

信用等级公告

联合〔2020〕2542号

华侨城集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对华侨城集团有限公司主体长期信用状况和拟面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）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，评级展望为“稳定”

华侨城集团有限公司拟面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司
评级总监：

二〇二〇年九月三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

华侨城集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行 可续期公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA
公司主体信用等级：AAA
评级展望：稳定
本期债券发行规模：不超过 20 亿元（含）
本期债券期限：品种一：基础期限为 3 年；品种二：基础期限为 5 年

利率：首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点；初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。

付息方式：在不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务

品种间回拨选择权：本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由公司和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权。

续期选择权：品种一基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权将本品种债券延长 1 个周期，或选择在该周期末到期全额兑付；品种二基础期限为 5 年，以每 5 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期，或选择在该周期末到期全额兑付。

递延支付利息权：本期债券附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以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；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。

赎回选择权：（1）付息日赎回选择权；（2）公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回；（3）若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

评级时间：2020 年 9 月 3 日

主要财务数据

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	3,223.82	4,440.04	5,525.45	5,851.90
所有者权益（亿元）	1,056.82	1,392.65	1,665.53	1,696.69
长期债务（亿元）	636.67	989.76	1,214.73	1,299.71
全部债务（亿元）	1,016.14	1,441.40	1,828.79	2,061.04
营业收入（亿元）	801.08	1,103.49	1,309.82	154.99
净利润（亿元）	133.23	158.32	182.11	-9.49
EBITDA（亿元）	250.02	291.06	337.36	--
经营性净现金流（亿元）	-152.44	-173.21	-123.89	-158.00
营业利润率（%）	22.44	23.14	21.36	15.35
净资产收益率（%）	16.50	12.93	11.91	-2.26
资产负债率（%）	67.22	68.63	69.86	71.01
全部债务资本化比率（%）	49.02	50.86	52.34	54.85
流动比率（倍）	1.53	1.63	1.54	1.53
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.20	0.18	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.42	3.16	3.08	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	12.50	14.55	16.87	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。2. 除特别说明外，均指人民币。3. 2017-2019 年，公司其他流动负债有息债务部分调整至短期债务，长期应付款中债务部分调整至长期债务，并根据此口径对以往 2017 年及 2018 年债务相关数据进行追溯调整；2020 年 1-3 月，由于未获取报表附注明细，未按照上述规则进行债务调整

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对华侨城集团有限公司（以下简称“公司”或“华侨城集团”）的评级反映了公司作为大型中央企业，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。近年来，公司积极布局旅游综合项目，保持较大的拿地规模，收入规模实现快速增长，盈利能力强；公司融资渠道畅通，资产质量好。同时，联合评级也关注到旅游行业和电子行业市场竞争激烈、经营风险较高，文旅行业受疫情影响较大，公司收并购和对外投资力度持续增加，经营和投资活动资金需求大以及业务规模扩张带动债务增长等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司持续加大旅游综合项目的投资，综合竞争力有望进一步提升，收入有望持续增长，整体信用状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司股东背景强，且已形成多元化的经营格局和良好的品牌知名度。公司是隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，目前已形成以旅游、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. 公司独有的经营模式具有良好的协同效应。公司采用“文化+旅游+城镇化”和“旅游+互联网+金融”综合开发的经营模式，在业态布局、产品功能、资金回流及利润回报等方面形成了良好的协同效应及集群优势。

3. 公司盈利能力强，融资渠道畅通。公司土地成本较低、利润空间大，为后续发展奠定了基础；旅游综合业务和房地产开发业务的毛利率维持在很高水平。此外，公司融资渠道畅通，再融资能力强。

4. 公司资产质量好，地产项目有一定的区位优势。公司资产中货币资金较充裕，投资性房地产以成本法计量，有一定升值空间，资产受限比例低，整体资产质量好；房地产项目大多位于一二线城市，地理位置较好。

关注

1. 文化旅游市场竞争激烈、新拓展项目城市能级有所下沉且 2020 年以来受疫情冲击明显，房地产行业调控趋于长期化。旅游市场的竞争较激烈，随着越来越多的企业进入旅游度假行业，公司的旅游综合业务面临一定的竞争压力；同时，该业务对城市能级要求较高但随着市场的逐步饱和新拓展城市能级也在不断下沉。此外，2020 年爆发的新冠疫情对公司旅游综合业务影响较大。房地产行业调控政策调控基调不改，受调控政策的影响仍然较大。

2. 家电行业竞争激烈，电子业务盈利能力弱。家电行业竞争越发激烈，销量趋于平稳、价格明显下滑；公司电子业务及相关产业盈利能力不强，毛利率始终不高。

3. 公司存在较大的资金需求，债务增长明显。公司房地产开发项目、旅游产业在建项目投资规模很大，产业链并购及对外股权投资力度增加，经营和投资活动资金需求大，导致公司债务规模较快增长；公司未来资金支出预计仍然保持在较大规模。

分析师

支亚梅 登记编号（R0040216100002）

宋莹莹 登记编号（R0040219010002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

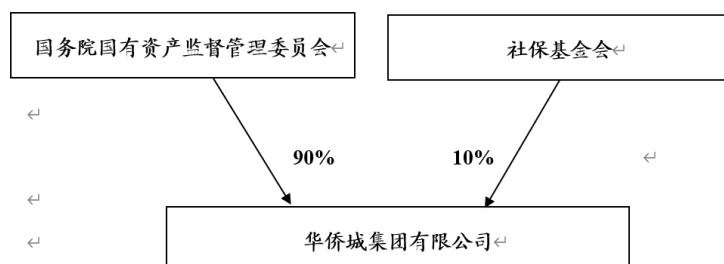
分析师：支亚楠 宋莹莹

联合信用评级有限公司

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全民所有制企业。1996 年 8 月，经广东省工商行政管理局核准，公司更名为“华侨城经济发展总公司”。1997 年 10 月，经广东省工商行政管理局核准，公司更名为“华侨城集团公司”。1999 年根据中央关于企业与主管机关脱钩的精神，公司与国务院侨务办公室脱钩，隶属中央大型企业工委管理。2003 年 3 月，国家机构改革后，公司成为隶属于国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）管理的大型中央企业之一。2017 年 11 月 20 日，经国务院国资委批复（国资改革（2017）1223），公司由全民所有制企业改制为国有独资公司，由国务院国资委代表国务院履行出资人职责，改制后公司名称变更为现名。2019 年 8 月 19 日公司依据《财政部人力资源社会保障部国资委关于划转中国石油天然气集团有限公司等 35 家中央企业部分国有资本有关问题的通知》，将国务院国资委持有公司股权的 10% 一次性划转给社保基金会持有；划转后，国务院国资委持有公司 90% 的股权，社保基金会持有公司 10% 的股权，截至报告出具日该股权划转尚未完成工商变更。截至 2020 年 3 月末，公司实收资本 120.00 亿元，控股股东及实际控制人均为国务院国资委，具体情况如下图所示。

图 1 截至 2020 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：文化及相关产业，旅游及相关产业，房地产及相关产业，金融业，通信设备、计算机及其他电子设备制造业与配套产业，科学研究和专业技术服务业，卫生和社会工作，教育，零售业，居民服务业，公共设施管理业，商业服务业，生态保护和环境治理业。

公司下设战略规划部、财务运营部、法律合规部、督察审计部和企业文化部等职能部门（详见附件 1）。截至 2019 年末，公司拥有一级子公司 22 家，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”，持股比例 47.01%）、康佳集团股份有限公司（股票代码：000016.SZ（A 股）、200016.SZ（B 股），以下简称“康佳集团”，直接持股比例 21.75%）、华侨城（亚洲）控股股份有限公司（股票代码：3366.HK，以下简称“华侨城亚洲”，持股比例 70.94%）和云南旅游股份有限公司（股票代码 002059.SZ，以下简称“云南旅游”），公司不存在对持有的上述 4 家上市子公司股权进行质押的情况；截至 2019 年末，公司及其下属子公司在职员工 62,503 人，其中本部员工 248 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 5,525.45 亿元，负债合计 3,859.92 亿元，所有者权益 1,665.53 亿元，其中归属于母公司所有者权益 741.80 亿元。2019 年，公司实现营业收入 1,309.82 亿元，净利润 182.11 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 92.33 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -123.89 亿元，现金及现金等价物净增加额 115.14 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 5,851.90 亿元，负债合计 4,155.22 亿元，所有者权益 1,696.69 亿元，其中归属于母公司所有者权益 752.89 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 154.99 亿元，净利润-9.49 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-8.43 亿元；经营活动产生的现金流量净额-158.00 亿元，现金及现金等价物净增加额 113.07 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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“华侨城集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行永续期公司债券（第一期）”。其中，品种一的债券名称为“华侨城集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行永续期公司债券（第一期）（品种一）”；品种二的债券名称为“华侨城集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行永续期公司债券（第一期）（品种二）”。本期债券的基础发行规模为人民币 10 亿元，可超额配售不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元），按面值平价发行。本期债券在不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次。本期债券为永续期公司债券，在条款设置上区别于普通公司债券，具有一定特殊性。

债券期限及续期选择权

本期债券分为两个品种，品种一以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权将本品种债券延长 1 个周期，或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券；品种二以每 5 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期，或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。公司应至少于续期选择权行权年度付息日前 30 个交易日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。

本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由公司和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另一品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%。

偿付顺序

本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

债券利率及其确定方式

本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向专业投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。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，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

递延支付利息权

本期债券附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以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；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。

如公司决定递延支付利息，则公司应在付息日前 10 个交易日披露《递延支付利息公告》。递延支付的金额将按照当期执行的票面利率累计计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的累计计息金额将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

公司赎回选择权

①付息日赎回选择权

公司有权选择在本期债券品种一的第 3 个和其后每个付息日，品种二的第 5 个和其后每个付息日按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息（如有））赎回本期债券。公司如果进行赎回，将在付息日前 20 个交易日公告。赎回方案一旦公告不可撤销。

②因税务政策变更进行赎回

公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。

③因会计准则变更进行赎回

根据《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》（财会〔2014〕23 号）、《关于印发〈金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定〉的通知》（财会〔2014〕13 号）和《永续债相关会计处理的规定》（财会〔2019〕2 号）的相关规定，公司将本期债券分类为权益工具。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后拟将基础发行规模用于偿还有息债务，若超额配售不超过 5 亿元，剩余部分将用于补充流动资金，若超额配售超过 5 亿元，其中 5 亿元用于补充流动资金，剩余部分用于偿还有息债务。

三、行业分析

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

1. 旅游度假行业

（1）行业概况

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

旅游产业是世界第一大产业，其中，休闲度假是一种重要的旅游模式。世界旅游组织资料表明，自上世纪 90 年代开始，国际旅游收入在世界出口收入中所占比重达到 8.25%，超过石油、汽车和机电的出口收入占比。自此，旅游产业正式确立了世界第一大产业的地位并保持至今。据统计，法国度假旅游者已占全国人口的 58%，英国这一比例高达 70%多，而美国的度假旅游者占全国人口的 60%左右。到了 20 世纪后半期，随着亚太地区经济的快速发展，休闲度假也成为该区域的新时尚。时至

今日，休闲度假模式已日趋全球化。近年来，我国旅游业总体保持健康较快发展，国内旅游市场规模长期保持在 15% 左右的增长速度，GDP 的增长和人均可支配收入的增加是旅游业发展的根本动力。2011—2019 年，中国旅游业迎来高速发展的黄金时期，旅游收入从 1.93 万亿元增长至 6.63 万亿元；2019 年，国内旅游人数 60.06 亿人次，比上年同期增长 8.4%，全国旅游业对 GDP 的综合贡献占比达 11.05%。

