

信用评级公告

联合〔2020〕4254号

联合资信评估股份有限公司通过对华侨城集团有限公司及其拟发行的 2020 年度第七期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定华侨城集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，华侨城集团有限公司 2020 年度第七期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年十一月十三日



华侨城集团有限公司

2020 年度第七期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：基础发行规模 10 亿元，发行金额上限 15 亿元

本期中期票据期限：公司赎回前长期存续，并在公司依据发行条款约定赎回日到期，期限 2+N（2）年

偿还方式：在第 2 年和其后每个票面利率重置日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

募集资金用途：偿还有息债务及补充流动资金

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对华侨城集团有限公司（以下简称“公司”或“华侨城集团”）的评级反映了其作为隶属于国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）管理的大型中央企业，在政策支持、行业地位、多元化经营格局、项目开发模式和土地储备等方面具有显著优势。近年来，公司积极布局旅游综合项目，实现收入和利润的双增长，整体盈利能力保持稳定。2019 年，为加快项目落地实施、加速现金回流，公司引入合作同盟，优势互补，推进主业健康发展。同时，联合资信也关注到公司电子业务行业竞争激烈、房地产业务易受政策调控及市场有效需求波动影响、债务规模增长快、经营活动现金流持续净流出、未来投资规模大等因素给公司经营与发展可能带来的不利影响。

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，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他待偿还债务融资工具，同时，赎回和利率重置条款设置使本期中期票据不赎回的可能性较小。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。

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。

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，公司主体偿债风险极小，本期中期票据的偿还能力极强，违约风险极低。

优势

1. 公司在行业地位、多元化经营格局以及品牌效应方面优势显著。公司是隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，已形成以旅游、房地产、电子业务为主的多元化经营格局，在全国范围内多个大中型城市设立“欢乐谷”主题公园群，具有良好的品牌效应。

2. 公司通过成片综合开发模式，整合项目资源，提升投资效率。公司采用“文化+旅游+城镇化”成片综合开发的运营模式，在业态布局、产品功能、资金回流及利润回报等

评级时间：2020 年 11 月 13 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

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

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

分析师：徐 璨 刘祎烜

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2
号中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

方面形成了良好的协同效应及集群优势。

3. 公司房地产业务盈利稳健，具有良好的可持续性。公司房地产业务土地成本较低、利润空间大、土地储备充足，为后续发展奠定了基础。

4. 公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖能力强。2019 年，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期中期票据发行金额上限 15 亿元的保护倍数分别为 22.49 倍和 134.48 倍。

关注

1. 旅游行业易受外部环境影响，2020 年上半年受新冠肺炎疫情冲击，公司收入及利润同比大幅下滑。旅游行业易受外部环境影响，同时安全事故、公共卫生事件等突发情况对公司旅游业务也会造成一定不利影响；2020 年上半年，受新冠肺炎疫情冲击，旅游业受到冲击，公司营业收入及利润同比大幅下滑。

2. 房地产行业易受政策调控影响，行业景气度有所波动。公司房地产业务主要位于珠三角、京津冀、武汉、成都等一、二线城市，受房地产行业调控政策影响大。

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

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

5. 本期中期票据发行条款具有特殊性。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。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	486.74	460.72	573.44
资产总额(亿元)	3223.82	4440.04	5525.45
所有者权益(亿元)	1056.82	1392.65	1665.53
短期债务(亿元)	379.47	451.63	614.06
长期债务(亿元)	736.51	1105.22	1308.73
全部债务(亿元)	1115.98	1556.85	1922.79
营业收入(亿元)	801.08	1103.49	1309.82
利润总额(亿元)	194.92	202.37	239.20
EBITDA(亿元)	250.02	291.06	337.36
经营性净现金流(亿元)	-152.44	-173.21	-123.89
营业利润率(%)	22.44	23.14	21.36
净资产收益率(%)	12.61	11.37	10.93
资产负债率(%)	67.22	68.63	69.86
全部债务资本化比率(%)	51.36	52.78	53.58
流动比率(%)	153.09	163.21	153.84
经营现金流动负债比(%)	-10.77	-9.10	-4.94
现金短期债务比(倍)	1.33	1.02	0.93
EBITDA 利息倍数(倍)	6.42	3.16	3.08
全部债务/EBITDA(倍)	4.46	5.35	5.70

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

注：现金类资产已剔除受限部分；合并口径其他流动负债中的有息债务已计入短期债务；合并口径长期应付款及其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务。

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020-10-23	徐臻 刘伟炬	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
AAA	稳定	2010-1-26	谢凌艳 张成	资信评级原理（2009 年）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2008-5-19	谢凌艳 张成	债券资信评级方法（2003 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

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

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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

2020 年度第七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。1999 年根据中央关于企业与主管机关脱钩的精神，公司与国务院侨务办公室脱钩，隶属中央大型企业工委管理。2003 年 3 月，国家机构改革后，公司成为隶属于国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）管理的大型中央企业之一。2017 年 11 月 20 日，国务院国资委下发国资改革〔2017〕1223 号《关于华侨城集团公司改制有关事项的批复》，同意公司改制方案，将公司由全民所有制企业改制为国有独资公司，公司名称变更为现名，改制基准日为 2016 年 12 月 31 日，以经审计净资产出资，注册资本变更为 120 亿元。2019 年 8 月 19 日，依据《财政部、人力资源社会保障部、国资委、税务总局、证监会关于全面推开划转部分国有资本充实社保基金工作的通知》，国务院国资委将持有公司股权的 10% 一次性划转给社保基金会持有，划转完成后，国务院国资委持有公司股权的 90%，社保基金会持有公司股权的 10%。截至 2020 年 6 月底，公司注册资本为 120 亿元，实际控制人为国务院国资委。

公司经营范围涉及旅游及相关文化产业经营、电子及配套包装产品制造、房地产及酒店开发经营等。截至 2019 年底，公司拥有一级子公司 22 家；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 2019 年底，公司（合并）资产总额为 5525.45 亿元，所有者权益合计 1665.53 亿元（其中少数股东权益为 923.74 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 1309.82 亿元，利润总额 239.20 亿元。

截至 2020 年 6 月底，公司（合并）资产总额为 6041.21 亿元，所有者权益合计 1679.92 亿元（其中少数股东权益为 914.58 亿元）。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 364.22 亿元，利润总额 3.94 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 2020 年 3 月注册 TDFI（中市协注〔2020〕TDFI28 号），本期公司拟发行 2020 年度第七期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行金额 10.00 亿元，发行金额上限为 15.00 亿元，本期中期票据募集资金拟用于偿还公司有息债务及补充流动资金。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之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期¹。每个票面利率重置日为赎回日，每个赎回日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及

¹如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第一个工作日，顺延期间不另计息。

其孳息)赎回本期中期票据;公司如果进行赎回,将在该可以赎回之日前20个工作日通过交易商协会认可的网站披露《提前赎回公告》,如公司选择不赎回,则于付息日前20个工作日,由公司通过交易商协会认可的网站披露《债券票面利率以及幅度调整的公告》。

本期中期票据前2个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档方式确定,在前2个计息年度内保持不变。前2个计息年度的票面利率为初始基准利率²加上初始利差。第2个计息年度末为首个票面利率重置日,自第3个计息年度起,每2年重置一次票面利率;票面利率重置日为首个票面利率重置日起每满2年的对应日。

如果公司选择不赎回本期中期票据,则从第3个计息年度开始,每2年票面利率调整为当期基准利率³加上初始利差再加上300个基点,票面利率公式为:当期票面利率=当期基准利率+初始利差+跃升利率;在第3个计息年度至第4个计息年度内保持不变,在之后的2个计息年度内保持不变。

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

在递延利息支付方面,除非发生强制付息事件,本期中期票据的每个付息日,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,且不受到任何递延支付利息次数的限制;前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。

