

信用等级公告

联合[2018] 262 号

联合资信评估有限公司通过对华侨城集团有限公司及其拟发行的 2018 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

华侨城集团有限公司

主体长期信用等级为

AAA

华侨城集团有限公司

2018 年度第一期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。



华侨城集团有限公司

2018 年度第一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: 30 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: 偿还公司有息负债

评级时间: 2018 年 2 月 7 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
现金类资产(亿元)	225.09	222.85	224.04	492.60
资产总额(亿元)	1180.45	1369.57	1740.72	2624.62
所有者权益(亿元)	408.61	506.91	557.79	789.35
短期债务(亿元)	151.08	166.34	198.57	475.14
长期债务(亿元)	190.64	204.67	309.45	499.58
全部债务(亿元)	341.73	371.01	508.02	974.72
营业收入(亿元)	502.86	506.93	542.56	431.88
利润总额(亿元)	83.51	89.33	95.39	71.38
EBITDA(亿元)	110.57	118.53	127.95	--
经营性净现金流(亿元)	-4.50	-5.67	9.73	-145.84
营业利润率(%)	27.56	26.37	26.43	21.14
净资产收益率(%)	14.51	12.49	13.32	--
资产负债率(%)	65.38	62.99	67.96	69.93
全部债务资本化比率(%)	45.54	42.26	47.67	55.25
流动比率(%)	136.20	146.42	144.22	142.47
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 年前三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计算中; 2015~2016 年底所有者权益中包含 25 亿元永续中期票据; 2017 年 9 月底所有者权益中包含 75 亿元永续中期票据。

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。2017 年 5 月,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”)和云南文化产业投资控股集团有限责任公司(以下简称“云南文投”)的增资入股,资产、权益规模得以提升,业务布局进一步扩大。同时,联合资信也关注到电子业务行业竞争激烈、房地产业务易受政策调控及市场有效需求波动、公司债务规模增长较快、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 年以来,公司积极布局旅游综合项目,加快房地产拿地节奏,受益于前期房地产项目销售规模提升、旅游综合项目竣工结转及云南世博、云南文投的并表,公司收入规模实现较快增长,盈利能力保持稳定。未来,公司将持续加大旅游综合项目的投资,同时筹划对西安曲江文化产业投资(集团)有限公司的增资入股事项,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。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. 2017年5月，公司通过增资入股方式实现对云南世博、云南文投的控制，业务布局进一步延伸，未来对云南省旅游业务的整合有望进一步提升公司竞争实力。
4. 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。
5. 公司EBITDA对本期中期票据覆盖能力较强。

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2016年及2017年前三季度利润主要来自处置股权产生投资收益，不具备持续性，未来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，且公司部分项目面临一定去化压力。
4. 公司旅游综合项目、房地产开发项目及股权投资规模很大，2017年以来，公司债务规模及财务费用快速提升。
5. 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很大。
6. 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。

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。

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。

华侨城集团有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

华侨城集团有限公司（以下简称“华侨城集团”或“公司”）原名为“深圳华侨城经济发展总公司”，系根据国务院侨务办公室和国务院特区办公室（85）侨秘会字 002 号文等文件有关规定，于 1986 年 5 月 13 日成立的外向型经济开发区全民所有制企业。1996 年 8 月，经广东省工商行政管理局核准公司更名为“华侨城经济发展总公司”。1997 年 10 月，经广东省工商行政管理局核准公司更名为“华侨城集团有限公司”。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 9 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 9 月底，公司拥有一级子公司 17 家；其中上市公司 4 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”）、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 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 9 月底，公司资产总额为 2624.62 亿元，所有者权益合计 789.35 亿元（其中少数股东权益 413.91 亿元）；2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 431.88 亿元，利润总额 71.38 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），于 2017 年 8 月 18 日及 23 日分别发行两期中期票据“17 华侨城 MTN003”（额度 20 亿元，期限 5+N）和“17 华侨城 MTN004”（额度 30 亿元，期限 5+N）。

公司拟发行 2018 年度第一期中期票据，额度为 30 亿元（以下简称“本期中期票据”），募集资金将全部用于偿还公司有息负债。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站（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站（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（合并范围内子公司及集团本部）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预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，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，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，中国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，三大产业保持稳定增长，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，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）实现 2.0% 的温和上涨，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。

2017 年上半年，中国继续推进供给侧结构性改革，积极的财政政策继续通过减税降费减轻企业负担，同时进一步加大财政支出力度，

助力经济稳中向好。2017 年 1~6 月，全国一般公共预算收入和支出分别为 9.43 万亿元和 10.35 万亿元，支出同比增幅（15.8%）继续高于收入同比增幅（9.8%）；财政赤字 9177 亿元，为历年来同期最高水平，财政政策更加积极。稳健中性的货币政策更加注重兼顾经济“稳增长”与“防风险”，在美元加息、经济去杠杆等背景下，央行综合运用多种货币政策工具，维持市场资金面的紧平衡状态。在上述政策背景下，2017 年 1~6 月，中国 GDP 同比实际增长 6.9%；西藏、重庆、贵州等中西部地区经济发展状况良好，东北、山西等产业衰退地区经济形势有所好转；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 涨幅有所放缓；就业水平相对稳定。

2017 年 1~6 月，三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好。工业生产加快，结构继续优化，企业利润快速增长；服务业仍是推动经济增长的主要力量，但受房地产市场宏观调控以及经济去杠杆影响，房地产业（6.9%）和金融业（3.8%）实际增速均明显下降。

固定资产投资增速有所放缓，但民间投资增速明显加快。2017 年 1~6 月，中国固定资产投资 28.1 万亿元，同比增长 8.6%（实际增长 3.8%），增速略有放缓。受益于 2016 年以来政府吸引民间投资的若干政策措施，民间投资增速（7.2%）明显加快。随着房地产调控政策效应的逐步显现，房地产开发投资增速（8.5%）自 5 月以来略有放缓；基于国家财政收入持续增长以及基础设施领域 PPP 模式发展等因素，基础设施投资建设增速（16.9%）仍保持在较高增长水平，但增速趋缓；受制造业中技术改造投资的带动以及装备制造业投资支撑作用的进一步增强，制造业投资增速（5.5%）呈现回升态势。

居民消费稳步增长，网络消费保持较高增速。2017 年 1~6 月，中国社会消费品零售总额 17.2 万亿元，同比增长 10.4%，保持平稳较快增长。具体来看，家具类、建筑及装潢类消费仍维持较高增长水平，但受房地产市场调控

影响，增速较上年同期明显放缓；体育娱乐用品类、文化办公用品类以及通讯器材类等升级类商品消费保持较高增速；汽车销售增速明显回落。此外，2017 年 1~6 月，网络消费同比增长 33.4%，继续保持高速增长态势。

进出口快速增长，外贸持续改善。在全球经济持续复苏带动外部需求回暖、国内经济稳中向好带动进口持续增加、大宗商品价格反弹以及相关鼓励外贸措施出台的背景下，进出口快速增长。2017 年 1~6 月，中国进出口总值 13.1 万亿元，同比增加 19.6%，连续 6 个月实现同比正增长，实现贸易顺差 1.3 万亿元，外贸形势明显改善。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，同时高新技术产品出口额仍保持 10%以上的较快增速；进口方面，铁矿砂、原油等大宗商品进口量价齐升。

