

信用等级公告

联合[2010] 095 号

联合资信评估有限公司通过对华侨城集团公司及其拟发行的 2010 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，
确定

华侨城集团公司
主体长期信用等级为
AAA

华侨城集团公司
2010 年度第一期中期票据的信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年七月二十二日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianheratings.com.cn

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与华侨城集团公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与华侨城集团公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因华侨城集团公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由华侨城集团公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、华侨城集团公司 2010 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付止有效，根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年七月二十二日



华侨城集团公司

2010 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 20 亿元

本期中期票据期限: 3 年

评级时间: 2010 年 7 月 22 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 3 月
资产总额(亿元)	352.69	408.68	471.22	563.10
所有者权益(亿元)	132.53	148.91	161.00	165.26
长期债务(亿元)	16.64	11.28	34.97	76.55
全部债务(亿元)	148.83	162.20	142.07	221.12
营业收入(亿元)	188.25	207.93	241.97	64.25
利润总额(亿元)	19.36	21.74	24.04	5.25
EBITDA(亿元)	28.18	34.82	39.00	--
经营性净现金流(亿元)	-11.84	19.42	77.19	-32.63
营业利润率(%)	27.72	28.05	27.29	22.19
净资产收益率(%)	12.56	12.09	12.27	--
资产负债率(%)	62.42	63.56	65.83	70.65
全部债务资本化比率(%)	52.90	52.14	46.88	57.23
流动比率(%)	115.27	101.15	95.58	108.35
全部债务/EBITDA(倍)	5.28	4.66	3.64	--
EBITDA 利息倍数(倍)	16.50	7.36	11.96	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.41	1.74	1.95	--

注: 公司 2008 年 1 月 1 日起执行新会计准则, 并对期初数进行了追溯调整。上表中 2007 年数据为 2008 年年初调整数, 2010 年 3 月财务数据未经审计。

分析师

谢凌艳 张 成

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对华侨城集团公司(以下简称“公司”或“华侨城集团”)的评级反映了公司作为隶属于国务院国资委管理的大型中央企业, 在政策支持、行业地位、经营模式和土地储备等方面具有的显著优势。同时, 联合资信也关注到电子业务盈利能力偏弱、突发安全事故、房地产政策调控及市场有效需求波动等因素给公司经营与发展可能带来的不利影响。

近年来公司收入规模持续增长, 盈利能力较强。2009 年公司顺利完成旅游地产主营业务整合上市工作, 进一步完善了治理结构, 并开始“旅游+地产”项目的第二轮全国战略布局; 康佳集团昆山液晶模组基地的投产, 有效降低了彩电业务生产成本, 手机和白电业务也得到快速发展, 未来公司综合竞争力有望进一步提升。联合资信对公司评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司隶属于国务院国资委管理的大型中央企业。公司独特的“旅游+地产”经营模式行之有效, 政府支持力度大, 形成了良好的规模经济效益。
2. 公司实行欢乐谷品牌连锁经营, 已完成在北京、上海、成都等城市的第一轮战略布局, 经营规模继续扩大, “旅游+地产”项目投资效益明显。
3. 公司土地储备丰富、土地成本低, 为后续发展奠定了基础。
4. 公司电子业务市场占有率稳居前列, 随着昆山液晶模组基地的投产, 彩电业务生产成本

控制能力增强，产业链进一步完善。

5. 公司货币资金充裕，债务负担适中。

关注

1. 公司营业收入中电子业务板块占比较大，但盈利能力偏弱。
2. 突发安全事故对公司旅游业务造成不利影响。
3. 房地产板块对公司利润贡献较大，房地产政策调控以及市场有效需求的波动对公司经营有一定的影响。
4. 公司投资规模和融资需求较大。

一、主体概况

华侨城集团公司（以下简称“华侨城集团”或“公司”）原名为“深圳华侨城经济发展总公司”，系根据国务院侨务办公室和国务院特区办公室（85）侨秘会字002号文等文件有关规定，于1986年5月13日成立的外向型经济开发区全民所有制企业。1996年8月，经广东省工商行政管理局核准公司更名为“华侨城经济发展总公司”。1997年10月，经广东省工商行政管理局核准公司更名为华侨城集团公司。1999年根据中央关于企业与主管机关脱钩的精神，公司与国务院侨务办公室脱钩，隶属中央大型企业工委管理。2003年3月，国家机构改革后，公司成为隶属于国务院国有资产监督管理委员会管理的大型中央企业之一。公司为全民所有制企业，截至2009年底，公司注册资本20亿元。

公司经营范围：主营纺织品、轻工业品等商品的出口和办理经特区主管部门批准的特区内自用一类商品、机械设备。轻工业品等商品的进口（按【经贸部（92）外经贸管体审证字第A19024号文】经营），开展补偿贸易，向工业、旅游、房地产、商贸、金融保险行业投资，向包装、装潢、印刷行业投资。公司出口商品转内销和进口商品的内销业务、旅游、仓库出租、文化艺术、捐赠汽车保税仓，会议展览服务（涉及许可证管理的项目，须取得相关的许可证后方可经营）；汽车（含小轿车）销售。

截至2009年底，公司本部设行政管理部、企业管理部、城区管理部等3个职能部门（见附件1）；公司拥有一级子公司6家。公司拥有深圳华侨城股份有限公司（股票代码000069.SZ，以下简称“华侨城股份”）、华侨城（亚洲）控股有限公司（股票代码3366.HK，以下简称“华侨城（亚洲）控股”）、康佳集团股份有限公司（股票代码000016.SZ、200016.SZ，以下简称“康佳集团”）三家上市

公司。

截至2009年底，公司（合并）资产总额471.22亿元，所有者权益合计161.00亿元（其中少数股东权益89.14亿元）；2009年公司实现营业收入241.97亿元，净利润19.76亿元（归属于母公司所有者的净利润10.59亿元）。

截至2010年3月底，公司（合并）资产总额563.10亿元，所有者权益合计165.26亿元（其中少数股东权益91.44亿元）；2010年1~3月，公司实现营业收入64.25亿元，净利润4.15亿元（归属于母公司所有者的净利润1.88亿元）。

公司注册地址：广东省深圳市南山区华侨城；法定代表人：任克雷。

二、本期中期票据概况

公司计划于2010年发行第一期中期票据20亿元（以下简称“本期中期票据”），期限3年，本期中期票据无担保。本期中期票据发行募集资金的25%用于补充旅游、电子板块子公司生产经营活动所需流动资金；募集资金的75%用于替换公司现有银行贷款（主要为短期贷款），以提高直接融资比例，增强公司竞争力。

三、基础素质分析

1. 企业规模和竞争实力

公司是一个跨区域、跨行业经营的大型中央直属企业集团，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国内领先的主营业务。公司拥有华侨城股份、华侨城（亚洲）控股、康佳集团三家境内外上市公司，以及锦绣中华、民俗文化村、世界之窗、欢乐谷、东部华侨城、波托菲诺、新浦江城、何香凝美术馆、OCT-LOFT创意文化园、华夏艺术中心、长江三峡旅游、华侨城大酒店、威尼斯酒店、茵特拉根大酒店、城市客栈等一系列国内著名的企业和产品品

牌。

公司连续多年入选“中国企业500强”，荣获2008年度广东省优秀企业称号，入选“2009年全国十大国有企业典型”；根据国际主题公园行业权威机构TEA（主题休闲娱乐行业协会）和ERA（经济研究事务所）的数据统计，公司在2009年的游客接待量达1750万人次，再创历史新高，连续三年与美国迪斯尼乐园、英国美林娱乐集团公司等一起跻身全球旅游景区集团八强，成为亚洲地区唯一进入“全球旅游景区八强”的公司。

华侨城股份形成了中国数量最多、规模最大、效益最好的主题公园群，各旅游景区先后荣获首批“全国文明风景旅游区”、首批“国家5A级旅游景区”、首批“国家级文化产业示范基地”、首个“国家生态旅游示范区”等称号。2009年华侨城股份荣获“2009年度中国上市公司价值百强”、“中国最具社会责任上市公司”等多项荣誉。

公司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”）是最早被列为国资委大力扶持发展房地产业的全国五大中央企业之一，目前已发展成为“中国旅游主题地产第一品牌”。华侨城房地产获得“中国房地产品牌价值TOP10”、“中国房地产旅游地产领先品牌”、“中国人居60年功勋企业”、“深圳房地产企业销售10强”等多项荣誉。

公司华侨城酒店品牌行业地位不断提升，获得“2009中国酒店业十大主题文化酒店金樽奖”、“亚洲最佳主题度假酒店”、“酒店行业优质明星服务单位”等多个行业荣誉；其中华侨城大酒店和茵特拉根华侨城酒店荣获第六届“中国酒店‘金枕头’奖”之“2009年度中国十大最受欢迎商务酒店”及“2009年度中国十大最受欢迎度假酒店”称号。

康佳集团作为大型电子信息产业集团和公众股份制上市公司，是国家300家重点扶持发展的大型企业，也是广东省、深圳市重点扶持发展的外向型高科技企业集团。康佳集团是

中国彩电行业 and 手机行业骨干龙头企业，曾连续四年位居中国电子百强第4位。根据北京中怡康时代市场研究公司的数据，康佳彩电产品总体市场占有率连续六年排名第一；CRT电视占有率量、额保持双第一。

2. 人员素质

公司现有9位主要高层管理人员。公司总经理任克雷先生，现年60岁，本科，曾担任国家经济委员会政策研究室副主任、中国包装总公司副总经理兼中国包装总公司美国公司总裁、深圳市委秘书长兼办公厅主任、深圳特区华侨城建设指挥部主任、华侨城经济发展总公司总经理、深圳华侨城房地产有限公司董事长，现为公司总经理、党委副书记及华侨城股份董事长，于2008年荣获“改革开放三十年影响深圳三十个经济人物”奖项。

截至2009年底，公司本部员工23人，均为大专及以上学历，文化素质较高。公司在职工35381人，按教育程度分类，大专以上学历占33.8%、高中中专学历占56.7%；按技术职称划分，公司具有初级技术职称以上的占10.5%；按年龄构成划分，公司员工30岁以下的占62.5%、30~50岁的占35%、50岁以上的占2.5%。

总体看，公司高层管理人员综合素质较高，具备多年的相关业务经历和企业管理经验，有利于公司的长远发展。公司本部员工文化素质较高，公司员工年龄构成符合行业发展要求，能够较好的满足公司经营需要。

3. 科研水平

公司注重战略研究与技术研发工作。旅游方面，公司下属的华侨城股份成立了中国首家文化旅游与主题公园产业领域的企业研究院——华侨城旅游研究院，从行业研究、项目策划、产品研发、品牌管理等方面提升公司的自主创新能力。电子方面，康佳集团拥有国家级的技术开发中心和博士后工作站，并构建了中

央研究院—产品开发中心—专业设计所的三级研发体系，具备强大的电子信息技术开发实力，目前康佳集团已在彩电和手机研发领域掌握了诸多关键技术和部分核心技术，并且形成了独特的产品研发优势。纸包装方面，华侨城（亚洲）控股的下属企业深圳华力包装贸易有限公司（以下简称“深圳华力”）与中国纸制品研发检测中心合作组建的“中国包装华南地区纸制品研发检测中心”，是全国仅有的三家研发检测中心之一，并且是唯一的企业合作项目，该中心参与国家行业标准的制定和修改。

总体看，公司科研水平较高，能够满足公司可持续发展的需要。

4. 外部环境

区位优势

公司位于广东省深圳市，深圳市是中国第一个经济特区，具有独特的政策优势和体制优势。深圳市自然条件优越，基础设施良好，是中国拥有口岸数量最多、出入境人员最多、车流量最大的口岸城市，也是中国唯一的海陆空口岸俱全的城市。深圳市的本地生产总值、规模以上工业总产值、进出口总额、出口总额、社会消费品零售总额和地方财政一般预算收入等主要经济指标在全国大中城市均排名前列。深圳市经济较发达，在全国大中城市中处于领先地位，发展前景较好。

2007年，深圳出台了《关于加快我市高端服务业发展的若干意见》的一号文件，提出深圳今后将重点发展创新金融、现代物流、专门专业、网络信息、服务外包、创意设计、品牌会展、高端旅游等八大行业，并相应出台了一系列鼓励优惠政策。《深圳市国民经济和社会发展第十一个五年总体规划》中提出，到2020年把深圳建设成为亚太地区重要影响的国际高科技城市、国际物流枢纽城市、国际金融贸易和会展中心、国际文化信息交流中心和国际旅游城市。

总体看，公司所处地理位置优越，旅游、

酒店、电子产品等主业发展前景良好。

政策支持

公司的“东部华侨城”项目和“华侨城欢乐海岸”被列入深圳市重大项目，深圳市人民政府多次就欢乐海岸和东部华侨城建设问题召开会议。2009年3月，深圳市人民政府召开全市固定资产投资工作会议，再次明确东部华侨城生态旅游项目为“深圳市2009年度重大项目”。深圳市人民政府认为东部华侨城等项目在土地资源的集约化利用、生态环境的保护、环保能源利用等方面，有条件成为深圳市、珠三角乃至全国的示范项目，在加快项目规划报建审批、征地补偿、解决外部交通疏导问题、市政设施建设移交管理等方面，都以会议纪要的形式给予项目资金、物力等各方面的支持。