从行业发展特点来看，旅游业正由“观光旅游”向“休闲度假”转型。国际旅游业的经验显示，随着人均 GDP 的增长，人们对于旅游的需求逐渐从单纯的景点观光游而转向休闲度假游。中国人均 GDP 超过 6,000 美元后，第三产业进入快速发展期，国民的消费结构也发生了巨大的变化，从单一的物质消费转向更高层次的精神文化消费，中国正在全面步入体验经济时代，休闲度假游将更为普及。随着中产阶级成为旅游的主力军，中产阶级的崛起对旅游度假产品整体品质提出了更高要求。此外，旅游已经成为中国家庭重要的休闲方式和消费方式，家庭度假已经超越商务会议市场成为现今旅游市场客户中规模基数较大，增长速度最快的市场。家庭度假所具有的度假时间较长、重游率高等特点对休闲度假需求总量的增长有加倍的促进作用。而人口老龄化带来的养老度假需求增长也将是促进休闲度假游总量增长的重要推动力。

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

度假酒店行业系旅游业的细分子行业。在旅游业快速发展的推动下，我国酒店行业整体保持增长态势，但近年来整体增速放缓；高档酒店却保持较快的增长态势。2016—2018 年末¹，全国星级饭店数量分别为 11,685 家、10,645 家和 10,249 家，总体呈减少趋势；五星级饭店数量分别为 800 家、846 家和 843 家，呈增长态势。全国 8,965 家星级饭店 2018 年营业收入合计 2,090.97 亿元，其中餐饮收入占营业收入的 40.03%；客房收入占营业收入的 44.67%。

（2）行业供给

由于前些年的快速扩张，目前度假酒店行业处于供大于求的状态，酒店分布呈现出区域集中的特征；但融合多种业态为一体的度假目的地体验式旅游综合体已日益成为全球休闲度假产业的主流模式，具有较大的发展空间。

从全球旅游度假产业运营模式来看，集酒店、会展、休闲娱乐、餐饮、购物等多种业态为一体的超大规模度假目的地体验式旅游综合体已经日益成为全球休闲度假产业的主流模式。尤其在旅游业起步较早的发达国家地区，由文化创意、会议会展、休闲娱乐及时尚潮流等新兴产业协同拉动的

¹ 截至本报告出具日，文旅部关于 2019 年数据尚未公布。

品牌度假酒店综合体已验证了这种商业模式的市场前景及盈利空间。当前国内现有的一些高端度假业务模式，普遍存在着业态单一、业务模式复制性较差、品牌建立遇阻力和无法规模化等缺点，高端经营管理人才的缺乏也制约着国内旅游度假产业的发展。

从度假酒店的星级分布来看，我国低星级酒店的数量有所下降，高星级酒店的数量有所提升，五星级酒店数量呈现较强的增长态势。根据国家旅游局公布的数据统计，2018 年²，共有 8,965 家星级酒店通过省级文化和旅游行政部门审核，其中一星级 29 家，二星级 1,352 家，三星级 4,409 家，四星级 2,411 家，五星级 764 家。从长期来看，根据 Wind 资讯统计的全国星级酒店新开业情况，近 15 年来，五星级酒店每年的新开业的数量最多，平均每年新增 10 家左右；四星级酒店平均每年新增 5 家左右；三星级及以下酒店的数量略有下降。

（3）行业竞争

我国旅游度假产业发展模式单一，产业形态落后，产业集中度低，行业秩序混乱，与国外有竞争力的旅游企业相比还存在较大的差距，旅游市场的竞争在一段时期内仍将较为激烈。

从国内旅游市场的竞争格局看，虽然中国旅游业的总体规模已经位居世界前列，但发展模式单一、产业形态落后、产业集中度低、行业秩序混乱、产品质量不高等深层结构问题依然存在，中国旅游企业的实力和规模也相对弱小。与国外有竞争力的旅游企业相比，中国旅游企业无论从资产规模、营业收入规模、盈利能力角度看，还是从业务地点分布、业务类型多样性角度看，都还存在相当巨大的差距。仅从上市旅游公司的数量来看，中国有超过 2,000 家 A 股上市公司，但其中旅游类上市公司仅有 25 家，占比不到 2%。旅游类上市公司比重较低的现象与旅游业在国民经济中的重要地位不太相称，在一定程度上也说明目前旅游类公司的整体实力偏弱。整体来看，受到旅游行业经营模式特殊性的影响，旅游企业之间既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。相对其他行业，旅游业竞争优势主要在于持续而旺盛的需求以及旅游资源获取及整合能力提高了行业进入门槛。而资源获取、整合能力、所处子行业的规模及前景将决定旅游企业的竞争优势。

（4）行业关注

旅游行业规模化、产业化层次较低

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

旅游产业品牌化多样化进程缓慢

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

受2020年突发新冠疫情影响严重

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

（5）行业发展

随着旅游度假行业的增长，定位于不同细分市场的业态类型将不断丰富，新兴业态的发展将丰富行业的盈利模式；随着消费需求的升级，主题公园日益兴起，旅游度假行业面临良好的发展机遇。

² 截至本报告出具日，文旅部关于 2019 年数据尚未公布。

但受突发疫情影响，短期内行业下滑已成定局，行业面临较大挑战。

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

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

2. 家电行业

（1）行业概况

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

家用电器是指以电能驱动的家庭用具，在行业分类上一般把家用电器分为三类，包括黑色家电（以彩电为代表）、白色家电（以空调、洗衣机和电冰箱为代表）和小家电（以厨房家电等为代表）。家用电器制造行业上游承载原材料及相应压缩机、电机、面板、集成电路等零部件制造业，下游直接连接终端销售渠道。经过二十多年的快速发展，中国家电工业已具有相当的规模。中国也已成为世界最大的家电生产国，冰箱、洗衣机、空调和彩电四大传统家电的产量均居世界首位，其中冰箱、洗衣机产量占全球 40% 以上，彩电产量占 50% 以上，空调产量占 70% 以上。

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

产业布局方面，长三角、环渤海和珠三角地区是家电行业的主产区，约占据了国内空调产能的 85%、冰箱产能的 70%、洗衣机产能的 75%。随着中西部地区城市化进程加快和配套设施的完善，家电产业已经开始向中西部地区梯次发展以降低人工成本，中西部承接部分东部产业转移成为近年来产业布局调整的热点。安徽、湖北、四川和重庆的家电生产能力不断扩大。

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

（2）行业政策

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

2016年，为贯彻落实《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》和《中国制造2025》，工业和信息化部、财政部联合编制完成了《智能制造发展规划（2016—2020年）》，提出2025年前，推进智能制造实施“两步走”战略：第一步，到2020年，智能制造发展基础和支撑能力明显增强，传统

制造业重点领域基本实现数字化制造，有条件、有基础的重点产业智能转型取得明显进展；第二步，到2025年，智能制造支撑体系基本建立，重点产业初步实现智能转型。

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

（3）行业关注

优惠政策相继退出

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

市场竞争加剧

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

原材料价格波动

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

（4）行业发展

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

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

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

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

3. 房地产行业

（1）行业概况

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

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过

二十年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产行业发展趋势来看，2017年，我国房地产开发投资109,798.53亿元，同比增长7.04%，受密集调控政策影响，增速较上年微增0.16个百分点，整体投资热情仍旧较高；2018年，全国房地产开发投资120,263.51亿元，同比增长9.50%，增速较前11个月回落0.20个百分点，但仍高于2017年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位；2019年，全国房地产开发投资132,194.26亿元，同比增长9.90%，总体仍维持高位，但自2019年小阳春行情以来持续下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2020年以来，受疫情冲击的影响，2020年1—3月房地产开发投资完成额累计同比下降7.70%。

（2）市场供需

土地供应状况：随着2017年后土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落；2018年后，房企拿地趋于理性，土地溢价率继续走低；2019年，土地市场整体运行相对平稳，但内部出现结构性分化且自2019年下半年开始土地市场趋冷，而突发疫情加快了上述分化趋势。

2017年，全国300个城市土地成交面积95,036万平方米，同比增长8%；土地出让金总额为40,623亿元，同比增长38%。2018年，土地供应量继续上扬，全国300个城市土地供应量128,440万平方米，同比增长20%；土地成交面积105,492万平方米，同比增长14%。2019年，全国300个城市土地成交面积、土地成交溢价率均同比微降。分城市来看，一线城市供求同比走高，出让金总额增加，但楼面均价出现下滑；二线城市土拍政策不断完善，供给面积与成交面积均较上年有所提升，出让金及楼面均价同比走高，溢价率变化较小，整体保持稳定；三四线城市供地面积同比缩水，成交方面量跌价涨，溢价率下滑2个百分点。

2020年1—3月，受疫情影响，全国土地购置面积、成交价款分别同比下滑22.6%和18.1%。其中一线城市土地成交表现相对较好，二三线城市量价下行明显。

开发资金来源状况：房地产开发企业整体融资延续趋紧的政策方向，实施全面的融资政策管理，重点在于对非标等融资方式的管控；2020年以来，地产行业融资边际性改善特征已出现，但主基调仍然保持不变。

2017年，房地产开发企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金156,052.62亿元，同比增长8.20%，增速较上年同期下降7.00个百分点。2018年，房地产开发企业到位资金165,962.89亿元，同比增长6.40%。2019年，房地产开发企业到位资金178,608.59亿元，同比增长7.6%。其中，国内贷款同比增长5.10%，其中开发贷规模仍然呈现正增长但增速有所放缓，信托等非标产品2019年上半年增幅较大，但自2019年6月开始受非标融资调控影响明显大幅下滑；自筹资金同比增长4.20%，主要系随着行业到期及回售高峰期的来临，债券发行规模有所扩大所致；其他资金同比增长10.49%，主要系房地产开发企业加快回款以及个人按揭贷款逐步回归正常节奏的共同影响所致。2019年，房地产行业实施了全面的融资政策调控，但整体货币政策有边际改善的趋势。

2020年1—3月，房地产开发企业到位资金33,565.80亿元，同比下滑13.80%；受疫情影响，虽然央行通过公开市场操作及降准等多种方式释放流动性，地产融资边际性改善已开始显现，但整体融资基调与以往保持不变。

市场供需情况：房地产销售呈现的主要特征为“韧性”，2019年销售面积略有下滑，但销售金额仍然有一定增幅；2020年以来，受疫情影响，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,407.82万平方米，同比增长7.70%，

增速较上年大幅下降。2018 年，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速较上年下滑 6.40 个百分点；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较上年下滑 1.50 个百分点。2019 年，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.10%，2018 年销售面积的历史高点基数效应导致 2019 年销售增速呈小幅负增长，而负增长逐月收窄体现了房地产开发企业加速去化的行业一致行为以及地区市场轮动为商品房销售面积带来的“韧性”；全国房地产销售金额为 159,725.12 亿元，同比增长 6.5%，主要系受前期土地市场价格增长所导致的成本因素驱动，同时房地产企业调整开盘区域增加售价较高的二线及核心三线城市楼盘的共同影响所致。若仅考虑住宅类商品房销售情况，住宅类商品房销售面积自 2019 年 8 月就结束了 2019 年以来的负增长，说明住宅类商品房的销售状况优于整体情况，商办类不及预期。

2020 年 1—3 月，全国房地产销售面积 21,978.3 万平方米，同比下降 26.3%。其中，住宅销售面积下降 25.9%，办公楼销售面积下降 36.2%，商业营业用房销售面积下降 35.1%。同期，房地产销售金额 20,364 亿元，下降 26.3%。其中，住宅销售额下降 25.9%，办公楼销售额下降 36.2%，商业营业用房销售额下降 35.1%。

销售价格：自 2016 年调控以来，百城住宅价格指数同比增速不断下行，但二三线城市价格增速仍有一定的下探空间。

从商品房销售价格看，2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓。2018 年，百城住宅价格指数同比增长 5.09%，继续放缓。2019 年，百城住宅价格指数同比增长 3.34%，增速继续放缓。其中，一线城市同比增速由年初的 0.40% 小幅提升至 0.71%、二线城市同比增速由 7.08% 下降至 4.24%、三线城市同比增速由 8.71% 下降至 4.60%。

（3）行业竞争

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

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

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

（4）行业政策

继续坚持房住不炒、因城施策思路，推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展；同时，调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变。