强制付息事件是指在本期中期票据付息日

前12个月内,发生以下事件的,应当在事项发生之日起2个工作日内,通过交易商协会认可的网站及时披露,明确该事件已触发强制付息条件,且公司不得递延支付当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息:(1)向普通股股东分红(按照国有资产管理相关规定上交国有资本收益除外)(2)减少注册资本。公司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,不得从事下列行为:

(1)向普通股股东分红(按照国有资产管理相关规定上交国有资本收益除外)(2)减少注册资本。

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3个计息年度开始每2年重置一次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。

综合以上分析,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,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)通过对相关条款的分析,认为本期中期票据清偿顺序等同于其他待偿还债务融资工具,同时,赎回和利率重置条款设置使本期中期票据不赎回的可能性较小。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020年上半年,突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行,对各国经济和贸易造成严重冲击,全球经济陷入深度衰退。虽然5—6月份数据有触底反弹的明显迹象,但是依然处于萎缩低迷中,全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增

²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(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债国债收益率曲线中,待偿期为3年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到0.01%);初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

³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(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债国债收益率曲线中,待偿期为3年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到0.01%)。

速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。

由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比下降 1.6%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 2017 - 2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	20.7	45.7
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

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

三大需求全面收缩。

2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百

分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5

个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。

2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1—3 月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。

2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。

2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资

规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087%和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572%和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降 30.0%）、节能环保支出（下降 15.4%）、交通运输支出（下降 13.3%）、科学技术支出（下降 12.2%）、教育支出（下降 7.6%）。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口（0.93 万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。

2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2% 持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。

为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60% 以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。

注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持中小微企业信用贷款和存

量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。

投资方面，制造业投资上半年下降幅度较

大(-11.7%)，下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定资产投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

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

从行业发展特点来看，旅游业正由“观光旅游”向“休闲度假”转型。国际旅游业的经验显示，随着人均 GDP 的增长，人们对于旅游的需求逐渐从单纯的景点观光游而转向休闲度假游。中国人均 GDP 超过 6000 美元后，第三产业进入快速发展期，国民的消费结构也发生了巨大的变化，从单一的物质消费转向更高层次的精神文化消费，中国正在全面步入体验经济时代，休闲度假游将更为普及。随着中产阶级成为旅游的主力军，中产阶级的崛起对旅游度假产品整体品质提出了更高要求。此外，旅游已经成为中国家庭重要的休闲方式和消费方式，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的愿望，国内大型旅游公司、主题公园公司将加速发展。主题公园发展的趋势上，除了国内品牌国际化、国际品牌国内化之外，在产品上也呈现多元化的趋势，集中为三个大的产品方向：一是出现大型的主题公园；二是出现生态、会议展览、休闲、体育相结合的度假区；三是出现接近国际市场又体现民族化的大型演艺“秀”。目前，各地不仅营造了良好的招商引资环境，而且对国际品牌和国内大型旅游企业给予空前的优惠条件，并在基础设施投入等方面进行大力配合。此外，国内还采取“大旅游”等先进的开发理念，将旅游发展与城市发展结合在一起，将大型旅游项目规划与城市规划结合在一起，非常注重对资源的利用和对环境的保护。

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

（2）行业关注

旅游行业规模化、产业化层次较低

中国旅游业的发展已经开始从劳动密集型向资本技术密集型转变，全国很多景区，尤其是各个山区小景点，由于彼此间恶性竞争或者交通不便等原因，各自分散经营，相互合作少，

不但造成资本和资源浪费，也很难形成规模化经济。

旅游产业品牌化多样化进程缓慢

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

受2020年突发新冠疫情影响严重

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

（3）行业发展

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

从发展趋势来看，旅游度假产品形式趋于多样化，主题公园将进入快速发展的时期，中国旅游业正处于消费升级和旅游产品升级换代的转变阶段。旅游产品发展到观光旅游与休闲度假旅游共同发展的格局；自驾车旅游、游船游艇、房车营地、网络旅游、旅游俱乐部、旅游传媒等旅游新业态大量出现。为了积极引导休闲度假旅游产品的开发和旅游度假景区的建设，国家旅游局提出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、疫情冲击、国内宏观经济下行等多重压力叠加，旅游行业短

期内将会面临较大挑战。

2. 家电行业

(1) 行业概况

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

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

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

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

年中国家电市场零售额规模同比下降 2.2% 至 8032 亿元。

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

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

(2) 行业政策

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

2016 年，为贯彻落实《国民经济和社会发展的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，中国家电生产规模已居世界首位，是中国极具国际竞争力的产业之一。“十三五”期间，中国家电行业也拥

有着新的发展机遇：

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

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

3. 房地产行业

（1）行业概况

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

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

从近年房地产行业发展趋势来看，2017 年，中国房地产开发投资 109798.53 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控政策影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高；2018 年，全国房地产开发投资 120263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 个月回落 0.20 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位；2019 年，全国房地产开发投资 132194.26 亿元，同比增长 9.90%，总体仍维持高位，但自 2019 年小阳春行情以来持续下降，主要系土地购置费进一步降速所致，同时商品房销售面

积同比下降 0.10%（销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间）。2020 年以来，受疫情冲击的影响，2020 年 1—3 月房地产开发投资完成额累计同比下降 7.70%。

（2）行业竞争

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

2017 年，房地产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。

（3）行业政策

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

2016 年下半年以来，此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。具体来看，中央层次中长期总基调不变，短期内随着宏观经济下行压力大，政府或会在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行逆

周期微调，整体趋稳；调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变，2019 年以来政府对房地产企业的融资渠道进行全面管控，后续或将更加继续倚重新型城镇化、土地流转政策环境的创造、根据库存周期来调节土地供应量等“供给端”的修复手段。

2019 年以来，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险、由此导致居民杠杆率快速增长问题表现出了极大的重视，是发起本轮房地产企业融资端调控政策的起点，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控；6 月份以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素；2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。从调控方向来看，不同以往从房地产“需求端”进行调控，本轮调控已开始向“供给端”进行调整，未来供给端的修复可能会更多以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。

（4）行业关注

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

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，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”已演化为“大鱼吃大鱼”。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

(5) 未来发展

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

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

五、基础素质分析

1. 股权状况

公司是国务院国资委管理的大型中央企业之一。2019年8月19日，依据《财政部、人力资源社会保障部、国资委、税务总局、证监会关于全面推开划转部分国有资本充实社保基金工作的通知》，计划将国务院国资委持有公司股权的10%一次性划转给社保基金会持有。划转后，国资委持有公司股权的90%，社保基金会持有公司股权的10%。公司实际控制人仍为国务院国资委。

2. 企业规模及竞争力

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

公司是跨区域、跨行业经营的大型中央直属企业集团，目前培育了旅游及相关文化产业经营、电子及配套包装产品制造、房地产及酒店开发经营等多个业务板块，在资金实力、项目运营经验、盈利能力等方面拥有显著优势。

公司自成立以来，先后在北京、深圳、上海、重庆等多个大中型城市设立“欢乐谷”主题公园、东部华侨城、欢乐海岸等一系列国内著名的旅游综合品牌，采用“文化+旅游+城镇化”的经营模式，围绕旅游景区在周边布局居住及商务功能的房地产项目，进行项目成片综合开发，从而以较低成本获取土地，并通过旅游业和地产业的良性互动，实现较高利润回报。近年来，华侨城集团进一步加快转型升级及结构调整力度，践行以“文化+旅游+城镇化”的发展模式，并通过设立战略区级子公司的模式在全国范围内布局文化及旅游综合项目，先后成立了华侨城华东投资有限公司、华侨城北方投资有限公司、华侨城西部投资有限公司、华侨城（云南）投资有限公司（以下简称“华云投”）和华侨城（海南）集团有限公司，逐步与政府、城镇和社会资本开展广泛合作，在全国