四、管理体制

1. 治理结构

公司为全民所有制企业，是享有独立法人资格的经济实体。公司的投资者为国务院，国务院任免公司法定代表人，审议批准公司章程、公司利润分配和弥补亏损方案，审批公司转让出资和办理财产转移手续，对公司的财产实施监督管理。

公司不设董事会和股东会。公司设总经理一人，为公司法定代表人，由国务院委派。总经理主持公司的日常经营管理工作，决定公司的经营计划和投资方案，制定公司年度财务预算方案、决算方案，利润分配和弥补亏损方案，决定公司任免副总经理方案。

2009年11月，华侨城集团将持有的12家从事地产、旅游主营业务及相关业务的标的公司的全部股权作为对价，认购华侨城股份定向非公开发行的全部股份，华侨城集团持有华侨城股份股权由48.26%上升至56.36%。华侨城集团旗下的旅游、地产及其相关业务通过华侨城股份成功实现整体上市，进一步改善了公司法人治理结构，提升公司治理水平。

表 1 交易标的资产情况

序号	标的公司	注册资本 (万元)	主营业务	拟购买股 权比例	评估值 (万元)
1	深圳华侨城房地产有限公司	100000	房地产	60.00%	483621.85
2	深圳市华侨城投资有限公司	20000	投资	51.00%	57527.95
3	泰州华侨城有限公司	20000	旅游、房地产	20.00%	3860.11
4	上海华侨城投资发展有限公司	40000	旅游、房地产	25.00%	14046.12
5	成都天府华侨城实业发展有限公司	40000	旅游、房地产	2.00%	2218.93
6	深圳市华侨城酒店集团有限公司	80000	酒店服务业	82.00%	83543.18
7	深圳市华侨城国际酒店管理有限公司	15000	酒店服务业	20.00%	4241.85
8	香港华侨城有限公司	HK45500	纸包装及制造	100.00%	74001.15
9	深圳华侨城国际传媒有限公司	5000	传媒业	20.00%	722.98
10	深圳市华侨城物业管理有限公司	600	服务业	45.00%	787.89
11	深圳特区华侨城水电公司	1000	服务业	100.00%	7788.59
12	深圳市华中发电有限公司	4257	制造业	71.83%	5006.48
	合计	--	--	--	737367.08

资料来源：《发行股份购买资产暨关联交易报告书》

2. 管理制度与管理水平

公司注重完善管理制度和提升管理水平，于2005年制定了《华侨城集团2006年～2010年发展战略规划》，于2006年聘请科尔尼公司的专家小组进行管理诊断，对公司组织架构、关键流程、薪酬体系、品牌推广等方面进行梳理，建立了一套更有效、更深入的适应跨行业、跨区域发展的企业监管体系，公司也由“战略与控股型”向“战略、控股与经营型”转变，管理控制能力逐步加强。

财务管理方面，公司制定了《财会人员管理制度》、《货币资金管理制度》、《固定资产及低值易耗品管理制度》、《财务预算及财务分析管理制度》、《集团对所属企业财务管理制度》等系列规章制度。公司实行总会计师领导下的财务总监负责制，加强了总部对子集团、重点项目在资本运作、资金往来、资产处置等重大财务事项中的管控力度，强化了集团层面的财务管理力度，提高了资金的使用效率。

投资管理方面，公司通过实施投资决策管理规定，进一步规范和明晰了集团新项目投资决策中的权限和流程，规范了子公司和重点项目的投资活动。固定资产投资方面，单一项目、总投资在2000万元以上的投资活动必须报集团总裁办公会批准；股权投资方面，股权投资（包括并购）、撤资均要报送集团总裁办公会

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、2000万元以上的其他无形资产投资项目均需报送集团总裁办公会批准；新项目投资决策管理方面，集团及所有下属公司发现的投资机会，应上报给总裁办公会，根据项目投资规模、复杂性和战略考虑来决定是否该投资决策要在集团层面做出。

内部审计方面，审计部对公司职能部门主要业务流程执行情况进行审计，对企业负责人进行任中经济责任审计，实现了对业务流程全方位的审计监督，公司内部审计工作已由财务审计向以内部控制和风险管理为导向的管理审计转变。

信息化方面，为深化科尔尼方案，公司启动了信息化建设“007工程”，构建信息化组织体系，推进应用系统建设（网站改版、视频会议系统建设、财务信息系统实施及协同办公系统建设等），建立了信息化规范和标准，管理流程得到优化，管理效率有所提高。

标准化管理方面，公司于1998年率先在全国将ISO9000国际标准质量体系认证引入旅游景区的质量管理，2001年又通过了环境管理体系ISO14000及职业安全卫生OHSAS18000的认证；公司组织撰写了《华侨城旅游服务标准》并在各下属旅游企业中广泛推行。

品牌管理方面，公司设立了品牌管理机

构，制定了品牌管理制度，健全了品牌管理流程，提升了全员品牌意识，强化了经营骨干的品牌管理责任。公司“华侨城”品牌的知名度和影响力迅速提升。

人力资源管理方面，公司与国际著名人力资源咨询公司合益集团（HAY）合作，人力资源管理水平得到提升。公司实行骨干轮岗交流，针对各类员工的特点，建立了多层次、多形式的激励体系：对普通员工通过定期考核，将员工薪酬水平与企业整体业绩挂钩、员工个人收入及发展与工作表现挂钩；对企业高层管理人员，激励和约束并举，使企业高管的绩效薪金与经营业绩挂钩。

3. 下属子公司的管理

公司为股权管理型企业，为加强对子公司的控制，保证公司利益在子公司的有效体现，公司制定并实施了《外派产权代表管理办法》。公司派任下属全资子公司、控股公司、参股公司的董事长、副董事长和董事。公司选择的外派产权代表，传达公司总裁办公会的决定、代表公司利益投票、向公司汇报下属企业出现和面临的问题、就企业对董事会决议的实施情况进行跟踪检查、督促企业及时向公司上缴应分配的利润等职责。

公司制定了产权代表定期报告制度，由未在所属上市公司担任董事长或总裁（总经理）的公司领导召集派往上市公司任职的产权代表，每月月中和月末在集团总部定期召开会议，由产权代表报告上市公司重要经营活动、重要资产与人事变动等情况。

公司对于所属企业的投资、融资、非经营性债权债务、资产处置、诉讼及其他日常经营管理活动，实行财务授权管理，加强了对子公司、重大项目在资本运作、资金往来、资产等重大财务事项的管理和控制。公司对下属子公司实行资金有偿占用制度，按季度收取占用费。2007年起，公司下属子公司的考核标准与国资委考核体系接轨，公司管理效率得到提

高。

总体看，公司建立了较完善的法人治理结构，公司整体运作规范，综合管理水平较高。

五、经营分析

1. 经营模式与经营现状

目前公司主营业务以“旅游”和“电子”为核心，涵盖了旅游、酒店经营、房地产、电子、纸包装等业务。旅游方面，公司实施“旅游+地产”的经营模式，并初步形成了全国战略性布点布局；电子信息方面，电子产品及相关纸包装行业在中国具备较强的竞争力。

2007年~2009年，公司营业收入稳定增长，年复合增长率为13.37%。2009年，公司实现营业收入241.97亿元，较2008年增长16.37%，主要源于旅游综合收入和电子产品收入的增加。2009年，公司实现主营业务收入（内部相互抵消前）240.98亿元，其中旅游地产综合收入合计占42.70%，电子产品收入占54.49%，纸包装及其他业务收入占2.81%。与2008年相比，公司电子业务收入占比有所下降，旅游综合收入占比上升较快。2009年，公司主营业务毛利率为30.97%，较2008年（33.17%）略有下降。

表2 公司主营业务收入情况

项目	2009 年		2008 年	
	收入 (万元)	占比 (%)	收入 (万元)	占比 (%)
旅游综合收入	704562.44	29.24	454137.64	21.78
房地产收入	324464.99	13.46	345619.13	16.58
纸包装收入	60421.23	2.51	73915.49	3.54
电子产品收入	1313114.42	54.49	1205377.80	57.81
其他收入	7214.80	0.30	6022.64	0.29
小计	2409777.88	100.00	2085072.70	100.00
内部相互抵消	11963.80	-	29864.70	-
主营业务小计	2397814.08	-	2055208.00	-

资料来源：公司提供

2010年1~3月，公司实现营业收入64.25亿元，较上年同期增长65.39%，主要是因为成都华侨城、上海华侨城等旅游新项目开业及电

子产品收入增加所致；其中旅游综合业务和电子业务收入占比分别为23.44%和65.90%；主营业务毛利率为26.65%。

总体看，公司主营业务收入持续增长，收入结构稳定，盈利能力较强。

2. 旅游地产板块

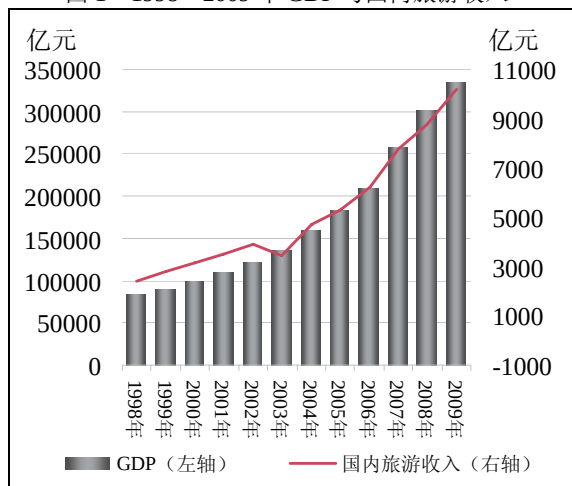
公司采用“旅游+地产”的经营模式，保证了旅游业和房地产业的良性互动。

(1) 旅游行业分析

旅游是全球发展较快的新兴产业之一。根据世界旅游组织公报数据显示，近十几年，国际旅游业收入年均增长率在8%以上，高于同期全球经济增长幅度，行业产值已达到世界国内生产总值的11%左右。2008年，尽管受到全球金融危机和经济衰退的负面影响，国际旅游人数依然再创新高，但增幅已明显回落。根据国家旅游局统计数据显示，2009年，中国实现旅游总收入1.29万亿元，同比增长11.3%。总体看，2009年，国民旅游消费持续旺盛，在此驱动下，国内旅游表现突出，中国旅游三大市场依然保持国内升、出境升、入境降的“两升一降”的格局。

国内旅游行业现状

图1 1998~2009年GDP与国内旅游收入

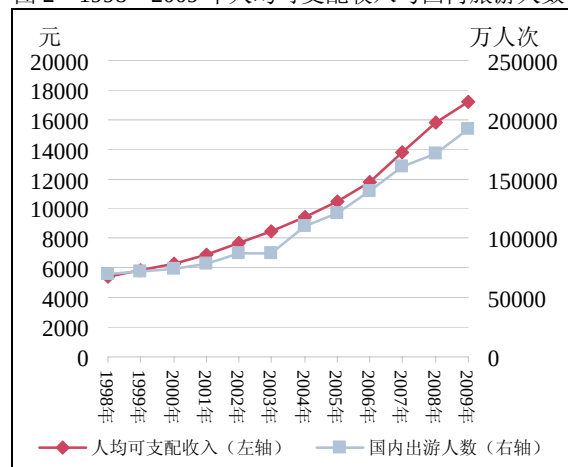


数据来源：国家旅游局和国家统计局

近年来，中国GDP及城乡居民收入的稳定、快速增长直接推动了旅游行业的快速启动，国内出游人数和旅游总收入总体保持稳步

增长趋势。2009年，国内旅游出现恢复性增长，国内旅游人数19.02亿人次，同比增长11.1%，国内旅游收入1.02万亿元，同比增长16.4%。中国国内旅游的持续增长，反映出国内宏观经济运行相对平稳，且国内居民出游欲望仍较为强烈，出游消费已呈现出一定的惯性。

图2 1998~2009年人均可支配收入与国内旅游人数



数据来源：国家旅游局和国家统计局

国际旅游行业现状

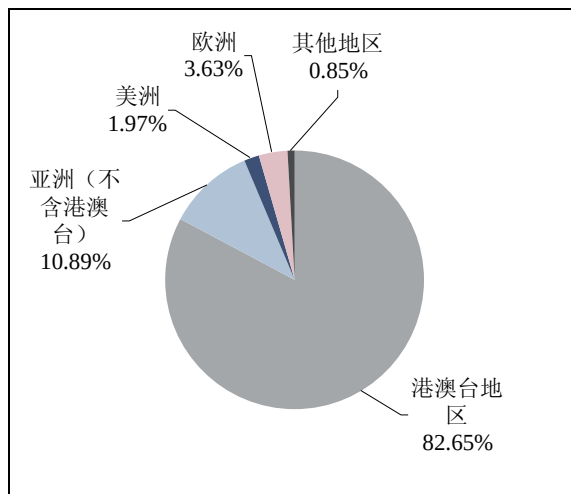
国际旅游业包括了入境游业务和出境游业务。中国人文历史悠久，拥有众多的名胜古迹等良好的旅游环境，再加上2008年北京奥运会、2010年广州亚运会和上海世博会的召开扩大了中国在世界上的影响范围，中国入境旅游业务发展快速；同时，由于国内旅游业在某种程度上已满足不了部分居民的旅游需求，境外旅游成为中国旅游业的有益补充。

