

信用评级公告

联合〔2022〕986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 2022 年度第二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 2022 年度第二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

二〇二二年二月十一日

华侨城集团有限公司

2022年度第二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：20 亿元

本期中期票据期限：品种一期限为 3+N（3）年期；品种二期限为 5+N（5）年期

本期中期票据付息方式：在不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次

本期中期票据偿付顺序：本期中期票据在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务

募集资金用途：拟用于偿还公司本部流动资金贷款

品种间回拨选择权：公司与主承销商有权限根据簿记建档情况对本期中期票据各品种最终发行规模进行回拨调整，两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制，两个品种的最终发行规模合计为 20 亿元

递延支付利息权：本期中期票据附设公司延期支付利息权，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。公司有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得有向普通股股东分红以及减少注册资本的行为

赎回选择权：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其孳息）赎回本期中期票据

评级时间：2022 年 2 月 11 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

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，在行业地位、品牌效应以及融资便利性等方面具有显著竞争优势。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，且受益于文旅项目开发的业务模式，公司整体土地成本较低，综合毛利率维持在较高水平，整体盈利能力很强；公司资产质量较好，融资渠道畅通。同时，联合资信也关注到旅游行业和电子相关业务行业竞争激烈、房地产行业政策调控趋严、新拓展项目城市能级存在一定下沉、公司未来资金需求较大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。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

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，整体信用状况有望保持良好。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司在多元化经营格局、行业地位、品牌效应以及融资便利性等方面具有显著竞争优势。公司是隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，其在多元化经营格局、行业地位、品牌效应以及融资便利性等方面具有显著竞争优势。

2. 公司土地储备较为丰富且整体成本较低。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，土地储备较为丰富且整体成本较低。

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 张超

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

3. 近年来，公司文旅及房地产业务销售规模持续增长，且毛利率维持在较高水平。近年来，公司文旅及房地产业务销售规模持续增长，受益于采用“文化+旅游+城镇化”综合开发的经营模式，其毛利率整体维持在较高水平，公司整体盈利能力很强。

4. 公司资产质量较好，融资渠道畅通。公司货币资金较充裕，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。此外，公司尚未使用的银行授信规模较大，且公司旗下拥有多家上市公司，其直接及间接融资渠道畅通。

关注

1. 房地产行业易受政策调控影响，需关注公司新拓项目城市能级下沉风险。2021 年，房地产行业调控政策趋严，行业景气度低迷，对公司房地产项目的开发销售有一定影响。公司开发项目中高端产品占比较大，且三四线项目占比较大，需关注此类项目销售去化问题。

2. 旅游行业和电子相关业务行业竞争激烈，文旅综合项目未来运营不确定性增加。近年来，旅游行业和电子相关业务行业竞争较为激烈，公司上述业务均面临一定竞争压力。公司文旅综合项目对土地区位、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，公司新拓展项目城市能级存在一定下沉，项目未来运营不确定性将增加。

3. 公司债务规模增长较快，仍存在较大资金需求。公司文旅项目及房地产开发项目尚需投资规模仍很大，未来存在较大资金需求。此外，随着业务的不断发展，公司债务规模增长较快，公司子公司深圳华侨城股份有限公司被纳入三道红线试点企业，此举对公司在债务扩张、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 9 月
现金类资产(亿元)	513.93	614.27	892.98	748.61
资产总额(亿元)	4440.99	5525.68	6710.40	7018.90
所有者权益(亿元)	1392.62	1665.47	1891.25	1975.79
短期债务(亿元)	451.63	614.06	715.72	--
长期债务(亿元)	1083.78	1308.75	1624.64	--
全部债务(亿元)	1535.42	1922.81	2340.36	--
营业收入(亿元)	1103.49	1309.82	1470.80	868.83
利润总额(亿元)	202.37	239.20	253.19	76.31
EBITDA(亿元)	291.06	335.30	377.47	--
经营性净现金流(亿元)	-173.21	-123.89	178.56	-57.24
营业利润率(%)	23.14	21.36	21.23	15.02
净资产收益率(%)	11.37	10.93	9.83	--
资产负债率(%)	68.64	69.86	71.82	71.85
全部债务资本化比率(%)	52.44	53.59	55.31	--
流动比率(%)	163.24	153.63	152.66	153.31
经营现金流流动负债比(%)	-9.10	-4.95	5.65	--
现金短期债务比(倍)	1.14	1.00	1.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.16	3.06	3.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.28	5.73	6.20	--

公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额(亿元)	1011.66	1112.32	1210.66	1219.66
所有者权益(亿元)	480.93	556.23	668.68	683.93
全部债务(亿元)	381.09	487.90	487.14	450.84
营业收入(亿元)	4.46	4.20	2.74	0.80
利润总额(亿元)	60.61	29.32	28.54	30.31
资产负债率(%)	52.46	49.99	44.77	43.92
全部债务资本化比率(%)	44.21	46.73	42.15	39.73
流动比率(%)	75.64	42.03	41.74	34.87
经营现金流流动负债比(%)	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；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；2.将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；3.公司及母公司 2018 年及 2019 年财务数据为 2019 年和 2020 年期初数；4.公司 2021 年 1-9 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

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	2021/12/29	赵兮 张超	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	2010/01/26	谢凌艳 张成	资信评级原理 (2009 年)	阅读全文
AA ⁺	稳定	2008/05/19	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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受华侨城集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

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

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

华侨城集团有限公司 2022年度第二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”）于1986年5月13日成立的外向型经济开发全民所有制企业；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。后经改制及股权转让，截至2021年9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）。

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2021年6月底，公司下设战略规划部、财务运营部、法律合规部、督察审计部和企业文化部等职能部门（详见附件1-2）。公司直接或间接控股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”）和云南旅游股份有限公司（股票代码：002059.SZ，以下简称“云南旅游”）。截至2022年2月7日，公司不存在对持有的上述4家上市子公司股权进行质押的情况。

截至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9月底，公司合并资产总额7018.90亿元，所有者权益1975.79亿元（含少数股东权益1063.35亿元）；2021年1—9月，公司实现营业总收入868.83亿元，利润总额76.31亿元。

