

信用评级公告

联合〔2021〕5601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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持华侨城集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 华侨城 MTN002B（乡村振兴）”“21 华侨城 MTN002A（乡村振兴）”“21 华侨城 MTN001”“20 华侨城 MTN007”“20 华侨城 MTN006”“20 华侨城 MTN005”“20 华侨城 MTN004”“20 华侨城 MTN003”“20 华侨城 MTN002”“20 华侨城 MTN001”“19 华侨城 MTN005”“19 华侨城 MTN004”“19 华侨城 MTN003”“19 华侨城 MTN002”“19 华侨城 MTN001”“18 华侨城 MTN004”“18 华侨城 MTN003”“18 华侨城 MTN002”“18 华侨城 MTN001”“17 华侨城 MTN004”和“17 华侨城 MTN003”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

二〇二一年六月二十九日



华侨城集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
华侨城集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 华侨城 MTN002B(乡村振兴)	AAA	稳定	AAA	稳定
21 华侨城 MTN002A(乡村振兴)	AAA	稳定	AAA	稳定
21 华侨城 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华侨城 MTN007	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华侨城 MTN006	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华侨城 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华侨城 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华侨城 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华侨城 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华侨城 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华侨城 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华侨城 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华侨城 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华侨城 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华侨城 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18 华侨城 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
18 华侨城 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
18 华侨城 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
18 华侨城 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
17 华侨城 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
17 华侨城 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模(亿元)	债券余额(亿元)	到期兑付日
21 华侨城 MTN002B(乡村振兴)	6	6	2026-04-29
21 华侨城 MTN002A(乡村振兴)	14	14	2024-04-29
21 华侨城 MTN001	20	20	2024-04-06
20 华侨城 MTN007	15	15	2022-11-26
20 华侨城 MTN006	20	20	2023-11-04
20 华侨城 MTN005	20	20	2023-10-23
20 华侨城 MTN004	20	20	2023-08-28
20 华侨城 MTN003	20	20	2023-08-12
20 华侨城 MTN002	15	15	2023-04-13
20 华侨城 MTN001	15	15	2023-01-13
19 华侨城 MTN005	15	15	2022-12-09
19 华侨城 MTN004	15	15	2022-11-06
19 华侨城 MTN003	15	15	2022-10-23
19 华侨城 MTN002	15	15	2022-07-18
19 华侨城 MTN001	20	20	2022-01-07
18 华侨城 MTN004	25	25	2021-11-02
18 华侨城 MTN003	25	25	2021-10-18
18 华侨城 MTN002	20	20	2021-08-03

评级观点

跟踪期内，华侨城集团有限公司（以下简称“公司”）仍以旅游综合业务、房地产开发销售和电子业务为主营业务，在行业地位、多元化经营格局以及品牌效应等方面仍具有显著优势。2020 年，公司土地储备量仍较大，旅游综合业务和房地产业务协议销售金额保持增长，且毛利率仍处于较高水平；公司资产质量较好，经营现金流显著改善，融资渠道畅通。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到旅游行业和电子业务行业竞争激烈、房地产行业政策调控趋严、未来较大资金需求及债务规模增长较快等因素给公司经营与发展可能带来的不利影响。

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。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“21 华侨城 MTN002B（乡村振兴）”“21 华侨城 MTN002A（乡村振兴）”“21 华侨城 MTN001”“20 华侨城 MTN007”“20 华侨城 MTN006”“20 华侨城 MTN005”“20 华侨城 MTN004”“20 华侨城 MTN003”“20 华侨城 MTN002”“20 华侨城 MTN001”“19 华侨城 MTN005”“19 华侨城 MTN004”“19 华侨城 MTN003”“19 华侨城 MTN002”“19 华侨城 MTN001”“18 华侨城 MTN004”“18 华侨城 MTN003”“18 华侨城 MTN002”“18 华侨城 MTN001”“17 华侨城 MTN004”和“17 华侨城 MTN003”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司在行业地位、多元化经营格局以及品牌效应方面仍具备显著竞争优势。公司是隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，其在行业地位、多元化经营格局以及品牌效应等方面仍具有显著优势。
2. 公司土地储备较为丰富。截至 2020 年底，公司拥有已获得土地证的主要土地储备项目合计 1112.82 万平方米（未开发土地面积），其中旅游用地 217.81 万平方米，土地储备较为丰富。

18 华侨城 MTN001	30	30	2023-04-27
17 华侨城 MTN004	30	30	2022-08-23
17 华侨城 MTN003	20	20	2022-08-18

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 29 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：赵兮 王彦

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

- 2020 年公司文旅及房地产业务销售规模保持增长，且毛利率仍处于较高水平。2020 年，公司文旅及房地产业务销售规模保持增长，受益于采用“文化+旅游+城镇化”综合开发的经营模式，其毛利率虽有所下降但整体仍维持在较高水平。
- 公司资产质量较好，经营现金流显著改善，融资渠道畅通。公司资产中货币资金较充裕，投资性房地产以成本法计量具有一定升值空间，资产受限比例低，整体资产质量较好。2020 年，公司经营现金流由上年的净流出转为净流入，改善显著。此外，截至 2021 年 3 月底，公司尚未使用的银行授信 3424 亿元，旗下拥有多家上市公司，其直接及间接融资渠道畅通。

关注

- 旅游行业和电子商务行业竞争激烈。跟踪期内，旅游行业和电子商务行业竞争仍较为激烈，且旅游行业受新冠疫情影响相对较大。此外，考虑到公司业务模式以文旅综合体模式开展，对土地区位、规模、人流等有较高要求，在核心城市文旅项目资源相对饱和的背景下，若公司所布局城市能级出现下沉将提高经营风险。
- 房地产行业易受政策调控影响，行业景气度有所波动。2020 年以来，房地产行业调控政策趋严，考虑到公司部分房地产项目主要位一二线城市，受房地产行业调控政策影响大。
- 公司仍存在较大资金需求，债务规模增长较快。截至 2021 年 3 月底，公司文旅项目及房地产开发项目投资规模仍很大，未来仍存在较大资金需求。此外，随着业务的不断发展，公司债务规模增长较快，但考虑到公司子公司深圳华侨城股份有限公司（以下简称“华侨城股份”）被纳入三道红线试点企业，对其在债务扩张、现金流管理等方面提出了更高要求。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产(亿元)	515.25	614.27	892.98	750.80
资产总额(亿元)	4440.04	5525.45	6710.40	6795.32
所有者权益(亿元)	1392.65	1665.53	1891.25	1915.36
短期债务(亿元)	451.63	614.06	715.72	608.02
长期债务(亿元)	1112.06	1308.75	1624.64	1787.54
全部债务(亿元)	1563.69	1922.81	2340.36	2395.56
营业收入(亿元)	1103.49	1309.82	1470.80	196.63
利润总额(亿元)	202.37	239.20	253.19	3.84
EBITDA(亿元)	291.06	335.30	377.47	--
经营性净现金流(亿元)	-173.21	-123.89	178.56	-86.57
营业利润率(%)	23.14	21.36	21.23	13.55
净资产收益率(%)	11.37	10.93	9.83	--
资产负债率(%)	68.63	69.86	71.82	71.81
全部债务资本化比率(%)	52.89	53.58	55.31	55.57
流动比率(%)	163.21	153.84	152.66	160.02
经营现金流动负债比(%)	-9.10	-4.94	5.65	--
现金短期债务比(倍)	1.14	1.00	1.25	1.23
EBITDA 利息倍数(倍)	3.16	3.06	3.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.37	5.73	6.20	--

公司本部(母公司)				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年6月
资产总额(亿元)	1011.66	1112.32	1210.66	1197.79
所有者权益(亿元)	480.93	556.23	668.68	664.50
全部债务(亿元)	381.09	487.90	487.14	488.78
营业收入(亿元)	4.46	4.20	2.74	0.00
利润总额(亿元)	60.59	29.32	28.56	-0.30
资产负债率(%)	52.46	49.99	44.77	44.52
全部债务资本化比率(%)	44.21	46.73	42.15	42.38
流动比率(%)	75.64	42.03	41.74	67.64
经营现金流动负债比(%)	23.10	1.30	-3.52	--