2017 年下半年，全球经济有望维持复苏态势，但货币政策的分化使中国经济增长和金融市场稳定面临更多挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级。具体来看，投资或呈缓中趋稳态势，其中，房地产投资增速或将随房地产调控政策效应的进一步显现而继续放缓，基础设施建设投资增速受货币政策保持稳健中性以及财政支持能力受限等因素影响或将有所放缓，高新技术、高端制造业投资将成为制造业投资的重要支撑。消费将保持平稳增长，随着居民收入水平的不断提高以及消费结构的不断改善，居民医疗、文化、旅游等消费需求有望继续释放，但房地产相关消费以及汽车消费增速或将继续放缓。进出口或将持续改善，这主要是受到欧美等主要发达国家经济持续复苏、“一带一路”战略的深入推进以及一系列促进贸易和投资便利化等利好措施的带动。总体来看，由于房地产投资和基础设施建设投资存在增速放缓压力，中国今年下半年经济增速或将低于上半年，预计全年经济增速将在 6.7%左右；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

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

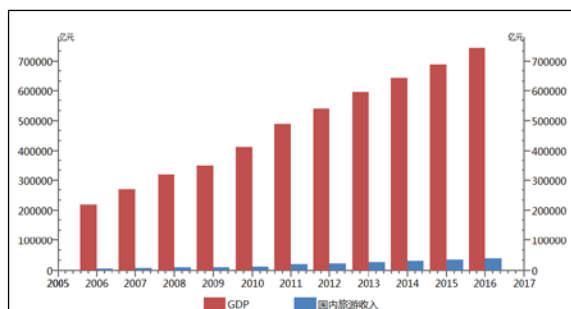
(1) 行业概况

改革开放以来，中国实现了从旅游短缺型国家到旅游大国的历史性跨越。“十二五”期间，旅游业全面融入国家战略体系，走向国民经济建设的前沿，成为国民经济战略性支柱产业。

作为“十三五”规划的开局之年，2016 年中国旅游业继续平稳较快发展，实现国内旅游 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。

近十年，随着国民经济健康快速的增长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市场呈逐步放大趋势。2014 年，随着居民消费能力的提升以及城市化进程的持续加快，中国居民旅游潜力继续释放，国内旅游收入达到 3.03 万亿元，同比增长 15%；2015 年，中国旅游业继续保持迅猛发展，国内旅游收入达到 3.41 万亿元，同比增长 13%；2016 年，旅游经济继续领先宏观经济增速，成为稳增长、调结构、惠民生的重要力量，国内旅游总收入 3.9 万亿元，同比增长 14%。

图1 2006~2016年GDP与国内旅游收入



资料来源：国家旅游局和国家统计局

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

旅游业作为第三产业的主要支柱行业，其在调整产业结构、节约资源、创造就业机会、缩小区域及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。

2016年4月，国家旅游局颁布《全国旅游标准化发展规划（2016-2020）》（“旅发〔2016〕48号”），提出到2020年，中国旅游国家标准将达45项以上，行业标准达60项以上，地方标准达300项以上，新建200个以上全国旅游标准化试点示范单位。规划落实后，旅游标准覆盖领域将进一步拓宽，标准体系结构明显优化，标准之间协调性有效增强，适应和支撑现代旅游业发展的标准体系更加健全。

2016年4月，国家旅游局办公室颁布《关于贯彻落实〈国务院办公厅关于加强旅游市场综合监管的通知〉的通知》（旅办发〔2016〕96号），国家旅游局将部署改革创新旅游市场监管机制和加强旅游市场综合监管工作。文件强调

要加快建立权责明确、执法有力、行为规范、保障有效的旅游市场综合监管机制，进一步解决扰乱旅游市场秩序、侵害旅游者权益等突出问题。

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。

2016年12月7日，国务院印发的《“十三五”旅游业发展规划》中指出，“十三五”旅游业发展的主要目标是“旅游经济稳步增长”，“综合效益显著提升”，“人民群众更加满意”，“国际影响力大幅提升”。

2017年5月14日，“一带一路”国际合作高峰论坛在北京开幕。自“一带一路”倡议提出以来，沿线国家旅游交流合作明显增多，旅游往来规模不断提升，社会经济效益不断凸显。据测算，中国与丝路沿线国家双向旅游交流规模已超过2500万人次。现在，中国已成为许多“一带一路”沿线国家旅游的重要客源市场，国家旅游局预计，“十三五”期间，中国将为“一带一路”沿线国家输送1.5亿人次中国游客和超过2000亿美元的旅游消费，同时还将吸引沿线国家8500万人次游客来华旅游，拉动旅游消费约1100亿美元。

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。

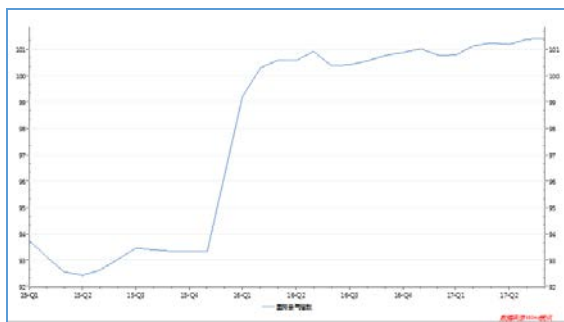
2. 房地产行业

（1）行业运行概况

2015年末以来，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%。2017年1~6月，全国房地产开发投资5.06万亿元，同比增长8.50%；其中住宅投资3.43万亿元，同比增长10.20%。全国房屋施工面积69.23亿平方米，同比增长2.90%；新开工面积8.57亿平方米，同比增长10.60%，其中住宅6.14亿平方米，同比增长14.90%；竣工面积4.15亿平方米，同比增长5.00%。从增速上看，房地产开发投资在2017年一季度迎来小高峰后增速持续回落，一线城市尤为明显。而新开工和施工面积增速相较2016年同期也有显著回落。

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，受“因城施策、分类调控”基调政策影响，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。2017年1~6月，全国商品房销售面积为7.47亿平方米，同比增长16.10%，其中住宅销售面积6.48亿平方米，同比增长13.50%；商品房销售额5.92万亿元，同比增长21.50%，其中住宅销售额4.93万亿元，同比增长17.90%。价格方面，2017年1~6月，国家统计局70个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比增速逐月下降，2017年6月为9.60%。整体看，2017年上半年，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

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16年12月新建住宅同比涨幅27.10%；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16年12月新建住宅同比涨幅18.00%，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16年12月新建住宅同比涨幅6.00%，价格变化相对一二线城市较为稳定。进入2017年，一线城市新房销量较2016年同期大幅下降，价格保持稳定；二线城市新房销量较2016年同期有所下降，价格保持小幅增长，二线代表城市新建住宅价格各月环比增幅保持在0.50%-0.60%左右；三四线城市，受益于棚改货币安置和外溢效应，去库存效果显著，与一二线销售形成对冲，价格方面涨幅也大于一二线城市，三线代表城市新建住宅价格各月环比增幅保持在0.80%左右。