入境游方面，2008年，美国次贷危机引发的全球性金融危机对旅游需求特别是入境旅游需求造成一定不利影响，中国入境旅游呈现下降的态势。2009年，受甲型H1N1流感的暴发和金融危机的蔓延，中国入境旅游整体表现疲软。同期，中国入境旅游人数和入境旅游外汇收入分别实现1.26亿人次和397亿美元，同比依然延续下降态势，但降幅已开始逐季度收窄，其中入境旅游人数和入境旅游外汇收入的降幅分别由第一季度的7.15%和15.38%收窄至年底的2.7%和2.9%，回暖趋势明朗。

从入境游客所属地区和国家分布看，目前

中国入境旅游市场主要客源地还是来自港澳台和以日本、韩国和马来西亚为主的亚太地区。

图3 2009年中国入境旅游客源地分布



数据来源：国家旅游局

出境游方面，受益于人民币汇率的升值，国际旅游产品价格的调整以及国际对中国市场促销力度的增加，近两年，出境旅游市场呈现相对良好运行态势，出境旅游人数保持较快增长，但增幅有所回落。2008年和2009年，中国出境旅游总人数分别达到0.46亿人次和0.48亿人次，分别同比增长11.93%和4.0%，考虑到未来国内外宏观经济的回暖和稳定，出境旅游有望继续保持较好发展。

目前中国国内旅游市场规模已位居全球第一，出境旅游市场和入境旅游市场规模均位居全球第四，中国已经成为世界旅游大国。整体看，中国国际旅游业务发展势头良好。

政策环境

中国旅游业作为第三产业的主要支柱产业，获得了国家许多实质性的政策支持。国家鼓励在旅游交通及基础设施建设、重大旅游度假项目和专项旅游项目、大型旅游资源综合开发项目和租赁服务等领域投资，这些项目享受免征进口关税和进口环节增值税等优惠。国家在“十一五”规划中明确提出要“促进服务业加快发展”，“积极发展文化、旅游、社区服务等需求潜力大的产业”。

2008年8月，国家发展和改革委员会、国家旅游局、财政部、中国人民银行等联合发布《关于大力发展旅游业促进就业的指导意见》，明确指出，旅游业是国民经济的重要产业，是扩大就业的重要渠道；要加大财税政策支持、加强基础设施建设、完善金融支持政策、积极提供旅游就业援助。2009年，国务院常务会议通过了《关于加快发展旅游业的意见》（国发[2009]41号），提出“把旅游业培育成国民经济的战略性支柱产业和人民群众更加满意的现代服务业”的最新定位，使旅游业纳入国家发展战略获得实质性进展。此外，旅游业发展也作为重要方面纳入《文化产业振兴规划》、《服务贸易中长期发展规划纲要》等国家战略。

整体看，中国国内旅游市场稳定发展，增长潜力较大；国际旅游市场上入境旅游呈下降态势，出境旅游增幅有所下降，但仍保持一定的增长率。旅游行业易受外部环境的影响，突发公共事件的发生对行业内企业经营会造成较大冲击。未来随着中国旅游产业规模扩张和旅游市场客源结构的变化，旅游产品结构将呈现多样化和系列化，从单一的传统旅游产品体系向传统旅游产品和现代旅游产品体系共同发展的复合型结构转变。

（2）房地产行业分析

行业现状

房地产行业是国民经济的重要支柱产业，是宏观经济的晴雨表。2007年底受国内外经济放缓、持续的货币紧缩等一系列宏观调控政策影响，房地产市场进入调整期。

金融危机以后政府推进的信贷宽松政策刺激了房地产业的复苏，自2009年以来，国内宏观经济稳步复苏，为房地产行业繁荣和房价上涨奠定了基础。根据国家统计局数据显示，2009年全国房屋销售稳步回升，商品房销售面积同比增长42.10%，销售额同比增长75.50%。全国完成房地产开发投资36232亿元，比上年增长16.10%，其中商品住宅完成投资

25619 亿元，增长 14.2%，占房地产开发投资的比重为 70.7%。全国房地产开发企业完成土地购置面积 31906 万平方米，同比下降 18.90%；完成土地开发面积 23006 万平方米，下降 19.9%，主要是因为 2009 年中国房地产行业以去库存化为主，上半年投资增长极为缓慢所致。2010 年一季度，全国共计完成房地产开发投资 6,594 亿元，同比增长 35.1%；房屋新开工面积 3.23 亿平方米，同比增长 60.8%；商品房销售额 7,977 亿元，同比增长 57.7%。

根据国家统计局数据，2009 年 12 月份，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 7.8%，环比上涨 1.5%，创下全年月度最大环比涨幅；新建住宅销售价格同比上涨 9.1%，环比上涨 1.9%。2009 年全年商品住宅销售均价较 2008 年每平米上涨超过 1,000 元，远远超过此前上涨较快的 2006 年和 2007 年。2010 年一季度末，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 11.70%。

房地产业是资金密集型的行业，对资金的规模和流动性要求比较高，此外，土地的可得性和规模也是决定开发商进入的前提条件。近年来，紧缩银根，严控土地闸门，土地实行“招拍挂”制度，致使房地产业的进入门槛越来越高。

从整个房地产市场看，该市场属于垄断竞争市场结构，但具体到区域或项目，房地产市场为寡头垄断市场，甚至是垄断市场。随着房地产行业市场竞争的升级，资本实力将成为企业竞争的主导因素，实力雄厚、具有相当规模和品牌优势、规范成熟的房地产企业将成为市场的领导者。

产业政策

房地产行业具有明显的政策导向。由于前几年投资过热、投资需求旺盛，房地产行业泡沫不断积累，自 2005 年来国家采取了一系列的行政、金融等宏观调控政策来稳定房价、抑制过分的需求。2007 年底房地产行业的非理性繁荣得到遏制，2008 年中国经济增长放缓，房

地产行业深度调整，政府陆续出台了一系列新政策，为房地产市场复苏提供了有利的外部条件。

随着各项政策的落实推进，中国房地产市场开始逐步回暖，土地市场地王频现，市场供求失衡等问题也充分的暴露出来。为防止房地产市场投资泡沫的再度产生，2009 年 12 月 9 日以来，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，房地产行业政策显著收紧。打击囤地、增加保障性住房用地等的土地政策和调整二套房首付最低比例限制及个人住房贷款利率等的货币政策仍然是政府调控房地产市场的主要手段。

未来发展

中国房地产业正处于向品牌化、专业化、规模化方向发展的转型时期，房地产业的增长方式正在由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

未来国内房地产行业将进入快速整合期，房地产行业竞争的重心将倾向融资能力及品牌影响力，品牌地产商将通过盈利模式复制及合作兼并等方式逐步扩大市场份额，行业集中度将逐步提高。随着城市居民改善居住环境及住宅自然折旧产生新的房产需求将持续增加，房地产市场稳定增长态势不会改变。

(3) 公司经营

目前公司旅游地产板块主要由华侨城股份经营。华侨城股份于 1997 年 9 月成立，并于当月在深圳证券交易所挂牌上市，主要经营主题公园和房地产开发。目前公司持有华侨城股份股权 56.36%。2009 年华侨城股份实现营业收入 109.57 亿元，利润总额 23.81 亿元。截至 2010 年 3 月底，华侨城股份资产总额 377.27 亿元，所有者权益 118.37 亿元；2010 年 1~3 月实现营业收入 21.33 亿元，利润总额 4.81 亿元。

公司自 2002 年开始先后投资建设了北京华侨城、东部华侨城、成都华侨城、上海华侨城等大型旅游地产综合项目，通过坚持深化

“旅游+地产”商业模式，使得旅游与房地产业务双赢发展，综合实力与品牌影响力得到进一步提升。2009年公司旅游地产综合业务收入102.90亿元，同比增长28.67%；毛利49.23亿元，同比增长12.33%。2010年1~3月，公司旅游地产综合业务收入19.63亿元，毛利10.31亿元。

旅游业务方面，公司拥有国内数量最多、规模最大、效益最好的主题公园群，2007年深圳华侨城旅游度假区入选全国首批5A景区。2000年以来，华侨城股份开始实施扩张战略，以“欢乐谷”为品牌进行连锁经营，目前已形成“以深圳为基地，北上京城，东进上海，西入成都”的全国战略发展格局，巩固了在中国主题公园业的行业领袖地位。公司逐步确定了以“旅游项目为主体的成片综合开发”模式，成功实现了“主题公园项目成片开发”、“生态旅游项目成片开发”等文化旅游产品的开发建设。

2009年，华侨城股份加快重点旅游项目的

建设，实现成都欢乐谷、上海欢乐谷开业运营和深圳东部华侨城的全面开业。2009年，华侨城旅游接待人数突破1800万人次，再创历史新高，继2007、2008连续两年进入全球旅游景区集团八强后进一步巩固了在主营业务领域的领先地位。2009年公司实现旅游综合业务收入70.46亿元，同比增长55.14%。

华侨城旅游在从深圳走向北京、上海、成都、昆明、泰州等地的第一轮战略布局基础上，将继续推进大型旅游综合项目的布点布局，完成武汉、天津项目投资，同时积极推进北京、上海项目扩大土地储备工作，并对吉林、西安、青岛项目等进行深入考察和调研，为华侨城旅游储备战略发展资源。武汉华侨城项目（公司持股60%）是公司重点推进的大型旅游综合项目，已在武汉东湖储备约3180亩优质旅游地产用地。天津东丽湖项目公司注册资本为10亿元，公司持股40%，夯实了公司在华北地区的战略发展基础。

表3 华侨城主题旅游综合项目开发情况（截至2010年3月底）

项目名称	总投资 (亿元)	总占地面积 (万㎡)	主题公园板块	商品住宅板块		
				总建筑面积 (万㎡)	销售比 率	建设 进度
东部华侨城	85.68	844.7	于2007年9月28日正式开始运营；大侠谷项目基本完工，并于2009年5月1日对外试营业，8月1日全面开业	14.56	42.41%	70.88%
北京华侨城	37	22.78	已于2006年7月正式对外营业	48.3	69%	70%
成都华侨城	100	203.68	已于2009年1月18日正式对外营业	130	22%	34%
武汉华侨城	45	212.11	2009年5月，公司与武汉市政府签署武汉华侨城项目框架协议。2009年12月取得3180亩土地使用权	140	未销售	规划中
上海华侨城	15	65.5	位于上海市松江区佘山国家旅游度假区，于2009年8月16日试营业，9月12日正式营业	无	—	—
泰州华侨城	28.2	90	公园练习场已于2010年1月1日试业并于4月28日正式开业；公园球场及会所主体已完工，预计10月份可对外营业	25	5.6%	9.6%
天津华侨城	50	266.67	2009年5月20日，公司与天津市政府签署东丽湖华侨城项目协议	220	未销售	规划中
云南华侨城	45	400	目前已经取得600亩土地使用权	64	未销售	规划中
欢乐海岸	27	56	规划中	5.91	未销售	规划中

资料来源：公司提供

公司下属主题公园拥有太空迷航等旅游项目，在给游客带来刺激体验的同时，其设备也存在发生事故的可能性。2010年6月29日，深圳东部华侨城大侠谷的太空迷航娱乐项目由于设备突然发生故障，造成较大安全事故，截至目前有6人身亡，10人受伤。事故发生后，

公司已全力组织抢救并开展各项善后安抚工作，并于6月30日下午向公众和媒体公布事件经过，发布“东部华侨城致歉信”，东部华侨城大侠谷景区从6月30日起暂停营业，对所有设备进行彻底安全检查。

公司于7月1日下发了《关于立即开展安全

生产全面检查的紧急通知》，在华侨城集团范围内集中开展为期一个月的安全生产全面检查活动。目前，深圳市应急、公安、消防、质检、安监等部门已介入调查，事故原因正在进一步调查之中。游乐设备的安全运营，将直接影响华侨城主题公园的日常运行，联合资信将密切关注东部华侨城“6.29”事故的调查结果及对公司旅游业务经营的影响。

酒店业务方面，公司将建设主题公园的经营理念移植到酒店领域，先后投资建设了白金五星级品牌华侨城大酒店（OCT Grand Hotel）、五星级品牌华侨城威尼斯酒店（OCT Hotel）、四星级品牌奥思廷酒店（O City Hotel）、经济型精品连锁品牌城市客栈（City Inn），形成了一套完整的以“主题和创想”为核心价值的品牌体系。目前深圳市华侨城酒店集团有限公司（以下简称“华侨城酒店集团”）已拥有、管理4家高星级主题酒店以及20余家城市客栈（CITY INN）精品经济型连锁酒店，客房总数约3800间（套），覆盖北京、广州、深圳等全国8个重点城市。2009年，公司酒店业务实现经营

收入6.91亿元，较2008年下降18.22%，实现利润总额251.23万元，造成收入及利润下降的主要原因是受全球金融危机的影响、区域市场竞争加剧以及酒店经营成本的大幅提高。

