

信用等级公告

联合[2018] 2367 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长期信用状况及拟发行的华侨城集团有限公司 2018 年度第三期中期票据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 年度第三期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年八月十七日



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

2018 年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AAA

本期中期票据发行额度：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 3 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：补充子公司流动资金

评级时间：2018 年 8 月 17 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产（亿元）	222.85	224.04	486.74	538.79
资产总额（亿元）	1369.57	1740.72	3223.82	3421.78
所有者权益（亿元）	506.91	557.79	1056.82	1087.86
短期债务（亿元）	166.34	198.57	379.47	340.05
长期债务（亿元）	204.67	309.45	641.84	821.91
全部债务（亿元）	371.01	508.02	1021.31	1161.96
营业收入（亿元）	506.93	542.56	801.08	152.69
利润总额（亿元）	89.33	95.39	194.92	17.32
EBITDA（亿元）	118.53	127.95	250.02	--
经营性净现金流（亿元）	-5.67	9.73	-152.44	-93.64
营业利润率（%）	26.37	26.43	22.44	22.49
净资产收益率（%）	12.49	13.32	12.61	--
资产负债率（%）	62.99	67.96	67.22	68.21
全部债务资本化比率（%）	42.26	47.67	49.15	51.65
流动比率（%）	146.42	144.22	153.09	168.33
经营现金流动负债比（%）	-0.88	1.13	-10.77	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.13	3.97	4.08	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.71	7.12	6.42	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限货币资金；其他流动负债中的有息债务已包含在短期债务及相关指标计算中；长期应付款和其他非流动负债中的有息债务已包含在长期债务及相关指标计算中；2015 年至 2016 年底所有者权益中包含 25 亿元永续中期票据；2017 年至 2018 年 3 月底所有者权益中包含 193.97 亿元永续中期票据和永续债权信托计划。

分析师

刘嘉敏 刘 然 刘伟恒

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、项目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公司（以下简称“云南文投”）的增资入股并将其纳入合并范围，投资参股光大银行股份有限公司及华能资本服务有限公司，资产、权益规模进一步提升。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、公司债务规模增长快、经营活动净现金流波动大、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。

近年来，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。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。

公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖能力较强，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，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。
2. 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. 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旅游产业链竞争实力。
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近年来利润主要来自处置股权产生投资收益，不具备持续性。
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，债务负担重。
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，且一旦出现递延，累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

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 年度第三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”。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，公司名称由“华侨城集团公司”变更为“华侨城集团有限公司”，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。截至 2018 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：主营纺织品、轻工业品等商品的出口和办理经济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，向文化产业、工业、旅游、房地产、商贸、金融保险行业投资，向娱乐、传媒、演艺、包装、装潢、印刷行业及其相关联产业投资和管理。本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 2018 年 3 月底，公司拥有一级子公司 19 家；其中直接或间接持有 4 家上市公司，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 2017 年底，公司资产总额 3223.82 亿元，所有者权益合计 1056.82 亿元（其中少数股东权益 551.30 亿元）；2017 年公司实现营业收入 801.08 亿元，利润总额 194.92 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 3421.78 亿元，所有者权益合计 1087.86 亿元（其中少数股东权益 565.31 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 152.69 亿元，利润总额 17.32 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。

二、本期中期票据概况

公司于 2018 年 7 月注册 DFI（中市协注【2018】DFI21 号），并于 2018 年 8 月 3 日发行 2018 年第二期中期票据“18 华侨城 MTN002”（额度 20 亿元、期限 3 年）。公司本期拟发行 2018 年度第三期中期票据，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补充华侨城股份流动资金。本期中期票据无担保。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依

据发行条款的约定赎回时到期。公司在本期中期票据发行第3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3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3个计息年度内保持不变。自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率；前3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3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4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3年的国债收益率算数平均值（四舍五入计算到0.01%）。此后每3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4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4个计息年开始每3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2005~2017年连续十三年实施分红；康佳集团于2008~2014年连续七年实施分红，2015~2016年由于连续两年期末未分配利润为负未实施分红，2017年实施分红；华侨城（亚洲）控股自2005年上市，2006~2017年连续十二年实施分红；云南旅游2011~2017

年连续七年实施分红。从历史分红角度分析，公司下属上市公司华侨城股份、华侨城（亚洲）控股和云南旅游分红意愿明显，未来逐年持续分红可能性大，递延利息支付可能性小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，本期中期票据属债券创新品种，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济

增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全

国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8% 和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5% 和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构性改革面临挑战。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，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、

精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

四、行业分析

公司是跨区域、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。

2017 年，国内旅游市场高速增长，入出境市场平稳发展，供给侧结构性改革成效明显。国内旅游人数 50.01 亿人次，比上年同期增长 12.8%；入出境旅游总人数 2.7 亿人次，同比增长 3.7%；全年实现旅游总收入 5.40 万亿元，增长 15.1%。初步测算，全年全国旅游业对 GDP

的综合贡献为9.13万亿元，占GDP总量的11.04%。旅游直接就业2825万人，旅游直接和间接就业7990万人，占全国就业总人口的10.28%。

近十年，随着国民经济健康快速增长、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。2014~2016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，国内旅游收入分别同比增长15%、13%和14%。根据国内旅游抽样调查结果，2017年全年，国内旅游人数50.01亿人次，比上年同期增长12.8%。

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业趋势会越来越明显，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、缩小区域发展差距、缩小城乡发展差距等方面具有明显的优势，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。

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6月12日，国家旅游局发布《全域旅游示范区创建工作导则》，提出创建工作要实现“五个目标”，并起到相应的示范引领作用：实现旅游治理规范化；实现旅游发展全域化；实

现旅游供给品质化；实现旅游参与全民化；实现旅游效应最大化，成为旅游业惠民生、稳增长、调结构、促协调、扩开放的典范。

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

（3）市场竞争

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

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

（4）行业发展

旅游行业属敏感型行业，旅游产品作为弹性消费品，易受外部经济环境的影响，突发公共事件的发生对行业内企业经营会造成较大冲击。从长期看，中国旅游业面临的基本环境没有改变，中国经济有望继续保持良好、快速的发展态势，人均收入的增长和消费结构的升级将根本性的推动中国旅游行业的发展。预计

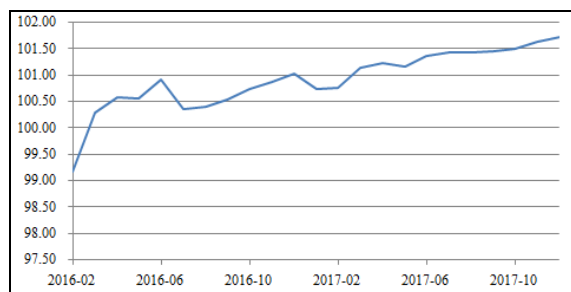
2018 年旅游行业将继续保持良好的发展态势，随着休闲度假需求的持续提升以及出境游优惠政策逐步落地，中国旅游行业总收入将稳步增长。

2. 房地产行业

(1) 行业概况

2016年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图 1 2016 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模同比增长7.00%至10.98万亿元，增速基本与上年持平；其中，住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年有所增长。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为5.36亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年大幅增加。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明

显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售增速同比呈现持续下降的态势。2017年，商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。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，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”和“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。

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年以来，全国土地供应量有所增加，重点城市加大了土地供应力度。根据国家统计局数据显示，2017年房地产开发企业土地购置面积达2.55亿平方米，同比增长15.80%；土地成交价款1.36万亿，同比增长49.40%。

(2) 行业竞争

2017年，在“房住不炒”的总基调下，各地限购、限贷政策频出，全国商品房销售量和销售价格增速放缓。然而在房地产市场政策从紧的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市

市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。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，在目前土地价格增长、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。

（3）行业政策

2016年9月末以来，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。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。

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，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确定要稳定房地产市场，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。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住

房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

总体看，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。

中国家电行业发展已有30余年，目前中国已成为世界家电生产和消费大国，家电行业的总产销规模十分可观，总产量占全球80%以上，冰箱、洗衣机产量占全球40%以上，空调、微波产量占全球70%以上，彩电产量占50%以上，四大主要家电产销量均为世界第一。

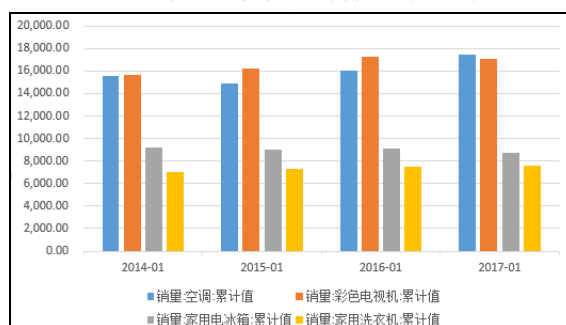
中国家电行业发展已进入了成熟期，呈现出如下特点：第一，作为高度竞争和充分发展的行业，家电厂商一般追求规模经济，努力通过扩大规模降低生产成本；第二，由于投入规模大，行业门槛较高，家电行业的新进入者减少；第三，随着全球经济一体化进程的加快，家电行业的竞争逐步打破国与国之间的界限，大型家电厂商在全球范围内进行生产以及市场的战略部署，使得家电企业之间的竞争已由过去的国内企业之间的竞争演变为跨国集团之间的较量。

家电行业受产业发展周期影响较大，2017年2月以来，房地产市场调控政策进一步升级，

一二线城市纷纷出台限购限贷政策，使得国内家电整体需求低迷。另一方面，面对消费升级的市场环境，家电生产厂相继推出智能、创新、高端家电产品，行业处于创新变革和整合转型的进程。不同家电产品产销情况出现一定分化：根据中国国家统计局提供数据显示，2017年，中国彩电销量17096.37万台，同比下降1.16%；家用电冰箱销量8726.54万台，同比下降4.28%；家用洗衣机行业销量7591.02万台，同比下降0.837%；空调产品由于当年极端天气出现较多，且农村渗透率提升等因素拉动快速增长，空调行业销量17419.61万台，同比增长8.91%。

