跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1421 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持华侨城集团公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定；并维持“11华侨城MTN1”、“11华侨城MTN2”、“13华侨城MTN1”、“14华侨城MTN1”、“15华侨城MTN1”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月二十四日

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（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

华侨城集团公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11华侨城MTN1	14亿元	2011/03/09-2016/03/09	AAA	AAA
11华侨城MTN2	14亿元	2011/12/14-2016/12/14	AAA	AAA
13华侨城MTN1	30亿元	2013/03/20-2016/03/20	AAA	AAA
14华侨城MTN1	14亿元	2014/08/08-2017/08/08	AAA	AAA
15华侨城MTN1	30亿元	2015/05/28-2020/05/28	AAA	AAA

跟踪评级时间：2015年7月24日

财务数据

项　目	2012年	2013年	2014年	15年3月
现金类资产(亿元)	175.13	176.80	229.05	205.34
资产总额(亿元)	931.11	1044.74	1180.45	1172.07
所有者权益(亿元)	274.98	332.63	408.61	421.61
长期债务(亿元)	117.08	145.95	190.64	194.41
全部债务(亿元)	352.01	259.96	341.73	342.24
营业收入(亿元)	406.65	482.17	502.86	87.74
利润总额(亿元)	57.44	70.60	83.51	8.69
EBITDA(亿元)	81.21	95.71	110.56	--
经营性净现金流(亿元)	63.50	127.57	-4.50	-12.70
营业利润率(%)	29.13	26.94	27.56	24.22
净资产收益率(%)	15.92	14.88	14.51	--
资产负债率(%)	70.47	68.16	65.38	64.03
全部债务资本化比率(%)	56.14	43.87	45.54	44.80
流动比率(%)	113.09	122.14	136.20	139.52
全部债务/EBITDA(倍)	4.33	2.72	3.09	--
EBITDA利息倍数(倍)	4.08	4.13	4.77	--
经营现金流动负债比(%)	11.82	22.92	-0.80	--

注：公司2015年1季度财务数据未经审计；短期债务及相关指标计算包含“其他流动负债”；长期债务计算包含“长期应付款”。

分析师

胡　鑫　　徐　璨
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

跟踪期内，华侨城集团公司（以下简称“公司”或“华侨城集团”）主营业务构成稳定，旅游综合板块和房地产板块收入大幅增长，“旅游+地产”经营模式行之有效，盈利能力强；电子业务板块收入受行业需求影响略有下降。

未来公司将继续加大大型旅游综合项目投资，随着产品结构的不断完善及重点投资项目的陆续建成使用，公司综合竞争力有望进一步提升。

综合考虑，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）维持华侨城集团AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定；并维持“11华侨城MTN1”、“11华侨城MTN2”、“13华侨城MTN1”、“14华侨城MTN1”、“15华侨城MTN1”AAA的信用等级。

优势

1. 公司是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应。
2. 2014年公司电子业务强化了研发体系、供应链系统和销售系统的协同运作和有效配合。
3. 跟踪期内，公司房地产及旅游综合业务收入等主要板块均有不同程度的增长，整体盈利能力强。公司土地储备充足，为后续发展奠定了基础。
4. EBITDA及经营活动现金流对存续期内债券保障能力较强。

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. 公司经营活动净现金流波动大。
3. 受房地产低迷影响，预收款大幅下降，存货规模大。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于华侨城集团公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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20.0亿元。2010年，经国务院国有资产监督管理委员会国资评价【2010】1122号文批准，公司以资本公积、盈余公积、未分配利润转增实收资本至54.5亿元。2011年，公司注册资本增至56亿元，增长部分系财政部下拨国有资本预算支出资金对公司增资所致。2012年1月，经国务院国资委国资收益【2011】1368号文批复，公司以货币资金增加实收资本5亿元，实收资本增至61亿元。2013年4月，经国务院国资委国资收益【2012】982号文批复，公司以货币资金增加实收资本2亿元，实收资本增至63亿元。截至2015年3月底，公司实收资本63亿元。

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、印刷行业及其关联产业投资和管理。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2014年底，公司拥有一级子公司6家；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2014年底，公司资产总额1180.45亿元，所有者权益合计408.61亿元（其中少数股东权益190.31亿元）；2014年公司实现营业收入502.86亿元，利润总额83.51亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额为1172.07亿元，所有者权益合计为421.61亿元（其中少数股东权益193.04亿元）。2015年1~3月，公司实现营业收入87.74亿元，利润总额8.69亿元。