2009年，公司旗下的茵特拉根酒店、华侨城大酒店、威尼斯酒店的间房收益占据深圳前三位；华侨城大酒店继续保持着深圳商务酒店市场领头羊的地位，平均房价达1398元，领先竞争对手平均300多元；威尼斯酒店的入住率位居深圳五星级酒店的第一位，2009年第四季度获得开房率达80%；茵特拉根酒店平均房价达1581元，在整个华南地区度假型酒店中名列第一。海景奥斯廷酒店客房收入综合指数（RGI）为1.02，全年客房出租率达到69%，在区域市场四星级酒店中保持在前三位。

2009年公司正式开业的城市客栈（经济型酒店）直营店达到18家，加盟店3家。公司将城市客栈定位为“城市主题连锁”酒店，逐步形成差异化竞争优势，2009年签约客户达到12000家，取得了良好的效益。

表 4 2009 年华侨城部分酒店经营情况

	华侨城大酒店	威尼斯酒店	茵特拉根酒店	茵特拉根房车酒店	茵特拉根瀑布酒店	菩提宾舍
星级	白金五星	五星级	五星级	四星级	四星级	五星级
客房数（间）	540	375	287	150	93	22
接待游客（人次）	40895	458869	73580	25320	5825	1906
入住率（%）	52	66	49.7	53.2	45.4	16.4
平均房价（元）	1136	820	1377.2	452.1	1088.1	1501.8

资料来源：公司提供

此外，公司积极发展管理输出服务，进一步拓展了业务领域。公司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，茵特拉根酒店群成为中国酒店业新的示范点。华侨城国际酒店管理公司（以下简称“酒店管理公司”）陆续为“昆明海埂国际会议中心酒店项目”、“泰州华侨城酒店项目”、“长沙现代投资酒店项目”和“九华山五星级度假酒店项目”等提供了高星级酒店

顾问咨询服务。酒店管理公司网站成功实现电子商务功能，成为国内首创的“一站式”预订网络平台，电子商务推广模式成效显著，网络订单量超过了传统旅行社业务量。

2010年1月，国务院国有资产监督管理委员会发布消息将在央企范围内正式开展非主业宾馆酒店分离重组工作，剥离出的非主业宾馆酒店业务将重组到以宾馆酒店业为主的优势央企，计划3~5年内完成。作为以酒店宾馆

为主业的华侨城集团有可能受益于此次资产剥离方案。随着公司酒店业资源整合与对外拓展，预计酒店业未来发展良好。

房地产业务方面，公司房地产开发的项目类型包括：住宅、别墅、公寓、商业、写字楼、酒店、创意产业园等，形成了“以旅游主题地产为特色的成片综合开发和运营”模式，房地产业务的市场定位为“以旅游项目为基础低成

本拿地，以成片综合规划开发中高端住宅”，开发成本低，利润空间大。公司商品房销售定位于高端市场，多采取主题社区的设计方案，商品房单位售价一般高于区域内平均售价。近年来，公司先后在深圳、上海、昆明、天津和泰州等地推进房地产业务发展，房地产开发规模及产品收入持续增长，部分已开发项目情况见表5。

表5 已开发房地产项目销售情况

项目名称	建筑面积 (平方米)	开始销售 时间	销售比率 (%)	销售均价 (元/平方米)	最高价 (元/平方米)	最低价 (元/平方米)
天鹅堡二期	88000	2004-7	100	9800	18000	8500
天鹅堡三期	50000	2005-2	100	28000	70000	9500
东方花园 P1	6300	2007-1	100	63000	108000	39000
东方花园 M2	3280	2007-1	100	70000	90000	58000
纯水岸三期	7441	2006-6	100	86000	110000	60000
纯水岸四期	51000	2007-4	85	54000	138000	26000
纯水岸五期	8850	2008-5	100	78000	--	--
纯水岸六期	7021.16	2008-11	100	67000	--	--
纯水岸七期	37454	2009-8	95	55000	90000	41000
纯水岸八期	2485	2009-5	100	118000	140000	90000
曦城一期	79614	2006-6	100	26500	44442	16435
曦城二期	51071	2008-1	100	39862	61981	24105
曦城三期	48989	2009-9	95	69081	87579	39924
新浦江城院邸	19197.8	2006-10	80	20928	50920	16300
新浦江城院墅	38621.72	2005-4	100	15005	18389	11400
新浦江城联排别墅	24813.25	2005-10	100	10316	13600	7835
新浦江城小高层	34748.09	2005-9	100	7820	10500	6530
新浦江城多层	34748.09	2005-12	100	8072	9010	6393
新浦江城广场公寓	9597.08	2007-6	100	8703	10240	7722
新浦江城二期 122-11 地块	91857	2009-3	98	12978	19350	7068
新浦江城二期 122-8 地块	43419	2009-10	45	24958	34867	14885
新浦江城二期 122-9 地块	45320	2009-10	32	25150	39931	17022
四海公寓(湾夏花园二期)	40563	2009-4	100	12000	14000	9500
天麓一区	8270	2007-11	100	117633	149900	70900
天麓二区	16982	2008-6	100	73021	98100	49800
天麓七区	17259	2008-5	100	66205	98100	49800
天麓六区	31267	2009-8	97.19	52654	80600	25600
天麓九区	2376	2009-8	89.05	83637	90400	67600
天麓八区	14859	2010-1	59.79	128833	153634	127908
北京地产一期	149029	2005-6	99	6863	11300	5100
北京地产二期	73196	2007-6	99	14896	21930	9390
北京地产三期	108900	2008-7	100	11446	17400	10060
成都地产一期多层	66177	2008-8	100	6800	--	--
成都地产一期高层	86784	2008-9	85	5600	--	--
成都地产二期联排	52672	2009-4	63	16575	21280	12762
成都地产二期高层	154267	2009-8	77	6262	12660	5000
泰州华侨城纯水岸一期	24397	2010-3	62	11742	18994	10079

资料来源：公司提供

受益于“旅游+地产”的经营模式以及高端市场的定位，公司房地产业务盈利能力稳定。2009年，公司针对具体项目及时调整销售策略，快速回笼资金，加快重点项目工程进度，以快制胜抢占市场，深圳纯水岸、东部华侨城天麓、

四海公寓、上海浦江华侨城等房地产项目相继进入预售期。2009年公司房地产业务收入32.45亿元，较上年减少6.12%，主要是因为预售房产项目尚未结算。此外，公司开始拓展商业地产模式，大力推进各项招商推广活动，推动华侨

城城区商业物业的升级改造。2009年12月，深圳欢乐海岸项目在沪启动全球招商活动，主要针对餐饮、零售和娱乐行业，以中高档为主，整个欢乐海岸项目将于2011年春节试营业。

截至2010年3月底，公司拥有已获得土地证的土地储备合计773.38万平方米（可供开发的建筑面积），其中旅游用地188.6万平方米。深圳、上海、泰州和成都等城市的土地储备合计约400万平方米，多数为2003年至2007年间取得，拿地成本较低，土地升值潜力大。依托独特的“旅游+地产”经营模式，2009年公司与云南、武汉等地方政府洽谈并锁定商务条件，以较优惠的条件（如政府返还等）获得了优质土地资源，为公司后续发展做好储备。

2010年2月，公司通过竞拍获得上海苏河湾1号地块（占地3.56万平方米，建筑面积约13.3万平方米，地价为70.2亿元），“苏河湾”位于闸北苏州河北岸的核心区域，是上海市确定的首批现代服务业集聚区之一，被称为老上海最后一块尚未开发的黄金地块，本次拍得的苏河湾1号地块距离上海市中心南京路及人民广场仅800米，同时三条轨道交通均经过此地，地理位置十分优越。根据规划该地块商业面积将建造酒店，并且地块内还包括历史保护建筑。未来公司将在上海市的核心区域打造一个包含文化创意、休闲旅游、都市娱乐、商务办公和高档居住与一体的大型城市综合体。

依靠“旅游+地产”商业模式的成功运作，公司旅游业务的稳定发展，有效拉动了周边配套房地产项目的销售价格，进一步提升房地产板块盈利能力。公司目前在建房产项目主要包括深圳的纯水岸、香山里花园一期、招华曦城和东部华侨城天麓项目，上海的浦江华侨城和合利坊项目，成都纯水岸三期项目，北京的欢乐嘉园项目等，2010年将陆续进入预售期。

在2009年底财政部、人民银行等部委联合出台“开发商拿地首次缴款比例不得低于全部土地出让款的50%”相关政策背景下，公司拥有大量优质低成本的土地资源，竞争优势更加

明显。2009年下半年以来，国内房地产行业政策显著收紧，公司将适时调整经营策略，加快项目开发节奏和周转速度，并努力探索地产业务与文化旅游综合业务良性互动的发展模式，在项目规划中充分融入主题文化元素，在产品设计和建设中突出节能环保理念。

总体看，公司实行欢乐谷品牌连锁经营，陆续获得了大量优质低成本的土地资源储备，不断创新优化旅游产品，“旅游+地产”项目投资效益明显。联合资信也应注意旅游业易受外部环境的影响，房地产业受政策变动及市场有效需求波动的影响，公司存在一定的经营风险。

3. 电子信息板块

（1）行业分析

行业现状

电子信息产业在国民经济和日常生活中扮演了越来越重要的角色。2009年中国电子信息产业处于低位调整阶段，生产增速低位回升、出口下滑速度放缓、经济效益降幅收窄，总体回升态势基本明朗。根据《2009年中国电子信息产业经济运行公报》数据显示，2009年中国规模以上电子信息制造业实现收入51305亿元，同比增长0.1%；全年规模以上电子信息制造业增加值增长5.3%，比上年增速下降7个百分点；电子信息产业在全国工业中的比重仍达10%左右；电子信息产品出口在全国外贸出口中的比重超过1/3。目前中国已成为世界电子产品第一制造大国，手机、彩电产量分别占全球的49.9%和48.3%，电子信息产品贸易额占全球的15%以上。

中国的彩电行业受惠于国际分工的较优势势和产业转移的溢出效应的影响，在技术来源、制造成本和市场规模方面具有一定优势。2009年，中国彩电累计生产9965.45万台，较2008年增长9.28%；平板电视占全球20.3%，跃居到世界首位。2010年1~5月，中国彩电累计生产4436.47万台，同比增长20.16%。据海关统

计，2009 年中国出口彩电 5459 万台，同比增长 10.17%，出口量稳步上升，出口形势开始好转。2010 年 1~5 月，中国共出口彩电 2,327 万台，同比增长 47.19%。

彩电行业市场竞争日趋激烈，国内品牌市场份额稳固。2008 年下半年以来，受经济危机影响，合资品牌的全球业绩大幅下滑，平板电视面板业务大幅亏损，在一定程度上缓解国内企业竞争压力。据奥维咨询数据显统计，2009 年第四季度国内品牌与合资品牌的市场份额比例为 72:28。从国内品牌来看，各企业借助家电下乡之机深入拓展三四级市场，快速推进平板电视产品在三四级市场的普及，使其成为国内企业市场份额稳中有升的重要源泉。

2009 年，中国彩电行业在惠民政策的推动和上游资源的扶持下，继续朝平板化、数字化、高清化、网络化等方向上加快推进，其中液晶产品成为市场销售的主体，并持续快速增长。奥维咨询(AVC)的监测数据显示，2009 年液晶电视销售比重已经达到彩电市场总体规模的 74%。

受金融危机影响，全球平板电视需求减少，导致 2008 年上游平板电视面板供大于求，面板价格持续下调，给国内彩电企业带来了降价空间。2008 年国内平板电视价格全年呈快速下滑态势，年底液晶、等离子电视的均价分别比年初下降了 35%和 40%。2009 年年初以来，在国内“家电下乡”以及“以旧换新”政策的刺激下，彩电企业需求增长，面板行业呈现供不应求的局面，中国本土品牌企业加大了与台湾液晶面板企业的战略合作力度，面板价格有所回升。

表 6 国内彩电企业涉足液晶模组情况

	产品规格	年产量	项目进度
海信	26、32 寸	250 万件	一期、二期已量产
TCL	32-42 寸	233 万件	七条线中已有一条线量产
康佳	32 寸	240 万件	09 年 3 季度一期项目运行

资料来源：联合资信整理

国产彩电企业生产液晶电视使用的面板特

别是大尺寸面板基本依赖进口。由于液晶面板占液晶电视价值的 70%以上，导致中国液晶电视制造业基本属于“加工组装”。

国内彩电整机企业处于产业链的末端，为增强成本掌控能力，开始向上游模组延伸。以 32 寸液晶电视为例，彩电企业自建模组，成本掌控能力可从 36%上升至 63%。目前海信、TCL、康佳等已开始涉足模组。随着国内大尺寸液晶生产线相继建成，液晶面板的国产化将提高中国彩电企业成本控制能力和竞争实力。

