

华侨城集团有限公司

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕7206 号

联合资信评估股份有限公司通过对华侨城集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持华侨城集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 华侨城 MTN002B（乡村振兴）”“21 华侨城 MTN003B”“21 华侨城 MTN006B”“22 华侨城 MTN001B”“22 华侨城 MTN005”“22 华侨城 MTN006”“22 华侨城 MTN007”“23 华侨城 MTN002B”“23 华侨城 MTN003B”“23 华侨城 MTN004B”“23 华侨城 MTN005”“23 华侨城 MTN006”“24 华侨城 MTN001”“24 华侨城 MTN002”“24 华侨城 MTN003”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年七月二十五日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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。

五、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。

六、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。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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

2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
华侨城集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
21 华侨城 MTN002B（乡村振兴）/21 华侨城 MTN003B			
21 华侨城 MTN006B/22 华侨城 MTN001B/22 华侨城 MTN005			
22 华侨城 MTN006/22 华侨城 MTN007/23 华侨城 MTN002B	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/25
23 华侨城 MTN003B/23 华侨城 MTN004B/23 华侨城 MTN005			
23 华侨城 MTN006/24 华侨城 MTN001			
24 华侨城 MTN002/24 华侨城 MTN003			

评级观点

华侨城集团有限公司（以下简称“公司”）作为隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，业务多元，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。2024 年，公司利润总额仍处于亏损状态，公司近年拿地谨慎，总体土地储备仍充足，但部分项目区域下沉明显，三四线城市项目占比高，存量项目盘活压力大。2024 年，公司电子科技业务仍处于亏损状态，后续电子科技业务板块由其他央企进行专业化整合。财务方面，2024 年，公司资产规模持续收缩，但全部债务小幅增长，且因所有者权益被亏损侵蚀，公司债务负担上升较快，债务负担较重。公司偿债指标表现有待改善，但考虑到股东背景、公司融资能力强等因素，公司实际偿债能力仍强。

个体调整：无。

外部支持调整：公司作为国务院国资委直属央企，平台优势显著，融资渠道畅通。

评级展望

目前房地产行业景气度较低，叠加近年来新增拿地规模较小，未来公司销售仍有下降压力。公司文旅运营具备竞争力，随着支持房地产发展的政策逐步释放以及国内旅游业的持续发展，依托国务院国资委对公司发展的持续支持，公司仍将保持良好的综合竞争力，对债务的保障能力仍将维持。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：国务院国资委对公司支持意愿减弱或支持力度大幅降低；公司资本市场融资、银行信贷等融资渠道受阻；公司销售情况受政策或市场波动影响大幅恶化，经营获现能力和盈利能力持续下滑。

优势

- **公司股东背景雄厚，在多元化经营格局、行业地位和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。
- **土地储备规模较大。**截至 2024 年底，公司土地储备合计 1501.36 万平方米（未开发计容建筑面积），土地储备充足。
- **资产受限程度较低，融资渠道畅通。**公司投资性房地产以成本法计量，具有一定升值空间，资产受限比例较低。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

- **文旅项目投入高、回报周期长，低能级城市文旅运营存在不确定性。**文旅项目前期投资规模大，回报周期长，项目沉淀资金较多；同时公司部分文化旅游项目城市能级存在一定下沉，对文旅项目销售运营有一定影响。
- **房地产销售金额下降，去化压力大。**受房地产行业持续调整影响，公司销售金额延续下降态势。公司沉淀项目多以大盘分批开发为主，区域分布一般，沉淀了部分资金，在当前市场环境下盘活压力大。

- **公司连续亏损，盈利能力弱；筹资活动现金流持续净流出，权益规模被亏损侵蚀严重，债务负担有所加重。**2024 年，公司仍处于亏损状态，盈利能力弱。公司筹资活动现金流持续净流出，在亏损逐步侵蚀权益规模情形下，全部债务资本化比率进一步上升。
- **公司无偿划转下属子公司康佳集团股份有限公司（以下简称“康佳集团”）股权。**为推进央企之间专业化整合，优化资源配置，由其他央企集团对康佳集团实施专业化整合，股份无偿划转后，公司不再持有康佳集团任何股份。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208				
评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208				
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	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	3
			盈利能力	5
			现金流量	2
		资本结构		3
		偿债能力		4
指示评级				aa ⁻
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁻
外部支持调整因素：政府支持				+3
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级未发生变动。

外部支持变动说明：考虑到公司作为国务院国有资产监督管理委员会直接控股的中央国有企业，外部支持调整因素由股东支持调整为政府支持。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

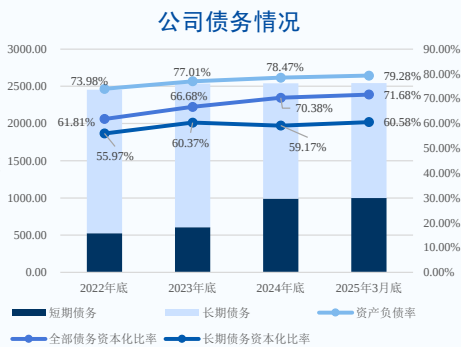
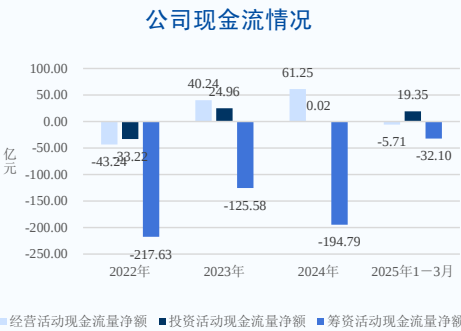
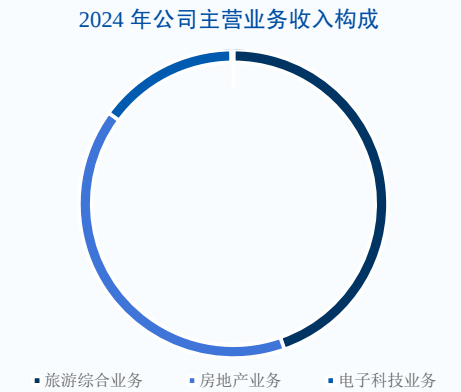
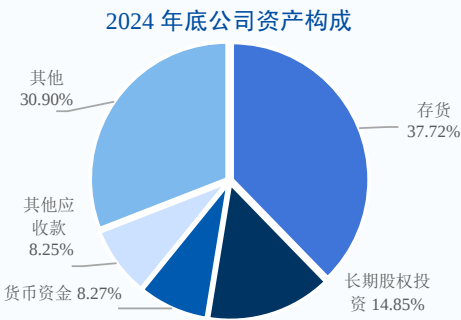
主要财务数据

