

信用评级公告

联合〔2023〕1964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2023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2023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

二〇二三年三月三十日

华侨城集团有限公司

2023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：不超过 25 亿元（含），其中品种一初始发行规模为不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元），品种二初始发行规模为不超过人民币 15 亿元（含 15 亿元）；两个品种间可以进行回拨，回拨比例不受限制

本期中期票据期限：品种一期限为 2+N（2）年期，品种二期限为 3+N（3）年期

本期中期票据付息方式：在不行使利息递延支付权的情况下，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：全部用于偿还于 2023 年 4 月 13 日到期的“20 华侨城 MTN002”和于 2023 年 4 月 27 日到期的“18 华侨城 MTN001”

利息递延支付权：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：2023 年 3 月 30 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，在股东背景、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，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具有不确定性、2021 年及 2022 年上半年公司毛利率及利润同比下降明显以及公司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 对本期中期票据发行后的长期债务保障能力一般。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，公司将保持良好的综合竞争力。

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. **公司股东背景雄厚，在多元化经营格局、行业地位、品牌效应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，业务经营多元化，在国内主题旅游领域具有很高的行业地位和品牌知名度。

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），

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	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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：

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
指示评级				aaa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AAA

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

土地储备充足，为未来经营提供良好支撑。

3. **资产质量良好，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 年及 2022 年上半年，公司利润同比下滑明显；公司资金支出压力较大。**2021 年及 2022 年上半年，公司综合毛利率及利润规模同比下滑明显，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 6 月
现金类资产（亿元）	615.70	895.90	896.68	709.43
资产总额（亿元）	5525.68	6749.82	6798.27	6753.17
所有者权益（亿元）	1665.47	1883.88	1948.16	1917.66
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	356.94
利润总额（亿元）	239.20	253.19	103.78	4.66
EBITDA（亿元）	335.30	377.47	247.62	--
经营性净现金流（亿元）	-123.89	178.56	130.71	-84.70
营业利润率（%）	21.36	21.23	15.13	8.86
净资产收益率（%）	10.93	9.87	2.58	--
资产负债率（%）	69.86	72.09	71.34	71.60
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	151.33
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	--

公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
资产总额（亿元）	1112.32	1211.33	1261.67	1299.72
所有者权益（亿元）	556.23	669.19	661.04	646.50
全部债务（亿元）	487.90	487.14	563.14	583.79
营业总收入（亿元）	4.20	2.74	0.85	0.46
利润总额（亿元）	29.32	28.54	55.55	13.30
资产负债率（%）	49.99	44.76	47.61	50.26
全部债务资本化比率（%）	46.73	42.13	46.00	47.45
流动比率（%）	42.03	42.45	39.92	48.50
经营现金流动负债比（%）	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 年期初数；5. 公司 2022 年 1-6 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

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	2022/10/27	张超 卢瑞	一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208）/一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	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

2023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”）为于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2022年6月底，公司注册资本为120亿元，实际控制人为国务院国资委（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2022年6月底，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6月底，公司合并资产总额6753.17亿元，所有者权益1917.66亿元（含少数股东权益1083.08亿元）；2022年1—6月，公司实现营业总收入356.94亿元，利润总额4.66亿元。

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

公司拟发行“华侨城集团有限公司2023年度第二期中期票据”（以下简称“本期中期票据”），本期中期票据基础发行金额为人民币0元，发行金额上限为人民币25.00亿元，其中，

品种一初始发行规模为不超过人民币10亿元（含10亿元），品种二初始发行规模为不超过人民币15亿元（含15亿元）。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，同时将另一个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不超过人民币25亿元（含25亿元）。本期中期票据品种一期限为2+N（2）年，品种二期限为3+N（3）年，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。本期中期票据为固定利率债券。本期中期票据募集资金拟全部用于偿还于2023年4月13日到期的“20华侨城MTN002”和于2023年4月27日到期的“18华侨城MTN001”。

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。

利率确定方式

品种一

本期中期票据品种一前2个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档方式确定，在前2个计息年度内保持不变；前2个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差。第2个计息年度末为首个票面利率重置日，自第3个计息年度起，每2年重置一次票面利率。如果公司选择不赎回本期中期票据，则从第3个计息年度开始，每2年票面利率调整为当期基准利率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2个计息年度内保持不变。

品种二

本期中期票据品种二前 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；前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差。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。

利息递延支付选择权

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

2022 年，百年变局和世纪疫情交织叠加，地缘政治局势动荡不安，世界经济下行压力加大，国内经济受到疫情散发多发、极端高温天

气等多重超预期因素的反复冲击。党中央、国务院坚持稳中求进总基调，加大了宏观政策实施力度，及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策和接续政策，不断优化疫情防控措施，着力稳住经济大盘，保持经济运行在合理区间。

经初步核算，2022 年全年国内生产总值 121.02 万亿元，不变价同比增长 3.00%。分季度来看，一季度 GDP 稳定增长；二季度 GDP 同比增速大幅回落；三季度同比增速反弹至 3.90%；四季度疫情规模、传播范围大于二季度，12 月防控政策优化放开后疫情冲击短期内加剧，导致经济增长再次回落。