范围内参与并推进中国传统民俗文化特色小镇的建设工作。截至2019年底，公司合并范围内拥有华侨城股份、华侨城（亚洲）控股（华侨城股份间接持有其70.94%股权）、康佳集团和云南旅游四家境内外上市公司。

目前公司旅游综合业务及房地产开发主要由华侨城股份经营，华侨城股份于1997年9月成立，并于当月在深圳证券交易所挂牌上市。截至2019年底，华侨城股份资产总额为3796.20亿元，所有者权益合计949.93亿元，2019年实现营业收入600.25亿元，利润总额192.19亿元。截至2020年6月底，华侨城股份资产总额为4141.91亿元，所有者权益合计946.21亿元，2020年1—6月实现营业收入171.08亿元，受新冠疫情对旅游业的冲击，华侨城股份2020年上半年业绩同比大幅下滑，实现利润总额29.19亿元。截至2020年6月底，公司对华侨城股份直接持股比例为47.01%，股权无质押。

公司房地产业务主要由华侨城股份下属子公司深圳华侨城房地产有限公司（以下简称“华侨城房地产”）运营，华侨城房地产是最早被列为国务院国资委大力扶持发展房地产业的全国五大中央企业之一，曾先后获得“中国房地产品牌价值TOP10”“中国房地产旅游地产领先品牌”“中国人居60年功勋企业”“深圳房地产企业销售10强”等多项荣誉。

公司电子业务板块主要为康佳集团的彩电、白色家电、手机及其配套产品生产与销售业务。康佳集团于1980年成立，是中国改革开放以后成立的第一家中外合资电子企业。经过三十多年的快速发展，康佳集团已成长为大型电子信息产业集团和股份制上市公司。截至2020年6月底，公司对康佳集团直接持股比例为21.75%，股权无质押。

3. 人员素质

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。

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。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。

公司总经理姚军先生，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、总裁、党委书记，华侨城股份总裁助理、旅游事业部总经理。现任华侨城集团董事、总经理、党委副书记、总法律顾问，华侨城股份党委副书记；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年底，公司（合并口径）在职员工62503人，按教育程度分类，具有大专以上学历的员工占52.36%，其他学历占47.64%；按年龄构成划分，公司员工30岁以下的占36.23%、30-50岁的占57.66%、50岁以上的占6.11%。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10440305000964508），截至2020年10月12日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

六、管理分析

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，能够满足公司日常经营活动的需求。

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。

国务院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5000万元以上的投资活动必须报集团董事会批准；股权投资（包括并购）、撤资均要报送集团总经理办公会批准；无形资产投资方面，所有涉及土地使用权转让或出让项目、5000万元以上的其他无形资产投资项目均需报送集团董事会批准；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，应上报给总经理办公会，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，确定了财务运营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規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。

资金管理方面，公司确定资金集中统一管理的指导思想，建立起覆盖全集团的、高效严格的资金统一集中管理。实行现金池管理模式，实现对属下企业资金的按时归集和合理运用，对资金进行监控、统计和分析，在保障资金安全的同时有利于统筹公司资金使用；公司融资业务实行集团集中管理及下属企业自主融资结合形式。企业项目融资及资金筹划主要由公司统一安排，集团公司根据现金流情况采用内部委贷、对外借款、发行债券等方式合理安排筹集和偿还资金，确保日常资金周转需求；下属公司具体项目用款在一定权限内可进行自主融资，以实现公司融资业务的高效、合理运行。

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。

七、重大事项

1. 康佳集团转让昆山康佳电子有限公司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》。本次交易价款为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，转让价款为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。

2. 云南旅游发行股份及支付现金购买资产暨关联交易

根据云南旅游2019年4月发布的《云南旅游股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书》，云南旅游拟向华侨城集团及李坚、文红光、贾宝罗三名自然人股东以发行股份及支付现金购买资产的方式购买其所持深圳华侨城文化旅游科技股份有限公司（后更名为深圳华侨城文化旅游科技集团有限公司，以下简称“文旅科技”）100%股权。上述交易标的资产作价20.17亿元（评估增值率504.59%），股权变更登记以及新增股份上市分别于2019年6月和7月完成。上述交易完成后，云南世博持

有云南旅游的股份比例下降至35.74%，但仍为第一大股东，且与华侨城集团在本次交易完成后将合计持有云南旅游53.89%的股权，云南旅游间接控股股东和实际控制人仍然分别为华侨城集团和国务院国资委。

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

八、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务涵盖电子、旅游综合业务和房地产板块等。2017—2019年，公司主营业务收入不断增长，分别为787.55亿元、1079.08亿元和1293.98亿元。

从业务构成来看，2017—2019年，公司旅

游综合业务、房地产业务和电子业务及相关产业（含电子业务及供应链业务）合计占比均在89%以上。近三年，旅游综合业务逐年增长，2019年实现收入375.77亿元，同比增长46.93%；房地产板块业务增速放缓，同比增长4.11%至292.32亿元；康佳集团发展平稳，2019年电子业务及相关产业收入489.28亿元，同比增长2.66%，其中电子业务收入增长，供应链业务小幅回落；环保业务快速拓展，主要系康佳集团2018年通过并购股权方式进入环保领域。受上述因素综合影响，2019年公司主营业务收入同比增长19.92%至1293.98亿元。

从毛利率来看，2017—2019年，公司旅游综合业务板块毛利率保持稳定，2019年为47.48%，盈利能力强；公司房地产业务毛利率高，近三年持续上升，主要由于结转项目产品结构及地域不同所致；电子业务及相关产业毛利率逐年下降，2018年毛利率同比减少4.43个百分点，主要是由于毛利率低的供应链占比提升所致，2019年毛利率同比减少1.63个百分点至4.11%，主要是由于上游原材料价格上涨和下游竞争激烈等综合原因所致；总体看，公司主营业务毛利率近年保持较高水平，2019年为32.24%，公司主业盈利能力强。

表2 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

收入类别	2017年			2018年			2019年		
	金额	比例	毛利率	金额	比例	毛利率	金额	比例	毛利率
旅游综合业务收入	226.47	28.76	42.65	255.75	23.70	40.45	375.77	29.04	47.48
房地产业务收入	233.59	29.66	55.24	280.79	26.02	69.38	292.32	22.59	73.08
电子业务及相关产业收入	289.17	36.72	10.17	476.60	44.17	5.74	489.28	37.81	4.11
--电子业务收入	152.65	19.38	16.50	131.70	12.21	18.12	147.47	11.40	11.04
--供应链贸易收入	136.53	17.34	1.11	344.90	31.96	1.02	341.81	26.41	1.12
环保业务	--	--	--	30.21	2.80	12.78	70.79	5.47	3.04
包装业务收入	7.70	0.98	13.23	4.07	0.38	24.30	--	--	--
其他收入	30.61	3.89	3.00	31.67	2.93	11.96	65.82	5.09	4.33
主营业务合计	787.55	100.00	32.29	1079.08	100.00	30.98	1293.98	100.00	32.24

注：2017年其他业务主要系云南文投贸易业务，其他期间云南文投的贸易业务计入在供应链贸易收入中，2019年其他业务大幅增长系确认土地一级平整收入61.97亿元

资料来源：公司提供

2. 旅游综合业务

公司拥有国内领先的主题公园品牌及运作经验，依托品牌效应，形成良好的协同效应及集群优势，在土地成本及资金实力方面保持显著优势，公司旅游综合项目整体运营稳定，盈利能力较强。