注:1.本报告中数据不加特别注明均为合并口径;2.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;除特别说明外,均指人民币;3.上表将2018—2021年3月其他流动负债中有息债务部分计入短期债务、长期应付款以及其他非流动负债中有息债务部分计入长期债务,相关指标计算均在此调整基础上进行;4.公司2021年1—3月财务报表未经审计,相关指标未年化

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 华侨城 MTN002B(乡村振兴)	AAA	AAA	稳定	2021/04/16	卢瑞 王彦	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
21 华侨城 MTN002A(乡村振兴)	AAA	AAA	稳定	2021/04/16	卢瑞 王彦	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
21 华侨城 MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/03/29	徐臻 刘祎烜	一般工商企业信用评级方法(V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
20 华侨城 MTN007	AAA	AAA	稳定	2020/11/13	徐臻 刘祎烜	一般工商企业信用评级方法(V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文

20 华侨城 MTN006	AAA	AAA	稳定	2020/10/23	徐璨 刘祎烜	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
20 华侨城 MTN005	AAA	AAA	稳定	2020/10/15	徐璨 刘祎烜	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
20 侨集 Y1	AAA	AAA	稳定	2020/09/03	支亚梅 宋莹莹	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
20 华侨城 MTN004	AAA	AAA	稳定	2020/08/20	徐璨 刘祎烜	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
20 华侨城 MTN003	AAA	AAA	稳定	2020/07/09	徐璨 刘祎烜	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
20 华侨城 MTN002 20 华侨城 MTN001 19 华侨城 MTN005 19 华侨城 MTN004 19 华侨城 MTN003 19 华侨城 MTN002 19 华侨城 MTN001 18 华侨城 MTN004 18 华侨城 MTN003 18 华侨城 MTN002 18 华侨城 MTN001 17 华侨城 MTN004 17 华侨城 MTN003	AAA	AAA	稳定	2020/07/24	徐璨 刘祎烜	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
19 侨集 01 18 侨集 01 18 侨集 02	AAA	AAA	稳定	2020/06/17	支亚梅 宋莹莹	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
20 华侨城 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/02/26	徐璨 刘祎烜	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
20 华侨城 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/11/22	刘嘉敏 刘祎烜	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
19 华侨城 MTN005	AAA	AAA	稳定	2019/11/11	刘嘉敏 刘祎烜	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
19 华侨城 MTN004	AAA	AAA	稳定	2019/10/12	刘嘉敏 刘祎烜	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
19 华侨城 MTN003	AAA	AAA	稳定	2019/06/25	刘然 刘祎烜	房地产行业企业信用评级方法	阅读全文
19 华侨城 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/06/25	刘然 刘祎烜	房地产行业企业信用评级方法	阅读全文
19 侨集 01	AAA	AAA	稳定	2019/03/14	王进取 支亚梅	原联合信用评级有限公司 房地产行业企业信用评级方法 (2018 年)	阅读全文
19 华侨城 MTN001	AAA	AAA	稳定	--	--	房地产行业企业信用评级方法	--
18 华侨城 MTN004	AAA	AAA	稳定	2018/09/27	刘然 刘祎烜	房地产行业企业信用评级方法	阅读全文
18 华侨城 MTN003	AAA	AAA	稳定	2018/08/17	刘然 刘祎烜	房地产行业企业信用评级方法	阅读全文
18 华侨城 MTN002	AAA	AAA	稳定	2018/07/13	刘然 刘祎烜	房地产行业企业信用评级方法	阅读全文

18 侨集 01	AAA	AAA	稳定	2018/07/16	张兆新 王进取	原联合信用评级有限公司 房地产行业企业信用评级 方法（2018年）	阅读 全文
18 侨集 02	AAA	AAA	稳定	2018/07/16	张兆新 王进取	原联合信用评级有限公司 房地产行业企业信用评级 方法（2018年）	阅读 全文
18 华侨城 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/02/07	刘嘉敏 刘然	房地产行业企业信用评级 方法	阅读 全文
17 华侨城 MTN004	AAA	AAA	稳定	2017/06/21	刘嘉敏 刘然	房地产行业企业信用评级 方法及分析要点	阅读 全文
17 华侨城 MTN003	AAA	AAA	稳定	2017/06/21	刘嘉敏 刘然	房地产行业企业信用评级 方法及分析要点	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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效;根据后续跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

华侨城集团有限公司

2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

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 2021 年 3 月底，公司注册资本为 120 亿元，实际控制人为国务院国资委。（股权结构图详见附件 1-1）。

跟踪期内，公司经营范围未发生及组织架构未发生重大变化。（具体详见附件 1-2）。

截至 2021 年 3 月末，公司纳入合并范围的子公司共 625 家；公司拥有在职员工约 60000 人。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 6710.40 亿元，所有者权益 1891.25 亿元（含少数股东权益 988.57 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 1470.80 亿元，利润总额 253.19 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 6795.32 亿元，所有者权益 1915.36 亿元（含少数股东权益 1016.90 亿元）；2021 年 1-3 月，公司实现营业收入 196.63 亿元，利润总额 3.84 亿元。

公司注册地址：广东省深圳市南山区华侨城；法定代表人：段先念。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 截至 2021 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
21 华侨城 MTN002B(乡村振兴)	6	6	2021-04-29	5
21 华侨城 MTN002A(乡村振兴)	14	14	2021-04-29	3
21 华侨城 MTN001	20	20	2021-04-06	3
20 华侨城 MTN007	15	15	2020-11-26	2
20 华侨城 MTN006	20	20	2020-11-04	3
20 华侨城 MTN005	20	20	2020-10-23	3
20 侨集 Y1	20	20	2020-09-23	3
20 华侨城 MTN004	20	20	2020-08-28	3

20 华侨城 MTN003	20	20	2020-08-12	3
20 华侨城 MTN002	15	15	2020-04-13	3
20 华侨城 MTN001	15	15	2020-01-13	3
19 华侨城 MTN005	15	15	2019-12-09	3
19 华侨城 MTN004	15	15	2019-11-06	3
19 华侨城 MTN003	15	15	2019-10-23	3
19 华侨城 MTN002	15	15	2019-07-18	3
19 侨集 01	25	25	2019-04-15	5 (3+2)
19 华侨城 MTN001	20	20	2019-01-07	3
18 华侨城 MTN004	25	25	2018-11-02	3
18 华侨城 MTN003	25	25	2018-10-18	3
18 华侨城 MTN002	20	20	2018-08-03	3
18 侨集 01	25	25	2018-07-25	5 (3+2)
18 侨集 02	15	15	2018-07-25	5
18 华侨城 MTN001	30	30	2018-04-27	5
17 华侨城 MTN004	30	30	2017-08-23	5
17 华侨城 MTN003	20	20	2017-08-18	5

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020年，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。我国宏观政策加大逆周期调节力度对

冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2 2017—2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速的平均值)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速，下同

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同

PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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. 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，2016—2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数 (CPI) 和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度

新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速 (10.10%) 有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速 (8.60%) 也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月

全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策环境

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，

但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析

1. 旅游行业

(1) 行业概况

2020 年，受新冠疫情影响，我国旅游行业受到的冲击较大，行业竞争越发激烈。

2020 年，国内旅游人数 28.80 亿人次，同比大幅下降 52.05%。其中，城镇居民 20.70 亿人次，同比大幅下降 53.70%；农村居民 8.10 亿人次，同比大幅下降 47.23%。2020 年，国内旅游收入 2.23 万亿元，同比大幅下降约 61.08%。其中，城镇居民花费 1.80 万亿元，同比大幅下降 62.11%；农村居民花费 0.43 万亿元，同比大幅下降 55.67%。