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

债券规模、期限及偿付顺序

本期中期票据名称为“华侨城集团有限公司2022年度第二期中期票据”（以下简称“本期中期票据”），发行规模为人民币20亿元，其中，品种一初始发行规模为10亿元，品种二初始发行规模为10亿元。公司与主承销商有权根据簿记建档情况对本期中期票据各品种最终发行规模进行回拨调整，即减少其中一个品种发行规模，同时将另一品种发行规模增加相同金额；两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制，两个品种的最终发行规模合计为20亿元。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，品种一期限为3+N（3）年期；品种二期限为5+N（5）年期。

本期中期票据票面金额为100元，按面值平价发行。本期中期票据本金和利息在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务，同时与后续发行计入所有者权益的永续类产品享有同等的受偿次序。

债券利率及其确定方式

本期中期票据采用单利按年计息，不计复利。

本期中期票据品种一，前3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3个计息年度内保持不变；第3个计息年度末为首个票面利率重置日，自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率。如果公司选择不赎回本期中期票据，则从第4个计息年度开始，每3年票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点，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，在之后的 3 个计息年度内保持不变。

本期中期票据品种二前 5 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 5 个计息年度内保持不变。第 5 个计息年度末为首个票面利率重置日，自第 6 个计息年度起，每 5 年重置一次票面利率。如果公司选择不赎回本期中期票据，则从第 6 个计息年度开始，每 5 年票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，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，在之后的 5 个计息年度内保持不变。

递延支付利息权

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。公司有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事向普通股股东分红以及减少注册资本行为。

公司赎回选择权

本期中期票据每个票面利率重置日为赎回日（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）。在每个赎回日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。

本期中期票据募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还公司本部流动资金贷款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情的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。中国在宏观政策方面加大了逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，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 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。但三季度以来，受限产限电政策加码、楼市调控趋严、原材料价格高位上涨、局部疫情反复等因素影响，我国经济修复放缓，生产端与需求端下行压力均有所加大。2021 年前三季度，我国国内生产总值 82.31 万亿元，累计同比增长 9.80%，两年平均增长 5.15%，二者分别较上半年同比增速和两年平均增速放缓 2.90 和 0.16 个百分点，经济增长有所降速。

三大产业中，**第三产业受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平**。2021 年前三季度，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.82%和 5.64%，均高于疫情前 2019 年同期水平，恢复情况良好；第三产业前三季度两年平均增速为 4.85%，远未达到 2019 年同期 7.30%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2018 - 2020 年及 2021 年前三季度中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度
GDP（万亿元）	91.93	98.65	101.60	82.31
GDP 增速（%）	6.75	6.00	2.30	9.80（5.15）
规模以上工业增加值增速（%）	6.20	5.70	2.80	11.80（6.37）
固定资产投资增速（%）	5.90	5.40	2.90	7.30（3.80）
社会消费品零售总额增速（%）	8.98	8.00	-3.90	16.40（3.93）
出口增速（%）	9.87	0.51	3.63	33.00
进口增速（%）	15.83	-2.68	-0.64	32.60
CPI 同比（%）	2.10	2.90	2.50	0.60

PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	6.70
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	4.90
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	8.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	16.30
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	2.30

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数；5. 2021 年前三季度数据中，括号内数据为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

出口维持高速增长，消费与固定资产投资增速放缓。消费修复基础仍不牢固。2021 年前三季度，我国社会消费品零售总额 31.81 万亿元，同比增长 16.40%；两年平均增速 3.93%，较上半年两年平均增速小幅回落，较疫情前水平仍有一定差距，与居民人均可支配收入两年平均增速同步放缓。固定资产投资增速有所回落。2021 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）39.78 万亿元，同比增长 7.30%；两年平均增长 3.80%，较上半年两年平均增速放缓 0.60 个百分点，仍未恢复到疫情前水平。全球经济和贸易回暖带来的需求增加支撑我国出口高增长。2021 年前三季度，我国货物贸易进出口总值 4.37 万亿美元，为历史同期最高值，同比增长 32.80%，实现较高增速，但增速呈现逐季小幅下降趋势。其中，出口 2.40 万亿美元，同比增长 33.00%；进口 1.97 万亿美元，同比增长 32.60%；贸易顺差为 4275.40 亿美元。

2021 年前三季度，CPI 先涨后落，PPI 显著上涨。2021 年前三季度，CPI 同比上涨 0.60%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.70%，总体呈先升高后回落走势；PPI 同比上涨 6.70%，整体呈上涨趋势，生产资料价格上涨是推动 PPI 上涨的主要因素，其中上游石化、煤炭、金属价格上涨的影响较大，或对相关下游企业利润产生一定挤压。

2021 年前三季度，社融存量同比增速整体呈下行趋势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年三季度末，社融存量余额为 308.05 万亿元，同比增长 10%，增速逐季小幅下降。从结构看，前三季度人民币贷款是新增社融的主要支撑项；政府债券和企业债券融资回归常态；表外融资大幅减少，是拖累新增社融规模的主要因素。

货币供应方面，前三季度 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后稳。二季度以来 M2-M1 剪刀差走阔，反映了企业活期存款转为定期，融资需求减弱，投资意愿下降。

2021 年前三季度，财政收入呈现恢复性增长，“三保”等重点领域支出增长较快。2021 年前三季度，全国一般公共预算收入 16.40 万亿元，同比增长 16.30%，达到 2021 年预算收入的 82.99%，财政收入恢复性增长态势总体平稳。其中，全国税收收入 14.07 万亿元，同比增长 18.40%，在 PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素的带动下，工商业增值税、企业所得税等税种实现高增长。支出方面，前三季度全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.30%，达到 2021 年预算支出的 71.68%，非急需非刚性支出持续压减，“三保”等重点领域支出得到有力保障。前三季度，全国政府性基金预算收入 6.10 万亿元，同比增长 10.50%。其中国有土地使用权出让收入 5.36 万亿元，同比增长 8.70%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 7.14 万亿元，同比下降 8.80%，主要是由于专项债项目审核趋严，地方政府专项债发行进度缓慢，项目落地有所滞后。

2021 年以来就业形势总体基本稳定，调查失业率呈逐季稳中有降的趋势。2021 年前三季度，城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标任务的 95%；1—9 月城镇调查失业率均值为 5.20%，略低于全年 5.50%左右的预期目标，就业形势总体良好。从结构看，重点群体就业情况在三季度出现改善，其中 16~24 岁城镇人口失业率结束了自 2021 年 1 月以来的连续上升趋势，自 8 月开始出现下降；截至 2021 年三季度末，农村外出务工劳动力总量同比增长