产业政策

政府为实现“保增长、调结构、扩内需”的总体目标，先后出台家电下乡、以旧换新等多项扩内需、促发展的惠民政策，以应对金融危机对行业的影响。据奥维咨询(AVC)数据显示，2009 年家电下乡的彩电销量为 717.46 万台，销售额 128.31 亿元，占彩电销售总额的 21%。惠民政策的实施对彩电行业的发展起到了良好的推动作用，减少了金融危机对电子制造业的影响，促进国内彩电企业的市场渗透，提升了本土竞争力。

2009 年 4 月国家发布的《电子信息产业调整振兴规划》明确提出：推进视听产业数字化转型，支持彩电企业与芯片设计、显示模组企业的纵向整合，促进整机企业的强强联合，确保视听产品骨干产业稳定增长；充分利用全球产业资源，重点加强海峡两岸产业合作，努力在新型显示面板生产、整机模组一体化设计、玻璃基板制造等领域实现关键技术突破，以面板生产为重点，完善新型显示产业体系。2009 年，在产业振兴规划的指导下，国内 TFT-LCD 液晶玻璃基板、高世代液晶面板生产以及液晶模组与彩电整机一体化等项目的投资和开工建设，成为行业瞩目的热点。

未来发展

党中央在“十七大”中首次将信息化与工业化、城镇化、市场化、国际化并列为我国经济发展的新任务，提出要大力推进信息化和工业化融合，有利于加快电子信息产业改造传统

产业的步伐,为产业的发展创造新的巨大空间。国家日益重视和谐社会建设和区域协调发展,将为中西部地区和农村信息化发展创造更好的环境,并在增强低收入人口购买力上提供更多的支持,中小城市和乡镇农村的市场前景看好。国家鼓励家电下乡、产业调整振兴规划的各项政策措施逐步落实和力度加大,将拉动彩电行业的发展。

(2) 公司经营

公司电子信息板块主要由康佳集团经营。康佳集团成立于1980年5月,1992年发行的A股、B股在深圳证券交易所挂牌上市。华侨城集团在2007年收回安徽天大(集团)有限公司持有康佳集团股权,自2008年起陆续在二级市场上增持康佳集团股份,目前公司持有康佳集团股份19%。康佳集团是中国彩电行业和手机行业骨干龙头企业,主导业务涉及多媒体消费电子、移动通信、白色家电、数字网络以及上游元器件等多个产业领域。截至2009年底,康佳集团资产总额135.68亿元,所有者权益38.75亿元;2009年康佳集团实现营业收入132.59亿元,利润总额1.46亿元。

2009年上半年,国内液晶面板和液晶模组缺货现象严重,康佳集团顺应平板电视升级换代趋势,采取应对措施,使得平板电视销量大幅增长。2009年,康佳集团实现营业收入132.59亿元,较2008年增长8.63%,主要源于彩电和手机业务收入的增加;实现净利润1.47亿元,较上年减少46.94%,主要是受液晶面板缺货及价格持续上涨的影响,产品毛利率下降所致。2010年1~3月,康佳集团实现营业收入42.67亿元,较上年同期增长63.40%,主要是康佳集团打造差异化精品、提升产品竞争力所致;实现净利润3981.62万元,较上年同期8.84%。

2009年,国家加大实施家电下乡力度,促进消费市场全面复苏。彩电方面,平板电视快速超越CRT全面普及;节能环保、网络娱乐、LED背光技术等成为市场三大主流方向;上游屏资源供不应求价格持续上涨;国产品牌重新

压倒合资品牌。白电市场稳定发展,竞争进一步集中,品牌集中度进一步提高。手机行业由于3G时代的来临,三大主流营运商纷纷加大对3G的投入。康佳集团2009年继续坚持和深化价值经营策略,把握彩电产品结构调整、家电下乡、以旧换新等商机,进一步强化技术创新,全年申请专利700多项,同比增长15%,专利数量和质量均快速提高。公司共有140款产品中中标家电下乡工程,其中彩电51款、冰箱20款,从2008年12月家电下乡二期推广至2009年年底,康佳共生产家电下乡专用产品(包括彩电、冰箱、冷柜、手机、洗衣机)262余万台,销售收入达28亿元。

彩电业务方面,康佳集团抓住平板市场快速增长带来的机遇,不断提升研发能力,顺利推出LED电视88系列、网络电视86系列及节能产品80、81等系列精品,有效地提升了产品竞争力。康佳集团平板产业链整合顺利进行,昆山液晶模组基地于2009年底投产,中国首块自主研发制造的最大尺寸(55寸)液晶模组正式下线,预计康佳集团在液晶电视整机成本将降低10%左右,未来价格优势将更为明显。根据北京中怡康时代市场研究公司的统计数据,截至2009年底,康佳集团彩电产品总体市场占有率约为14%,液晶电视市场占有率由2008年的10%提升至2009年的12%;CRT占有率高达27%,排名稳居第一。

彩电销售方面,康佳集团在城市建立了以家电连锁、超市和传统百货为主的渠道体系,在农村建立了以代理经销和家电专卖为主的模式。截至2009年末,康佳集团拥有遍及全国纵深立体、功能完备的一流营销网络,遍及全国所有省、直辖市和自治区。在国内,康佳集团设立了40多个营销分公司和数百个销售经营部,销售网点超过20000个,并与各大连锁机构及95%以上的地市级大商场开展合作,终端经销商到达乡镇一级。在海外,康佳集团已在美国、印尼、印度、澳大利亚、阿联酋、伊拉克、伊朗等国设有分销机构,海外营销网络覆盖世

界100多个国家和地区,并已进入北美及欧洲的最大电器连锁市场,与全球主流渠道均有合作。

手机业务方面,在手机行业众多品牌厂商销量下滑和下游渠道洗牌进一步加速的形势下,康佳集团手机业务形成了“领驭,风尚,精钻”三大系列,明确了高性价比、差异化的产品定位,进一步确立了康佳在国产手机的领先地位。康佳集团2009年全年整机销量480万台、同比增长52%;在全球金融危机的造成全行业出口下降的背景下,手机外销达245万台,同比增长101%。手机业务内销的销售渠道主要有运营商、直供卖场、电视购物、代理商;外销的销售渠道主要有运营商、代理商两种模式。

白电业务方面,康佳集团设立康佳白电合肥研发中心,进一步提升研发制造水平。白电冰箱业务围绕“节能·好品质”,实施精品工程,优化冰箱产品结构,提升低能耗、大容积产品占比;其中日耗电0.5度以上较高能耗产品占比从2008年的71.6%降至2009年的49.6%;三门冰箱占比从2008年的3.7%提升至2009年的12.8%。康佳集团白电业务主要依托彩电销售网络,以超市为主要销售渠道,实施阶梯激励与阶梯返利政策,持续开展大规模以旧换新、团购等终端促销活动。

2009年,在国内主要机顶盒企业销售收入同比下滑的情况下,康佳集团数字网络业务实现了销售收入和利润的双超越,全年机顶盒产品销量达61.85万台,同比增长52.64%,实现销售收入1.43亿元,同比增长31.69%。此外康佳集团还加强了对视讯业务内部管理水平的提升、新业务拓展等方面的管理,视讯业务订单结构得到优化,海外订单也实现了北美市场零的突破,南非市场开始启动。

总体看,公司推进技术创新、优化产品结构、推广品牌营销、加快渠道建设,电子业务收入稳定。彩电业务向上游产业链延伸,昆山液晶模组基地的投产有效降低了生产成本,手机和白电业务快速发展,公司盈利能力得到进一步的提高。

4. 纸包装板块

(1) 行业分析

行业现状

纸制品包装行业是以瓦楞纸箱、纸盒运输、销售包装为主体,及其它纸制品(包括蜂窝纸板、纸袋、纸管、纸角条、纸板等)。纸制品包装在我国包装行业中占重要地位,是家电、电子、食品、医药、日化、纺织、烟酒、轻工等行业必不可少的包装容器。

中国是造纸大国和消费大国,同时也是世界造纸产品主要进口国,产品自给率为88.7%。目前中国纸制品包装产量已超过日本位列世界第二位,成为仅次于美国的“包装大国”,纸制品包装行业产值约约占整个包装行业的40%。现阶段,中国有大小纸箱厂约15000多家,瓦楞纸板线超过3000条。“十一五”期间随着食品、电子、医药、烟草、日化等相关行业的持续、快速、健康发展,为中国包装工业的持续、快速发展提供了必要的前提和强劲的动力。

近年来,国内包装行业竞争进一步加剧,但随着中小包装加工型企业逐渐退出市场竞争,大型包装企业的市场份额出现了进一步增大的空间。随着中国部分产业正向中西部地区转移,部分大型包装企业正加紧向中西部地区并购或新建工厂,以抢占市场份额;部分原纸生产企业利用原材料资源优势,加紧向产业链下游延伸。

受金融危机的影响,纸包装的主要下游企业,如电子、食品等行业,因国外消费能力减弱,出口额下降,对纸包装行业中尤其是做外销的企业利润产生一定的负面影响。随着企业生产经营成本的持续上升,部分重点客户的产业转移造成纸包装行业内需结构性发生变化,产业有待技术升级,行业面临整合。优势纸包装企业将借助先进的技术水平、优化的产品结构和市场布局、规模化的产能,在未来市场竞争中占据有利地位。

未来发展

随着全球制造业重心向中国转移,中国纸

箱销售快速增长。根据发达国家历史经验，包装工业增加值占国内生产总值（GDP）的2%左右，目前中国平均水平为0.6%，广东为1.3%。中国包装协会预测未来五、六年中国经济的高速发展将会带动瓦楞纸箱销售量赶上美国居世界第一，纸包装行业具有良好的发展前景。

总体看，近年来中国经济持续快速的发展将为中国纸包装业发展提供有力支撑，预计“十二五”期间中国纸包装业仍将保持较快增长。

（2）公司经营

公司纸业板块主要由华侨城（亚洲）控股经营，华侨城集团通过全资子公司香港华侨城有限公司（以下简称“香港华侨城”）持股68.26%。华侨城（亚洲）控股于2005年11月2日在香港联合交易所主板挂牌上市，成为华侨城集团海外融资的平台，其前身为华力控股（集团）有限公司，2007年10月更改为现名。

华侨城（亚洲）控股的核心业务是纸包装业务，主要为客户设计、制造高品质的瓦楞纸板、纸箱、彩盒等及提供一体化包装方案。华侨城（亚洲）控股拥有深圳华力、上海华力、中山华力、安徽华力以及惠州华力等企业，利用资本工具通过收购等方式逐步实现全国性战略布局，目前主要客户为大中型企业，包括康佳集团、西门子等，客户网络覆盖珠江三角洲、长江三角洲等经济发达的重要区域。

2009年，华侨城（亚洲）控股继续推进惠州华力新生产基地建设，已完成一期建设。鉴于国际金融危机对海外市场的持续影响，华侨城（亚洲）控股对产品销售策略及时进行调整，注重内销客户的开拓和挖潜，加大彩印产品的销售开发力度，努力提升产品内销以及彩印业务的比重。在产品内销方面，分别成立华励（惠州）和中山华励两家内销公司来加强内销市场的拓展力度。

华侨城（亚洲）控股稳健推进现有包装印刷业务的持续发展，深入探索新业务、新项目的拓展模式，全力参与、融入集团核心主业，成功投资参股成都华侨城、云南华侨城之后，

并准备推进增资进入西安项目。

随着华侨城集团整体上市工作的推进，华侨城（亚洲）控股适时推进配售融资工作，募集资金约1.6亿港元并成功引入中国人寿资产管理公司、瑞银环球资产管理公司、中国国际金融有限公司等国际知名投资机构作为策略股东。

2009年，公司纸包装业务实现营业收入6.04亿元，较上年略有下降。2010年1~3月，公司纸包装业务实现营业收入1.70亿元。

5. 未来发展

未来公司将完善业务发展的两个平台（全国性的品牌平台和境内外资本平台），统筹协调子公司的专业化发展和集约化发展。加快地产业务的规模和品牌扩张，促进旅游业务的产品创新；稳步推进旅游地产项目的全国布局，获得良好品牌效应、投资回报和稳定现金流；创新旅游地产的发展模式，夯实集团发展的核心竞争力；扶持酒店业务品牌扩张，加快电子信息业务的产业升级；同时促进酒店、电子业务与地产、旅游业务的结合，积极参与旅游、地产项目的开发，整合优质资源，发挥集团整体产业优势；推进纸包装业务的多元发展，运用海外资本平台促进核心业务发展。

公司未来将注重资本市场发展及股权合作。2008年2月公司与中国国旅集团有限公司（以下简称“国旅集团”）签订“关于建立战略合作关系的框架协议”，双方将通过多层次多领域的合作，整合资源、优化产品、提升服务，在资本合作方面会联合推动互相持股。

公司在建项目及未来投资计划主要集中在公司旅游房地产业务板块、电子业务板块。2010年~2012年，公司将继续增加“旅游+地产”项目的投资，重点推进第二轮全国战略布局项目，主要包括成都华侨城、欢乐海岸项目、武汉华侨城、天津华侨城、招商华侨城曦城等项目。此外，公司还将重点投资康佳昆山液晶模组项目，昆山液晶模组项目预计2010年的年产能将

