海为中心的长三角地区和国内主要城市，是业界主要争夺的市场。二是民族品牌的崛起：中国主题公园市场的崛起大大激发了本土品牌发展壮大的愿望，国内大型旅游公司、主题公园公司将加速发展。主题公园发展的趋势上，除了国内品牌国际化、国际品牌国内化之外，在产品上也呈现多元化的趋势，集中为三个大的产品方向：一是出现大型的主题公园；二是出现生态、会议展览、休闲、体育相结合的度假区；三是出现接近国际市场又体现民族化的大型演艺“秀”。目前，各地不仅营造了良好的招商引资环境，而且对国际品牌和国内大型旅游企业给予空前的优惠条件，并在基础设施投入等方面进行大力配合。此外，国内还采取“大旅游”等先进的开发理念，将旅游发展与城市发展结合在一起，将大型旅游项目规划与城市规划结合在一起，非常注重对资源的利用和对环境的保护。

度假酒店行业系旅游业的细分子行业，在旅游业快速发展的推动下，中国酒店行业整体保持增长态势，但近年来整体增速放缓；高档酒店却保持较快的增长态势。2016－2018 年底，全国星级饭店数量分别为 11685 家、10645 家和 10249 家，总体呈减少趋势；五星级饭店数量分别为 800 家、846 家和 843 家，呈增长态势。全国 8965 家星级饭店 2018 年营业收入合计 2090.97 亿元，其中餐饮收入占营业收入的 40.03%；客房收入占营业收入的 44.67%。

（2）行业关注

旅游行业规模化、产业化层次较低

中国旅游业的发展已经开始从劳动密集型向资本技术密集型转变，全国很多景区，尤其是各个山区小景点，由于彼此间恶性竞争或者交通不便等原因，各自分散经营，相互合作少，不但造成资本和资源浪费，也很难形成规模化经济。

旅游产业品牌化多样化进程缓慢

国内旅游行业在品牌化多样化方面优势不足，在挖掘自身文化内涵、细化景观设计、更新旅游理念、扩大延伸旅游层次方面进程缓慢，仍面临产品重复性高、专业化和多样性服务水平低的问题，导致对“门票旅游经济”的严重依赖。

受2020年突发新冠疫情影响严重

2020年初，受突发疫情冲击、国内宏观经济下行等多重压力叠加，国外疫情压力尚未缓解，行业经营环境更加复杂。而文化旅游作为直接面向消费者的行业，受本次突发疫情的冲击最为直接严重；游客出于对出游、出行安全等方面的顾虑，需求将持续受到抑制，短期内对行业形成较大不利影响。

（3）行业发展

随着旅游度假行业的增长，定位于不同细分市场的业态类型将不断丰富，新兴业态的发展将丰富行业的盈利模式；随着消费需求的升级，主题公园日益兴起，旅游度假行业面临良好的发展机遇。但受突发疫情影响，短期内行业下滑已成定局，行业面临较大挑战。

从发展趋势来看，旅游度假产品形式趋于多样化，主题公园将进入快速发展的时期，中国旅游业正处于消费升级和旅游产品升级换代的转变阶段。旅游产品发展到观光旅游与休闲度假旅游共同发展的格局；自驾车旅游、游船游艇、房车营地、网络旅游、旅游俱乐部、旅游传媒等旅游新业态大量出现。为了积极引导休闲度假旅游产品的开发和旅游度假景区的建设，国家旅游局提出要拓展现有产品休闲度假功能，突出特色，提升档次，提高质量；积极推动海洋旅游、温泉旅游、健康旅游、文化旅游、科技旅游、自驾车旅游等专项旅游产品的建设。

此外，当前经济形势复杂、疫情冲击、国内宏观经济下行等多重压力叠加，旅游行业短期内将会面临较大挑战。

2. 家电行业

（1）行业概况

经过多年的发展，中国家电行业已进入成熟期，主要产品产量基本稳定，产业格局确立，市场集中度不断提高。

家用电器是指以电能驱动的家庭用具，在行业分类上一般把家用电器分为三类，包括黑色家电（以彩电为代表）、白色家电（以空调、洗衣机和电冰箱为代表）和小家电（以厨房家电等为代表）。家用电器制造行业上游承载原材料及相应压缩机、电机、面板、集成电路等零部件制造业，下游直接连接终端销售渠道。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。中国也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。

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。

根据全国家用电器工业信息中心编制的《2019 年中国家电行业年度报告》，在全球经济贸易增速放缓、中美贸易摩擦持续、国内结构性矛盾持续发酵等内外部因素的共同作用下，中国 GDP 增速回落至国际金融危机以来的最低位。同时，中国家电行业面对居民部门杠杆率上升、食品价格上涨、出生率及结婚率持续走低、民营及中小企业融资困难等问题，2019 年中国家电市场零售额规模同比下降 2.2%至 8032 亿元。

产业布局方面，长三角、环渤海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。安徽、湖北、四川和重庆的家电生产能力不断扩大。

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）行业政策

家电行业主要政策以鼓励节能、环保、智能、提高能效为主；同时，随着《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》的推出，中国家电制造企业技术水平有望继续提升。

2016年，为贯彻落实《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》和《中国制造2025》，工业和信息化部、财政部联合编制完成了《智能制造发展规划（2016－2020年）》，提出2025年前，推进智能制造实施“两步走”战略：第一步，到2020年，智能制造发展基础和支撑能力明显增强，传统制造业重点领域基本实现数字化制造，有条件、有基础的重点产业智能转型取得明显进展；第二步，到2025年，智能制造支撑体系基本建立，重点产业初步实现智能转型。

2019年，发改委等十部门共同印发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》，其中指出要支持绿色、智能家电销售，有条件的地方可对产业链条长、带动系数大、节能减排协同效应明显的新型绿色、智能化家电产品销售，给予消费者适当补贴；此外也要促进家电的更新换代，加快推进超高清视频产品消费。新一轮的家电政策出台，有望有效刺激家电企业加大智能、绿色化家电的推出力度，推动家电行业高质量发展。

（3）行业关注

优惠政策相继退出

“家电下乡”（2007 年 12 月至 2013 年 1 月）“以旧换新”（2009 年 5 月至 2012 年 1 月）“节能惠民”（2012 年 6 月至 2013 年 5 月）等曾经极大推动家电消费的优惠政策相继退出，会阶段性影响部分家电产品的需求，在经济形势日趋复杂的背景下，相关优惠补贴的取消将直接影响到家电厂商的收入水平。

市场竞争加剧

家电行业是充分竞争性的行业，传统竞争格局一直较为激烈，由于家电市场已由大盘式增长向侵蚀性增长转变，且互联网等跨界竞争正呈愈演愈烈之势，传统纯硬件盈利模式的空间可能进一步受压。

原材料价格波动

受全球经济整体疲软及大宗商品市场波动影响，面板、铜、钢等材料价格波动较大，如果上述原材料价格止跌回升，而终端销售价格不能有效化解成本波动影响，将对行业内企业经营业绩造成影响。

（4）行业发展

产品研发与技术仍是行业的重点发展方向。把握消费升级，强化技术创新，是家电行业的发展方向。未来，中国家电业的技术改造将继续向纵深发展，由规模扩张转向效率驱动。数字化、智能化的科技革命将进一步推动中国家电业的制造模式变革，进一步迈入向现代制造业升级的新阶段。

经过三十多年的快速发展，中国家电生产规模已居世界首位，是中国极具国际竞争力的产业之一。“十三五”期间，中国家电行业也拥有着新的发展机遇：

一是更新换代带来的发展机遇。目前中国家电业已经进入更新消费为主的阶段，随着人民生活水平和质量普遍提高和收入的增长，城乡居民消费结构将过渡到更高层次，消费者对家电产品的档次、功能、品质的更高需求，为家电行业消费升级带来巨大的机遇。

二是创造新的消费需求。家电行业的发展一方面是客户对产品的选择，另一方面是生产厂商为消费者提供更多的产品选项。“十三五”期间将会有更多的新品类家电进入到消费者家庭，如智能卫浴电器、洗碗机、干衣机、嵌入式厨房等各类智能产品将大量进入普通家庭。

