

信用评级公告

联合〔2022〕6057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 年度第四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 年度第四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

二〇二二年七月五日

华侨城集团有限公司

2022年度第四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：20.00 亿元，其中品种一初始发行规模为 10.00 亿元，品种二初始发行规模为 10.00 亿元，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 20.00 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：15 亿元用于偿还公司到期债券，另 5 亿元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 20.00 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¹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 7 月 5 日

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。公司土地储备充足，经营性现金流及资产质量良好，融资渠道畅通。同时，联合资信也关注到房地产行业下行对公司销售造成影响、旅游行业和电子相关业务行业竞争激烈、三四线城市文旅项目运营及去化仍具有不确定性、2021 年公司毛利率及利润下降明显以及资本支出压力较大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。

公司土地储备规模充足，随着项目的逐步开发及销售，以及文旅项目逐步投入运营，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. 土地储备充足。截至 2021 年底，公司土地储备项目合计 1648.69 万平方米（未开发项目土地面积），土地储备充足，为未来经营提供良好支撑。

3. 经营性现金流及资产质量良好，融资渠道畅通。2020—2021 年连续两年公司经营性现金流及筹资活动

¹按照国有资产管理相关规定上交国有资本收益除外。

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	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

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	1
		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：张超 卢瑞

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

前现金流为净流入，货币资金较充裕；公司投资性房地产以成本法计量，具有较大升值空间，资产受限比例低，整体资产质量良好。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. 房地产行业下行对公司项目销售造成影响。2021 年下半年以来房地产行业下行趋势明显，对公司房地产项目销售有较大影响。公司近年来获取的三四线旅游城市项目较多，需关注公司项目未来销售去化问题。

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，公司新拓展旅游项目城市能级存在一定下沉，同时 2022 年以来部分主要城市疫情反复，文旅项目未来运营不确定性将增加。

3. 2021 年利润下滑明显，资金支出压力较大。2021 年，公司综合毛利率及利润规模下滑明显，盈利能力有所下降；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。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	615.70	895.90	896.68	717.76
资产总额（亿元）	5525.68	6749.82	6798.27	6798.24
所有者权益（亿元）	1665.47	1883.88	1948.16	1958.95
短期债务（亿元）	614.06	716.81	839.30	/
长期债务（亿元）	1326.86	1670.63	1601.20	/
全部债务（亿元）	1940.92	2387.44	2440.49	/
营业总收入（亿元）	1309.82	1470.80	1668.09	167.39
利润总额（亿元）	239.20	253.19	103.78	4.90
EBITDA（亿元）	335.30	377.47	247.62	--
经营性净现金流（亿元）	-123.89	178.56	130.71	-125.40
营业利润率（%）	21.36	21.23	15.13	12.20
净资产收益率（%）	10.93	9.87	2.58	--
资产负债率（%）	69.86	72.09	71.34	71.18
全部债务资本化比率（%）	53.82	55.89	55.61	/
流动比率（%）	153.63	152.69	151.14	149.52
经营现金流负债比（%）	-4.95	5.65	4.08	--
现金短期债务比（倍）	1.00	1.25	1.07	/
EBITDA 利息倍数（倍）	3.06	3.31	1.90	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.79	6.32	9.86	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	1112.32	1211.33	1261.67	1292.55
所有者权益（亿元）	556.23	669.19	661.04	656.26
全部债务（亿元）	487.90	487.14	563.14	546.70
营业总收入（亿元）	4.20	2.74	0.85	0.28
利润总额（亿元）	29.32	28.54	55.55	3.42
资产负债率（%）	49.99	44.76	47.61	49.23
全部债务资本化比率（%）	46.73	42.13	46.00	45.45
流动比率（%）	42.03	42.45	39.92	24.11
经营现金流负债比（%）	1.30	-3.52	-5.83	--

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.合并口径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.母公司债务为联合资信自行计算，其中 2021 年底短期债务中包含其他流动负债中的有息债务部分；4.公司及母公司 2019 年及 2020 年财务数据为 2020 年和 2021 年年初数；5.公司 2022 年 1-3 月财务报表未经审计，相关指标未予年化
 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	2022/06/24	张超 卢瑞	一般工商企业信用评级方法 (V3.1.202204) / 一般工商企业主体 信用评级模型（打分表） (V3.1.202204)	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年度第四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”）为于1986年5月13日成立的外向型经济开发区全民所有制企业；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2022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）。

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年底，公司本部内设战略与投资管理部、财务运营部、法律合规部、督察审计部、品牌与企业文化部等职能部门（详见附件1-2）。

截至2021年底，公司合并资产总额6798.27亿元，所有者权益1948.16亿元（含少数股东权益1076.81亿元）；2021年，公司实现营业总收入1668.09亿元，利润总额103.78亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额6798.24亿元，所有者权益1958.95亿元（含少数股东权益1097.09亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入167.39亿元，利润总额4.90亿元。

公司注册地址：广东省深圳市南山区华侨城；法定代表人：张振高。

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年度第四期中期票据”（以下简称“本期中期票据”），发行规模为人民币20.00亿元，其中，品种一初始发行规模为10.00亿元，品种

二初始发行规模为10.00亿元。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20.00亿元。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²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。

本期中期票据发行金额 20 亿元，其中 15 亿元用于偿还公司到期债券，另 5 亿元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回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 1 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60

²按照国有资产管理相关规定上交国有资本收益除外。

一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

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、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；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；资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款

和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加

大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定；着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

四、行业分析

1. 房地产行业

(1) 行业概况

2021年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。

2021年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来小阳春，长三角部分城市出现抢房现象，但2021年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021年上半年，全国房地产开投资同比增长14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显，2021年全年，全国房地产开发投资14.76万亿元，同比仅增长4.4%，增速较2020年下降2.6个百分点，下滑明显。其中住宅投资11.12万亿元，同比增长6.4%，增速较2020年下降1.2个百分点；办公楼投资0.60万亿元，同比下

降8.0%，出现负增长；商业营业用房投资1.24万亿元，同比下降4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021年上半年新开工面积同比增长3.8%，进入7月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负，2021年全年新开工面积19.89亿平方米，同比下降11.4%。从施工面积看，2021年全国房屋施工面积达97.54亿平方米，同比增长5.2%，增速较2020年有所回升；由于2017—2018年新开工房屋逐步进入竣工期，2021年全国房屋竣工面积10.14亿平方米，同比增长11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021年上半年商品房销售面积同比增长27.70%，较2019年上半年增长16.70%，但下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分置换需求，此外受恒大事件影响，房企暴雷频发，购房者因担心房子烂尾而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落，2021年7—12月，全国商品房单月销售面积同比增速连续6个月为负，但得益于上半年销售增长，2021年全年全国商品房销售面积17.94亿平方米，同比增长1.90%，增速较2020年下降0.7个百分点，住宅销售面积15.65亿平方米，同比增长1.1%。