达到300万片，经过3-4年的建设，模组年产能将达到720万片LCM，电视产能达到年产360万台，将成为中国最大的液晶模组生产基地。公

司预计2010~2012年，投资支出合计463亿元，投资规模较大。

表7 公司2010-2012年投资计划（单位：万元）

项目概况	建设期	预计总投资	资金筹措方案		2010年	2011年	2012年
			贷款	自筹			
东部华侨城项目旅游项目	2003-2015	540000	200000	340000	76000	50000	11500
欢乐海岸项目	2006-2012	270000	160000	110000	137000	50000	40000
天津华侨城旅游项目	2009-	500000	300000	200000	84000	100000	100000
深圳华侨城城区项目	1985-	293645	170000	123645	110669	116024	66952
上海天祥华侨城项目（二期）	2008-2013	384473	220000	164473	150000	50000	20000
万锦置业合利坊项目	2009-	398019	200000	198019	87000	100000	80000
招商华侨城曦城（四五六期及商业中心）	2005-2012	418015	30000	388015	44950	92517	92517
苏河湾	2010-2015	1300000	300000	1000000	458883	533134	209275
成都华侨城项目	2003-2015	830000	300000	530000	130000	128400	138600
武汉华侨城项目	2009-	450000	250000	200000	230000	100000	100000
北京华侨城项目	2009-	500000	300000	200000	84000	100000	100000
上海华侨城项目	2010-2012	149775	46405	103370	43060	68418	38297
宝安酒店项目	2010.9-2012.9	80000	65000	15000	33000	22000	25000
城市客栈		10500	7400	3200	3000	4000	3500
泰州华侨城项目	2006-2015	306000	160000	146000	82800	45700	36600
云南华侨城旅游项目（一期）	2009-2016	200000	66000	134000	15700	71000	47300
云南华侨城旅游项目（二期）	2009-2012	200000	70000	130000	51400	61000	40000
康佳昆山液晶模组项目	2008-2011	88600	-	88600	38000	27600	-
康佳研发大厦	2007-2011	56400	-	56400	26400	10000	-
合计		6775427	2778805	3996722	1870162	1658793	1102241

资料来源：公司提供

总体看，公司未来投资支出规模较大，外部融资需求增加。公司“旅游+地产”项目投资效益明显，电子业务向上游产业链延伸，有助于公司盈利能力的提高。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2007年度财务报表已经湖北大信会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计意见；2008、2009年度财务报表已经中瑞岳华会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计意见；公司2010年一季度财务报表未经审计。

公司2008年起执行新会计准则，合并报表依据新会计准则编制并对期初数进行了追溯调整。公司2008年财务报表合并范围在2007年基础上减少1家和新增17家。公司2009年财务报表合并范围在2008年基础上增加7家，其中6

家为2009年新设立公司（分别为中山华励包装有限公司、武汉华侨城、天津华侨城、西安华侨城、康佳（昆山）置地投资有限公司、东莞市旭通达模具塑胶有限公司），另1家系收购上海浦深投资管理有限公司股权。

截至2009年底，公司（合并）资产总额471.22亿元，所有者权益合计161.00亿元（其中少数股东权益89.14亿元）；2009年公司实现营业收入241.97亿元，净利润19.76亿元（归属于母公司所有者的净利润10.59亿元）。

截至2010年3月底，公司（合并）资产总额563.10亿元，所有者权益合计165.26亿元（其中少数股东权益91.44亿元）；2010年1~3月，公司实现营业收入64.25亿元，净利润4.15亿元（归属于母公司所有者的净利润1.88亿元）。

2. 资产质量

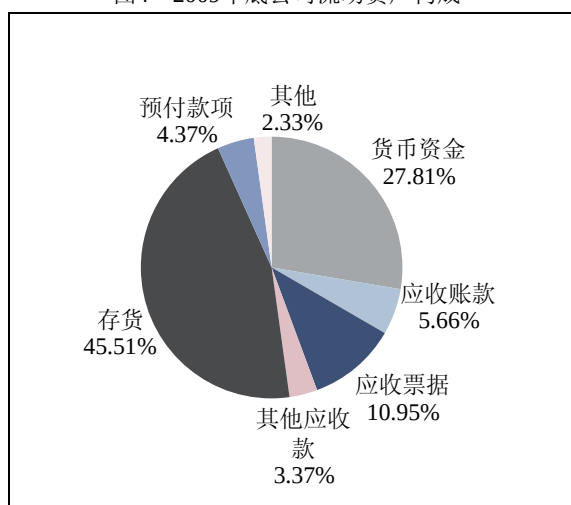
2007~2009年，公司资产总额年复合增长率为15.59%。截至2009年底，公司（合并）

资产总额 471.22 亿元，较上年增长 15.30%，其中流动资产合计占 55.24%，较 2008 年下降了 4.66 个百分点，非流动资产合计占 44.76%。

流动资产

2007~2009 年，公司流动资产年复合增长率为 7.14%。截至 2009 年底，公司流动资产合计 260.30 亿元，较上年增长 6.33%，主要源于货币资金和其他应收款的增加。和 2008 年底相比，货币资金占比上升 10.13 个百分点，存货占比下降 15.50 个百分点。

图4 2009年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2009年底，公司货币资金72.39亿元，较上年增长67.29%，主要是由于公司经营性现金流入。公司货币资金中不可随时支取的各类保证金存款29.25亿元（主要用于NDF业务美元贷款质押），占货币资金总额的40.41%。公司货币资金较为充足。

截至 2009 年底，公司存货账面余额为 123.66 亿元，较上年下降 19.20%，主要是因为随着公司在建房地产项目的完工和预售，拟开发土地和在建房地产开发产品减少所致。截至 2009 年底，公司拥有房地产拟开发土地约 500 多万平方米，主要集中在深圳、上海、成都、云南和武汉等经济较发达的城市。公司存货余额构成中占比较大的有在建开发产品（占 36.99%）、拟开发土地（占 21.15%）、库存商品（占 19.77%）、原材料（占 12.14%），和 2008

年相比，拟开发土地占比下降了 14.87 个百分点，原材料和库存商品占比分别上升了 5.48 和 7.43 个百分点。截至 2009 年底，公司共计提存货跌价准备 5.21 亿元，计提比例 4.21%。公司存货中占比较大的拟开发土地部分拿地时间早的地块成本低，新增的“旅游+地产”项目在地方政府支持下土地获取价格也较优惠。考虑到公司独特的“旅游+地产”经营模式，旅游业务的发展有效拉动了周边配套房地产项目的销售价格，公司在建开发产品跌价风险相对较低。

截至 2009 年底，公司应收票据 28.51 亿元，较上年增长 7.36%，主要为银行承兑汇票（占 99.09%）。公司应收票据中 12.17 亿元用于中国银行股份有限公司深圳市分行授信额度质押。公司应收账款账面余额 17.14 亿元，较上年略有增加，主要为下属子公司康佳集团的应收货款，前五名欠款单位欠款合计 2.91 亿元，占应收账款余额的 24.05%。从账龄上看，1 年以内的占 78.65%，账龄较短。2009 年底公司对应收账款提取 2.40 亿元坏账准备。

截至 2009 年底，公司预付账款 11.38 亿元，较上年增长 44.00%，主要是深圳市华侨城酒店集团有限公司预付的土地出让金增加所致。公司其他应收款账面余额 9.59 亿元，较上年增加 6.25 亿元，主要是增加了天津东方财信投资集团有限公司的应收股权转让款（合同约定 2010 年 4 月底收回，但截至 2010 年 5 月底该笔款项正在审批中，公司尚未收回）。公司对其他应收款计提 0.80 亿元坏账准备。

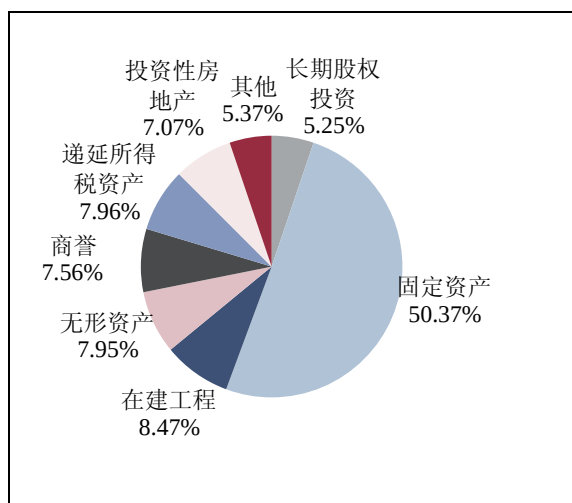
非流动资产

截至 2009 年底，公司非流动资产 210.93 亿元，较上年增长 28.71%，主要是固定资产增加所致。公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程、商誉、投资性房地产、无形资产和长期股权投资。

截至 2009 年底，公司固定资产原值 147.09 亿元，较上年增长 40.59%，固定资产中以房屋及建筑物（占 48.94%）和机器设备（占 30.06%）

为主。2009 年底公司固定资产累计折旧 40.16 亿元，减值准备 0.70 亿元。公司固定资产年末余额中原值 2.17 亿元已用于银行借款抵押；另外，存在土地使用权为公司的房屋建筑物尚未办妥产权证的账面价值为 38.78 亿元。

图 5 2009 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2009 年底，公司在建工程 17.64 亿元，较上年下降 53.64%，主要是由于公司成都华侨城主题公园项目、上海华侨城主题公园项目和东部华侨城主题公园项目完工转增固定资产所致。公司无形资产原价合计 18.61 亿元，较上年增长 61.44%，主要是土地使用权（占 96.79%）增加所致。

截至 2009 年底，公司长期股权投资净额 11.08 亿元，主要为公司对深圳世界之窗、锦绣中华、华联发展集团、国泰君安证券公司和南方证券公司等公司的股权投资，其中公司对华联发展集团、国泰君安证券公司和南方证券公司的长期股权投资按成本法核算。2007 年公司已计提长期股权投资减值准备 0.76 亿元。

截至 2010 年 3 月底，公司资产总额 563.10 亿元，其中流动资产合计占 61.24%，较 2009 年底略有上升，非流动资产占 38.76%。公司流动资产 344.82 亿元，较 2009 年底增长 32.47%，主要源于货币资金和存货的增加；与 2009 年底相比，公司流动资产构成中，货币资金和存

货占比分别上升了 1.71 和 3.02 个百分点；非流动资产构成变化不大。公司预付账款 20.52 亿元，较上年底增加 9.14 亿元，主要是因为预付土地款增加；公司新拍得上海苏河湾地块，使得存货较上年底增长 41.27%，达 167.34 亿元。

总体看，公司流动资产在总资产中占较大比重。流动资产中，以现金类资产和存货为主；存货中拟开发土地占和在建开发产品所占比重较大；非流动资产中固定资产和在建工程占比较大。公司整体资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益方面，2007~2009 年，公司所有者权益逐年增长，2009 年为 161.00 亿元（较上年增长 8.12%）；其中少数股东权益占 55.36%；归属于母公司所有者权益 71.87 亿元，较上年下降 3.61%，其中实收资本、资本公积和盈余公积占比均较 2008 年有所上升，分别为 27.83%、13.99%和 22.80%，未分配利润占比由 32.69%降至 25.74%。

负债方面，截至 2009 年底，公司负债合计 310.22 亿元，较上年增长 19.42%，其中流动负债占 87.79%，非流动负债占 12.21%（较 2008 年上升了 5.38 个百分点）。公司负债以流动负债为主。

截至 2009 年底，公司流动负债合计 272.33 亿元，较上年增长 12.53%。和 2008 年相比，短期借款占比（16.00%）和其他流动负债占比（11.12%）分别下降了 9.22 和 9.88 个百分点，应付账款占比（19.11%）和预收账款占比（18.56%）分别上升了 5.30 和 12.47 个百分点。

截至 2009 年底，公司应付账款 52.04 亿元，较上年增长 55.77%，主要是尚未结算的工程款增加所致。公司预收账款 50.56 亿元，较上年增长 242.54%，主要是天麓项目、欢乐嘉园项目、波托菲诺项目等的预收房款增加所致。公司其他流动负债 30.30 亿元，为 2009 年发行的 30 亿元短期融资券（“09 华侨城 CP01”）。

截至 2009 年底，公司非流动负债合计 37.88 亿元，较上年增长 113.41%；其中长期借款大幅减少（占比由 63.56%下降至 12.00%），应付债券占 80.31%，主要是公司 2009 年 8 月发行的 30 亿元三年期中期票据（“09 华侨城 MTN1”）。

截至 2009 年底，公司债务总额 142.07 亿元，较上年减少 12.41%，其中短期债务占 75.39%，长期债务占 24.61%（较上年上升 17.66 个百分点），债务结构有所改善。

截至 2009 年底，公司资产负债率为 65.83%，较上年略有上升；全部债务资本化比率由 52.14%下降至 46.88%；“09 华侨城 MTN1”的发行使得长期债务资本化比率由 7.04%上升至 17.84%。

截至 2010 年 3 月底，公司所有者权益合计 165.26 亿元，其中少数股东权益 91.44 亿元，占 55.33%；归属于母公司所有者权益 73.82 亿元，其中实收资本占 27.09%，资本公积占 23.41%，未分配利润占 27.60%；与 2009 年底相比，所有者权益构成变化不大。