3. 房地产行业

（1）行业概况

受国家政策导向的影响，房地产投资增速

自 2016 年后有所回升，虽然连续多年保持较高的增速水平，但 2019 年小阳春以来行业开发投资完成额同比增速持续下降；同时，叠加突发疫情的影响，行业整体开发施工投资增速将有所放缓。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过二十年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产行业发展趋势来看，2017 年，中国房地产开发投资 109798.53 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控政策影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高；2018 年，全国房地产开发投资 120263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 个月回落 0.20 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位；2019 年，全国房地产开发投资 132194.26 亿元，同比增长 9.90%，总体仍维持高位，但自 2019 年小阳春行情以来持续下降，主要系土地购置费进一步降速所致，同时商品房销售面积同比下降 0.10%（销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间）。2020 年以来，受疫情冲击的影响，2020 年 1－3 月房地产开发投资完成额累计同比下降 7.70%。

（2）行业竞争

房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

2017 年，房地产行业前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积占比分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，从侧面反映出优质城市资源不断向大型房地产开发企业倾斜的态势。2018 年，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。2019 年，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 26.28%和 37.14%；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积占比分别为 19.95%和 27.07%。

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产开发企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势。

（3）行业政策

继续坚持房住不炒、因城施策思路，推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展；同时，调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

2016 年下半年以来，此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。具体来看，中央层次中长期总基调不变，短期内随着宏观经济下行压力大，政府或会在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行逆周期微调，整体趋稳；调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变，2019 年以来政府对房地产企业的融资渠道进行全面管控，后续或将更加继续倚重新型城镇化、土地流转政策环境的创造、根据库存周期来调节土地供应量等“供给端”的修复手段。

2019 年以来，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险、由此导致居民杠杆率快速增长问题表现出了极大的重视，是发起本轮房地产企业融资端调控政策的起点，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控；6 月份以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素；2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调

节力度，9月全面降准+LPR降息，11月MLF降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。从调控方向来看，不同以往从房地产“需求端”进行调控，本轮调控已开始向“供给端”进行调整，未来供给端的修复可能会更多以结构性的土地供应增加来实现：短期内，供给端的修复会通过库存周期来实现结构性调整；中长期来看，供给端的修复会通过城镇化、宅基地复垦和集体经营性用地入市方面政策的推进等来改变土地流转的政策环境从而结构性调整土地供给。

（4）行业关注

房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，且2020年突发的新冠疫情形成了较大的负面冲击，行业违约风险加大。

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房地产开发企业融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产开发企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产开发企业存续债务可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。此外，2020年突发的新冠疫情对房地产行业销售甚至整个宏观经济都形成了较大的冲击，房企现金流吃紧，进一步加剧了行业违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出。

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

行业兼并重组有向上趋势，后地产开发时代已来临。

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，中小房地产开发企业面临较大的经营压力，甚至部分高杠杆的大型房企也在加大资产抛售力度，行业整合趋势明显，“大鱼吃小鱼”已演化升级为“大鱼吃大鱼”。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

（5）未来发展

未来中国房地产集中度仍将继续提高，政策调控趋于长期化；行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间，2020年爆发的新冠疫情或将加速行业拐点的到来。

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要；同时，2020年爆发的新冠疫情对行业及宏观经济形成一定负面冲击，或将加速行业拐点的到来。长期来看，人口结构、货币环境、市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头房地产开发企业将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开发企业也会获得一定的生存空间。

六、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。2019年8月19日，依据《财政部、人力资源社会保障部、国资委、税务总局、证监会关于全面推开划转部分国有资本充实社保基金工作的通知》，计划将国务院国资委持有公司10%的股权一次性划转给社保基金会持有。划转后，国务院国资委持有公司股权的90%，社保基金会持有公司股权的10%。公司实际控制人仍为国务院国资委。

2. 企业规模及竞争力

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。

公司是跨区域、跨行业经营的大型中央直属企业集团，目前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多个业务板块，在资金实力、项目运营经验、盈利能力等方面拥有显著优势。

公司自成立以来，先后在北京、深圳、上海、重庆等多个大中型城市设立“欢乐谷”主题公园、东部华侨城、欢乐海岸等一系列国内著名的旅游综合品牌，采用“文化+旅游+城镇化”的经营模式，围绕旅游景区在周边布局居住及商务功能的房地产项目，进行项目成片综合开发，从而以较低成本获取土地，并通过旅游业和地产业的良性互动，实现较高利润回报。近年来，华侨城集团进一步加快转型升级及结构调整力度，践行以“文化+旅游+城镇化”的发展模式，并通过设立战略区级子公司的模式在全国范围内布局文化及旅游综合项目，先后成立了华侨城华东投资有限公司、华侨城北方投资有限公司、华侨城西部投资有限公司、华侨城（云南）投资有限公司（以下简称“华云投”）和华侨城（海南）集团有限公司，逐步与政府、城镇和社会资本开展广泛合作，在全国范围内参与并推进中国传统民俗文化特色小镇的建设工作。截至2019年底，公司合并范围内拥有华侨城股份、华侨城（亚洲）控股（华侨城股份间接持有其70.94%股权）、康佳集团和云南旅游四家境内外上市公司。

目前公司旅游综合业务及房地产开发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。截至2019年底，华侨城股份资产总额为3796.20亿元，权益总额为949.93亿元，2019年实现营业收入600.25亿元，利润总额192.19亿元。截至2020年3月底，华侨城股份资产总额为4033.54亿元，权益总额为961.52亿元，2020年1－3月，受新冠疫情影响，华侨城股份2020年一季度业绩同比大幅下滑，实现营业收入68.18亿元，利润总额12.17亿元。截至2020年3月底，公司对华侨城股份直接持股比例为47.01%，股权无质押。

公司房地产业务主要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务院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。

公司电子业务板块主要为康佳集团的彩电、白色家电、手机及其配套产品生产与销售业务。康佳集团于 1980 年成立，是中国改革开放以后成立的第一家中外合资电子企业。经过三十多年的快速发展，康佳集团已成长为大型电子信息产业集团和股份制上市公司。截至2020 年 3 月底，公司对康佳集团直接持股比例为 21.75%，股权无质押。

3. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10440305000964508），截至2020年4月23日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度、高级管理人员等方面无重大变化。

八、重大事项

云南旅游发行股份及支付现金购买资产暨关联交易

根据云南旅游2019年4月发布的《云南旅游股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书》，云南旅游拟向华侨城

集团及李坚、文红光、贾宝罗三名自然人股东以发行股份及支付现金购买资产的方式购买其所持深圳华侨城文化旅游科技股份有限公司（后更名为深圳华侨城文化旅游科技集团有限公司，以下简称“文旅科技”）100%股权。上述交易标的资产作价20.17亿元（评估增值率504.59%），股权变更登记以及新增股份上市分别于2019年6月和7月完成。上述交易完成后，云南世博持有云南旅游的股份比例下降至35.74%，但仍为第一大股东，且与华侨城集团在本次交易完成后将合计持有云南旅游53.89%的股权，云南旅游间接控股股东和实际控制人仍然分别为华侨城集团和国务院国资委。

根据云南旅游与本次重组业绩补偿义务人华侨城集团、李坚、文红光及贾宝罗所签署的《业绩承诺及补偿协议》及其补充协议，业绩承诺期为本次交易实施完毕的当年及后续两个会计年度，即2019年度、2020年度及2021年度业绩补偿义务人承诺本次重大资产重组实施完毕后，文旅科技上述3个年度实现的合并报表范围扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润（以下简称“承诺净利润”）分别不低于18005.90万元、19781.93万元和21513.07万元。2019年，文旅科技完成扣非归母净利润2.20亿元，完成当期业绩承诺。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司收入规模持续增长，主业盈利能力稳定。