(2) 土地市场与信贷环境

2021年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。

土地市场方面，2021年，土地购置面积2.16亿平方米，同比下降15.50%。受集中供地以及地产行业下行等多重因素影响，2021年土拍市场出现了新景象，2021年上半年的第一轮集中供地，百强民营房企获取近50%的土地，且部分城市地王频出，但下半年以来按揭贷款发放

周期受到管控，销售情况持续恶化；叠加融资环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长，第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）和国内贷款仍为房地产开发到位资金的主要来源，融资渠道收紧下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计

同比增长 23.46%，但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021 年 7—12 月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9 月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此 2021 年下半年房地产开发到位资金同比减少 10.51%。2021 年全年房地产开发到位资金合计 20.11 万亿元，同比增长 4.2%，增速较 2020 年下滑 3.4 个百分点。

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	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

（3）政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021 年初严查经营贷，2021 年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的流动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021 年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，2022 年 3 月的国务院金融委会议提出要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。

2021 年初，房地产市场延续上年底热度，

针对个别城市出现余热不降的现象，政策坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021 年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022 年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。

表 3 2021 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
2021 年 2 月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且 2021 年发布住宅用地公告不能超过 3 次；二是集中组织出让活动
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 and 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
2021 年 7 月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题负主体责任
2021 年 9 月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：1、金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；2、金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021 年 12 月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022 年 2—3 月	--	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022 年 3 月郑州发布房地产新政 19 条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置。
2022 年 3 月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房子不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022 年 3 月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险。

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021 年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021 年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证

交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表 4 2021 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021 年 3 月	银保监会、住建部和央行	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021 年 6 月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展
2021 年 7 月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳定加、稳房价、文预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制
2021 年 9 月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益
2021 年 10 月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序
2021 年 12 月	央行、银保监会	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务
2022 年 1 月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定。

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，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，众多参与者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%；国内旅游收入2.23万亿元，同比大幅下降约61.08%。2021年，文旅复苏的进程在特定时期和局部地区时有反复，根据文化和旅游部国内旅游抽样调查结果，2021全年旅游人数32.46亿人次，旅游收入2.92万亿元，同比分别上升12.8%和31.0%，分别恢复至2019年同期水平的54%和51%。2022年一季度，国内旅游总人次8.30亿，下降19.0%；2022年“五一”假期5天，全国国内旅游出游1.6亿人次，同比减少30.2%，由于上海、北京等重点城市爆发疫情，旅游市场受疫情影响较严重。

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

中国家用电器行业已过高速增长期，由增量市场转为存量市场。2021年，我国家电市场零售规模有所增长，以线上销售增长为主。2020年下半年以来，原材料价格上涨使家电行业存在一定成本管理压力。2022年一季度，中国家电市场较为低迷。未来，居民消费结构升级将进一步驱动产品结构升级、产品创新以及智能化。

家用电器一般分为三类：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）。家电行业上游主要为大宗原材料、机械与电子零部件，下游需求主要来自保有量提升、新房装修与更新需求。2000年以来，房地产销量的大幅增长成为中国家电销量增长的重要驱动力之一。2007—2011年，在“家电下乡”“以旧换新”等产业政策支持下，家电销量高速增长。经历了高速增长期后，中国家电产品普及率已达到较高水平，市场已由增量市场转为存量市场。根据中国电子信息产业发展研究院数据，2021年，我国家电市场零售规模为8811亿元，同比增长5.7%。其中，线上渠道销售4663亿元，同比增长11.1%，占52.9%；线下渠道销售4148亿元，同比增长0.3%，占47.1%。

细分行业方面，2021年，彩电、冰箱、洗衣机、空调等大家电零售量整体呈下降趋势，零售额大部分呈增长趋势，主要系家电消费结构升级，商品零售单价上升所致。奥维云网数据显示，2021年，中国彩电市场零售量3835万台，同比下降13.8%，零售额1289亿元，同比增长6.6%；中国冰箱市场零售量3188万台，

同比下降 2.1%，零售额 971 亿元，同比增长 7.9%；中国洗衣机市场零售量 3718 万台，同比增长 0.8%，零售额 766 亿元，同比增长 7.3%；中国空调市场零售量 4689 万台，同比下降 8.7%，零售额 1527 亿元，同比下降 1.2%。

家电行业技术门槛较低，规模效应显著，市场竞争激烈。中国大家电市场集中度较高，呈现垄断竞争的市场格局。根据 Wind 数据，2021 年，海尔智家、美的集团、格力电器和小米集团-W 等 4 家企业线上销售额占中国家电线上销售总额的比重超过 50%。分产品种类看，彩电的市场集中度较高，但彩电整机厂商利润水平偏低；冰箱行业国内品牌具备明显竞争优势，但中高端市场仍被外资占领；洗衣机市场中美的系与海尔系市场占有率合计接近 50%；空调市场中以格力、美的、海尔构成的第一集团品牌对其他品牌挤压明显。根据奥维云网数据，2021 年，中国彩电市场 Top10 品牌市场份额为 88%；洗衣机市场 Top3 品牌市场份额超过 60%；空调 Top3 品牌市场份额超过 70%。

2022 年以来，中国家电市场较为低迷。根据奥维云网数据，2022 年一季度家电零售额 1444 亿元，同比下降 10.3%。其中，彩电市场零售量 883.1 万台，同比下降 10.8%，零售额 277 亿元，同比下降 11%；空调市场零售量 654.2 万条，同比下降 17.1%，零售额 235.1 亿元，同比下降 9.1%；冰箱市场零售量 612 万台，同比下降 9.2%，零售额 192 亿元，同比下降 8.1%；洗衣机市场零售量 752 万台，同比下降 11.5%，零售额 146 亿元，同比下降 12.2%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 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。

2. 企业规模和竞争力

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、项目运营经验等方面拥有显著优势。公司合并范围内拥有 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”）、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”）。

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。在由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报告中，公司已连续 6 年位列全球景区集团四强。

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。

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. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行征信系统查询的《企业信用报告》，截至 2022 年 5 月 18 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷记录。

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 6 月 26 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、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构完善。

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 年底，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公司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公司董事会批准；股权投资（包括并购）、撤资均要报送公司总经理办公会批准；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公司董事会批准；新项目投资决策管理方面，公司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公司本部层面做出。

资金管理方面，公司制定了《资金审批管理办法》和《资金管理规定》，确定了资金集中统一管理的指导思想，建立起覆盖全公司的、高效严格的资金统一集中管理。公司实行现金池管理模式，实现对下属企业资金的按时归集和合理运用；公司融资业务实行公司本部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借款、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的管理以及对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，强化了公司本部层面的财务管理力度，提高了资金的使用效率。

七、经营分析

1. 经营概况

2019—2021年,公司营业总收入持续增长,但受旅游综合业务及房地产业务毛利率下降等影响,公司整体毛利率下滑明显,2021年利润总额亦同比下降较多。

公司系以主题公园等文旅项目开发运营、房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,房地产业务开发经验充足。