合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	598.87	544.72	415.60	399.15
资产总额（亿元）	5824.31	5515.92	4961.41	4848.09
所有者权益（亿元）	1515.50	1267.85	1068.35	1004.30
短期债务（亿元）	526.47	606.01	990.51	998.74
长期债务（亿元）	1926.37	1931.58	1548.02	1543.15
全部债务（亿元）	2452.84	2537.60	2538.53	2541.88
营业总收入（亿元）	1134.76	804.79	720.92	86.38
利润总额（亿元）	-205.40	-113.92	-129.72	-13.91
EBITDA（亿元）	-66.85	26.54	7.72	--
经营性净现金流（亿元）	-43.24	40.24	61.25	-5.71
营业利润率（%）	12.40	11.03	8.05	1.68
净资产收益率（%）	-15.31	-11.28	-15.03	--
资产负债率（%）	73.98	77.01	78.47	79.28
全部债务资本化比率（%）	61.81	66.68	70.38	71.68
流动比率（%）	163.16	156.71	128.51	127.98
经营现金流动负债比（%）	-1.85	1.77	2.66	--
现金短期债务比（倍）	1.14	0.90	0.42	0.40
EBITDA 利息倍数（倍）	-0.57	0.25	0.08	--
全部债务/EBITDA（倍）	-36.69	95.62	329.00	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	1307.40	1320.88	1433.10	1409.78
所有者权益（亿元）	588.96	522.17	489.33	437.59
全部债务（亿元）	668.27	757.54	899.23	929.70
营业总收入（亿元）	2.32	2.09	2.70	0.94
利润总额（亿元）	36.02	14.21	5.90	1.22
资产负债率（%）	54.95	60.47	65.85	68.96
全部债务资本化比率（%）	53.15	59.20	64.76	68.00
流动比率（%）	76.70	123.81	68.84	88.01
经营现金流动负债比（%）	2.14	-0.37	1.06	--

注：1. 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。；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 2025 年 1—3 月财务报表未经审计，相关指标未予年化；5. “—”代表计算无意义的数 据，“/”代表数据未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	特殊条款
21 华侨城 MTN002B(乡村振兴)	6.00	6.00	2026-04-29	--
21 华侨城 MTN003B	10.00	10.00	2026-07-23	--
21 华侨城 MTN006B	9.00	9.00	2026-12-10	--
22 华侨城 MTN001B	9.00	9.00	2027-01-14	--
22 华侨城 MTN005	20.00	20.00	2027-08-05	--
22 华侨城 MTN006	15.00	15.00	2025-10-19	延期,调整票面利率,赎回,利息递延权,持有人救济
22 华侨城 MTN007	20.00	20.00	2027-11-03	--
23 华侨城 MTN002B	5.00	5.00	2026-04-10	延期,调整票面利率,赎回,利息递延权,持有人救济
23 华侨城 MTN003B	12.00	12.00	2026-04-27	延期,调整票面利率,赎回,利息递延权,持有人救济
23 华侨城 MTN004B	5.00	5.00	2026-07-05	延期,调整票面利率,赎回,利息递延权,持有人救济
23 华侨城 MTN005	12.00	12.00	2025-09-25	延期,调整票面利率,赎回,利息递延权,持有人救济
23 华侨城 MTN006	25.00	25.00	2026-11-29	--
24 华侨城 MTN001	21.00	21.00	2027-01-18	--
24 华侨城 MTN002	20.00	20.00	2027-02-28	--
24 华侨城 MTN003	20.00	20.00	2027-09-12	--

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；永续债的到期日期为下一行权日。

资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
24 华侨城 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/08/27	赵兮 高星	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
21 华侨城 MTN002B （乡村振兴）	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/07/26	卢瑞 赵兮 高星	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
21 华侨城 MTN003B						
21 华侨城 MTN006B						
22 华侨城 MTN001B						
22 华侨城 MTN005						
22 华侨城 MTN006						
22 华侨城 MTN007						
23 华侨城 MTN002B						
23 华侨城 MTN003B						
23 华侨城 MTN004B						
23 华侨城 MTN005						
23 华侨城 MTN006						
24 华侨城 MTN001						
24 华侨城 MTN002						
24 华侨城 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/02/19	卢瑞 张超	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
24 华侨城 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/01/10	卢瑞 张超	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
23 华侨城 MTN006	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/11/14	卢瑞 张超	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
23 华侨城 MTN005	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/09/08	卢瑞 张超	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
23 华侨城 MTN004B	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/25	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
23 华侨城 MTN003B	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/04/20	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
23 华侨城 MTN002B	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/03/30	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
22 华侨城 MTN007	AAA/稳定	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
22 华侨城 MTN006	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/08/12	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
22 华侨城 MTN005	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/07/28	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
22 华侨城 MTN001B	AAA/稳定	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
21 华侨城 MTN006B	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/12/03	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
21 华侨城 MTN003B	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/07/12	赵兮 王彦	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
21 华侨城 MTN002B （乡村振兴）	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/04/16	卢瑞 王彦	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：赵兮 zhaoxi@lhratings.com

项目组成员：李旭 lixu@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

公司于 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 2024 年底，公司注册资本和实收资本均为 120.00 亿元，控股股东和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，按照联合资信行业分类标准划分为一般工商行业。

截至 2024 年底，公司本部内设董事会办公室、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 2024 年底，公司合并资产总额 4961.41 亿元，所有者权益 1068.35 亿元（含少数股东权益 693.36 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 720.92 亿元，利润总额-129.72 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 4848.09 亿元，所有者权益 1004.30 亿元（含少数股东权益 683.74 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 86.38 亿元，利润总额-13.91 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见图表 1，募集资金均按指定用途使用，并在付息日正常付息¹。

图表 1 • 截至本报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
21 华侨城 MTN002B(乡村振兴)	6.00	6.00	2021-04-29	5
21 华侨城 MTN003B	10.00	10.00	2021-07-23	5
21 华侨城 MTN006B	9.00	9.00	2021-12-10	5
22 华侨城 MTN001B	9.00	9.00	2022-01-14	5
22 华侨城 MTN005	20.00	20.00	2022-08-05	5
22 华侨城 MTN006	15.00	15.00	2022-10-19	3+N
22 华侨城 MTN007	20.00	20.00	2022-11-03	5
23 华侨城 MTN002B	5.00	5.00	2023-04-10	3+N
23 华侨城 MTN003B	12.00	12.00	2023-04-27	3+N
23 华侨城 MTN004B	5.00	5.00	2023-07-05	3+N
23 华侨城 MTN005	12.00	12.00	2023-09-25	2+N
23 华侨城 MTN006	25.00	25.00	2023-11-29	3
24 华侨城 MTN001	21.00	21.00	2024-01-18	3
24 华侨城 MTN002	20.00	20.00	2024-02-28	3
24 华侨城 MTN003	20.00	20.00	2024-09-12	3

资料来源：联合资信根据公开资料整理

¹ “24 华侨城 MTN003” 尚未到第一个付息日。

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

五、行业分析

1 房地产行业

2024 年，国内房地产市场整体仍处低位运行，行业数据表现低迷，宽松政策持续释放下，销售阶段性回暖，商品住宅广义库存去化周期出现下降拐点，但仍处高位，短期内去库存依旧是行业重点。“稳住楼市”目标下，促进房地产市场止跌回稳或是未来政策优化主方向，利好政策有望继续释放，但居民收入预期和信心尚未恢复，预计 2025 年行业销售面积降幅收窄，继续筑底；在销售弱复苏以及房企资金有限情况下，预计 2025 年土地市场将继续缩量，但核心城市核心区域土地资源仍将维持高热度。完整版房地产行业分析详见[《2025 年房地产行业分析》](#)。