截至 2010 年 3 月底，公司负债合计 397.84 亿元，其中流动负债占 80.00%，非流动负债占比上升至 20.00%。公司流动负债合计 318.26 亿元，较 2009 年底增长 16.86%；其中短期借款占比上升至 20.14%。公司其他应付账款 54.29 亿元，较 2009 年底增长 29.11%，主要是康佳集团应付保证金增加所致。公司其他流动负债 50.54 亿元，较 2009 年底增长 66.83%，主要是公司于 2010 年 3 月发行 20 亿元短期融资券（“10 华侨城 CP01”）所致。公司非流动负债合计 79.58 亿元，较 2009 年底增长 110.07%，主要源于长期借款的增加。

截至 2010 年 3 月底，公司全部债务 221.12 亿元，较 2009 年底增长 55.64%；长期借款的大幅增加使得长期债务占比上升至 34.62%。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上年有所上升，分别为 70.65%、57.23%和 31.66%。

4. 盈利能力

2007~2009 年，公司营业收入年复合增长 13.37%。2009 年，公司实现营业收入 241.97 亿元，较上年增长 16.37%，主要是因为深圳东部华侨城的全面开业、成都欢乐谷和上海欢乐谷新项目开业运营和以及电子产品收入的增加所致；实现主营业务收入 239.78 亿元，占营业收入比重为 99.09%。2009 年公司营业成本为 165.49 亿元，较上年增长 19.42%，高于营业收入的增速。2009 年，公司实现利润总额 24.04 亿元和净利润 19.76 亿元，分别较上年增长 10.60%和 9.78%。

2009 年，公司成都、上海等旅游新项目开业使得销售费用有所增加，导致公司期间费用较上年增长 13.78%，期间费用占营业收入比重 17.20%，和上年基本持平。

2009 年，公司实现投资收益 3.15 亿元，较上年增加 2.27 亿元，主要是对招商华侨城等公司的长期股权投资收益增加所致。

从盈利指标看，2009 年公司营业利润率为 27.29%，较 2008 年的 28.05%略有下降；总资本收益率和净资产收益率分别 7.60%和 12.27%，基本保持稳定。总体看，公司盈利能力较强。

2010 年 1~3 月，公司实现营业收入 64.25 亿元，较上年同期增长 65.39%；实现主营业务收入 63.68 亿元，占营业收入比重上升为 99.11%；康佳集团开拓平板电视市场份额的同时积极研发新产品，营业成本较上年同期增长 74.79%，达 47.13 亿元。公司实现利润总额和净利润分别为 5.25 亿元和 4.15 亿元，比上年同期分别增长 99.69%和 97.94%。公司营业利润率为 22.19%。

5. 现金流

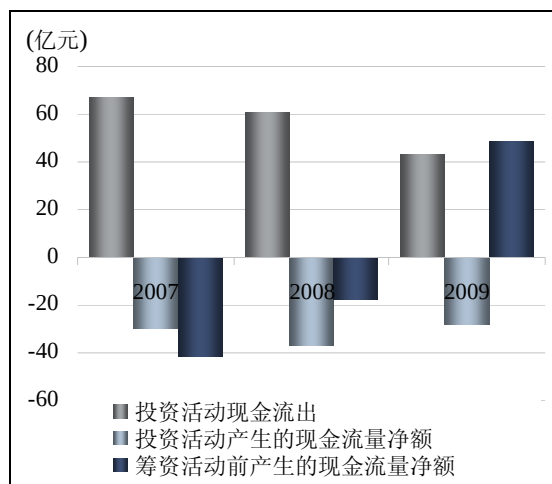
从经营活动来看，2007 年~2009 年公司经营活动产生的现金流入逐年增加，分别为 202.31 亿元、240.81 亿元和 299.81 亿元，规模较大；经营活动产生的现金流量净额呈波动态势，分别为 -11.84 亿元、19.42 亿元和 77.19 亿

元。公司经营活动包括房地产投资，2007年公司房地产投资项目较多，主要包括北京华侨城和天津华侨城等项目，经营活动现金流出较大，经营活动产生的现金流量净额为负；2008年~2009年，随着公司旅游新项目的开业及地产项目的销售，经营活动现金流入增长较快，经营活动产生的现金流量净额由负转正。

从收入实现质量指标看，2007年~2009年，公司现金收入比分别105.12%、111.44%和123.90%，公司收入的实现质量有所提高，经营活动获取现金的能力增强。

从投资活动来看，2007年~2008年，公司投资项目增加，逐步扩大购买固定资产、无形资产和其他长期资产的现金支出规模；2009年随着公司在建项目的开业，资金投入逐渐减少，公司投资活动产生的现金流出量为43.10亿元，较上年下降28.95%。2007年~2009年公司投资活动产生的现金流量净额均为负值，分别为-29.49亿元、-37.18亿元和-28.30亿元。

图6 公司投资活动及筹资活动前现金流情况



资料来源：公司提供

2007年~2009年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-41.34亿元、-17.77亿元和48.89亿元。

从筹资活动看，2008年~2009年，公司经营现金流量充裕，对现有银行借款的还本付息大幅增加，2009年公司筹资活动产生的现金流出量达到238.86亿元，较上年增长21.13%。2007

年~2009年，公司现金及现金等价物净增加额波动较大，分别为22.16亿元、-9.22亿元和-36.27亿元。

2010年1~3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金75.40亿元，较上年同期增长33.76%，主要源于预收房款和旅游收入的增加；购买商品、接受劳务支付的现金88.13亿元，较上年同期增长166.66%，主要是上海苏河湾地块的预付土地款增加所致，公司经营活动现金流净额为-32.63亿元。公司投资活动产生的现金流净额和筹资活动产生的现金流净额分别为-16.10亿元和77.27亿元，现金及现金等价物净增加额为28.51亿元；现金收入比为117.35%。

总体看，公司经营活动现金流入规模较大，经营活动获取现金的能力增强，但公司经营性现金流净额存在一定的波动性，投资规模和外部融资需求较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2007年~2009年公司流动负债增长较快，流动比率有所下降，三年分别为115.27%、101.15%和95.58%；公司流动资产中存货占比大，2007年~2009年公司速动比率分别为54.72%和39.44%和52.08%。2007~2008年，公司经营现金流动负债比分别为-6.02%和8.02%，2009年经营活动产生的现金流量净额大幅增加，使得经营现金流动负债比上升至28.34%。2010年3月底，公司流动比率和速动比率有所上升，分别为108.35%和55.77%。考虑到公司较大规模的经营活动现金流入、充足的货币资金和股票投资等因素，总体看，公司短期支付能力较强。

从长期偿债能力指标看，2009年公司EBITDA为39.00亿元，较上年增长12.01%；2009年公司EBITDA利息倍数由7.36倍上升至11.96倍，全部债务/EBITDA由4.66倍下降至3.64倍。考虑到公司流动负债中预收款项占比较大，且多为预收房款，公司实际偿债能力较

强。

对外担保方面，公司下属子公司成都天府华侨城实业发展有限公司、深圳东部华侨城有限公司及上海天祥华侨城有限公司为商品房承购人向银行提供抵押贷款担保，截至 2009 年 12 月底，尚未结清的担保金额为 18.72 亿元。由于借款人房产已抵押给借款银行，根据历年的情况，该等公司没有发生由于担保连带责任而发生损失的情形，或有负债风险相对较低。

公司与各家银行保持合作关系。截至 2010 年 3 月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为 444.10 亿元，尚未使用的额度为 72.80 亿元。公司拥有三家境内外上市公司，直接、间接融资渠道通畅。

七、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据的发行对负债的影响

公司拟发行本期中期票据额度为 20 亿元，占 2010 年 3 月底公司全部债务的 9.04%，对公司现有债务有一定影响。

截至 2010 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 70.65% 和 57.23%。以 2010 年 3 月底财务数据为基础，在不考虑其他因素的情况下，本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别为 71.66% 和 59.33%，公司债务负担将有所加重。

2. 本期中期票据偿债能力分析

截至 2010 年 3 月底，公司现金类资产合计 129.82 亿元，为本期中期票据发行规模的 6.49 倍。

以 2009 年财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入和经营活动现金流量净额对本期计划发行 20 亿元中期票据的保护倍数分别为 1.95 倍、15.61 倍和 3.86 倍。总体看，公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度良好。

综合以上分析，联合资信认为，公司对于

本期中期票据具有极强的偿还能力。

八、综合评价

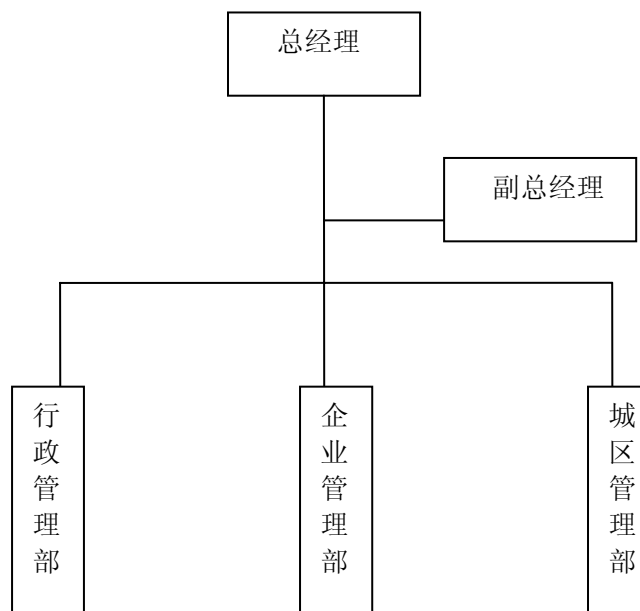
近年来，中国经济持续稳定发展，人均可支配收入不断增加，良好的外部环境带动了我国旅游业的快速发展，随着旅游产业政策的推进完善，未来中国旅游业将面临新的发展机遇，行业前景良好。

公司是隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，主营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业务，2009 年顺利完成旅游地产主营业务整合上市工作，进一步完善了公司治理结构。作为中国旅游业的龙头企业，公司独特的“旅游+地产”经营模式得到地方政府的大力支持，陆续获得了大量优质低成本的土地资源储备。公司实行欢乐谷品牌连锁经营，已完成在北京、上海、成都等城市的第一轮战略布局，经营规模持续扩大。随着康佳集团昆山液晶模组基地的投产，公司彩电业务生产成本控制能力增强，产业链进一步完善。联合资信也注意到，公司营业收入占比较大的电子板块盈利能力偏弱；突发事件对旅游业务板块的冲击；以及房地产政策调控以及市场有效需求的波动对公司房地产板块经营有一定的影响。

目前公司资产质量良好，资产构成合理，主营业务收入持续增长，整体盈利能力较强，货币资金充裕，债务负担适中。综合看，公司主体信用风险极低。

公司现金类资产充裕，经营活动现金流入量大，对本期拟发行中期票据覆盖程度好，直接、间接融资渠道畅通。综合看，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1 公司组织机构图



附件 2 公司一级子公司及合营联营公司情况（截至 2009 年底）

一、一级子公司：

序号	公司名称	集团持股比例 (%)	享有表决权比例 (%)	注册资本 (万元)	主营业务	备注
1	康佳集团股份有限公司	19.00	19.00	120397.28	生产经营电视机、收录机、音响、录象机、传呼交换系统、VCD等	
2	深圳华侨城股份有限公司	56.36	56.36	310747.80	旅游商品的设计、技术开发；兴办实业；国内商业、物资供销业	
3	深圳康佳能源科技有限公司	70.00	75.70	2,000.00	研究、开发移动能源新产品；生产经营电池、隔膜等，	已停产，现处产业结构调整中
4	深圳华侨城医院	100.00	100.00	2500.00	预防保健科、内科、外科、妇科等	
5	深圳华夏艺术中心有限公司	100.00	100.00	300.00	经营影剧、展览、交谊舞厅、书画等，兼营宾馆、餐饮、广告设计等	
6	深圳华侨城欢乐海岸投资有限公司	100.00	100.00	3000.00	投资兴办实业，项目策划及管理，从事房地产开发及物业管理等	

二、合营及联营公司情况

序号	公司名称	华侨城集团拥有权益比例 (%)	注册地	注册资本 (万元)	业务性质
1	深圳市华侨城体育中心有限公司	46.67	深圳	60.00	服务业
2	深圳招商华侨城物业管理有限公司	50.00	深圳	500.00	服务业
3	深圳世界之窗有限公司	49.00	深圳	22614.90	旅游业
4	深圳锦绣中华发展有限公司	49.00	深圳	18400.00	旅游业
5	长沙世界之窗有限公司	25.00	长沙	10.00	旅游业
6	深圳星美机电科技实业公司	50.00	深圳	200.00	制造业
7	深圳得康电子有限公司	50.00	深圳	1000.00	制造业
8	深圳招商华侨城投资有限公司	50.00	深圳	10000.00	房地产业

注：1、深圳世界之窗有限公司主营业务为华侨城世界名胜微缩景区及其配套设施的建设与经营，华侨城集团持股比例为 49%，香港中旅集团持股比例为 51%。

2、深圳锦绣中华发展有限公司主营业务为经营景区游览；景点、场景复制销售；国内外旅游代理与咨询；旅游商品制作与销售；饮食烹饪，冷饮，园林雕塑，壁画设计与施工；交通服务等，华侨城集团持股比例为 49%，香港中旅集团持股比例为 51%；