2%，基本恢复至疫情前 2019 年同期水平。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年第四季度，能耗双控、原材料价格高位运行、局部疫情、楼市调控政策等因素仍将对我国经济产生影响，经济稳增长压力有所加大。货币政策存在降准空间；财政方面预计将加快地方政府专项债券的发行及资金投入使用，促进经济平稳增长。

生产方面，2021 年第四季度我国能耗双控的压力仍然较大，叠加原材料价格较高等因素影响，工业生产或将持续承压。需求方面，未来房地产信贷政策收紧态势可能有所缓解，但在房地产调控政策基调不变的前提下，短期内房地产投资难以逆转偏弱的格局；随着财政资金到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设，基建投资有望逐步改善，但受制于地方政府债务管理趋严，预计改善空间有限；限产限电、生产成本上升等因素或将对制造业投资修复产生制约。消费市场复苏基础仍不牢固，第四季度仍然会受到疫情影响，但电商购物节等因素有助于带动消费提升。第四季度海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高水平，但在上年基数抬高因素影响下，出口增速或将小幅下行。基于上述分析，联合资信预测全年 GDP 增速在 8.00% 左右。

四、行业分析

1. 房地产行业

(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。2021 年 1-9 月，投资同比增长，但单月增速转负，竣工保持较高增长，新开工继续走弱；2021 年 7 月后单月销售同比转负，销售市场迎来下行期。

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。

2021 年 1—9 月，全国房地产开发投资完成额 11.26 万亿元，累计同比增长 8.80%，增速较 2020 年 1—9 月高 3.20 个百分点，但较上半年下降 6.20 个百分点，其中单 9 月开发投资完成额同比下降 3.5%，为 2020 年 2 月以来首次转负。新开工方面，2021 年 1—9 月，房屋新开工面积 15.29 亿平方米，同比下降 4.50%，较前 8 月回落 1.3 个百分点，在拿地走弱下降幅扩大；竣工面积 5.10 亿平方米，同比增长 23.40%，较前 8 个月下降 2.60 个百分点，维持较高增长。

销售方面，2021 年 1—9 月，商品房销售面积 13.03 亿平方米，同比增长 11.30%；销售额 13.48 万亿元，同比增长 16.60%；同比虽有增长，但增速较前 8 个月分别下降 4.60 个百分点和下降 6.20 个百分点；销售出现下行。受调控政策持续、市场观望情绪较重影响，2021 年 7—9 月单月销售额同比增长分别为 -7.1%、-18.7%和 -15.8%。

（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。2021 年 1—9 月，房企拿地规模有所下滑，到位资金在销售回款驱动下保持增长，随着融资渠道收紧，房企对销售回款的依赖加强。

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 1.73 万亿元，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。2021 年 1—9 月，房地产开发企业土地购置面积 1.37 亿平方米，同比下降 8.50%，土地成交价款 9379 亿元，同比增长 0.30%，受集中供地及贷款集中度管理影响，房地产开发企业拿地节奏有所变化。

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 34.46%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。2021 年 1—9 月，房地产开发到位资金同比增长 11.10%，分项看，国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款增速分别为 -8.40%、6.10%、25.52%和 10.75%，融资渠道收紧下，房地产开发企业资金对销售回款依赖继续加强。

表 2 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		2021 年 1—9 月	
	金额	占比	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	18769.81	12.39
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10	59.12	0.04
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82	47211.79	31.17
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27	85445.21	56.40
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46	56688.94	37.42
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52	24124.13	15.92
合 计	165962.89	100.00	178608.59	100.00	193114.85	100.00	151485.92	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

(3) 政策情况

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。

从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。2019年11月16日，央

行发布《2019年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。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。

表3 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。

表4 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

2. 旅游行业

受益于国民收入水平的提升，国内旅游行

业未来发展空间较大，但近年来行业进入者较多，加之产品同质化严重，行业竞争越发激烈，

未来运营存在不确定性。短期看，新冠疫情对旅游行业冲击严重，长期看，品牌化和产品差异化是旅游企业需要关注的发展方向。

我国旅游业正由“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。近年来，随着中国人均 GDP 持续提升，我国第三产业进入快速发展期，国民的消费从单一的物质消费转向更高层次的精神文化消费，休闲度假游将更为普及。旅游已经成为中国家庭重要的休闲方式和消费方式，其具有度假时间较长、重游率高等特点，对休闲度假需求总量的增长有重要作用。此外，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。

目前，国内旅游行业目前呈现品牌优势不足、产品同质化程度高、专业化和多样性服务水平低的问题；此外，国内旅游企业在挖掘自身文化内涵、细化景观设计、更新旅游理念以及扩大延伸旅游层次方面进程缓慢。与此同时，众多参与的进入也使得行业竞争越发激烈。例如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、京东等巨头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、抖音、小红书等新兴企业及社区凭借各自的优势切入旅游市场中的垂直领域，搅动行业。整体看，行业本身同质化程度高、中小企业众多的特征，行业竞争更加白热化，未来运营有一定不确定性。

短期看，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较为严重。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%。城镇居民和农村居民旅游花费均受到了大的影响。

从未来发展趋势来看，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，国家旅游局也提出了要拓展现有产品休闲度假功能，要突出特色，提高质量，以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。企业提升品牌影响力以及提升产品的差异性，是旅游行业未来可能的发展方向。

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。

家用电器一般分为三类，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，中国已成为世界上最大的家电生产国，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。

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，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。

行业竞争方面，家电行业是充分竞争性的行业，产品同质化程度较高，行业竞争一直较为激烈，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进一步受压。

家电行业的表现与房地产市场表现息息相关，房地产行业分析见上文。

五、公司基础素质

1. 产权状况

截至 2021 年 9 月底，公司注册资本为 120 亿元，实际控制人为国务院国资委。

2. 企业竞争力

公司作为隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，文旅项目开发运营经验丰富，融资优势明显，公司在行业地位、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。公司合并范围内拥有华侨城股份、华侨城（亚洲）控股、康佳集团和云南旅游四家境内外上市公司。

目前公司旅游综合业务及房地产开发主要由华侨城股份经营，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。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，曾先后入围“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”等排行榜。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。

3. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业信用报告》，截至 2021 年 12 月 31 日，公司无未结清和已结清的不良信贷记录。总体看，公司过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2022 年 2 月 10 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、公司管理

1. 治理结构

公司股东大会、董事会和监事会独立运作，法人治理结构完善。

公司未设股东会，国务院国资委依法行使股东会职权，依据法律、行政法规和公司章程规定行使股东权利、履行股东义务。

公司设立董事会，由 3~13 名董事组成，设董事长 1 名，可以设副董事长 1~2 名，外部董事人数应当超过董事会全体成员的半数，内部董事中包含 1 名职工董事。董事会设董事会

秘书 1 名。

2019 年，国务院国资委取消公司监事会，并撤回向公司派驻的监事，截至 2021 年 6 月末，公司有 2 名职工监事。

公司设总经理 1 名，副总经理若干，总会计师 1 名。

2. 管理水平

公司内部控制制度健全，管理水平较高；合作项目占比较高对公司项目管理能力有一定挑战。

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。公司设置了“集团-区域-项目”三级管理架构，主要管理事项以区域公司为主。

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。

资金管理方面，公司制定了《华侨城集团有限公司资金审批管理办法》《华侨城集团有限公司资金管理规定》，确定了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。公司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；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。

财务管理方面，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。

七、公司经营

1. 经营概况

近三年，受益于旅游综合业务和房地产业务收入增长，公司营业收入持续增长；整体毛利率有所波动，但仍维持在较高水平。2021 年 1-9 月，受益于国内疫情控制良好，公司业务逐步恢复。

公司为以主题公园等文旅项目开发运营、地产业务开发销售和电子相关为主营业务的大型央企公司，公司文旅项目品牌知名度高，地产业务开发经验充足。分业务看：

公司文旅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，经营主体为华侨城股份。公司文旅项目主要包括“欢乐谷”“欢乐海岸”“东部华侨城”以及“水上公园”等；公司文旅项目开发特征主要为：项目规模大、投资周期长、沉淀资金多，业务资金周转速度很慢。

公司地产业务主要分为旅游地产和传统地产项目的开发销售，其中公司在文旅项目周围布局住宅和商业等多种业态的旅游地产。公司主要利用招拍挂方式获取土地储备，受益于自身文旅项目较优的品牌及运营优势，公司地产业务获取土地成本低；公司项目定位于高端市场，平均售价高，盈利空间大。公司项目以核心一二线城市为主，近年来公司开始增加合作开发力度，并提升了项目开发周转速度。此外，公司近年来在三线城市布局较多，该类地

区旅游资源丰富，但当地居民的住宅项目消化能力差，需关注此类项目的去化情况。

公司电子业务以彩电及白电的生产销售和产业链上下游产品的贸易为主，并涉及部分新兴产业，整体看，电子相关业务收入高，但由于行业同质化程度高，竞争激烈，公司电子及相关业务盈利水平较差。

2018—2020年，公司营业收入持续增长，其中旅游综合业务和房地产业务收入增长较快；受益于收入增长，公司净利润持续增长，但2020年公司净利润同比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。

从毛利率来看，2018—2020年，公司电子业务毛利率持续下滑主要系市场竞争愈发激烈、原材料成本上升以及受中美贸易摩擦影响海外盈利不及预期所致；旅游综合业务毛利率有所波动，主要与结转的旅游地产毛利率波动有关；房地产业务毛利率2020年降幅较大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导致毛利率下滑所致；环保业务毛利率有所波动主要系2019年的PPP项目大部分是基建工程和劳务分包工程，毛利率较低所致。

表5 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	44.55	5.74	489.28	37.81	4.11	469.79	32.44	3.93
—电子业务	131.70	12.31	18.12	147.47	11.40	11.04	145.61	10.05	10.42
—工贸业务	344.90	32.24	1.02	341.81	26.41	1.12	324.17	22.38	1.01
旅游综合业务	253.38	23.68	40.33	375.77	29.04	47.48	482.09	33.29	38.57
房地产业务	280.79	26.24	74.32	292.32	22.59	73.08	406.53	28.07	59.20
环保业务	30.21	2.82	12.78	70.79	5.47	3.04	48.24	3.33	15.06
其他业务	28.92	2.70	-5.25	65.82	5.09	4.33	41.65	2.88	11.18
合计	1069.90	100	31.83	1293.98	100.00	32.24	1448.30	100.00	31.55

注：1. 上表中2018年及2019年数据已经追溯调整；尾数差异系四舍五入导致；2. 旅游综合业务包括文旅业务及旅游地产业务
资料来源：公司提供

2021年1—9月，公司实现营业总收入868.83亿元，同比增长27.31%；实现利润总额76.31亿元，同比下降14.10%，主要系公司旅游综合业务和房地产业务毛利率下降以及股权处置收益减少所致。

2. 旅游综合业务

由于公司合作开发项目体量较大，在建项目中近50%为合作开发项目，因此本小节分析均包括公司合作开发项目。

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，且在土地成本及资金实力方面保持显著优势，但随着新拓展项目所在城市能级的下沉，未来发展的不确定性将有所增加。近

年来，文旅市场竞争激烈，且2020年爆发的新冠疫情对公司旅游综合业务形成一定冲击；此外，公司旅游综合在建项目规模较大，存在较大的融资需求。

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）主题公园运营

从接待游客情况来看，2020年，华侨城股份旗下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，华侨城股份接待游客量为2019年的82%。

在建项目方面，公司旅游综合业务在建项目规模较大，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。此外，公司以华云投、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。

表 6 截至 2020 年底公司在建的主要旅游综合项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划预计总投资额	已投资额	未来投资计划		
			2021 年	2022 年	2023 年
扬州华侨城	19.29	4.16	7.80	1.09	-
泰州华侨城	13.31	13.20	0.36	0.21	0.16
华侨城合肥巢湖半汤温泉小镇	36.31	12.93	7.71	10.27	2.89
南京欢乐谷、水公园项目	24.50	16.88	0.75	--	--
上海华侨城	40.10	35.23	2.16	1.01	1.01
古劳水乡	30.00	5.34	10.31	3.38	1.95
中山欢乐海岸	76.48	18.15	16.38	13.91	3.48
湛江欢乐海湾	64.00	14.39	9.50	9.50	9.50
安仁古镇项目	13.98	8.31	3.09	1.55	1.03
西安欢乐谷	46.00	12.14	16.57	13.20	4.09
腾冲石墙温泉度假村	23.00	3.61	1.00	1.14	2.06
九乡旅游小镇项目	17.60	7.97	6.74	2.89	--
武汉华侨城	63.03	63.17	13.08	7.85	7.85
南昌华侨城文旅项目	40.00	5.98	--	--	--
其他项目	30.77	19.32	6.09	3.85	0.86