2 旅游行业

2024 年，旅游业从上年的快速复苏转变为稳定发展，国内出游人次和总花费同比均保持增长，但出入境旅游尚处恢复期，签证政策、国际客运航班数量及产品价格等因素对市场表现影响较大。从细分行业看，多数景区盈利能力和经营活动现金净流入表现较上年同期有所下降；酒店业竞争加剧，行业收入、平均房价和出租率较上年同期略有下滑；全国旅行社组织国内旅游人次尚未恢复至 2019 年同期规模，出入境旅游人次仍较少，旅行社收入依然主要依赖国内游；免税行业竞争格局保持稳定，受消费疲软影响，海南离岛免税市场销售承压。政策层面，文化和旅游部、国务院办公厅、国家移民管理局等部门出台多项支持政策，从加大产品供给、优化旅游基础设施投入、放宽优化过境免签政策等多方面给予指导及支持，积极推动旅游行业高质量发展。完整版行业分析详见[《2024 年旅游行业运行分析》](#)。

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，行业内竞争激烈。2024 年，政策刺激与技术创新驱动下，中国家电市场零售规模和出口规模均有所增长。随着“以旧换新”政策的实施，中国家电行业景气弱复苏仍有望延续。在 5G、人工智能、物联网等智能化发展浪潮的驱动及 AI 训练和推理或将推动高性能存储芯片行业迎来新一轮增长周期。

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，驱动发展因素主要来自市场需求、科技创新和政策支持等。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。2016 年以后，经历了前期的高速增长，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，行业内竞争激烈。2024 年，中国家用电器行业在政策刺激与技术创新驱动下实现稳健增长，行业规模以上企业营收达 1.95 万亿元，同比增长 5.6%，利润总额 1737 亿元，同比增长 11.4%。内销市场在“以旧换新”政策推动下回暖，限额以上

单位家电零售额突破万亿元，达 10307 亿元，同比增长 12.3%；出口方面，全年出口额 1124 亿美元，同比增长 14%，其中大家电出口额增长 18.3%，空调、冰箱和洗衣机出口量分别增长 38%、14%和 10%。

彩电行业领域，自国家推行消费品以旧换新政策以来，中国彩电市场加速向中高端竞争升级。根据奥维云网数据，2024 年中国彩电市场零售量为 3086 万台，同比微降 1.8%，但零售额达 1271 亿元，同比增长 15.7%，呈现“量稳价升”的结构性增长特征。在技术革新与消费升级的双重驱动下，彩电市场中高端产品渗透率显著提升且新型显示技术加速普及。2024 年 Mini LED 显示技术进入规模化推广阶段，其市场零售额渗透率达 9.8%，较 2023 年提升 5.4 个百分点，成为高端产品增长的核心引擎。此外，高刷新率产品渗透率有所提升，随着消费者对高清观影及游戏体验需求的提升，120Hz 以上高刷新率彩电零售量渗透率达 31.9%，较 2023 年提升 16.4 个百分点，成为中端市场主流配置。同时，大屏化趋势持续深化，75 英寸及以上大尺寸彩电零售量渗透率提升至 19.9%，较 2023 年提升 6.4 个百分点，进一步挤压中小尺寸产品市场空间。当前行业正以 Mini LED、Micro LED 等显示技术为核心，叠加物联网、人工智能等智能化技术，推动彩电产品向高端化、智能化、场景化方向迭代，中高端竞争格局进一步清晰。

在白电行业领域，2024 年市场产品升级进程持续加速，产品基本功能与性能进一步优化，呈现出美观化和集成化的发展趋势，产品结构升级有力带动了高品质家电产品的销售增长。冰箱市场方面，根据奥维云网数据，2024 年中国冰箱市场表现稳健，全渠道零售量达 4019 万台，同比增长 4.9%，零售额 1434 亿元，同比增长 7.6%，中高端产品市场占比持续提升。洗衣机市场方面，根据奥维云网数据，2024 年国内洗衣机市场零售额稳中有升，全渠道零售量 4297 万台，同比增长 7.3%，零售额 1014 亿元，同比增长 7.6%，除销售规模增长外，洗衣机产品销售单价亦呈平稳上升态势。空调市场方面，根据奥维云网数据，2024 年中国家用空调全年产量 19508 万台，同比增长 19.5%，总销量 18977 万台，同比增长 20.9%，内外销规模均实现显著提升。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司进入旅游及地产行业近四十年，旅游业务市场知名度较高，房地产项目具有特色，但盈利能力承压。公司作为国务院直属央企，品牌认可度很高，融资能力强。

旅游业务方面，公司以主题公园、自然人文景区“两核”作为旅游业务发展的战略重点，主要产品形态包括：①主题公园（主题游乐类、水公园类、主题文化类、生态田园类、摩天轮类等）；②酒店；③文商旅综合体；④自然人文景区及其他；⑤旅行服务等。公司培育的锦绣中华、世界之窗、欢乐谷、欢乐海岸等形成了较强的文旅品牌影响力。2024 年，公司旗下文旅企业合计接待游客 8081 万人次。

地产开发方面，公司以房地产开发为“主体”，以与房地产开发项目有机组成的文旅项目，以及围绕房地产开发业务而形成的商业、酒店、物管等相关泛地产业务为“两翼”，着力推动投资、运营、服务“三功能”融合发展。克而瑞 2024 年房企全口径销售金额排名中，华侨城位列第 36 名。截至 2024 年底，公司土地储备合计 1501.36 万平方米（未开发计容建筑面积），土地储备充足；但区域分布以二三四线城市为主，部分低能级城市占比偏高；公司项目多以大盘分批开发，沉淀了部分资金，在当前市场环境下盘活压力大。2022 年以来，公司毛利率持续下降，且持续计提较大规模资产减值损失，预计在存量地产项目全部消化前，公司盈利能力将持续承压。

融资能力方面，作为国务院直属中央国有企业，公司整体融资能力强。截至 2024 年底，公司共获得银行授信额度 5723.90 亿元，未使用银行授信额度 3516.14 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。

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：91440300190346175T），截至 2025 年 5 月 29 日，公司无已结清和未结清关注类和不良/违约类贷款。截至 2025 年 7 月 23 日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。

（二）管理水平

跟踪期内，马宗林不再担任公司外部董事。人员变更对公司经营情况无重大影响。

（三）经营方面

1 业务经营分析

（1）经营概况

2024 年，公司营业总收入和主营业务毛利率延续下降态势。

2024 年，公司营业总收入 720.92 亿元，同比下降 10.42%。从收入构成看，2024 年，公司主营业务收入 707.00 亿元；其中旅游综合业务占比 44.65%，房地产业务占比 40.39%，电子科技业务占比 14.73%。毛利率方面，公司旅游综合业务与房地产业务毛利率均有所下降，带动主营业务毛利率下降至 11.94%。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 86.38 亿元，同比下降 27.97%；综合毛利率 6.02%。