从行业发展特点来看，旅游业正由“观光旅游”向“休闲度假”转型。国际旅游业的经验显示，随着人均 GDP 的增长，人们对于旅游的需求逐渐从单纯的景点观光游转向休闲度假游。中国人均 GDP 超过 6000 美元后，第三产业进入快速发展期，国民的消费结构也发生了巨大的变化，从单一的物质消费转向更高层次的精神文化消费，中国正在全面步入体验经济时代，休闲度假游将更为普及。随着中产阶级成为旅游的主力军，中产阶级的崛起对旅游度假产品整体品质提出了更高要求。此外，旅游已经成为中国家庭重要的休闲方式和消费方式，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。

旅游行业发展前景广阔，但行业竞争愈发激烈。携程、途牛、同程艺龙等在线旅游企业不断加强在产业链上下游的延伸和布局，阿里巴巴、腾讯、百度、京东对旅游行业持续发力，通过参股投资的形式，以资本进入旅游行业，同时适时推出自营业务；而今日头条、美团、滴滴凭借各自的优势切入旅游市场中的垂直领域；抖音、小红书等内容社区，也都成了旅游行业的强有力的鲶鱼，搅动行业；加之，行业本身特点，中小企业众多，在多方参与下，行业竞争更加白热化。

（2）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。

2021年以来，尽管旅游业整体恢复情况较好，但行业整体尚未完全恢复至疫情前水平，在海外疫情尚未得到有效控制的情况下，仍需关注新冠疫情可能给行业带来的冲击。

2020年，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。2021年以来，尽管旅游业整体恢复情况较好，但行业整体尚未完全恢复至疫

情前水平，在海外疫情尚未得到有效控制的情况下，仍需关注新冠疫情可能给行业带来的冲击。

（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，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，文化和旅游部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，疫情可能存在一定反复、国内宏观经济下行等多重压力叠加，旅游行业未来一定时期内仍将会面临较大挑战。

2. 房地产行业概况

（1）行业概况

2020年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自2020年3月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

2020年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，

较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

房地产投资开发方面，2020 年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额 0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，累计同比下降 1.1%，相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，增速相较 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万

亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

（2）土地市场与信贷环境

2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4 月起明显回升，房企到位资金增速较 2019 年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；土地成交价款 17268.83 亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1—3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表 3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27

其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合计	165962.89	100.00	178608.59	100.00	193114.85	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

(3) 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

2020年以来，“房住不炒”多次被强调，2020年2月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表4。

表4 2020年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020年2月	央行	2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020年5月	央行	央行发布《2020年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年5月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020年7月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的

监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2020年以来房地产融资相关政策具体内容见表5。

表5 2020年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020年1月	央行	2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020年2月	央行	2020年金融市场工作电视电话会议要求，2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020年4月	银保监会	4月22日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020年5月	央行	《2020年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资

2020年6月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020年8月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020年10月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020年12月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自2021年1月1日起实施

资料来源：联合资信整理

3. 家电行业

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，市场竞争越发激烈。

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。

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。

行业竞争方面，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。

行业政策方面，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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生重大变化。国务院国资委仍为公司实际控制人。

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。截至2020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仍主要由华侨城股份经营，其中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。截至2020年底，华侨城股份合并资产总额4565.88亿元，所有者权益1103.76亿元（含少数

股东权益319.79亿元)；2020年，华侨城股份实现营业收入818.68亿元，利润总额218.98亿元。截至2021年3月底，公司对华侨城股份直接持股比例为48.94%，股权无质押。

华侨城股份布局中国主题旅游公园的时间早，在国内主题旅游领域占有绝对优势。其旗下的锦绣中华、深圳世界之窗、欢乐谷、东部华侨城等产品均处于全国主题旅游产品领域领先地位。据2019年国际主题景点权威组织TEA及顾问集团AECOM联合发布的全球主题公园游客量数据报告显示，公司超越环球影城进入全球主题公园集团三强，持续领跑亚洲，并且公司旗下的北京欢乐谷、深圳欢乐谷、深圳世界之窗、成都欢乐谷和上海欢乐谷均进入了亚太主题公园20强。

房地产业务方面，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，同时也是住建部批准的一级房地产开发企业，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。华侨城房地产以粤港澳大湾区、长三角、京津冀以及中部、成渝区域为战略区域，重点布局一二线城市；产品以中高端住宅为主，建筑形态包括高层住宅、超高层住宅及低密度住宅等，曾多次获得鲁班奖等设计类奖项。截至2020年底，公司拥有已获得土地证的主要土地储备项目合计1112.82万平方米(未开发土地面积)，其中旅游用地217.81万平方米，土地储备较为丰富。

公司电子业务板块主要为康佳集团的彩电、白色家电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2021年3月底，公司对康佳集团直接及间接持股比例合计为30%，股权无质押。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至2021年5月13日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理制度未发生重大变化，部分高管及董事会成员发生变更。公司整体管理运作情况良好。

跟踪期内，公司管理制度未发生重大变化，各项管理制度连续，整体管理运作情况良好。

同期，公司董事、监事及高级管理人员变动情况如下：根据国务院国资委有关决议，姚威同志任公司党委书记，并提名为公司总会计师人选；免去何海滨同志的党委书记职务，不再担任公司总会计师职务。因职工董事曾辉2020年12月1日退休免去职工董事职务，金阳任职工董事。公司于2021年3月26日发布《华侨城集团有限公司关于董事发生变动的公告》，根据国务院国资委有关决议，薛丽军任公司董事；聘任高云虎、吴安迪、郑昌泓、唐志宏、傅卓洋为公司外部董事；许刚、余海龙、周纪昌不再担任公司外部董事职务，以上任免自2021年2月26日起生效。王久玲不再担任公司外部董事，以上任免自2021年2月5日起生效。

整体看，跟踪期内，公司部分高管及董事会成员发生变更，整体管理运作情况良好。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，受益于旅游综合业务和房地产业务收入增长，公司营业收入有所增长；整体毛利率有所下滑，但仍维持在较高水平。2021年一季度，受益于国内疫情控制良好，公司经营业绩显著增长。

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化。2020年，公司实现营业总收入1470.80亿元，同比增长12.29%，主要系旅游综合业务和房地产

业务收入增长所致；实现净利润186.00亿元，同比增长2.14%，公司净利润增速显著低于营业收入增速主要系其电子业务、旅游综合及房地产业务板块毛利率均有所下滑所致。

从收入构成来看，2020年，受益于开发力度加大，公司旅游综合收入及房地产收入规模均有所增长；受疫情等因素影响，公司电子业务及相关产业收入其他业务收入均有所下降；环保业务收入下降则主要系一方面公司调整再生资源业务模式，另一方再生资源业务市场行情不稳定等因素影响所致。

从毛利率来看，2020年，公司旅游综合业务毛利率及房地产业务毛利率下降显著，主要系部分结转项目土地成本上升以及2018年以来限价政策等因素综合影响所致；电子业务及相关产业业务毛利率进一步下降至3.93%，主要系原材料采购价格上升，行业竞争加剧等多重因素影响所致（具体如表6所示）。

2021年1—3月，公司实现营业总收入196.63亿元，同比增长26.87%；实现净利润2.07亿元，同比增加11.56亿元，主要系国内疫情控制良好，公司各主要业务板块收入均有所增长所致。

表6 2018—2020年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年		
	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	476.60	44.17	5.74	489.28	37.81	4.11	469.79	32.44	3.93
一电子业务	131.70	12.21	18.12	147.47	11.40	11.04	145.61	10.05	10.42
一工贸业务	344.90	31.96	1.02	341.81	26.41	1.12	324.17	22.38	1.01
旅游综合业务	255.75	23.70	40.45	375.77	29.04	47.48	482.09	33.29	38.57
房地产业务	280.79	26.02	69.38	292.32	22.59	73.08	406.53	28.07	59.20
包装业务	4.07	0.38	24.30	--	--	--	--	--	--
环保业务	30.21	2.80	12.78	70.79	5.47	3.04	48.24	3.33	15.06
其他业务	31.67	2.93	11.96	65.82	5.09	4.33	41.65	2.88	11.18
合计	1079.08	100.00	30.98	1293.98	100.00	32.24	1448.30	100.00	31.55