公司注册地址：广东省深圳市南山区华侨城；法定代表人：段先念。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的

新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

公司是一个跨区域、跨行业经营的大型中央直属企业集团，形成了以旅游、房地产、电子业务为主的经营架构。

旅游行业

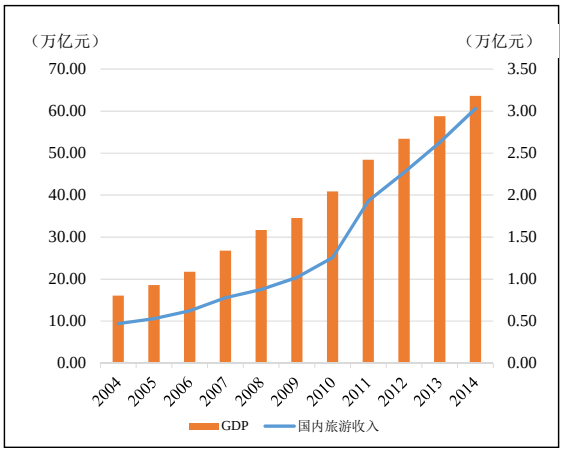
1. 行业概况

中国旅游业自1978年作为一个经济产业起步以来，经过30多年的发展，产业形象日益鲜明，规模不断壮大，已成为国民经济中发展速度最快、最具国际竞争优势的产业之一。

“十一五”期间，中国旅游业保持了平稳较快发展的良好势头，国内旅游人数平均增长12%，入境过夜旅游人数年均增长3.5%，出境旅游人数年均增长19%，全国旅游业总收入年均增长15%。中国跃居全球第四大入境旅游接待国和亚洲第一大出境旅游客源国，居民人均出游率达1.5次，旅游直接就业达1350万人，旅游消费对社会消费的贡献超过10%，旅游业对

中国经济社会发展的积极作用更加明显。2012年国内旅游收入2.27万亿元，同比增长17.6%；2013年，受政府抑制“三公消费”等政策影响，国内旅游收入增速较2012年有所放缓，为2.63万亿元，同比增长15.7%；2014年国内旅游收入3.38万亿元，同比增长14.7%。

图1　2004～2014年GDP与国内旅游收入



数据来源：国家旅游局和国家统计局

2. 政策环境

中国旅游业作为第三产业的主要支柱行业，其在调整产业结构、节约资源、创造就业机会、缩小区域发展差距、缩小城乡发展差距等方面具有明显的优势，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。

2011年12月公布的《中国旅游业“十二五”发展规划纲要》提出要通过推展消费需求，全面发展国内旅游，提升发展质量，积极发展入境旅欧，同辉加强服务引导，有序发展出境旅游，力争到2020年中国旅游产业规模、质量、效益基本达到世界旅游强国水平，同时使旅游服务质量明显提高，市场秩序明显好转，可持续发展能力明显增强。

2012年2月国务院七部委联合发布的《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》（银发【2012】32号）文件，以加强和改进对旅游业的金融服务，完善金融支持政策，促进旅游业加快发展。

2013 年 11 月，中共中央、国务院印发《党政机关厉行节约反对浪费条例》（以下简称“《条例》”），并发出通知，要求各地区各部门认真贯彻执行。《条例》中明确列示“国内差旅和因公临时出国（境）”，对公务出行的费用标准进行严格把控，并且“严禁无明确公务目的的差旅活动，严禁以公务差旅为名变相旅游，严禁异地部门间无实质内容的学习交流和考察调研。”

2014 年 8 月 9 日，国务院以国发〔2014〕31 号印发《关于促进旅游业改革发展的若干意见》（以下简称《意见》），部署进一步促进旅游业改革发展，提出到 2020 年，境内旅游总消费额达到 5.5 万亿元，城乡居民年人均出游 4.5 次，旅游业增加值占国内生产总值的比重超过 5%。