图表 2 • 2022—2024 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
旅游综合业务	309.14	27.52%	20.47%	358.45	45.19%	18.03%	315.68	44.65%	14.21%
房地产业务	510.77	45.47%	21.92%	254.79	32.12%	18.15%	285.56	40.39%	12.44%
电子科技业务	286.07	25.46%	1.86%	169.48	21.37%	3.37%	104.15	14.73%	3.37%
其他业务	17.43	1.55%	32.77%	10.52	1.32%	49.50%	1.60	0.23%	31.38%
合计	1123.42	100.00%	16.58%	793.23	100.00%	15.35%	707.00	100.00%	11.94%

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

（2）旅游综合业务

公司拥有国内领先的主题公园开发及运营经验；2024 年文旅业务接待游客人次同比基本持平，但在建项目尚需投资规模较大。

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，其中“欢乐谷”主题公园已在深圳、北京、成都、上海、武汉、天津、重庆、南京、西安等城市连锁运营。公司旅游综合业务主要为主题公园、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。

截至 2025 年 3 月底，公司旗下在运营 28 家主题公园、41 家酒店、1 家旅行社、17 家自然人文景区、5 座文化场馆综合体和 6 座商业综合体。2024 年，公司文旅业务累计接待游客 1.42 亿人次，同比 2023 年基本持平。2025 年 1—3 月，公司文旅业务累计接待游客 0.34 亿人次，同比增长 2.4%。截至 2024 年底，公司在建的主要旅游综合项目合计 19 个，全口径总投资规模约 320.45 亿元，尚需投入的资金规模为 142.62 亿元，尚需投资规模较大。

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，业务范围覆盖北京、深圳和南京等全国重点城市。2024 年以来，部分酒店入住率和平均房价小幅波动。

图表 3 • 公司部分酒店经营情况（单位：元/间·晚）

酒店名称	星级	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年 1—3 月	
		入住率	平均房价	入住率	平均房价	入住率	平均房价	入住率	平均房价
深圳华侨城大酒店	白金五星	41%	1025	74%	1201	72%	1117	75%	1034
深圳威尼斯英迪格酒店	五星	15%	705	69%	929	76%	877	83%	873
深圳 JW 万豪酒店	五星	47%	941	73%	1125	72%	1087	73%	1064
深圳欢乐海岸万豪行政公寓	五星	69%	1477	80%	1508	78%	1537	79%	1549
深圳海景嘉途酒店	四星	63%	499	55%	481	57%	420	57%	436

资料来源：公司提供

(3) 房地产开发业务

2024 年，受行业调整及拿地节奏放缓等因素影响，公司销售金额延续下降态势。目前公司剩余可开发土地储备面积较大，区域分布以二三四线城市为主，部分低能级城市占比偏高，开发模式上多以大盘分批开发为主，沉淀了部分资金，在当前市场环境下盘活压力大。伴随一二线城市项目逐步去化，叠加近年来新增拿地规模较小，未来公司销售仍有下降压力。

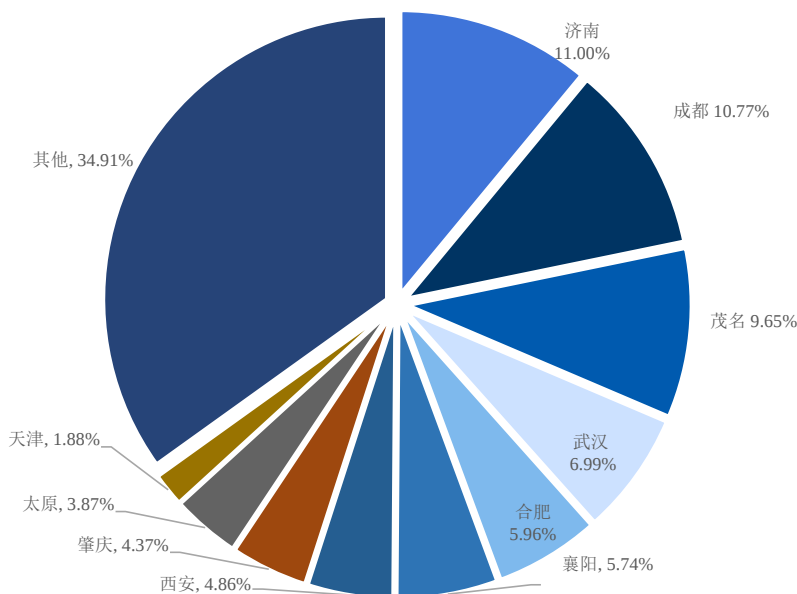
2024 年，公司拿地力度进一步下降，仅新获取 1 个项目。截至 2024 年底，公司土地储备合计 1501.36 万平方米（未开发计容建筑面积），土地储备充足；但区域分布以二三四线城市为主，部分低能级城市占比偏高；公司项目多以大盘分批开发，沉淀了部分资金，在当前市场环境下盘活压力大。

图表 4 • 公司土地储备获取情况（单位：个、万平方米、元/平方米）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
新增项目数量	9	4	1	1
新增土地储备计容建筑面积 （全口径）	89.00	59.87	2.26	5.28
新增土地储备楼面均价 （全口径）	4181	12086	8288	8659

资料来源：公司提供

图表 5 • 截至 2024 年底公司剩余可开发土地储备区域分布情况



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

项目开发方面，受近年拿地规模较少，公司坚持“以收定投、以销定产”原则控制开发节奏。截至 2024 年底，公司主要在建房地产项目计划总投资 2724.26 亿元，累计已投资 1788.58 亿元，未来三年计划投资 93.92 亿元、87.90 亿元和 70.51 亿元。

项目销售方面，伴随房地产行业持续调整及公司新获取项目减少，2024 年公司签约销售金额同比下降 40.55%，销售面积和销售均价均大幅下降。考虑到公司土地储备中沉淀三四线城市项目占比高，且近年来新增拿地规模大幅下降，公司未来销售仍存在较大下降压力。

图表 6 • 公司房地产销售情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
签约销售面积（万平方米）	288.73	254.39	193.67	31.71
签约销售金额（亿元）	583.02	481.22	286.09	47.52
签约销售均价（万元/平方米）	2.02	1.89	1.48	1.5

注：表格中数据为旅游综合及地产项目全口径

资料来源：公司提供

（4）电子科技业务

2024 年，受家电行业竞争激烈，康佳集团营业总收入延续下降态势，综合毛利率有所上升但仍处于较低水平。2024 年康佳集团存储芯片贸易及半导体业务仍不及预期。为推进央企之间专业化整合，优化资源配置，由其他央企集团对康佳集团实施专业化整合，公司不再持有康佳集团任何股份。

公司电子科技业务主要由康佳集团经营。2024 年，康佳集团持续推进业务结构调整，优化部分主业赋能不强、毛利水平较低的工贸和环保业务，营业总收入同比下降 37.73%，主要系存储芯片贸易业务收入下降所致。毛利率方面，2024 年，康佳集团综合毛利率有所上升但仍处于较低水平。