公司主营业务涵盖电子、旅游综合业务和房地产等。2019年，公司主营业务收入为1293.98亿元，同比增长19.92%。

从业务构成来看，跟踪期内，公司各业务板块占比变化不大，2019年，公司旅游综合业务、房地产业务和电子业务及相关产业（含电子业务及供应链业务）合计占比保持在89%以上。2019年，旅游综合业务实现收入375.77亿元，同比增长46.93%；房地产业务增速放缓，同比增长4.11%至292.32亿元；康佳集团发展平稳，2019年电子业务及相关产业收入合计489.28亿元，同比增长2.66%，其中电子业务收入同比有所增长，供应链业务收入同比小幅回落；环保业务快速拓展，主要系康佳集团2018年通过并购股权方式进入环保领域。2020年1－3月，公司实现营业总收入154.99亿元，受新冠肺炎疫情影响同比下降24.23%。

从毛利率来看，2019年，公司旅游综合业务毛利率同比保持稳定，为47.48%，盈利能力强；公司房地产业务毛利率高，且持续上升，为73.08%；电子业务及相关产业毛利率同比减少1.63个百分点至4.11%，主要是由于上游原材料价格上涨和下游竞争激烈等综合原因所致；总体看，公司主营业务毛利率近年保持较高水平，2019年为32.24%，公司主业盈利能力强。

表3　公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

收入类别	2017年			2018年			2019年		
	金额	比例	毛利率	金额	比例	毛利率	金额	比例	毛利率
旅游综合业务收入	226.47	28.76	42.65	255.75	23.70	40.45	375.77	29.04	47.48
房地产业务收入	233.59	29.66	55.24	280.79	26.02	69.38	292.32	22.59	73.08
电子业务及相关产业收入	289.17	36.72	10.17	476.60	44.17	5.74	489.28	37.81	4.11
--电子业务收入	152.65	19.38	16.50	131.70	12.21	18.12	147.47	11.40	11.04
--供应链贸易收入	136.53	17.34	1.11	344.90	31.96	1.02	341.81	26.41	1.12
环保业务	--	--	--	30.21	2.80	12.78	70.79	5.47	3.04
包装业务收入	7.70	0.98	13.23	4.07	0.38	24.30	--	--	--
其他收入	30.61	3.89	3.00	31.67	2.93	11.96	65.82	5.09	4.33

主营业务合计	787.55	100.00	32.29	1079.08	100.00	30.98	1293.98	100.00	32.24

注：2017年其他业务主要系云南文投贸易业务，2018年以后云南文投的贸易业务计入供应链贸易收入中，2019年其他业务大幅增长系确认土地一级平整收入61.97亿元
资料来源：公司提供

2. 旅游综合业务

公司拥有国内领先的主题公园品牌及运作经验，依托品牌效应，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，公司旅游综合项目整体运营稳定，盈利能力较强。

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、商用物业租赁服务、酒店和景区运营等，主要经营主体为华侨城股份。华侨城股份拥有目前国内数量最多、规模最大的主题公园群，是中国主题旅游公园的开先河者，在国内主题旅游领域占有先发优势。2000年以来，先后在深圳、北京、上海、成都、武汉、天津和重庆七个区域建成“欢乐谷”主题公园，同时在深圳和宁波等地建成“欢乐海岸”“东部华侨城”和“水上公园”等多个非欢乐谷公园，公司通常在主题公园周围布局住宅、商业、酒店等多种业态。目前公司旅游综合业务收入来源主要包括旅游接待收入、配套商业及住宅地产的销售收入、园区配套物业租售收入、文化演艺收入和酒店收入等。

（1）旅游综合项目

华侨城集团旅游业务主要为主题公园的开发与经营。截至2020年3月底，公司已建成并营业的主题公园包括深圳欢乐谷、北京华侨城、成都欢乐谷、上海欢乐谷、武汉欢乐谷、深圳锦绣中华、深圳世界之窗、长沙世界之窗、东部华侨城、泰州华侨城、深圳欢乐海岸、天津欢乐谷、云南华侨城、重庆华侨城、南昌华侨城、顺德的华侨城；正在建设中的包括宁波华侨城、襄阳华侨城和西安沣东华侨城文旅综合项目等。2017年5月，公司通过子公司华云投增资入股云南世博和云南文投并纳入合并范围，新增世博园、老君山、九乡景区、恐龙谷和轿子山等多个景区，公司旅游资源进一步丰富。

公司主要旅游综合项目及景区中，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。2019年度，公司各主要景区接待游客逾9677万人次，同比增长10.00%。

重点旅游综合项目情况

北京华侨城是华侨城全国战略布局的开篇，占地近123.44万平方米，规划建设欢乐谷、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。北京欢乐谷先后入选“国家4A级旅游景区”“2008年度最受关注旅游胜地”和“北京首批文化创意产业基地”。截至2019年底，商业物业租赁面积5万平方米，租赁比例98%。

东部华侨城定位生态旅游领域，位于中国深圳大梅沙，占地近837.4万平方米，包括云海谷、茶溪谷、大侠谷三大主题区域。2007年暑期，东部华侨城一期成功开业，被国家旅游局和环保部联合授予“国家生态旅游示范区”称号。2009年8月，东部华侨城全面建成开业。截至2019年底，商业物业租赁面积2.93万平方米，租赁比例64%。

武汉华侨城位于武汉市武昌区东湖生态旅游风景区，占地约211.81万平方米。项目建设于2009年5月启动。园内开工的10个大型设备基础全部完成后，项目于2012年3月28日试营业，2012年5月1日正式营业。项目现为华中区域最大的现代主题公园和都市娱乐集群。武汉华侨城项目总投资63.03亿元，截至2019年底已投资30.40亿元，剩余未投资项目还包括国际文化湾区、公园后期改造更新。

表4　截至2019年底公司主要旅游综合项目在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资额	截至 2019 年底已投资额	投资进度	开工时间	计划完工时间	未来投资计划		
						2020 年	2021 年	2022 年
南京欢乐谷、水公园项目	24.50	16.88	水公园 90%，陆公园 55%	2017 年 3 月	2020 年 6 月	7.62	--	--
扬州华侨城	23.82	0.87	3.65%	2019 年 12 月	2021 年 1 月	9.02	0.62	0.63
重庆华侨城	33.54	19.48	58%	2017 年 10 月	2021 年 6 月	3.22	6.06	4.78
昆明世博新区-门户区文化旅游综合体	38.40	0.09	0%	2019 年 12 月	2022 年 12 月	6.29	13.24	18.87
世博集团-腾冲石墙温泉度假村	15.59	3.58	23%	2020 年 6 月	2024 年 6 月	0.66	5.99	2.78
世博集团-九乡旅游小镇项目	16.34	3.91	24%	2019 年 6 月	2020 年 10 月	7.82	4.61	--
武汉华侨城	63.03	30.40	48.00%	2010 年 8 月	2021 年 12 月	6.48	13.08	7.85
南昌华侨城文旅项目	50.00	0.60	1%	2018 年 3 月	2023 年 12 月	8.60	9.88	9.88
合计	**437.75**	**98.99**	--	--	--	**69.13**	**80.28**	**60.16**

注：表格数据口径均为并表口径，非权益口径
资料来源：公司提供

公司旅游综合业务在建项目规模较大，截至2019年底，旅游综合业务在建项目投资总额437.75亿元，已投资98.99亿元，其中主要投资项目包括南昌华侨城文旅项目、武汉华侨城和重庆华侨城项目等，未来旅游综合业务资本支出规模仍较大。

南昌华侨城文旅项目由华侨城集团旗下子集团香港华侨城在南昌设立的全资子公司负责建设。南昌华侨城文旅项目主要包括：玛雅水公园、海洋奇梦园、OCT智慧发现乐园、儿童职业体验园、科技风暴园、运动竞技公园、设计创意公园、田园大道、零碳公园、湿地公园主题“十园”；打造乐园大道、象湖大道等特色鲜明的城市活力带、城市休闲带、城市文化带的主题景观休闲廊“三带”；形成都市娱乐中心、城市庆典中心、生态教育中心、设计创意中心、旅游信息中心“五中心”。项目与象湖风景区联动开发，在充分反映南昌市历史文化风貌的基础上，进一步丰富南昌的旅游文化内涵。该项目预计总投资50.00亿元，截至2019年底，已投资0.60亿元。