(2) 土地供给与信贷环境

2016年，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，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。2017年上半年，土地市场热度不减，全国300个城市共推出4.60亿平方米，同比下降4%；其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）1.62亿平方米，同比增长12%；各类土地成交面积3.82亿平方米，同比下降2%，降幅继续收窄；住宅类用地成交1.37亿平方米，同比增长16%。2017年1~6月，全国300个城市各类用地成交楼面均价2242元/平方米，同比增长39%，平均溢价率36%，同比下降4个百分点；住宅类用地成交楼面均价3795元/平方米，同比增长29%。其中一线城市响应中央精神，土地供应显著增加，其中自住房土地供应比例增加，对土地价格、商品房销售条件和价格以及自持比例等条件限制较多，所以价格有所下跌。二线城市土拍政策也渐趋多元，土地价格涨幅明显收窄。三四线城市上半年的良好销售情况和热点城市的需求外溢，带动了三四线城市的土地市场升温，三线城市成交面积在推出面积同比有所减少的情况下同比增长1%，成交楼面均价较2016年同期增长79%。

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。住建部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表

示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。未来一段时间内，在政策引导下，一线及重点二线城市2017年住宅土地供应量有望稳步增加，为前期审慎拿地企业提供一定空间；但同时多元化的土拍政策，也对房地产企业的项目前期策划、后期运营和资金运作能力提出了更高的要求。收并购、特色小镇等非市场化拿地手段以及联合体拿地方式逐渐成为房地产拿地竞争力的重要体现，也使得房地产企业面临更多的法律、财务和运营风险。

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%，其中国内贷款占比有所下降，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，同比增加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、限贷也将限制个人按揭贷款的增加, 房地产企业资金链或遭压制。2017 年 1~6 月, 房地产开发企业开发资金来源中国内贷款、定金及预收金和各项应付款占比有所上升, 分别占房地产开发资金来源的 17.62%、30.65%和 26.70%, 个人按揭贷款和企业自筹资金占比有所下降, 分别占 15.84%和 30.72%, 个人按揭贷款规模与 2016 年同期基本持平, 自筹资金较 2016 年同期下降 1.90%。

(3) 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。

(4) 政策环境

2016 年 9 月底以来, 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 40

余个城市或地区，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。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议签到要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

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，热点城市销售情况出现增幅回落，三四线城市对地产市场销售形成支撑。随着三四线城市库存压力减轻，后续市场热度或有所下降，在严格调控的政策背景下，短期

内房地产行业呈降温态势。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。未来一段时间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9月底，华侨城股份资产总额1973.52亿元，权益总额528.29亿元，2017年1~9月实现营业收入193.68亿元，同比增长1.67%，利润总额62.74亿元。截至2017年9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，投资收益3.48亿元，营业外收入2.71亿元。截至2017年9月底，康佳集团资产总额230.01亿元，权益总额34.86亿元，2017年1~9月营业收入87.58亿元，利润总额1.17亿元，投资收益1.09亿元。截至2017年9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9月底，公司（合并口径）在职员工50020人，按教育程度分类，具有大专以上学历的员工占50.68%，其他学历占49.32%；按技术职称划分，公司具有初级技术职称以上的

占6.68%；按年龄构成划分，公司员工30岁以下的占51.29%、30~50岁的占43.69%、50岁以上的占5.02%。

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”）和云南文化产业投资控股集团有限责任公司（以下简称“云南文投”）增资入股；本次增资后，公司分别持有云南世博和云南文投各51%股权，实现对云南世博及云南文投的控制。

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。云南世博旗下拥有上市公司云南旅游，截至2017年9月底，云南世博持有云南旅游49.52%股权，股权无质押。

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49.90亿元来自公司自有资金，42.50亿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。

公司拟通过增资扩股方式收购曲江文投

2017年9月28日，西安曲江文化产业投资（集团）有限公司（以下简称“曲江文投”）与西安曲江新区管理委员会（以下简称“曲江新区管委会”）、华侨城集团、华侨城西部投资有限公司（以下简称“华侨城西部投资”，华侨城集团全资子公司）、曲江文化控股有限公司（以下简称“曲江文化控股”）签订附生效条

件的《西安曲江文化产业投资（集团）有限公司之增资扩股协议》（以下简称“增资扩股协议”）。华侨城西部投资拟通过增资扩股方式入股曲江文投。截至 2016 年底，曲江文投资产总额 422.71 亿元、权益总额 128.36 亿元、2016 年实现营业收入 80.93 亿元，利润总额 2.53 亿元，目前曲江文投注册资本为 83 亿元，曲江文化控股系唯一控股股东，曲江新区管委会为其实际控制人。

本次增资扩股以 2017 年 5 月 31 日为基准日，经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）希会审字【2017】2395 号《审计报告》审计的曲江文投净资产（合并口径）为人民币 99.50 亿元，经正衡资产评估有限责任公司正衡评报字【2017】第 188 号《资产评估报告》评估的曲江文投净资产为 137.81 亿元，扣除《增资扩股协议》中约定的需要剥离资产对应资产评估值并经调整后，本次增资扩股总对价为 113.58 亿元，其中 86.39 亿元为新增曲江文投注册资本，剩余 27.19 亿元计入曲江文投资本公积。

本次增资完成后，华侨城西部投资将持有曲江文投 51%的股权，曲江文投实际控制人将由曲江新区管委会变更为国务院国资委。目前，本次增资扩股事项尚需陕西省人民政府、商务部及国务院国资委审批，仍具一定不确定性，联合资信将持续关注本次事项进展。

处置北京侨禧投资有限公司 49%股权

2017 年 8 月 1 日，华侨城股份与北京泰禾锦辉置业有限公司（以下简称“锦辉置业”）签署了《产权交易合同》，公司以挂牌价人民币 73416 万元向锦辉置业转让公司持有的全资子公司北京侨禧投资有限公司（以下简称“北京侨禧”）49%股权。同日，公司与锦辉置业、北京侨禧签署了《关于北京侨禧投资有限公司合作协议书》，公司与锦辉置业将发挥各自优势，合作开发北京侨禧项目。根据上述两份协议的约定，锦辉置业需向北京侨禧提供股东借款，专项用于北京侨禧偿还公司的部分股东借款本金 444920 万元及相应利息。

北京侨禧成立于 2015 年 12 月 16 日，注册资本 1000 万元，公司持股比例为 100%。北京侨禧已依法取得位于北京市丰台区南苑乡槐房村和新宫村 1404-669、670、665、666、668 地块国有建设用地使用权。丰台槐新项目占地面积 117633.1 平方米，容积率 2.03，计容建筑面积 239373 平方米。土地出让金及契税已缴纳完毕，取得建设用地规划许可证。截至 2016 年底，北京侨禧资产总额 88.25 亿元，权益总额-2.60 亿元，由于尚未开发，因此 2016 年收入为 0，净利润-2.60 亿元。

股权转让后，根据北京侨禧最新公司章程，董事会表决须全票通过，公司丧失对北京侨禧控制权，未来公司及锦辉置业均不将北京侨禧纳入合并范围，由双方依据各自优势合作开发。公司因处置北京侨禧股权实现投资收益 19.60 亿元，对 2017 年前三季度利形成一定补充。