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

(1) 旅游综合项目

华侨城集团旅游业务主要为主题公园的开发与经营，截至2020年3月底，公司已建成开始营业的，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、顺德的华侨城；正在建设中的包括宁波华侨城、襄阳华侨城和西安沣东华侨城文旅综合项目等。2017年5月，公司通过子公司华云投增资入股云南世博和云南文投并纳入合并范围，新增

世博园、老君山、九乡景区、恐龙谷和轿子山等多个景区，公司旅游资源进一步丰富。

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

重点旅游综合项目情况

北京华侨城是华侨城全国战略布局的开篇，占地近123.44万平方米，规划建设欢乐谷、主体商业街、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”。截至2019年底，商业物业租赁面积5万平方米，租赁比例98%。

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

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

表3 截至2019年底公司主要旅游综合项目在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资额 (亿元)	截至2019年 底已投资额	投资进度	开工时间	计划完工时 间	未来投资计划		
						2020年	2021年	2022年
南京欢乐谷、水公园项目	24.50	16.88	水公园 90%，陆公 园55%	2017年3月	2020年6月	7.62	--	--
扬州华侨城	23.82	0.87	3.65%	2019年12月	2021年1月	9.02	0.62	0.63
重庆华侨城	33.54	19.48	58.00%	2017年10月	2021年6月	3.22	6.06	4.78

昆明世博新区-门户区文化旅游综合体	38.40	0.09	0.00%	2019年12月	2022年12月	6.29	13.24	18.87
世博集团-腾冲石墙温泉度假村	15.59	3.58	23.00%	2020年6月	2024年6月	0.66	5.99	2.78
世博集团-九乡旅游小镇项目	16.34	3.91	24.00%	2019年6月	2020年10月	7.82	4.61	0.00
武汉华侨城	63.03	30.40	48.00%	2010年8月	2021年12月	6.48	13.08	7.85
南昌华侨城文旅项目	50.00	0.60	1.00%	2018年3月	2023年12月	8.60	9.88	9.88
合计	437.75	98.99	--	--	--	69.13	80.28	60.16

注：表格数据口径均为并表口径，非权益口径
资料来源：公司提供

公司旅游综合业务在建项目规模较大，截至2019年底，旅游综合业务板块在建项目投资总额437.75亿元，已投资98.99亿元，其中主要投资项目包括南昌华侨城文旅项目、扬州华侨城文旅项目和昆明世博新区-门户区文化旅游综合体等，未来旅游综合业务板块资本支出规模仍较大。

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50.00亿元，截至2019年底，已投资0.60亿元。

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

会合作的卡乐文化旅游科技产业小镇正在建设中。

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，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。随着以华云投、华侨城（海南）集团有限公司为平台对云南省、海南省全域旅游资源进行开发整合，积极推进特色小镇及环保提升工程等一批重大项目建设，公司未来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2020年3月底，公司拥有和管理酒店近50家，客房数量一万余间，其中已开业酒店30家，客房约6000间，覆盖北京、上海、广州、深圳等全国重点城市。公司输出管理的东部华侨城房车酒店、瀑布酒店、大华兴寺菩提宾馆已于2009年相继开业，茵特拉根酒店群成为中国酒店业新的示范点。未来三年将发展到拥有和管理6-8家高星级酒店以及40-50家城市客栈连锁酒店。酒店经营方面，公司将建设主题公园的经营理念移植到酒店领域，先后投资建设了白金五星级品牌华侨城大酒店（OCT Grand Hotel）、五星级品牌华侨城威尼斯酒店（OCT Hotel）、四星级品牌奥思廷酒店（O City Hotel）、经济型精品连锁品牌城市客栈（City Inn），形成了一套完整的以“主题和创想”为核心价值的品牌体系。其中华侨城大酒店的经营模式为与国际知名品牌洲际酒店集团合作，委托洲际

酒店集团进行管理，华侨城大酒店经营收入由公司获取，洲际酒店集团作为专业化管理方，根据经营业绩按一定比例收取管理费；其余酒店品牌均为公司自营，经营主体为公司下属的深圳市华侨城国际酒店管理有限公司。2017年5月，公司通过增资扩股方式收购云南世博及云南文投，新增昆明饭店、花园酒店、水庄大酒店、情人谷酒店等9家酒店，同时新增康佳铂尔曼酒店等，酒店业务规模及地域布局进一步扩大。

此外，公司积极发展管理输出服务，酒店管理公司还为“昆明海埂国际会议中心酒店项目”“泰州华侨城酒店项目”“长沙现代投资酒店项目”和“九华山五星级度假酒店项目”等提供了高星级酒店顾问咨询服务。

3. 房地产业务

公司房地产业务遍及在珠三角、长三角、京津冀以及武汉、南昌、郑州、成都、重庆、西安等二线城市，土地储备丰富，目前在建项

目体量大，存在较大对外融资需求。

公司涉及房地产业务的经营主体主要包括华侨城股份下属华侨城房地产公司及各二级子公司（云南、海南等），其中华侨城房地产公司的地产开发业务占比较大。截至2019年底，华侨城房地产资产总额1517.86亿元，所有者权益合计471.44亿元，2019年实现收入403.01亿元，净利润111.16亿元。截至2019年底，子公司华侨城股份持有华侨城房地产100%股权。

公司房地产项目类型包括住宅、别墅、公寓、商业、写字楼、酒店等，商品房销售定位于高端市场，采取主题社区的设计方案，商品房单位售价一般高于区域内平均售价。2015年6月，华侨城房地产收购了在深圳积累有丰富城市更新及旧改经验的深圳市恒祥基房地产开发有限公司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。

表4 公司房地产业务分类收入情况（单位：亿元、%）

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

资料来源：公司提供

近年来，公司加速各类项目在珠三角、长三角、京津冀以及武汉、南昌、郑州、成都、重庆、西安等二线城市布局。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	2017 年	2018 年	2019 年
新开工面积	65.52	173.67	168.86

竣工面积	2.00	68.80	85.69
签约销售面积	68.68	57.57	70.93
签约销售金额	344.61	264.75	414.55
结算面积	80.91	58.75	65.01

注：表格中数据为并表口径，非权益口径；非并表的合作开发项目未包括

资料来源：公司提供

2017—2019年，公司房地产业务开发节奏波动增长，2019年新开工面积168.86万平方米，维持在较高水平；近年来公司为加快回笼资金，提高开发节奏，竣工面积分别为2.00万平方米、

68.80万平方米和85.69万平方米。

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

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

表6 截至2019年底房地产业务主要项目开发情况（单位：亿元、%）

项目名称	开发主体	开发模式	项目类别	计划总投资额	截至2019年底已投资额	投资进度	未来投资计划	
							2020年	2021年
华锦万吉星光路项目	天津华锦万吉置业有限公司	自主开发	住宅	76.67	55.40	72.26	3.48	3.03
太原华侨城侨冠项目	太原侨冠置业有限公司	合作开发	住宅+商业	43.68	18.04	41.30	6.50	12.00
华侨城苏河湾41、42街坊	华侨城（上海）置地有限公司	自主开发	住宅/商业	44.83	25.5	56.88	10.92	8.42
和喜瑞园	无锡嘉合置业有限公司	自主开发	住宅	68.96	37.5	54.38	13.25	6.41
大运华府	无锡华侨城实业发展有限公司	自主开发	住宅	64.60	35.08	54.30	12.63	6.95
翡翠天域项目	南京华侨城实业发展有限公司	自主开发	住宅	127.80	81.03	63.40	10.61	12.00
燕子矶项目	南京华侨城实业发展有限公司	合作开发	住宅	60.00	1.18	1.97	6.98	5.00
欢乐滨江项目	南京华侨城置地有限公司	自主开发	住宅+商业	179.99	103.06	57.26	20.00	23.00
宁波壹号院	宁波创东华远置业有限公司	合作开发	住宅+商业	45.00	31.23	69.40	6.41	5.11
杭州丁桥项目	杭州兰桥置业有限公司	自主开发	住宅+商业	89.85	62.92	70.03	7.58	6.50
钱江世纪城项目	杭州保泓房地产开发有限公司	合作开发	住宅+商业	144.43	117.38	81.27	11.93	10.00
杭大江东项目	杭州龙诚/龙颐房地产开发有限公司	合作开发	住宅+商业	62.70	34.94	55.73	7.69	2.20
温州牛山项目	温州华侨城投资发展有限公司	自主开发	住宅/商业	58.70	24.19	41.21	5.70	9.64
扬州华侨城	扬州华侨城实业发展有限公司	合作开发	住宅/商业	72.87	21.37	29.33	13.05	9.98
西安国际文化中心	陕西华侨城商业投资有限公司	合作开发	商服	43.54	14.31	32.87	--	--
宜宾三江口	宜宾华侨城三江置业有限公司	自主开发	住宅+商业	51.11	19.82	38.78	13.00	14.15