2017年上半年，彩电主要原材料面板、芯片及大宗材料等价格持续上涨，导致黑电生产企业成本压力不断增长，盈利能力减弱，2017年年底，随着主要原材料价格的回落，这一情况有所缓解；但由于黑电近年来竞争激烈，前期主要品牌间的价格战和家电下乡政策提前消化了终端需求，黑电行业景气度较低。白电方面，在新增及替换需求增长的带动和厂商竞争激烈的背景下，白电市场产品结构替换加速，表现突出的空调行业，当年销量同比增长8.91%至1.74万台。

图2 中国家电近年来销量情况（单位：万台）



资料来源：Wind 资讯

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。同时，随着国家供给侧结构性改革的持续推进，家电行业已经从快速增长期逐渐进入稳定的更新换代期，由大盘式增长进入侵蚀性增长，行业竞争进一步加剧，品牌集中度进一步提高，龙头企业在产业链中的地位有所加强，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，相对于东部沿海地区，内陆地区家电制造企业的运输成本较高，受地理环境及区域经济制约明显。

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。根据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2017年6月底，32英寸液晶电视面板价格为73美元，50英寸液晶电视面板平均价格为174美元，较2016年年初增幅分别为32.73%和21.68%，下半年开始面板价格有所下降，截至2017年底，32英寸液晶电视面板价格降至66美元。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，平均净利润率低，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，截至2018年3月底，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、欢乐海岸主题公园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）投资有限公司，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2018年3月底，公司拥有华侨城股份、华侨城（亚洲）控股、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2017年底，华侨城股份资产总额2174.63亿元，权益总额654.76亿元，2017年实现营业收入423.41亿元，利润总额128.21亿元。截至2018年3月底，华侨城股份资产总额2390.60亿元，权益总额682.16亿元，2018年1~3月实现营业收入63.38亿元，同比增长2.97%，利润总额14.38亿元，同比增长26.44%。截至2018年4月底，公司对华侨城股份持股比例46.9972%，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。

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

二十多年的快速发展，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2018年3月底，公司对康佳集团持股比例21.7508%，股权无质押。

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

公司董事长段先念先生，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）。现任华侨城集团董事长、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2018年3月底，公司（合并口径）在职员工50386人，按教育程度分类，具有大专以上学历的员工占36.72%，其他学历占63.28%；按技术职称划分，公司具有初级技术职称以上的占3.58%；按年龄构成划分，公司员工30岁以下的占46.22%、30~50岁的占39.70%、50岁以上的占14.10%。

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。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

根据《华侨城集团有限公司章程》的规定，国务院国资委依法行使股东会职权，行使股东权利、履行股东义务。公司设立了董事会、总经理和监事会，董事会为公司的经营决策机构，总经理负责日常经营管理工作，监事会为公司监督机构。

国资委依法行使股东会职权。以管资本为主，改革国有资本授权经营体制，管理国有资本布局、规范资本运作、强化资本约束、提高资本回报、维护资本安全。国资委依据法律、行政法规和公司章程规定行使股东权利、履行股东义务。

董事会是公司的决策机构，对出资人机构负责，接受出资人机构管理，执行出资人机构决定。公司董事会由10名董事组成，设董事长1名，董事会秘书1名，外部董事6名，职工董事1名，经由职工代表大会或其他民主方式选举产生。董事会成员由出资人机构任命和由公司职工代表大会民主选举职工代表产生。董事任期3年，任期届满，经出资人机构委派或职工代表大会民主选举，可以连任。董事长作为企业法定代表人，对企业改革发展负首要责任，及时向董事会和出资人机构报告重大经营问题和经营风险。

公司设总经理1名，副总经理若干名，总会计师1名。总经理对董事会负责，依法行使管理生产经营、组织实施董事会决议等职权，向董事会报告工作，董事会闭会期间向董事长报告工作，副总经理协助总经理工作。总经理依法由董事会聘任或解聘，接受董事会管理和监事会监管。

监事会依照《公司法》、《企业国有资产法》和《国有企业监事会暂行条例》等有关法律、行政法规履行监督职责，检查公司财务，监督公司重大决策和关键环节以及董事会、经理层履职情况。监事会不参与、不干预公司经营管理活动。监事会主席根据监督检查的需要，可以列席或者委派监事会其他成员列席公司的重要会议。

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。公司管理制度涉及财务管理、投资管理、

融资管理和对外担保管理等方面。

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（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。

公司建立了较为完善的对外担保管理制度体系。首先，公司本部不提供对外担保；其次，公司各子公司均已根据有关法律法规建立了对外担保制度，明确了对外担保的内部决策程序、各有权机构审批权限、相关报告和信息披露机制等。公司及其各子公司均已根据有关法律法规建立了较为完善的关联交易管理制度，从而

保证了公司及其各子公司与关联方之间订立的关联交易合同符合公平、公开、公正的原则，并能对关联交易及时履行必要的信息报告和披露义务。

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，公司法人治理结构完善，并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，拟参与云南省全域旅游业务开发

2016 年 12 月 2 日，公司与云南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“云南省国资委”）、云南世博、云南文投共同签订了《关于云南世博旅游控股集团有限公司之增资扩股协议》和《关于云南文化产业投资控股集团有限公司之增资扩股协议》，确认子公司华云投以人民币 74.63 亿元对云南世博进行增资，其中 30.22 亿元计入云南世博注册资本，44.41 亿元计入云南世博资本公积，增资扩股完成后，云南世博注册资本由 29.03 亿元增加到 59.25 亿元，华云投持有云南世博 51%的股权；增资对价的确认基于中威正信评报字【2016】第 2088 号评估报告确定。同时确认华云投以人民币 17.80 亿元对云南文投进行增资，其中

11.66 亿元计入云南文投注册资本，6.14 亿元计入云南文投资本公积，增资扩股完成后，云南文投注册资本增加至 22.86 亿元，华云投持有云南文投 51%的股权。增资对价的确认基于中企华评报字【2016】第 1321 号评估报告确定。

2017 年 4 月，公司对云南世博和云南文投的增资扩股资金全部到位，相关工商变更均于 2017 年 4 月底完成。增资扩股完成后，公司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，并自 2017 年 5 月起，将云南世博、云南文投纳入公司合并范围。

表 1 云南世博及云南文投财务指标情况
(单位: 亿元)

公司名称	2016 年		2017 年	
	营业收入	利润总额	营业收入	利润总额
云南世博	24.09	0.77	31.71	11.61
云南文投	38.39	0.25	52.12	1.45

资料来源：公司提供

未来公司拟以华云投为公司在云南区域内旅游文化资源投资运营的实施主体，直接发挥“投资平台+通道平台+服务平台”功能，参与云南省全域旅游业务开发运营、文化产业拓展经营和文化旅游国际化探索等工作，拟带动云南省内逾千亿投资，随着公司在云南省内旅游资源的整合运营，公司旅游综合业务将进一步拓展，同时也面临较大资本性支出。

华侨城股份处置北京侨禧投资有限公司股权

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》，以挂牌价人民币 73416 万元向锦辉置业转让全资持有的子公司北京侨禧投资有限公司（以下简称“北京侨禧”）49%股权，转让款已于 2017 年 8 月 15 日到账。同日，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，公司原持股比例为 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，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 7.34 亿元。

2017 年 12 月 29 日，华侨城股份与锦辉置业签署了《产权交易合同》，公司以挂牌价人民币 77000.00 万元向锦辉置业转让公司持有北京侨禧 51% 股权，转让款已于 2017 年 12 月底到账，实现投资收益 77000.00 万元，对 2017 年利润形成一定补充。本次交易完成后公司不再持有北京侨禧股权，合计产生投资收益 15.04 亿元。

截至 2018 年 6 月底，华侨城股份向北京侨禧提供的贷款本金金额合计人民币 7.39 亿元。

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，转让价款已于 2017 年底支付完毕。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为 63.50 亿元，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，康佳集团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。

康佳集团与滁州市政府签订战略合作协议

康佳集团于 2018 年 5 月 21 日发布公告称，为落实“科技+产业+城镇化”的扩张思路，康佳集团与滁州市人民政府签署了战略合作协议，协议的主要内容为与滁州市政府开展战略合作，合作项目有康佳智能家电及装备产业园、安康智能工厂、康佳集团科创中心、康佳明湖康养小镇、光电产业基金、康佳新零售总部等项目，计划总投资约 140 亿元。具体项目及实施方案等尚需进一步审批。

具体投资情况包括：（1）康佳智能家电及装备产业园（含安康智能工厂）规划总占地面积约 1100 亩（具体以实际供地面积为准），计划总投资约 60 亿元，主要建设安康智能工厂、家电核心零部件项目、大健康智能终端制造投资项目、相关战略性新兴产业及核心零部件项目。（2）康佳明湖康养小镇规划开发面积 4 平方公里，总投资约 60 亿元，主要建设生态湿地公园、亲子度假基地、康养医护综合体、高端理疗中心及膳食养生中心、酒店及湿地展馆等。

(3) 康佳集团科创中心规划总占地面积 136 亩, 总投资超 10 亿元, 分两期投资建设。(4) 出资 10 亿元参与滁州市同创建设投资有限公司发起的惠科产业基金。(5) 康佳新零售总部项目为公司拟将深圳新零售总部迁入滁州, 并在滁州经开区建新兴零售业务体系, 进行彩电、彩电配件、周边及服务类增值产品的销售。

联合资信关注到, 上述投资项目未来投资规模较大, 且项目周期较长, 将一定程度推升康佳集团资金压力, 随着项目的逐步推进, 将对康佳集团未来经营情况产生一定影响, 联合资信将持续关注上述事项进展。