注：1. 表格数据口径均为并表口径。2. 上表中的旅游综合开发项目为“地产+文旅”项目
资料来源：公司提供

（2）酒店运营

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；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。

表 7 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

此外，公司积极发展管理输出服务，输出管理的东部华侨城房车酒店、瀑布酒店、大华

兴寺菩提宾舍已于 2009 年相继开业，茵特拉根酒店群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。

3. 房地产开发业务

公司房地产业务土地储备充足，且获取成本较低；公司项目中三四线城市占比较高，叠加行业销售承压，需对上述区域未来去化情况予以一定关注。公司房地产业务销售规模持续增长，销售均价有所波动。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较大的资金需求。

从土地获取策略来看，公司通过采用“文化+旅游+城镇化”的战略，不断丰富资源获取方式；通过“特色小镇+地产”“全域旅游+地产”“滨海旅游产业示范区+地产”和“康养+地产”模式，资源获取模式更加多样化。此外，华侨城房地产收购深圳华侨城市更新投资发展有限公司（以下简称“华侨城更新”），作为公司旧改平台。公司具有较强的拿地优势，土地获取成本较低。

从近年来拿地情况看，近三年公司拿地规模变动不大。其中2020年，公司新增项目44个，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中，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—6月，公司新增土地储备项目土地面积合计305.05万平方米，总地价合计226.70亿元，主要为招拍挂方式取得，位于襄

阳、西安、涿州、中山、成都、青岛、武汉以及肇庆等地；其中位于襄阳的项目占地面积120.63万平方米，规模较大，需关注后续项目开发及销售情况。

表 8 公司新获取土地情况（单位：个、万平方米）

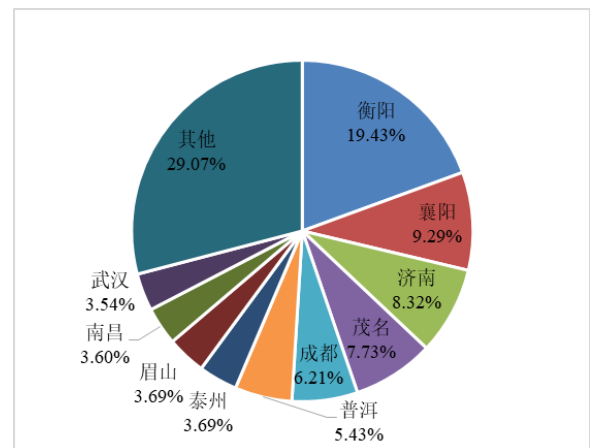
项目	项目个数	建筑面积
2018 年	--	1021
2019 年	47	1208
2020 年	44	1202

注：数据口径为并表口径

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司土地储备项目合计1165.45 万平方米（未开发项目土地面积），土地储备较为丰富。公司土地储备分布如下图所示。

图 1 截至 2020 年底公司土地储备分布占比



资料来源：公司提供

项目开发方面，2018—2020 年，受项目开发规划影响及 2020 年新冠疫情影响，公司房地产业务（不包含旅游综合业务）并表口径新开工面积波动增长，竣工面积持续上升。2021 年上半年，公司新开工面积保持较高规模，竣工力度较上年同期变动不大。

表 9 公司房地产开发主要指标（单位：万平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年
新开工面积	173.67	168.86	206.53	153.91
竣工面积	68.80	85.69	150.54	74.40

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

¹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。

截至 2021 年 3 月底，公司主要开发项目有 16 个，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。

项目销售方面，2018—2020 年，受益于销售规模的持续增长，带动公司房地产业务（不含旅游综合业务）销售金额持续增长，销售均

价受销售区域及销售项目变化影响而有所波动。结转方面，2018—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。

2021 年上半年，公司实现销售金额 190.66 亿元，销售均价下降至 1.99 万元/平方米，主要系销售区域占比变化影响所致。

表 10 近年来公司房地产销售概况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年
协议销售面积（万平方米）	57.57	70.93	188.59	95.68
协议销售金额（亿元）	264.75	414.55	568.67	190.66
协议销售均价（万元/平方米）	4.60	5.84	3.01	1.99
结转收入面积（万平方米）	58.75	65.01	114.16	21.85
结转收入（亿元）	280.79	292.32	406.53	49.59

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

4. 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。

公司电子业务及工贸板块主要由康佳集团经营。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
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	60.54
环保	30.21	6.55	70.79	12.84	48.24	9.58
其他	27.37	5.93	27.00	4.90	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

从产能情况看，近三年，康佳集团彩电业务产能保持稳定，截至2020年底，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。此外，康佳集团与部分有成本竞争力的 OEM 厂商签订了整机产品采购的协议，委托其加工部分产品。从产销情况看，近三年，康佳集团产量波动增长，主要系2020年疫情影响，产能利用率下降所致；产销率维持在较高水平。

表 12 近三年康佳集团彩电产销情况

（单位：万台、%）

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：上表中产能利用率为计算公式为自有产量除以产能

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。

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。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。

5. 经营效率

公司整体经营效率有所下降，主要与公司发展战略有关。

从经营效率指标看，2018—2020年，公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数均持续下降，主要系公司向文化旅游业务进行重心调整所致。截至2020年底，公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数分别为9.12次、0.40次和0.24次。

6. 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，即依托自身旅游运营经验的积淀、区域成片开发的能力，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，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。

八、财务分析

1. 财务概况

信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2018—2020年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年三季度财务数据未经审计。

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9月底，公司合并资产总额7018.90亿元，所有者权益1975.79亿元（含少数股东权益1063.35亿元）；2021年1—9月，公司实现营业总收入868.83亿元，利润总额76.31亿元。