武汉华侨城欢乐天际中央区(158+156)	武汉天创置业有限公司	自主开发	住宅+商业	82.28	0.00	0.00	5.96	12.64
红山六九九商业中心	深圳招商华侨城投资有限公司	合作开发	商业用地	68.26	43.82	64.20	5.89	5.13
龙胜项目	深圳市协跃房地产开发有限公司	合作开发	商住	70.75	13.93	19.69	10.61	6.79
深圳宝安国际会展中心配套项目	深圳市招华会展实业有限公司	合作开发	商住	217.18	121.98	56.17	41.29	15.71
欢乐海岸(住宅+商业)	广东顺德华侨城实业发展有限公司	自主开发	住宅+商业	50.00	27.17	54.34	15.90	5.00
华侨城创想大厦	深圳华侨城置业投资有限公司	自主开发	商业用地	95.34	81.19	85.16	8.24	5.91
曦海岸项目	海南华侨城实业有限公司	合作开发	商业+住宅	44.63	16.84	37.73	17.00	4.97
渔人码头项目	深圳市华侨城新玺发展有限公司	合作开发	商业用地	208.08	96.75	46.50	6.90	7.90
潮州华侨城纯水岸项目	潮州华侨城投资开发有限公司	自主开发	住宅用地	42.31	9.89	23.38	6.71	10.66
华侨城云邸	广州华侨城置业发展有限公司	自主开发	住宅+商业	75.55	35.18	46.57	8.58	11.94
信和御龙山 3A 期项目	信和置业(成都)有限公司	自主开发	住宅	22.71	2.06	9.00	2.58	2.93
信和御龙山 3B 期项目	信和置业(成都)有限公司	自主开发	住宅	50.12	1.70	3.00	3.25	7.84
信和御龙山 2B 期项目	信和置业(成都)有限公司	自主开发	住宅	12.70	0.14	1.00	0.59	1.88
合计	--	--	--	2274.64	1133.60	--	283.23	233.69

注：表格中数据为并表口径，非权益口径，非并表的合作开发项目未包括

资料来源：公司提供

公司近三年新增土地储备面积(合并口径)分别为230.68万平方米、1021.48万平方米和624.70万平方米。截至2019年底，公司拥有已获得土地证的土地储备合计869.01万平方米(未开发土地面积)，其中旅游用地62.33万平方米，土地储备较为丰富。

4. 电子业务及供应链贸易业务

公司电子业务及供应链贸易板块主要由康佳集团经营。截至2019年底，康佳集团资产总额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。2018年，康佳集团通过收购毅康科技有限公司51%股权和江西康佳新材料科技有限公司51%股权进入了环保领域；主要集中在水务治理、再生资源回收再利用以及玻璃陶瓷新材料等环保相关领域。其中水务治理业务主要是以BOT或EPC模式承接水务工程PPP(政府和社会资本合作)项目；再生资源回收再利用

业务主要是对再生资源进行回收、分拣、加工、物流及销售；玻璃陶瓷新材料业务主要是研发、生产和销售玻璃陶瓷产品。2019年该板块实现收入70.79亿元，同比大幅增长。

(1) 彩电板块

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，彩电板块产能下降，目前康佳集团生产基地主要包括安康和莞康。截至2020年3月底，公司彩电业务年产能800万台/年；2017—2019年，公司彩电业务产量逐年上升，分别为437.5万台、572.1万台和725.1万台，近三年持续上升主要是由于国内市场彩电代工品牌持续做大，本身具备较大的资金优势和成本优势，如兆驰、毅康等知名企业快速抢占市场订单，另外，中美贸易摩擦持续发酵，外销市场部分订单受成本制约存在一定程度的波动。受上述产量增长影响，近三年彩电产能利用率分别为42.70%、71.50%和90.64%，产能

利用率水平不断提升。

公司彩电业务主要上游供应商为液晶屏厂、主芯片厂、五金件厂、塑胶件厂及普通的电子元器件厂；其中液晶金额占比最大，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，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；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。

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

（2）手机及白电板块

2017—2019年，康佳手机分别实现收入为9.19亿元、3.31亿元和3.40亿元。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。

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300万台以上，其中冰箱年产能228万台。2017—2019年，公司冰箱产量分别为96.10万台、126.2万台和159.7万台。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。

（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，基于康佳集团在原有主营业务模式的基础上，依托康佳集团拥有的优质的上游、原厂及下游客户资源，通过延伸集团供应链链条中的上下游企业，逐步与产业链上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，通过对商流、信息流、物流、资金流的控制，从采购原材料开始到制成中间产品及最终产品、最后由销售网络把产品送到消费者手中的一个由供应商、制造商、分销商、零售商直到最终用户所连成的整体功能网链结构。目前，康佳集团现有供应链服务的产品包括存储芯片、手机及设备、不锈钢、塑胶原料、液晶显示屏等。

2018年，供应链管理业务实现收入283.49亿元⁴，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%，其中外贸综合业务2.91亿元，同比大幅下降，贸易执行业务324.54亿元，同比增长25.58%。在业务规模快速增长的同时，业务的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。由于此项业务发展较快、收入

⁴此处与表1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

规模较大，因此在康佳集团电子业务板块中将供应链管理业务作为主营业务之一。外贸综合服务业务主要包括通关、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，2019年第一大供应商及前三大客户分别占外贸综合业务采购及销售的91%和91%，上下游集中度很高。贸易执行业务主要依托康佳集团全球网络管理优势，为客户提供不同地区、不同国家的一站式采购或分销执行，贸易执行业务的主要产销区域在香港，主要经营产品为芯片（占比75%），2019年前五大供应商及前五大客户分别占贸易执行业务采购及销售的61%和52%，上下游集中度高。集成加工服务主要是整合供应商资源、加工资源，为制造业企业提供整体服务，产销区域主要在香港、台湾、华南、西北及周边，由于其收入规模小，公司2019年将其并入贸易执行板块核算。

供应链贸易业务的盈利模式主要有两种：一是采购及分销供应链模式，围绕公司传统主营业务供应链中涉及的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开展采购及分销供应链业务。采购供应链业务基于公司现有上游原厂资源及议价优势，为下游客户提供稳定的货源获取渠道；分销供应链业务基于康佳传统业务供应链上的外协厂、方案商等产品实际使用者资源，为上游原厂及代理商提供优质分销渠道，盈利模式为上游采购与下游销售的差价。该业务模式主要

采用客户担保抵押后，从上游原厂采购，与下游结算方式采用收取保证金20%-35%与款到提货相结合，业务周期一般不超过60天。二是供应链服务模式，基于公司多年的产品质量管控、外协生产厂家评定及国际贸易等经验，帮助需求企业提供管控产品质量、实现仓储物流、进出口通关、单证处理、税务管理及外协厂的选取等供应链服务，帮助需求企业优化其供应链链条，从而提高其供应链流转效率、降低成本。盈利模式为赚取服务费收益。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。