云南旅游发行股份及支付现金购买资产暨关联交易

2018 年 7 月, 云南旅游发布《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预案》的公告, 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文旅科技 100% 股权。截至 2018 年 3 月底, 华侨城集团持有文旅科技 60% 股权, 李坚、文红光、贾宝罗三名自然人股东分别持有标的公司 16%、12% 和 12% 的股权。支付方式方面, 云南旅游以发行股份方式购买华侨城集团、李坚、文红光及贾宝罗分别持有的文旅科技 60.00%、12.80%、9.60% 及 9.60% 股权, 即发行股份支付比例为文旅科技 100% 股权交易作价的 92.00%; 以支付现金方式购买李坚、文红光及贾宝罗分别持有的文旅科技 3.20%、2.40% 及 2.40% 股权。作为本次交易的交易对方之一, 公司同时控制云南旅游及标的公司文旅科技, 本次交易构成关联交易。

截至预估基准日 2018 年 3 月 31 日标的资产的预估值, 本次交易的标的资产预估作价金额为 201580.40 万元, 增值率 504.10%, 标的资产的最终交易价格以具有证券期货业务资格的资产评估机构出具的、并经国有资产监督管理部门备案的评估报告的评估结果为准, 截至本

报告出具之日, 标的资产涉及的审计、评估工作尚未完成。

云南旅游已与本次重组补偿义务人华侨城集团、李坚、文红光及贾宝罗于 2018 年 7 月 30 日签署了附生效条件的《云南旅游股份有限公司与深圳华侨城文化旅游科技股份有限公司全体股东之业绩承诺及补偿协议》, 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 2018 年度、2019 年度及 2020 年度¹, 业绩承诺利润尚未披露, 若未达到承诺利润, 业绩补偿义务人先以其通过本次交易获得的云南旅游股份进行补偿, 若前述股份不足补偿的, 由业绩补偿义务人以从二级市场购买或其他合法方式取得的云南旅游进行补偿; 当股份补偿总数达到本次交易发行的股份总数的 90% 后, 业绩补偿义务人可选择以现金及/或股份方式进行补偿。

文旅科技设立于 2009 年 12 月 9 日, 华侨城股份于 2011 年 8 月以 1800 万元收购文旅科技 (当时名称为购深圳市远望落星山科技有限公司) 60% 股权并对其进行控制; 2017 年 11 月, 华侨城集团以现金支付 101693.16 万元的方式完成对华侨城股份持有的文旅科技 60% 股权的收购。文旅科技主营业务是向文化旅游景区提供园区策划设计、高科技游乐设备研发生产、工程代建等系列综合服务; 依托于高科技游乐设备的研发能力及文化创意能力, 文旅科技研制出天地剧场、环球影院、黑暗乘骑、灾难巨幕体验剧场等高科技互动体验型游乐设备。截至 2017 年底, 文旅科技资产总额 9.93 亿元, 归属于母公司所有者权益 4.05 亿元, 2017 年实现营业收入 4.12 亿元, 营业利润 1.80 亿元, 归属于母公司所有者净利润 1.56 亿元。

本次交易若完成后, 云南旅游控股股东云南世博持有云南旅游的股份比例下降至 35.84%, 但仍为第一大股东, 且云南世博与云

¹ 如本次交易未能在 2018 年 12 月 31 日前实施完毕, 则上述业绩承诺期将随之顺延为 2019 年度、2020 年度及 2021 年度。若本次交易未能在 2019 年 12 月 31 日前实施完毕, 则上述业绩承诺期应做相应顺延, 届时交易双方将另行签署《业绩承诺及补偿协议》的补充协议。

南旅游间接控股股东华侨城集团在本次交易完成后将合计持有云南旅游 53.86%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，交易前后控制权及公司合并范围不会发生变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务涵盖电子、旅游综合业务、房地产业务以及供应链贸易板块等。2015~2017年，公司主营业务收入不断增长，分别为497.83亿元、533.75亿元和787.55亿元。

从业务构成来看，2015~2016年公司旅游综合业务、房地产业务和电子业务合计占比均在95%以上；2017年，子公司康佳集团全面开展供应链管理业务，实现收入136.53亿元，占主营业务收入比重17.34%。2015~2017年，公司电子业务波动下降，2017年实现收入152.65亿元，同比下降11.08%，主要是市场需求下滑，

彩电及手机销售减少所致，占主营业务收入比重下降至19.38%；公司旅游综合业务收入不断增长，2017年实现收入226.47亿元，同比增长41.49%，主要是云南文投、云南世博于2017年5月并表及重庆、武汉华侨城综合旅游地产结转销售收入所致。2017年，公司房地产业务实现收入233.59亿元，同比增长21.18%，主要是由于当期房地产项目结转面积增长所致。受上述因素综合影响，2017年公司主营业务收入同比增长47.55%至787.55亿元。

从毛利率来看，2015~2017年，电子业务毛利率不断增长，2017年同比上升1.68个百分点至16.50%；供应链贸易业务毛利率较低，2017年为1.11%；公司旅游综合业务板块受项目配套的商业物业楼盘等价格变动影响，毛利率有所波动，2017年为42.65%，盈利能力较强；公司房地产业务毛利率较高，近三年有所波动，主要由于结转项目产品结构及地域不同导致毛利率有所差异。总体看，公司主营业务毛利率近年保持较高水平，2017年为32.29%。

表2 公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电子业务	168.83	33.91	12.57	171.67	32.16	14.82	152.65	19.38	16.50	41.35	27.29	13.39
供应链贸易业务	--	--	--	--	--	--	136.53	17.34	1.11	35.99	23.75	1.06
旅游综合业务	123.21	24.75	42.51	160.06	29.99	40.71	226.47	28.76	42.65	31.64	20.88	38.78
房地产业务	195.80	39.33	59.58	192.77	36.12	63.08	233.59	29.66	55.24	37.42	24.70	81.17
包装业务	8.23	1.65	11.44	7.39	1.38	7.63	7.70	0.98	13.23	1.47	0.97	11.77
其他业务	1.77	0.36	2.77	1.85	0.35	6.11	30.61	3.89	3.00	3.67	2.42	6.83
小计	497.83	100.00	38.41	533.75	100.00	39.15	787.55	100.00	32.29	151.54	100.00	32.71

资料来源：公司提供

注：2015年、2016年供应链贸易业务在其他业务收入列报；2017年其他业务主要系云南文投贸易业务。

2018年1~3月，公司实现主营业务收入151.54亿元，同比增长38.65%，为2017年收入的19.24%。其中，电子业务实现收入41.35亿元，同比下降11.76%，当期毛利率为13.39%，较2017年全年下降3.11个百分点，主要是市场需求持续下滑所致；供应链贸易业务实现收入35.99亿元，毛利率维持在较低水平；旅游综合业务实

现收入31.64亿元，同比增长19.71%，当期毛利率38.78%，较2017年同期下降3.87个百分点；房地产业务实现收入37.42亿元，同比增长9.45%，当期毛利率81.17%，较2017年全年大幅提升25.93个百分点，主要系深圳区域房地产销售增长，单价较高所致；公司主营业务综合毛利率为32.71%，同比增加0.64个百分点。总体

看，公司主营业务收入结构较为稳定，主业盈利能力较强。

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、商用物业租赁服务、酒店和景区运营等。公司采用“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，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。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，同时在深圳、宁波等地建成“欢乐海岸”、“东部华侨城”、“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

华侨城旅游业务主要为主题公园的开发与经营，截至2018年3月底，公司“华侨城”品牌的旅游综合项目共计18个，其中已建成开始营

业的15个，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；正在建设的3个，包括宁波华侨城、重庆华侨城和南昌华侨城。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、恐龙谷景区和轿子山等多个景区，公司旅游资源进一步丰富。

2015~2017年，公司主要旅游综合项目接待人次逐年增长，2017年为4382万人次，实现收入39.00亿元。公司景区中深圳欢乐谷、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，近三年占旅游接待业务收入比重维持在60%左右。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，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年旅游接待人数同比增长57.44%，旅游接待收入同比增长8.77%。

表3 公司主要旅游综合项目接待业务情况（单位：万元、万人次）

景区名称	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-3 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	315	40465	32739	311	36937	30383	295.55	37040.32	29875.40	53.73	7401.06	5803.99
北京华侨城	364	48049	38441	365	44609	34110	341.63	38601.36	32168.00	39.85	3615.51	2958.58
成都欢乐谷	253	29226	24003	218	25263	20661	208.02	24710.33	18915.72	53.50	5411.34	3898.72
上海欢乐谷	292	43229	36190	292	43117	34031	300.00	43032.55	33994.37	25.94	3303.03	2636.20
武汉欢乐谷	255	34384	26460	263	33316	25488	276.27	37961.22	29279.77	27.30	3699.05	2568.18
天津欢乐谷	145	12317	9912	142	12358	9569	160.53	13572.10	10256.76	11.55	813.48	596.76
重庆欢乐谷	--	--	--	--	--	--	66.64	5827.31	3812.64	28.58	3170.03	2178.68
锦绣中华	160	20319	14536	173	20599	14653	186.93	21723.62	15603.54	45.61	6174.28	4107.27