康佳集团转让昆康公司 51%股权及康侨佳城 70%股权

2017 年 6 月，康佳集团发布《关于拟挂牌转让昆康公司部分股权的公告》，并于 2017 年 8 月 23 日，将持有的昆山康佳电子有限公司（以下简称“昆康公司”）51%的股权在上海联合产权交易所公开挂牌转让，由上海万纬沪仓储有限公司（以下简称“万纬沪公司”）摘牌并与康佳集团签署《产权交易合同》。本次交易价款 22440 万元，康佳集团通过转让昆康公司实现投资收益 1.10 亿元，截至 2017 年 9 月底，昆康公司已完成工商变更。

康佳集团于 2017 年 8 月发布《关于拟挂牌转让康侨佳城公司股权的公告》，并于 2017 年 10 月 13 日将持有的深圳市康侨佳城置业投资有限公司（以下简称：“康侨佳城”）70%的股权在北京产权交易所公开挂牌转让。2017 年 11 月 14 日，意向受让方深圳市创景投资有限公司（以下简称“创景公司”）通过动态报价方式竞买康侨佳城 70%股权，转让价款 69.80 亿元并代康侨佳城偿还完毕合同约定的债务。本次交易以康侨佳城 2017 年 10 月 31 日账面净资产和

合同约定的转让价格计算，处置长期股权投资产生的投资收益预计为 63.50 亿元，将对康佳集团及公司 2017 年利润产生重大影响。截至 2017 年 11 月底，公司已收到全部股权转让款以及创景公司代康侨佳城偿还的 16.10 亿元贷款本金及相应利息，并完成工商变更。

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29.99%，同比提升5.24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 1-9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电子业务	190.75	38.03	13.66	168.83	33.91	12.57	171.67	32.16	14.82	201.64	46.69	10.57
旅游综合业务	151.74	30.25	49.23	123.21	24.75	42.51	160.06	29.99	40.71	123.14	28.51	26.74
房地产业务	149.33	29.77	66.00	195.80	39.33	59.58	192.77	36.12	63.08	99.90	23.14	69.80
包装业务	8.32	1.66	11.80	8.23	1.65	11.44	7.39	1.38	7.63	6.37	1.48	14.96
其他业务	1.47	0.29	11.45	1.77	0.36	2.77	1.85	0.35	6.11	0.82	0.19	86.51
小计	501.62	100.00	39.96	497.83	100.00	38.41	533.75	100.00	39.15	431.88	100	29.09
内部互相抵消	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
主营业务合计	501.62	100.00	39.96	497.83	100.00	38.41	533.75	100.00	39.15	431.88	100	29.09

资料来源：公司提供

2017年1~9月，公司实现主营业务收入431.88亿元，同比增长34.07%，为2016年收入的80.91%。其中，电子业务实现收入201.64亿元，同比增长37.95%，主要是由于康佳集团供

应链业务收入增加所致，当期毛利率为10.57%，较2016年全年下降4.25个百分点，主要是由于低毛利的贸易业务拉低电子业务整体毛利率水平；旅游综合业务实现收入123.14亿元，同比

增长14.98%，主要是由于云南文投、云南世博并表所致，当期毛利率26.74%，较2016年大幅减少13.97个百分点，主要是由于云南文投、云南世博的旅游综合项目毛利较低所致；房地产业务实现收入99.90亿元，同比增长26.67%，主要是由于当期房地产项目结转面积及单价上涨所致，当期毛利率69.80%；公司主营业务综合毛利率为29.09%。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。

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。2016年9月，公司向秦皇岛市南戴河旅游发展（集团）有限公司以1.35亿元的对价收购秦皇岛南娱项目；2017年5月，公司完成对云南世博及云南文投的收购，新增轿子山、元阳梯田、九乡景区、世博园等景区；同时重庆欢乐谷于2017年7月开园，上述因素共同带动公司2017年前三季度旅游接待人数同比增长34.26%，旅游接待收入同比增长12.62%。

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 1-9 月		
	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	205	27658	22208
北京华侨城	334	42809	34824	364	48049	38441	365	44609	34110	263	30387	23095
成都欢乐谷	258	30030	25057	253	29226	24003	218	25263	20661	154	17238	13767
上海欢乐谷	289	41809	35319	292	43229	36190	292	43117	34031	208	35489	27805
武汉欢乐谷	252	34094	27626	255	34384	26460	263	33316	25488	201	28650	21571
天津欢乐谷	154	13780	11316	145	12317	9912	142	12358	9569	131	10831	7997
重庆欢乐谷	--	--	--	--	--	--	--	--	--	30	2404	1619
锦绣中华	158	19550	13435	160	20319	14536	173	20599	14653	139	15904	11279
世界之窗	360	47331	39502	334	48667	40207	323	46913	37935	249	36419	29441
长沙世界之窗	112	14936	12377	114	16291	13589	130	16372	13274	84	11361	9080
东部华侨城	378	68098	31879	384	70646	32920	380	63084	31182	238	51957	23737
泰州华侨城	3	231	113	14	235	101	68	5346	97	50	3720	86
云南华侨城	22	4325	1639	--	--	--	20	3732	--	13	2541	--
麦鲁小城	54	5443	4406	86	7217	5754	98	6935	4959	63	4178	3337
秦皇岛南娱	--	--	--	--	--	--	--	--	--	81	3205	1978
轿子山	--	--	--	--	--	--	--	--	--	68	2583	817
元阳梯田	--	--	--	--	--	--	--	--	--	17	1729	1127
世博园	--	--	--	--	--	--	--	--	--	108	4933	3781
老君山	--	--	--	--	--	--	--	--	--	13	457	71
九乡景区	--	--	--	--	--	--	--	--	--	209	8677	6657

恐龙谷	--	--	--	--	--	--	--	--	--	103	3639	2815
巴拉格宗景区	--	--	--	--	--	--	--	--	--	5	2877	631
蓝月山谷、石卡雪山景区	--	--	--	--	--	--	--	--	--	17	1480	1315
合计	2704	363608	271785	2716	371045	274852	2783	358581	256342	2649	308317	214214

资料来源：公司提供

注：1. 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；2. 世界之窗及锦绣中华的运营主体深圳世界之窗有限公司、深圳锦绣中华发展有限公司均为华侨城参股公司，该景区土地使用权属于公司，公司与另一股东中国旅游集团公司共同拥有“世界之窗”和“锦绣中华”的商标使用权；3. 轿子山、元阳梯田、世博园、九乡景区等为云南世博及云南文投旗下景区，云南世博及云南文投于2017年5月纳入公司合并范围，上表中统计数据为2017年1-9月数据。

（1）旅游综合项目

截至2017年9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欢乐谷集团负责运营。

2000年以来，先后在深圳、北京、上海、成都、武汉、天津、重庆七个区域建成“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65.50万平方米，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12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9月底，项目整体销售比率96%。商业物业总建筑面积14.94万平方米，业态包括购物中心、写字楼等，截至2017年9月底，写字楼已竣工，购物中心主体已封顶，销售比率99%，商业物业租赁面积12.55万平方米，出租率93%。

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，其中前两期已交付，三期低密度已于2017年6月交付，三期高层预计年底前完成竣工交付手续；B地块分两期开发，其中一期低密度处于主体结构施工阶段，一期高层处于地下室结构施工阶段，二期于2017年9月底取得施工许可证；截至2017年9月底，项目整体销量比率67%。武汉华侨城商铺均为自持，物业租赁面积5.01万平方米，出租率84%。