资料来源：公司提供

1. 旅游综合业务

（1）主题公园运营

2020年，爆发的新冠疫情对公司旅游综合业务形成一定冲击，但公司通过采取加强运营以及优惠政策等措施，旅游综合业务逐步恢复，其整体恢复情况良好。

截至2021年3月底，集团旗下共有143家主要旅游企业，包括：39家景区（含主题公园、度假区及自然景区）、23家托管景区（含1家华侨城开放式旅游区）、6台独立运营的旅游演艺、16个开放式旅游区（含特色小镇、美丽乡村、城市文旅综合体、文创园区）、50家酒店、6家旅行社、3家旅游交通公司和1家游乐设备研发制造商。此外，截至2020年底，公司在建

的主要旅游综合项目合计24个，全口径总投资规模约538.86亿元，尚需投入的资金规模为297.90亿元。

从接待游客情况来看，2020年，公司旗下24家景区、24家酒店、1家旅行社以及4家开放式旅游区累计接待游客约4282.5万人次，受新冠疫情影响，公司接待游客量为2019年的82%。公司旅游地产处于持续滚动开发中，以销售为主，存在较大的资金支出需求，公司旅游地产项目主要分布在深圳、重庆、南京、武汉、顺德和宁波等地区。商用物业租赁来看，深圳欢乐谷、欢乐海岸、上海华侨城、北京欢乐谷、武汉欢乐谷和成都欢乐谷均拥有商用物业。

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，需求受到一定抑制。整体看，2020年本次疫情对公司旅游业务形成了一定冲击，但公司通过采取加强运营及优惠政策等措施，旅游综合业务逐步恢复，整体恢复情况良好。

(2) 酒店运营

公司酒店业务地理位置及相关旅游配套的优势比较明显，但部分酒店入住率仍然有所不足；跟踪期内，公司酒店业务受疫情冲击客流量明显下滑，公司酒店运营业务一般。

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。公司在运营和在建中的酒店超80家，客房总数约14000间，覆盖北京、上海、广州、深圳等全国重点城市。其中，在运营中的酒店50家；在建中酒店超30家。

从酒店平均房价来看，公司酒店涉及各个价位水平，能够满足不同层次的消费需求。从游客人数及入住率看，2020年，受疫情影响，公司酒店业务受冲击较大，客流量、入住率及平均房价同比明显下滑，具体如下表所示。

表7 2018—2020年公司部分主要酒店经营状况（单位：万人次、%、元/间/晚）

酒店名称	星级	2018年			2019年			2020年		
		游客人数	入住率	平均房价	游客人数	入住率	平均房价	游客人数	入住率	平均房价
茵特拉根酒店	五星	43.78	57.83	693.98	37.67	48.99	684.21	30.51	51.68	615.40
深圳华侨城大酒店	白金五星	77.29	83.82	1237.59	77.59	82.24	1225.16	49.11	53.71	1058.22
深圳威尼斯酒店	五星	38.43	78.96	791.83	41.55	80.62	881.12	28.94	56.81	707.10
深圳海景奥思廷酒店	四星	46.02	84.85	498.69	42.95	81.42	552.86	23.53	44.25	451.73
深圳万豪酒店	--	44.95	82.00	875.93	42.85	82.90	934.00	29.80	58.29	819.47
上海宝格丽酒店	--	8.76	52.42	4905.49	14.44	54.26	4755.00	14.12	51.85	5082.83

资料来源：公司提供

2. 房地产开发业务情况

(1) 土地储备

2020年，公司拿地力度有所下降，城市能级有所下沉，但规模仍较大且成本较低；同时，公司的土地储备区域较分散，有助于抵御单一区域政策变动风险。

由于公司旅游综合业务及房地产业务均涉及到土地储备，无法完全拆分，公司土地储备情况采用全板块合并口径。2020年，公司新增项目44个，拿地方式以招拍挂为主，新增计容建筑面积1202万平方米，土地总价款396亿元，新增土地储备楼面均价为3300元/平方米，较上年下降19%，主要系一方面新增项目城市能级有所下沉，另一方面当期新增项目中文旅综合项目较多且有33个项目以底价或接近底价摘牌获取所致。从区域分布看，公司新增土地储备项目主要

分布在粤港澳大湾区、长江经济带、成渝及西安都市圈等国家重点战略区域；从城市能级看，深圳、济南、成都、武汉、天津、西安、南京等一二线城市新增计容建筑面积占比39.31%；襄阳、漳州、茂名、湛江等三四线城市权益计容建筑面积占比为60.69%，其三四线城市占比较高。考虑到公司业务模式以文旅综合体模式开展，对土地区位、规模、人流等有较高要求，在核心城市文旅项目资源相对饱和的背景下，若公司所布局城市能级出现下沉将提高经营风险。

2021年1—3月，公司新增土地储备项目8个，均为招拍挂方式取得，位于济宁、郑州、西安、肇庆等城市，新增计容建筑面积192万平方米，土地总价款49亿元。

截至2020年底，公司拥有已获得土地证的主要土地储备项目合计1112.82万平方米（未开

发土地面积),其中旅游用地 217.81 万平方米,土地储备较为丰富。

(2) 项目开发

受疫情影响,公司新开工及竣工面积均同比有所下滑;公司期末在建面积较大,主要位于上海、深圳、杭州、武汉和南京等地区,区域位置较好;公司开发规模较大,新增土地获取和在建及拟建项目建设支出使得公司存在一定的资金需求。

从公司房地产开发建设情况来看,2020年,受新冠疫情影响,公司新开工面积及竣工面积同比均有所下降。

表 8 2018—2020 年公司房地产开发主要指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年
新开工面积(万平方米)	173.67	168.86	80.32
竣工面积(万平方米)	68.80	85.69	74.45
期末在建面积(万平方米)	227.02	241.39	297.89

注:上表数据口径为并表口径,不含旅游综合业务相关数据

资料来源:公司提供

截至2021年3月底,公司主要开发项目有16个,计划总投资额为2339.95亿元,已完成投资额1417.96亿元,尚需投资额921.99亿元,其中权益尚需投资额618.78亿元。公司大部分在建项目位于一线城市和区域中心城市,具有较好的销售前景,具体情况如下表所示。

表 9 截至 2021 年 3 月底公司主要项目开发情况(单位: %、万平方米、亿元)

序号	城市	项目名称	项目业态	权益比例	开工时间	完工进度	规划计容建筑面积	预计总投资金额	累计投资总金额
1	天津市	天津翡翠嘉和项目	住宅	60	2018 年 2 月	37	33.92	76.89	62.41
2	上海市	苏河湾一期项目	住宅+商业	100	2012 年 5 月	96	28.22	145.57	140.74
3	南京市	南京欢乐海岸	住宅+商业	51	2015 年 12 月	58	115.98	240.00	131.67
4	杭州市	钱江世纪城项目	住宅	20	2018 年 5 月	86	29.63	141.71	127.64
5	杭州市	杭州丁桥项目	住宅+商业	100	2018 年 1 月	70	31.38	89.85	68.14
6	上海市	上海唐镇项目	住宅	100	2020 年 12 月	9	11.30	61.16	52.75
7	武汉市	武汉华侨城欢乐天际中央区	住宅+商业	100	2018 年 12 月	8	90.46	146.16	70.57
8	武汉市	武汉华侨城滨江商务区红坊项目(136号)	住宅+商业	100	2020 年 6 月	0	54.40	129.21	66.69
9	武汉市	武汉华侨城滨江商务区红坊项目(051号)	住宅+商服	51	2021 年 2 月	1	52.70	113.15	36.85
10	南昌市	南昌华侨城象湖文化旅游综合项目	住宅+商业	100	2017 年 11 月	34	144.11	193.38	115.94
11	成都市	成都信和御龙山项目	住宅	80	2012 年 1 月	29	124.02	285.46	104.58
12	昆明市	昆明呈贡启平项目	住宅	17	2019 年 1 月	45	106.41	171.17	77.57
13	深圳市	深圳招华会展项目(华侨城方)	其他	50	2017 年 7 月	70	53.80	235.98	141.65
14	深圳市	深圳渔人码头项目	商业	60	2018 年 9 月	45	21.44	128.60	68.78
15	深圳市	华侨城创想大厦	商业	100	2017 年 9 月	98	16.03	95.34	87.13
16	佛山市	佛山南海三山新城项目	住宅	50	2019 年 11 月	30	35.65	86.31	64.85
合计							949.45	2339.94	1417.96