世界之窗	334	48667	40207	323	46913	37935	341.27	48622.89	39562.35	83.20	12531.60	10380.53
长沙世界之窗	114	16291	13589	130	16372	13274	129.42	15518.88	12580.69	15.83	2268.62	1875.73
东部华侨城	384	70646	32920	380	63084	31182	329.98	45758.98	31955.10	88.74	10951.94	7333.61
泰州华侨城	14	235	101	68	5346	97	70.07	6343.09	105.50	12.78	1006	20.20
云南华侨城	--	--	--	20	3732	--	13.08	2761.00	961.77	2.09	358.84	60.78
麦鲁小城	86	7217	5754	98	6935	4959	86.83	5836.00	4376.96	11.62	708.00	497.17
秦皇岛南娱	--	--	--	--	--	--	85.06	3353.00	2065.00	--	--	--
轿子山	--	--	--	--	--	--	28.39	3500.00	1032.94	13.42	1634.00	494.76
元阳梯田	--	--	--	--	--	--	18.14	2100.00	1368.00	8.91	881.00	702.00
世博园	--	--	--	--	--	--	131.64	7940.00	4188	31.04	1971.00	1152.00
老君山	--	--	--	--	--	--	3.62	627.60	92.43	1.18	128.82	21.41.00
九乡景区	--	--	--	--	--	--	147.00	13466.00	8488.00	33	2969.00	1697.00
恐龙谷	--	--	--	--	--	--	70.39	4754.00	3688.00	14.87	1008.00	825.00
巴拉格宗景区	--	--	--	--	--	--	6.56	1698.00	907.32	0.76	250.67	133.25
蓝月山谷、石卡雪山景区	--	--	--	--	--	--	20.48	2103.00	1894.20	3.45	253.84	212.81
安仁	--	--	--	--	--	--	297.00	2467.92	-	94.00	75.00	-
黄龙溪	--	--	--	--	--	--	669.00	712.00	-	253.00	25.57	-
海螺沟	--	--	--	--	--	--	90.00	-	90.00	34.00	-	34.00
美丽乡村中廖村	--	--	--	--	--	--	8.17	4.28	--	6.80	12.12	--
合计	2716	371045	274852	2783	358581	256342	4381.67	390035.45	287262.46	994.75	70621.80	50188.63

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，未包括酒店收入及旅游综合项目配套物业经营收入；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集团参股公司，该景区土地使用权属于子公司，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年全年数据。

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、主体商业街、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”、“北京首批文化创意产业基地”，2017年累计接待游客341.63万人次，2018年1~3月累计接待游客39.85万人次。截至2018年3月底，北京华侨城旅游地产板块总建筑面积71.7万平方米，销售比率99%；商业物业租赁面积4.5万平方米，租赁比例98%。

成都华侨城是华侨城进军大西南的桥头堡，占地超过171.84万平方米，规划建设主题商业、主题公园、主题社区三大功能区域，是

一个集旅游、娱乐、购物、休闲、度假、文化、居住、商务等多种功能于一体的都市大型综合项目。成都欢乐谷于2009年1月开放，目前经营情况良好，2017年累计接待游客208.02万人次，2018年1~3月累计接待游客53.50万人次。截至2018年3月底，成都华侨城旅游地产板块总建筑面积171.14万平方米，销售比率93%，商业物业租赁面积11.23万平方米，出租率96%。

东部华侨城定位生态旅游领域，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。2017年累计接待游客329.98万人次，2018年1~3月累计接待游客

88.74万人次。截至2018年3月底，东部华侨城旅游地产板块总建筑面积15.13万平方米，销售比率99%；商业物业租赁面积3.11万平方米，租赁比例87%。

上海华侨城项目位于上海市松江区佘山国家旅游度假区，占地65.5万平方米，主要开发的“上海欢乐谷”于2009年9月建成开放，作为2010年上海世博会“城市，让生活更美好”的主题体验区。2017年累计接待游客300万人次，2018年1~3月累计接待游客25.94万人次。截至2018年3月底，上海华侨城商业物业租赁面积0.79万平方米，租赁比例94%。

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。2017年累计接待游客276.27万人次，2018年1~3月累计接待游客27.30万人次。截至2018年3月底，武汉华侨城旅游地产板块总建筑面积199万平方米，销售比例75%，商业物业租赁面积6.39万平方米，租赁比例84%。

天津华侨城位于天津市东丽区东丽湖风景区，占地约204.6万平方米。天津欢乐谷于2013年7月26日开业，是华侨城首个以大型室内项目为主、适合四季游玩的主题公园，填补了北方冬季大型文化旅游综合项目的市场空白。2017年累计接待游客160.53万人次，2018年1~3月累计接待游客11.55万人次。截至2018年3月底，天津华侨城旅游地产板块总建筑面积134.93万平方米，销售比例98%。

公司主要旅游综合项目拟投资总额283.88亿元，主要系武汉及南昌旅游综合项目建设。

表4 截至2018年3月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	计划预计总投资额	截至2018年3月底已投资额	工程进度	开工时间	计划完工时间	未来投资计划		
						2018年4-12月	2019年	2020年
云南华侨城圣托里尼酒店	8.00	3.86	34%	2011年1月	2018年12月	2.50	--	--
深圳欢乐谷	17.92	14.56	81%	1997年1月	2017年12月	1.29	1.07	1.00
上海华侨城	39.40	33.00	95%	2007年1月	2018年12月	3.00	1.20	2.20
成都华侨城-SAM会员店	3.05	2.44	100%	2016年10月	2018年4月	0.31	0.15	0.15
武汉华侨城	63.03	38.09	80%	2010年8月	2021年12月	0.63	0.59	0.24
重庆华侨城	29.39	20.07	95%	2015年7月	2018年6月	4.45	3.19	1.60
南京欢乐谷、水公园项目	24.50	3.00	0%	2017年3月	2019年6月	4.00	8.81	5.50
南昌华侨城文旅项目	50.00	11.13	3%	2018年1月	2019年6月	6.80	10.00	10.00
天津玛雅水公园	3.55	1.20	70%	2018年1月	2018年5月	1.70	0.10	0.13
宝安滨海文化公园（一期）文化设施/游乐设施项目/摩天轮	45.04	16.92	15%	2017年9月	2020年12月	6.35	8.91	7.51
合计	283.88	144.27	--	--	--	31.03	34.02	28.33

资料来源：公司提供

注：超过计划完工时间的未来投资部分是后续质保金及尾款的支付。

截至2018年3月底，武汉华侨城项目在建工程主要包括生态文化广场、生活运动中心、市政配套工程和公园改造项目等，预计总投资63.03亿元，截至2018年3月底，整体工程进度为80%。

南昌华侨城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、湿地公园等主题“十园”区；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、旅游信息中心等“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50亿元，截至2018年3月底，整体工程进度为3%。

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“文化+旅游+城镇化”的开发模式，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。2017年5月新收购云南世博、云南文投，旅游资源进一步丰富，公司以“文化+旅游+城镇化”的发展模式进一步拓展旅游综合项目的开发运营，以华云投、华侨城（海南）投资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，公司未来或面临较大资本支出压力。

（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2018年3月底，公司拥有和管理酒店近50家，客房数量一万余间，其中已开业酒店30家，客房约6000间，覆盖北京、上海、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。

3. 房地产业务

公司涉及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），经营主体主要包括华侨城房地产及各二级子公司（云南、海南等），其中华侨城房地产的地产开发业务占比较大。以下主要针对旅游综合项目外的房地产业务进行分析。截至2017年底，华侨城房地产资产总额792.76亿元、权益总额254.47亿元，2017年实现收入110.03亿元，营业利润62.51亿元。截至2018年3月底，子公司华侨城股份持有华侨城房地产100%股权。

公司房地产项目类型包括住宅、别墅、公寓、商业、写字楼、酒店等，商品房销售定位于高端市场，采取主题社区的设计方案，商品房单位售价一般高于区域内平均售价。2015年6

月，华侨城房地产收购了在深圳积累有丰富城市更新及旧改经验的深圳市恒祥基房地产开发有限公司51%的股权(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。

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5 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
新开工面积	44.51	72.28	65.52	56.71
竣工面积	8.78	40.66	2.00	19.89
签约销售面积	37.08	37.07	68.68	6.84
签约销售金额	173.69	220.72	344.61	55.23
结算面积	32.59	33.84	80.91	3.33
结算金额	170.41	185.62	237.82	37.06
结算均价	52289	54852	29393	111245

资料来源: 公司提供

注: 不包含旅游综合项目中房地产销售情况。

2015~2017年，公司房地产业务开发节奏有所波动，2017年新开工面积65.52万平方米，同比有所下降；公司竣工面积近三年波动较大，分别为8.78万平方米、40.66万平方米和2.00万

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，2017年公司房地产板块竣工项目较少。

房地产销售方面，2015~2017年，公司签约销售面积波动增长，签约销售金额逐年快速增长。其中，2016年公司实现签约销售面积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。2017年公司实现签约销售面积68.68万平方米，同比大幅增长85.27%，当期实现签约销售金额344.61亿元，同比增长56.13%，主要包括深圳天鹅湖花园项目11.16万平方米、上海浦江新城项目13.17万平方米、西安天鹅堡项目9.72万平方米及佛山天鹅湖项目14.57万平方米。结算方面，2016年公司实现结算面积33.84万平方米，同比小幅增长；2017年实现结算面积同比大幅增长139.10%，主要是对上述项目的结算。受销售区域变化，二线城市收入占比有所提升因素影响，2017年公司结算均价下滑至2.94万/平方米。2018年1~3月，受结算区域以深圳为主影响，结算均价大幅提升至11.12万/平方米。截至2018年3月底，公司主要在开发房地产项目总投资金额1275.04亿元，截至2018年3月底，项目累计投资570.16亿元，2018年4~12月，2019年及2020年分别投资153.79亿元、161.68亿元和116.71亿元，未来投资规模大，公司面临较大资本支出压力及对外融资需求。

表6 截至2018年3月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	项目所在地	项目类别	计划总投资额	截至2018年3月末已投资额	计划完工时间	未来投资计划		
								2018年4-12月	2019年	2020年
新浦江城(122-5#)	上海天祥华侨城投资有限公司	自主开发	上海市闵行区	商业	10.16	7.71	2019年12月	0.97	1.21	0.26
新浦江城(122-15#)	上海天祥华侨城投资有限公司	自主开发	上海市闵行区	商业	15.00	8.50	2019年12月	2.26	3.01	0.33
新浦江城(123-13#三期)	上海天祥华侨城投资有限公司	自主开发	上海市闵行区	商业	0.46	0.10	待定	--	--	--
新浦江城(123-4#后期)	上海天祥华侨城投资有限公司	自主开发	上海市闵行区	商业	14.88	4.37	待定	0.14	1.50	2.40