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

表 1 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住房和城乡建设部联合签发《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》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017 年 12 月	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。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018 年 3 月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018 年 7 月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018 年 12 月	2018 年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019 年 3 月	两会政府工作报告指出房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落。
2019 年 4 月	银保监会指出继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019 年 7 月	中央政治局会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2019 年 8 月	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》（信托函〔2019〕64 号，要求“加强房地产信托合规管理和风险控制，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”
2019 年 9 月	全国人民代表大会主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正。
2019 年 11 月	央行强调“因城施政”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2019 年 12 月	中央经济工作会议提出坚持宏观和微观政策要稳、社会政策托底。坚持“房住不炒”，因城施策、“三稳”长效机制
2020 年 2 月	央行 2020 年金融市场工作电视电话会议指出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施政”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳发展
2020 年 2 月	疫情期间多次进行央行逆回购操作以释放流动性，并下调 LPR
2020 年 3 月	国务院发文试点用地审批权下放

资料来源：联合评级搜集整理

2019 年以来，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险、由此导致居民杠杆率快速增长问题表现出了极大的重视，是发起本轮房地产企业融资端调控政策的起点，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控；6 月份以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素；2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。从调控方向来看，不同以往从房地产“需求端”进行调控，本轮调控已开始向“供给端”进行调整，未来供给端的修复可能会更多以来结构性的土地供应增加来实现：短期内，供给端的修复会通过库存周期来实现结构性调整；中长期来看，供给端的修复会通过城镇化、宅基地复垦和集体经营性用地入市方面政策的推进等来改变土地流转的政策环境从而结构性调整土地供给来实现。

（5）行业关注

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

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

房地产调控政策短期内不会退出

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

行业兼并重组有向上趋势，后地产开发时代已来临

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

（6）未来发展

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

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

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，在股东背景、行业地位、多元化经营格局等方面具有显著优势。

公司是跨区域、跨行业经营的大型中央直属企业集团，实际控制人为国务院国资委，股东实力雄厚，主要从事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业务。公司拥有欢乐谷、东部华侨城等一系列国内著名的企业和产品品牌，采用“文化+旅游+城镇化”和“旅游+互联网+金融”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。

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2020年3月末，公司对华侨城

股份持股比例 47.01%，股权无质押；华侨城股份主题旅游综合项目有东部华侨城、云南华侨城、天津华侨城、欢乐海岸、上海华侨城、深圳欢乐谷、北京欢乐谷、成都华侨城、武汉华侨城和重庆华侨城等项目。截至 2019 年末，公司拥有和管理酒店近 50 家，其中已开业酒店 30 家，覆盖北京、上海、广州、深圳等全国重点城市。

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，并形成了“以旅游主题地产为特色的成片综合开发和运营”模式。截至 2020 年 3 月末，华侨城房地产已基本形成以深圳珠三角为基地、长三角、环渤海湾和西南区域为战略布局的“1+3”战略格局，销售目前主要集中在一二线城市，立足中高端；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 2020 年 3 月末，公司对康佳集团直接持股 21.75%，股权无质押。康佳集团业务涉及彩电、白电和手机业务，此前在国内建成首条数字电视生产线，已在全国拥有三大整机生产基地—安康、莞康、昆康。

2. 人员素质

公司高级管理人员具有丰富的行业从业及管理经验，公司员工学历和年龄结构能够满足公司运营及发展需求。

截至 2020 年 3 月末，公司现有董事 8 人（其中独立董事 6 人）、监事 3 人、高级管理人员 5 人。

公司党委书记、董事长段先念先生，1958 年出生，硕士研究生学历，高级经济师；曾任西安高新区电子工业园管理办公室主任，西安高新区长安科技产业园管理办公室主任，西安高科（集团）公司副总经理、总经理，西安高新区党工委副书记、常务副主任，西安曲江新区管委会主任、党工委副书记、书记，西安曲江文化产业投资（集团）有限公司董事长、总经理，西安市人民政府党组成员、市长助理、副市长（正厅级），同时任西安曲江新区党委书记、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）；现任公司董事长、党委书记，华侨城股份董事长、党委书记；同时兼任中华文化促进会常务副主席、中国旅游协会副会长、广东省第十二届政协常委。

公司董事、总经理、党委副书记姚军先生，1960 年出生，硕士研究生学历，高级经济师；曾任华侨城经济发展总公司旅游发展部副总经理，华侨城中国旅行社总经理，华侨城控股股份公司副总裁、董事、总裁、党委书记，华侨城股份总裁助理、旅游事业部总经理；现任公司董事、总经理、党委副书记、总法律顾问，华侨城股份党委副书记；同时兼任中国旅游景区协会会长、中国游艺机游乐园协会负责人。

截至 2019 年末，公司（合并口径）在职员工 62,503 人，按照技术职称划分，具有初级技术职称以上员工占 7.44%，其他员工占 92.56%；按照教育水平划分，具有大专以上学历以上员工占 52.36%，其他员工占 47.64%；按照年龄划分，30 岁以下员工占 36.23%、30~50 岁员工占 57.66%、50 岁以上员工占 6.11%。

五、公司管理

1. 公司治理

公司由全民所有制企业改制为国有独资公司，法人治理结构相对完整健全。

2017年11月20日，经国务院国资委批复（国资改革〔2017〕1223），公司由全民所有制企业改制为国有独资公司，由国务院国资委代表国务院履行出资人职责。公司是享有独立法人资格的经济实体。公司遵循《企业国有资产法》《公司法》《监管条例》及《国有企业监事会暂行条例》等有关规定，受国务院有关部门的业务指导和行业管理。

国务院国资委依法行使股东会职权，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；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。

公司设立董事会，由3~13名董事组成，设董事长1名，可以设副董事长1~2名，外部董事人数应当超过董事会全体成员的半数，内部董事中包含1名职工董事。董事会设董事会秘书1名。董事会成员由出资机构任命；职工董事经由职工代表大会或其他民主方式选举产生。董事任期3年，任期届满，可连选连任。董事会是公司的决策机构，对出资人机构负责，向出资人机构报告工作，执行出资人机构的决定，根据国资委的审核意见、决定公司的战略和发展规划，决定公司经营计划和投资方案，制定年度财务预算方案和决算方案等。董事会下设执行委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会和董事会办公室。董事长作为法定代表人，对改革方向负首要责任，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。

2019年，国务院国资委取消公司监事会，并撤回向公司派驻的监事，截至2020年3月末，公司有2名职工监事。

公司设总经理1名，副总经理若干，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。

公司设立党委，设党委书记1名，其他党委成员若干名。公司董事长、党委书记原则上由一人担任，设立主抓企业党建工作的专职副书记。符合条件的党委成员可以通过法定程序进入董事会、监事会、经理层，董事会、监事会、经理层成员中符合条件的党员可以依照有关规定和程序进入党委。同时，按规定设立纪委。公司党委根据《中国共产党章程》等党内法规履行职责。

2. 管理体制

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。

公司下设战略规划部、财务运营部、法律合规部、稽查审计部和企业文化部等职能部门。公司从组织架构、监管机制、业务流程、薪酬管理及品牌推广等方面，建立了适应公司跨行业、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》和《集团对所属企业财务管理制度》等一系列规章制度。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 5,000 万元以上的投资活动必须报集团批准；股权投资方面，股权投资（包括并购）、撤资均要报送集团批准；无形资产投资方面，所有涉及土地使用权转让或出让项目、5,000 万元以上的其他无形资产投资项目均需报送集团批准；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，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》，明确资金筹措程序、审批权限以及筹资的风险管理等内容。公司设立相关融资管理部门，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。

对外担保方面，公司建立了较为完善的对外担保管理制度体系。集团本部不提供对外担保；公司各子公司均已根据有关法律法规建立对外担保制度，明确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。

六、经营分析

1. 经营概况

随着公司全面开展供应链贸易业务以及文旅项目的开发建设和结转规模的增加，公司业务收入持续增长；公司综合毛利率基本保持稳定，其中旅游综合业务和房地产业务毛利率处于很高水平，供应链贸易业务毛利率较低，电子业务毛利率受市场竞争影响较大。但 2020 年以来公司业务及盈利情况短期内受疫情影响较大。

公司主营业务涵盖旅游综合业务、电子综合业务（包含电子业务和供应链贸易业务）和房地产开发业务等业务。2017—2019 年，公司营业收入连续增长，年均复合增长 27.87%，其中 2018 年的增长主要来自于供应链贸易业务和房地产业务、2019 年的增长主要来自于旅游综合业务；2019 年，公司实现营业收入 1,309.82 亿元，较上年增长 18.70%。2017—2019 年，公司净利润连续增长，年均复合增长 16.91%，其中 2018 年净利润增幅略低于营业收入增幅主要系投资收益下滑所致；2019 年，公司实现净利润 182.11 亿元，较上年增长 15.02%。

从业务构成来看，2017—2019 年，公司电子业务收入波动下降，主要系彩电行业竞争激烈使得彩电业务有所下滑、但同时白色家电业务快速发展的共同影响所致；供应链贸易业务收入波动增长，其中 2018 年增幅较大主要系自 2017 年开始公司全面开展供应链贸易业务，并在贸易业务基础上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所致。2017—2019 年，公司旅游综合业务收入呈持续增长的态势。其中，2019 年公司旅游综合业务收入同比增长 46.93%，主要系

随着文旅项目的陆续开工建设和推广入市、旅游地产结转规模扩大所致。2017—2019 年，公司房地产业务收入持续增长，主要系竣工结转项目规模有所扩大所致。2018 年，子公司康佳集团通过并购股权的方式进入环保领域；2019 年，公司实现环保业务收入 70.79 亿元，同比有所增长主要系公司不断加大环保业务投入所致。2017—2019 年，公司其他业务收入规模持续增长，其中，2019 年增幅较大主要系土地一级开发收入增加所致，具体情况如下表所示。

表2 2017—2019年及2020年1—3月公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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
电子业务及相关产业收入	289.17	36.72	10.17	476.60	44.17	5.74	489.28	37.81	4.11	70.33	46.39	6.78
—电子业务	152.65	19.38	16.50	131.70	12.21	18.12	147.47	11.40	11.04	31.47	20.76	12.96
—供应链贸易业务	136.53	17.34	1.11	344.90	31.96	1.02	341.81	26.41	1.12	38.86	25.63	1.78
旅游综合业务	226.47	28.76	42.65	255.75	23.70	40.45	375.77	29.04	47.48	26.05	17.18	-13.28
房地产业务	233.59	29.66	55.24	280.79	26.02	69.38	292.32	22.59	73.08	47.24	31.16	86.79
包装业务	7.70	0.98	13.23	4.07	0.38	24.30	--	--	--	--	--	--
环保业务	--	--	--	30.21	2.80	12.78	70.79	5.47	3.04	6.31	4.16	13.00
其他业务	30.61	3.89	3.00	31.67	2.93	11.96	65.82	5.09	4.33	1.67	1.10	58.08
合计	787.55	100.00	32.29	1,079.08	100.00	30.98	1,293.98	100.00	32.24	151.60	100.00	29.10

资料来源：公司年报

从毛利率来看，2017—2019 年，公司电子业务毛利率波动下降。其中，2018 年毛利率略有增长主要系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；2019 年毛利率明显下滑主要系彩电市场竞争愈发激烈、原材料成本上升以及受中美贸易摩擦影响海外盈利不及预期所致。2017—2019 年，公司供应链贸易业务毛利率整体仍然处于较低水平。2017—2019 年，公司旅游综合业务毛利率波动增长，主要系商业物业楼盘等价格变动所致，但整体仍处于较高水平。2017—2019 年，公司房地产业务毛利率持续增长，主要系毛利率高的项目结转收入占比提升所致；整体处于行业很高水平。2018—2019 年，公司环保业务毛利率分别为 12.78%和 3.04%，下滑明显，主要系 2018 年完成的 EPC 工程综合毛利率较高，而 2019 年的 PPP 项目大部分是基建工程和劳务分包工程、毛利率较低所致。2017—2019 年，公司其他业务毛利率波动较大，主要系一级土地开发业务占比波动所致。受上述因素的共同影响，2017—2019 年，公司主营业务毛利率分别为 32.29%、30.98%和 32.24%，基本保持稳定。