天津华侨城项目总投资160亿元，总占地面积114.53万平方米，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100.6万平方米。其中C地块开发面积达到75%，未开发的项目有高四、高五、高六、别墅岛；A3地块全部开发，A1地块首开区别墅项目已经基础施工；A2地块首开区尚在前期规划中；E1地块前期规划中。项目整体销售比例37%。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，欢乐谷公园及玛雅海滩水公园已于2017年7月8日正式开园运营。其中欢乐谷公园占地约50万平方米，重庆玛雅海滩水公园占地18万平方米，是西南地区最大最具亲水环境的全山地水公园。重庆华侨城住宅配套总建筑面积170.19万平方米，截至2017年9月底，住宅项目一期开发完成现处于待交付状态。住宅项目二期已部分启动。商业物业总建筑面积35万平方米，包括写字楼、酒店等业态，截至2017年9月底，商用物业销售比例82%。

公司非欢乐谷旅游综合项目包括东部华侨城、云南华侨城、宁波华侨城等，其中东部华侨城由深圳华侨城东部投资有限公司运营、云南华侨城由华侨城云南集团运营、宁波华侨城及泰州华侨城由华侨城华东投资有限公司运营。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1号地块B地块样板区10套样板房毛坯完成，A地块完成前期规划设计方案，C地块基本完成规划设计方案；四明山2号山外地块目前还在进行前期概念方案设计当中。整体销售比率为22%。

泰州华侨城项目总投资21亿元，总占地面积206.98万平方米，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。

云南华侨城项目总投资80亿元，总占地面积389.65万平方米，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。

2016年以来，公司先后在南京、南昌拿地并规划建设旅游综合项目，其中南京华侨城于2016年12月16日以35亿元的总价拿下的栖霞G76和G77地块，项目出让用地土地计容建面74.5万平方米，整体定位为集“旅游小镇、文创社区、风情绿谷、欢乐海洋”于一体的全域文化旅游综合项目。项目总投资135亿元，拟设欢乐谷、玛雅海滩水公园、体育运动竞技公园、生态教育展示公园等主题园，并囊括居住、商业及各项生活配套功能，打造集多项功能于一体的全域文化旅游目的地。

南昌华侨城公司于2017年1月通过招拍挂取得项目用地，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。项目总投资88.37亿元，包括水公园和生态公园以及文化演艺等旅游设施及项目，房地产项目预计2018年年底开始预售；水公园预计2018年开工，2019年6月开始营业。

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”项目正在建设中；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筹备建设中。

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。截至2017年9月底，公司拥有和管理酒店近50家，客房数量一万余间，其中已开业酒店30家，客房约6000间，覆盖北京、上海、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。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、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。

表3 华侨城主要酒店经营情况（单位：间、人次、%、元）

	华侨城大酒店		威尼斯酒店		茵特拉根酒店		菩提宾舍		海景酒店		茵特拉根房车酒店	
	2017年1-9月	2016年	2017年1-9月	2016年	2017年1-9月	2016年	2017年1-9月	2016年	2017年1-9月	2016年	2017年1-9月	2016年
星级	白金五星		五星级		五星级		五星级		四星级		四星级	
客房数	540	540	368	368	287	287	21	21	435	436	180	180
接待游客	578619	556729	292417	289631	85971	53395	4708	3097	323828	319241	37521	40262
入住率	84	77	77	75	54	34	41	27	81	82	37	41
平均房价	1041	1010	783	783	877	1083	815	1127	497	494	405	435
	茵特拉根瀑布酒店		茵特拉根黑森林酒店		创意文化		泰州温泉奥思廷酒店		武汉玛雅海滩酒店		欢乐海岸-蓝汐精品酒店	
	2017年1-9月	2016年	2017年1-9月	2016年	2017年1-9月	2016年	2017年1-9月	2016年	2017年1-9月	2016年	2017年1-9月	2016年
星级	四星级		四星级		经济型		未评星级		四星级		未评星级	
客房数	326	326	312	312	837	837	249	252	215	215	57	57
接待游客	86260	69691	98166	70549	279342	307751	334889	437379	177364	190492	14672	14414
入住率	48	39	55	42	76.39	71.59	35	33	68.90	54.04	77	76
平均房价	404	524	485	591	260.34	256.16	307	311	380.95	338.34	1355	1296
	欢乐海岸-万豪行政公寓		康佳昆山铂尔曼酒店		昆明饭店		花园酒店		云之舍		铂尔曼酒店	
	2017年1-9月	2016年	2017年1-9月	2016年	2017年1-9月	2016年	2017年1-9月	2016年	2017年1-9月	2016年	2017年1-9月	2016年
星级	未评星级		未评星级		四星级		未评星级		未评星级		未评星级	
客房数	155	157	174	--	298	300	172	287	370	370	130	--
接待游客	45188	46928	8992	--	310617	336068	190305	360745	99119	132839	100493	--
入住率	86	75	41	--	55.60	55.10	67.70	62.70	65.70	61.80	51.10	--
平均房价	1682	1583	567	--	271	297	421	398	97	98	1065	--

	临安建水酒店		水庄大酒店		藏式大酒店		情人谷酒店		巴拉村土司庄园		--	
	2017年 1-9月	2016 年	2017年 1-9月	2016 年	2017 年1-9 月	2016年	2017 年1-9 月	2016年	2017 年1-9 月	2016年	--	--
星级	未评星级		未评星级		未评星级		未评星级		未评星级		--	
客房数	182	--	53	53	277	277	19	19	50	--	--	--
接待游客	121055	--	11024	20030	10998	2592	466	899	103	--	--	--
入住率	65.30	--	38	70	7	4	9	11	3	--	--	--
平均房价	372	--	170	200	400	380	300	300	680	--	--	--

资料来源：公司提供

3. 房地产业务

公司房地产业务主要包含①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），②除旅游综合项目外，其他子公司的房地产项目（计入房地产业务收入），其中华侨城房地产的地产开发业务占比较大。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9月底，华侨城房地产资产总额974.39亿元、权益总额268.63亿元，2017年1~9月实现收入103.31亿元，利润总额30.90亿元。截至2017年9月底，子公司华侨城股份持有华侨城房地产100%股权。

公司房地产项目类型包括住宅、别墅、公寓、商业、写字楼、酒店等，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。以下主要针对旅游综合项目外的房地产业务进行分析。

近年来，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”）联合摘得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用地使用权等，房地产项目储备进一步丰富。

表4 公司近年来房地产开发情况

（单位：万平方米、亿元、元/平米）

项目	2014年	2015年	2016年	2017年 1-9月
新开工面积	63.18	44.51	72.28	113.71
竣工面积	56.82	8.78	40.66	0.95
签约销售面积	24.71	37.08	37.07	21.81
签约销售金额	122.36	173.69	220.72	122.91
结算面积	31.33	32.59	33.84	22.02
结算金额	149.33	195.80	192.77	99.90
结算均价	47664	60080	56965	45359