注:该表统计口径为土地成交金额大于 50 亿元的旅游综合项目及房地产项目

资料来源:公司提供

(3) 项目销售

公司房地产业务市场定位明确,且房地产开发业务仍然集中于一二线城市,能够为未来

销售提供较好的支撑。2020年,公司销售规模快速增长,销售均价有所下降。

2020年，公司销售模式未发生重大变化。从房地产项目销售情况看，2020年，公司文旅综合项目及房地产项目合计实现签约销售额1051.54亿元，同比增长21.85%。其中，房地产项目销售面积实现快速增长，协议销售金额持续增长，但

由于销售区域及销售项目变化，销售均价有所下降。结转方面，2020年，受加大开发力度影响，公司房地产项目结转面积及结转收入均呈持续增长态势（具体如下表所示）。

表 10 2018—2020 年公司房地产销售概况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
协议销售面积（万平方米）	57.57	70.93	177.37
协议销售金额（亿元）	264.75	414.55	551.62
协议销售均价（万元/平方米）	4.60	5.84	3.11
结转收入面积（万平方米）	58.75	65.01	89.02
结转收入（亿元）	280.45	291.34	372.39

注：表格中数据为房地产业务，不包含旅游综合业务
资料来源：公司年报

3. 电子业务及相关产业

2020 年，受疫情影响，康佳集团彩电、工贸业务及环保业务收入规模均有所下降；相关在建项目资本支出压力不大。未来随着疫情进一步得到控制，其相关业务将逐步回复至正常水平。

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、白色家电及其配套产品业务上的生产与销售，以及工贸业务和环保业务。截至2020年底，康佳集团资产总额498.76亿元，所有者权益107.21亿元，2020年康佳集团实现营业收入503.52亿元，利润总额5.02亿元。

表 11 近三年康佳集团电子及工贸业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
彩电	98.92	21.45	87.66	15.90	75.20	14.93
手机	3.31	0.72	3.88	0.70	--	--
白色家电	21.28	4.61	38.29	6.95	38.42	7.63
工贸业务	283.49	61.46	327.45	59.41	304.84	60.55
环保	30.21	6.55	70.79	12.84	48.24	9.58
其他	24.06	5.22	23.12	4.20	36.83	7.31
合计	461.27	100.00	551.19	100.00	503.52	100.00

资料来源：公司提供

（1）彩电板块

产能及生产方面，2020年，康佳集团生产基地主要包括安徽康佳、东莞康佳和成都康佳，产能保持稳定，但受疫情影响，产能利用率和产量较上年均稍有下降。

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、LED灯等，以液晶屏和芯片为主。其中，LCD、LED

屏的采购金额约占70%。2020年，公司主要供应商包括BOE、LG、惠科等，前五大供应商采购量占采购总量比重为52.84%，采购集中度较高。2020年6月以来，受疫情等各种因素影响，屏幕、芯片等大宗原材料价格快速增长，对彩电业务毛利率产生一定影响。

销售方面，跟踪期内，康佳集团彩电销售模式及业务结算方式未发生重大变化。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2020年末，康佳集团销售网点超过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。从销售情况看，2020年，康佳集团彩电销售量同比有所下降，主要系疫情影响导致产量下降所致。

表12 近三年康佳集团彩电产销情况

(单位：万台、%、元/台)

项目	2018年	2019年	2020年
产能	800.00	800.00	800.00
产量	875.28	862.36	810.00
其中：自有产量	639.74	708.22	652.00
外协产量	235.54	154.14	158.00
产能利用率	79.97	88.53	81.50
销量	835.30	875.00	832.00
产销率	95.43	101.47	102.72

注：产能利用率=(自有产量/产能)*100%

资料来源：公司提供

(2) 白电板块

康佳集团白色家电业务主要经营冰箱、洗衣机和空调，以冰箱为主要产品，并拥有滁州冰箱工业园作为生产基地。2020年，康佳集团收购常州倍科滚筒洗衣机生产线，对洗衣机产品的高端品类起到一定补充作用。截至2020年底，康佳集团白电业务冰箱年产能达314万台，洗衣机年产能达140万台，空调年产能达300万台。2020年，康佳集团白电业务经营主体有安徽康佳同创电器有限公司、宁波康韩瑞电器有限公司、江苏康佳智能电器有限公司、新飞公司等，营业收入38.42亿元，毛利率为13.66%，收入规模与毛利水平同比变化不大。从产销量看，2020年，康佳集团冰箱产量为146万台（去年为160万台），销量为157万台（去年为150万台）。康佳集团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) 工贸板块

康佳集团工贸业务围绕公司传统主营业务中涉及的原材料开展，主要贸易品种有芯片、屏幕、塑胶和彩电及白电耗材。其中，芯片贸易收入占工贸业务总收入比重较大，上游供应商主

要有韩国三星集团、美国金士顿公司等；下游客户主要由终端厂商、手机模组厂商和贸易类客户构成。2020年，其工贸业务实现收入304.84亿元，同比下降6.91%；其前五大供应商及前五大客户占比分别为72%和65%，上下游集中度高。跟踪期内，康佳集团工贸业务在盈利模式、结算模式等方面无重大变化。

(4) 环保板块

2020年，康佳集团环保业务仍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。2020年该板块实现收入48.24亿元，同比下降31.86%，主要系疫情等因素影响所致。

4. 未来发展

公司发展战略清晰，可实施性较强。

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

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

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

住宿、交通、保险等服务，构建基于平台交易及服务的盈利模式。

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

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年一季度财务数据未经审计。

2020年，公司合并范围新增子公司83家，不再纳入合并范围的子公司34家；2021年1—3月，公司合并范围新增子公司9家，不再纳入合并范围的子公司3家；截至2021年3月底，公司纳入合并范围的子公司共625家。整体看，公司跟踪期内合并范围有一定变动，但其财务数据仍具备可比性。

截至2020年底，公司合并资产总额6710.40亿元，所有者权益1891.25亿元（含少数股东权益988.57亿元）；2020年，公司实现营业总收入1470.80亿元，利润总额253.19亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额6795.32亿元，所有者权益1915.36亿元（含少数股东权益1016.90亿元）；2021年1—3月，公司实现营业总收入196.63亿元，利润总额3.84亿元。

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，公司资产规模保持增长；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；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，公司资产质量较好。

截至2020年底，公司合并资产总额6710.40亿元，较上年底增长21.45%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占71.93%，非流动资产占28.07%。公司流动资产占比进一步提升。

（1）流动资产

截至2020年底，流动资产4826.63亿元，较上年底增长25.21%，主要系货币资金和存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占17.68%）、其他应收款（占10.67%）和存货（占59.61%）构成。

截至2020年底，公司货币资金853.52亿元，较上年底增长46.17%，主要系销售回款增长以及当年拿地规模下降所致。货币资金中有25.81亿元受限资金，受限比例为3.03%，受限比例很低，主要为用于办理银行承兑汇票、各种保函的保证金及贷款质押等。

截至2020年底，公司其他应收款514.93亿元，较上年底增长3.59%；主要为关联方往来款及其他往来款，分别占比为61.87%和20.39%。从账期看，1年以内占比87.77%、1~2年占比5.98%，其余为2年及2年以上。按欠款方归集的年末余额前五名其他应收款占比27.27%，集中度一般。