受新冠肺炎疫情影响，2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 154.99 亿元，较上年同期下降 24.23%；实现净利润-9.49 亿元，较上年同期下降 156.88%，主要系新冠肺炎疫情使得公司旅游综合业务亏损以及当期确认的投资收益大幅下滑的共同影响所致。其中，归属于母公司所有者净利润为-8.43 亿元。

2. 旅游综合业务

公司拥有国内领先的主题公园品牌及运作经验，形成良好的协同效应及集群优势，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，但随着新拓展项目所在城市能级的下沉，未来发展的不确定性将有所增加；酒店业务相对稳定，可为公司形成一定的现金流补充。但近年来，同类产品市场竞争激烈，公司旅游项目面临一定的经营压力；公司旅游综合在建项目和收并购文旅项目规模较大，存在较大的融资需求；此外，2020年爆发的新冠疫情对公司旅游综合业务形成较大冲击。

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，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、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。

2020年以来，由于新冠疫情的爆发，国内外经济形势和疫情防控发生重大变化；而文化旅游作为直接面向消费者的产业受疫情冲击最为直接，全年经营受疫情影响较大，需求持续受到抑制。整体看，本次疫情对公司旅游综合业务形成较大冲击。

(1) 旅游综合项目

公司旅游业务主要为主题公园的开发与经营，主要经营主体为华侨城股份。公司拥有国内领先的主题公园品牌及运作经验，形成良好的协同效应及集群优势，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；近年来，同类产品市场竞争激烈，公司部分旅游项目面临一定的经营压力。2019年，公司各主要景区接待游客逾9,677万人次，同比增长10.00%；其中，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，为旅游接待游客的主要来源。

截至2019年末，公司已建成开始营业的，包括深圳欢乐谷、北京华侨城、成都欢乐谷、上海欢乐谷、武汉欢乐谷、深圳锦绣中华、深圳世界之窗、长沙世界之窗、东部华侨城、泰州华侨城、深圳欢乐海岸、天津欢乐谷、云南华侨城、重庆华侨城、南昌华侨城和顺德华侨城；正在建设中的包括襄阳华侨城、西安沣东华侨城文旅综合项目和淄博华侨城文化旅游项目等。此外，随着公司对云南省、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，公司未来面临较大资本支出压力。

从在建项目情况来看，截至2019年末，公司旅游综合业务板块主要在建项目计划投资总额437.75亿元，已投资98.99亿元，其中主要投资项目包括南昌华侨城文旅项目、武汉华侨城和宜宾三江口CBD项目（下文将进行具体项目介绍）等，未来旅游综合业务板块资本支出规模仍较大。

表3 截至2019年末公司主要旅游综合项目在建工程情况（单位：亿元、%）

项目名称	计划总投资额	截至2019年末已投资额	投资进度	开工时间	计划完工时间	未来投资计划		
						2020年	2021年	2022年
南京欢乐谷、水公园项目	24.50	16.88	68.90	2017/3/1	2020/6/1	7.62	--	--
扬州华侨城	23.82	0.87	3.65	2019/12/1	2021/1/1	9.02	0.62	0.63
重庆华侨城	33.54	19.48	58.08	2017/10/1	2021/6/1	3.22	6.06	4.78
信和御龙山3A期项目	22.71	2.06	9.07	2018/3/1	2020/8/1	2.58	2.93	0.42
信和御龙山3B期项目	50.12	1.70	3.39	2018/3/1	2020/8/1	3.25	7.84	5.43
信和御龙山2B期项目	12.70	0.14	1.10	2018/12/1	2021/3/1	0.59	1.88	5.20
宜宾三江口CBD	87.00	19.28	22.16	2018/6/1	2023年	13.00	14.15	4.32
昆明世博新区-门户区文化旅游综合体	38.40	0.09	0.23	2019/12/1	2022/12/1	6.29	13.24	18.87
世博集团-腾冲石墙温泉度假村	15.59	3.58	22.96	2020/6/1	2024/6/1	0.66	5.99	2.78
世博集团-九乡旅游小镇项目	16.34	3.91	23.93	2019/6/1	2020/10/1	7.82	4.61	0.00
武汉华侨城	63.03	30.40	48.23	2010/8/1	2021/12/1	6.48	13.08	7.85
南昌华侨城文旅项目	50.00	0.60	1.20	2018/3/1	2023/12/1	8.60	9.88	9.88
合计	437.75	98.99	--	--	--	69.13	80.28	60.16

注：1. 表格数据口径均为并表口径。2. 旅游综合开发项目为“地产+文旅”，因此无法严格将地产板块和文旅板块区分开
资料来源：公司提供

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、零碳公园和湿地公园等主题“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、设计创意中心和旅游信息中心等“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50.00亿元，截至2019年末，已投资0.60亿元。

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。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；现为华中区域最大的现代主题公园和都市娱乐集群。该项目预计总投资63.03亿元，截至2019年末，已投资30.40亿元；目前在建工程主要包括：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

宜宾三江口CBD项目地处四川盆地南缘，川、滇、黔三省结合部，是成渝经济区重要门户、川渝、滇黔经济区新增长极；产城一体、商旅融合的创新滨江示范区，未来辐射川渝滇黔的金融中心。整体规划结构为一轴两心两翼，一轴：长江文化旅游街区；两心：商务商业中心、文化旅游中心；两翼：滨江国际居住示范区。该项目预计总投资额87亿元，截至2019年末，已投资19.28亿元。

（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2019年末，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6,000间，覆盖北京、上海、广州、深圳等全国重点城市。公司旗下拥有华侨城大酒店、威尼斯酒店、奥思廷酒店、城市客栈等多个酒店品牌，从白金五星级到经济型酒店，品牌体系较为完善。其中，华侨城大酒店与国际知名品牌洲际酒店集团合作，委托洲际酒店集团进行管理，华侨城大酒店经营收入由公司获取，洲际酒店集团作为专业化管理方，根据经营业绩按一定比例收取管理费；其余酒店品牌均为公司自营。公司输出管理的东部华侨城房车酒店、瀑布酒店、大华兴寺菩提宾舍已于2009年相继开业，茵特拉根酒店群成为中国酒店业新的示范点。未来三年公司将发展到拥有和管理6~8家高星级酒店以及40~50家城市客栈连锁酒店。从入住率来看，除少数未评星级酒店外，公司酒店入住率均保持在较高水平，各酒店在区域市场内具备较高影响力，其中华侨城大酒店、威尼斯酒店和海景酒店的入住率、间房收益等指标分别居深圳市豪华商务酒店、商务五星级酒店、商务四星级酒店各细分市场前列。

2017年5月，公司通过增资扩股方式收购云南世博旅游控股集团有限公司（以下简称“世博集团”）等，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

公司采用“文化+旅游+城镇化”的战略，围绕旅游景区进行项目成片综合开发，土地获取成本较低，土地储备充足，还有部分城市更新项目可为未来土地储备转化形成一定支撑；近三年，公司协议销售规模波动性较大，但销售均价仍然处于较高水平，定位中高端；公司在建、拟建和城市更新项目规模较大，存在较高的资本支出压力。

公司房地产业务主要包含旅游综合项目中配套住宅及商业地产项目（计入旅游综合业务收入）和其他子公司的房地产项目（计入房地产业务收入）。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。

从土地获取策略来看，公司通过采用“文化+旅游+城镇化”的战略，不断丰富资源获取方式；通过“特色小镇+地产”“全域旅游+地产”“滨海旅游产业示范区+地产”和“康养+地产”模式，资源获取模式更加多样化。公司在一二线城市积极拿地，并挖掘三线城市潜在机会，且公司销售集中在一二线城市，立足中高端，走高品质、差异化路线。公司具有较强的拿地优势，土地获取成本较低。

2017—2019年，公司新增土地储备面积（合并口径建筑面积）分别为230.68万平方米、1,021.48万平方米和1,208.07万平方米，其中，2019年公司新获取47块土地，主要分布在济南、西安和武汉等城市；截至2019年末，公司拥有已获得土地证的土地储备（由于无法完全准确拆分，此处统计口径包括旅游综合项目中的土地储备）合计869.01万平方米（未开发土地面积），其中旅游用地62.33万平方米，土地储备较为丰富。此外，公司还有部分城市更新项目，可为未来土地储备转化形成一定支撑，具体情况如下表所示。

表4 截至2019年末公司城市更新项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目	计容面积	总投资	获得流程及合规性	拆迁补偿资金来源	项目建设进度
坂田大贸项目	7.05	18.61	收购万霖股权获得土地	银行借款	土石方和桩基础工程施工
光明区光明大街东城市更新项目	33.00	68.16	城市更新拆除重建	自有资金及银行借款	前期阶段，待申报更新立项
光明区甲子塘城市更新项目	45.00	49.98	城市更新拆除重建	自有资金及银行借款	前期阶段，待申报更新立项
水门项目	5.52	4.30	拆迁返还合作	自有资金及银行借款	已完售
沙井项目	12.15	14.70	城市更新拆除重建	自有资金及银行借款	已完售
龙胜项目	39.20	70.75	城市更新拆除重建	自有资金及银行借款	基坑开挖
新木新村	12.43	15.20	城市更新拆除重建	自有资金及银行借款	未确权
沙井工改商项目	6.64	6.36	城市更新拆除重建	自有资金及银行借款	工程进度50%
良安田项目	48.44	60.00	城市更新拆除重建	自有资金	未确权
东塘项目	50.14	75.00	城市更新拆除重建	自有资金	未确权
合计	259.57	383.06	--	--	--

资料来源：公司提供

从开发情况来看，2017—2019年，受到公司项目开发规划的影响，公司房地产业务开发规模有所波动；公司竣工面积持续增长。从销售情况来看，2018年，公司签约销售金额264.75亿元，同比下降23.17%，签约销售面积57.57万平方米，同比下降16.18%，主要系2017年以来公司调整战略、主要投资旅游综合项目所致；2019年，公司签约销售金额414.55亿元，同比增长56.58%，签约销售面积70.93万平方米，同比增长23.21%，主要系当年华侨城大厦项目整售实现销售额109.76亿元所致。从签约销售均价来看，其受区域变化的影响有所波动，但仍然处于较高水平，与公司区域定位和产品定位保持一致。从结算情况来看，2017—2019年，公司结算金额稳中有升，但并未出现大

幅波动，仍然主要集中在深圳地区；但结算均价有所波动，其中 2017 年结算均价较低主要系当年非深圳及上海的结算面积占比增加，而其销售价格较低所致，具体情况如下表所示。受新冠肺炎疫情影响，2020 年 1—3 月，公司实现签约销售面积 4.23 万平方米，签约销售金额 27.36 亿元，

表 5 2017—2019 年公司房地产开发和销售情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新开工面积	65.52	173.67	168.86
竣工面积	2.00	68.80	85.69
期末在建面积	244.06	348.93	--
签约销售面积	68.68	57.57	70.93
签约销售金额	344.61	264.75	414.55
签约销售均价	5.02	4.60	5.84
结算面积	80.91	58.75	65.01
结算均价	2.94	4.78	4.50

注：1. 不包含旅游综合项目中房地产业务开发情况。2. 表格数据仅为并表口径。3. 2019 年期末在建面积数据未提供
 资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司主要在开发房地产项目总投资金额 2,189.11 亿元，累计投资 1,129.70 亿元，2020 年和 2021 年分别拟投资 276.81 亿元和 221.04 亿元，未来投资规模大，公司存在较大对外融资需求。