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。

公司房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,公司项目布局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,电子相关业务收入规模大,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。

2019—2021年,公司营业总收入持续增长,年均复合增长12.85%,其中旅游综合业务和房地产业务收入增长较快,主要系公司加快项目开发,结转规模增加所致;但公司利润总额波动下降,其中2021年利润总额同比下降59.01%,主要系电子业务、旅游综合业务、房地产业务毛利率及投资收益均下降,同时资产减值损失增加所致。2019—2021年,公司利润总额分别为239.20亿元、253.19亿元和103.78亿元。

从毛利率来看,2019—2021年,公司电子业务毛利率因市场竞争激烈、原材料成本上升而持续下降;工贸业务2021年毛利率很低主要系受国际环境、上游原材料采购价格影响,部分产品采购均价变化较大所致;旅游综合业务毛利率受旅游地产毛利率下行影响逐步下降;房地产业务毛利率大幅下滑主要系房地产调控政策出台导致行业平均毛利率大幅下降以及公司部分高毛利项目逐渐结转完毕所致。综上,公司主营业务毛利率逐年下降,其中2021年毛利率下降较多。

表5 2019—2021年公司主营业务收入及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2019年			2020年			2021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	489.28	37.81	4.11	469.79	32.44	3.93	442.26	26.76	2.39
—电子业务	147.47	11.40	11.04	145.61	10.05	10.42	140.31	8.49	6.31
—工贸业务	341.81	26.41	1.12	324.17	22.38	1.01	301.95	18.27	0.56
旅游综合业务	375.77	29.04	47.48	482.09	33.29	38.57	500.12	30.27	31.03
房地产业务	292.32	22.59	73.08	406.53	28.07	59.20	628.36	38.03	23.19
环保业务	70.79	5.47	3.04	48.24	3.33	15.06	43.55	2.64	7.44
其他业务	65.82	5.09	4.33	41.65	2.88	11.18	38.01	2.30	25.47
合计	1293.98	100.00	32.24	1448.30	100.00	31.55	1652.28	100.00	19.63

注: 1. 上表中2019年及2020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房地产业务
资料来源: 公司财务报告及公司提供

2022年1—3月，公司实现营业总收入167.39亿元，同比下降14.87%；利润总额4.90亿元，同比增长27.72%。

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；2020年爆发的新冠疫情对公司文化旅游业务形成一定冲击，2021年已基本恢复至疫情前水平，但2022年以来部分主要城市疫情反复，旅游业务持续面临不稳定性风险；此外公司文旅项目建设存在一定的资金需求。

公司是最早一批在中国创立主题公园的先驱者，具有明显的知名度和影响力优势；其文旅综合业务主要为各类景区、酒店和文旅商娱综合体等的管理及经营，以及能给其带来增值服务的派生业务（如旅游地产等）。公司文旅项目重点分布在一二线城市和比较成熟的三四线城市，由于各个文旅项目前期投资较高，因此一般配套设施建设会先于文旅项目的开发，可产生一定的现金流用以支持文旅项目的开发。公司文旅综合业务主要收入来源包括景区门票收入、园区内销售收入、文化演艺项目收入及园区配套物业租售收入等。

（1）主题公园运营

截至2021年底，华侨城股份旗下共有27家景区、28家酒店、1家旅行社、7家开放式旅游区以及1台旅游演艺。从接待游客情况来看，

2019—2021年，华侨城股份共接待游客数量分别为5209万人次、4282.5万人次和7797.9万人次，波动增长，2020年下降主要受新冠疫情影响，2021年，华侨城股份通过采取创新产品推出、持续提升运营效率、强化IP研发与应用等措施，旅游综合业务逐步恢复。若剔除新增项目，华侨城股份2021年接待游客数量为2019年的96%，已基本恢复至疫情前水平。但2022年以来，部分主要城市疫情反复，将再度对公司旅游综合业务造成一定冲击。

在建项目方面，公司旅游综合业务在建项目规模较大，截至2021年底，公司在建的主要旅游综合项目合计27个，全口径总投资规模约597亿元，尚需投入的资金规模约339亿元，公司未来面临一定资本支出压力。

（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2021年底，公司运营的已开业酒店53家，客房约8395间，覆盖北京、上海、广州、深圳等全国重点城市。从公司部分主要酒店经营情况看，2020年公司主要酒店因受疫情影响入住率有一定程度下降；随着2021年疫情逐步得到控制，除个别酒店入住率或平均房价下降外，其余酒店入住率和平均房价均有所提升。

表6 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	2019年			2020年			2021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	37.67	48.99%	684.21	30.51	51.68%	615.40	29.12	38.48%	754.09
深圳华侨城大酒店	白金五星	77.59	82.24%	1225.16	49.11	53.71%	1058.22	58.79	61.36%	1094.72
深圳威尼斯酒店	五星	41.55	80.62%	881.12	28.94	56.81%	707.10	32.12	57.78%	708.04
深圳海景奥思廷酒店	四星	42.95	81.42%	552.86	23.53	44.25%	451.73	26.65	50.88%	439.09
深圳JW万豪酒店	--	42.85	82.90%	934.00	29.80	58.29%	819.47	35.92	69.60%	980.79
上海宝格丽酒店	--	14.44	54.26%	4755.00	14.12	51.85%	5082.83	16.40	56.78%	5921.68

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

公司土地储备充足，区域分布较分散，其中三四线城市项目去化可能面临一定不确定性。2019—2021 年，公司加大地产业务开发力度，销售金额波动增长。公司主要开发项目布局以一二线城市为主，区位较好，结合公司整体项目规模，公司存在较大的资金需求。

从土地获取³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，华侨城房地产收购了深圳华侨城城市更新投资有限公司（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，2019—2020 年，公司拿地规模变动不大，2021 年公司拿地规模下降较多。其中 2020 年公司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；由于公司 2021 年新增土储主要位于南京、苏州、西安、成都、合肥、宁波、郑州和东莞等二线城市，相应新增土地储备楼面均价上升至约 5422 元/平方米。从区域分布看，公司 2020 年新增土地储备项目中襄阳、漳州、茂名和湛江等三四线城市权益计容建筑面积占比为 60.69%，2021 年公司新增土储中二线城市约占 55%。考虑到公司业务模式以文旅综合体模式开展，对土地

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。

表 7 公司新获取土地情况（单位：个、万平方米）

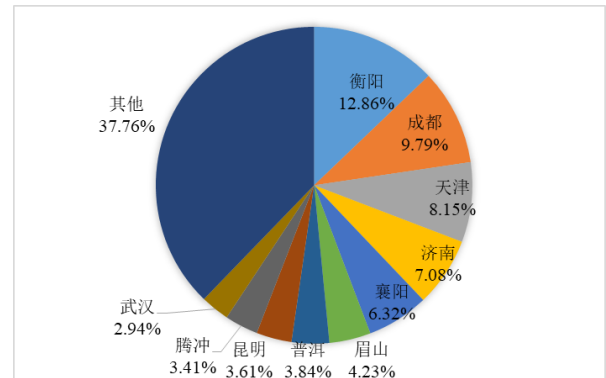
项目	项目个数	建筑面积
2019 年	47	1208
2020 年	44	1202
2021 年	28	554