图表 7 • 2022—2024 年康佳集团营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
彩电业务	50.23	16.97%	-1.16%	47.08	26.38%	-1.02%	50.28	45.23%	0.49%
白电业务	39.30	13.27%	10.34%	42.57	23.85%	10.97%	41.27	37.13%	7.03%
存储芯片贸易及半导体业务	104.11	35.16%	0.25%	33.97	19.03%	-1.06%	1.70	1.53%	-50.91%
环保及新材料业务	15.49	5.23%	2.37%	--	--	--	--	--	--
PCB 业务	6.64	2.24%	5.46%	4.77	2.67%	11.75%	4.81	4.33%	10.88%
其他	38.64	21.65%	6.46%	50.10	28.07%	5.19%	13.09	11.77%	15.90%
合计	296.08	100.00%	2.77%	178.49	100.00%	3.92%	111.15	100.00%	4.40%

注：尾差系数数据四舍五入所致

资料来源：联合资信根据康佳集团年报整理

为推进央企之间专业化整合，优化资源配置，由其他央企集团对康佳集团实施专业化整合。2025 年 4 月 30 日，康佳集团发布公告《关于控股股东筹划重大事项的进展公告》称，控股股东华侨城集团及其一致行动人（华侨城集团的全资子公司深圳华侨城资本投资管理有限公司以及嘉隆投资有限公司）分别与磐石润创及合贸公司签署了《关于康佳集团股份有限公司的股份无偿划转协议》，本次股份无偿划转后，康佳集团总股本不变，华侨城集团及其一致行动人不再持有康佳集团的任何股份，磐石润创及合贸公司将合计持有康佳集团 722383542 股股份，持股比例为 29.999997%。此外，根据《关于康佳集团股份有限公司的股份无偿划转协议》，本次股份划转完成后，在履行法律法规规定的必要程序后，磐石润创承诺其或其关联方将采取有效措施逐步解除并承接华侨城集团对公司提供的融资担保。磐石润创积极推动公司在增强财务实力的基础上，采取有效措施提供必要帮助促使康佳集团归还华侨城集团在本次股份划转前向康佳集团提供的股东借款。根据康佳集团于 2025 年 7 月 22 日发布的公告，截至 2025 年 7 月 22 日，本次股份无偿划转已经实施完毕，公司不再持有康佳集团股份；康佳集团控股股东由公司变更为磐石润创，康佳集团实际控制人变更为中国华润有限公司，最终实际控制人仍为国务院国资委。

2 未来发展

公司结合自身资源和优势，对各业务板块均做了发展规划，可实施性较强。

房地产业务方面，房地产业务是公司的支柱业务，公司将聚焦优势，以房地产开发为主体业务，以依托房地产开发这一主体而形成的衍生运营性业务为翼，加速构建新发展模式。

旅游业务方面，旅游业务是公司的领创业务，公司将以主题公园、自然人文景区为核，在旅游科技、旅游酒店和特色商业三个维度持续深耕，不断巩固核心竞争优势，做精做特旅游业务。

文化业务方面，文化业务是公司的使命业务，公司将重点做好文化演艺、场馆综合体运营和艺术教育三项细分业务，结合市场需求，持续创新产品供给，推动文化业务专业化、市场化和规模化发展。

（四）财务方面

信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2024 年财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司 2025 年 1—3 月财务报表未经审计。

1 主要财务数据变化

2024 年，公司资产规模持续收缩，货币资金持续较快下降，存货中开发产品占比高且存在去化压力，与房地产相关的其他应收款与长期股权投资亦面临回收风险与减值压力；公司投资性房地产采用成本计量；整体资产受限比例较低；但随着新增房地产项目减少与前期项目陆续结转，预计公司资产规模将继续收缩。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 4961.41 亿元，较上年底下降 10.05%，主要系货币资金和存货下降所致。截至 2024 年底，公司货币资金 410.35 亿元，较上年底下降 23.16%，主要系筹资活动现金流净流出所致。截至 2024 年底，公司其他应收款 414.26 亿元，较上年底增长 2.62%，较上年底变化不大；其他应收款主要包括往来款、保证金和押金及其他，截至 2024 年底，公司其他应收款（不含应收利息和应收股利）中账龄 3 年以上的占 47.79%，账龄偏长，累计计提坏账准备 56.09 亿元（计提比例 12.05%）。受项目新增投入减少以及计提存货跌价准备，公司存货规模下降较快，截至 2024 年底，公司存货 1871.57 亿元，较上年底下降 13.60%；其中房地产已完工开发产品占比 28.21%，占比偏高，去化压力大；累计计提跌价准备 181.06 亿元，计提比例 8.82%，在行业调整阶段公司存货持续面临去化与跌价压力。截至 2024 年底，公司长期股权投资 736.92 亿元，较上年底增长 4.17%，主要系对联营企业投资增加所致。截至 2024 年底，公司投资性房地产较上年底增长 11.62%；公司投资性房地产采用成本计量。截至 2024 年底，公司受限资产主要包括存货、长期股权投资等，合计占总资产的 18.30%，受限比例一般。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 4848.09 亿元，较上年底下降 2.28%。

图表 8 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	3813.20	65.47%	3572.71	64.77%	2963.53	59.73%	2897.33	59.76%
货币资金	587.72	10.09%	534.03	9.68%	410.35	8.27%	386.97	7.98%
其他应收款（合计）	403.15	6.92%	403.68	7.32%	414.26	8.35%	405.89	8.37%
存货	2363.13	40.57%	2166.16	39.27%	1871.57	37.72%	1823.37	37.61%
非流动资产	2011.25	34.53%	1943.21	35.23%	1997.89	40.27%	1950.76	40.24%
长期股权投资	724.27	12.43%	707.43	12.83%	736.92	14.85%	712.94	14.71%
投资性房地产	195.20	3.35%	210.51	3.82%	234.97	4.74%	234.10	4.83%
固定资产（合计）	351.39	6.03%	345.89	6.27%	350.22	7.06%	334.50	6.90%
资产总额	5824.45	100.00%	5515.92	100.00%	4961.41	100.00%	4848.09	100.00%

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司所有者权益持续下降，权益结构稳定性较弱。

截至 2024 年底，公司所有者权益 1068.35 亿元，较上年底下降 15.73%，主要系亏损和偿还永续债所致。其中实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益、未分配利润和少数股东权益分别占 11.23%、24.40%、2.29%、-1.20%、-3.97%和 64.90%。所有者权益结构稳定性较弱。受亏损影响，截至 2024 年底，公司未分配利润下降至-42.41 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 1004.30 亿元，较上年底下降 6.00%，主要系偿还永续债所致。

公司负债总额延续下降态势，但债务规模小幅增长，债务比率上升较快，且 2025 年和 2026 年到期规模大，再融资压力大。

截至 2024 年底，公司负债总额 3893.06 亿元，较上年底下降 8.36%。截至 2024 年底，公司应付账款 394.46 亿元，较上年底下降 6.68%。截至 2024 年底，公司其他应付款 472.81 亿元，较上年底下降 16.65%，主要系计提的土地增值税、关联方往来和收取的押金及保证金下降所致。截至 2024 年底，公司合同负债 325.36 亿元，较上年底下降 37.52%，下降较多。截至 2025 年 3 月底，公司负债总额 3843.79 亿元，较上年底下降 1.27%，较上年底变化不大。