表 6 截至 2019 年末公司重点房地产在建项目开发情况（单位：亿元）

项目名称	所在地	开发模式	开发业态	预计总投资额	截至 2019 年末已投资额	2020 年预计投资	2021 年预计投资
华锦万吉星光路项目	天津市西青区	自主开发	住宅	76.67	55.40	3.48	3.03
太原华侨城侨冠项目	山西省太原市	合作开发	住宅+商业	43.68	18.04	6.50	12.00
华侨城苏河湾 41、42 街坊	上海市闸北区	自主开发	住宅/商业	44.83	25.50	10.92	8.42
和喜瑞园	无锡市经开区	自主开发	住宅	68.96	37.50	13.25	6.41
大运华府	无锡市梁溪区	自主开发	住宅	64.60	35.08	12.63	6.95
翡翠天域项目	南京市栖霞区	自主开发	住宅	127.8	81.03	10.61	12.00
燕子矶项目	江苏省南京市栖霞区	合作开发	住宅	60.00	1.18	6.98	5.00
欢乐滨江项目	南京市建邺区	自主开发	住宅+商业	179.99	103.06	20.00	23.00
宁波壹号院	宁波市鄞州区	合作开发	住宅+商业	45.00	31.23	6.41	5.11
杭州丁桥项目	杭州江干区	自主开发	住宅+商业	89.85	62.92	7.58	6.50
钱江世纪城项目	杭州萧山区	合作开发	住宅+商业	144.43	117.38	11.93	10.00
杭大江东项目	杭州余杭	合作开发	住宅+商业	62.70	34.94	7.69	2.20
温州牛山项目	浙江省温州市瓯海区	自主开发	住宅/商业	58.70	24.19	5.70	9.64
扬州华侨城	扬州市平山乡	合作开发	住宅/商业	72.87	21.37	13.05	9.98
西安国际文化中心	西安市雁塔区	合作开发	商服	43.54	14.31	--	--
宜宾三江口	宜宾三江口	自主开发	住宅+商业	51.11	19.82	13.00	14.15
武汉华侨城欢乐天际中央区（158+156）	湖北武汉	自主开发	住宅+商业	82.28	0.00	5.96	12.64
红山六九九商业中心	深圳龙华区	合作开发	商业用地	68.26	43.82	5.89	5.13
龙胜项目	深圳	合作开发	商住	70.75	13.93	10.61	6.79

深圳宝安国际会展中心配套项目	深圳宝安区	合作开发	商住	217.18	121.98	41.29	15.71
欢乐海岸（住宅+商业）	佛山顺德	自主开发	住宅+商业	50.00	27.17	15.90	5.00
华侨城创想大厦	深圳龙华区	自主开发	商业用地	95.34	81.19	8.24	5.91
曦海岸项目	海南省海口市	合作开发	商业+住宅	44.63	16.84	17.00	4.97
渔人码头项目	深圳市南山区	合作开发	商业用地	208.08	96.75	6.90	7.90
华侨城云邸	广州市增城区	自主开发	住宅+商业	75.55	35.18	8.58	11.94
潮州华侨城纯水岸项目	潮州	自主开发	住宅用地	42.31	9.89	6.71	10.66
合计	--	--	--	2,189.11	1,129.70	276.81	221.04

注：1. 上表不包含旅游综合项目中房地产业务开发情况；2. 表格中数据为并表口径
 资料来源：公司提供

从拟建项目看，截至 2019 年末，公司主要拟建房地产项目分别位于上海闵行区、深圳坪山区、东莞黄江及昆明盘龙区等，计划投资金额合计 706.91 亿元。

4. 电子业务及相关产业

公司电子业务及相关产业板块主要为其控股子公司康佳集团在彩电、白色家电、手机及其配套产品业务上的生产与销售，以及新增的供应链贸易业务和环保业务。截至2019年末，康佳集团资产总额425.87亿元，所有者权益99.27亿元；2019年，康佳集团实现营业收入551.19亿元，利润总额4.51亿元。

表 7 2017 - 2019 年康佳集团电子及供应链贸易业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
彩电	119.95	38.41	98.92	21.45	87.66	15.90
手机	9.19	2.94	3.31	0.72	3.88	0.70
白色家电	17.37	5.56	21.28	4.61	38.29	6.95
供应链贸易业务	136.53	43.72	283.49	61.46	327.45	59.41
环保	--	--	30.21	6.55	70.79	12.84
其他	29.24	9.37	24.06	5.22	23.12	4.20
合计	312.28	100.00	461.27	100.00	551.19	100.00

资料来源：公司提供

（1）彩电、手机及白色家电业务

受康佳集团改造生产线影响，康佳集团彩电产能有所下降，市场竞争激烈，销量趋于平稳、价格明显下滑；白色家电业务规模有所扩大。未来，一方面，康佳集团将对目前的部分生产线升级改造造成物流产业园，提高生产效率；另一方面，康佳集团将会拓展海外销售渠道。

彩电业务

生产方面，康佳集团率先在国内建成首条数字电视生产线，已在全国拥有三大整机生产基地——安康、莞康、昆康，其中安康和莞康分别拥有19条和15条现代化生产线，具备全系列的彩电量产能力，昆康整机年产能超过1,500万台。

原材料采购方面，康佳集团彩电业务原材料主要包括液晶屏、芯片、金属件、注塑件等，以液晶屏和芯片为主。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；主芯片采购主要通过国际主流合作厂家MSTAR和MTK和Realtek三家，易受中美贸易战影响。2019年，公司彩电业务前5名供应商集中度为36.04%，集中度较

高。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。

生产方面，2017—2019年，康佳集团彩电业务年产能分别为1,025万台、800万台和800万台，2018年大幅下降主要系2017年康佳集团根据制定的制造业务重组方案，对昆康的股权结构进行调整，昆康将被逐步打造成物流产业园，减少225万台的年产能规模所致。2017—2019年，康佳集团彩电产量持续增长，主要系销售需求以及关闭产线成本较高的共同影响所致。

销售方面，康佳集团除少部分大客户由集团总部直接负责外，主要销售业务通过20多家销售分支机构进行；截至2019年末，康佳集团销售网点超过20,000个，并与各大连锁机构及95%以上的地市级大商场开展合作。2017—2019年，康佳集团彩电销售量分别为795万台、835万台和875万台，销量趋于平稳，主要系彩电行业进入存量市场、竞争激烈所致；康佳集团彩电销售平均价格（含税）分别为1,510元/台、1,184元/台和910元/台，持续下降，一方面系行业竞争激烈，彩电价格普遍下调，另一方面系康佳集团调整结构，优化成本，主动下调价格所致。结算方面，采用先货后款方式结算，结算账期在30~45天，结算方式以银行承兑汇票和现款方式为主。

表 8 2017—2019 年及 2020 年 1—3 月康佳集团彩电产销情况（单位：万台、%、元/台）

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
产能	1,025	800	800	218
产量	438	572	725	111
产能利用率	42.70	71.50	90.64	51.06
销量	795	835	875	138
平均价格（含税）	1,510	1,184	910	--
产销率	130.41	146.02	120.72	123.98

注：康佳集团为提升产品竞争力，与部分有成本竞争力的 OEM 厂商签订了整机产品采购的协议，委托其加工康佳集团产品，因此康佳集团产销率普遍大于 100%

资料来源：公司提供

康佳集团彩电销售以国内销售为主，外销占比较低。在海外，康佳集团通过建立分公司、联络处及办事处等手段，搭建起完善的海外营销网络，已在美国、印尼、印度、澳大利亚、阿联酋、伊拉克、伊朗等国家设有分销机构，海外营销网络覆盖世界100多个国家和地区，并已进入北美及欧洲的最大电器连锁市场，与全球主流渠道均有合作。未来公司将积极拓展海外的销售渠道，提高海外业务在公司电子业务收入的占比。

手机及白色家电业务

2017—2019年，康佳手机分别实现收入为9.19亿元、3.31亿元和3.88亿元。2018年大幅下降主要是由于受大环境影响，国内运营商市场低迷不振，海外市场核心客户松下产品结构调整及执行“印度制造”计划、Qmobile客户订单的丢失以及拉美Blu的合作因素，公司手机订单未达预期，最终导致手机销量下滑；2019年，手机收入维持在较低规模；2020年1—3月，公司实现手机收入0.06亿元。

公司白色家电业务主要经营冰箱、洗衣机、空调、冷柜等产品，以冰箱为主要产品，并拥有滁州冰箱工业园作为生产基地，白电年产能达300万台，冰箱年产能228万台。2017—2019年，公司冰箱产量分别为96.1万台、145.0万台和159.7万台；销量分别为93.9万台、121.4万台及149.6万台。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。2020年1—3月，公司冰箱产量为22万台，销量为25万台。

（2）供应链贸易业务

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

康佳集团自2017年全面开展供应链贸易业务，该业务是基于其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，有利于逐步与电子业务产业链的上游供应商和下游客户建立较好的合作关系，及时了解并掌握所用材料的价格，且有利于现有产品的成本控制。康佳集团供应链贸易业务的主要产品包括存储芯片、手机及设备、不锈钢、塑胶原料、液晶显示屏等。

康佳集团供应链贸易业务以外贸执行业务和贸易执行业务为主，其中，外贸执行业务包括通关、商检、物流、仓储、配送、税务、结算、商务、保险等专业的一站式业务；采购区域主要在西南、中南，销售区域主要在香港、越南、巴基斯坦、韩国等。贸易执行业务是康佳集团基于买方的采购意向或采购需求，向已有供应商资源或特定品牌商进行集中采购；主要采销区域主要在香港。

2018年，供应链管理业务实现收入283.49亿元³，同比大幅增长；其中外贸综合业务22.88亿元，贸易执行业务258.44亿元，集成加工服务2.17亿元。2019年，供应链管理业务的收入规模已经达到了327.45亿元，同比增长15.51%。其中，贸易执行业务2019年前五大供应商及前五大客户分别占61%和52%，上下游集中度高。2020年1—3月，公司供应链贸易业务仍以贸易执行业务为主。

5. 在建工程

公司在建工程规模和尚需投资金额尚可，同时考虑到公司的销售回款和融资能力，资本支出压力一般。

截至2019年末，公司在建项目（表3及表6的在建项目除外）主要如下表，项目投资总额120.77亿元，已投资36.70亿元，主要投资项目包括子公司世博集团投资项目及子公司康佳集团投资项目；2020年和2021年投资计划分别为35.79亿元和29.18亿元，未来投资规模不大。

表9 截至2019年末公司主要在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资额	截至2019年末已投资额	未来投资计划		
			2020年	2021年	2022年
大鹏所城一期项目	1.66	0.09	1.57	--	--
云南文投集团云南文学院建设项目	1.60	1.00	0.36	0.01	--
中柬文化创意园	2.14	1.21	0.93	--	--
康佳集团（光明项目）	7.30	3.22	4.08	--	--
康佳集团（安康智能工厂项目 172.36 亩+342.72 亩）	9.56	7.49	1.00	1.07	--
遂宁电子产品标准厂房 156 亩	3.12	2.90	0.22	--	--
半导体光电研究院项目一期	5.56	0.82	4.74	--	--
光明小镇建设	7.08	0.01	5.43	1.64	--
中法-锦江大道	12.49	0.51	3.69	7.85	0.45
世博集团-世博园艺术广场升级改造项目（昆明故事）	6.90	0.36	0.14	0.08	0.08
世博集团-云旅旅游服务中心项目	5.50	1.68	1.04	2.79	--
世博集团-昆明轿子山转龙旅游度假区及配套设施建设项目—酒店部分一期	1.70	0.97	0.60	0.13	--
世博集团-昆明轿子山转龙旅游度假区及配套设施建设项目—综合楼	0.39	0.37	0.02	--	--
世博集团-腾冲石墙温泉度假村	15.59	3.58	0.66	5.99	2.78
世博集团-云南世界恐龙谷二期项目	7.50	7.12	0.38	--	--
丽江老君山黎明红石街旅游小镇服务区建设项目一期建设工程	0.54	0.3613	0.1326	0.0461	--

³此处与表2中供应链管理业务收入的差异主要为云南文投的贸易业务。

世博集团-九乡叠虹桥提升改造项目	5.80	1.07	1.48	3.26	--
世博集团-九乡旅游小镇项目	16.34	3.91	7.82	4.61	--
白水仙瀑景区	10.00	0.03	1.50	1.70	2.00
合计	120.77	36.70	35.79	29.18	5.31

注：表格数据口径均为并表口径，非权益口径
 资料来源：公司提供

6. 经营效率

公司经营周转率整体有所下降，主要与公司发展战略有关。

2017—2019 年，公司流动资产周转次数分别为 0.47 次、0.42 次和 0.38 次，存货周转次数分别为 0.60 次、0.51 次和 0.45 次，总资产周转次数分别为 0.32 次、0.29 次和 0.26 次，均呈现持续下降态势，主要系自 2017 年开始公司向文化旅游业务进行重心调整所致。