2. 资产质量

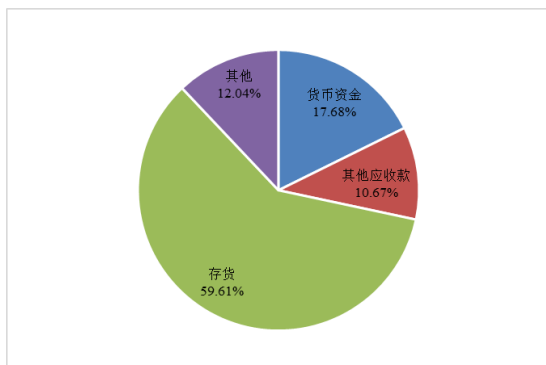
受增加对旅游综合项目以及房地产项目投资的影响，公司资产规模持续增长；公司现金类资产充裕；存货占比较大且地理位置较好；投资性房地产采用成本计量，具有较大增值空间；公司资产受限比例低。

2018—2020年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长22.92%。截至2020年底，公司合并资产总额6710.40亿元，较上年底增长21.44%，其中流动资产占71.93%，非流动资产占28.07%。

（1）流动资产

2018—2020年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长24.61%。截至2020年底，流动资产4826.63亿元，较上年底增长25.47%，主要系货币资金和存货增长所致。

图2 截至2020年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2018—2020年末，公司货币资金持续增长，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。

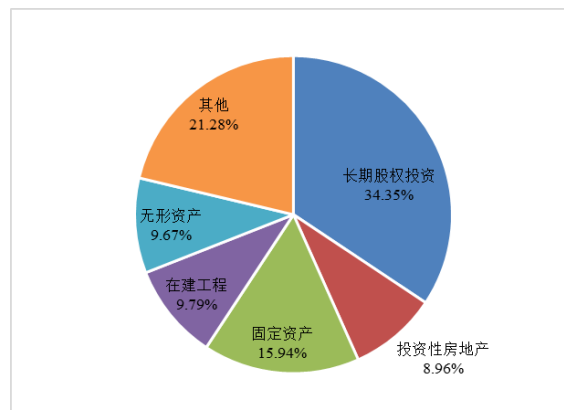
2018—2020年末，公司其他应收款持续增长，截至2020年底，公司其他应收款514.93亿元，较上年底增长3.71%；主要为关联方往来款及其他往来款，分别占比为61.87%和20.39%。从账期看，1年以内占比87.77%、1~2年占比5.98%，其余为2年及2年以上。按欠款方归集的年末余额前五名其他应收款占比27.27%，集中度一般。

2018—2020年末，公司存货持续增长，截至2020年底，公司存货2877.29亿元，较上年底增长37.43%，主要系土地储备及项目建设开发投入增加所致；主要由开发成本（占85.87%）和开发产品（占12.07%）构成；公司已累计计提存货跌价准备21.83亿元。

（2）非流动资产

2018—2020年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长18.89%。截至2020年底，公司非流动资产1883.77亿元，较上年底增长12.21%，公司非流动资产构成情况如下表所示。

图3 截至2020年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2018—2020年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长18.84%。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）。

2018—2020年末，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长37.95%。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。

2018—2020年末，公司固定资产（合计）持续增长，截至2020年底，公司固定资产（合计）300.33亿元，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%。

2018—2020年末，公司在建工程（合计）持续增长，年均复合增长54.72%。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（单位：亿元）

项目	年末账面价值	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
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9月底，公司合并资产总额7018.90亿元，较上年底增长4.60%；其中，流动资产占71.21%，非流动资产占28.79%，公司资产以流动资产为主。截至2021年9月底，公司货币资金较上年底下降15.30%至722.92亿元。

3. 负债及所有者权益

(1) 所有者权益

受少数股东权益及新发行永续债规模增长等因素影响，公司所有者权益规模持续增长，权益结构稳定性有待提升。

2018—2020年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长16.54%。截至2020年底，公司所有者权益1891.25亿元，较上年底增长13.56%，主要系永续债发行规模大幅增加所致；归属于母公司所有者权益占比为47.73%。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9月底，公司所有者权益1975.79亿元，较上年底增长4.47%，权益结构

较上年底变化不大。

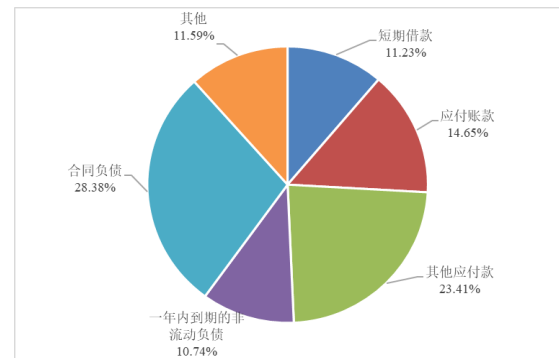
(2) 负债

近年来，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。

2018—2020年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长25.73%。截至2020年底，公司负债总额4819.15亿元，较上年底增长24.84%，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。

2018—2020年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长28.86%。截至2020年底，公司流动负债3161.64亿元，较上年底增长26.27%，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。

图4 截至2020年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2018—2020年末，公司短期借款波动增长，年均复合增长27.80%。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%。

2018—2020年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长43.69%。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%。

2018—2020年末，公司预收款项及合同负债合计持续增长，年均复合增长43.80%。截至2020年底，公司合同负债897.20亿元，较年初合同负债规模增长36.28%，主要系旅游综合业务和房地产业务销售规模扩大所致。

2018—2020年末，公司其他应付款持续增长，年均复合增长9.30%。截至2020年底，公司其他应付款740.13亿元，较上年底增长3.60%。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%。

2018—2020年末，公司一年内到期的非流动负债持续增长，截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债339.42亿元，主要为一年内到期的长期借款及应付债券。

2018—2020年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长20.35%。截至2020年底，公司非流动负债1657.52亿元，较上年底增长22.21%，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%）和应付债券（占11.68%）构成。