新浦江城 (122-14#二期)	上海天祥华 侨城投资有 限公司	自主 开发	上海市闵 行区	住宅	2.14	0.59	2019年12 月	0.62	0.08	0.04
合利坊旧城 改造项目	上海万锦置 业发展有限 公司	自主 开发	上海市普 陀区	住宅	23.25	16.33	2021年12 月	1.50	3.61	1.57
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	深圳龙华 区	商业用 地	62.05	43.56	2019年12 月	15.44	1.77	1.28
沙井工改商	深圳市和冠 房地产开发 有限公司	合作 开发	深圳	商住	7.34	1.15	2020年3 月	1.57	3.62	0.06
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	深圳宝安 区	商住	242.60	30.40	2022年7 月	15.47	36.47	23.66
华侨城苏河 湾1街坊	华侨城(上 海)置地有 限公司	自主 开发	上海市闸 北区	住宅/ 商业/ 商住	23.79	21.41	2019年12 月	1.46	0.61	0.30
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	上海市闸 北区	住宅/ 商业	19.09	5.73	2019年12 月	3.30	1.39	2.08
天鹅湖1号地	深圳华侨城 房地产有限 公司	自主 开发	广东省深 圳市南山 区	住宅	24.50	18.93	2016年12 月	4.45	1.12	0.00
天鹅湖2号地 块	深圳华侨城 房地产有限 公司	自主 开发	广东省深 圳市南山 区	住宅	24.80	18.71	2017年11 月	3.44	1.6	1.05
华侨城大厦	深圳华侨城 房地产有限 公司	自主 开发	广东省深 圳市南山 区	住宅	37.70	27.32	2018年11 月	6.50	2.80	1.08
西北片区3号 地	深圳华侨城 房地产有限 公司	自主 开发	广东省深 圳市南山 区	住宅	18.50	14.29	2018年12 月	2.40	1.46	0.35
西北片区4号 地	深圳华侨城 房地产有限 公司	自主 开发	广东省深 圳市南山 区	住宅	23.90	16.54	2019年12 月	2.38	3.80	1.18
西安华侨城 天鹅堡四期	西安曲江华 侨城投资发 展有限公司	自主 开发	陕西省西 安市曲江 新区	住宅	11.06	8.62	2019年12 月	1.28	0.90	0.20
西安华侨城 天鹅堡五期	西安曲江华 侨城投资发 展有限公司	自主 开发	陕西省西 安市曲江 新区	住宅	7.23	0.86	2020年10 月	4.64	0.90	0.80
顺德天鹅湖 项目三期	广东顺德华 侨城实业发 展有限公司	自主 开发	佛山顺德	住宅	10.90	9.80	2018年10 月	0.60	0.40	0.10
顺德天鹅湖 项目四期	广东顺德华 侨城实业发 展有限公司	自主 开发	佛山顺德	住宅	13.26	5.60	2019年12 月	1.20	4.50	1.00
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	佛山顺德	住宅+ 商业	50.00	13.60	2020年9 月	3.50	11.50	10.00
云溪别院	佛山华侨城 置业有限公司	自主 开发	佛山顺德	住宅	31.00	20.00	2020年2 月	2.50	2.40	2.70
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	西安市雁 塔区	商服	43.53	12.68	2021年7 月	3.80	6.90	11.50
华侨城创想 大厦	深圳华侨城 置业投资有 限公司	自主 开发	深圳龙华 区	商业用 地	89.22	64.08	2019年12 月	12.05	10.59	2.50
泊里中心	四川省圣铭 置业有限公司	自主 开发	四川省成 都市	商业	12.01	0.80	2020年12 月	2.93	5.15	3.13
杭大江东项 目	杭州龙诚/ 龙颐房地产	合作 开发	杭州余杭	住宅+ 商业	54.70	14.30	2023年12 月	16.00	8.00	8.00

	开发有限公司									
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	天津市西青区	住宅	76.67	52.10	2021年9月	2.91	4.28	5.49
云南饭店整体概括建项目	云南云旅房地产开发有限公司	自主开发	昆明市五华区	公寓+商业+酒店	13.00	3.04	2021年1月	3.18	2.73	3.35
世博生态城鸣凤邻里项目	云南世博兴云房地产有限公司	自主开发	昆明市盘龙区	住宅	5.60	3.25	2018年7月	1.30	1.05	--
曦海岸项目	海南华侨城实业有限公司	自主开发	海口市秀英区	住宅+商业	60.00	13.65	待定	8.00	7.23	5.50
昆山康盛投资发展有限公司(水月周庄)	昆山康盛投资发展有限公司	自主开发	昆山市周庄镇全旺路南侧	商业+酒店	28.00	20.01	2020年12月	4.00	2.50	1.50
康佳集团股份有限公司(光明项目)	康佳集团股份有限公司	自主开发	光明高新园区东片区双明大道南侧、二号线以西、三号线以北	商业	7.00	1.50	2020.12(总体)	1.30	2.10	2.10
康佳集团股份有限公司(滁州科创项目)	滁州康佳科技产业发展有限公司	自主开发	安徽省滁州市高铁站原创城	商业	5.70	0.79	2021.12.31	0.40	1.50	1.20
南京华侨城置地有限公司	南京华侨城置地有限公司	自主开发	南京市建邺区	住宅+商业	206	89.84	2022年12月	22.30	25.00	22.00
合计	--	--	--	--	1275.04	570.16	--	153.79	161.68	116.71

资料来源：公司提供

注：上表不包含旅游综合项目中房地产业务开发情况。

截至2018年3月底，公司旅游综合项目及房地产开发业务合计拥有已获得土地证的土地储备合计544.45万平方米（未开发土地面积），主要分布在深圳、武汉重庆、成都、南京、西安、杭州等地；其中旅游用地96.14万平方米，土地储备丰富。公司近三年新增土地储备面积分别为208.4万平方米、105.66万平方米、269.11万平方米。

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2017年底，康佳集团资产总额235.59亿元，权益总额81.98亿元，2017年康佳集团实现营业收入312.28亿元，利润总额66.58亿元，其中投资收益65.88亿元，主要系转让康侨佳城70%股权产生的收益，不具有持续性。截至2018年3月底，康佳集团资产总额235.02亿元，权益总额83.17亿元，2018年1~3

月营业收入77.73亿元，利润总额1.24亿元，其中投资收益0.37亿元。截至2018年3月底，公司对康佳集团持股比例21.75%，股权无质押。康佳集团产品主要有彩电、白电和手机，2017年上述产品分别占营业收入比重为38.41%、5.56%、2.94%，供应链贸易收入占康佳集团总收入的43.72%。

(1) 彩电板块

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400万台的年产能规模。截至2017年底，公司彩电业务年产能由原1500万台减少为1100万台，生产基地主要包括安康和莞康；近三年公司产能利用率维持在55%左右，处于较低水平。2015~2017年，公司彩电业务产量逐年下降，分别为824万台、737.18万台和609万台，主要是近年来受面板成本上升、替代品崛起、房地产市场景气度波动等因素综合影响，整体市场规模下滑，且部分

产品为保证成本优势，采用外协方式生产，对公司彩电产量有一定影响。

公司彩电业务主要上游供应商为液晶屏厂、主芯片、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，近两年公司通过自制，垂直整合供应链，使液晶屏在整个BOM成本占比下降到了50%左右。而在液晶屏供应商中，主要供应商为LGD、BOE、INX、SDC、CSOT，而其中又以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。公司主芯片采购主要通过国际主流合作厂家MSTAR和MTK和Realtek三家，2017年，公司彩电业务前5名供应商集中度为100%，集中度高。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。

公司彩电销售以国内销售为主，2017年内销比重约为70%，外销占比较低。公司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40多家销售分支机构进行，截至2017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40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、传统百货渠道及县乡专卖及家电商场进行销售，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。2017年，下游前六大客户集中度为31.57%，主要为国美、苏宁、大润发、京东等。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。

（2）手机及白电板块

2015~2017年，康佳手机实现收入分别为8.20亿元、10.20亿元和9.19亿元。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。2015~2017年，公司冰箱产量分别为90.80万台、101.30万台和96.10万台，产能利用率维持在60~70%之间。公司白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。

（3）供应链管理板块

康佳集团自2017年全面开展供应链管理业务，主要系基于现有产品的供应链开展IC元器件、液晶面板、金属原材料等产品的供应链贸易业务，有利于逐步与产业链上游供应商和下游客户建立较好的合作关系。目前供应链业务模式主要有两种，一是整合型统一采购供应链（占90%），在该种模式下公司承担价格波动风险，围绕康佳集团智能家居行业产品所涉及的IC芯片存储、液晶屏、电子料、结构件、线材包材等常规物料和战略储备物料，基于康佳集团原材料采购渠道优势和议价优势，完成统一采购和配送的职能，该业务模式与上游结算主要采用货到付款的方式，与下游结算方式采用收取保证金20~30%与款到提货相结合，业务周期一般不超过60天。二是整合型统一分销供应链（占10%），在该种模式下公司承担价格波动风险，利用康佳集团的分销体系和终端网络优势，帮助产业内品牌企业解决营销体系复杂、产品到达终端时效慢的问题，帮助品牌企业减少库存成本，统一分销，减少中间环节，该业

务模式与上游采用货到付款的方式，与下游结算方式为收取保证金与赊销结合，目前账期不超过 120 天。

2017 年，供应链管理业务实现收入 136.53 亿元，同比增长 489%（2015~2016 年，康佳集团供应链贸易业务在其他业务收入列报，其他业务收入很少），康佳集团供应链管理品类也在不断地扩展，现已涉及到康佳集团主营业务相关的多种产品。未来，康佳集团拟在贸易业务基础上通过逐步提供集商务服务、物流服务、信息处理服务等为一体的供应链服务，未来供应链管理将为康佳集团收入的主要来源之一。