7. 经营关注

（1）旅游度假行业竞争激烈，“文化+旅游+城镇化”模式推广具有不确定性

我国旅游度假产业发展模式单一，产业集中度低，竞争在一段时期内仍将较为激烈；随着越来越多的企业进入旅游度假行业，公司旅游综合业务面临一定的经营压力。公司采用“文化+旅游+城镇化”模式拿地 and 开发，所需地块的占地面积很大，且对当地的人口流量也有较高的要求；该模式在一线和强二线城市推广较好，但在其余城市的复制推广存在不确定性。

（2）电子综合业务盈利能力较差

国内家电市场行情低迷、行业竞争激烈，且家电行业优惠补贴资金的扣回等综合因素压缩了公司电子业务的盈利空间。近两年，随着家电行业竞争白热化，品牌竞争加剧，公司电子业务中家电收入持续下滑，电子相关供应链贸易业务毛利率较低，盈利能力较差，电子业务经营面临较大的压力。

（3）公司旅游综合项目和房地产业务投资规模增长较快，资金需求大

近年来，公司积极拓展旅游综合项目和房地产项目，产业链并购和对外投资力度增加，在建项目投资规模很大，资金需求大。

（4）疫情对旅游综合业务形成一定负面冲击

2020年以来，由于新冠疫情的爆发，国内外经济形势和疫情防控发生重大变化；而文化旅游作为直接面向消费者的产业受疫情冲击最为直接，全年经营受疫情影响较大，需求持续受到抑制。整体看，本次疫情对公司旅游综合业务形成较大冲击。

8. 未来发展

公司发展战略清晰，经营思路务实，有利于公司实现稳健发展。

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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017—2019 年财务报表已经审计，并由事务所出具了标准无保留意见的审计结论。公司子公司数量较多，每年新增/减少子公司较为频繁且数量较大，但对公司整体财务数据的可比性影响一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 5,525.45 亿元，负债合计 3,859.92 亿元，所有者权益 1,665.53 亿元，其中归属于母公司所有者权益 741.80 亿元。2019 年，公司实现营业收入 1,309.82 亿元，净利润 182.11 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 92.33 亿元；经营活动产生的现金流量净额-123.89 亿元，现金及现金等价物净增加额 115.14 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 5,851.90 亿元，负债合计 4,155.22 亿元，所有者权益 1,696.69 亿元，其中归属于母公司所有者权益 752.89 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 154.99 亿元，净利润-9.49 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-8.43 亿元；经营活动产生的现金流量净额-158.00 亿元，现金及现金等价物净增加额 113.07 亿元。

2. 资产质量

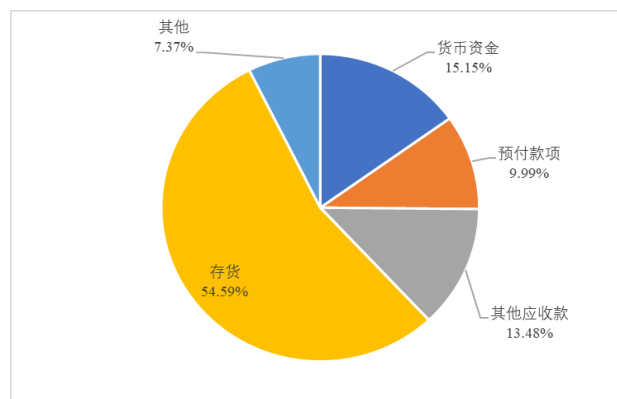
受公司增加对旅游综合项目以及房地产项目投资的影响，公司资产规模快速增长；现金类资产充裕；存货占比较大且主要分布在一线和强二线城市，地理位置较好；预付款项和其他应收款对资金形成一定占用；投资性房地产采用成本计量，具有较大增值空间；公司资产受限比例低。整体看，公司资产质量好。

2017—2019 年，公司合并资产总额连续增长，年均复合增长 30.92%，主要来自于流动资产的增加。截至 2019 年末，公司合并资产总额 5,525.45 亿元，较上年末增长 24.45%；其中，流动资产占 69.76%，非流动资产占 30.24%，以流动资产为主。

(1) 流动资产

2017—2019 年，公司流动资产连续增长，年均复合增长 33.40%。截至 2019 年末，公司流动资产 3,854.77 亿元，较上年末增长 24.04%，主要系存货和预付款项的增加所致；主要由货币资金（占 15.15%）、预付款项（占 9.99%）、其他应收款（占 13.48%）和存货（占 54.59%）构成。

图2 截至2019年末公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报，联合评级整理

2017—2019 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 10.10%。截至 2018 年末，公司货币资

金余额为 481.04 亿元，基本保持稳定。截至 2019 年末，公司货币资金 583.91 亿元，较上年末增长 21.38%，主要系业务规模扩大以及融资规模扩大所致。货币资金中有 42.26 亿元受限资金，受限比例为 7.24%，主要为用于办理银行承兑汇票、各种保函的保证金及贷款质押等。

2017—2019 年，公司预付款项波动增长，年均复合增长 40.09%。截至 2018 年末，公司预付款项为 163.31 亿元，较上年末下降 16.82%，主要系公司预付土地款和预付工程款下降的共同影响所致。截至 2019 年末，公司预付款项 385.28 亿元，较上年末增长 135.91%，主要系本期预付土地款增加所致。

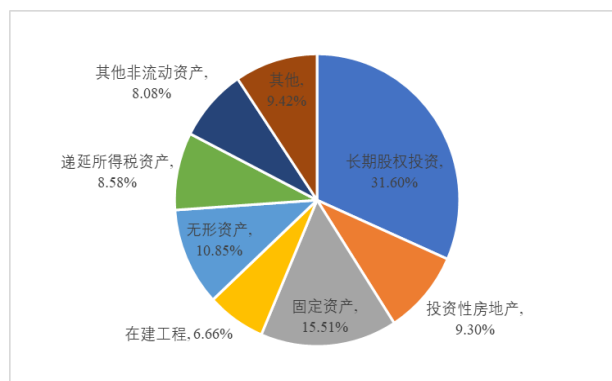
2017—2019 年，公司其他应收款（含应收利息和应收股利）连续增长，年均复合增长 67.06%。截至 2018 年末，公司其他应收款（含应收利息和应收股利）为 434.78 亿元，较上年末增长 133.54%，主要系公司购地保证金增加和对参股公司委托贷款（子公司华侨城股份房地产合作开发项目增加，主要为华侨城股份对合营企业的拆借款）增加所致。截至 2019 年末，公司其他应收款（含应收利息和应收股利）519.57 亿元，较上年末增长 19.50%，主要系参股公司委托贷款（子公司华侨城股份房地产合作开发项目增加，主要为华侨城股份对合营企业的拆借款）增加所致。

公司存货主要包括房地产开发项目和非房地产开发项目两类。2017—2019 年，公司存货连续增长，年均复合增长 37.75%。截至 2018 年末，公司存货为 1,805.01 亿元，较上年末增长 62.75%，主要系当年新增土地储备较多以及项目建设开发投入增加的共同影响所致。截至 2019 年末，公司存货 2,104.46 亿元，较上年末增长 16.59%，主要系房地产业务开发投资加快所致；主要由开发成本（占比 88.55%）和开发产品（占比 8.22%）构成；公司已计提存货跌价准备 3.84 亿元（主要来自于库存商品），考虑到公司房地产开发项目的地理位置较好，主要分布在一线和强二线城市，存货减值可能性较低，存货跌价准备计提较为合理。

（2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产连续增长，年均复合增长 25.68%，主要系 2018 年长期股权投资及 2019 年其他非流动资产增加的共同影响所致。截至 2019 年末，公司非流动资产 1,670.68 亿元，较年初增长 25.39%；主要由长期股权投资（占 31.60%）、投资性房地产（占 9.30%）、固定资产（占 15.51%）、在建工程（占 6.66%）、无形资产（占 10.85%）、递延所得税资产（占 8.58%）和其他非流动资产（占 8.08%）构成。

图 3 截至 2019 年末公司非流动资产构成情况



资料来源：公司年报，联合评级整理

2017—2019 年，公司长期股权投资连续增长，年均复合增长 22.71%，主要系对合营、联营企业的投资增加所致。截至 2019 年末，公司长期股权投资 527.91 亿元，较上年末增长 15.21%；2019 年，

公司权益法下确认长期股权投资收益 44.03 亿元，同比增长 10.22%，主要来自于公司对中国光大银行、华能资本服务有限公司以及江苏国信股份有限公司等公司的投资收益。

公司投资性房地产采用成本模式进行后续计量，有较大升值空间。2017—2019 年，公司投资性房地产连续增长，年均复合增长 43.08%。截至 2019 年末，公司投资性房地产 155.40 亿元，较上年末增长 75.17%，主要系自持完工物业从存货、在建工程等科目调整至投资性房地产科目所致。其中，尚未办妥产权证书的房屋建筑账面价值为 25.16 亿元。

2017—2019 年，公司固定资产（含固定资产及固定资产清理）连续增长，年均复合增长 11.22%。截至 2019 年末，公司固定资产合计 259.06 亿元，较上年末增长 12.05%，主要系房屋及建筑物增加所致；主要由房屋及建筑物（占比 68.66%）和机器设备（占比 20.55%）构成，累计计提折旧 178.77 亿元；固定资产成新率 55.13%，成新率较低。

2017—2019 年，公司在建工程（含在建工程和工程物资）连续增长，年均复合增长 61.07%。截至 2019 年末，公司在建工程合计为 111.26 亿元，较上年末增长 44.37%，主要系公司景区投资、自持物业投资和产业园投资较上年同期有所增加所致。

2017—2019 年，公司无形资产连续增长，年均复合增长 33.56%。截至 2019 年末，公司无形资产 181.31 亿元，较上年末增长 17.12%，主要系购置土地使用权所致，其中土地使用权（旅游产品用地、商业用地、自用和工业用地）占比 94.66%；累计摊销 26.94 亿元，计提减值准备 0.42 亿元。

2017—2019 年，公司递延所得税资产连续增长，年均复合增长 20.82%。截至 2019 年末，公司递延所得税资产 143.30 亿元，较上年末增长 19.62%，主要系公司预提土地增值税、内部交易未实现利润、预收款预计毛利润等因素影响所致。

2017—2019 年，公司其他非流动资产波动增长，年均复合增长 14.27%。截至 2018 年末，公司其他非流动资产为 66.43 亿元，较上年末减少 35.74%，主要系参股公司归还贷款所致。截至 2019 年末，公司其他非流动资产为 134.98 亿元，较上年末增长 103.18%，主要系本期对参股公司委贷较上年有所增加所致。

截至 2019 年末，公司受限资产合计 279.74 亿元，占总资产比重为 5.06%，受限比例低。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 5,851.90 亿元，较年初增长 5.91%，主要系存货增加所致。其中，流动资产占 70.76%，非流动资产占 29.24%，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

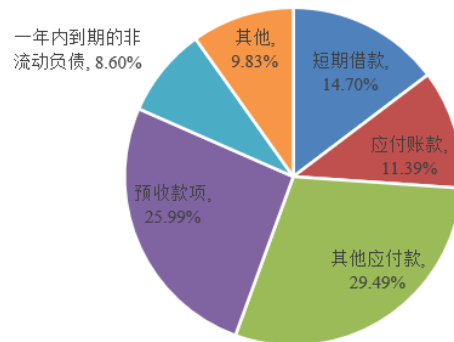
（1）负债

公司负债以流动负债为主；公司加快推进旅游综合项目的开发投资以及房地产项目的开发建设，债务规模持续上升，但债务负担仍处可控范围。

2017—2019 年，公司负债总额连续增长，年均复合增长 33.46%，主要来自流动负债的增加。截至 2019 年末，公司负债总额 3,859.92 亿元，较上年末增长 26.66%。其中，流动负债占 64.92%，非流动负债占 35.08%，以流动负债为主。