截至2020年底，公司存货2877.29亿元，较上年底增长36.72%，主要系土地储备及项目建设投入增加所致；主要由开发成本（占比85.87%）和开发产品（占比12.07%）构成；公司已计提存货跌价准备21.83亿元，考虑到公司房地产开发项目的地理位置，存货跌价准备计提较为合理。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产1883.77亿元，较上年底增长12.75%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占34.35%）、投资性房地产（占8.96%）、固定资产（合计）（占15.94%）、在建工程（合计）（占9.79%）、无形资产（占9.67%）和递延所得税资产（占8.55%）构成。

截至2020年底,公司长期股权投资647.11亿元,较上年底增长22.58%,主要系对联合营企业投资增加所致。2020年,公司权益法下确认的投资收益为43.20亿元,同比下降3.29%,其中仍主要来自中国光大银行、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(分别为29.40亿元、6.95亿元和2.49亿元)。

截至2020年底,公司投资性房地产168.83亿元,较上年底增长8.65%。公司投资性房地产仍采用成本模式进行后续计量,有较大升值空间。

截至2020年底,公司固定资产(合计)300.33亿元,较上年底增长15.93%,主要系房屋及建筑物和机器设备等增加所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物(占比55.95%)和机器设备(占比28.00%)构成,累计计提折旧197.66亿元;固定资产成新率61.11%,成新率一般。

截至2020年底,公司在建工程(合计)184.49亿元,较上年底增长65.82%,主要系公司所属的景区、自持物业、环保等项目投入增加所致。

截至2020年底,公司无形资产182.14亿元,较上年底增长0.46%。公司无形资产仍主要由土地使用权构成,占比93.05%,累计摊销33.85亿元,计提减值准备0.42亿元。

截至2020年底,公司所有权受到限制的资产占总资产比例为9.40%,受限比例较低。具体情况如下表所示。

表13 截至2020年底公司受限资产情况

项目	年末账面价值(亿元)	受限原因
货币资金	25.81	用于办理银行承兑汇票、各种保函的保证金及贷款质押等
交易性金融资产	5.99	结构性存款用于质押借款
应收账款	0.24	用于抵押借款
应收票据	7.85	银行承兑汇票质押
投资性房地产	1.31	用于抵押借款
存货	237.54	用于抵押借款
固定资产	66.54	用于抵押借款
在建工程	12.41	用于抵押借款
无形资产	14.84	用于抵押借款
长期应收款	3.51	贷款质押
长期待摊费用	0.15	用于抵押借款

项目	年末账面价值(亿元)	受限原因
长期股权投资	254.62	用于质押借款
合计	630.82	--

资料来源:公司年报

截至2021年3月底,公司合并资产总额6795.32亿元,较上年底增长1.27%,较上年底变化不大。其中,流动资产占71.07%,非流动资产占28.93%。公司资产以流动资产为主,资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至2020年底,受新发行永续债规模增长等因素影响,公司所有者权益规模保持增长,但其他权益工具、未分配利润和少数股东权益占比较高,其权益结构稳定性有待提升。

截至2020年底,公司所有者权益1891.25亿元,较上年底增长13.55%,主要系永续债发行规模大幅增加所致。其中,归属于母公司所有者权益占比为47.73%,少数股东权益占比为52.27%。在所有者权益中,实收资本、其他权益工具(永续债)和未分配利润分别占6.35%、24.88%和16.02%。所有者权益结构稳定性有待提升。

截至2021年3月底,公司所有者权益1915.36亿元,较上年底增长1.27%,较上年底变化不大。权益结构较上年底变化不大。

(2) 负债

为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,公司负债规模及有息债务规模保持较快增长,负债结构以短期负债为主,有息债务结构以长期债务为主,债务负担仍处可控范围。

截至2020年底,公司负债总额4819.15亿元,较上年底增长24.85%,流动负债与非流动负债规模均有所增长。其中,流动负债占65.61%,非流动负债占34.39%。公司负债结构仍以流动负债为主,负债结构较上年底变化不大。

截至2020年底,公司流动负债3161.64亿元,较上年底增长26.18%,主要系合同负债、应付

账款、一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占11.23%）、应付账款（占14.65%）、其他应付款（占23.41%）、一年内到期的非流动负债（占10.74%）和合同负债（占28.38%）构成。

截至2020年底，公司短期借款355.16亿元，较上年底下降3.56%；其中以信用借款和保证借款为主，占比分别为82.06%和11.06%。

截至2020年底，公司应付账款463.16亿元，较上年底增长62.33%，主要系应付工程款增加所致；应付账款账龄以1年以内为主，占比73.92%。

截至2020年底，公司合同负债897.20亿元，较年初规模增长36.98%，主要系旅游综合业务和房地产业务销售规模扩大所致。

截至2020年底，公司其他应付款740.13亿元，较上年底增长3.46%。公司其他应付款以计提的土地增值税、关联方往来和其他单位往来为主，占比分别为47.19%、26.66%和17.26%；从期限看，1年以内（含1年）占比27.68%、1~2年（含2年）占比36.99%、2~3年（含3年）占比17.32%，3年以上占比18.01%。

截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债339.42亿元，较上年底增长57.43%，主要系一年内到期的长期借款及应付债券重分类所致。

截至2020年底，公司非流动负债1657.52亿元，较上年底增长22.40%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占75.14%）、应付债券（占11.68%）和其他非流动负债（占9.84%）构成。

截至2020年底，公司长期借款1245.49亿元，较上年底增长47.47%，主要系公司调整债务结构所致；长期借款主要由信用借款、保证借款和抵押借款构成，占比分别为39.96%、37.31%和11.63%。

截至2020年底，公司应付债券193.56亿元，较上年底下降45.97%，主要系归还一部分到期债务所致。

截至2020年底，公司其他非流动负债163.17亿元，较上年底增长69.37%，主要系公

司所属子公司华侨城（亚洲）永续债重分类所致。

截至2020年底，公司全部债务2340.36亿元，较上年底增长21.72%，主要系随着业务规模扩大，融资规模相应增长所致。债务结构方面，短期债务占30.58%，长期债务占69.42%，以长期债务为主，其中，短期债务715.72亿元，较上年底增长16.56%；长期债务1624.64亿元，较上年底增长24.14%。从债务指标来看，截至2020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71.82%、55.31%和46.21%，较上年底分别提高1.96个百分点、提高1.72个百分点和提高2.21个百分点，剔除预收款后的资产负债率及净负债率分别为67.07%和76.53%，较上年底分别上升1.78个百分点和下降2.03个百分点。整体看，公司债务负担仍处于较为可控。但考虑到公司被纳入三道红线试点企业，对公司在债务扩张、现金流管理等方面提出了更高要求。

如将永续债调入长期债务，截至2020年底，公司全部债务增至2810.87亿元，其中短期债务715.72亿元（占25.46%），长期债务2095.15亿元（占74.54%）。从债务指标看，截至2020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78.83%、66.43%和59.59%，较调整前分别上升7.01个百分点、11.12个百分点和13.38个百分点，其债务负担有所加重。

截至2021年3月底，公司负债总额4879.96亿元，较上年底增长1.26%，较上年底变化不大。其中，流动负债占61.85%，非流动负债占38.15%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。有息负债方面，截至2021年3月底，公司全部债务2395.56亿元，较上年底增长2.36%，较上年底变化不大。债务结构方面，短期债务占25.38%，长期债务占74.62%，以长期债务为主，其中，短期债务608.02亿元，较上年底下降15.05%，主要系偿还到期债务所致；长期债务1787.54亿元，较上年底增长10.03%。从债务指标来看，截至2021年3月底，公司资

产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.81%、55.57% 和 48.27%，较上年底变化不大。如将永续债调入长期债务，则截至 2021 年 3 月底，公司全部债务增至 2865.07 亿元。债务结构方面，短期债务 608.02 亿元（占 21.22%）、长期债务 2257.05 亿元（占 78.78%）。从债务指标看，截至 2021 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 78.72%、66.46% 和 60.95%，较调整前分别上升 6.91 个百分点、10.89 个百分点和 12.68 个百分点。