生产端：农业生产形势较好，工业、服务业承压运行。2022 年，第一产业增加值同比增长 4.10%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.80%、2.30%，较 2021 年两年平均增速³（分别为 5.55%、5.15%）回落幅度较大，主要是受疫情影响，工业、服务业活动放缓所致。

需求端：消费同比出现下降，固定资产投资相对平稳，出口下行压力显现。消费方面，2022 年，社会消费品零售总额 43.97 万亿元，同比下降 0.20%，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，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21 万亿元，同比增长 5.10%，固定资产投资在稳投资政策推动下实现平稳增长。其中，房地产开发投资持续走弱，是固定资产投资的主要拖累项；基建和制造业投资实现较快增长。外贸方面，2022 年，中国货物贸易进出口总值 6.31 万亿美元。其中，出口金额 3.59 万亿美元，同比增长 7.00%；进口金额 2.72 万亿美元，同比增长 1.10%；贸易顺差达到 8776.03 亿美元，创历史新高。四季度以来出口当月同比转为下降，主要是受到海外需求收缩、疫情对生产和运输产生拖累作用、叠加高基数效应的影响，出口下行压力显现。

³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 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

²按照国有资产管理相关规定上交国有资本收益除外。

表1 2018 - 2022年中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
GDP 总额 (万亿元)	91.93	98.65	101.36	114.92	121.02
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.20	8.40(5.25)	3.00
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	9.60(6.15)	3.60
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	4.90(3.90)	5.10
房地产投资增速 (%)	9.50	9.90	7.00	4.40(5.69)	-10.00
基建投资增速 (%)	3.80	3.80	0.90	0.40(0.65)	9.40
制造业投资增速 (%)	9.50	3.10	-2.20	13.50(4.80)	9.10
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	12.50(3.98)	-0.20
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.62	29.62	7.00
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.60	30.05	1.10
CPI 涨幅 (%)	2.10	2.90	2.50	0.90	2.00
PPI 涨幅 (%)	3.50	-0.30	-1.80	8.10	4.10
社融存量增速 (%)	10.26	10.69	13.30	10.30	9.60
一般公共预算收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	10.70(3.14)	0.60
一般公共预算支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	0.30(1.54)	6.10
城镇调查失业率 (%)	4.93	5.15	5.62	5.12	5.58
全国居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.80	2.10	8.10(5.06)	2.90

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. 社融存量增速为期末值；5. 城镇调查失业率为年度均值；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

消费领域价格温和上涨，生产领域价格涨幅回落。2022 年，全国居民消费价格指数（CPI）上涨 2.00%，涨幅比上年扩大 1.10 个百分点。其中，食品价格波动较大，能源价格涨幅较高，核心 CPI 走势平稳。2022 年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨 4.10%，涨幅比上年回落 4.00 个百分点。其中，输入性价格传导影响国内相关行业价格波动，与进口大宗商品价格关联程度较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅出现不同程度的回落；能源保供稳价成效显著，煤炭价格涨幅大幅回落，但煤炭价格仍处高位，能源产品稳价压力依然较大。

社融口径人民币贷款、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。2022 年，全国新增社融规模 32.01 万亿元，同比多增 6689 亿元；2022 年末社融规模存量为 344.21 万亿元，同比增长 9.60%，增速比上年同期下降 0.70 个百分点。分项看，2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资和社融口径人民币贷款同比分别多增 1074 亿元和 9746 亿元，支撑社融总量扩张；表外融资方面，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增 5275 亿元、少减 1.41 万亿元和

少减 1505 亿元，亦对新增社融规模形成支撑。

财政政策积极有为，民生等重点领域支出得到有力保障，财政收支矛盾有所加大。2022 年，全国一般公共预算收入 20.37 万亿元，同比增长 0.60%，扣除留抵退税因素后增长 9.10%。2022 年，各项税费政策措施形成组合效应，全年实现新增减税降费和退税缓税缓费规模约 4.20 万亿元。支出方面，2022 年全国一般公共预算支出 26.06 万亿元，同比增长 6.10%。民生等重点领域支出得到有力保障，卫生健康、社会保障和就业、教育及交通运输等领域支出保持较快增长。2022 年，全国一般公共预算收支缺口为 5.69 万亿元，较上年（3.90 万亿元）显著扩大，是除 2020 年之外的历史最高值，财政收支矛盾有所加大。

稳就业压力加大，居民收入增幅显著回落。2022 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.58%，高于上年 0.46 个百分点，受疫情反复冲击影响，中小企业经营困难增多，重点群体就业难度也有所加大，特别是青年失业率有所上升，稳就业面临较大挑战。2022 年，全国居民人均可支配收入 3.69 万元，实际同比增长 2.90%，较上年水平显著回落。