2017—2019 年，公司流动负债连续增长，年均复合增长 33.08%。截至 2019 年末，公司流动负债 2,505.74 亿元，较上年末增长 31.60%，主要系短期借款和预收款项的增加所致；主要由短期借款（占 14.70%）、应付账款（占 11.39%）、其他应付款（占 29.49%）、预收款项（占 25.99%）和一年内到期的非流动负债（占 8.60%）构成。

图 4 截至 2019 年末公司流动负债构成情况



资料来源：公司年报，联合评级整理

2017—2019 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 18.36%。截至 2018 年末，公司短期借款 217.44 亿元，较上年末下降 17.29%，主要系当年资金偿还所致。截至 2019 年末，公司短期借款 368.27 亿元，较上年末增长 69.37%，主要系为了满足扩张的资金需求，银行借款较上年增加所致；主要以信用借款（占 84.74%）、保证借款（占 6.70%）和质押借款（占 5.64%）为主。

2017—2019 年，公司应付账款连续增长，年均复合增长 32.18%。截至 2019 年末，公司应付账款 285.31 亿元，较上年末增长 27.18%，主要系当年地产项目增加使得在建工程款增加所致，其中，期限在一年以内的占比 62.77%。

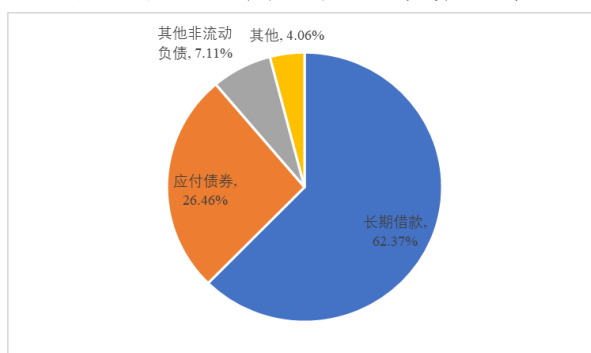
2017—2019 年，公司其他应付款（含应付利息、应付股利和其他应付款）连续增长，年均复合增长 30.16%，主要系按清算口径计提的土地增值税增加和对参股公司的往来款增加所致。截至 2019 年末，公司其他应付款（合计）738.97 亿元，较上年末增长 15.62%。其中，公司根据《国家税务总局关于房地产开发企业土地增值税清算管理有关问题的通知》基于清算口径计提了土地增值税，2019 年末公司土地增值税余额为 315.98 亿元。

2017—2019 年，公司预收款项连续增长，年均复合增长 40.24%。截至 2019 年末，公司预收款项 651.37 亿元，较上年末增长 46.83%，主要系地产项目回款增加所致。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债连续增长，年均复合增长 89.36%。截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 215.60 亿元，较上年末增长 46.61%，主要系长期借款重分类所致；主要由一年内到期的长期借款（占 58.52%）和一年内到期的应付债券（占 39.21%）构成。

2017—2019 年，公司非流动负债连续增长，年均复合增长 34.19%，主要系长期借款和应付债券的共同影响所致。截至 2019 年末，公司非流动负债 1,354.18 亿元，较上年末增长 18.44%，主要系长期借款增加所致；主要由长期借款（占 62.37%）、应付债券（占 26.46%）和其他非流动负债（占 7.11%）构成。

图 5 截至 2019 年末公司非流动负债构成情况



资料来源：公司年报，联合评级整理

2017—2019 年，公司长期借款连续增长，年均复合增长 40.16%，主要系公司基于经营所需，增加投资及资源储备所致。截至 2019 年末，公司长期借款 844.56 亿元，较上年末增长 32.79%，主要系公司为拓宽融资渠道、优化借款结构所致；长期借款主要由保证借款和信用借款构成。

2017—2019 年，公司应付债券连续增长，年均复合增长 34.21%。截至 2018 年末，公司应付债券余额为 346.89 亿元，较上年末增加 74.42%，主要系公司 2018 年发行“18 华侨城 PPN001”“18 华侨城 PPN002”“18 华侨城 MTN001”“18 华侨城 PPN003”“18 华侨城 PPN004”“18 侨集 01”和“18 侨集 02”等债券所致。截至 2019 年末，公司应付债券 358.26 亿元，较年初增长 3.28%，基本保持稳定，主要系当年新发行债券规模略大于重分类至一年内到期的应付债券规模所致。

2017—2019 年，公司其他非流动负债连续下降，年均复合下降 2.69%。截至 2019 年末，公司其他非流动负债 96.34 亿元，较上年末下降 0.20%，较上年末变化不大；以中保投华侨城（深圳）旅游文化城市更新股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“中保投基金”）⁴接受的 LP 投资款为主。

全部债务方面，2017—2019 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 34.15%，主要系业务规模扩大所致。截至 2019 年末，公司全部债务为 1,828.79 亿元，较上年末增长 26.88%，以长期债务（占比 66.42%）为主。债务指标方面，2017—2019 年，公司资产负债率分别为 67.22%、68.63%和 69.86%，全部债务资本化比率分别为 49.02%、50.86%和 52.34%，长期债务资本化比率分别为 37.60%、41.54%和 42.17%，均呈现小幅增长的态势，主要系融资规模的扩大所致，但仍处于相对可控的状态。

2017—2019 年，公司其他权益工具分别为 193.97 亿元、273.77 亿元和 355.71 亿元，全部为永续债；若将该部分调整至债务科目，则近三年公司全部债务分别为 1,210.11 亿元、1,988.94 亿元和 2,184.50 亿元，资产负债率分别为 73.24%、74.80%和 76.29%，全部债务资本化比率分别为 58.38%、60.52%和 62.52%，长期债务资本化比率分别为 49.05%、53.04%和 54.52%。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 4,155.22 亿元，较上年末增长 7.65%，主要系借款增加所致。其中，流动负债占 65.00%，非流动负债占 35.00%，负债结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 2,061.04 亿元⁵，较上年末增长 12.70%。其中，短期债务 761.32 亿元（占 36.94%），长期债务 1,299.71 亿元（占 63.06%）。截至 2020 年 3 月末，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 71.01%、54.85%和 43.38%。

如将永续债调入长期债务，截至 2020 年 3 月末，公司全部债务增至 2,446.73 亿元。其中，短期债务 761.32 亿元（占 31.12%），长期债务 1,685.40 亿元（占 68.88%）。截至 2020 年 3 月末，公司资

⁴ 中保投基金成立于 2017 年 8 月 17 日，总规模为 150 亿元，有限合伙人出资期限 10 年，按照年化 5.5%收取固定收益，基金每年 0.15%的管理费及超额收益全部分配给华侨城资本投资。截至 2019 年末，各合伙人出资金额累计 94 亿元。

⁵ 由于无法获取 2020 年一季度财务报表附注明细，因此 2020 年 3 月末的债务计算和调整方式与 2017—2019 年不同。

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 77.60%、65.11%和 56.25%。

(2) 所有者权益

公司所有者权益中未分配利润和其他权益工具占比偏高，少数股东权益规模大幅增长；权益的稳定性有待提升。

2017—2019 年，公司所有者权益连续增长，年均复合增长 25.54%，主要系少数股东权益（2018 年公司将持有的华侨城股份 6.48%的股权划转给其他公司以及公司的子公司近年来持续发生大额且非 100%股权并购行为的共同影响）、未分配利润和其他权益工具（主要为公司发行的永续债）增长共同影响所致。截至 2019 年末，公司所有者权益合计 1,665.53 亿元，较上年末增长 19.59%，主要系少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 44.54%，少数股东权益占比为 55.46%。截至 2019 年末，公司归属于母公司所有者权益合计 741.80 亿元，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 16.18%、47.95%、0.73%、-1.08%和 34.67%。公司所有者权益中少数股东权益、其他权益工具（主要为永续债）和未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性有待提升。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 1,696.69 亿元，较上年末增长 1.87%，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 44.37%，少数股东权益占比为 55.63%。

4. 盈利能力

公司收入和净利润连续增长，费用规模有所增加，投资收益对公司利润贡献较大，但波动性强、可持续性一般；公司整体盈利能力强。

2017—2019 年，公司营业收入连续增长，年均复合增长 27.87%。其中 2018 年的增长主要来自于供应链贸易业务和房地产业务、2019 年的增长主要来自于旅游综合业务；2019 年，公司实现营业收入 1,309.82 亿元，较上年增长 18.70%。2017—2019 年，公司净利润连续增长，年均复合增长 16.91%，其中 2018 年净利润增幅略低于营业收入增幅主要系投资收益下滑所致；2019 年，公司净利润 182.11 亿元，较上年增长 15.02%。

从期间费用看，2017—2019 年，公司期间费用分别为 109.29 亿元、150.32 亿元和 158.96 亿元，年均复合增长 20.60%。2019 年，公司期间费用中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 31.01%、39.10%、3.62%和 26.27%。2017—2019 年，公司销售费用持续增长，年均复合增长 8.31%，主要系市场拓展费用增加所致；管理费用持续增长，年均复合增长 22.60%，主要系人工费用增加所致；财务费用波动增长，年均复合增长 26.92%，其中 2018 年同比增长 76.21%主要系债务规模大幅增长所致，2019 年同比减少 8.58%主要系利息收入增加所致。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 13.64%、13.62%和 12.14%，较为稳定。

2017—2019 年，公司投资收益分别为 139.95 亿元、88.00 亿元和 105.46 亿元，波动较大，占营业利润比例分别为 74.43%、45.01%和 44.72%，公司营业利润对投资收益的依赖性较高，可持续性一般。2017 年，公司投资收益主要由公司所持中国国旅股票较 2016 年减少 78.39 万股产生投资收益 18.13 亿元、公司下属公司出售北京侨禧投资有限公司 49%股权产生投资收益 19.60 亿元、康佳集团出让深圳市康侨佳城置业投资有限公司 70%股权和昆山康佳电子有限公司 51%股权产生投资收益 65.80 亿元构成；2018 年，公司实现投资收益同比下降 37.12%，主要系处置长期股权投资产生的投资收益大幅减少所致；2019 年，公司实现投资收益同比增长 19.85%，主要系当年部分子公司丧失控制权后剩余股权按照公允价值重新计量产生利得的影响所致。2017—2019 年，公司其他收益分别为 2.50 亿元、7.99 亿元和 18.33 亿元，年均复合增长 170.56%，占营业利润比例分别为 1.33%、4.09%

和 7.77%，其中 2019 年增幅较大主要系当年收到扶持资金 10.01 亿元（上年同期仅为 0.23 亿元）所致。2017—2019 年，公司营业外收入分别为 7.82 亿元、8.14 亿元和 5.41 亿元，年均复合减少 16.82%，其中 2019 年有所下滑主要系当期未形成负商誉（2018 年该科目为 3.87 亿元）所致。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司营业利润率分别为 22.44%、23.14%和 21.36%，波动下降但仍相对稳定。2017—2019 年，公司总资本收益率分别为 10.50%、8.74%和 7.72%，总资产报酬率分别为 8.96%、6.75%和 6.05%，净资产收益率分别为 16.50%、12.93%和 11.91%，均呈现连续下降趋势。公司各盈利指标尚可。

受新冠肺炎疫情影响，2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 154.99 亿元，较上年同期下降 24.23%；实现净利润-9.49 亿元，较上年同期下降 156.88%，主要系新冠肺炎疫情使得公司旅游综合业务亏损以及当期确认的投资收益大幅下滑的共同影响所致。其中，归属于母公司所有者净利润为-8.43 亿元。