总体看，中央和地方政府近年来推行的旅游刺激方案存在积极意义，能够平缓因外部不利经济环境而带来的负面影响，最大限度保持中国旅游产业的相对平稳健康发展。虽然短期内限制“三公消费”、“八项规定”和“六项禁令”等中央政策对公务差旅的抑制一定程度上造成了对旅游业的影响，但从中长期来看，随着人民收入水平的提升及旅游产业相关支持政策效应的显现，整体上将提振个人消费旅游及国内旅游市场，从而增强中国旅游行业的竞争力。

3. 市场竞争

从国内旅游市场的竞争格局看，虽然中国旅游业的总体规模已经位居世界前列，但发展模式单一，产业形态落后，产业集中度低，行业秩序混乱，产品质量不高等深层结构问题依然存在，中国旅游企业的实力和规模也相对弱小。与国外有竞争力的旅游企业相比，中国旅游企业无论从资产规模、营业收入规模、盈利能力角度看，还是从业务地点分布、业务类型多样性角度看，都还存在相当巨大的差距。仅从上市旅游公司的数量来看，截至2014年底中国共有约2500家A股上市公司，其中旅游类上市公司占比不足2%。旅游类上市公司比重较低

的现象与旅游业在国民经济中的重要地位不太相称，在一定程度上也说明目前旅游类公司的整体实力偏弱。

整体来看，受到旅游行业经营模式特殊性的影响，旅游企业之间即是相互依存的合作伙伴，又为相互排斥的竞争对手，旅游市场的竞争在一段时期内仍将较为激烈。宏观经济的不确定性短期内对国内旅游市场产生了一定冲击，但从长远看，近期政策的出台有利于产业整合和市场规范，行业内劣势企业将在竞争中加快得以淘汰，从而为优势企业进一步控制市场资源、提高市场占有率提供了机遇，行业长期竞争格局有望得到改善。

房地产行业

2014 年中国房地产市场步入调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。在此背景下，中央政策以“稳”为主，更关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求，稳定住房消费。各地则因时因地灵活调整，加速房地产市场化转型；限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。

进入 2014 年，房地产行业外部大环境正在酝酿变化，众多经济体制中深层次的矛盾开始凸显，土地、财税以及一些不与地产直接相关的制度，如利率汇率的决定、投融资制度等的改革，都对房地产市场的发展产生了一定的影响。2014 年中国房地产市场持续低迷。其中，房地产开发方面，2014 年，全国房地产开发投资额增速创近五年新低。全年房地产开发投资 9.5 万亿元，同比增长 10.5%，增速较 2013 年回落 9.3 个百分点。其中，住宅投资 6.4 万亿元，增长 9.2%，增幅较 2013 年回落 10.2 个百分点；办公楼投资 0.6 万亿元，增长 21.3%，增速较 2013 年回落 16.9 个百分点；商业营业用房投资 1.4 万亿元，增长 20.1%，增速较 2013 年回落 8.2 个百分点。2014 年，全国房屋新开工面积同比持续下降，全年全国房屋新开工面积为 18.0 亿平方米，同比下降 10.7%，其中，住宅新开工面积 12.5 亿平方米，同比下降 14.4%。全国房屋施工面积 72.6 亿平方米，同比增长 9.2%。全国房屋竣工面积 10.7 亿平方米，同比增长 5.9%。房地产销售方面，全国商品房销售面积和销售额同比双降。2014 年，全国商品房销售面积为 12.1 亿平方米，同比下降 7.6%，销售额为 7.6 万亿元，同比下降 6.3%。分物业来看，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长。住宅销售面积为 10.5 亿平方米，同比下降 9.1%，销售额为 6.2 万亿元，同比下降 7.8%；办公楼销售面积为 2498 万平方米，同比下降 13.4%，销售额为 2944 亿元，同比下降 21.4%；商业营业用房销售面积为 9075 万平方米，同比增长 7.2%，销售额为 8906 亿元，同比增长 7.6%。房地产供求对比方面，2014 年市场整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。20 个代表城市成交量同比下降 8.6%，供应量同比增长 3.2%，销供比为 0.82，较 2013 年的 0.93 明显下降。其中，北京当年成交减少而供应增加，供销比仅为 0.64，与 2013 年 1.53 的水平差距较大；上海、广州、武汉也由 2013 年的供需基本平衡转为 2014 年的供大于求，销供比分别下降至 0.80、0.70、0.88。2014 年前三季度，市场销售下降、供应增加，推动整体库存持续攀升，出清周期延长。进入四季度，销售有所回升，库存仍高位盘整，截至 2014 年 12 月底，20 个代表城市可售面积为 18782 万平方米，环比增长 1.8%，较 2013 年同期增长 25.5%，为近五年以来最高水平。