2017 年，康佳集团经营活动净现金流为 -43.14 亿元；康佳集团投资活动净现金流为 47.30 亿元；康佳集团筹资活动产生的净现金流为 7.47 亿元。

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 2017 年底，华侨城（亚洲）控股资产总额 237 亿元²，权益总额 133 亿元，2017 年实现营业收入 49 亿元，税前利润 11 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。下属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。

² 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。

2017 年，公司包装业务实现收入 7.70 亿元，同比保持稳定；毛利率 13.23%，同比增长 5.60 个百分点。2018 年 1~3 月，公司纸包装业务实现营业收入 1.47 亿元，毛利率为 11.77%。

截至 2017 年底，公司已逐步退出纸包装业务。纸包装业务的部分相关机器、设备等固定资产已于 2017 年底成功转让，剩余厂房、土地使用权等资产计划用于租赁。

6. 经营效率

2015~2017 年，公司销售债权周转次数呈上升趋势，三年加权均值为 9.54 次，2017 年为 9.97 次；存货周转次数波动下降，年加权均值分别为 0.61 次，2017 年分别为 0.60 次；总资产周转次数不断下降，三年加权均值分别为 0.35 次，2017 年为 0.32 次。公司整体经营效率尚可。

7. 未来发展

未来 3~5 年，公司各个主营业务板块将处于关键发展和变革期，积极创新思路，转变发展方式，推动各项业务健康可持续发展，进一步巩固竞争优势。旅游综合业务方面，公司挖掘现有景区潜力、提高产出水平的内涵式发展，力争实现景区收入倍增。通过对景区品牌形象、节庆活动、服务标准等方面的统筹管理，对外提高品牌识别度、快速扩大市场规模，对内提高管理水平和运营效率。抓住国家对于文化产业大力扶持的发展机遇，依托主题公园平台向产业链上下游进行延伸，开发自主品牌动漫形象，大力发展衍生品业务，构筑“主题公园+动漫+衍生品”的产业链条。引进先进技术团队，打造中国领先的“文化+科技”型数字游乐设备提供商，降低景区游乐设备采购成本，延长设备生命周期，并依托技术优势为深化战略布局提供新产品，保持行业竞争优势。

房地产业务方面，公司将继续坚持高品质和精品意识，以人本为核心理念，以科学规划为基础，以生态环境为优势，以文化为特色，

保持在主题地产领域的传统优势。进一步推进专业化、标准化工作，强化成本控制和计划管理等方面的专业能力，提高房地产业务运营水平；建立规划设计、施工建造、市场营销等标准化业务流程，实现产品模块化，提高产品异地复制能力。大力推进“苏河湾”等项目的建设，强化在业态规划、产品策划、招商和运营管理等方面的专业能力，形成独特的以都市娱乐、休闲体验和文化为主导的综合性商业地产开发和运营模式。

电子业务方面，彩电业务将多媒体业务公司化的实质性落地，并建立起一套快速响应的运行机制，以完全独立的公司应对市场竞争，切实提升效率；同时产品线和业务模式的多元化，将在渠道复用、新业务拓展、新产品线导入等方面尝试寻找新的机会，利用现有的业务优势条件进行扩张，优化业务格局，提升经营质量；三是加大技术创新和产品研发投入，2018年，公司将在技术创新和产品研发上继续加大投入。

公司明确了“文化+旅游+城镇化”、“旅游+互联网+金融”的创新发展模式，基于“旅游+互联网+金融”的模式创新拓展面向旅游供给端（存量旅游资源）、消费端的旅游轻资产业务，以新型城镇化为引领的中长期发展目标，实现集团发展模式、产业组合、盈利模式的创新升级。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2015~2017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2018年第一季度财务报表未经审计。

2016年公司合并报表范围内新设成立子公司25家，包括深圳华侨城资本投资管理有限公司等，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年公司合并范围新设子公司54家，非同一控制下企业合并8家，包括云南世博及云南文投；减少子7家，包括康侨佳城等；2018年第一季度公司合并报表范围内子公司较2017年增加36家。合并报表范围变化对公司财务数据可比性有一定影响。

截至2017年底，公司资产总额3223.82亿元，所有者权益合计1056.82亿元（其中少数股东权益551.30亿元）；2017年公司实现营业收入801.08亿元，利润总额194.92亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额为3421.78亿元，所有者权益合计1087.86亿元（其中少数股东权益565.31亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入152.69亿元，利润总额17.32亿元。

2. 资产质量

2015~2017年，公司资产总额年均复合增长53.42%；截至2017年底，公司资产总额3223.82亿元，同比增长85.20%，其中流动资产占67.19%，非流动资产占32.81%。公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

2015~2017年，公司流动资产年均复合增长51.90%。截至2017年底，公司流动资产2166.09亿元，同比增长74.29%，主要构成以货币资金、预付款项和存货为主。

2015~2017年，公司货币资金逐年增长，截至2017年底，公司货币资金481.66亿元，同比大幅增长124.11%，主要系公司为2018年年初拍地预留资金。其中，银行存款450.02亿元（占93.34%）；使用受限的货币资金为30.14亿元，主要为各类保证金存款。

2015~2017年，公司预付款项快速增长，分别为134.82亿元、180.96亿元和196.33亿元。截至2017年底，公司预付账款同比上升8.49%，主要是由子公司华侨城股份预付的项目地价款组成。截至2017年底，公司共计提坏账准备768.15万元，计提比例不高。

2015~2017年,公司其他应收款逐年增长,截至2017年底,公司其他应收款182.73亿元,同比大幅增长401.42%,主要由预提税金土地增值税(129.58亿元)组成,主要系公司华侨城股份根据国税发【2006】187号文基于清算口径计提了土地增值税187.70亿元所致。

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。2015~2017年,公司存货快速增长,年均复合增长率52.85%,主要是公司房地产业务开发投资加快所致。截至2017年底,公司存货账面余额为1112.61亿元,其中房地产开发项目(已完工开发产品占11.39%、在建开发产品占88.61%)占94.83%,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(0.23亿元);公司对非房地产开发项目共计提存货跌价准备3.33亿元。截至2017年底,公司存货账面价值为1109.05亿元。

2015~2017年,公司其他流动资产逐年增长,截至2017年底,公司其他流动资产80.71亿元,同比增长2.12%,构成主要包括38.29亿元的预缴以及待抵扣税金、14.95亿元的理财产品和14.23亿元的天津华侨城土地回储。

非流动资产

2015~2017年,公司非流动资产年均复合增长率为56.70%;截至2017年底,公司非流动资产为1057.73亿元,同比大幅增长112.43%,主要以长期股权投资(占33.14%)、固定资产(占19.79%)和其他非流动资产(占9.77%)为主。

2015~2017年,公司可供出售金融资产波动下降,截至2017年底,公司可供出售金融资产账面余额为41.98亿元,其中按成本计量21.41亿元,主要为公司投资的新华创新基金、诚泰财产保险股份有限公司和武汉天源环保股份有限公司等。截至2017年底,公司计提可供出售金融资产减值准备合计1.46亿元,年底可供出售金融资产账面价值为40.53亿元,同比增长13.42%。

截至2017年底,公司长期股权投资350.57

亿元,同比大幅增长526.11%,主要是当期新增对中国光大银行股份有限公司(以下简称“光大银行”,持股比例8%)和华能资本服务有限公司(以下简称“华能资本”,持股比例15%)的投资所致。截至2017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)、光大银行(189.34亿元)、华能资本(55.13亿元)等公司的股权投资,公司当期共收到被投资企业宣告发放的现金股利5.30亿元,主要系北京广盈实现的现金分红4.79亿元;权益法下核算的投资收益为0.99亿元,主要来自渤海证券和华能资本。

2015~2017年,公司投资性房地产逐年增长。截至2017年底,公司投资性房地产原值93.06亿元,同比增长63.52%,主要系合并内新增云南世博及云南文投所致。公司投资性房地产累计折旧17.15亿元,未计提减值准备,年末账面价值合计75.91亿元。

2015~2017年,公司固定资产波动增长,截至2017年底,公司固定资产原值359.32亿元,主要以房屋及景区建筑物(占59.94%)和机器设备(占24.86%)为主;公司固定资产累计折旧140.34亿元,减值准备9.66亿元,固定资产净值209.32亿元,同比增长25.12%。

2015~2017年,公司在建工程逐年增长,年均复合增长率44.81%。截至2017年底,公司在建工程42.79亿元,同比23.64%,主要是对重庆华侨城、云南投资景区及云南世博等项目的继续投入所致。2017年底公司在建工程共转固26.80亿元,主要为重庆华侨城项目转固17.39亿元。

2015~2017年,公司无形资产波动增长,截至2017年底,公司无形资产101.65亿元,同比大幅增长118.60%,主要系合并范围内新增云南世博及云南文投所致。

截至2017年底,公司递延所得税资产98.17亿元,同比增长13.41%,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。

2015~2017年，公司其他非流动资产快速增长，截至2017年底为103.37亿元，同比大幅增长。构成上主要以支付股权款36.53亿元和委托贷款及其他66.79亿元组成。

截至2017年底，公司所有权或使用权受限的资产主要以货币资金、应收票据和存货为主，受限规模分别为30.14亿元、19.39亿元和29.59亿元，其中存货受限部分主要为各房地产项目抵押取得贷款。

截至2018年3月底，公司资产总额为3421.78亿元，较2017年底增长6.14%，其中流动资产占69.77%，非流动资产占31.23%，资产结构保持稳定；截至2018年3月底，公司流动资产2353.20亿元，较2017年底增长8.64%，其中，货币资金为489.20亿元，较2017年底基本保持稳定；预付款项为247.05亿元，较2017年底增长25.83%，主要包括购置土地所缴纳的土地出让金及康佳集团预付的原材料款；同期，公司非流动资产1068.58亿元，较2017年底变化不大。