5. 经营效率

2017—2019年，公司销售债权周转次数逐年下滑，三年加权均值为9.54次，2019年为9.32次；存货周转次数与总资产周转次数均逐年下降，年加权均值分别为0.50次和0.28次，2019年为0.45次和0.26次。公司整体经营效率尚可。

6. 未来发展

（1）在建项目

截至2019年底，公司在建项目（表3及表5的在建项目除外）主要如下表，项目投资总额88.84亿元，截至2019年底已投资29.21亿元，主要投资项目包括子公司世博集团旅游景区改造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27.31亿元和18.58亿元，叠加房地产业务投资支出需求，未来投资规模大。

表7 截至2019年底公司主要在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资额	截至2019年底已投资额	投资进度	未来投资计划		
				2020	2021	2022
大鹏所城一期项目	1.66	0.09	50%	1.57	--	--
云南文投集团云南文学院建设项目	1.6	1.00	62%	0.36	0.01	--
中柬文化创意园	2.14	1.21	57%	0.93	--	--
康佳集团（光明项目）	7.3	3.22	44%	4.08	0.00	0.00
康佳集团（安康智能工厂项目 172.36 亩+342.72 亩）	9.56	7.49	78%	1.00	1.07	0.00
遂宁电子产品标准厂房 156 亩	3.12	2.90	93%	0.22	0.00	0.00

半导体光电研究院项目一期	5.56	0.82	15%	4.74	0.00	0.00
光明小镇建设	7.08	0.01	0.1%	5.43	1.64	0.00
中法-锦江大道	12.49	0.51	4%	3.69	7.85	0.45
世博集团-世博园艺术广场升级改造项目（昆明故事）	6.90	0.36	5.20%	0.14	0.08	0.08
世博集团-云旅旅游服务中心项目	5.50	1.68	30.55%	1.04	2.79	0.00
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	在装修	0.60	0.13	0.00
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	已完工	0.02	0.00	0.00
世博集团-云南世界恐龙谷二期项目	7.50	7.12	94.93%	0.38	0.00	0.00
丽江老君山黎明红石街旅游小镇服务区建设项目一期建设工程	0.54	0.36	96.50%	0.1326	0.0461	0.00
世博集团-九乡叠虹桥提升改造项目	5.80	1.07	18.45%	1.48	3.26	0.00
白水仙瀑景区	10.00	0.03	0.00%	1.50	1.70	2.00
合计	88.84	29.21	--	27.31	18.58	2.53

注：表格数据口径均为并表口径，非权益口径

资料来源：公司提供

（2）疫情防控

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

经营方面，旅游业务在疫情期间受到一定影响，公司下属全国各地旅游景区于1月25日全部暂停开放，配套旅游酒店经营受到一定冲击。2月22日，公司召开全面复工复产动员大会，即日起，除湖北省区域外，公司下属在建项目全面复工，旅游将去根据疫情形势和各地政策陆续开园。考虑到公司多元化经营格局，对分散疫情风险起到一定作用。当前疫情仍处防控阶段，联合资信将持续关注公司经营情况变动及对其信用水平可能带来的影响。

（3）未来发展

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

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

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

康佳集团的“科技+产业+园区”发展战略一是通过科技提升产业，通过产业发展科技，构筑代表未来的、有科技属性的、高壁垒的产业组合；二是通过科技提升区域能级，通过园

区化为科技提供前沿科技孵化基地，对科技产业形成反哺；三是通过产业集群带动区域升级，为产业发展导入专业化运营服务，形成产业园区、产业小镇、产业新城等园区品牌，与公司创新发展模式形成协同效应。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017 年财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018—2019 年财务报表经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围方面，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 7 家，包括康侨佳城等；2018 年，公司合并范围较 2017 年底新增 136 家，其中非同一控制下企业合并 18 家，减少 24 家；2019 年，公司合并范围新增 124 家子公司，减少 41 家，合并范围变化对公司财务数据可比性有一定影响。

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

2. 资产质量

受公司对旅游综合项目以及房地产项目持续投资的影响，公司资产规模快速增长；现金类资产充裕；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，整体资产质量良好。

2017—2019 年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长 30.92%，主要来自于流动资产的增加。截至 2019 年底，公司资产总额 5525.45 亿元，较上年底增长 24.45%；其中，流动资产

占 69.76%，非流动资产占 30.24%，以流动资产为主。

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 33.40%。截至 2019 年底，公司流动资产 3854.77 亿元，较上年底增长 24.04%，主要系存货和预付款项的增加所致；主要由货币资金（占 15.15%）、预付款项（占 9.99%）、其他应收款（占 13.48%）和存货（占 54.59%）构成。

2017—2019 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 10.10%。截至 2019 年底，公司货币资金 583.91 亿元，较上年底增长 21.38%，主要系业务规模扩大所致。货币资金中受限部分合计 42.26 亿元，受限比例为 7.24%，主要为用于办理银行承兑汇票、各种保函的保证金及贷款质押等。

2017—2019 年，公司预付款项波动增长，年均复合增长 40.09%。截至 2019 年底，公司预付款项 385.28 亿元，较上年底增长 135.91%，主要系当期预付土地款增加所致。

2017—2019 年，公司其他应收款（含应收利息和应收股利）逐年增长，年均复合增长 67.06%。截至 2019 年底，公司其他应收款（含应收利息和应收股利）519.57 亿元，较上年底增长 19.50%，主要系购地保证金增加和对参股公司委托贷款的借款（子公司华侨城股份房地产合作开发模式增多，对合营企业拆借款）增加所致。

公司存货主要包括房地产开发项目和非房地产开发项目两类。2017—2019 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 37.75%。截至 2019 年底，公司存货账面价值合计 2104.46 亿元，较上年底增长 16.59%，主要系房地产业务开发投资加快所致；主要由开发成本（占比 88.55%）和开发产品（占比 8.22%）构成；公司已计提存货跌价准备 3.84 亿元（主要来自于库存商品）。公司房地产开发项目的地理位置较好，主要分布在一线和强二线城市。

（2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 25.68%，截至 2019 年底，公司非流动资产 1670.68 亿元，较上年底增长 25.39%；主要由长期股权投资（占 31.60%）、投资性房地产（占 9.30%）、固定资产（占 15.51%）、在建工程（占 6.66%）、无形资产（占 10.85%）、递延所得税资产（占 8.58%）和其他非流动资产（占 8.08%）构成。

2017—2019 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 22.71%，主要系对联营企业增加投资所致。截至 2019 年底，公司长期股权投资 527.91 亿元，较上年底增长 15.21%，计提投资减值准备 0.83 倍；当期，公司权益法下确认长期股权投资收益 44.03 亿元，较上年底增长 10.22%，主要来自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。

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

2017—2019 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 11.22%。截至 2019 年底，公司固定资产账面价值合计 258.95 亿元，较上年底增长 12.06%，主要系房屋及建筑物增加所致；主要由房屋及建筑物（占 68.66%）和机器设备（占 20.55%）构成，累计计提折旧 178.77 亿元；固定资产成新率 55.13%，成新率较低。

2017—2019 年，公司在建工程逐年增长，年均复合增长 61.18%。截至 2019 年底，公司在建工程合计为 111.18 亿元，较上年底增长 44.43%，主要系公司景区投资、自持物业投资和产业园投资较上年同期有所增加所致。

2017—2019 年，公司无形资产逐年增长，

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

2017—2019 年，公司其他非流动资产波动增长，年均复合增长 14.27%。截至 2019 年底，公司其他非流动资产为 134.98 亿元，较上年底增长 103.18%，主要系对参股公司委贷较上年有所增加所致。