宏观调控政策方面，2014 年，在全国房地产行业整体降温的大背景下，宏观调控理念正在逐步发生变化。

首先，新常态下中央调控更注重市场化，以金融手段鼓励自住性住房消费。中央调控强调长期性及稳定性，着眼深化各项改革。新型

城镇化、土地制度改革、金融制度改革等与房地产市场长期发展相关的制度建设成为两会工作报告重点。据此，2014 年中央出台房地产相关政策均以注重长期未定发展的制度建设为主，未再出台新的短期行政手段。年末中央工作会议再度未直接提及房地产，房地产调控去行政化趋势明显。中央多轮表态推进金融体制改革，货币政策注重精准定向微调。自 2014 年 4 月以来，央行明确指出要持续实施稳健的货币政策，继续深化金融体制改革，并贯彻定向调控要求；5 月 30 日，国务院常务会议提出要保持货币信贷和社会融资规模合理增长，加大“定向降准”措施力度。二季度以来，央行多次定向调整释放流动性，推进金融市场发展；年末央行对金融机构存款统计口径进行调整，拓宽存贷比指标中的存款口径从而增强整体流动性。同时监管层允许已上市房地产企业在银行间市场发行中期票据，表明监管层对于房地产融资的态度从原来的单向打压转为双向调节，中型房企的资金压力得到缓解。此外，支持自住性刚需，差别化信贷政策自 2010 年以来首度放松。9 月 30 日，央行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（以下简称“‘930’新政”），对个人住房贷款需求的支持力度大幅提升：首套房贷利率下限重回基准利率的 0.7 倍；已有一套住房并已结清相应购房贷款后再次申请贷款的，银行执行首套房贷款政策。上述对首套房“认贷不认房”界定标准较此前“认贷又认房”大幅放宽。

其次，限购退出后金融财政政策主导，地方政策因地因时多轮灵活调整。2014 年初，各地房地产市场持续分化，热点一二线城市仍在加强监管；二季度以来多个城市陆续取消限购，仅五市（北京、上海、广州、深圳、三亚）未放开；三季度各地限购放开步伐加快，或定向或全面取消限购，同时限购放松力度也逐渐加大，多个城市出现再次调整，限购政策由局部调整向全面放开。

此外，金融信贷、公积金政策跟进调整，财税补贴鼓励自住刚需。地方政策调整更加灵活，重点加大信贷支持力度，三季度以来，限购集中退出，部分城市短期成交回升，但仍未扭转整体下行趋势。在经济偏弱、旺季不旺的背景下，以信贷为主的利好政策陆续出台，意在扭转市场预期，刺激市场需求。9 月底央行“930”新政出台后，地方信贷政策放松成大势。全国多地调整公积金政策，降门槛、增额度促进需求释放。继三季度取消限购、“930”新政放松信贷后，通过公积金支持自住需求成为各地进一步调整的主要手段。10 月 9 日中央出台《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，随后多个省市陆续跟进。据不完全统计，2014 年以来对公积金调整放宽的省市已近 40 个。同时在央行降息后，各地相应央行要求，公积金贷款利率普遍下调 0.25 个百分点。

户籍、土地改革、不动产统一登记进程加快，长效机制顶层设计有序推进。11 月《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》出台，提出稳定完善农村土地承包关系，规范引导农村土地经营权有序流转。同时，国土资源部正式发布《节约集约利用土地规定》和《关于推进土地节约集约利用的指导意见》，对大力推进节约集约用地进行整体部署，实现“控总量、挤存量、提质量”，东部地区特别是优化开发的三大城市群地区将以盘活存量为主，率先压减新增建设用地规模。

2015 年一季度，在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构，房地产方面则积极聚焦于促销费，鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策，连续降准降息，降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。两会定调稳定住房消费，中央地方供需两端政策齐出，刺激需求促进库存去化，改善性需求获重大支持。去库存、促消费、稳增长