总体看，公司资产规模快速增长。资产结构以流动资产为主，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。整体看，公司整体资产质量良好。

3. 所有者权益及负债

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44.39%，主要来自其他权益工具及未分配利润的增长。截至2017年底，公司所有者权益1056.82亿元，其中归属于母公司的权益合计505.52亿元，其中以实收资本（占23.74%），其他权益工具（占38.37%）和未分配利润（占29.69%）为主。

2017年，公司将未分配利润7.00亿元转增注册资本，由于公司由全民所有制改制为国有独资企业，经审计后公司注册资本为120.00亿元。2017年底，公司其他权益工具同比大幅增

长，主要系公司2017年发行了额度分别为20亿元和30亿元的永续中期票据“17 华侨城MTN003”和“17 华侨城MTN004”，以及公司与华润深国投信托有限公司签订本金金额为118.97亿元的永续债权投资合同。2017年度公司支付永续债利息共1.82亿元。2017年公司少数股东权益较上年大幅增长，主要系云南世博少数股东权益增加115.00亿元所致。

截至2018年3月底，公司所有者权益为1087.86亿元，同比增加2.94%，主要来自其他综合收益的增加，其余科目均较2017年底变化不大。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益占比高，永续债券占比较大，所有者权益稳定性一般。

负债

2015~2017年，公司负债快速增长，截至2017年底，公司负债合计2167.01亿元，同比增长83.19%，公司债务结构以流动负债为主，比重较2016年底略有下降，为65.29%。

2015~2017年，公司流动负债快速增长。截至2017年底，流动负债合计1414.93亿元，同比增长64.19%。截至2017年底，流动负债主要以短期借款（占18.58%）、应付账款（占11.54%）、预收账款（占23.41%）及其他应付款（占30.61%）为主。

截至2017年底，公司短期借款262.88亿元，较2016年底大幅增长，主要系公司资金周转规模大，导致短期借款大幅增加。主要以信用借款（占90.43%）、质押借款（占4.21%）和保证借款（占5.21%）为主。

2015~2017年，公司应付账款稳定增长，年均复合增长率18.74%。截至2017年底，公司应付账款163.31亿元，同比增长11.54%，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60.44%、1~2年的占17.02%、2年以上的占22.54%，整体账龄一般。

公司预收账款主要为预收房款及销售款，

2015~2017 年，公司预收账款快速增长，三年分别为 66.22 亿元、162.81 亿元和 331.21 亿元，公司 2017 年底预收款项大幅增长 103.44%，主要来自招商华侨城红山项目、深圳香山里项目和深圳天鹅湖花园预付房款。

2015~2017 年，公司其他应付款逐年增长，截至 2017 年底，公司其他应付款 433.06 亿元，同比增长 45.37%。主要包含土地增值税的预提税金 129.58 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 44.49%，1~2 年占比 22.81%，2~3 年的占 10.07%，3 年以上占 22.63%，账龄偏长。截至 2017 年底，公司其他流动负债为 50.84 亿元，同比有所下降，主要是公司于当年发行的超短期融资券。

2015~2017 年，公司非流动负债增速较快，截至 2017 年底，公司非流动负债 752.08 亿元，同比大幅增长 134.16%，主要来自长期借款和其他非流动负债的增长。构成上主要由长期借款（占 57.16%）、应付债券（占 26.45%）和其他非流动负债（占 13.53%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款快速增长，截至 2017 年底，公司长期借款为 429.91 亿元，同比大幅增长 193.69%，主要系房地产板块及股权投资资金需求增加，资金周转规模大，借款增加所致。其中信用借款 183.00 亿元、保证借款 192.27 亿元、委托借款 63.67 亿元。当期公司 30.50 亿元长期借款转入一年内到期的非流动负债。

2015~2017 年，公司应付债券快速增长，三年分别为 75.90 亿元、162.75 亿元和 198.89 亿元，主要为公司近年来发行的债券。

表 7 截至 2018 年 3 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
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
18 侨城 01	2018-1-18	5 年	25.00
18 侨城 02	2018-1-18	7 年	10.00
18 侨城 03	2018-2-5	5 年	20.00
18 侨城 04	2018-2-5	7 年	30.00
18 侨城 05	2018-3-12	5 年	8.00
18 侨城 06	2018-3-12	7 年	2.00

资料来源：根据公开资料整理

2015~2017 年，公司其他非流动负债大幅增长，截至 2017 年底，公司其他非流动负债为 101.74 亿元，增长主要来自北京侨禧股权转让款 7.70 亿元和 LP 投资款 94.00 亿元（中保投资基金投资款，利率 5.50%）。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 2333.92 亿元，较 2017 年底增长 7.70%，其中流动负债占 59.90%，非流动负债占 40.10%，流动负债占比略有减少，整体负债结构较 2017 年底变化不大。截至 2018 年 3 月底，公司流动负债较 2017 年底略有下降，主要来自短期借款的减少；公司非流动负债较 2017 年底增长 24.45%，主要系公司增加长期借款以及子公司华侨城股份发行公司债券所致。

有息债务方面，2015~2017 年，公司全部债务快速增长。截至 2017 年底，公司全部债务为 1021.31 亿元，同比增长 101.03%，增长主要来自公司短期借款和长期借款的增加以及公司发行中期票据和超短期融资券所致。公司债务结构中短期债务占 37.16%，长期债务占 62.84%，长期债务比重较 2016 年底进一步提升。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 1161.96 亿元，较 2017 年底增长 13.77%，短期债务占比下降至 29.27%，公司长期债务占比上升至 70.73%。公司于 2015 年 11 月、2017 年 8 月分别发行的三期额度为 25 亿元、20 亿元和 30 亿元的永续中票“15 华侨城 MTN002”、“17 华侨城 MTN003”和“17 华侨城 MTN004”以及公司与华润深国投信托签订的本金为 118.97 亿元的永

续债权信托计划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2017年底，公司调整后全部债务为1215.28亿元，调整后长期债务为835.81亿元。截至2018年3月底，公司调整后全部债务为1355.93亿元，调整后长期债务为1015.88亿元。

2015~2017年，公司资产负债率和全部债务资本化比率波动增长，长期债务资本化比率均逐年增长，三项指标三年平均值分别为66.59%、47.32%和35.35%，截至2017年底，上述三项指标分别为67.22%、49.15%和37.79%。截至2018年3月底，随着公司债务规模的上升，公司三项指标分别增长至68.21%、51.65%和43.04%。若将“15 华侨城 MTN002”、“17 华侨城 MTN003”、“17 华侨城 MTN004”和永续债权信托计划纳入长期债务核算，2017年底公司三项指标分别为73.24%、58.48%和49.20%。

总体看，公司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和房地产业务的开发投资，同时加快投资并购力度，有息债务规模快速上升，债务负担较重。

4. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入年均复合增长25.71%；2017年公司实现营业收入801.08亿元，同比增长47.65%；近三年公司营业成本年均复合增长32.11%，增速高于同期营业收入增速，同期，公司营业利润率波动下降，三年分别为26.37%、26.43%和22.44%。

从期间费用来看，2015~2017年，公司期间费用波动增长，2017年为109.29亿元，同比大幅增长52.65%。随着公司债务规模增大，2017年公司财务费用为25.93亿元，同比大幅增长178.09%，主要为利息净支出(23.39亿元)。近三年，公司期间费用占营业收入比重分别为14.85%、13.20%和13.64%，公司对期间费用的控制能力尚可。2017年，公司资产减值损失

24.78亿元，同比大幅增长，主要由于当期固定资产减值损失和商誉减值损失大幅增加所致，2017年公司全额计提云南世博商誉减值损失10.98亿元，主要系评估方法改变所致。

表8 近两年资产减值损失的主要构成(单位:亿元)

科目	2017年	2016年
坏账损失	1.35	0.48
存货跌价损失	1.72	1.75
固定资产减值损失	8.99	0.23
商誉减值损失	12.34	0.59

资料来源:公司审计报告

2015~2017年，公司实现投资收益分别为30.72亿元、15.24亿元和139.95亿元，2017年，公司投资收益同比大幅增长，主要为处置长期股权投资资产产生的投资收益87.16亿元，系出售康侨佳城70.00%的股权及北京侨禧100%股权所致；同期，公司实现营业外收入分别为6.50亿元、11.88亿元和7.82亿元，2017年公司其他收益2.50亿元，主要为各类政府补贴。

2015~2017年，公司利润总额逐年增长，年均复合增长率为47.71%。2017年，公司实现利润总额194.92亿元，较上年增长104.33%。同期，公司非经常性损益(投资收益+营业外收入+其他收益)分别为37.23亿元、27.12亿元和150.28亿元，分别占公司利润总额的41.67%、28.43%和77.10%，公司利润总额对非经常性损益依赖性强。

从盈利指标来看，2015~2017年，公司总资产收益率逐年下降，三年平均值为7.82%，2017年为7.43%；同期，公司净资产收益率波动上升，三年平均值为12.80%，2017年为12.61%。

2018年1~3月，公司实现营业收入152.69亿元，同比增长58.64%；公司财务费用10.28亿元，同比大幅增长296.91%，主要系公司债务规模大幅增长所致；公司投资收益7.52亿元，同比大幅增长，主要系公司确认光大银行投资收益4.20亿元；公司实现利润总额17.32亿元，同比增长70.98%。

总体看,随着房地产项目收入结转的增长,供应链业务的拓展及对外投资规模的不断扩大,公司主营业务收入进一步增长,旅游综合项目及房地产业务盈利情况好,公司利润总额对非经常性损益依赖性强,整体盈利能力强。