公司的产品与服务不仅涵盖旗下的东部华侨城、世界之窗、欢乐谷系列主题公园等景区，还为乐多港、宋城、春秋乐园、花鼓灯嘉年华、大千世界、张家界等国内知名旅游景区输出主题游乐产品，为广西、云南、山西、天津滨海等地提供城市旅游产业规划设计及旅游项目开发，其中与广西柳州政府合作的“卡乐星球欢乐世界”主题公园及配套旅游区已于2017年7月开放运营；与湖南常德市政府合作的“卡乐星球”已建成并运营；与广东省肇庆新区管委会合作的卡乐文化旅游科技产业小镇正在建设中。

未来，公司将以华云投、华侨城（海南）集团有限公司为平台对云南省、海南省全域旅游资源进行开发整合，积极推进特色小镇及环保提升工程等一批重大项目建设，面临的资本支出压力较大。

（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。截至2020年3月底，公司拥有和管理的酒店近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于2009年相继开业；茵特拉根酒店群成为中国酒店业新的示范点，未来三年将发展到拥有和管理6～8家高星级

酒店以及40～50家城市客栈连锁酒店。酒店经营方面，公司将建设主题公园的经营理念移植到酒店领域，先后投资建设了白金五星级品牌华侨城大酒店（OCT Grand Hotel）、五星级品牌华侨城威尼斯酒店（OCT Hotel）、四星级品牌奥思廷酒店（O City Hotel）、经济型精品连锁品牌城市客栈（City Inn），形成了一套完整的以“主题和创想”为核心价值的品牌体系。其中华侨城大酒店的经营模式为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，经营主体为酒店管理公司。2017年5月，公司通过增资扩股方式收购云南世博及云南文投，新增昆明饭店、花园酒店、水庄大酒店、情人谷酒店等9家酒店，同时新增康佳铂尔曼酒店等，酒店业务规模及地域布局进一步扩大。

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。

3. 房地产业务

公司房地产业务遍及在珠三角、长三角、京津冀以及武汉、南昌、郑州、成都、重庆、西安等二线城市，土地储备丰富，目前在建项目体量大，存在较大对外融资需求。

公司涉及房地产业务的经营主体主要包括华侨城股份下属华侨城房地产公司及各二级子公司（云南、海南等），其中华侨城房地产的地产开发业务占比较大。截至2019年底，华侨城房地产资产总额为1517.86亿元，权益总额为471.44亿元，2019年实现收入403.01亿元，净利润111.16亿元。截至2019年底，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。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建设有限公司 51%的股权（另49%股权由原股东深圳花伴里投资股份有限公司持有），并更名为深圳华侨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。

表5　公司房地产业务分类收入情况（单位：亿元、%）

类型	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
住宅	207.26	88.73	217.71	77.54	191.54	65.52
保障房	--	--	1.24	0.44	--	--
商业	24.34	10.42	58.75	20.92	91.78	31.40
车位	0.03	0.01	0.23	0.08	2.68	0.92
其他	1.96	0.84	2.85	1.02	6.33	2.16
合计	**233.59**	**100.00**	**280.79**	**100.00**	**292.32**	**100.00**

资料来源：公司提供

近年来，公司加速各类项目在珠三角、长三角、京津冀以及武汉、南昌、郑州、成都、重庆、西安等二线城市的布局。2017 年以来，随着土地成本的提高，公司积极拓展项目获取方式，除了传统的市场化拍地外，新增合作开发、并购等多种项目获取方式。

表6　公司近年来房地产开发情况

（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新开工面积	65.52	173.67	168.86
竣工面积	2.00	68.80	85.69
签约销售面积	68.68	57.57	70.93
签约销售金额	344.61	264.75	414.55

结算面积	80.91	58.75	65.01

注：表格中数据为并表口径，非权益口径；非并表的合作开发项目未包括

资料来源：公司提供

房地产销售（并表项目）方面，2017－2019年，公司签约销售面积及签约销售金额存在波动。2018年，公司签约销售金额为264.75亿元，同比下降23.17%，签约销售面积57.57万平方米，同比下降16.18%，主要是由于2017年以来，公司调整战略主要投资旅游综合项目，2017年房地产开工及竣工面积下降，导致2018年签约销售下滑所致。2019年，公司签约销售金额为414.55亿元，同比增长56.58%，主要系深圳等地区销售占比提升所致。

公司房地产项目收入确认区域主要分布在深圳、上海、西安、南京、成都等一二线城市，2019 年，上述城市房地产业务收入分别为224.21 亿元、11.02 亿元、6.85 亿元、49.80 亿元和 0.44 亿元。公司在开发项目以自主开发为主，合作开发为辅，截至 2019 年底，公司主要在开发房地产项目总投资金额（并表项目）2274.64 亿元，累计投资 1133.60 亿元，2020 年和 2021 年分别拟投资 283.23 亿元和 233.69 亿元，未来投资规模大，公司存在较大对外融资需求。

表7　截至2019年底房地产业务主要项目开发情况（单位：亿元、%）

项目名称	开发主体	开发模式	项目类别	计划预计总投资额	截至 2019 年底已投资额	投资进度	未来投资计划	
							2020 年	2021 年
华锦万吉星光路项目	天津华锦万吉置业有限公司	自主开发	住宅	76.67	55.40	72.26	3.48	3.03
太原华侨城侨冠项目	太原侨冠置业有限公司	合作开发	住宅+商业	43.68	18.04	41.30	6.50	12.00
华侨城苏河湾 41、42 街坊	华侨城（上海）置地有限公司	自主开发	住宅/商业	44.83	25.5	56.88	10.92	8.42
和喜瑞园	无锡嘉合置业有限公司	自主开发	住宅	68.96	37.5	54.38	13.25	6.41
大运华府	无锡华侨城实业发展有限公司	自主开发	住宅	64.60	35.08	54.30	12.63	6.95
翡翠天域项目	南京华侨城实业发展有限公司	自主开发	住宅	127.80	81.03	63.40	10.61	12.00
燕子矶项目	南京华侨城实业发展有限公司	合作开发	住宅	60.00	1.18	1.97	6.98	5.00
欢乐滨江项目	南京华侨城置地有限公司	自主开发	住宅+商业	179.99	103.06	57.26	20.00	23.00
宁波壹号院	宁波创东华远置业有限公司	合作开发	住宅+商业	45.00	31.23	69.40	6.41	5.11
杭州丁桥项目	杭州兰侨置业有限公司	自主开发	住宅+商业	89.85	62.92	70.03	7.58	6.50
钱江世纪城项目	杭州保泓房地产开发有限公司	合作开发	住宅+商业	144.43	117.38	81.27	11.93	10.00
杭大江东项目	杭州龙诚/龙颐房地产开发有限公司	合作开发	住宅+商业	62.70	34.94	55.73	7.69	2.20
温州牛山项目	温州华侨城投资发展有限公司	自主开发	住宅/商业	58.70	24.19	41.21	5.70	9.64
扬州华侨城	扬州华侨城实业发展有限公司	合作开发	住宅/商业	72.87	21.37	29.33	13.05	9.98
西安国际文化中心	陕西华侨城商业投资有限公司	合作开发	商服	43.54	14.31	32.87	--	--

宜宾三江口	宜宾华侨城三江置业有限公司	自主开发	住宅+商业	51.11	19.82	38.78	13.00	14.15
武汉华侨城欢乐天际中央区（158+156）	武汉天创置业有限公司	自主开发	住宅+商业	82.28	0.00	0.00	5.96	12.64
红山六九七九商业中心	深圳招商华侨城投资有限公司	合作开发	商业用地	68.26	43.82	64.20	5.89	5.13
龙胜项目	深圳市协跃房地产开发有限公司	合作开发	商住	70.75	13.93	19.69	10.61	6.79
深圳宝安国际会展中心配套项目	深圳市招华会展实业有限公司	合作开发	商住	217.18	121.98	56.17	41.29	15.71
欢乐海岸(住宅+商业）	广东顺德华侨城实业发展有限公司	自主开发	住宅+商业	50.00	27.17	54.34	15.90	5.00
华侨城创想大厦	深圳华侨城置业投资有限公司	自主开发	商业用地	95.34	81.19	85.16	8.24	5.91
曦海岸项目	海南华侨城实业有限公司	合作开发	商业+住宅	44.63	16.84	37.73	17.00	4.97
渔人码头项目	深圳市华侨城新玺发展有限公司	合作开发	商业用地	208.08	96.75	46.50	6.90	7.90
潮州华侨城纯水岸项目	潮州华侨城投资开发有限公司	自主开发	住宅用地	42.31	9.89	23.38	6.71	10.66
华侨城云邸	广州华侨城置业发展有限公司	自主开发	住宅+商业	75.55	35.18	46.57	8.58	11.94
信和御龙山 3A 期项目	信和置业（成都）有限公司	自主开发	住宅	22.71	2.06	9.00	2.58	2.93
信和御龙山 3B 期项目	信和置业（成都）有限公司	自主开发	住宅	50.12	1.70	3.00	3.25	7.84
信和御龙山 2B 期项目	信和置业（成都）有限公司	自主开发	住宅	12.7	0.14	1.00	0.59	1.88
合计	--	--	--	**2274.64**	**1133.60**	--	**283.23**	**233.69**