5. 现金流

受房地产和旅游业务开发支出增加的影响，公司经营活动和投资活动净现金流持续为大规模净流出状态，公司经营及投资支出规模较大，存在较大的外部融资需求。

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入分别为 1,328.40 亿元、1,482.96 亿元和 2,017.13 亿元，连续增长，年均复合增长 23.23%，主要系地产项目（包括旅游地产）的销售规模扩大同时加速回款所致。2017—2019 年，公司经营活动现金流出分别为 1,480.84 亿元、1,656.17 亿元和 2,141.01 亿元，连续增长，年均复合增长 20.24%，主要系公司综合旅游板块和房地产板块项目建设需求、加大了土地投资及储备的力度所致。2017—2019 年，公司经营活动现金净额分别为-152.44 亿元、-173.21 亿元和-123.89 亿元，仍然呈现大规模净流出状态。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入分别为 249.81 亿元、247.65 亿元和 260.02 亿元，年均复合增长 2.02%，基本保持稳定。2017—2019 年，公司投资活动现金流出分别为 608.28 亿元、477.23 亿元和 392.58 亿元，连续下降，年均复合下降 19.66%，主要系公司投资放缓使得投资支付的现金和取得子公司及其他营业单位支付的现金减少所致。2017—2019 年，公司投资活动现金净额分别为-358.47 亿元、-229.58 亿元和-132.56 亿元，连续下降，但仍然呈现净流出状态，公司对外投资规模大。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入分别为 1,258.99 亿元、1,218.60 亿元和 1,493.71 亿元，波动增长，年均复合增长 8.92%，自 2017 年以来维持在较高水平，主要系公司经营规模扩大带动融资需求增加所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出分别为 500.93 亿元、841.87 亿元和 1,122.34 亿元，连续增长，年均复合增长 49.68%，主要系偿还债务规模扩大所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金净额分别为 758.06 亿元、376.73 亿元和 371.36 亿元，连续下降，但持续呈现净流入状态。

受疫情影响，2020 年 1—3 月，公司经营活动现金流净额为-158.00 亿元（上年同期为-26.04 亿元）；投资活动现金流净额为-38.33 亿元（上年同期为-75.70 亿元）；筹资活动现金流净额为 309.22 亿元（上年同期为 366.35 亿元），仍然保持较大的筹资活动流入规模。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较强，长期偿债能力较强，此外，考虑到公司作为隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，在股东支持、行业地位、多元化经营格局、房地产开发模式和土地储备等方面具有显著优势，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看, 2017—2019 年, 公司流动比率分别为 1.53 倍、1.63 倍和 1.54 倍, 呈波动增长态势, 流动资产对流动负债的覆盖程度尚可; 速动比率分别为 0.75 倍、0.68 倍和 0.70 倍, 呈波动下降态势。2017—2019 年, 公司现金短期债务比分别为 1.41 倍、1.14 倍和 1.00 倍, 虽然持续下滑, 但现金类资产对短期债务的保障程度仍然尚可。总体看, 公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看, 2017—2019 年, 公司 EBITDA 分别为 250.02 亿元、291.06 亿元和 337.36 亿元, 呈持续增长态势。2019 年, 公司 EBITDA 结构中利润总额占 70.90%、计入财务费用的利息支出占 18.43%、折旧占 7.65%、摊销占 3.01%, 公司 EBITDA 以利润总额为主。2017—2019 年, 公司 EBITDA 利息倍数分别为 6.42 倍、3.16 倍和 3.08 倍; EBITDA 全部债务比分别为 0.25 倍、0.20 倍和 0.18 倍; 公司 EBITDA 对利息支出和全部债务的保障能力较强。总体看, 公司长期偿债能力较强。

截至 2020 年 3 月末, 公司共获得各家商业银行授信额度总量为 4,456 亿元, 已使用授信额度为 2,043 亿元, 尚未使用的额度为 2,413 亿元。公司拥有四家境内外上市公司, 直接及间接融资渠道通畅。

截至 2019 年末, 公司合并口径尚未履行及未履行完毕的对外担保金额为 52.75 亿元, 占公司净资产的 3.17%, 占比较低, 或有负债风险不大。

截至 2019 年末, 公司无重大涉诉案件。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告, 截至 2020 年 7 月 23 日, 公司已结清和未结清信贷信息中均不存在关注类和不良类信息。

7. 母公司分析

母公司收入规模很小, 盈利及偿债来源主要来自投资收益; 虽然母公司债务(含永续债)规模大, 债务负担较重, 但其融资渠道畅通, 实际偿还压力不大。

截至 2019 年末, 母公司资产总额 1,112.32 亿元, 较年初增长 9.95%, 主要系其他非流动资产增加所致; 主要由长期股权投资(713.99 亿元)和其他非流动资产(251.64 亿元)构成。

截至 2019 年末, 母公司负债总额 556.10 亿元, 较年初增长 4.78%, 基本保持稳定; 主要由短期借款(160.60 亿元)、应付债券(158.71 亿元)、长期借款(85.85 亿元)和一年内到期的非流动负债(82.74 亿元)构成。截至 2019 年末, 母公司资产负债率为 49.99%, 较年初减少 2.47 个百分点; 全部债务资本化比率为 46.73%, 较年初增加 2.52 个百分点; 长期债务资本化比率为 30.54%, 较年初减少 6.48 个百分点。

截至 2019 年末, 母公司所有者权益 556.23 亿元, 主要为实收资本(120.00 亿元)、其他权益工具(355.71 亿元); 整体看, 母公司永续债规模较大。

2019 年, 母公司实现营业收入 4.20 亿元、投资收益 55.03 亿元、净利润 34.88 亿元。整体看, 母公司利润主要来自于投资收益, 亦是其主要的偿债来源。

2019 年, 母公司经营活动产生的现金流量净额 4.06 亿元, 投资活动产生的现金流量净额-101.10 亿元, 筹资活动产生的现金流量净额 65.96 亿元。

八、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2020 年 3 月末, 公司债务总额为 2,061.04 亿元, 本期拟发行债券发行规模不超过 20 亿元,

相对于目前公司债务规模，本期债券对公司债务水平影响一般。

以 2020 年 3 月末财务数据为基础，假设本期债券募集资金为 20 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 71.11%、55.09%和 43.75%，公司整体债务负担略有加重，但考虑到募集资金将部分用于偿还有息债务，公司实际债务负担或将低于上述测算值。

若将永续债计入全部债务，以 2020 年 3 月末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 20 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 77.67%、65.30%和 56.54%，公司整体债务负担有所加重，但考虑到募集资金将部分用于偿还有息债务，公司实际债务负担或将低于上述测算值。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2019 年的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 337.36 亿元，为本期债券发行额度（20 亿元）的 16.87 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度很高。2019 年，公司经营活动现金流入量为 2,017.13 亿元，为本期债券发行额度的 100.86 倍，对本期债券覆盖程度极高。

综合以上分析，并考虑到公司作为隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，在股东支持、行业地位、多元化经营格局、房地产开发模式和土地储备等方面具有显著优势，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

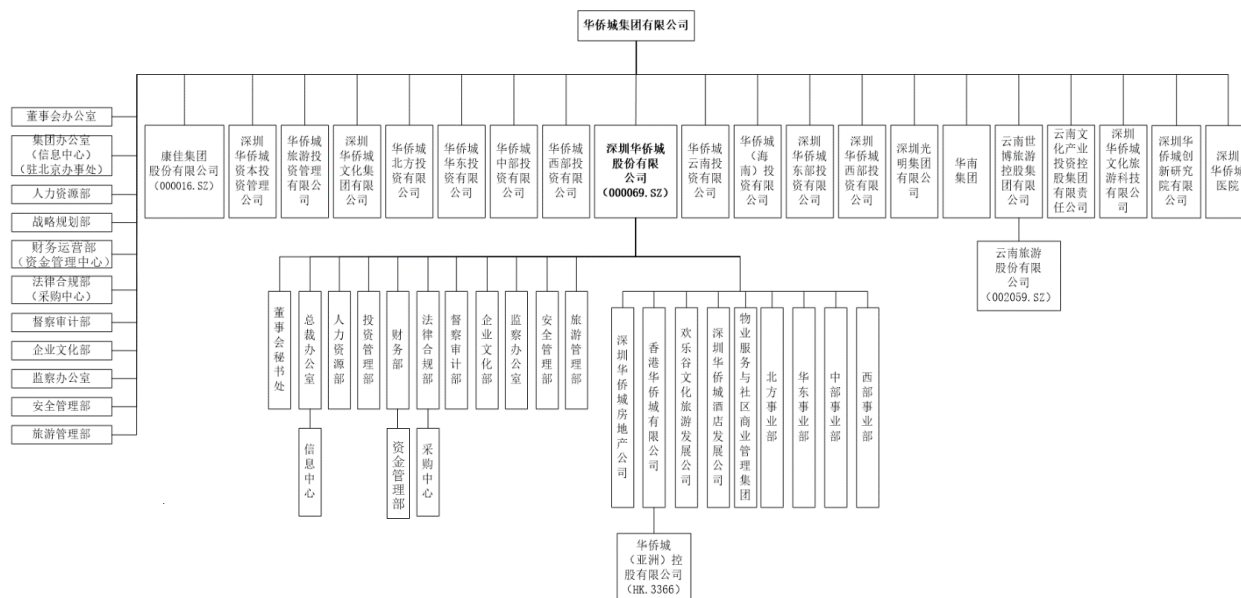
九、综合评价

公司作为大型中央企业，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。近年来，公司积极布局旅游综合项目，保持较大的拿地节奏，收入规模实现快速增长，盈利能力强；公司融资渠道畅通，资产质量好。同时，联合评级也关注到旅游行业和电子行业市场竞争激烈、经营风险较高，文旅行业受疫情影响较大，公司收并购和对外投资力度增加，经营和投资活动资金需求大以及债务快速增加等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司持续加大旅游综合项目的投资，综合竞争力有望进一步提升，收入有望持续增长，整体信用状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2020 年 3 月末华侨城集团有限公司 组织结构图



附件 2 华侨城集团有限公司

主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	3,223.82	4,440.04	5,525.45	5,851.90
所有者权益（亿元）	1,056.82	1,392.65	1,665.53	1,696.69
短期债务（亿元）	379.47	451.63	614.06	761.32
长期债务（亿元）	636.67	989.76	1,214.73	1,299.71
全部债务（亿元）	1,016.14	1,441.40	1,828.79	2,061.04
营业收入（亿元）	801.08	1,103.49	1,309.82	154.99
净利润（亿元）	133.23	158.32	182.11	-9.49
EBITDA（亿元）	250.02	291.06	337.36	--
经营性净现金流（亿元）	-152.44	-173.21	-123.89	-158.00
流动资产周转次数（次）	0.47	0.42	0.38	1.15
存货周转次数（次）	0.60	0.51	0.45	--
总资产周转次数（次）	0.32	0.29	0.26	0.03
现金收入比率（%）	119.05	113.82	122.39	149.45
总资本收益率（%）	10.50	8.74	7.72	-1.05
总资产报酬率（%）	8.96	6.75	6.05	-0.59
净资产收益率（%）	16.50	12.93	11.91	-2.26
营业利润率（%）	22.44	23.14	21.36	15.35
费用收入比（%）	13.64	13.62	12.14	22.74
资产负债率（%）	67.22	68.63	69.86	71.01
全部债务资本化比率（%）	49.02	50.86	52.34	54.85
长期债务资本化比率（%）	37.60	41.54	42.17	43.38
EBITDA 利息倍数（倍）	6.42	3.16	3.08	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.20	0.18	--
流动比率（倍）	1.53	1.63	1.54	1.53
速动比率（倍）	0.75	0.68	0.70	0.65
现金短期债务比（倍）	1.41	1.14	1.00	0.95
经营现金流动负债比率（%）	-10.77	-9.10	-4.94	-5.85
EBITDA/本期发债额度（倍）	12.50	14.55	16.87	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。2. 除特别说明外，均指人民币。3. 2017-2019 年，公司其他流动负债有息债务部分调整至短期债务，长期应付款中债务部分调整至长期债务，并根据此口径对以往 2017 年及 2018 年债务相关数据进行追溯调整；2020 年 1-3 月，由于未获取报表附注明细，未按照上述规则进行债务调整

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 销售费用 + 财务费用 + 研发费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券发行额度

注： 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 华侨城集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行 可续期公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年华侨城集团有限公司年报公告后的两个月内，且不早于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

华侨城集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。华侨城集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注华侨城集团有限公司的相关状况，以及包括递延支付利息权在内的可续期债券下设特殊条款，如发现华侨城集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如华侨城集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至华侨城集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送华侨城集团有限公司、监管部门等。


联合信用评级有限公司
二〇二〇年九月三日