3、长沙世界之窗有限公司主营业务为旅游景区及配套设施的建设与经营，华侨城集团持股比例为 25%，香港中旅集团持股比例为 26%，湖南电广传媒股份有限公司持股比例 49%。

附件 3-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

	2007 年 (调整数)	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 3 月
流动资产：					
货币资金	501841.52	432736.71	723925.71	20.11	1018068.33
交易性金融资产	5325.61	12.83	389.87	-72.94	465.85
短期投资					
应收票据	294679.12	265576.18	285110.84	-1.64	279675.33
应收账款	123886.05	148795.19	147399.41	9.08	141036.34
预付账款	72042.17	79005.57	113770.28	25.67	205211.33
应收利息	1286.50	2010.33	3252.99	59.01	2924.95
应收股利	58.89	—	6155.56	922.35	0.00
其他应收款	23586.08	26477.31	87828.03	92.97	77419.40
存货	1191074.61	1493421.54	1184527.31	-0.28	1673377.07
一年内到期的非流动资产	53700.00			--	
其他流动资产			50591.02	--	50000.91
流动资产合计	2267480.55	2448035.66	2602951.03	7.14	3448179.50
非流动资产：					
可供出售金融资产	6162.16	1065.66	1026.81	-59.18	1001.85
持有至到期投资	10000.00		80000.00	182.84	80000.00
长期应收款					
长期股权投资	71516.98	78288.39	110791.00	24.47	118797.25
股权分置流通权					
投资性房地产	96688.21	97882.75	149159.33	24.20	146753.81
固定资产	722921.26	711085.33	1062345.15	21.22	1087431.80
生产性生物资产					
在建工程	152598.80	385170.32	178570.82	8.18	220508.50
固定资产清理			2085.11	--	2104.20
无形资产	79580.16	97510.04	167636.31	45.14	170829.84
开发支出					
商誉	65315.77	192310.73	159391.52	56.22	159391.52
长期待摊费用	14259.29	25793.85	26676.48	36.78	25781.13
递延所得税资产	39005.00	48362.97	167974.01	107.52	166645.19
其他非流动资产	1354.53	1272.98	3605.06	63.14	3559.53
非流动资产合计	1259402.16	1638743.01	2109261.60	29.41	2182804.63
资产总计	3526882.71	4086778.67	4712212.63	15.59	5630984.13

附件 3-2 合并资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币万元）

	2007 年 (调整数)	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 3 月
流动负债：					
短期借款	905755.58	610480.31	435730.70	-30.64	641005.42
交易性金融负债	4008.98	1248.19		--	
应付票据	369622.15	289244.00	314511.69	-7.76	287576.94
应付账款	230770.93	334052.32	520367.77	50.16	437954.81
预收账款	69689.38	147593.99	505572.72	169.34	554780.32
应付职工薪酬	35309.32	38027.10	42012.03	9.08	33172.65
应交税费	26512.03	35156.71	161346.37	146.69	165772.80
应付利息	2235.68	824.72	2363.30	2.81	2176.85
应付股利	2303.22	790.87	160.45	-73.61	160.45
其他应付款	274467.47	353317.92	420477.09	23.77	542873.61
一年内到期的非流动负债	46494.50	101128.76	17840.47	-38.06	11660.02
其他流动负债		508290.11	302959.00	--	505435.13
流动负债合计	1967169.25	2420154.99	2723341.59	17.66	3182569.00
非流动负债：					
长期借款	166425.86	112818.85	45447.13	-47.74	458761.19
应付债券			304235.00	--	306786.24
长期应付款	20387.78	27350.09	433.93	-85.41	477.13
递延收益					
专项应付款			200.00	--	200.38
预计负债					
递延所得税负债	815.73	586.01	457.49	-25.11	457.49
其他非流动负债	46783.00	36757.84	28054.10	-22.56	29114.10
非流动负债合计	234412.38	177512.79	378827.65	27.12	795796.53
负债合计	2201581.63	2597667.78	3102169.24	18.70	3978365.53
所有者权益：					
实收资本（股本）	200000.00	200000.00	200000.00	0.00	200000.00
资本公积	180805.11	169962.92	172380.65	-2.36	172800.63
盈余公积	134540.26	134783.36	163888.34	10.37	163888.34
未分配利润	156145.96	243761.67	184970.70	8.84	203748.11
外币报表折算差额	-1633.30	-2882.30	-2549.55	24.94	-2195.67
归属于母公司所有者权益	669858.03	745625.65	718690.14	3.58	738241.41
少数股东权益	655443.06	743485.24	891353.25	16.62	914377.19
所有者权益合计	1325301.08	1489110.89	1610043.39	10.22	1652618.60
负债和所有者权益合计	3526882.71	4086778.67	4712212.63	15.59	5630984.13

附件 4 合并利润表

(单位: 人民币万元)

	2007 年 (调整数)	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 年 1~3 月
一、营业收入	1882533.39	2079327.01	2419706.59	13.37	642531.46
减: 营业成本	1273251.75	1385777.79	1654943.66	14.01	471274.57
营业税金及附加	87427.55	110211.22	104459.20	9.31	28665.29
销售费用	179339.97	182679.04	227065.72	12.52	55595.02
管理费用	136156.05	153600.04	166325.84	10.53	37827.07
财务费用	14876.01	29602.91	22890.77	24.05	7383.26
资产减值损失	8139.00	8175.96	38771.90	118.26	-576.50
加: 公允价值变动收益	-942.17	-1268.73	1625.26	--	98.53
投资收益	10680.99	8749.23	31497.49	71.72	8354.75
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	7003.73	6811.60	25464.25	90.68	0.00
汇兑收益					
二、营业利润	193081.88	216760.57	238372.25	11.11	50816.04
加: 营业外收入	2605.26	3556.15	4698.64	34.30	2142.28
减: 营业外支出	2101.43	2940.58	2647.33	12.24	450.42
其中: 非流动资产处置净损失	1035.88	1314.25	1655.85	26.43	0.00
三、利润总额	193585.72	217376.14	240423.56	11.44	52507.90
减: 所得税费用	27160.61	37404.51	42848.35	25.60	11041.02
加: 未确认的投资损失					
四、净利润	166425.11	179971.62	197575.21	8.96	41466.88
其中: 归属于母公司所有者的净利润	91194.40	87234.72	105864.50	7.74	18777.41
少数股东损益	75230.71	92736.91	91710.71	10.41	22689.46
五、每股收益					
基本每股收益					
稀释每股收益					

附件 5-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量					
销售商品、提供劳务收到的现金	1978999.59	2317113.26	2998086.95	23.08	754040.92
收到的税费返还	8248.82	7981.23	8782.24	3.18	6799.44
收到的其他与经营活动有关的现金	35865.40	82961.69	114636.45	78.78	22511.12
经营活动现金流入小计	2023113.82	2408056.18	3121505.63	24.21	783351.48
购买商品、接受劳务支付的现金	1577705.77	1649598.23	1628149.06	1.59	881265.71
支付给职工以及为职工支付的现金	147030.14	166581.65	178055.84	10.05	55300.80
支付的各项税费	144853.52	191651.69	275800.23	37.99	70013.95
支付的其他与经营活动有关的现金	271957.23	206067.47	267625.40	-0.80	103109.49
经营活动现金流出小计	2141546.65	2213899.05	2349630.54	4.75	1109689.94
经营活动产生的现金流量净额	-118432.84	194157.13	771875.10	--	-326338.47
二、投资活动产生的现金流量					
收回投资所收到的现金	14334.28	156470.14	40013.08	67.08	32.24
取得投资收益收到的现金	19910.01	17370.32	27209.32	16.90	7301.82
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	468.55	4066.79	2502.23	131.09	2777.12
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	757.76	295.20	42918.80	652.59	0.00
收到的其他与投资活动有关的现金	343436.97	56579.76	35314.65	-67.93	1406.45
投资活动现金流入小计	378907.58	234782.21	147958.08	-37.51	11517.63
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	273851.46	382807.42	340123.90	11.45	172547.64
投资支付的现金	45806.12	200613.51	86612.19	37.51	
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		14003.41	-5853.85		
支付的其他与投资活动有关的现金	354173.84	9182.78	10084.96	-83.13	
投资活动现金流出小计	673831.43	606607.13	430967.20	-20.03	172547.64
投资活动产生的现金流量净额	-294923.85	-371824.91	-283009.12	-2.04	-161030.02
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收投资收到的现金	145122.45	24008.36	14514.20	-68.38	
取得借款收到的现金	1295900.93	1924341.45	1853265.20	19.59	1001034.32
收到的其他与筹资活动有关的现金	59716.34	111667.44	158114.89	62.72	5242.79
筹资活动现金流入小计	1500739.73	2060017.26	2025894.28	16.19	1006277.11
偿还债务所支付的现金	785789.25	1727981.96	1992941.15	59.26	180069.38
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	78385.81	120818.44	84427.74	3.78	13786.32
支付的其他与筹资活动有关的现金	42.61	123197.71	311268.01	8446.66	39676.34
筹资活动现金流出小计	864217.67	1971998.11	2388636.91	66.25	233532.04
筹资活动产生的现金流量净额	636522.05	88019.14	-362742.63	--	772745.07
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-1574.05	-2623.91	-1041.05	-18.67	-309.27
五、现金及现金等价物净增加额	221591.32	-92272.55	125082.30	-24.87	285067.31
加: 期初现金及现金等价物余额	177026.69	398618.01	306345.46	31.55	431382.76
六、期末现金及现金等价物余额	398618.01	306345.46	431427.76	4.03	716450.07

附件 5-2 现金流量补充表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)
一、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	166425.11	179971.62	197575.21	8.96
加: 少数股东损益				
减: 未确认的投资损失				
加: 计提的坏帐准备或转销的坏帐				
资产减值准备	8139.00	8175.96	38771.90	118.26
固定资产折旧	51185.35	70974.91	102041.98	41.19
无形资产摊销	2080.52	2951.29	5915.22	68.62
长期待摊费用摊销	17849.88	9529.17	8960.24	-29.15
待摊费用减少(减:增加)	—	—		
预提费用增加(减:减少)	—	—		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (减:收益)	1035.88	912.37	819.56	-11.05
固定资产报废损失	140.29	—	358.05	59.76
公允价值变动损失(减: 收益)	942.17	1268.73	-1625.26	--
财务费用	12638.81	43637.62	32617.47	60.65
投资损失(减:收益)	-10680.99	-8749.23	-31497.49	71.72
递延所得税资产减少(减: 增加)	-32241.17	-9357.96	-35237.55	4.54
递延所得税负债增加(减:减少)	815.73	-229.72	-128.52	--
存货的减少(减:增加)	-422154.94	-282900.37	293769.39	--
经营性应收项目的减少(减:增加)	-46404.38	-11190.64	-89429.52	38.82
经营性应付项目的增加(减:减少)	126235.77	186261.72	244769.25	39.25
其他	5560.13	2901.66	4195.16	-13.14
经营活动产生的现金流量净额	-118432.84	194157.13	771875.10	--
二、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租赁固定资产				
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	398618.01	306345.46	431427.76	4.03
减: 货币资金的期初余额	177026.69	398618.01	306345.46	31.55
现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	221591.32	-92272.55	125082.30	-24.87

附件 6 公司主要财务指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	4.45	4.99	8.61	--
存货周转次数 (次)	1.31	1.03	1.24	--
总资产周转次数 (次)	0.64	0.55	0.55	--
现金收入比 (%)	105.12	111.44	123.90	117.35
盈利能力				
营业利润率 (%)	27.72	28.05	27.29	22.19
总资本收益率 (%)	6.52	7.31	7.60	--
净资产收益率 (%)	12.56	12.09	12.27	--
财务构成				
长期债务资本化比率 (%)	11.16	7.04	17.84	31.66
全部债务资本化比率 (%)	52.90	52.14	46.88	57.23
资产负债率 (%)	62.42	63.56	65.83	70.65
偿债能力				
流动比率 (%)	115.27	101.15	95.58	108.35
速动比率 (%)	54.72	39.44	52.08	55.77
经营现金流动负债比(%)	-6.02	8.02	28.34	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	16.50	7.36	11.96	--
全部债务/EBITDA (倍)	5.28	4.66	3.64	--
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.28	-0.11	0.34	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	-24.21	-3.75	14.99	--
本期中期票据偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.41	1.74	1.95	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	10.12	12.04	15.61	3.92
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.59	0.97	3.86	-1.63
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-2.07	-0.89	2.44	-2.44

注：上表中 2007 年数据为 2008 年初调整数据，2010 年 3 月财务数据未经审计。

附件 7 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附表 8 中长期债券信用等级的定义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级的含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 华侨城集团公司 2010 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

华侨城集团公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。华侨城集团公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，华侨城集团公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注华侨城集团公司的经营管理状况及相关信息，如发现华侨城集团公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如华侨城集团公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至华侨城集团公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送华侨城集团公司、主管部门、交易机构等。