注：表格中数据为并表口径，非权益口径，未包括非并表的合作开发项目
资料来源：公司提供

2019 年，公司新增土地储备面积（合并口径）624.70 万平方米。截至 2019 年底，公司拥有已获得土地证的土地储备合计 869.01 万平方米（未开发土地面积），其中旅游用地 62.33 万平方米，土地储备较为充足。

4. 电子业务及供应链贸易业务

公司电子业务及供应链贸易板块主要由康佳集团经营。截至2019年底，康佳集团资产总额为425.87亿元，所有者权益合计99.27亿元，2019年康佳集团实现营业收入551.19亿元，利润总额4.51亿元。2018年，康佳集团通过收购毅康科技有限公司51%股权和江西康佳新材料科技有限公司51%股权进入了环保领域；主要集中在水务治理、再生资源回收再利用以及玻璃陶瓷新材料等环保相关领域。其中水务治理业务主要是以BOT或EPC模式承接水务工程PPP（政府和社会资本合作）项目；再生资源回收再利用业务主要是对再生资源进行回收、分拣、加工、物流及销售；玻璃陶瓷新材料业务主要是研发、生产和销售玻璃陶瓷产品。2019年该板块实现收入70.79亿元，同比大幅增长。

（1）彩电板块

彩电行业市场竞争激烈，康佳集团彩电销量趋于平稳、价格明显下滑；白色家电业务规模有所扩大。未来，康佳集团一方面将对目前的部分生产线升级改造成物流产业园，提高生产效率；另一方面将会继续拓展海外销售渠道。

彩电业务

跟踪期内，康佳集团生产基地仍以安康和莞康为主。截至2020年3月底，康佳集团彩电业务年产能800万台/年；2019年，彩电业务产量同比增长26.74%至725.1万台，主要是由于国内市场彩电代工品牌持续做大，本身具备较大的资金优势和成本优势，下游需求增加所致。受

上述产量增长影响，彩电产能利用率提升至90.64%。

彩电业务主要上游供应商为液晶屏厂、主芯片厂、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，近两年康佳集团通过自制，垂直整合供应链，使液晶屏在整个BOM成本中的占比下降至50%左右。液晶屏供应商主要为LGD、BOE，其中以LGD为核心供应商，在产品的高中低端上全面配合，以国产BOE为次供应商，重点扶持国有企业，同时补充中低端产品，以台湾企业补充差异化产品。康佳集团主芯片采购主要通过国际主流合作厂家MSTAR、MTK和Realtek三家；2019年，公司彩电业务前5名供应商集中度为36.04%，集中度较高。康佳集团与主要供应商的采购结算模式大多为出货30天TT付款。

康佳集团彩电销售以国内销售为主，销售实行多元化模式，除少部分大客户由集团总部直接负责外，主要销售业务通过20多家销售分支机构进行。截至2019年底，康佳集团拥有遍及全国纵深立体、功能完备的一流营销网络，遍及全国所有省、直辖市和自治区。在国内，康佳集团设立了20多个营销分公司和数百个销售经营部，销售网点超过20000个，并与各大连锁机构及95%以上的地市级大商场开展合作，终端经销商到达乡镇一级，主要包括国美、苏宁家电大连锁渠道、麦德龙、沃尔玛等超市渠道、武汉工贸、大连大商等区域性家电连锁、传统百货渠道、县乡专卖及家电商场，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业务，并积极开展直销、团购、工程机业务实现销售。2019年，下游前五大客户集中度为29.98%。结算方面，采用先货后款方式结算，结算账期在30～45天，结算方式以银行承兑汇票和现款方式为主。

手机及白色家电业务

2019年，康佳集团手机业务实现收入为3.88亿元，基本保持稳定。

康佳集团白色家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；2019年，康佳集团冰箱产量为159.7万台，销量为149.6万台，均较上年有所增长。康佳集团白色家电业务充分利用彩电的网络资源，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。

（2）供应链管理板块

康佳集团供应链贸易业务发展较快，且规模较大，但业务的毛利率较低，盈利水平较低。

康佳集团自 2017 年起全面开展供应链贸易业务，以外贸执行业务和贸易执行业务为主。其中，外贸执行业务包括通关、商检、物流、仓储、配送、税务、结算、商务、保险等专业的一站式业务；采购区域主要在西南、中南地区，销售区域主要包括香港、越南、巴基斯坦、韩国等。贸易执行业务是康佳集团基于买方的采购意向或采购需求，向已有供应商资源或特定品牌商进行集中采购；主要采销区域主要在香港。2019 年，供应链管理业务的收入规模为 327.45 亿元，同比增长 15.51%，其中外贸综合业务 22.88 亿元、贸易执行业务 258.44 亿元；贸易执行业务 2019 年前五大供应商及前五大客户采购及销售额分别占 61%和 52%，上下游集中度高。跟踪期内，康佳集团供应链业务在盈利模式、结算方式等方面无重大变化。

5. 经营效率

2019 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数与总资产周转次数同比均呈现下降，分别为 9.32 次、0.45 次和 0.26 次。公司整体经营效率尚可。

6. 未来发展

（1）在建项目

截至2019年底，公司主要在建项目（表4及表7的在建项目除外）如下表所示，项目投资总额88.84亿元，截至2019年底已投资29.21亿元，主要投资项目包括子公司世博集团投资项目及子公司康佳集团投资项目。2020和2021年投资计划分别为27.31亿元和18.58亿元，叠加房地产业务投资支出需求，未来投资规模大。

表8　截至2019年底公司主要在建工程情况（单位：亿元、%）

项目名称	预计总投资额	截至2019年底已投资额	投资进度	未来投资计划		
				2020年	2021年	2022年
大鹏所城一期项目	1.66	0.09	50%	1.57	--	--
云南文投集团云南文学院建设项目	1.60	1.00	62%	0.36	0.01	-
中柬文化创意园	2.14	1.21	57%	0.93	--	--
康佳集团（光明项目）	7.30	3.22	44%	4.08	--	--
康佳集团（安康智能工厂项目172.36亩+342.72亩）	9.56	7.49	78%	1.00	1.07	--
遂宁电子产品标准厂房156亩	3.12	2.90	93%	0.22	--	--
半导体光电研究院项目一期	5.56	0.82	15%	4.74	--	--
光明小镇建设	7.08	0.01	0.1%	5.43	1.64	--
中法-锦江大道	12.49	0.51	4%	3.69	7.85	0.45
世博集团-世博园艺术广场升级改造项目（昆明故事）	6.90	0.36	5.20%	0.14	0.08	0.08
世博集团-云旅旅游服务中心项目	5.50	1.68	30.55%	1.04	2.79	--
世博集团-昆明轿子山转龙旅游度假酒店及配套设施建设项目—酒店部分一期	1.70	0.97	在装修	0.60	0.13	--
世博集团-昆明轿子山转龙旅游度假酒店及配套设施建设项目—综合楼	0.39	0.37	已完工	0.02	--	--
世博集团-云南世界恐龙谷二期项目	7.5	7.12	94.93%	0.38	--	--
丽江老君山黎明红石街旅游小镇服务区建设项目一期建设工程	0.54	0.36	96.50%	0.13	0.04	--
世博集团-九乡叠虹桥提升改造项目	5.80	1.07	18.45%	1.48	3.26	--
白水仙瀑景区	10.00	0.03	0.00%	1.50	1.70	2.00
合计	**88.84**	**29.21**	--	**27.31**	**18.58**	**2.53**