4. 盈利能力

公司收入和净利润保持增长，费用规模有所增加，投资收益和其他收益仍对公司利润贡献较大，但存在一定波动性；公司整体盈利能力尚可。

2020 年，公司实现营业总收入 1470.80 亿元，同比增长 12.29%，主要系旅游综合业务和房地产业务收入增长所致；实现净利润 186.00 亿元，同比增长 2.14%，公司净利润增速显著低于营业收入增速主要系其各主营业务板块毛利率均有所下滑所致。

2020 年，公司费用总额为 175.94 亿元，同比增长 10.68%，主要系财务费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 30.43%、35.80%、4.48% 和 29.29%，以销售费用、管理费用和财务费用为主。其中，销售费用为 53.53 亿元，同比增长 8.61%，主要系市场拓展费增加所致；管理费用为 62.99 亿元，同比增长 1.35%，同比变化不大；研发费用为 7.88 亿元，同比增长 36.73%，主要系人工成本增加所致；财务费用为 51.54 亿元，同比增长 23.40%，主要系债务规模增长所致。

从利润构成来看，除主营业务产生的经营性利润以外，对公司营业利润影响较大还有资产减值损失、投资收益和其他收益。2020 年，公司投资收益为 115.56 亿元（占营业利润的 45.75%），同比增长 9.57%，主要系处置股权产生的投资收益增加所致；其他收益 21.88 亿元

（占营业利润的 8.66%），同比增长 19.35%，主要系递延收益转入、企业补贴收入等增加所致，有一定的可持续性；资产减值损失 19.68 亿元（占营业利润的 7.79%），去年同期为 4.63 亿元，受疫情影响，公司坏账损失、存货跌价损失、长期股权投资减值损失和其他长期资产减值损失等减值项目均有显著增加。综上，投资收益及其他收益仍对公司利润形成有效补充，资产减值损失对公司利润形成一定侵蚀。

从盈利指标看，2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 6.24%、9.83%，同比分别下降 0.57 个百分点、下降 1.10 个百分点。公司各盈利指标有所下降，整体盈利能力尚可。

2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 196.63 亿元，同比增长 26.87%；实现净利润 2.07 亿元，同比增加 11.56 亿元，主要系国内疫情控制良好，公司各主要业务板块收入均有所增长所致。

5. 现金流分析

2020 年，受益于销售规模增长以及经营性支出减少等因素影响，公司经营活动现金流由净流出转为净流入；投资活动现金流净流出规模下降；筹资活动现金流保持净流入状态。考虑到公司未来业务规模不断扩大，其未来融资需求仍较大。

表 14 近年来公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	1482.96	2017.13	2087.02	424.20
经营活动现金流出小计	1656.17	2141.01	1908.45	510.78
经营活动现金流量净额	-173.21	-123.89	178.56	-86.57
投资活动现金流入小计	247.65	260.02	300.37	36.99
投资活动现金流出小计	477.23	392.58	344.59	105.94
投资活动现金流量净额	-229.58	-132.56	-44.22	-68.96
筹资活动前现金流量净额	-402.80	-256.45	134.34	-155.53
筹资活动现金流入小计	1218.60	1493.71	1806.66	373.31
筹资活动现金流出小计	841.87	1122.34	1652.68	342.86
筹资活动现金流量净额	376.73	371.36	153.98	30.46

资料来源：公司年报

从经营活动来看,2020年,公司经营活动现金流由上年的净流出转为净流入,主要系一方面公司文旅综合业务和房地产业务销售规模增长,另一方面减少经营性支出规模所致。

2020年,公司投资活动现金流量净额保持净流出,但受益于转让项目收回的现金增加以及对外合作项目支付款减少,净流出规模有所下降。

综上,公司筹资活动前现金流量净额由净流出转为净流入。

2020年,公司筹资活动现金流保持净流入状态,考虑到公司业务规模不断增长,其后续仍有较大融资需求。

2021年1-3月,公司经营活动产生的现金流量净额-86.57亿元;投资活动产生的现金流量净额-68.96亿元;筹资活动产生的现金流量净额为30.46亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标及长期偿债能力指标表现均尚可。考虑到公司在股东背景、行业地位、多元化经营格局、融资渠道等方面所具备的优势,公司整体偿债能力极强。

截至2020年底,公司流动比率与速动比率分别由上年底的153.84%和69.85%分别下降至152.66%和下降至61.66%,流动资产对流动负债的保障程度尚可。截至2020年底,公司现金短期债务比由上年底的1.00倍提高至1.25倍,其现金资产对短期债务的覆盖程度尚可。整体看,公司短期偿债能力尚可。

2020年,公司EBITDA为377.47亿元,同比增长12.58%。从构成看,公司EBITDA主要由折旧(占8.70%)、计入财务费用的利息支出(占20.68%)、利润总额(占67.08%)构成。2020年,公司EBITDA利息倍数由上年的3.06倍提高至3.31倍,EBITDA对利息的覆盖程度较高;公司全部债务/EBITDA由上年的5.73倍提高至6.20倍,EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看,公司长期债务偿债能力尚可。

表 15 公司偿债能力指标情况

项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
短期偿债能力指标				
流动比率(%)	163.21	153.84	152.66	160.02
速动比率(%)	68.41	69.85	61.66	61.87
经营现金流动负债比(%)	-9.10	-4.94	5.65	--
现金短期债务比(倍)	1.14	1.00	1.25	1.23
长期偿债能力指标				
EBITDA(亿元)	291.06	335.30	377.47	--
EBITDA利息倍数(倍)	3.16	3.06	3.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.37	5.73	6.20	--

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年3月末,公司共获得银行授信额度5494亿元,其中未使用银行授信额度3424亿元,间接融资渠道畅通。此外,公司旗下拥有多家上市公司,具备资本市场直接融资渠道。

截至2021年3月末,公司无重大未决诉讼或仲裁情况。

7. 母公司财务分析

母公司债务负担尚可,利润仍主要来源于对子公司的股权投资。

截至2020年底,母公司资产总额1210.66亿元,较上年底增长8.84%。其中,流动资产121.58亿元(占比10.04%),非流动资产1089.07亿元(占比89.96%)。从构成看,流动资产主要由货

币资金（占47.44%）、其他应收款（合计）（占37.83%）、存货（占14.07%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占74.73%）、其他非流动资产（占23.65%）、其他非流动资产（占23.65%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为57.68亿元。

截至2020年底，母公司负债总额541.97亿元，较上年底下降2.54%。其中，流动负债291.30亿元（占比53.75%），非流动负债250.68亿元（占比46.25%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占42.91%）、其他应付款（合计）（占14.49%）、一年内到期的非流动负债（占38.28%）构成；非流动负债主要由长期借款（占73.49%）、应付债券（占26.50%）构成。母公司2020年资产负债率为44.77%，较2019年下降5.23个百分点。

截至2020年底，母公司所有者权益为668.68亿元，较上年底增长20.22%。在所有者权益中，实收资本为120.00亿元（占17.95%）、资本公积合计12.03亿元（占1.80%）、未分配利润合计31.65亿元（占4.73%）、盈余公积合计34.49亿元（占5.16%）。

2020年，母公司营业收入为2.74亿元，利润总额为28.54亿元。同期，母公司投资收益为43.00亿元。

现金流方面，截至2020年底，公司母公司经营活动现金流净额为-10.24亿元，投资活动现金流净额-46.12亿元，筹资活动现金流净额60.40亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2020年底，公司存续债券的短期偿债压力较小。