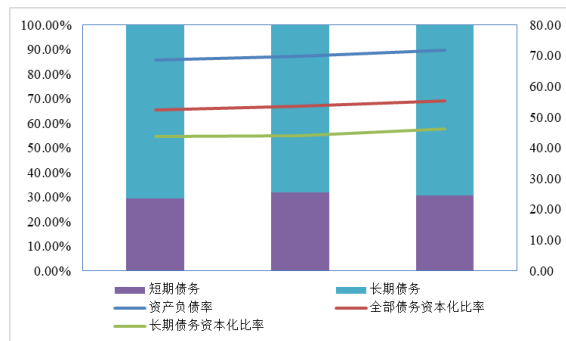
2018—2020年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长39.94%。截至2020年底，公司长期借款1245.49亿元，较上年底增长47.47%，主要系公司调整债务结构所致；长期借款主要由信用借款、保证借款和抵押借款构成，占比分别为39.96%、37.31%和11.63%。

2018—2020年末，公司应付债券波动下降，年均复合下降25.30%。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。

有息债务方面，2018—2020年末，随着业务规模扩大，公司全部债务规模持续增长，年均复合增长23.46%；公司全部债务以长期债务为主。2018—2020年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别持续增长。截至2020年底，公司剔除预收款后

的资产负债率及净负债率分别为67.07%和78.62%。

图5 公司债务及相关指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

如将永续债调入长期债务，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增长为78.83%、66.43%和59.59%，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。

截至2021年9月底，公司负债总额较上年底增长4.65%至5043.11亿元，主要系合同负债和应付债券大幅增长所致；公司负债结构较上年底变动不大。

4. 盈利能力

近年来，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对公司利润贡献较大，公司整体盈利能力很强。

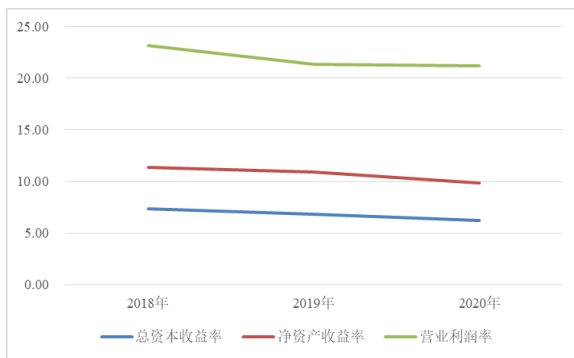
2018—2020年，公司营业收入持续增长；净利润持续增长，但2020年公司净利润同比增速显著低于营业收入增速主要系其电子业务、旅游综合及房地产业务板块毛利率均有所下滑所致。

从期间费用看，2018—2020年，公司费用总额持续增长，年均复合增长8.19%。2020年，公司费用总额为175.94亿元，其中销售费用、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%。2020年，公司研发费用同比增长36.73%，主要系人工成本增加所致；财务费用同比增长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。2018—2020年，公司投资收益持续增长，占营业利润比例均在44%以上，主要为处置股权产生的投资收益；其他收益持续增长，主要为递延收益转入和企业补贴收入，持续性较强。投资收益及其他收益仍对公司利润形成有效补充。

图6 公司盈利指标情况（单位：%）



资料来源：联合资信整理

盈利指标方面，2018—2020年，公司主要盈利指标呈持续下降态势，公司盈利能力很强。2021年1—9月，公司实现营业总收入868.83亿元，同比增长27.31%；实现利润总额76.31亿元，同比下降14.10%，主要系公司旅游综合业务和房地产业务毛利率下降以及股权处置收益减少所致。

5. 现金流分析

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有所下降；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 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—9月
经营活动现金流入小计	1482.96	2017.13	2087.02	2289.68
经营活动现金流出小计	1656.17	2141.01	1908.45	2346.92
经营现金流量净额	-173.21	-123.89	178.56	-57.24
投资活动现金流入小计	247.65	260.02	300.37	147.98
投资活动现金流出小计	477.23	392.58	344.59	235.83

投资活动现金流量净额	-229.58	-132.56	-44.22	-87.85
筹资活动前现金流量净额	-402.80	-256.45	134.34	-145.09
筹资活动现金流入小计	1218.60	1493.71	1806.66	1109.18
筹资活动现金流出小计	841.87	1122.34	1652.68	1077.97
筹资活动现金流量净额	376.73	371.36	153.98	31.21

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2018—2020年，公司经营活动现金流由净流出转为净流入，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。

2018—2020年，公司投资活动现金流量净额保持净流出态势，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，净流出规模持续下降。同期，公司筹资活动前现金流量净额由净流出转为净流入。

2018—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—9月，公司筹资活动前净现金流大规模净流出，公司融资需求仍较大。

6. 偿债指标

公司长短期偿债指标表现尚可，土地储备质量好、盈利能力很强且融资优势明显，公司整体偿债能力极强。

表15 公司偿债能力指标情况（单位：%、倍、亿元）

项目	2018年	2019年	2020年
短期偿债能力指标			
流动比率	163.24	153.63	152.66
速动比率	68.44	70.02	61.66
经营现金流动负债比	-9.10	-4.95	5.65
现金短期债务比	1.14	1.00	1.25
长期偿债能力指标			
EBITDA	291.06	335.30	377.47
EBITDA利息倍数	3.16	3.06	3.31
全部债务/EBITDA	5.28	5.73	6.20

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，2018—2020年末，公司流动比率持续下降，速动比率波动下降；公司现金短期债务比波动增长。公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 持续增长。2020 年，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 20.68%）、利润总额（占 67.08%）构成。公司长期债务偿债能力尚可。

截至 2021 年 9 月底，公司共获得银行授信额度 5689 亿元，其中未使用银行授信额度 3530 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 6 月底，公司无重大未决诉讼或仲裁情况。

7. 母公司报表分析

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 1 占 10.04%，非流动资产占 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%）和其他非流动资产（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%，流动负债占 53.75%，非流动负债占 46.25%。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 42.91%）和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%）和应付债券（占 26.50%）构成。截至 2020 年底，母公司资产负债率为 44.77%，较 2019 年下降 5.23 个百分点，母公司债务负担尚可。

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%，以实收资本和其他权益工具为主。

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

现金流方面，2020 年，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。

九、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司债务结构影响不大；考虑本期中期票据发行后，公司各偿债指标仍处于很强水平。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据基础发行规模 20.00 亿元，对公司现有债务结构影响不大。以 2020 年末财务数据为基础，假设本期中期票据募集资金为 20 亿元，本期中期票据发行后，公司的资产负债率和全部债务资本化比率分别由 71.82% 和 55.31% 上升至 71.90%、和 55.52%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金拟偿还债务，公司实际债务负担或将低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据发行后，公司经营活动现金流入、经营活动净现金流和 EBITDA 对长期债务的保障能力一般。