注：表格数据口径均为并表口径，非权益口径
资料来源：公司提供

（2）疫情防控

2020年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，对社会多方面造成影响。疫情防控期间，公司积极配合政府进行疫情防控工作，对旗下各旅游景区、酒店、社区的消杀预防工作，制定严密细致的落实措施，组织专业消杀队伍开展专项消毒；各级子公司完善防控物资准备工作，配齐应急物资。目前，集团及子公司除疫情严重地区外已陆续复工，复工后，公司将继续严格落实有关法律法规、细则和通知，有序做好企业疫情防控工作。疫情防控期间，公司要求员工每日上报健康状况，来自于疫情严重地区或者通过公共交通经停、中转以上地区的员工，需按照要求的流程立即上报，同时必须隔离14天。

经营方面，旅游业务在疫情期间受到一定影响，公司下属全国各地旅游景区于1月25日全部暂停开放，配套旅游酒店经营受到一定冲击。2月22日，公司召开全面复工复产动员大会，即日起，除湖北省区域外，公司下属在建项目全面复工，旅游景区根据疫情形势和各地政策陆续开园。考虑到公司多元化

经营格局，对分散疫情风险起到一定作用。当前疫情仍处防控阶段，联合资信将持续关注公司经营情况变动及对其信用水平可能带来的影响。

（3）未来发展

未来，公司将着力构建“文化+旅游+城镇化”、“旅游+互联网+金融”的创新发展模式，并支持康佳集团推行“科技+产业+园区”的长期发展战略。

“文化+旅游+城镇化”发展模式是新战略期公司发展新型城镇化的总体思路，即依托自身对文化旅游资源价值的理解、旅游运营经验的积淀、区域成片开发的能力，基于区域特色资源，通过区域整体规划，发展多种文旅业态，打造高品质的综合性文化旅游目的地，提升区域城镇化水平和价值。

“旅游+互联网+金融”发展模式是创新的旅游业务商业价值实现模式，即在旅游产业与互联网、金融融合发展的趋势下，依托华侨城在旅游行业的优势及资源，整合上游大量的旅游景区，打造覆盖全国的景区联盟和线上旅游平台体系，积累景区和游客数据，为景区和游客提供基于数据的旅游服务产品，如为景区提供委托管理、咨询、融资等服务，为游客提供门票、住宿、交通、保险等服务，构建基于平台交易及服务的盈利模式。

康佳集团的“科技+产业+园区”发展战略一是通过科技提升产业，通过产业发展科技，构筑代表未来的、有科技属性的、高壁垒的产业组合；二是通过科技提升区域能级，通过园区化为科技提供前沿科技孵化基地，对科技产业形成反哺；三是通过产业集群带动区域升级，为产业发展导入专业化运营服务，形成产业园区、产业小镇、产业新城等园区品牌，与公司创新发展模式形成协同效应。

十、财务分析

公司提供了 2019 年财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）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。

合并范围方面，2019 年，公司合并范围新增 124 家子公司，减少 41 家，合并范围变化对公司财务数据可比性有一定影响。

截至 2019 年底，公司资产总额为 5525.45 亿元，所有者权益合计 1665.53 亿元（其中少数股东权益 923.74 亿元）；2019 年公司实现营业收入 1309.82 亿元，利润总额 239.20 亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，受公司对旅游综合项目以及房地产项目持续投资的影响，公司资产规模快速增长；现金类资产充裕；地产类存货占比较大且主要分布在一线和强二线城市，地理位置较好；预付款项和其他应收款对资金形成一定占用；投资性房地产采用成本计量，具有较大增值空间；公司资产受限比例低，资产质量良好。

截至 2019 年底，公司资产总额为 5525.45 亿元，较上年底增长 24.45%；其中，流动资产占 69.76%，非流动资产占 30.24%，构成仍以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产合计 3854.77 亿元，较上年底增长 24.04%，主要系存货和预付款项的增加所致；主要由货币资金（占 15.15%）、预付款项（占 9.99%）、其他应收款（占 13.48%）和存货（占 54.59%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金为 583.91 亿元，较上年底增长 21.38%，主要系业务规模扩大所致。货币资金中受限部分合计 42.26 亿元，受限比例为 7.24%，主要为用于办理银行承兑汇票、各种保函的保证金及贷款质押等。

截至 2019 年底，公司预付款项为 385.28 亿元，较上年底增长 135.91%，主要系当期预付土地款增加所致。

截至 2019 年底，公司其他应收款（含应收利息和应收股利）为 519.57 亿元，较上年底

增长 19.50%，主要系购地保证金和对参股公司的委托贷款（子公司华侨城股份房地产合作开发模式增多，对合营企业拆借款）增加所致。

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。截至 2019 年底，公司存货账面价值合计 2104.46 亿元，较上年底增长 16.59%，主要系房地产业务开发投资加快所致；主要由开发成本（占比 88.55%）和开发产品（占比 8.22%）构成；公司已计提存货跌价准备 3.84 亿元（主要来自于库存商品）。公司房地产开发项目的地理位置较好，主要分布在一线和强二线城市。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 1670.68 亿元，较上年底增长 25.39%；主要由长期股权投资（占 31.60%）、投资性房地产（占 9.30%）、固定资产（占 15.51%）、在建工程（占 6.66%）、无形资产（占 10.85%）、递延所得税资产（占 8.58%）和其他非流动资产（占 8.08%）构成。

截至 2019 年底，公司长期股权投资为 527.91 亿元，较上年底增长 15.21%；当期，公司权益法下确认长期股权投资收益 44.03 亿元，较上年底增长 10.22%，主要来自公司对中国光大银行、华能资本服务有限公司以及江苏国信股份有限公司等公司的投资收益。

截至 2019 年底，公司投资性房地产为 155.40 亿元，较上年底增长 75.17%，主要系自持完工物业从存货、在建工程等科目调整至投资性房地产科目所致；其中，尚未办妥产权证书的房屋建筑账面价值为 25.16 亿元。公司投资性房地产采用成本模式进行后续计量，有较大升值空间。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值合计 258.95 亿元，较上年底增长 12.06%，主要系房屋及建筑物增加所致；主要由房屋及建筑物（占 68.66%）和机器设备（占 20.55%）构成，累计计提折旧 178.77 亿元；固定资产成新率 55.13%，成新率较低。

截至 2019 年底，公司在建工程为 111.18 亿元，较上年底增长 44.43%，主要系公司景区投资、自持物业投资和产业园投资较上年同期有所增加所致。

截至 2019 年底，公司无形资产为 181.31 亿元，较上年底增长 17.12%，主要系购置土地使用权所致；其中土地使用权（包括旅游产品用地、商业用地、自用和工业用地）占 94.66%，累计摊销 26.94 亿元，计提减值准备 0.42 亿元。

截至 2019 年底，公司其他非流动资产为 134.98 亿元，较上年底增长 103.18%，主要系对参股公司委贷较上年有所增加所致。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 279.74 亿元，占总资产比重为 5.06%，受限比例低。其中，货币资金受限 42.26 亿元、存货受限 168.81 亿元、固定资产受限 3.91 亿元。

2. 负债及所有者权益

（1）所有者权益

公司所有者权益中未分配利润、其他权益工具和少数股东权益规模较大；权益的稳定性有待提升。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 1665.53 亿元，较上年底增长 19.59%，主要系少数股东权益和其他权益工具增长所致；其中，归属于母公司所有者权益占比为 44.54%，少数股东权益占比为 55.46%。

截至 2019 年底，公司归属于母公司所有者权益合计 741.80 亿元，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 16.18%、47.95%、0.73%、-1.08%和 34.67%。公司所有者权益中少数股东权益和其他权益工具（主要为永续债）占比较高。所有者权益结构稳定性有待提升。