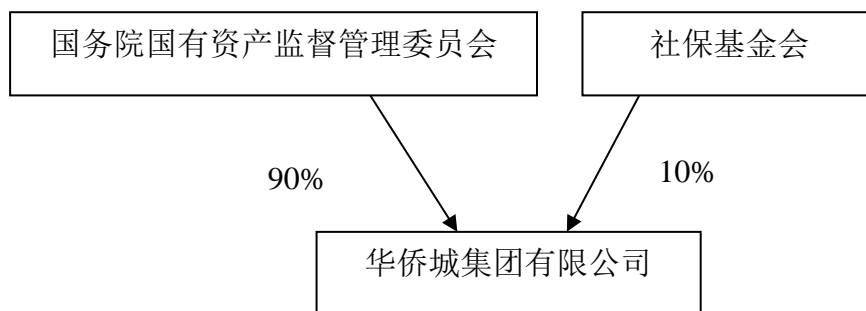
截至2020年底，公司应付债券余额共360.70亿元；其中一年内到期的应付债券为167.14亿元。截至2020年底，公司现金类资产为892.98亿元，为公司一年内到期应付债券余额的5.34倍。2020年，经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为2087.02亿元、178.56亿元和377.47亿元，为公司应付债券余额的2.57倍、0.50倍和1.05倍。

总体看，公司现金类资产对一年内到期债券保障能力强；经营活动现金流入量对应付债券余额的保障能力较强，公司经营活动现金流净额和EBITDA对应付债券余额的保障能力尚可。

十一、结论

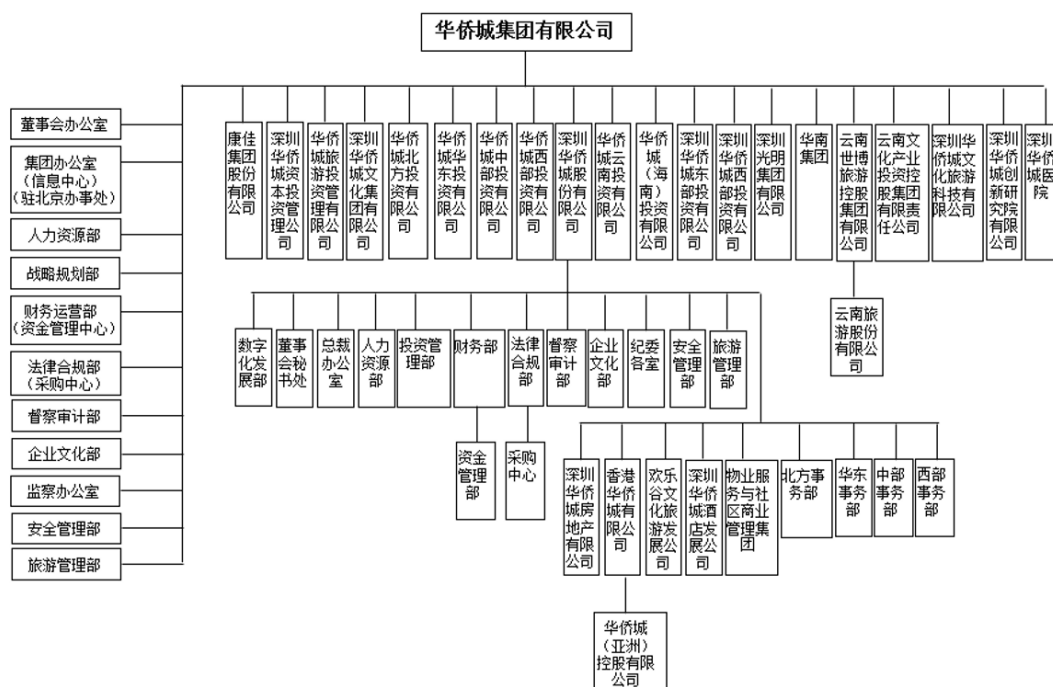
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“21 华侨城 MTN002B（乡村振兴）”“21 华侨城 MTN002A（乡村振兴）”“21 华侨城 MTN001”“20 华侨城 MTN007”“20 华侨城 MTN006”“20 华侨城 MTN005”“20 华侨城 MTN004”“20 华侨城 MTN003”“20 华侨城 MTN002”“20 华侨城 MTN001”“19 华侨城 MTN005”“19 华侨城 MTN004”“19 华侨城 MTN003”“19 华侨城 MTN002”“19 华侨城 MTN001”“18 华侨城 MTN004”“18 华侨城 MTN003”“18 华侨城 MTN002”“18 华侨城 MTN001”“17 华侨城 MTN004”和“17 华侨城 MTN003”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	515.25	614.27	892.98	750.80
资产总额 (亿元)	4440.04	5525.45	6710.40	6795.32
所有者权益 (亿元)	1392.65	1665.53	1891.25	1915.36
短期债务 (亿元)	451.63	614.06	715.72	608.02
长期债务 (亿元)	1112.06	1308.75	1624.64	1787.54
全部债务 (亿元)	1563.69	1922.81	2340.36	2395.56
营业收入 (亿元)	1103.49	1309.82	1470.80	196.63
利润总额 (亿元)	202.37	239.20	253.19	3.84
EBITDA (亿元)	291.06	335.30	377.47	--
经营性净现金流 (亿元)	-173.21	-123.89	178.56	-86.57
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	9.64	9.32	8.97	--
存货周转次数 (次)	0.51	0.45	0.40	--
总资产周转次数 (次)	0.29	0.26	0.24	--
现金收入比 (%)	113.82	122.39	116.93	178.03
营业利润率 (%)	23.14	21.36	21.23	13.55
总资本收益率 (%)	7.26	6.81	6.24	--
净资产收益率 (%)	11.37	10.93	9.83	--
长期债务资本化比率 (%)	44.40	44.00	46.21	48.27
全部债务资本化比率 (%)	52.89	53.58	55.31	55.57
资产负债率 (%)	68.63	69.86	71.82	71.81
流动比率 (%)	163.21	153.84	152.66	160.02
速动比率 (%)	68.41	69.85	61.66	61.87
经营现金流动负债比 (%)	-9.10	-4.94	5.65	--
现金短期债务比 (倍)	1.14	1.00	1.25	1.23
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.16	3.06	3.31	--
全部债务/EBITDA (倍)	5.37	5.73	6.20	--

注：1.本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2.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；除特别说明外，均指人民币；3.上表将 2018—2021 年 3 月其他流动负债中有息债务部分计入短期债务、长期应付款以及其他非流动负债中有息债务部分计入长期债务，相关指标计算均在此调整基础上进行；4.公司 2021 年 1—3 月财务报表未经审计，相关指标未年化

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	97.62	53.71	57.68	82.07
资产总额 (亿元)	1011.66	1112.32	1210.66	1197.79
所有者权益 (亿元)	480.93	556.23	668.68	664.50
短期债务 (亿元)	98.45	243.34	236.50	164.95
长期债务 (亿元)	282.64	244.56	250.64	323.83
全部债务 (亿元)	381.09	487.90	487.14	488.78
营业收入 (亿元)	4.46	4.20	2.74	0.00
利润总额 (亿元)	60.59	29.32	28.56	-0.30
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	57.29	4.06	-10.24	-18.99
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	29.25	27.53	#DIV/0!	--
存货周转次数 (次)	0.02	0.00	0.00	--
总资产周转次数 (次)	0.01	0.00	0.00	--
现金收入比 (%)	16.87	21.20	163.09	--
营业利润率 (%)	85.21	95.49	90.76	--
总资本收益率 (%)	6.72	3.34	2.46	--
净资产收益率 (%)	12.04	6.27	4.26	--
长期债务资本化比率 (%)	37.02	30.54	27.26	32.76
全部债务资本化比率 (%)	44.21	46.73	42.15	42.38
资产负债率 (%)	52.46	49.99	44.77	44.52
流动比率 (%)	75.64	42.03	41.74	67.64
速动比率 (%)	68.75	36.54	35.87	59.48
经营现金流动负债比 (%)	23.10	1.30	-3.52	--
现金短期债务比 (倍)	0.99	0.22	0.24	0.50
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

资料来源：公司财务报告

附件 3 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 4-1 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 4-2 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 4-3 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