2. 宏观政策和经济前瞻

2023 年宏观政策的总基调是稳中求进，做好“六个统筹”，提振发展信心。2022 年 12 月，中央经济工作会议指出 2023 年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。会议指出，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好以下工作：一是着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置；二是加快建设现代化产业体系；三是切实落实“两个毫不动摇”；四是更大力度吸引和利用外资；五是有效防范化解重大经济金融风险。

2023 年，世界经济滞胀风险上升，中国经济增长将更多依赖内需。2022 年，俄乌冲突推升了能源价格，加剧了全球的通胀压力。2023 年，在美欧货币紧缩的作用下，全球经济增长或将进一步放缓，通胀压力有望缓和，但地缘政治、能源供给紧张、供应链不畅等不确定性因素仍然存在，可能对通胀回落的节奏产生扰动。总体来看，2023 年，世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下，2023 年，中国经济增长将更多依赖内需，“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显。随着存量政策和增量政策叠加发力、疫情防控措施优化效果显现，内需有望支撑中国经济重回复苏轨道。

四、行业分析

1. 房地产行业

(1) 行业概况

2022 年，房地产市场延续 2021 年下半年来低迷状态，商品房销售萎靡，房企新开工意愿和房地产开发投资均持续下降，市场信心有待恢复。

2022 年，受宏观经济下行、新一轮新冠肺炎疫情反弹以及前期调控政策对市场传导作用

的滞后显现等因素影响，国内房地产市场景气度继续下行；叠加融资端受阻，发生流动性风险的房企数量持续增加，大量项目“烂尾”引发的“停工断贷潮”进一步降低市场预期。

房地产开发投资方面，2022 年，全国房地产开发投资首次出现负增长，全年房地产开发投资累计同比下降 10.00% 至 13.29 万亿元，降幅较前 11 月继续扩大。其中住宅投资、办公楼投资和商业营业用房投资均同比下降。

新开工方面，2022 年以来房地产行业景气度尚未恢复，受“保交付”等政策影响，房企新开工意愿持续下降，2022 年新开工面积同比下降 39.40%。从施工面积看，2022 年全国房屋施工面积达 90.50 亿平方米，同比下降 7.20%。同期全国房屋竣工面积 8.62 亿平方米，同比下降 15.00%。

商品房销售方面，2022 年，商品房销售额 13.33 万亿元，商品房销售面积 13.58 亿平方米，同比分别下降 26.70% 和 24.30%。其中住宅销售面积 11.46 亿平方米，同比下降 26.80%。销售的下行一方面系全国疫情多点复发下较为严格的防控措施阻碍销售，另一方面系在房企风险事件不断，全国范围内“停工断贷”等负面事件影响下市场预期持续走低。2022 年 12 月单月全国商品房销售额和面积同比分别下降 27.65% 和 31.53%，降幅较上月有所收窄，但销售复苏力度仍显薄弱。商品房销售均价方面，2022 年全国商品房销售均价为 9814 元/平方米，同比下降 3.21%。房企仍采用“以价换量”方式加快销售，但对销售规模贡献不大。

(2) 土地市场与信贷环境

2022 年以来，全国土地市场热度不高，供求规模齐跌；央企、国企及地方城投企业仍为拿地主力军，大部分民企仍谨慎投资。2022 年，房地产开发到位资金同比回落，在融资端政策扶持下房企信贷环境有望逐步修复，但仍面临较大销售回款压力。

土地市场方面，2022 年，受部分地区疫情封控、部分城市调整集中供地批次等因素影响，全国土地供应量有所下降；根据中指研究院数

据，2022 年全国 300 城共推出住宅用地规划建筑面积 76632.38 万平方米，同比下降 36.29%；成交规划建筑面积 62002.26 万平方米，同比下降 31.09%；平均溢价率为 3.12%，较 2021 年同期下降 7.8 个百分点。在土地市场低迷背景下，尽管部分城市放松土拍门槛并推出优质地块，但整体土拍市场热度不高，央企、国企及地方城投企业仍为拿地主力军；除个别优质民营房企开始发力拿地外，大部分民企仍谨慎投资。据统计，2022 年地方城投企业拿地金额同比有所增长，但拿地开工率显著弱于非城投房企，托底现象较为明显。城市间土拍热度有所分化，具体来看，上海、杭州和北京为 22 城集中供地城市土地成交金额前三名，年内均完成四轮集中土拍。上海年内土拍热度保持平稳，四轮土拍保持“零流拍”记录，但冷热分化明显，过半地块仍以底价成交；杭州作为长三角热点城市，经济发展较快、人口持续净流入，土拍成交金额维持高位且本土民企参与热情高；北京

土地供应规模较小，市场参与积极性保持较高，板块冷热分化亦显著。天津、沈阳及长春等城市土拍市场热度持续较差。根据 CREIS 数据，2022 年 1—11 月，全国住宅用地流拍撤牌率为 21.30%，同比下降 1.30 个百分点，土地流拍率仍处高位。