注：数据口径为并表口径

资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司土地储备项目合计 1648.69 万平方米（未开发项目土地面积），土地储备充足。整体看，公司项目区域分布尚可，但位于部分三四线旅游城市的项目去化存在不确定性，一定程度上会影响公司的周转速度。

图 1 截至 2021 年底公司土地储备面积分布情况



资料来源：公司提供

项目开发方面，2019—2021 年，公司加快地产业务开发节奏，房地产业务（不包含旅游综合业务）并表口径新开工及竣工面积均逐年较快增长。

表 8 公司房地产开发主要指标（单位：万平方米）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
新开工面积	168.86	206.53	240.54
竣工面积	85.69	150.54	187.51

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

³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 年底，公司主要开发项目（指土地成交金额大于 50 亿元的旅游综合及地产项目）14 个，主要位于武汉、深圳、成都、南京和昆明等一二线城市，预计总投资金额 2041.48 亿元，全口径尚需投资额 680.64 亿元。此外，公司合作项目整体风险可控，但仍需持续关注合作方可能出现风险事件对公司的影响。

项目销售方面，2019—2021 年，随着公司开发节奏加快、推盘规模增加，公司协议销售面积逐年增长；但受销售区域及销售项目变化影响，销售均价逐年下降。综上，公司协议销售金额波动增长，其中 2021 年销售金额同比下降 18.65%。结转方面，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。

表 9 近年来公司房地产销售概况

项目	2019 年	2020 年	2021 年
协议销售面积（万平方米）	70.93	188.59	198.45
协议销售金额（亿元）	414.55	568.67	462.60
协议销售均价（万元/平方米）	5.84	3.01	2.33
结转收入面积（万平方米）	65.01	114.16	313.38
结转收入（亿元）	292.32	406.53	628.36

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：公司提供

4. 电子业务及相关产业

2019—2021 年，康佳集团主要业务板块收入下降，总体毛利率在 2021 年下降较多，盈利能力较弱。

公司电子业务、工贸及环保业务主要由康佳集团经营。截至 2021 年底，康佳集团合并资产总额 398.75 亿元，所有者权益 102.01 亿元；2021 年，康佳集团实现营业总收入 491.07 亿元，利润总额 15.71 亿元。

表 10 2019—2021 年康佳集团业务收入情况

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
彩电业务	87.66	15.90	8.67	75.20	14.93	7.90	73.00	14.87	5.17
白电业务	38.29	6.95	13.84	38.42	7.63	13.66	36.99	7.53	8.22
环保业务	70.79	12.84	9.89	48.24	9.58	15.06	43.55	8.87	7.44
工贸业务	327.45	59.41	1.12	304.84	60.54	0.98	296.83	60.45	0.57
半导体业务	--	--	--	2.83	0.56	2.72	3.22	0.66	4.86
其他	27.00	4.90	23.06	34.00	6.75	17.75	37.48	7.63	13.75
合计	551.19	100.00	5.41	503.52	100.00	5.48	491.07	100.00	3.47

资料来源：康佳集团财务报告，联合资信整理

（1）彩电板块

彩电业务是康佳集团重要的收入来源与利润来源，主要产品为液晶电视。2021 年，康佳集团设安徽、东莞、成都、遂宁和光明科技中心五个生产基地，自有彩电产能为 800 万台/年。康佳集团线上、线下渠道销售额各占约 50%。线上销售主要经由京东、苏宁等电商平台，线下业务

以卖场分销为主。康佳集团部分彩电销往欧洲、东南亚等海外市场。从产销情况看，康佳集团 2019—2020 年产销率维持在较高水平，由于彩电市场竞争日趋激烈，康佳集团 2021 年继续战略性收缩彩电业务，彩电产销量及产销率均有所下降。2021 年，康佳集团彩电业务销售均价有所上升，主要系国内销售的中高端产品占比

提升所致。

表11 2019-2021年康佳集团彩电产销情况
(单位:万台、元/台、%)

项目	2019年	2020年	2021年
产量	862.36	810	664
销量	875	832	618
销售均价	1002	904	1182
产销率	101.47	102.72	93.07

资料来源:公司提供

(2) 白电板块

康佳集团白电业务产品主要为冰箱、洗衣机和空调。2021年,康佳集团白电业务收入同比变化不大;毛利率同比大幅下降,主要系原材料价格与运输成本上涨所致。

(3) 环保业务

2020年,康佳集团环保业务收入因疫情等因素影响下降较多;2021年,环保业务收入同比有所下降,但毛利率同比大幅下降,主要系毛利率较高的毅康科技有限公司不再纳入康佳集团合并范围所致。

(4) 工贸业务

工贸业务围绕康佳集团传统主营业务中涉及的原材料开展,主要贸易品种有芯片、屏幕和塑胶等。2021年,康佳集团工贸业务收入同比变化不大;毛利润同比下降43.97%至1.68亿元。

5. 经营效率

公司整体经营效率指标变动不大。

从经营效率指标看,2019-2021年,公司销售债权周转次数因确认土地一级开发收入对应的应收账款增加而小幅下降;存货周转次数和总资产周转次数变动不大。

表12 公司经营效率指标

项目	2019年	2020年	2021年
销售债权周转次数 (次)	9.46	9.06	8.92
存货周转次数 (次)	0.45	0.40	0.46
总资产周转次数 (次)	0.26	0.24	0.25

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

6. 未来发展

公司发展战略清晰,可实施性较强。

公司提出“文化+旅游+城镇化”和“旅游+互联网+金融”的创新发展模式,支持康佳集团积极推行“科技+产业+园区”的战略落地。在新战略驱动下,公司将继续扩大产业经营规模,积极推进混合所有制改革,朝着具有全球竞争力的世界一流企业迈进,引领中国文化旅游产业、新型城镇化、电子产业不断前行。

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2019-2021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2022年一季度财务数据未经审计。

截至2021年底,公司合并资产总额6798.27亿元,所有者权益1948.16亿元(含少数股东权益1076.81亿元);2021年,公司实现营业总收入1668.09亿元,利润总额103.78亿元。

截至2022年3月底,公司合并资产总额6798.24亿元,所有者权益1958.95亿元(含少数股东权益1097.09亿元);2022年1-3月,公司实现营业总收入167.39亿元,利润总额4.90亿元。

2. 资产质量

2019-2021年末,公司资产规模持续增长;公司现金类资产较充裕,存货规模较大且计提了一定跌价损失;其他应收款账龄偏长,对资金形成一定占用,投资性房地产采用成本法计量,具有较大增值空间;公司资产受限比例低。

2019-2021年末,随着公司业务规模扩大,公司资产持续增长,资产结构以流动资产为主。其中2020年末资产总额较年初增长22.15%,主要系项目储备及货币资金增加所致。