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

3. 负债及所有者权益

（1）所有者权益

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

2017—2019 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 25.54%，截至 2019 年底，公司所有者权益合计 1665.53 亿元，较上年底增长 19.59%，主要系少数股东权益和其他权益工具增长所致；其中，归属于母公司所有者权益占比为 44.54%，少数股东权益占比为 55.46%。截至 2019 年底，公司归属于母公司所有者权益合计 741.80 亿元，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 16.18%、47.95%、0.73%、-1.08%和 34.67%。公司所有者权益中少数股东权益和其他权益工具（主要为永续债）占比较高。所有者权益结构稳定性有待提升。

（2）负债

公司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，考虑到部分永续债务计入所有者权益，整体债务负担重。

2017—2019 年，公司负债总额逐年增长，年均复合增长 33.46%，主要来自流动负债的增加。截至 2019 年底，公司负债总额 3859.92 亿元，较上年底增长 26.66%；其中，流动负债占 64.92%，非流动负债占 35.08%，以流动负债为主。

2017—2019 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 33.08%。截至 2019 年底，公司流动负债 2505.74 亿元，较上年底增长 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。

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

2017—2019 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 32.18%。截至 2019 年底，公司应付账款 285.31 亿元，较上年底增长 27.18%，主要系当年地产项目增加使得应付工程款增加所致；其中，期限在一年以内的占比为 62.77%。

2017—2019 年，公司其他应付款逐年增长，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地产项目合作方的往来款增加所致。截至 2019 年底，公司其他应付款（合计）715.35 亿元，较上年底增长 15.47%；其中，公司根据《国家税务总局关于房地产开发企业土地增值税清算管理有关问题的通知》基于清算口径计提了土地增值税，2019 年底公司土地增值税余额为 315.98 亿元（上年底为 275.89 亿元），关联方往来款为 255.19 亿元（上年底为 179.45 亿元），其他单位往来为 61.68 亿元（上年底为 69.73 亿元）。

2017—2019 年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长 40.24%。截至 2019 年底，公司

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

2017—2019 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 34.19%，截至 2019 年底，公司非流动负债 1354.18 亿元，较上年底增长 18.44%，主要系长期借款增加所致；主要由长期借款（占 62.37%）、应付债券（占 26.46%）和其他非流动负债（占 7.11%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 40.16%，主要系公司基于经营所需，增加投资及资金储备所致。截至 2019 年底，公司长期借款 844.56 亿元，较上年底增长 32.79%，主要系公司为拓宽融资渠道、优化债务结构所致；主要由保证借款和信用借款构成。2017—2019 年，公司应付债券逐年增长，年均复合增长 34.21%。截至 2019 年底，公司应付债券 358.26 亿元，较上年底增长 3.28%，基本保持稳定。

2017—2019 年，公司其他非流动负债逐年下降，年均复合下降 2.69%。截至 2019 年底，公司其他非流动负债 96.34 亿元，较上年底变化不大，主要为 LP 投资款，系中保投华侨城（深圳）旅游文化城市更新股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“中保投基金”）⁵。

全部债务方面，2017—2019 年，公司全部债务持续增长，截至 2019 年底，公司全部债务为 1922.79 亿元，较上年底增长 23.51%，以长期债务（占比 68.06%）为主。债务指标方面，近三年，公司资产负债率逐年上升，加权平均值为 68.96%，2019 年为 69.86%；长期债务资本化比率和全部债务资本化比率波动增长，加权平均值分别为 43.49%和 52.90%，2019 年底分别为 44.00%和 53.58%。考虑到公司所发永续中票的清偿顺序等同于其他债务融资工具，若将其纳入长期债务计算，截至 2019 年底，公司

⁵中保投基金成立于 2017 年 8 月 17 日，华侨城资本投资任其执行事务合伙人，总规模为 150 亿元，有限合伙人出资期限 10 年，按照年化 5.5%收取固定收益，基金每年 0.15%的管理费及超额收益全部分配给华侨城资本投资。截至 2019 年底，各合伙人出资金额累计 94 亿元。

全部债务增加至 2278.50 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 76.29%、63.50%和 55.96%。

4. 盈利能力

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

2017—2019 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 27.87%，2019 年，公司实现营业收入 1309.82 亿元，同比增长 18.70%。同期，公司营业成本增速略高于营业收入。营业利润率方面，近三年波动下降，2019 年为 21.36%。

从期间费用看，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（含研发费用）持续增长每年均复合增长 28.16%，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%，2019 年合计 41.76 亿元，同比减少 8.58%，主要系利息收入增加所致。

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，占利润总额比例分别为 71.80%、43.48%和 44.09%，公司利润总额对投资收益的依赖性较高。2019 年，为加快项目落地实施、加速现金回流，公司引入合作同盟，优势互补，推进主业健康发展。2019 年，公司实现投资收益 105.46 亿元，同比增长 19.85%，其中因部分子公司丧失控制权后剩余股权按照公允价值重新计量产生利得的有 21.21 亿元，权益法核算的长期股权投资 44.67 亿元，处置长期股权投资产生的收益 32.65 亿元。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，2019 年增幅较大主要系当年扶持资金 10.01 亿元（上

年同期仅为 0.23 亿元）所致。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司总资产收益率及净资产收益率逐年下降，加权平均值分别为 7.07%和 11.40%，2019 年分别为 6.81%和 10.93%。

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表现为大规模净流出，公司融资需求很高；但随着项目加速回款、新增合作开发以及放缓资本支出，公司筹资活动现金净额有所收缩。

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入分别为 1328.40 亿元、1482.96 亿元和 2017.13 亿元，地产项目销售规模扩大同时加速回款带动公司经营活动现金流入规模持续增长。同期，公司经营活动现金流出分别为 1480.84 亿元、1656.17 亿元和 2141.01 亿元，公司综合旅游板块和房地产板块项目持续推进、同时公司加大了土地投资及储备的力度导致公司经营活动现金流出规模逐年增长。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，始终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，基本保持稳定。同期，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，公司资本支出逐年收缩，主要系公司投资放缓使得投资支付的现金和取得子公司及其他营业单位支付的现金减少所致。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，投资缺口有所收缩，但仍然呈现净流出状态，公司对外投资规模大。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入分别为 1258.99 亿元、1218.60 亿元和 1493.71 亿元，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 1122.34 亿元，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。

6. 偿债能力

公司偿债指标处于良好水平，且公司作为隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，在股东支持、行业地位、多元化经营格局、房地产开发模式和土地储备等方面具有显著优势，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率分别为 153.09%、163.21%和 153.84%；速动比率分别为 74.71%、68.41%和 69.85%。考虑公司现金类资产充裕，总体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 250.02 亿元、291.06 亿元和 337.36 亿元；2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 加权平均值分别为 3.77 倍和 5.35 倍，2019 年分别为 3.08 倍和 5.70 倍；公司 EBITDA 对利息支出和全部债务的保障能力较强。

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

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

7. 母公司分析

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

对再融资依赖高。

截至 2019 年底，公司本部资产总额 1112.32 亿元，较年初增长 9.95%，主要系其他非流动资产增加所致；本部资产主要由长期股权投资（713.99 亿元）和其他非流动资产（251.64 亿元，主要为对子公司的委托贷款）构成，另有货币资金 53.71 亿元。

截至 2019 年底，公司本部负债总额 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 年底，公司本部资产负债率为 49.99%，较上年底减少 2.47 个百分点；全部债务资本化比率为 46.73%，较上年底增加 2.52 个百分点；长期债务资本化比率为 30.54%，较上年底减少 6.48 个百分点。

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

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

十、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据为永续中期票据，考虑到永续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，认为本期中期票据清偿顺序等

同于其他待偿还债务融资工具，同时，赎回和利率重置条款设置使本期中期票据不赎回的可能性较小，在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑。