2022 年受行业销售下行影响，房地产开发到位资金 14.90 万亿元，同比下降 25.90%，降幅较前 11 月扩大 0.20 个百分点。从房地产开发到位资金来源看，2022 年国内贷款同比下降 25.40%，其中 2022 年 12 月单月环比增长 50.91%，在融资端政策扶持下房企信贷环境有所修复；其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）和自筹资金仍为房地产开发到位资金的主要来源，2022 年需求端购房情绪萎靡致使其他资金同比下降 30.03%，自筹资金占比上升较快，房企面临较大销售压力，对销售回款依赖仍较强。

表 2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况

资金来源	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58	17388.00	11.67
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05	78.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53	52940.00	35.54
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83	78573.00	52.74
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76	49289.00	33.08
个人按揭贷款	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10	23815.00	15.99
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00	148979.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

（3）政策环境

2022 年以来，面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，供需两端调控政策逐步松绑转向宽松；2022 年 11 月，融资端利好集中释放，“四箭齐发”将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但仍需观察政策传导速度及落地效果。

中央在“房住不炒”的总基调下，因城施策，以促进房地产业良性循环和健康发展为目标，2022 年调控政策逐步松绑转向宽松。2022 年 4 月，中央政治局会议强调支持刚需和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，部分城市限购限贷等政策有所放松；7 月，各地“停贷”事件迅速发酵，监管层面高度重视，将协助地方政府推进“保交楼、保民生、保稳定”的工作；10 月，中共二十大报告明确坚持房住

不炒，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；12月，中央经济工作会议强调确保房地产市场平稳发展，满足行业合理

融资需求，有效防范化解优质头部房企风险，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。

表3 2022年以来中央层次房地产行业总基调政策

时间	政策来源	主要内容
2022年3月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持“房住不炒”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
2022年3月	财政部	今年内不具备扩大房地产税改革试点城市条件
2022年4月	中央政治局会议	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展
2022年7月	中央政治局会议	要稳定房地产市场，坚持“房住不炒、因城施策”，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生
2022年8月	国务院常务会议	支持刚性和改善性住房需求，地方要用好“一城一策”政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款
2022年9月	央行、银保监会	完善大型企业债务风险监测和处置，保证房地产融资平稳有序。允许部分城市阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限
2022年10月	中共二十大	坚持房住不炒，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度
2022年11月	国务院常务会议	落实因城施策支持刚性和改善性住房需求的政策，指导地方加强政策宣传解读。推进保交楼专项借款尽快全面落到项目，激励商业银行新发放保交楼贷款，加快项目建设和交付。努力改善房地产行业资产负债状况，促进房地产市场健康发展
2022年12月	中央经济工作会议	要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡
2023年1月	央行、银保监会	建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限

资料来源：联合资信整理

从融资层面的政策看，2022年以来面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，融资政策持续改善。2022年11月，从金融“16条”到“地产行业四支箭”融资政策陆续落地，融资端利好集中释放。2023年1月，相关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，同时将

完善针对30家试点房企的“三线四档”部分参数设置。当前行业供需两侧政策支持导向明显，从银行信贷支持、债券融资帮扶到股权融资松绑层层突破，将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但仍需观察政策传导速度及落地效果。

表4 2022年以来房地产融资相关政策

时间	政策来源	主要内容
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
2022年2月	央行、银保监会	保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理
2022年4月	央行、外汇局	出台23条政策举措支持实体经济，金融机构要区分项目风险与企业集团风险，加大对优质项目的支持力度，不盲目抽贷、断贷、压贷，不搞“一刀切”，保持房地产开发贷款平稳有序投放
2022年5月	证监会	积极支持房地产企业债券融资，研究拓宽基础设施REITs试点范围

2022 年 5 月	银保监会	要督促银行保险机构坚持“房住不炒”的定位，因城施策落实好差别化住房信贷政策，支持首套和改善性住房需求，灵活调整受疫情影响人群个人住房贷款还款计划。要区分项目风险与企业集团风险，不盲目抽贷、断贷、压贷，保持房地产融资平稳有序。要按照市场化、法治化原则，做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务
2022 年 9 月	央行、银保监会	完善大型企业债务风险监测和处置，保证房地产融资平稳有序。允许部分城市阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限
2022 年 11 月	央行、银保监会	金融“16 条”措施支持稳定房地产开发贷款投放，个人投资者贷款合理需求，开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期，保持债券融资和资管产品融资稳定，支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款，鼓励金融机构为专项借款支持项目提供新增配套融资支持，房地产项目并购金融支持，延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排、鼓励商业银行发行支持住房租赁金融债券
2022 年 11 月	银保监会、住建部、央行	允许商业银行与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务
2022 年 11 月	证监会	密切关注房地产行业面临的困难挑战，支持实施改善优质房企资产负债表计划，继续支持房地产企业合理债券融资需求，支持涉房企业开展并购重组及配套融资，支持有一定比例涉房业务的企业开展股权融资
2022 年 11 月	证监会	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用
2022 年 11 月	央行、银保监会	商业银行境外分支行要加大对优质房企内保外贷业务的支持力度，加快项目落地
2023 年 1 月	央行、银保监会	有关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，针对专注主业、合规经营、资质良好，具有一定系统重要性的优质房企，重点推进“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四个方面共 21 项工作任务，引导优质房企资产负债表回归安全区间；合理延长房地产贷款集中度管理制度过渡期，完善针对 30 家试点房企的“三线四档”规则，在保持规则整体框架不变的基础上，完善部分参数设置