表13 公司资产构成情况

科目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 3 月		年均复合增长率 (%)	2021 年末较年初增长率 (%)
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)		
流动资产	3846.87	69.62	4828.55	71.54	4846.12	71.28	4799.54	70.60	12.24	0.36
货币资金	583.91	10.57	853.52	12.65	876.28	12.89	703.38	10.35	22.50	2.67
其他应收款	519.02	9.39	544.62	8.07	562.30	8.27	582.97	8.58	4.09	3.25
存货	2093.60	37.89	2877.29	42.63	2896.03	42.60	2957.85	43.51	17.61	0.65
非流动资产	1678.81	30.38	1921.27	28.46	1952.15	28.72	1998.70	29.40	7.83	1.61
长期股权投资	527.91	9.55	646.99	9.59	685.13	10.08	690.95	10.16	13.92	5.89
投资性房地产	155.40	2.81	168.83	2.50	177.91	2.62	187.96	2.76	7.00	5.38
固定资产	259.06	4.69	300.33	4.45	333.61	4.91	333.11	4.90	13.48	11.08
资产总额	5525.68	100.00	6749.82	100.00	6798.27	100.00	6798.24	100.00	10.92	0.72

注：各资产类科目占比为占资产总额比重

资料来源：公司财务报告

(1) 流动资产

2019—2021年末，公司货币资金、其他应收款及存货逐年增长，带动流动资产持续增长。

公司货币资金保持较大规模，截至2021年底，公司货币资金主要由银行存款（占98.39%）构成，其中受限货币资金占1.22%，受限比例很低，主要为银行承兑汇票保证金、监管资金等。

2019—2021年末，公司其他应收款稳步增长。截至2021年底，公司其他应收款（不含应收利息、应收股利）中关联方往来款占68.88%，保证金、押金、诚意金占12.30%，其他往来款占10.54%。从账龄看，1年以内占34.13%、1~2年占21.78%、2~3年占14.47%、3~4年占19.86%，账龄偏长，累计计提坏账准备27.61亿元。按欠款方归集的年末余额前五名其他应收款占26.08%，集中度一般，均为关联方组合。

2020年，公司拿地规模及对项目投入较大，当年末存货较年初大幅增长37.43%；2021年公司拿地收缩并加快项目结转，当年末存货较年初变动不大。截至2021年底，公司存货主要由在建开发产品（占82.63%）和已完工开发产品（占15.63%）构成，累计计提存货跌价准备35.80亿元，主要为对江苏地产龙沐湾、常熟文旅项目、西部西安天鹅堡项目、江门云顶花园、佛山云溪别院等项目的计提。

(2) 非流动资产

2019—2021年末，公司非流动资产逐年增长，主要系长期股权投资和固定资产增加所致。

2019—2021年末，随着公司对联合营企业投资增加以及确认投资收益，公司长期股权投资逐年增长。2021年，公司权益法下确认的投资收益为33.38亿元，主要来自中国光大银行股份有限公司（30.10亿元）和华能资本服务有限公司（6.27亿元）。2021年，公司对长期股权投资计提减值准备11.22亿元，主要计提对象为禹洲集团控股有限公司、易居（中国）企业控股有限公司和深圳市耀德科技股份有限公司等。

2019—2021年末，公司投资性房地产稳步增长，采用成本模式进行后续计量，有较大升值空间。

2019—2021年末，公司固定资产持续增长。截至2021年底，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占57.38%）和机器设备（占27.23%）构成，累计计提折旧213.95亿元，固定资产成新率61.57%。

截至2021年底，公司所有权受到限制的资产占总资产比例为5.29%，受限比例低。具体情况如下表所示。

表14 截至2021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	10.70	用于办理银行承兑汇票、各种保函的保证金及贷款质押等
应收票据	5.40	用于质押开票
投资性房地产	5.27	用于贷款抵押
存货	241.37	用于贷款抵押、司法冻结
固定资产	46.87	用于贷款抵押、融资租赁、售后回租等
在建工程	0.76	用于融资租赁抵押
无形资产	49.03	用于贷款抵押、售后回租等
长期股权投资	0.50	股权冻结
合计	359.91	--

资料来源：公司年报

截至2022年3月底，公司合并资产总额较上年底变动不大，资产结构仍以流动资产为主。截至2022年3月底，公司货币资金较上年底下降19.73%，主要系工程款及税费支出增加所致。

3. 资本结构

（1）所有者权益

公司所有者权益规模持续增长，但权益结构稳定性有待提升。

2019—2021年末，公司所有者权益持续增

长，年均复合增长8.15%。截至2021年底，公司所有者权益1948.16亿元，较年初增长3.41%，主要系少数股东权益增加所致；归属于母公司所有者权益占比为44.73%。在所有者权益中，实收资本、其他权益工具（永续债）、资本公积和未分配利润分别占6.16%、22.82%、1.07%和14.09%，所有者权益结构稳定性有待提升。

截至2022年3月底，公司所有者权益1958.95亿元，较上年底增长0.55%，权益结构较上年底变化不大。

（2）负债

2019—2020年，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；2021年，公司负债规模微降，以流动负债为主；债务规模小幅增长，仍以长期债务为主。公司债务负担可控，若考虑永续债，公司债务负担较重。

2019—2021年末，公司负债规模波动增长，负债结构仍以流动负债为主。截至2020年底，公司负债总额较年初增长26.05%，流动负债及非流动负债均有增长。截至2021年底，公司负债总额较年初变化不大。

表15 公司负债构成情况

科目	2019年		2020年		2021年		2022年3月		年均复合增长率（%）	2021年末较年初增长率（%）
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）		
流动负债	2503.92	64.87	3162.34	64.99	3206.29	66.11	3209.90	66.33	13.16	1.39
短期借款	368.27	9.54	355.36	7.30	334.38	6.89	352.00	7.27	-4.71	-5.90
应付账款	285.31	7.39	463.16	9.52	469.76	9.69	410.76	8.49	28.32	1.43
其他应付款（合计）	738.04	19.12	772.08	15.87	702.28	14.48	730.05	15.09	-2.45	-9.04
一年内到期的非流动负债	215.60	5.59	340.31	6.99	443.99	9.15	452.70	9.35	43.50	30.46
合同负债	658.37	17.06	956.20	19.65	964.64	19.89	979.45	20.24	21.04	0.88
非流动负债	1356.28	35.13	1703.60	35.01	1643.82	33.89	1629.38	33.67	10.09	-3.51
长期借款	844.56	21.88	1245.49	25.60	1133.64	23.37	1089.14	22.51	15.86	-8.98
应付债券	358.26	9.28	193.56	3.98	245.38	5.06	271.61	5.61	-17.24	26.77
负债总额	3860.21	100.00	4865.94	100.00	4850.11	100.00	4839.28	100.00	12.09	-0.33