（2）负债

公司加快推进旅游综合项目的开发投资以及房地产项目的开发建设，债务规模持续上升，考虑到部分永续债务计入所有者权益，整体债务负担重。

截至 2019 年底，公司负债总额为 3859.92 亿元，较上年底增长 26.66%；其中，流动负债占 64.92%，非流动负债占 35.08%，构成仍以流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债合计 2505.74 亿元，较上年底增长 31.60%，主要系短期借款和预收款项增加所致；主要由短期借款（占 14.70%）、应付账款（占 11.39%）、其他应付款（占 29.49%）、预收款项（占 25.99%）和一年内到期的非流动负债（占 8.60%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款为 368.27 亿元，较上年底增长 69.37%，主要系为了满足扩张的资金需求，银行借款较上年增加所致；主要以信用借款（占 84.74%）、保证借款（占 6.70%）和质押借款（占 5.64%）为主。

截至 2019 年底，公司应付账款为 285.31 亿元，较上年底增长 27.18%，主要系当年地产项目增加使得应付工程款增加所致；其中，期限在一年以内的占比为 62.77%。

截至 2019 年底，公司其他应付款（合计）为 715.35 亿元，较上年底增长 15.47%；其中，公司根据《国家税务总局关于房地产开发企业土地增值税清算管理有关问题的通知》基于清算口径计提了土地增值税，2019 年底公司土地增值税余额为 315.98 亿元（上年底为 275.89 亿元），关联方往来款为 255.19 亿元（上年底为 179.45 亿元），其他单位往来为 61.68 亿元（上年底为 69.73 亿元）。

截至 2019 年底，公司预收款项为 651.37 亿元，较上年底增长 46.83%，主要系地产项目回款增加所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债合计 1354.18 亿元，较上年底增长 18.44%，主要系长期借款增加所致；主要由长期借款（占 62.37%）、应付债券（占 26.46%）和其他非流动负债（占 7.11%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款为 844.56 亿元，较上年底增长 32.79%，主要系公司为拓宽融资渠道、优化债务结构所致；主要由保证借款和信用借款构成。2017－2019 年，公司应付债券逐年增长，年均复合增长 34.21%。截至 2019 年底，公司应付债券为 358.26 亿元，较上年底增长 3.28%，基本保持稳定。

截至 2019 年底，公司其他非流动负债为 96.34 亿元，较上年底变化不大，主要为 LP 投资款，系中保投华侨城（深圳）旅游文化城市更新股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“中保投基金”）[1]。

全部债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务为 1922.79 亿元，较上年底增长 23.51%，以长期债务（占 68.06%）为主。债务指标方面，截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.86%、53.58%和 44.00%。考虑到公司所发永续中票的清偿顺序等同于其他债务融资工具，若将其纳入长期债务计算，截至 2019 年底，公司全部债务增加至 2278.50 亿元，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 76.29%、63.50%和 55.96%。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司收入和净利润持续增长，费用规模有所增加，投资收益等非经常性损益对利润贡献高但具有一定波动性，公司整体盈利能力强。

2019 年，公司实现营业收入 1309.82 亿元，同比增长 18.70%。同期，公司营业成本增速略高于营业收入。营业利润率方面，近三年波动下降，2019 年为 21.36%。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用合计 158.96 亿元，同比增长 5.75%。2019 年，公司期间费用中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 31.01%、39.10%、3.62%和 26.27%。2019 年，公司销售费用持续增长，主要系市场拓展费用增加所致；管理费

[1]中保投基金成立于 2017 年 8 月 17 日，华侨城资本（全称、简称）投资任其执行事务合伙人，总规模为 150 亿元，有限合伙人出资期限 10 年，按照年化 5.5%收取固定收益，基金每年 0.15%的管理费及超额收益全部分配给华侨城资本投资。截至 2019 年底，各合伙人出资金额累计 94 亿元。

用（含研发费用）持续增长系人工费用增加所致；财务费用为 41.76 亿元，同比减少 8.58%，主要系利息收入增加所致。

2019 年，公司投资收益为 105.46 亿元，同比增长 19.85%，占利润总额的比重为 44.09%，公司利润总额对投资收益的依赖性较高，其中因部分子公司丧失控制权后剩余股权按照公允价值重新计量产生利得的有 21.21 亿元，权益法核算的长期股权投资收益为 44.67 亿元，处置长期股权投资产生的收益为 32.65 亿元。2019 年，公司其他收益为 18.33 亿元，2019 年增幅较大主要系当年获得扶持资金 10.01 亿元（上年同期仅为 0.23 亿元）所致。

从盈利指标看，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别减少 0.46 个百分点和 0.44 个百分点，2019 年分别为 6.81%和 10.93%。

4. 现金流

跟踪期内，受房地产和旅游业务开发支出增加影响，公司经营活动和投资活动净现金流持续表现为大规模净流出，公司融资需求很高；但随着项目加速回款、新增合作开发以及资本支出放缓，公司筹资活动现金净流入规模有所收缩。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入为 2017.13 亿元，地产项目销售规模扩大同时加速回款带动公司经营活动现金流入规模持续增长。同期，公司经营活动现金流出为 2141.01 亿元，公司旅游综合板块和房地产板块项目持续推进、同时公司加大了土地投资及储备的力度导致公司经营活动现金流出规模逐年增长。2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-123.89 亿元，始终呈现大规模净流出状态。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入为 260.02 亿元，同比基本保持稳定。同期，公司投资活动现金流出为 392.58 亿元，公司资本支出规模逐年收缩，主要系公司投资放缓使得投资支付的现金和取得子公司及其他营业单位支付的现金减少所致。2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-132.56 亿元，投资缺口有所收缩，但仍然呈现净流出状态，公司对外投资规模大。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入为 1493.71 亿元，维持在较高水平，主要系公司经营规模扩大带动融资需求增加所致。2019 年，公司筹资活动现金流出为 1122.34 亿元，主要系偿还债务规模扩大所致。2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 371.36 亿元，持续呈现净流入状态。

5. 偿债能力

公司偿债指标处于良好水平，且公司作为隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，在股东支持、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，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 153.84%和 69.85%。截至 2019 年底，现金类资产/短期债务为 0.93 倍。考虑公司现金类资产充裕，总体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 337.36 亿元；2019 年，公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 3.08 倍和 5.70 倍；公司 EBITDA 对利息支出和全部债务的保障能力较强。

截至 2019 年底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为 4123 亿元，已使用授信额度为 1501 亿元，尚未使用的额度为 2622 亿元。公司拥有四家境内外上市公司，直接及间接融资渠道通畅。

截至 2019 年底，公司合并口径尚未履行及未履行完毕的对外担保金额为 52.75 亿元，占公司净资产的 3.17%，担保比率较低，被担保企业均为公司参股公司，若被担保企业经营状况恶化，公司存在一定或有负债风险。

6．公司本部财务概况

公司作为控股型集团，本部收入规模很小，盈利及偿债来源主要来自投资收益；公司本部债务（含永续债）规模大，债务负担重，偿债对再融资依赖高。

截至 2019 年底，公司本部资产总额为 1112.32 亿元，较上年底有所增长，主要系其他非流动资产增加所致；本部资产主要由长期股权投资（713.99 亿元）和其他非流动资产（251.64 亿元，主要为对子公司的委托贷款）构成，另有货币资金 53.71 亿元。

截至 2019 年底，公司本部负债总额为 556.10 亿元，较上年底增长 4.78%，基本保持稳定；主要由短期借款（160.60 亿元）、应付债券（158.71 亿元）、长期借款（85.85 亿元）和一年内到期的非流动负债（82.74 亿元）构成。截至 2019 年底，公司本部资产负债率为 49.99%，较上年底减少 2.47 个百分点；全部债务资本化比率为 46.73%，较上年底增加 2.52 个百分点；长期债务资本化比率为 30.54%，较上年底减少 6.48 个百分点。

截至 2019 年底，公司本部所有者权益合计 556.23 亿元，主要为实收资本（120.00 亿元）和其他权益工具（355.71 亿元）；整体看，母公司永续债规模较大。