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，受疫情影响，国内旅游市场整体疲弱，国内旅游总人次 25.30 亿，同比下降 22.1%，国内旅游收入（旅游总消费）2.04 万亿元，同比下降 30.0%。

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 年家电市场零售额 7081 亿元，同比下降 7.4%。其中，彩电零售额同比下降 12.9%，空调市场全渠道零售额同比增长

0.3%，厨电零售额同比下降 9.6%，洗衣机零售额同比下降 11.0%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年 6 月底，公司注册资本为 120 亿元，实际控制人为国务院国资委。

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。

根据公司提供的《企业信用记录》，截至 2023 年 3 月 29 日，公司本部无未结清和已结清的不良和关注类信贷信息记录。

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 2023 年 3 月 28 日，联合资信未发现公司本部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。2022 年上半年，公司收入、利润及毛利率同比均有较大程度下降。

公司系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。

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，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地产业务
资料来源：公司财务报告及公司提供

2022年1—6月，公司实现营业总收入356.94亿元，同比下降27.26%，主要系旅游综合和电子工贸环保业务收入下降所致；利润总额4.66亿元，同比下降86.02%，主要系收入下降所致；综合毛利率12.02%，同比下降7.10个百分点。

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，以及能给你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2022年6月底，华侨城股份旗下共有32家景区、29家酒店、1家旅行社、8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。2022年上半年，华侨城股份共接待游客2677.7万人次，为上年同期94%的水平，2022年以来部分主要城市疫情反复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2022年6月底，公司在建的主要旅游综合项目全口径总投资规模约467亿元，尚需投入的资金规模约262亿元，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。2022年1—6月，因深圳及上海疫情影响，公司主要酒店入住率均有较大下滑。

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，其中三四线城市部分城市项目去化可能面临一定不确定性。2019—2021年，公司加大房地产业务开发力度，销售金额波动增长；受行业下行影响，

公司2022年上半年销售规模有所下降，但竣工及结转规模有所增长。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+

⁴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。

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，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%。2022年1—6月，公司谨慎拿地，在成都、东莞和南昌等城市获取5个地块。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。

表7 公司新获取土地情况（单位：个、万平方米）

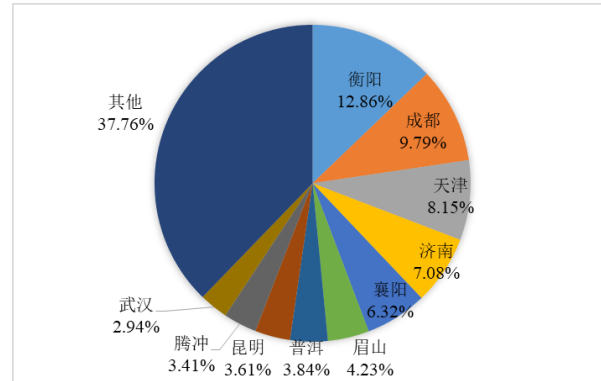
年份	项目个数	建筑面积
2019年	47	1208
2020年	44	1202
2021年	28	554
2022年1—6月	5	47

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



注：公司未提供2022年6月末土地储备

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。2022年1—6月，公司新开工面积同比下降约28.5%，但竣工面积同比增长约107%。

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	2022年1—6月
新开工面积	168.86	206.53	240.54	110
竣工面积	85.69	150.54	187.51	154

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2022年6月底，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、南昌、南京和昆明等一二线城市，预计总投资金额2059.04亿元，全口径尚需投资额638.58亿元。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。受行业下行影响，公司 2022 年 1—6 月房地产业务协议销售面积同比下降 23.62%，协议销售金额同比下降 25.96%。2022

年 1—6 月，公司房地产业务结转面积同比增长 70.11%，结转收入同比增长 27.36%。

表 9 近年来公司房地产销售概况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—6 月
协议销售面积（万平方米）	70.93	188.59	198.45	73.08
协议销售金额（亿元）	414.55	568.67	462.60	141.17
协议销售均价（万元/平方米）	5.84	3.01	2.33	1.93
结转收入面积（万平方米）	65.01	114.16	313.38	37.17
结转收入（亿元）	292.32	406.53	628.36	63.16

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 年下降较大；2022 年上半年，康佳集团收入及利润下降较多，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。2022 年 1—6 月，康佳集团实现营业总收入 168.95 亿元，同比下降 22.53%，净利润 0.58 亿元，同比下降 36.09%。