注：各负债类科目占比为占负债总额比重

资料来源：公司财务报告

2019—2021年末，公司流动负债持续增长，其中2020年末较年初增长26.30%，主要系合同负债、应付账款及一年内到期的非流动负债增加所致。

2019—2021年末，公司短期借款持续下降。截至2021年底，公司短期借款较年初小幅下降，以信用借款（占87.04%）和保证借款（占10.92%）为主。

2019—2021年末，公司应付账款持续增长，主要为房地产应付工程款及康佳集团应付原材料款。截至2021年底，公司应付账款较年初变动不大，账龄以1年以内（占72.69%）为主。

2019—2021年末，公司合同负债持续增长，其中2020年末较年初增长45.24%，主要系旅游综合业务和房地产业务销售规模扩大所致。

2019—2021年末，公司其他应付款（合计）波动下降。截至2021年底，公司其他应付款（合计）较年初下降9.04%，主要系计提的土地增值税以及与其他单位往来下降所致，其中其他应付款项中与关联方往来占32.30%、其他单位往来占10.81%。

2019—2021年末，公司一年内到期的非流动负债持续增长。截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债较年初增长30.46%，主要系长期借款于一年内到期增加所致。其中一年内到期的长期借款占76.22%。

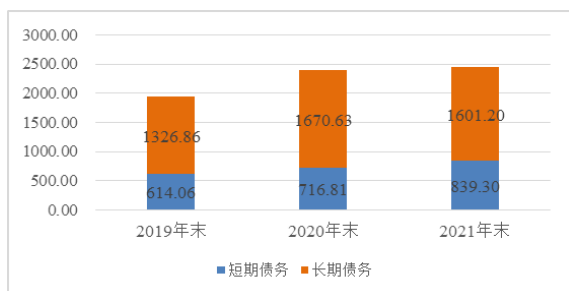
2019—2021年末，公司非流动负债波动增长，其中2020年底较年初增长25.61%，主要系长期借款增长所致。

2019—2021年末，公司长期借款波动增长。截至2020年底，公司长期借款较年初增长47.47%，主要系公司优化债务结构，增加长期融资所致。公司2021年末长期借款主要由信用借款、保证借款和抵押借款构成。

2019—2021年末，公司应付债券随债券的偿还及新发行而波动下降。公司于2021年发行多期公司债及中票，2021年末应付债券较年初增长较大。

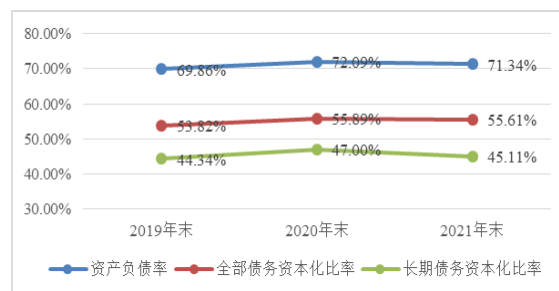
全部债务方面，2019—2021年末，随着业务规模扩大，公司全部债务规模持续增长，年均复合增长12.13%。截至2021年底，公司全部债务2440.49亿元，较年初小幅增长2.22%，其中长期债务占65.61%，债务结构较合理；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较年初小幅下降，债务负担尚可。若将永续债（2021年末余额为444.50亿元）调入长期债务，截至2021年底，公司全部债务规模增加至2884.99亿元，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为77.88%、65.74%和57.64%，较调整前分别上升6.54个百分点、10.13个百分点和12.53个百分点，其债务负担较重。

图2 2019—2021年末公司债务规模（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图3 2019—2021年末公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年3月底，公司负债总额较上年底微降0.22%，负债结构较上年底变动不大。

4. 盈利能力

近年来，公司收入保持增长，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，但受毛利率下滑、资产减值损失以及投

资收益减少影响，2021 年利润规模及盈利指标均大幅下降。

公司营业总收入及利润分析见经营概况。

从期间费用看，2019—2021 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 9.43%。2021 年，公司费用总额 190.35 亿元，同比增长 8.19%，主要系财务费用增长所致。其中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 29.51%、33.73%、3.92%和 32.83%。2021 年，公司财务费用同比增长 21.28%，主要系费用化利息支出增加所致。

2019—2020 年，公司投资收益规模较大，主要为处置股权及权益法核算长期股权投资产生的投资收益；2021 年，公司处置股权规模下降，总体投资收益同比下降 48.45%。公司其他收益持续增长，主要为扶持资金、递延收益转入和奖补资金，持续性较强。2021 年，随着房地产行业景气度下行及较严监管政策的实行，公司减值损失大幅增长。其中资产减值损失同比增长 74.36%，主要系存货跌价损失和长期股权投资减值损失增加所致；信用减值损失同比增长 68.35%，主要系其他应收款计提坏账损失增加所致。2019—2021 年，公司投资收益和其他收益合计占营业利润的 52.49%、54.41%和 79.87%，对营业利润贡献较大；资产减值损失和信用减值损失绝对值占营业利润的 4.69%、11.07%和 46.93%，对利润有一定侵蚀。

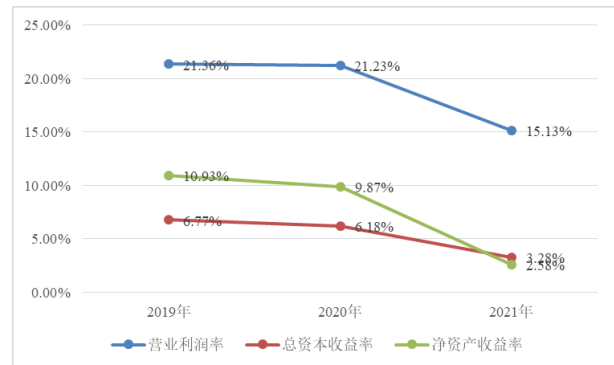
表16 公司主要非经常性损益情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
投资收益	105.46	115.56	59.57
其他收益	18.33	21.88	22.61
资产减值损失	-4.63	-19.68	-34.32
信用减值损失	-6.43	-8.29	-13.96

资料来源：公司财务报告

盈利指标方面，2019—2021 年，公司主要盈利指标呈持续下降态势，其中 2021 年盈利指标在毛利率和利润下滑背景下同比均大幅下降，盈利能力有所下降。

图 4 公司盈利指标情况



资料来源：联合资信整理

5. 现金流分析

受益于 2020 年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，2021 年经营性现金流保持净流入；投资活动现金流净流出规模有所下降，筹资活动前现金流量净额转为净流入；考虑到公司在建项目规模以及到期债务等因素，公司仍有一定融资需求。

表 17 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	2017.13	2087.02	2848.52	273.85
经营活动现金流出小计	2141.01	1908.45	2717.82	399.26
经营活动现金流量净额	-123.89	178.56	130.71	-125.40
投资活动现金流入小计	260.02	300.37	269.43	22.76
投资活动现金流出小计	392.58	344.59	336.06	51.74
投资活动现金流量净额	-132.56	-44.22	-66.63	-28.98
筹资活动前现金流量净额	-256.45	134.34	64.08	-154.39
筹资活动现金流入小计	1493.71	1806.66	1490.24	322.49
筹资活动现金流出小计	1122.34	1652.68	1516.10	338.95
筹资活动现金流量净额	371.36	153.98	-25.86	-16.47