图表 9 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

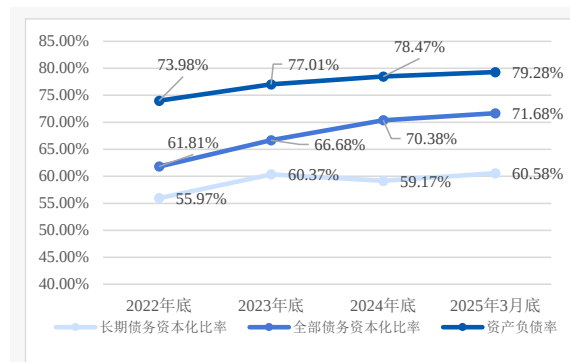
项目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	2337.03	54.24%	2279.77	53.67%	2306.05	59.23%	2263.88	58.90%
应付账款	449.21	10.43%	422.71	9.95%	394.46	10.13%	351.52	9.15%

其他应付款	597.15	13.86%	567.29	13.35%	472.81	12.14%	463.70	12.06%
一年内到期的非流动负债	294.55	6.84%	418.87	9.86%	752.11	19.32%	812.95	21.15%
合同负债	587.42	13.63%	520.75	12.26%	325.36	8.36%	337.90	8.79%
非流动负债	1971.89	45.76%	1968.30	46.33%	1587.01	40.77%	1579.91	41.10%
长期借款	1438.14	33.38%	1600.27	37.67%	1176.85	30.23%	1189.21	30.94%
应付债券	280.85	6.52%	184.69	4.35%	234.78	6.03%	216.00	5.62%
负债总额	4308.92	100.00%	4248.07	100.00%	3893.06	100.00%	3843.79	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司全部债务 2538.53 亿元，较上年底增长 0.04%，较上年底变化不大。其中，短期债务占 39.02%，长期债务占 60.98%。截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 78.47%、70.38%和 59.17%，较上年底分别提高 1.45 个百分点、提高 3.70 个百分点和下降 1.21 个百分点。如将永续债调入长期债务，截至 2024 年底，公司全部债务增至 2799.23 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 83.72%、77.61%和 69.13%，较调整前分别上升 5.25 个百分点、7.23 个百分点和 9.96 个百分点。公司债务负担较重。截至 2025 年 3 月底，公司全部债务 2541.88 亿元，较上年底增长 0.13%，较上年底变化不大。

图表 10 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 11 • 截至 2024 年底公司债务期限分布

项目	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年以上	合计
银行贷款	691.03	542.21	265.52	375.90	1874.66
债券	142.20	109.00	126.00	--	377.20
非银行类贷款	57.82	8.96	7.41	10.72	84.92
基金融资	4.44	45.00	45.00	--	94.44
其他	43.71	2.98	--	5.29	51.98
占比	939.20	708.15	443.93	391.91	2483.20

注：1. 此表为公司内部统计口径，与联合资信统计口径存在差异；2. 尾数差异系四舍五入所致
资料来源：公司提供

受毛利率下降、期间费用高企、以及计提存货跌价准备等因素影响，公司利润总额持续为负。预计在存量低利润地产项目全部消化前，公司盈利能力或将难以实质改善。

2024 年，公司营业总收入延续下降态势；综合毛利率也由上年的 15.36%下降至 12.01%。从期间费用看，2024 年，公司费用收入比为 19.74%，毛利润无法覆盖费用总额；其中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 22.17%、24.43%、3.39%和 50.01%。叠加公司持续计提较大规模资产减值损失，利润总额亏损规模较大。预计在存量低利润地产项目全部消化前，公司盈利能力或将难以实质改善。2025 年 1 季度，公司营业利润率下降至 1.68%，利润总额仍为负。

图表 12 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	1134.76	804.79	720.92	86.38
营业成本	946.37	681.16	634.36	81.18
费用总额	175.56	157.16	142.29	30.19
投资收益	26.94	21.70	15.86	13.63
资产减值损失	-180.57	-60.37	-50.86	-0.07
信用减值损失	-33.68	-8.31	-13.05	-0.04
其他收益	16.53	6.27	3.80	0.69
利润总额	-205.40	-113.92	-129.72	-13.91
营业利润率	12.40%	11.03%	8.05%	1.68%
总资本收益率	-3.75%	-1.50%	-2.12%	--
净资产收益率	-15.31%	-11.28%	-15.03%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

随着公司业务收缩，经营性、投资性现金流入和流出均逐步下降；公司筹资活动现金流规模较大，持续净流出，对货币资金形成消耗，现金流平衡压力大。

伴随公司拿地减少加强经营现金流管控，2024 年公司经营活动现金流延续净流入态势，但 2025 年 1 季度再次净流出。公司投资活动现金流入和流出均持续下降，2024 年净流入规模较小。2022 年以来，公司筹资活动现金流持续净流出，对货币资金消耗较大，现金流平衡压力大。

图表 13 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	1152.46	1026.75	627.21	116.39
经营活动现金流出小计	1195.70	986.51	565.95	122.10
经营活动现金流量净额	-43.24	40.24	61.25	-5.71
投资活动现金流入小计	138.70	104.46	48.46	25.89
投资活动现金流出小计	171.92	79.49	48.44	6.54
投资活动现金流量净额	-33.22	24.96	0.02	19.35
筹资活动前现金流量净额	-76.46	65.20	61.28	13.64
筹资活动现金流入小计	1641.37	1382.96	1157.87	258.75
筹资活动现金流出小计	1859.00	1508.53	1352.66	290.85
筹资活动现金流量净额	-217.63	-125.58	-194.79	-32.10

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 偿债指标变化

公司偿债指标有待改善；考虑到股东背景、公司融资能力强等因素，公司实际偿债能力仍强。

图表 14 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率	163.16%	156.71%	128.51%	127.98%
	速动比率	62.05%	61.70%	47.35%	47.44%
	经营现金流动负债比	-1.85%	1.77%	2.66%	--
	经营现金/短期债务（倍）	-0.08	0.07	0.06	--
	现金短期债务比（倍）	1.14	0.90	0.42	0.40
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	-66.85	26.54	7.72	--
	全部债务/EBITDA（倍）	-36.69	95.62	329.00	--
	经营现金/全部债务（倍）	-0.02	0.02	0.02	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	-0.57	0.25	0.08	--
	经营现金/利息支出（倍）	-0.37	0.37	0.61	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从偿债指标来看，公司短期与长期偿债指标均有待改善。截至 2024 年底，公司所有者权益合计 1068.35 亿元，所有者权益规模较大，仍可抵御较大规模资产减值。

截至 2024 年底，公司尚未履行及未履行完毕的按持股比例对外担保实际余额为 587160.98 万元，占净资产比例为 5.50%。

截至 2024 年底，公司无重大未决诉讼及仲裁情况。

截至 2024 年底，公司共获得银行授信额度 5723.90 亿元，未使用银行授信额度 3516.14 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。

3 公司本部主要变化情况

公司本部资产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 2024 年底，公司本部资产总额 1433.10 亿元，较上年底增长 8.50%。其中，流动资产 296.25 亿元（占比 20.67%），非流动资产 1136.85 亿元（占比 79.33%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 6.66%）、其他应收款（合计）（占 10.63%）和一年内到期的非流动资产（占 79.16%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 78.87%）和其他非流动资产（占 20.13%）构成。截至 2024 年底，公司本部货币资金为 19.74 亿元。