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。2022 年上半年，康佳集团彩电产销率保持较高水平。

表11 2019年-2022年6月康佳集团彩电产销情况
(单位:万台、元/台、%)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1-6月
产量	862.36	810	664	238
销量	875	832	618	230
销售均价	1002	904	1182	1038
产销率	101.47	102.72	93.07	96.57

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1-6月财务数据未经审计。

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6月底,公司合并资产总额6753.17亿元,所有者权益1917.66亿元(含少数股东权益1083.08亿元);2022年1-6月,公司实现营业总收入356.94亿元,利润总额4.66亿元。

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 6 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	4716.55	69.84	12.24	0.36
货币资金	583.91	10.57	853.52	12.65	876.28	12.89	699.05	10.35	22.50	2.67
其他应收款	519.02	9.39	544.62	8.07	562.30	8.27	577.22	8.55	4.09	3.25
存货	2093.60	37.89	2877.29	42.63	2896.03	42.60	2976.94	44.08	17.61	0.65
非流动资产	1678.81	30.38	1921.27	28.46	1952.15	28.72	2036.62	30.16	7.83	1.61
长期股权投资	527.91	9.55	646.99	9.59	685.13	10.08	695.41	10.30	13.92	5.89
投资性房地产	155.40	2.81	168.83	2.50	177.91	2.62	182.85	2.71	7.00	5.38
固定资产	259.06	4.69	300.33	4.45	333.61	4.91	329.74	4.88	13.48	11.08
资产总额	5525.68	100.00	6749.82	100.00	6798.27	100.00	6753.17	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2022年6月底，公司资产受限比例低，具体情况如下表所示。

表14 截至2022年6月底公司受限资产情况

（单位：亿元）

项目	年末账面价值	占资产总额比重
货币资金	10.84	0.16%
应收票据	3.73	0.06%

投资性房地产	6.99	0.10%
存货	274.53	4.07%
固定资产	72.25	1.07%
在建工程	0.79	0.01%
无形资产	25.21	0.37%
长期股权投资	0.50	0.01%
合计	394.84	5.85%

资料来源：公司财务报告

截至2022年6月底，公司合并资产总额较上年下降0.66%，资产结构仍以流动资产为主。截至2022年6月底，公司货币资金较上年下降20.22%，主要系销售规模下降的同时，工程款及税费支出仍较大，同时公司偿还了较多债务所致。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2019—2021年末，公司所有者权益规模持续增长，2022年6月末权益规模因偿还部分永续债有所下降，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6月底，公司所有者权益1917.66亿元，较上年下降1.57%，主要系偿还部分永续债所致，权益结构较上年变化不大。

(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6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	3116.83	64.46	13.16	1.39
短期借款	368.27	9.54	355.36	7.30	334.38	6.89	371.24	7.68	-4.71	-5.90
应付账款	285.31	7.39	463.16	9.52	469.76	9.69	393.86	8.15	28.32	1.43
其他应付款(合计)	738.04	19.12	772.08	15.87	702.28	14.48	704.21	14.56	-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	357.22	7.39	43.50	30.46
合同负债	658.37	17.06	956.20	19.65	964.64	19.89	1045.69	21.63	21.04	0.88
非流动负债	1356.28	35.13	1703.60	35.01	1643.82	33.89	1718.69	35.54	10.09	-3.51
长期借款	844.56	21.88	1245.49	25.60	1133.64	23.37	1188.45	24.58	15.86	-8.98
应付债券	358.26	9.28	193.56	3.98	245.38	5.06	271.04	5.61	-17.24	26.77
负债总额	3860.21	100.00	4865.94	100.00	4850.11	100.00	4835.52	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%。

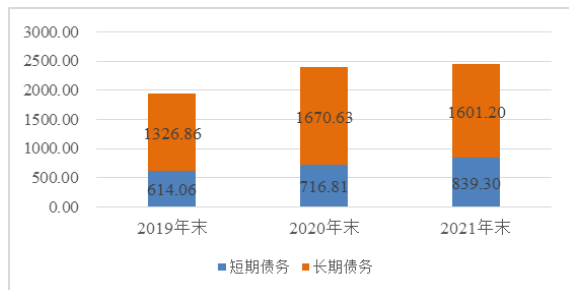
2019—2021年末，公司非流动负债波动增长，其中2020年底较年初增长25.61%，主要系长期借款增长所致。