表 16 本期中期票据偿还能力测算

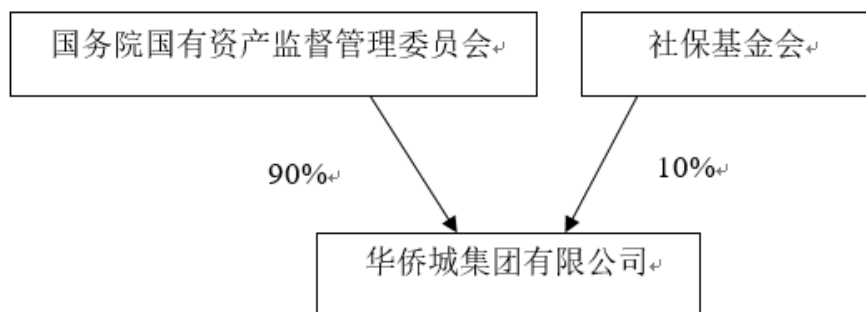
项目	2020 年
发行后长期债务*（亿元）	1644.64
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	1.27
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.11
发行后长期债务/EBITDA（倍）	4.36

注：发行后长期债务为将本期中期票据发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

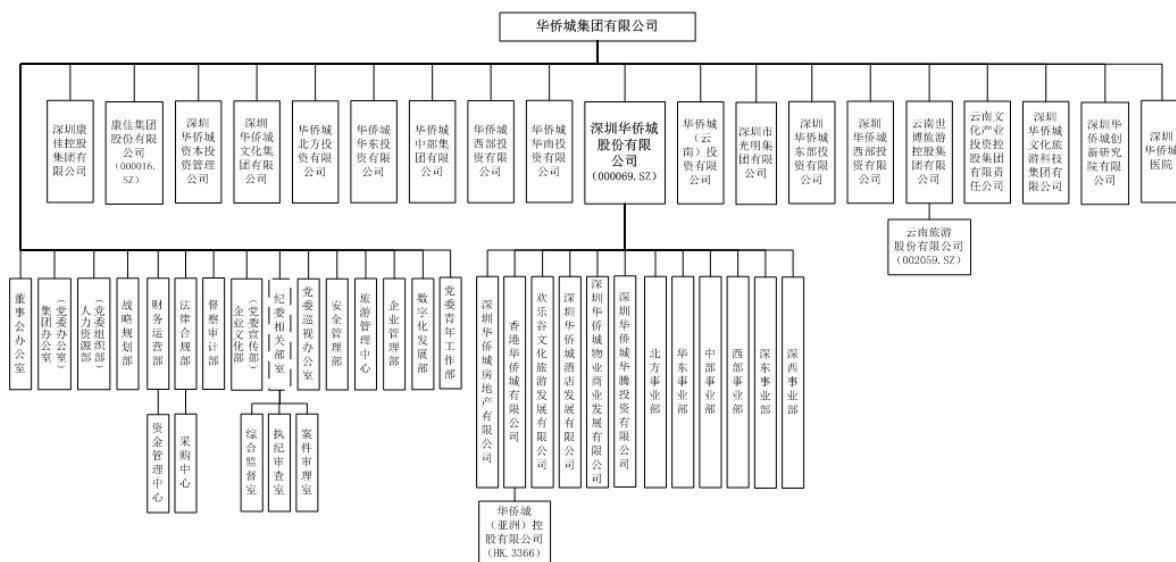
十、结论

基于对公司经营风险、财务风险、债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 9 月底公司股权结构表



附件 1-2 截至 2021 年 6 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	513.93	614.27	892.98	748.61
资产总额（亿元）	4440.99	5525.68	6710.40	7018.90
所有者权益（亿元）	1392.62	1665.47	1891.25	1975.79
短期债务（亿元）	451.63	614.06	715.72	--
长期债务（亿元）	1083.78	1308.75	1624.64	--
全部债务（亿元）	1535.42	1922.81	2340.36	--
营业收入（亿元）	1103.49	1309.82	1470.80	868.83
利润总额（亿元）	202.37	239.20	253.19	76.31
EBITDA（亿元）	291.06	335.30	377.47	--
经营性净现金流（亿元）	-173.21	-123.89	178.56	-57.24
财务指标				
销售债权周转次数（次）	9.72	9.58	9.12	--
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	127.97
营业利润率（%）	23.14	21.36	21.23	15.02
总资本收益率（%）	7.33	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（%）	43.76	44.00	46.21	--
全部债务资本化比率（%）	52.44	53.59	55.31	--
资产负债率（%）	68.64	69.86	71.82	71.85
流动比率（%）	163.24	153.63	152.66	153.31
速动比率（%）	68.44	70.02	61.66	58.70
经营现金流动负债比（%）	-9.10	-4.95	5.65	--
现金短期债务比（倍）	1.14	1.00	1.25	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.16	3.06	3.31	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.28	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.将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 2018 年及 2019 年财务数据为 2019 年和 2020 年期初数；5.公司 2021 年 1-9 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）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	97.62	53.71	57.68	65.41
资产总额（亿元）	1011.66	1112.32	1210.66	1219.66
所有者权益（亿元）	480.93	556.23	668.68	683.93
短期债务（亿元）	98.45	243.34	236.50	205.10
长期债务（亿元）	282.64	244.56	250.64	245.74
全部债务（亿元）	381.09	487.90	487.14	450.84
营业收入（亿元）	4.46	4.20	2.74	0.80
利润总额（亿元）	60.61	29.32	28.54	30.31
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	57.29	4.06	-10.24	-15.81
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	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	26.43
全部债务资本化比率（%）	44.21	46.73	42.15	39.73
资产负债率（%）	52.46	49.99	44.77	43.92
流动比率（%）	75.64	42.03	41.74	34.87
速动比率（%）	68.75	36.54	35.87	28.97
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	0.32
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--

注：1. 母公司 2018 年及 2019 年财务数据为 2019 年和 2020 年期初数；2. 公司 2021 年 1-9 月财务报表未经审计，相关指标未年化；3. “--”代表计算无意义的数值
 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 华侨城集团有限公司 2022 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

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

华侨城集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

华侨城集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对华侨城集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，华侨城集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

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

如华侨城集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对华侨城集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与华侨城集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。