截至 2024 年底，公司本部负债总额 943.77 亿元，较上年底增长 18.16%。其中，流动负债 430.32 亿元（占比 45.60%），非流动负债 513.45 亿元（占比 54.40%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 9.14%）、其他应付款（合计）（占 7.84%）、一年内到期的非流动负债（占 57.98%）和其他流动负债（占 22.64%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 65.93%）和应付债券（占 34.06%）构成。公司本部 2024 年资产负债率为 65.85%，较 2023 年提高 5.39 个百分点。截至 2024 年底，公司本部全部债务 899.23 亿元。其中，短期债务占 42.91%、长期债务占 57.09%。截至 2024 年底，公司本部全部债务资本化比率 64.76%，公司本部债务负担较重。

截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 489.33 亿元，较上年底下降 6.29%。

2024 年，公司本部营业总收入为 2.70 亿元，利润总额为 5.90 亿元。同期，公司本部投资收益为 26.14 亿元。

2024 年，公司本部经营活动现金流净额为 4.58 亿元，投资活动现金流净额-75.82 亿元，筹资活动现金流净额 67.98 亿元。

（五）ESG 方面

公司 ESG 整体表现较好。

环境保护方面，公司构建并持续健全环境管理体系，广泛开展环保培训和宣教，增强全员绿色环保意识和能力，打造资源节约型、环境友好型企业；推动绿色转型发展作为重要发展战略，引导旗下企业有序布局低碳绿色能源，加强绿色低碳新技术、新工艺、新材料、新装备的应用，探索绿色建筑、绿色景区、绿色物业、绿色办公等绿色发展路径，促进企业可持续发展。

社会责任方面，公司巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接作为重大政治任务，结合帮扶地区实际，深入践行“精益帮扶”新思路，抓好建设宜居宜业和美乡村主线，推动乡村“五大振兴”，助力 贵州省黔东南州三穗县、天柱县守牢不发生规模性返贫的底线。

公司治理方面，公司根据有关法律法规及公司章程，不断持续精益改善治理结构与管理制

七、外部支持

作为国务院国资委直接管理的大型中央企业，公司平台优势显著。

公司控股股东和实际控制人为国务院国资委，支持能力非常强；作为国务院国资委直接管理的大型中央企业，公司平台优势显著，融资能力强。

八、债券偿还能力分析

截至 2025 年 7 月 14 日，公司存续债券余额 326.00 亿元。截至 2024 年底，公司现金类资产 415.60 亿元，对待偿债券余额的覆盖程度良好。2024 年，公司经营活动现金流入及经营活动现金流净额对存续债券余额覆盖程度良好，EBITDA 对存续债券余额无法覆盖。考虑到股东背景、公司融资能力强等因素，公司对存续债券偿还能力仍强。

图表 15 • 公司存续债券偿还能力指标

项目	2024 年
截至 2025 年 7 月 14 日公司存续债券余额	326.00
现金类资产/存续债券余额	1.27
经营活动现金流入/存续债券余额	1.92

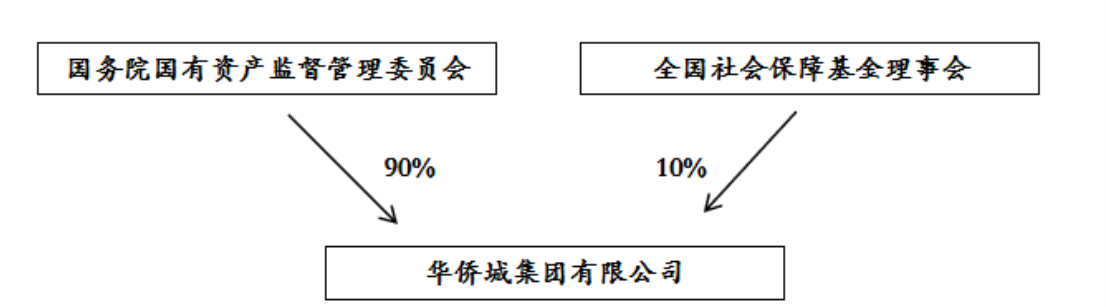
经营活动现金流净额/存续债券余额	0.19
EBITDA/存续债券余额	0.02

注：1. 存续债券采用 Wind 统计口径；2. 现金类资产采用 2024 年底数据，经营活动现金流入、经营活动现金流净额、EBITDA 采用 2024 年年度数据。
 资料来源：联合资信根据 Wind 整理

九、跟踪评级结论

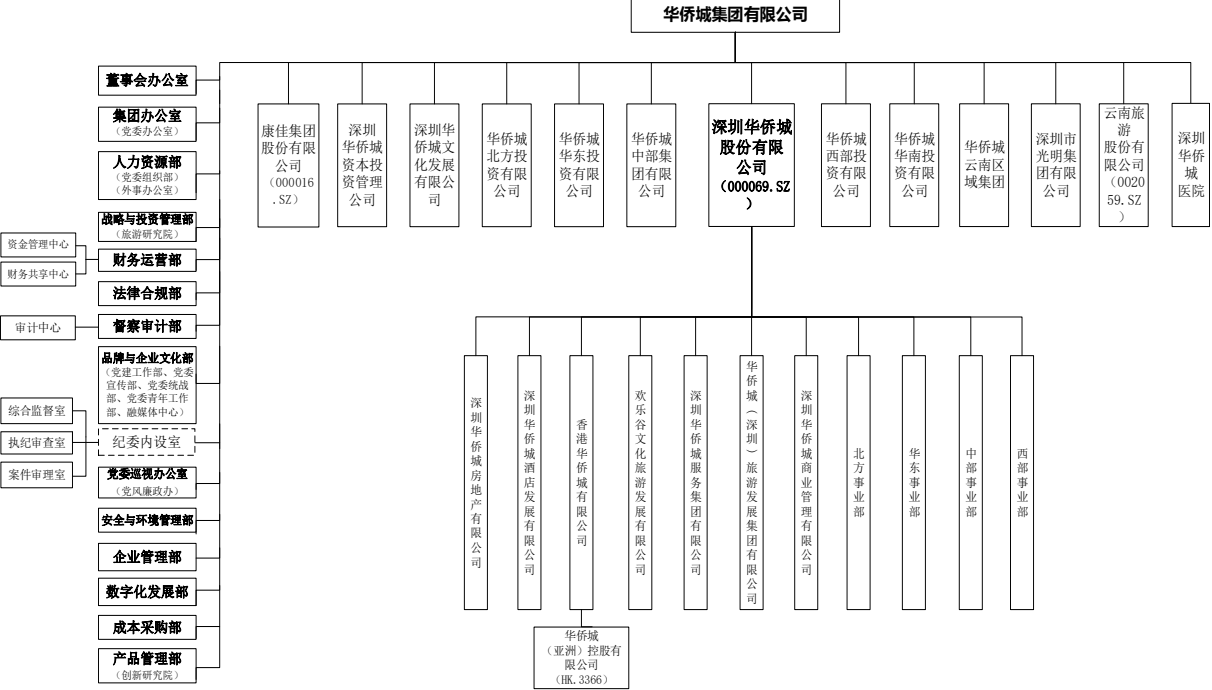
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 华侨城 MTN002B（乡村振兴）”“21 华侨城 MTN003B”“21 华侨城 MTN006B”“22 华侨城 MTN001B”“22 华侨城 MTN005”“22 华侨城 MTN006”“22 华侨城 MTN007”“23 华侨城 MTN002B”“23 华侨城 MTN003B”“23 华侨城 MTN004B”“23 华侨城 MTN005”“23 华侨城 MTN006”“24 华侨城 MTN001”“24 华侨城 MTN002”“24 华侨城 MTN003”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