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。

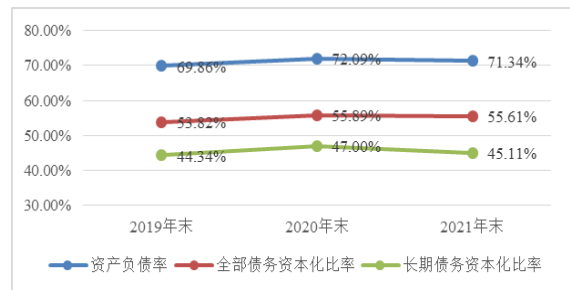
全部债务方面，2019—2021年末，随着业务规模扩大，公司全部债务规模持续增长，年均复合增长12.13%。截至2021年底，公司全部债务2440.49亿元，较年初小幅增长2.22%，其中长期债务占65.61%，债务结构较合理；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较年初小幅下降，债务负担尚可。若将永续债（2021年末余额为444.50亿元）调入长期债务，截至2021年底，公司全部债务规模增加至2884.99亿元，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为77.88%、65.74%和57.64%，较调整前分别上升6.54个百分点、10.13个百分点和12.53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6月底，公司负债总额较上年底微降0.30%，负债结构较上年底变动不大。其中短期借款较上年底增长11.02%至371.24亿元，

一年内到期的非流动负债较上年底下降19.54%至357.22亿元，合同负债较上年底增长8.40%至1045.69亿元。

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。

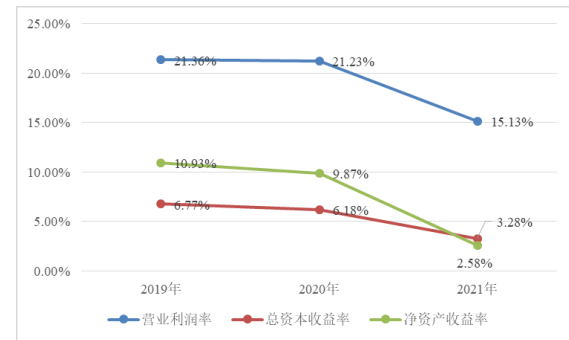
表16 公司主要非经常性损益情况（单位：亿元）

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

2019—2021 年，公司经营活动净现金流由净流出转为净流入，但受地产销售规模下降影响，2022 年 1—6 月再度转为净流出；投资活动现金流持续净流出，但规模有所下降；筹资活动前现金流净额波动较大，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—6 月
经营活动现金流入小计	2017.13	2087.02	2848.52	581.01
经营活动现金流出小计	2141.01	1908.45	2717.82	665.71
经营活动现金流量净额	-123.89	178.56	130.71	-84.70
投资活动现金流入小计	260.02	300.37	269.43	76.59
投资活动现金流出小计	392.58	344.59	336.06	80.91
投资活动现金流量净额	-132.56	-44.22	-66.63	-4.32
筹资活动前现金流量净额	-256.45	134.34	64.08	-89.01
筹资活动现金流入小计	1493.71	1806.66	1490.24	638.46
筹资活动现金流出小计	1122.34	1652.68	1516.10	726.45
筹资活动现金流量净额	371.36	153.98	-25.86	-87.99

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—6月，受销售回款下降影响，公司经营活动现金流净流出规模同比增长32.00%；投资活动现金流净流出同比下降93.14%，主要系公司减少对外投资所致；受公司融资减少影响，筹资活动现金流同比转为净流出。

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2022年6月底，公司共获得银行授信额度4956亿元，其中未使用银行授信额度2879亿元，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6月底，公司无重大未决诉讼及仲裁情况。

截至2022年6月底，公司对外担保余额91.34亿元，占公司2022年6月末所有者权益的4.76%，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。

截至 2022 年 6 月底，母公司资产总额 1299.72 亿元，较上年底增长 3.02%，其中货币资金 42.94 亿元，较上年底增长 84.00%。负债总额 653.22 亿元，较上年底增长 8.76%；所有者权益 646.50 亿元，较上年底下降 2.20%。

2022 年 1—6 月，母公司营业总收入 0.46 亿元，利润总额 13.30 亿元，投资收益 19.16 亿元。

2022 年 1—6 月，母公司经营活动现金流净额为-4.80 亿元，投资活动现金流净额 7.85 亿元，筹资活动现金流净额 16.55 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

本期中期票据发行金额上限为 25.00 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（按照发行金额上限 25.00 亿元测算）发行后上述指标将分别上升至 71.45%、55.86% 和 45.50%，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用于偿还公司到期债券，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

按照发行金额上限 25.00 亿元测算，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 对本期中期票据发行后的长期债务保障能力一般；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

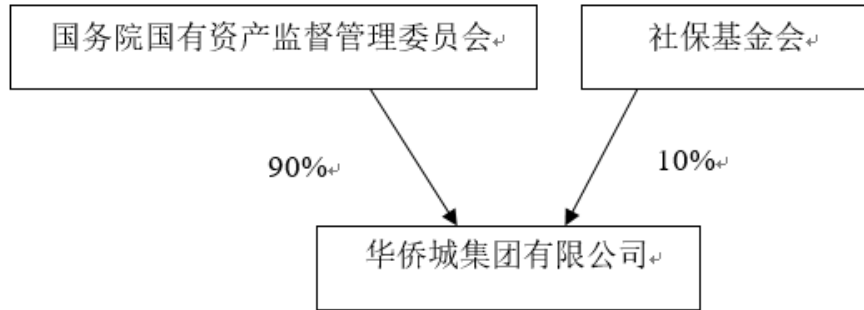
项目	结果
截至 2021 年底发行后长期债务*（亿元）	1626.20
2021 年经营活动现金流入/发行后长期债务（倍）	1.76
2021 年经营活动净现金流/发行后长期债务（倍）	0.08
发行后长期债务/2021 年 EBITDA（倍）	6.57
2021 年经营活动净现金流/本期中期票据	5.23
2021 年 EBITDA/本期中期票据	9.90