资料来源：公司提供

注：不包含旅游综合项目中房地产业务开发情况。

2014~2016年，公司房地产业务开发节奏有所波动，2016年新开工面积72.28万平方米，同比大幅增长，主要是对深圳本部项目、红山6979项目及新浦江城项目进一步开发所致；公司竣工面积近三年波动较大，分别为56.82万平方米、8.78万平方米和40.66万平方米，其中2016年同比大幅增加，主要是由于天津和顺德项目竣工所致。2014~2016年，公司签约销售面积有所波动，但受益于房价不断提升，签约销售金额逐年增长，2016年实现签约销售金额220.72亿元；结算面积保持稳定，结算均价波动提升至2016年的5.70万元/平方米，结算金额亦保持相同趋势波动提升。截至2017年9月底，主要在开发房地产项目总占地面积258.91万平方米，规划权益总建筑面积614.48万平方米，项目权益总投资877.97亿元，截至2017年9月底，项目累计投资538.50亿元，未来投资规模大。

表5 截至2017年9月底房地产业务主要项目开发情况

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17年9月底累计实际总投资（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）	17年1-9月新开工建筑面积（万平方米）	17年1-9月竣工建筑面积（万平方米）	截至17年9月底累计竣工建筑面积（万平方米）
深圳	本部	100%	29.79	105.45	146.06	94.67	64.82	29.31	27.84	60.6	0.00	38.44
	宝亨锦园	51%	2.05	13.29	8.22	7.76	94.40	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	水门逸欣园	51%	1.5	5.77	3.69	3.26	88.35	0.00	5.77	0.00	0.00	5.77
	会展中心	50%	26.41	77.17	--	78.24	--	0.00	0.00	11.59	0.00	0.00
	红山6979	50%	10.99	17.58	62.05	40.34	65.01	17.58	0.00	0.00	0.00	0.00
上海	新浦江城	86.12%	116.05	184.32	147.37	114.13	--	20.84	0.00	0.00	0.00	132.89
	西康路989	100%	4.01	16.45	51.97	40.48	77.89	0.00	0.00	0.00	0.00	10.28
	苏河湾	83.16%	7.10	28.38	138.41	124.43	89.90	0.00	0.00	0.00	0.00	22.55
	苏河湾二期	50%	1.48	8.16	44.01	32.10	72.94	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
西安	天鹅堡	60%	11.42	45.66	36.19	30.34	83.84	4.55	7.05	8	0.95	35
南京	华侨城置地	51%	48.11	112.25	240.00	86.88	36.20	0.00	0.00	33.52	0.00	0.00
合计	--	--	258.91	614.48	877.97	538.50	--	72.28	40.66	113.71	0.95	246.64

资料来源：公司提供

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。会展中心项目与红山6979项目系合作开发，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2017年9月底累计投资64.82%。

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2017年9月底，公司已按照权益比例投资78.24亿元。

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2017年9月底累计投资89.90%。

2016年，公司新增地块包括南京华侨城置

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）、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）、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）、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）。

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2017年9月底已累计投资86.88%。

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44.01亿元，截至2017年9月底累计已投资72.94%

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8个，水门逸欣园已于2015年11月开盘销售，截至2017年9月底，项目销售比例94.22%；沙井项目已于2017年3月30日开盘，截至2017年9月底，累计收款10.92亿元。其他项目均未开盘，截至2017年9月底，城市更新项目总投资126.88亿元，未来投资规模大。

表6 截至2017年9月底城市更新项目情况

项目	控股公司	计容面积(万平方米)	总投资(亿元)	进度
水门项目	华侨城更新持股 80%，	5.69	4.40	返迁户入伙
沙井项目	华侨城更新持股 100%	12.44	11.25	销售阶段
龙胜项目	华侨城更新持股 100%	39.20	60.01	申报实施主体，拆迁进度约 95%
珠光二期	华侨城更新持股 100%	14.04	19.21	专项规划指标分配阶段

²另 49%股权由原股东深圳花伴里投资股份有限公司持有。

新木新村	华侨城更新持股 100%	9.66	9.58	专项规划申报
沙井工改商项目	华侨城更新持股 100%	6.64	6.93	申办土地证
大贸项目	深圳华侨城东部开发有限公司持股 100%	6.99	15.50	正在办理土地现场交接
康佳总部基地项目	康佳集团持股 70%，公司持股 30%	26.00	69.00	处于土地平整阶段
合计	--	94.66	126.88	--

资料来源：公司提供

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。2017年1~9月，公司房地产业务签约面积及结算面积分别为21.81亿元和22.02亿元，主要系深圳本部、上海西康路989及西安天鹅堡项目销售及结转所致。

表7 2016年及2017年1-9月房地产业务销售情况
(单位：万平方米)

城市	项目名称	权益	2016年签约面积	2016年结算面积	2017年1-9月签约面积	2017年1-9月结算面积
深圳	本部	100%	16.13	11.37	7.45	6.43
	曦城	50%	0.25	0.36	--	--
	水门逸欣园	51%	1.35	2.88	4.69	0.9
上海	苏河湾	83.16%	5.08	3.80	0.62	1.45
	新浦江城	86.12%	3.15	0.39	1.8	5.3
	西康路989	100%	0.62	2.91	0.09	0.30
西安	108坊	75%	1.79	1.96	0.4	0.6
	天鹅堡	60%	8.70	10.16	6.76	7.04
合计	--	--	37.07	33.84	21.81	22.02

资料来源：公司提供

注：不包含旅游综合项目中房地产业务销售情况。

2017年以来，华侨城房地产分别在天津市

西青区、深圳市龙华区、佛山市顺德区及西安市雁塔区新拿地，土地出让金合计141.30亿元。截至2017年9月底，公司土地储备（含旅游综合项目）占地面积合计702.05万平方米，其中旅游用地177.25万平方米；未开发建筑面积合计1102.26万平方米，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。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），2017年1~9月，康佳集团增加供应链业务实现76.49亿元。

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。2017年，公司根据去产能去制造化方针，转让昆康公司51%控股权，减少300万台的年产能规模。截至2017年9月底，公司彩电业务年产能由原1500万台减少为1200万台。

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。

康佳集团彩电2017年前三季度主要推出新品3个系列，分别是R1系列、M1系列以及S61U系列，前三季度彩电新品的销量近10万台。

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，白电年产能达200万台，冰箱年产能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 1~9 月，康佳集团利润总额 1.47 亿元，其中投资收益 1.76 亿元，主要系出售昆康公司股权收益及理财产品收益，营业外收入

1.56 亿元，主要是政府补助及昆康土地收储产生 0.3 亿元，对非经营性变动损益依赖较大。

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

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 2017 年 9 月底，公司共有瓦楞纸板生产线共 4 条，主要印刷生产线共 14 条。2016 年公司纸箱（板）的生产量为 10.92 万吨，彩印业务为 1.29 万吨。

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。

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1~9月,公司纸包装业务实现营业收入6.37亿元,毛利率为14.96%。

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。

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年前三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年前三季度公司合并报表范围内子公司较2016年新设成立30家,吸收合并108家,因注销减少子公司1家,转让子公司3家。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9月底,公司资产总额为2624.62亿元,所有者权益合计789.35亿元(其中少数股东权益413.91亿元);2017年1~9月,公司实现营业收入431.88亿元,利润总额71.38亿元。