以公司本期中期票据发行金额上限 15 亿元测算，占 2019 年底公司全部债务和长期债务的 0.78%和 1.15%，不考虑其他因素，本期中期票据的发行对公司现有债务影响小。

截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.86%、53.58%和 44.00%，本期债券发行后，上述三项指标将分别上升至 69.94%、53.78%和 44.28%。考虑本期中期票据募集部分资金将用于偿还公司有息债务，本期中期票据发行后，上述指标将低于测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

以公司本期中期票据发行金额上限 15 亿元测算，2017—2019 年，公司 EBITDA 对本期中期票据的保护倍数分别为 16.67 倍、19.40 倍和 22.49 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 88.56 倍、98.86 倍和 134.48 倍。

总体看，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

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，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，加快拿地节奏，收入规模实现快速增长，盈利能力保持稳定。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

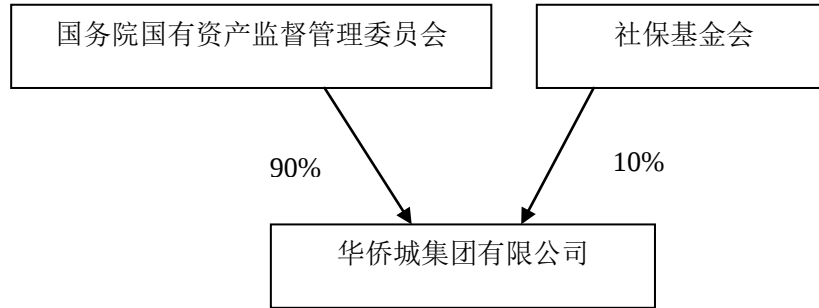
公司经营与发展可能带来的不利影响。财务方面，随着地产在建及对外投资持续投入，公司资产规模快速增长，现金类资产充裕，其他应收款及以房地产开发项目为主的存货规模大，对资金占用明显；有息债务规模快速上升，整体债务负担重。

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，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他待偿还债务融资工具，同时，赎回和利率重置条款设置使本期中期票据不赎回的可能性较小。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。

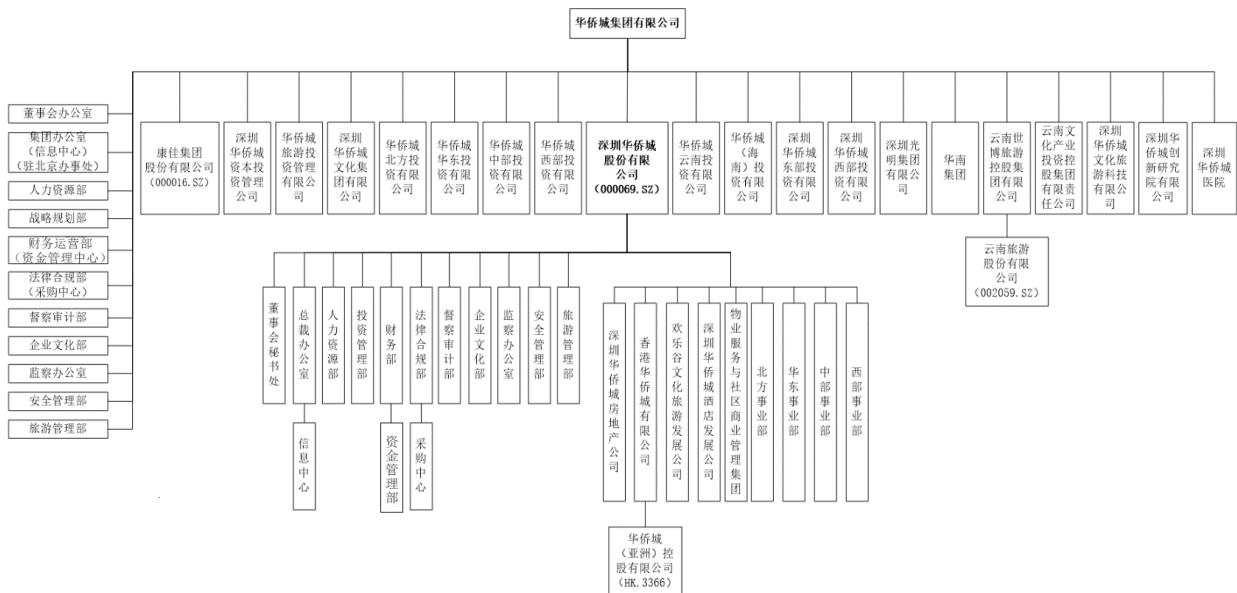
未来，公司将继续加大旅游综合项目的投资，随着重点投资项目的陆续建成，公司综合竞争力有望进一步提升。

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，公司主体偿债风险极小，本期中期票据的偿还能力极强，违约风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 6 月底公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	486.74	460.72	573.44
资产总额(亿元)	3223.82	4440.04	5525.45
所有者权益(亿元)	1056.82	1392.65	1665.53
短期债务(亿元)	379.47	451.63	614.06
长期债务(亿元)	736.51	1105.22	1308.73
全部债务(亿元)	1115.98	1556.85	1922.79
营业收入(亿元)	801.08	1103.49	1309.82
利润总额(亿元)	194.92	202.37	239.20
EBITDA(亿元)	250.02	291.06	337.36
经营性净现金流(亿元)	-152.44	-173.21	-123.89
财务指标			
销售债权周转次数(次)	9.97	9.64	9.32
存货周转次数(次)	0.60	0.51	0.45
总资产周转次数(次)	0.32	0.29	0.26
现金收入比(%)	119.05	113.82	122.39
营业利润率(%)	22.44	23.14	21.36
总资本收益率(%)	7.40	7.27	6.81
净资产收益率(%)	12.61	11.37	10.93
长期债务资本化比率(%)	41.07	44.25	44.00
全部债务资本化比率(%)	51.36	52.78	53.58
资产负债率(%)	67.22	68.63	69.86
流动比率(%)	153.09	163.21	153.84
速动比率(%)	74.71	68.41	69.85
经营现金流动负债比(%)	-10.77	-9.10	-4.94
现金短期债务比(倍)	1.33	1.02	0.93
EBITDA 利息保护倍数(倍)	6.42	3.16	3.08
全部债务/EBITDA(倍)	4.46	5.35	5.70

注：现金类资产已剔除受限部分；合并口径其他流动负债中的有息债务已计入短期债务；合并口径长期应付款及其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务；

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	87.49	97.62	53.71
资产总额(亿元)	750.45	1011.66	1112.32
所有者权益(亿元)	381.70	480.93	556.23
短期债务(亿元)	105.72	98.45	243.34
长期债务(亿元)	164.67	282.64	244.56
全部债务(亿元)	270.39	381.09	487.90
营业收入(亿元)	1.30	4.46	4.20
利润总额(亿元)	22.92	60.59	29.32
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-68.55	57.29	4.06
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	29.25	27.53
存货周转次数(次)	--	0.02	--
总资产周转次数(次)	--	0.01	--
现金收入比(%)	53.12	16.87	21.20
营业利润率(%)	74.59	85.21	95.49
总资本收益率(%)	4.84	9.18	5.60
净资产收益率(%)	4.93	12.04	6.27
长期债务资本化比率(%)	30.14	37.02	30.54
全部债务资本化比率(%)	41.46	44.21	46.73
资产负债率(%)	49.14	52.46	49.99
流动比率(%)	110.74	75.64	42.03
速动比率(%)	102.28	68.75	36.54
经营现金流动负债比(%)	-33.93	23.10	1.30
现金短期债务比(倍)	0.83	0.99	0.22
EBITDA 利息保护倍数(倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (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	(营业总收入 - 营业成本 - 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%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 华侨城集团有限公司

2020 年度第七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。