2019 年，公司本部实现营业收入 4.20 亿元、投资收益 55.03 亿元，财务费用为 23.64 亿元，对本部利润形成侵蚀，本部净利润为 34.88 亿元。整体看，公司本部利润主要来自于投资收益，亦是其主要的偿债来源。

2019年，公司本部经营活动产生的现金流量净额为4.06亿元，投资活动产生的现金流量净额为-101.10亿元（其中，取得投资收益收到的现金21.71亿元），筹资活动产生的现金流量净额为65.96亿元。

十一、 存续期内债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司存续期内债券合计455.00亿元，一年内到期债券余额为105.00亿元。截至2019年底，公司现金类资产（剔除受限部分）为一年内到期债券余额的5.46倍。2019年，公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为存续债券的4.43倍和0.74倍。总体看，公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力很强。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

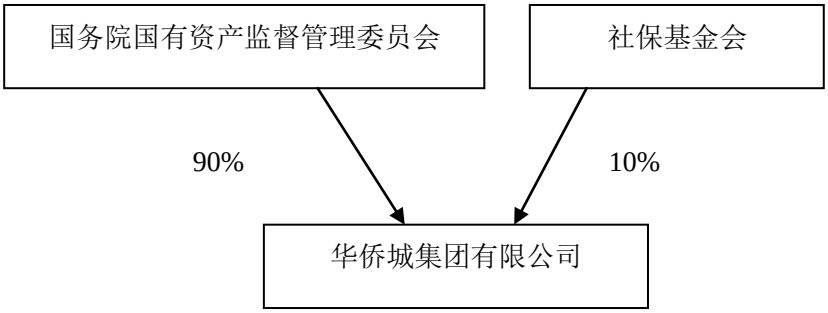
项目	2019 年
一年内到期债券余额	105.00
现金类资产/一年内到期债券余额	5.46
经营活动现金流入量/应付债券余额	4.43
EBITDA/应付债券余额	0.74

资料来源：联合资信整理

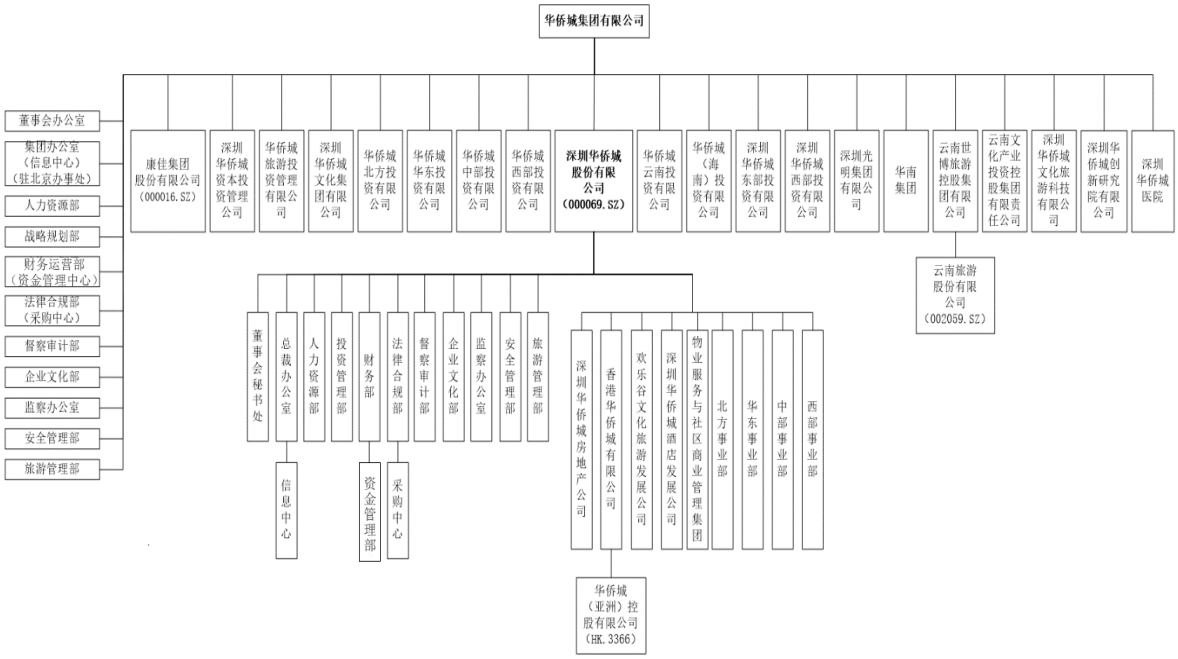
十二、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“15华侨城MTN002”“16华侨城MTN001”“17华侨城MTN003”“17华侨城MTN004”“18华侨城MTN001”“18华侨城MTN002”“18华侨城MTN003”“18华侨城MTN004”“19华侨城MTN001”“19华侨城MTN002”“19华侨城MTN003”“19华侨城MTN004”“19华侨城MTN005”“20华侨城MTN001”和“20华侨城MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织机构图



附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	486.74	460.72	573.44	688.07
资产总额(亿元)	3223.82	4440.04	5525.45	5851.90
所有者权益(亿元)	1056.82	1392.65	1665.53	1696.69
短期债务(亿元)	379.47	451.63	614.06	761.32
长期债务(亿元)	736.51	1105.22	1308.73	1299.71
全部债务(亿元)	1115.98	1556.85	1922.79	2061.04
营业总收入(亿元)	801.08	1103.49	1309.82	154.99
利润总额(亿元)	194.92	202.37	239.20	-8.32
EBITDA(亿元)	250.02	291.06	337.36	--
经营性净现金流(亿元)	-152.44	-173.21	-123.89	-158.00
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.97	9.64	9.32	--
存货周转次数(次)	0.60	0.51	0.45	--
总资产周转次数(次)	0.32	0.29	0.26	--
现金收入比(%)	119.05	113.82	122.39	149.45
营业利润率(%)	22.44	23.14	21.36	15.35
总资本收益率(%)	7.40	7.27	6.81	--
净资产收益率(%)	12.61	11.37	10.93	--
长期债务资本化比率(%)	41.07	44.25	44.00	43.38
全部债务资本化比率(%)	51.36	52.78	53.58	54.85
资产负债率(%)	67.22	68.63	69.86	71.01
流动比率(%)	153.09	163.21	153.84	153.30
速动比率(%)	74.71	68.41	69.85	65.05
经营现金流动负债比(%)	-10.77	-9.10	-4.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.42	3.16	3.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.46	5.35	5.70	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；2017-2019 年现金类资产已剔除受限部分；2017－2019 年其他流动负债中的有息债务已计入短期债务；2017－2019 年长期应付款及其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务；截至 2020 年 3 月底，所有者权益中含 255 亿元永续中期票据

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	87.49	97.62	53.71	85.98
资产总额(亿元)	750.45	1011.66	1112.32	1175.75
所有者权益(亿元)	381.70	480.93	556.23	580.68
短期债务(亿元)	105.72	98.45	243.34	250.72
长期债务(亿元)	164.67	282.64	244.56	263.59
全部债务(亿元)	270.39	381.09	487.90	514.31
营业总收入(亿元)	1.30	4.46	4.20	0.64
利润总额(亿元)	22.92	60.59	29.32	-3.58
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-68.55	57.29	4.06	-22.63
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	29.25	27.53	--
存货周转次数(次)	--	0.02	--	--
总资产周转次数(次)	--	0.01	--	--
现金收入比(%)	53.12	16.87	21.20	
营业利润率(%)	74.59	85.21	95.49	96.80
总资本收益率(%)	4.84	9.18	5.60	--
净资产收益率(%)	4.93	12.04	6.27	--
长期债务资本化比率(%)	30.14	37.02	30.54	31.22
全部债务资本化比率(%)	41.46	44.21	46.73	46.97
资产负债率(%)	49.14	52.46	49.99	50.61
流动比率(%)	110.74	75.64	42.03	49.85
速动比率(%)	102.28	68.75	36.54	44.69
经营现金流动负债比(%)	-33.93	23.10	1.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；截至 2020 年 3 月底，所有者权益中含 255 亿元永续中期票据

附件 4　主要财务指标的计算公式

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	营业总收入/（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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×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+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 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

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 5-2　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。

附件 5-3　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