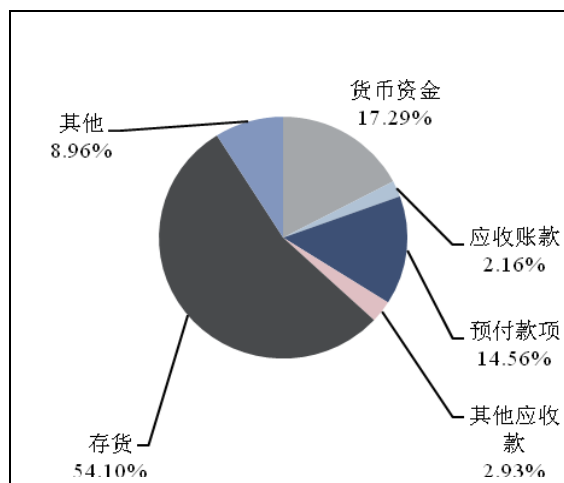
2. 资产质量

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。截至2016年底，其他应收款前五名余额占比59.70%，集中度较高。

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（开发产品占21.46%、开发成本占

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⁴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。

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

⁴ 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。

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，主要是对上海华侨城、武汉华侨城、重庆华侨城以及商业地产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。

2017 年以来，公司为配合跨越式发展战略，加大投资并购力度，完成对云南文投、云南世博等公司增资入股，同时持续投资旅游综合项目，带动公司资产规模快速增长。截至 2017 年 9 月底，公司资产总额为 2624.62 亿元，较 2016 年底增长 50.78%，其中流动资产占 71.23%，非流动资产占 28.77%，资产结构保持稳定；其中，货币资金为 461.42 亿元，较 2016 年底增长 114.69%，主要是预收房款及项目投资储备资金增加所致；应收账款 39.02 亿元，同比大幅增

长 45.60%；预付款项为 166.36 亿元，较 2016 年底下降 8.07%，主要是系预付天津、重庆、深圳滨海等项目地价款转入存货；其他应收款 110.16 亿元，同比大幅增长 202.29%，主要系部分房地产项目的合作开发款增加所致；可供出售金融资产为 48.94 亿元，较 2016 年底增长 36.96%，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；长期股权投资 88.16 亿元，同比增长 57.45%，无形资产 100.90 亿元，同比大幅增长 116.99%，主要系云南世博、云南文投并表所致；其他非流动资产增加 54.10 亿元，主要系给北京侨禧的委托贷款 47.58 亿元，预计 2017 年底归还；其他科目变化不大。

总体看，公司增资入股云南世博、云南文投，同时持续布局旅游综合项目并通过合作开发等方式投资房地产，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 9 月底，公司所有者权益为 789.35 亿元，较 2016 年底增长 41.51%，主要系公司 2017 年 8 月发行永续中期票据“17 华侨城

MTN003”(20亿元, 5+N)和“17华侨城MTN004”(30亿元, 5+N)共50亿计入其他权益工具;少数股东权益大幅增长主要系当期并购所致。

总体看, 公司所有者权益中少数股东权益占比高, 所有者权益稳定性一般。

负债

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。

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。

表8 截至2017年9月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
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 MTN002	2017-3-23	3 年	25.00
16 侨城 01	2016-4-13	5 年	25.00
16 侨城 02	2016-4-13	7 年	10.00

资料来源: 根据公开资料整理

注: “15华侨城PPN001”纳入一年内到期的非流动负债核算。

截至2017年9月底, 公司负债合计1835.27亿元, 较2016年底增长55.15%, 其中流动负债占71.50%, 非流动负债占28.50%, 负债结构较2016年底变化不大。截至2017年9月底, 公司短期借款331.65亿元, 较2016年底大幅增长545.32%, 主要系为补充流动资金而增加短期过桥借款; 预收账款为344.80亿元, 较2016年底增长11.78%, 主要是预收房款增长; 长期借款为301.14亿元, 较2016年底增长105.72%, 主要系投资及资源储备增加所致; 应付债券为198.44亿元, 较2016年底增加35.69亿元, 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 9 月底, 公司全部债务 974.72 亿元, 较 2016 年底增长 91.87%, 主要由于公司新增短期借款, 短期债务占比上升至 48.75%, 公司长期债务占比下降至 51.25%。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, 考虑到其在公司赎回前长期存续, 且与其他债务融资工具特征相近, 因此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%。公司于 2017 年 8 月发行两期“17 华侨城 MTN003”(20 亿元, 5+N)和“17 华侨城 MTN004”(30 亿元, 5+N), 纳入所有者权益核算, 考虑到其在公司赎回前长期存续, 且与其他债务融资工具特征相近, 因此若将其也纳入长期债务核算, 截至 2017 年 9 月底, 公司全部债务为 1049.72 亿元, 其中短期债务占 45.26%, 长期债务占 54.74%。

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 9 月底, 随着公司债务规模的上升, 公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别增长至 38.76%、55.25%和 69.93%, 若将“15 华侨城 MTN2”、“17 华侨城 MTN003”和“17 华侨城 MTN004”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 44.58%、59.51%和 72.78%。

总体看, 公司所有者权益稳定性一般; 负债以流动负债为主, 2017 年以来公司积极推进旅游综合项目的开发投资, 加快投资并购力度,

有息债务规模快速上升, 债务负担偏重。

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。

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, 公司实现投资收益 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, 公司总资产收益率逐年下降, 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 1~9 月, 公司实现营业收入 431.88

亿元，同比增长34.07%；公司财务费用16.12亿元，同比大幅增长166.04%，主要系公司债务规模大幅增长所致；公司投资收益39.61元，同比大幅增长224.02%，主要系处置北京侨禧49%股权实现投资收益19.60亿元，处置中国国旅股票收益18.13亿元；公司实现利润总额71.38亿元，同比增长92.80%。2017年1~9月，公司营业利润率为21.14%，较2016年底有所下降，主要系康佳集团低毛利的贸易业务增长所致。

总体看，随着公司房地产项目收入结转的增长及云南世博、云南文投的并表，公司业务布局得以拓展，主营业务收入进一步增长，公司旅游综合项目及地产业务盈利情况好，处置股权形成的投资收益为利润形成一定补充，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。2016年投资支付的现金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，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1~9月，公司经营活动现金流入751.30亿元，收到其他与经营活动有关的现金为120.68亿元，主要收到退回的押金保证金及往来款项；购买商品、接受劳务支付的现金616.97亿元，主要系支付购买地价款以及建安成本；支付其他与经营活动有关的现金为145.88亿元，主要是支付押金保证金及往来款项；当期经营活动净现金流量净额为-145.84亿元；公司投资活动净现金流为-68.78亿元，其中，公司收回投资收到的现金63.73亿元，主要系云南文投收回借出款项30亿元，集团处置中国国旅股票收益22.39亿元；处置子公司及其他单位收到的现金净额6.63亿元，主要系公司处置北京侨禧投资有限公司49%股权及处置昆康公司股权的现金；公司筹资活动产生的现金流量净额为463.52亿元，主要系取得借款收到的现金538.33亿元及偿还债务支付的现金225.81亿元。

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9月底，上述两项指标分别为142.47%和67.52%。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9月底，承购人未发生违约。