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2019—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，另一方面经营性支出规模减少所致。2021 年，随着往来款及土拍保证金出入规模增加，公司经营活动现金流入和流出均大幅增长，经营活动净现金流保持净流入，但规模同比下降 26.80%。

2019—2021 年，公司投资活动现金流量净额保持净流出态势。2020 年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，净流出规模下降较多；2021 年，公司投资活动现金流入同比下降 10.30%，主要系处置项目规模减少所致，投资活动现金流出变动不大。综上，2021 年，公司投资活动现金流净流出规模同比增长 50.68%。2019—2021 年，公司筹资活动前现金流量净额由净流出转为净流入。

公司筹资活动现金流主要为借款的融入与偿还。2019—2020 年，公司筹资活动现金流保持净流入；2021 年，公司筹资活动现金流净额转为净流出，主要系公司控制债务规模，减少借款所致。考虑到公司债务规模及项目后续建设投入，公司仍存一定的外部融资需求。

2022 年 1—3 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

公司短期偿债指标尚可，长期偿债指标一般，考虑到公司行业地位、多元化经营格局、融资渠道等方面优势，公司整体偿债指标良好。

表 18 公司偿债能力指标情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债指标			
流动比率（%）	153.63	152.69	151.14
速动比率（%）	70.02	61.70	60.82
经营现金流动负债比（%）	-4.95	5.65	4.08
现金短期债务比（倍）	1.00	1.25	1.07
长期偿债指标			
EBITDA（亿元）	335.30	377.47	247.62
EBITDA 利息倍数（倍）	3.06	3.31	1.90
全部债务/EBITDA（倍）	5.79	6.32	9.86

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2019—2021 年末，公司流动比率和速动比率持续下降，流动资产对流动负债的保障程度较好；现金短期债务比波动增长，公司短期偿债指标尚可。

从长期偿债指标看，2019—2021 年，公司 EBITDA 波动下降，2021 年 EBITDA 对利息和

债务的覆盖程度均下降，其中 EBITDA 对利息保障程度尚可，但对债务保障程度较弱。总体看，公司长期偿债指标一般。

截至 2021 年底，公司共获得银行授信额度 5760.09 亿元，其中未使用银行授信额度 3637.51 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 2022 年 3 月底，公司无重大未决诉讼及仲裁情况。

截至 2021 年底，公司对外担保余额 92.99 亿元，占 2021 年末净资产的 4.77%，或有负债风险可控。

7. 母公司财务分析

母公司资产主要为持有的子公司股权，负债主要为债务性融资，利润仍主要来源于对子公司的股权投资收益。

截至 2021 年底，母公司资产总额 1261.67 亿元，较年初增长 4.16%。其中流动资产占 10.28%，非流动资产占 89.72%。从构成看，母公司资产主要由长期股权投资（占 66.30%）和其他非流动资产（占 22.51%）构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 23.34 亿元。

截至 2021 年底，母公司负债总额 600.63 亿元，较年初增长 10.79%，主要系母公司融资增加所致。其中流动负债占 54.07%，非流动负债占 45.93%。从构成看，母公司负债主要由短期借款（占 30.14%）、一年内到期的非流动负债（占 11.84%）、长期借款（占 26.34%）和应付债券（占 19.58%）构成。截至 2021 年底，母公司资产负债率为 47.61%，较年初上升 2.85 个百分点。截至 2021 年底，母公司现金短期债务比 0.08 倍，母公司短期偿债压力较大。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 661.04 亿元，较年初下降 1.22%，以实收资本和其他权益工具为主。

2021 年，母公司营业总收入为 0.85 亿元，利润总额为 55.55 亿元，投资收益为 68.32 亿

元。

现金流方面，2021 年，母公司经营活动现金流净额为-18.92 亿元，投资活动现金流净额-9.25 亿元，筹资活动现金流净额-6.17 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；经营活动净现金流和EBITDA对本期中期票据的保障能力强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行规模20.00亿元，对公司现有债务结构影响不大。2021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为71.34%、55.61%和45.11%，本期中期票据发行后上述指标将分别上升至71.43%、55.81%和45.42%，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中15亿元用于偿还公司到期债券，另5亿元用于偿还公司本部流动资金贷款，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

公司经营活动现金流入对本期中期票据发行后的长期债务保障程度较好，经营活动净现金流和 EBITDA 对长期债务的保障能力一般；经营活动净现金流和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

表 19 本期中期票据偿还能力测算

项目	结果
截至 2021 年底发行后长期债务*（亿元）	1621.20
2021 年经营活动现金流入/发行后长期债务（倍）	1.76
2021 年经营活动净现金流/发行后长期债务（倍）	0.08
发行后长期债务/2021 年 EBITDA（倍）	6.55
2021 年经营活动净现金流/本期中期票据	6.54
2021 年 EBITDA/本期中期票据	12.38

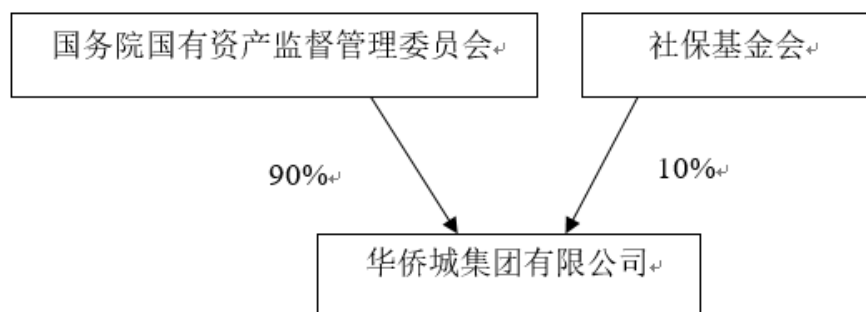
注：发行后长期债务为将本期中期票据发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