子公司名称	实收资本（万元）	业务性质	享有表决权（%）
深圳华侨城股份有限公司	803775.81	旅游业、地产业	49.76
康佳集团股份有限公司	240794.54	电子业	30
嘉隆投资有限公司	HKD157700.00	投资与资产管理	100
深圳华侨城欢乐海岸投资有限公司	25600.00	投资兴办业、服务业	100
深圳市康佳视讯系统工程有限公司	1500.00	电子业	100
深圳华侨城医院	---	社会福利业	100
深圳华侨城文化集团有限公司	128000.00	文化、娱乐业	100
深圳华侨城东部投资有限公司	98933.00	投资兴办旅游业	100
深圳华侨城资本投资管理有限公司	1000000.00	投资管理、受托资产管理	100
华侨城（云南）投资有限公司	1000000.00	项目投资与管理	100
华侨城西部投资有限公司	245500.00	项目投资、地产业	100
华侨城（海南）集团有限公司	119200.00	房地产业	100
深圳市光明集团有限公司	10204.08	农副产品生产销售、房地产业	51
深圳兴华拉链服装配件有限公司	1164.90	橡胶和塑料制品业	100
深圳华侨城西部投资有限公司	3000.00	项目投资、地产业	100
华侨城华东投资有限公司	141686.80	投资管理	100
华侨城北方投资有限公司	82000.00	投资管理	100
华侨城中部集团有限公司	464200.00	项目投资与管理	100
华侨城华南投资有限公司	3000.00	商务服务业	100
华侨城欢乐田园发展有限公司	4900.00	商务服务业	100
深圳华康创展科技控股集团有限公司	421000.00	商务服务业	100
深圳华侨城文化发展有限公司	10000.00	文化、娱乐业	100

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	598.87	544.72	415.60	399.15
应收账款（亿元）	150.64	150.21	142.31	146.34
其他应收款（亿元）	403.15	403.68	414.26	405.89
存货（亿元）	2363.13	2166.16	1871.57	1823.37
长期股权投资（亿元）	724.27	707.43	736.92	712.94
固定资产（亿元）	351.39	345.89	350.22	334.50
在建工程（亿元）	136.03	124.45	121.05	109.33
资产总额（亿元）	5824.31	5515.92	4961.41	4848.09
实收资本（亿元）	120.00	120.00	120.00	120.00
少数股东权益（亿元）	889.10	785.80	693.36	683.74
所有者权益（亿元）	1515.50	1267.85	1068.35	1004.30
短期债务（亿元）	526.47	606.01	990.51	998.74
长期债务（亿元）	1926.37	1931.58	1548.02	1543.15
全部债务（亿元）	2452.84	2537.60	2538.53	2541.88
营业总收入（亿元）	1134.76	804.79	720.92	86.38
营业成本（亿元）	946.37	681.16	634.36	81.18
其他收益（亿元）	16.53	6.27	3.80	0.69
利润总额（亿元）	-205.40	-113.92	-129.72	-13.91
EBITDA（亿元）	-66.85	26.54	7.72	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	986.46	772.68	512.68	92.85
经营活动现金流入小计（亿元）	1152.46	1026.75	627.21	116.39
经营活动现金流量净额（亿元）	-43.24	40.24	61.25	-5.71
投资活动现金流量净额（亿元）	-33.22	24.96	0.02	19.35
筹资活动现金流量净额（亿元）	-217.63	-125.58	-194.79	-32.10
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.22	5.01	4.77	--
存货周转次数（次）	0.36	0.30	0.31	--
总资产周转次数（次）	0.18	0.14	0.14	--
现金收入比（%）	86.93	96.01	71.11	107.48
营业利润率（%）	12.40	11.03	8.05	1.68
总资本收益率（%）	-3.75	-1.50	-2.12	--
净资产收益率（%）	-15.31	-11.28	-15.03	--
长期债务资本化比率（%）	55.97	60.37	59.17	60.58
全部债务资本化比率（%）	61.81	66.68	70.38	71.68
资产负债率（%）	73.98	77.01	78.47	79.28
流动比率（%）	163.16	156.71	128.51	127.98
速动比率（%）	62.05	61.70	47.35	47.44
经营现金流动负债比（%）	-1.85	1.77	2.66	--
现金短期债务比（倍）	1.14	0.90	0.42	0.40
EBITDA 利息倍数（倍）	-0.57	0.25	0.08	--
全部债务/EBITDA（倍）	-36.69	95.62	329.00	--

注：1. 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；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 2025 年 1—3 月财务报表未经审计，相关指标未予年化；5. “—”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（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	28.15	23.00	19.74	30.17
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	36.94	30.48	31.48	31.64
存货（亿元）	16.72	16.48	10.22	9.01
长期股权投资（亿元）	861.02	869.89	896.59	898.22
固定资产（亿元）	1.68	1.54	1.41	1.37
在建工程（亿元）	0.01	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	1307.40	1320.88	1433.10	1409.78
实收资本（亿元）	120.00	120.00	120.00	120.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	588.96	522.17	489.33	437.59
短期债务（亿元）	184.50	184.14	385.83	370.79
长期债务（亿元）	483.77	573.40	513.41	558.91
全部债务（亿元）	668.27	757.54	899.23	929.70
营业总收入（亿元）	2.32	2.09	2.70	0.94
营业成本（亿元）	0.31	0.26	0.02	1.21
其他收益（亿元）	0.00	0.04	0.05	0.00
利润总额（亿元）	36.02	14.21	5.90	1.22
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1.21	1.12	1.18	0.33
经营活动现金流入小计（亿元）	32.72	61.21	107.65	1.17
经营活动现金流量净额（亿元）	5.03	-0.83	4.58	-1.51
投资活动现金流量净额（亿元）	22.09	11.34	-75.82	41.70
筹资活动现金流量净额（亿元）	-22.31	-15.66	67.98	-29.75
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	0.02	0.02	0.00	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	52.28	53.50	43.56	35.13
营业利润率（%）	77.66	74.15	90.04	-34.87
总资本收益率（%）	4.80	3.20	2.53	--
净资产收益率（%）	6.12	2.72	1.21	--
长期债务资本化比率（%）	45.10	52.34	51.20	56.09
全部债务资本化比率（%）	53.15	59.20	64.76	68.00
资产负债率（%）	54.95	60.47	65.85	68.96
流动比率（%）	76.70	123.81	68.84	88.01
速动比率（%）	69.57	116.49	66.47	85.83
经营现金流动负债比（%）	2.14	-0.37	1.06	--
现金短期债务比（倍）	0.15	0.12	0.05	0.08
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 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。；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 2025 年 1—3 月财务报表未经审计，相关指标未予年化；5. “—”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