公司与各家银行保持合作关系。截至2017年9月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为1807.43亿元，尚未使用的额度为1163.86亿元。公司拥有四家境内外上市公司，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11月29日，公司无未结清不良信贷信息记录，已结清的信贷记录中有2笔欠息记录，系2007年及2008年发生，均已结清，公司近年来无已

结清不良信贷信息记录，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年发行第五期30亿元的中期票据，分别占2017年9月底公司全部债务和长期债务的3.08%和6.01%，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9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为69.93%、55.25%和38.76%，以公司2017年9月底财务报表数据为基础，预计本期中期票据发行后，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70.27%、56.00%和40.15%；公司于2015年11月发行永续中期票据“15华侨城MTN002”（25亿元），于2017年8月发行两期永续中票“17华侨城MTN003”（20亿元）和“17华侨城MTN004”（30亿元），考虑到其在该公司赎回前长期存续，且与其他债务融资工具特征相近，因此若将其纳入负债核算，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至73.09%、60.18%和45.84%。考虑到本期中期票据全部用于偿还有息债务，实际债务负担低于预测值。

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 3.69 倍、3.95 倍和 4.27 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 16.01 倍、18.65 倍和 23.36 倍。考虑到 2017 年已发行的两期五期中票（合计 50 亿元）及本期中票，公司近三年 EBITDA 分别为上述中期票据额度（合计 80.00 亿元）的 1.38 倍、1.48 倍和 1.60 倍；经营活动现金流入量分别为三期中期票据额度的 6.00 倍、6.99 倍和 8.76 倍。

总体看，公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖能力强。

十一、结论

公司是隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，主营旅游及相关文化产业经营、房地产及酒店开发经营、电子及配套包装产品制造等业务。作为中国旅游业的龙头企业，公司“旅游+地产”经营模式得到地方政府的大力支持。2017 年 5 月，公司完成对云南世博和云南文投的增资入股，资产、权益规模得以提升，业务布局进一步扩大。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，随着云南世博、云南文投的并表及旅游综合项目的进一步开发，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大，对资金形成一定占用；有息债务规模快速上升，整体债务负担偏重。

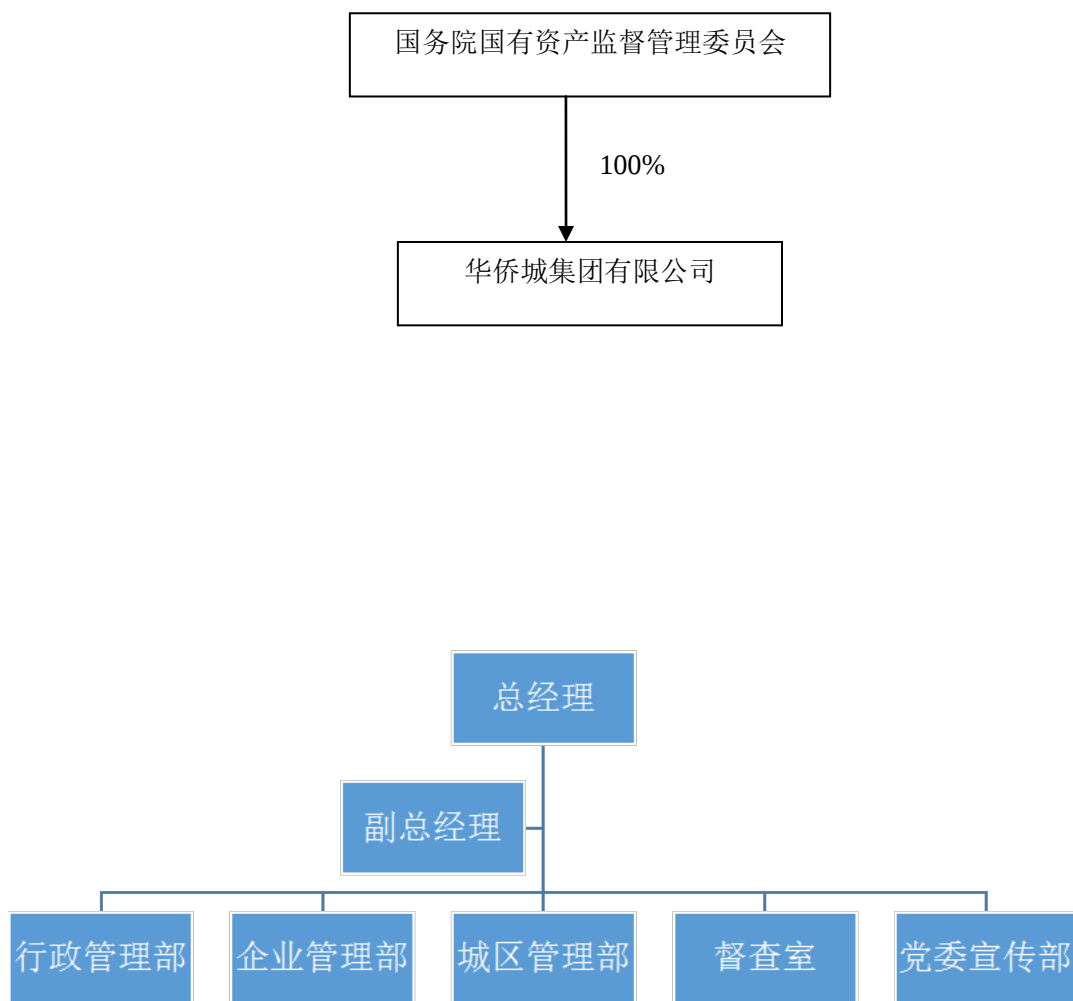
未来，公司将继续加大旅游综合项目的投资，同时筹划对西安曲江文化产业投资（集团）有限公司的增资入股事项，随着重点投资项目的陆续建成，公司综合竞争力有望进一步提升。

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

中期票据覆盖能力较强。

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 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	225.09	222.85	224.04	492.60
资产总额(亿元)	1180.45	1369.57	1740.72	2624.62
所有者权益(亿元)	408.61	506.91	557.79	789.35
短期债务(亿元)	151.08	166.34	198.57	475.14
长期债务(亿元)	190.64	204.67	309.45	499.58
全部债务(亿元)	341.73	371.01	508.02	974.72
营业收入(亿元)	502.86	506.93	542.56	431.88
利润总额(亿元)	83.51	89.33	95.39	71.38
EBITDA(亿元)	110.57	118.53	127.95	--
经营性净现金流(亿元)	-4.50	-5.67	9.73	-145.84
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	145.46
营业利润率(%)	27.56	26.37	26.43	21.14
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	38.76
全部债务资本化比率(%)	45.54	42.26	47.67	55.25
资产负债率(%)	65.38	62.99	67.96	69.93
流动比率(%)	136.20	146.42	144.22	142.47
速动比率(%)	62.42	72.38	89.13	67.52
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 年前三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 年至 2016 年底所有者权益中包含 25 亿元永续中期票据；2017 年 9 月底所有者权益中包含 75 亿元永续中期票据。

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 华侨城集团有限公司 2018 年度第一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。

华侨城集团有限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。

华侨城集团有限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有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，华侨城集团有限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有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现华侨城集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对华侨城集团有限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，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如华侨城集团有限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有限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有限公司联系，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。