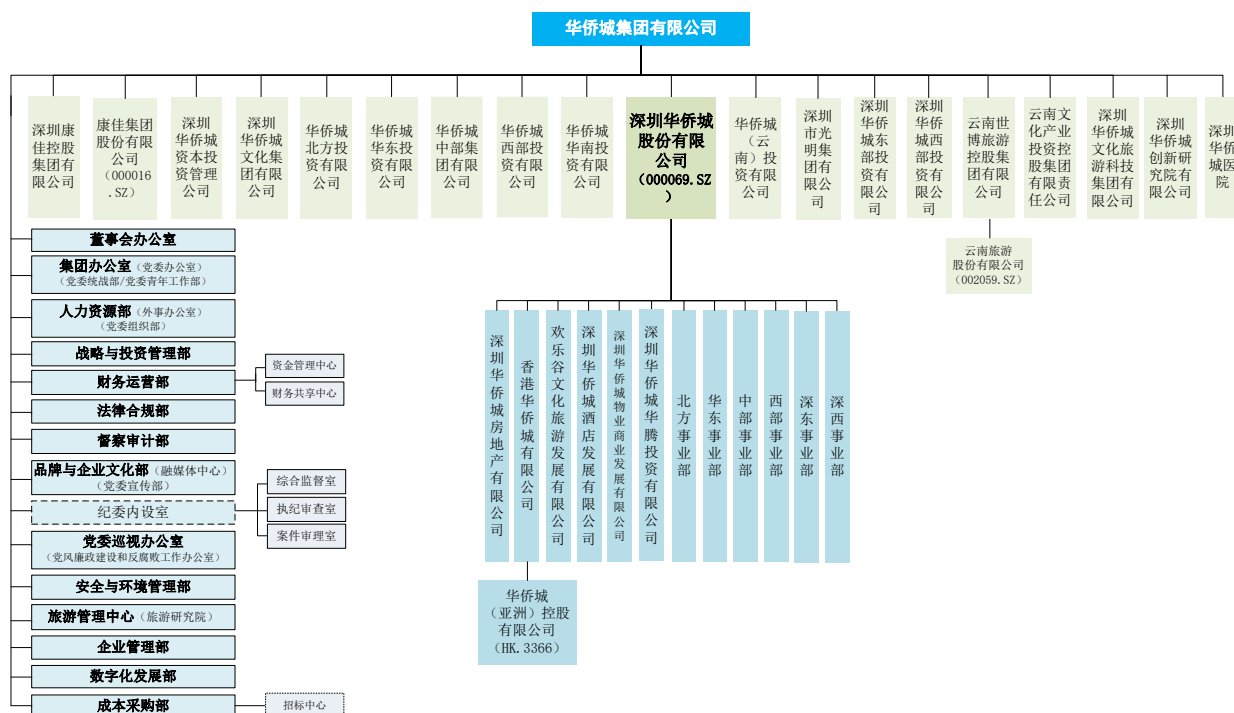
十、结论

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 2022 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2021 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底华侨城集团有限公司部分子公司情况

序号	子公司名称	经营地	业务性质	实收资本 (万元)	持股比例 (%)	享有表决权 (%)
1	深圳华侨城股份有限公司	深圳	旅游业、地产业	820179.39	48.9493	48.9493
2	康佳集团股份有限公司	深圳	电子业	240794.54	30.00	30.00
3	嘉隆投资有限公司	香港	投资与资产管理	HKD157700.00	100.00	100.00
4	深圳华侨城文化集团有限公司	深圳	文化、娱乐业	128000.00	100.00	100.00
5	深圳华侨城资本投资管理有限公司	深圳	投资管理、受托资产管理	1000000.00	100.00	100.00
6	华侨城（云南）投资有限公司	云南	项目投资与管理	1000000.00	100.00	100.00
7	华侨城西部投资有限公司	成都	项目投资、地产业	245500.00	100.00	100.00
8	华侨城（海南）集团有限公司	海口	房地产业	119200.00	100.00	100.00
9	华侨城中部集团有限公司	武汉	项目投资与管理	464200.00	100.00	100.00
10	深圳康佳控股集团有限公司	深圳	商务服务业	421000.00	100.00	100.00

资料来源：公司财务报告

附件 2-1 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	615.70	895.90	896.68	717.76
资产总额（亿元）	5525.68	6749.82	6798.27	6798.24
所有者权益（亿元）	1665.47	1883.88	1948.16	1958.95
短期债务（亿元）	614.06	716.81	839.30	/
长期债务（亿元）	1326.86	1670.63	1601.20	/
全部债务（亿元）	1940.92	2387.44	2440.49	/
营业总收入（亿元）	1309.82	1470.80	1668.09	167.39
利润总额（亿元）	239.20	253.19	103.78	4.90
EBITDA（亿元）	335.30	377.47	247.62	--
经营性净现金流（亿元）	-123.89	178.56	130.71	-125.40
财务指标				
销售债权周转次数（次）	9.46	9.06	8.92	--
存货周转次数（次）	0.45	0.40	0.46	--
总资产周转次数（次）	0.26	0.24	0.25	--
现金收入比（%）	122.39	116.93	96.07	127.11
营业利润率（%）	21.36	21.23	15.13	12.20
总资本收益率（%）	6.77	6.18	3.28	--
净资产收益率（%）	10.93	9.87	2.58	--
长期债务资本化比率（%）	44.34	47.00	45.11	/
全部债务资本化比率（%）	53.82	55.89	55.61	/
资产负债率（%）	69.86	72.09	71.34	71.18
流动比率（%）	153.63	152.69	151.14	149.52
速动比率（%）	70.02	61.70	60.82	57.38
经营现金流动负债比（%）	-4.95	5.65	4.08	--
现金短期债务比（倍）	1.00	1.25	1.07	/
EBITDA 利息倍数（倍）	3.06	3.31	1.90	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.79	6.32	9.86	--

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 2019 年及 2020 年财务数据为 2020 年和 2021 年期初数；5.公司 2022 年 1-3 月财务报表未经审计，相关指标未予年化；6.“--”代表计算无意义的数字，“/”代表数据未获取

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	53.71	59.76	23.34	30.65
资产总额（亿元）	1112.32	1211.33	1261.67	1292.55
所有者权益（亿元）	556.23	669.19	661.04	656.26
短期债务（亿元）	243.34	236.50	287.31	311.34
长期债务（亿元）	244.56	250.64	275.83	235.36
全部债务（亿元）	487.90	487.14	563.14	546.70
营业收入（亿元）	4.20	2.74	0.85	0.28
利润总额（亿元）	29.32	28.54	55.55	3.42
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	4.06	-10.24	-18.92	-3.47
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	*	*	*	--
现金收入比（%）	21.20	163.09	80.47	--
营业利润率（%）	95.49	90.76	54.82	29.28
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	6.27	4.25	7.58	--
长期债务资本化比率（%）	30.54	27.25	29.44	26.40
全部债务资本化比率（%）	46.73	42.13	46.00	45.45
资产负债率（%）	49.99	44.76	47.61	49.23
流动比率（%）	42.03	42.45	39.92	24.11
速动比率（%）	36.54	36.58	34.69	19.90
经营现金流动负债比（%）	1.30	-3.52	-5.83	--
现金短期债务比（倍）	0.22	0.25	0.08	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 母公司 2019 年及 2020 年财务数据为 2020 年和 2021 年年初数；2. 母公司 2022 年 1-3 月财务报表未经审计，相关指标未年化；3. 母公司债务为联合资信自行计算，其中 2021 年短期债务中包含其他流动负债中的有息债务部分；4. “--”代表计算无意义的数，“*”代表数据过大或过小，“/”代表数据未获取

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入 ×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) / 营业总收入 ×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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 年度第四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评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。