5. 现金流分析

从经营活动来看,2015~2017年,公司经营现金流入量逐年增长,年均复合增长率54.11%,以销售商品、提供劳务收到的现金为主。2017年,公司经营现金流入量为1328.40亿元,同比增长89.59%;收到其他与经营活动有关的现金371.67亿元,同比大幅增长,主要是收回拍地保证金;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,2017年为1480.84亿元。其中支付其他与经营活动有关的现金430.12亿元,主要为保证金、备用金及往来款;近三年,公司经营现金净额分别为-5.67亿元、9.73亿元和-152.44亿元,2017年经营活动现金转为净流出,主要原因是预付土地款增加所致。从收入实现质量指标来看,近三年公司现金收入比逐年递增,2017年为119.05%,较上年上升2.52个百分点。

从投资活动来看,2015~2017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。2017年公司收到其他与投资有关的现金103.92亿元,主要为收回理财30.07亿元、收到誉天红光投资款10.41亿元,收到泰禾7.70亿元,收到投资保证退款10.07亿元等;处置子公司及其他单位收到的现金81.94亿元,主要为公司处置康侨佳城等子公司获得的现金;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。2017年投资支付的现金314.07亿元,主要系增资入股光大银行(持股比例8%)、华能资本(持股比例15%)及支付其他项目合作;支付其他与投资活动有关的现金为141.45亿元,主要是购买银行保本理财产品、支付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-71.45亿元、-90.80亿元和-358.47亿元,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-77.12亿元、-81.07亿元和-510.91亿元,受旅游及房地产业务规模扩张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,存在较大对外融资需求。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84.69亿元、93.55亿元和758.06亿元。

2018年1~3月,公司经营现金流入208.51亿元,收到其他与经营活动有关的现金为32.71亿元,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185.03亿元,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67.73亿元,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-93.64亿元;公司投资活动净现金流为-43.51亿元,其中,公司收回投资收到的现金24.68亿元;公司筹资活动产生的现金流量净额为147.69亿元,主要系取得借款收到的现金267.35亿元及偿还债务支付的现金214.18亿元。

总体看,受房地产业务开发与拿地投入持续扩张的影响,公司经营活动净现金流波动较大,现金收现质量较好;受加大产业链并购及对外股权投资力度增加的影响,公司投资活动现金流净额持续为负,考虑到公司未来投资支出规模较大,融资压力进一步增大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2015~2017年,公司流动比率及速动比率的平均值分别为149.09%和95.87%,2017年底,公司流动比率及速动比率分别为153.09%和105.57%,分别较

2016年底增长8.87个百分点和16.44个百分点；截至2018年3月底，上述两项指标分别为168.33%和77.92%。2015~2017年，公司经营现金流动负债比分别为-0.88%、1.13%和-10.77%，考虑到公司货币资金规模大，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，2015~2017年，公司EBITDA年均复合增长45.23%，近三年公司EBITDA利息倍数持续增长，分别为6.71倍、7.12倍和6.42倍；随着公司全部债务的增长，全部债务/EBITDA逐年提升，2017年为4.08倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2018年3月底，公司不存在对外担保。

公司与各家银行保持合作关系。截至2018年3月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为2041.75亿元，尚未使用的额度为1202.59亿元。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2018年7月11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2018年发行第三期30亿元的中期票据，分别占2018年3月底公司全部债务和长期债务的2.58%和3.65%，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2018年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为68.21%、51.65%和43.04%，以公司2018年3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68.48%、52.28%和43.92%；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），以及公司与华润深国投信托签订的本金为118.97亿元的永续债权信托计划；考虑到上述债务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74.10%、60.79%和53.92%。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017年，公司EBITDA对本期中期票据的保护倍数分别为3.95倍、4.27倍和8.33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18.65倍、23.36倍和44.28倍。

总体看，公司EBITDA和经营活动现金流入量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“文化+旅游+城镇化”经营模式得到地方政府的大

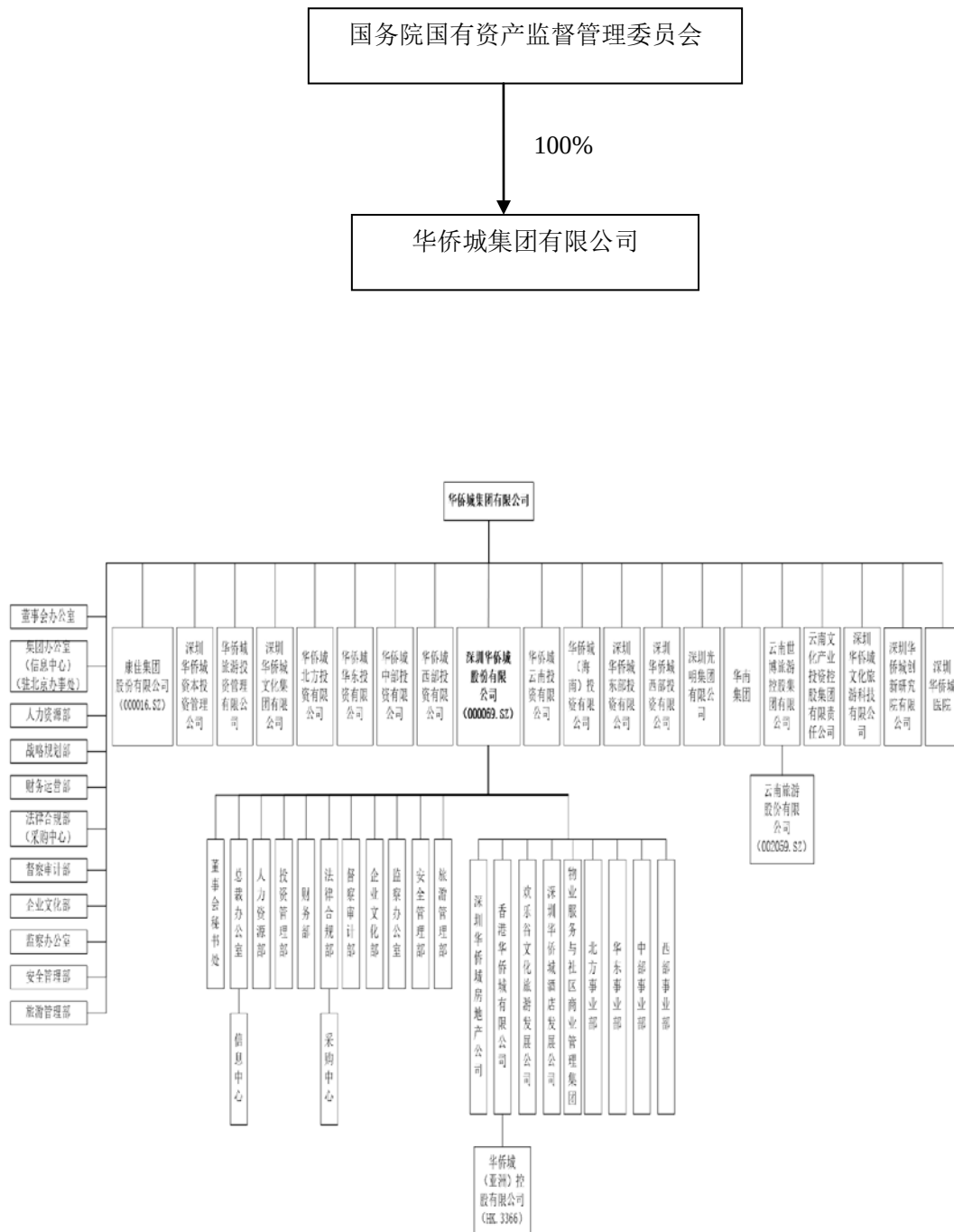
力支持。2017 年 5 月，公司完成对云南世博和云南文投的增资入股，资产、权益规模得以提升，业务布局进一步扩大。联合资信也关注到电子业务行业竞争激烈、房地产业务易受政策调控及市场有效需求波动、公司未来投资规模大等因素给公司经营与发展可能带来的不利影响。财务方面，随着云南世博、云南文投的并表及旅游综合项目的进一步开发，公司资产规模快速增长，现金类资产充裕，预付款项及以房地产开发项目为主的存货规模大，对资金形成一定占用；有息债务规模快速上升，整体债务负担较重。

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

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

综合分析，公司主体长期信用风险极低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	222.85	224.04	486.74	538.79
资产总额（亿元）	1369.57	1740.72	3223.82	3421.78
所有者权益（亿元）	506.91	557.79	1056.82	1087.86
短期债务（亿元）	166.34	198.57	379.47	340.05
长期债务（亿元）	204.67	309.45	641.84	821.91
全部债务（亿元）	371.01	508.02	1021.31	1161.96
营业收入（亿元）	506.93	542.56	801.08	152.69
利润总额（亿元）	89.33	95.39	194.92	17.32
EBITDA（亿元）	118.53	127.95	250.02	--
经营性净现金流（亿元）	-5.67	9.73	-152.44	-93.64
财务指标				
销售债权周转次数（次）	8.25	9.70	9.97	--
存货周转次数（次）	0.69	0.58	0.60	--
总资产周转次数（次）	0.40	0.35	0.32	--
现金收入比（%）	105.00	116.53	119.05	114.02
营业利润率（%）	26.37	26.43	22.44	22.49
总资本收益率（%）	8.20	7.93	7.43	--
净资产收益率（%）	12.49	13.32	12.61	--
长期债务资本化比率（%）	28.76	35.68	37.79	43.04
全部债务资本化比率（%）	42.26	47.67	49.15	51.65
资产负债率（%）	62.99	67.96	67.22	68.21
流动比率（%）	146.42	144.22	153.09	168.33
速动比率（%）	72.38	89.13	105.57	77.92
经营现金流动负债比（%）	-0.88	1.13	-10.77	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.71	7.12	6.42	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.13	3.97	4.08	--

注：1.2018 年一季度财务数据未经审计；

2.其他流动负债中的有息债务已包含在短期债务及相关指标计算中；

3.长期应付款和其他非流动负债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 年至 2018 年 3 月底所有者权益中包含 193.97 亿元永续中期票据和永续债权信托计划。

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 年度第三期中期票据的跟踪评级安排

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

华侨城集团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。