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

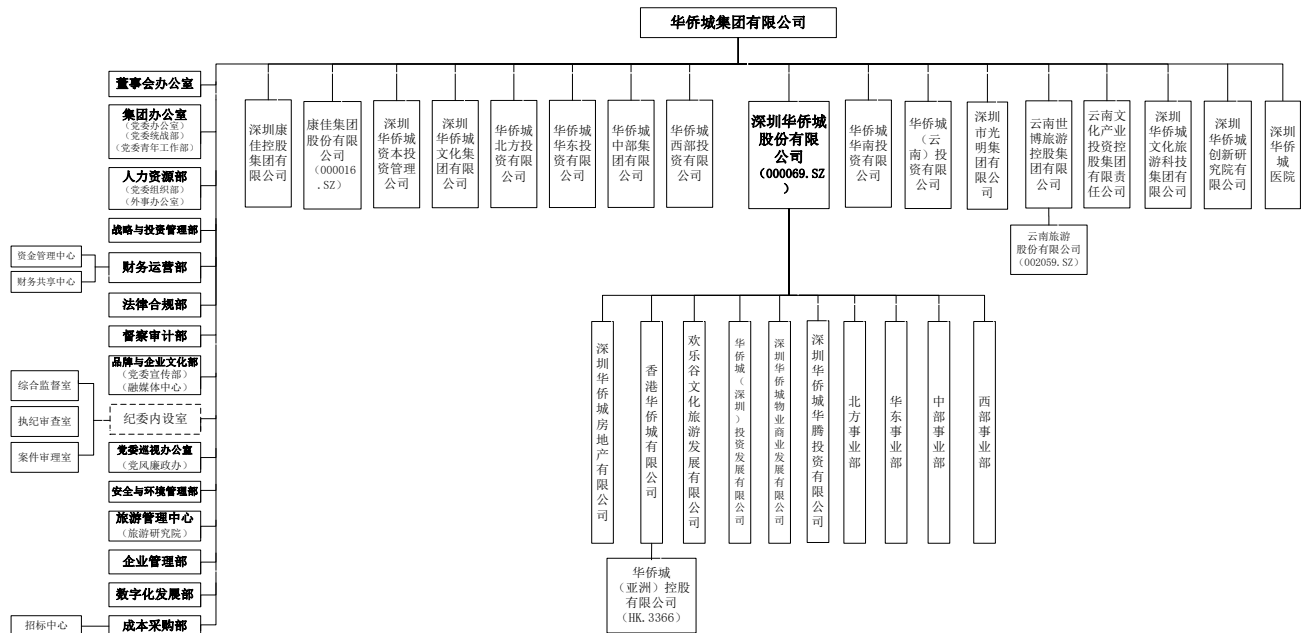
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 6 月底公司组织结构图



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

注：深圳康佳控股集团有限公司现更名为深圳华康创展科技控股集团有限公司

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 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	615.70	895.90	896.68	709.43
资产总额（亿元）	5525.68	6749.82	6798.27	6753.17
所有者权益（亿元）	1665.47	1883.88	1948.16	1917.66
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	356.94
利润总额（亿元）	239.20	253.19	103.78	4.66
EBITDA（亿元）	335.30	377.47	247.62	--
经营性净现金流（亿元）	-123.89	178.56	130.71	-84.70
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	136.68
营业利润率（%）	21.36	21.23	15.13	8.86
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	71.60
流动比率（%）	153.63	152.69	151.14	151.33
速动比率（%）	70.02	61.70	60.82	55.81
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 1-6 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 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	53.71	59.76	23.34	42.94
资产总额（亿元）	1112.32	1211.33	1261.67	1299.72
所有者权益（亿元）	556.23	669.19	661.04	646.50
短期债务（亿元）	243.34	236.50	287.31	328.97
长期债务（亿元）	244.56	250.64	275.83	254.82
全部债务（亿元）	487.90	487.14	563.14	583.79
营业收入（亿元）	4.20	2.74	0.85	0.46
利润总额（亿元）	29.32	28.54	55.55	13.30
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	4.06	-10.24	-18.92	-4.80
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	8.46
营业利润率（%）	95.49	90.76	54.82	41.29
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	28.27
全部债务资本化比率（%）	46.73	42.13	46.00	47.45
资产负债率（%）	49.99	44.76	47.61	50.26
流动比率（%）	42.03	42.45	39.92	48.50
速动比率（%）	36.54	36.58	34.69	44.26
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	0.13
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 年期初数；2. 母公司 2022 年 1-6 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 2023 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。