是 2015 年房地产政策的主要基调，未来货币政策仍有望趋于宽松，地方或可因城施策出台进一步刺激措施。从行业相关指标看，自 2014 年下半年多重政策推动下，2015 年一季度，市场成交回暖，供需呈现双增长，成交增幅高于供应，带动销供比小幅增长，20 个代表城市成交量同比增长 6.5%，供应量同比增长 3.8%，销供比为 1.1，同比小幅增长 0.03。库存方面，据初步统计，截至 2015 年 3 月底，20 个代表城市可售面积为 17348 万平方米，环比下降 1.8%，较 2015 年 1 月的高点回落 3.7%，但从绝对量来看，库存仍位于历史较高水平。

总体看，2014 年以来，由于宏观经济增速低于预期、货币政策趋紧、银行信贷紧缩等因素影响，全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下，宏观调控政策导向促房地产市场化转型，深化改革建立长效机制推进稳增长。自 2014 年下半年，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策，使市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现爆发式增长。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

家电行业

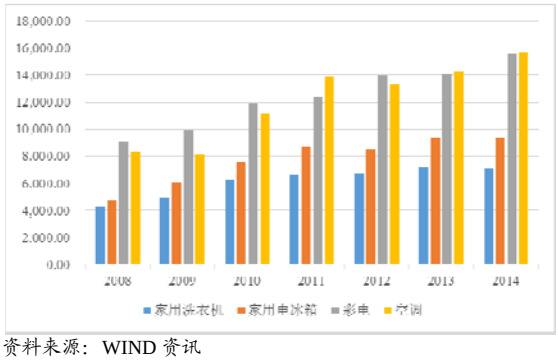
（1）行业概况

经过二十多年的快速发展，中国家电工业已具有相当的规模。中国业已成为世界最大的家电生产国，冰箱、洗衣机、空调和彩电四大传统家电的产量均居世界首位，其中冰箱、洗衣机产量占全球 40%以上，彩电产量占 50%以上，空调产量占 70%以上。

目前，中国家电行业发展进入了成熟期，呈现出如下特点：第一，作为高度竞争和充分发展的行业，家电厂商一般追求规模经济，努力通过扩大规模降低生产成本；第二，由于投入规模大，行业门槛较高，家电行业的新进入者减少；第三，随着全球经济一体化进程的加快，家电行业的竞争逐步打破国与国之间的界限，大型家电厂商在全球范围内进行生产以及市场的战略部署，使得家电企业之间的竞争已由过去的国内企业之间的竞争演变为跨国集团之间的较量。

根据工业和信息化部数据显示，2013 年家用电器行业主营业务收入 12843.0 亿元，累计同比增长 14.2% ，2014 年家用电器行业主营业务收入 14139.1 亿元，累计同比增长 10.0% ，2015 年 1－4 月，家用电器行业主营业务收入 4302.1 亿元，累计同比增长 3.0% ，家电市场需求整体放缓。2014 年，累计出口交货值 3402.5 亿元，累计同比增长 5.4%。2015 年 1－4 月，累计出口交货值 1131.9 亿元，同比增长 2.2%，出口业务明显增长。2014 年，受宏观经济下行影响，家电行业有所分化，其中，彩电累计产量 15542 万台，同比增长 6.20%；空调累计产量 15717 万台，同比增长 11.50%；电冰箱累计产量 9337 万台，同比下降 1.00%；洗衣机累计产量 7114 万台，同比下降 1.22%。

图 2　近年来中国主要家电产品产量



资料来源：WIND 资讯

产业布局方面，长三角、环渤海湾和珠三角地区是家电行业的主产区，约占据了国内空调产能的 85%、冰箱产能的 70%、洗衣机产能

的 75%。随着中西部地区城市化进程加快和配套设施的完善，家电产业已经开始向中西部地区梯次发展以降低人工成本，中西部承接部分东部产业转移成为近年来产业布局调整的热点。安徽、湖北、四川和重庆的家电生产能力不断扩大。

产业集中度方面，近些年家电龙头企业通过收购与投资，在冰箱、洗衣机、空调等行业的市场份额不断提高。市场集中度的持续提高加强了龙头企业在产业链中的地位，一定程度上强化了企业上下游的议价能力。另外，较高的市场集中度也有助于提高企业在产品定价和标准制定方面的话语权。

（2）行业关注

房地产行业走势影响家电消费

2014 年 9 月以后，房地产调控政策有所放松，放松限购的城市继续增多。从整体需求情况看，2014 年上半年房地产市场在前期限购、限贷调控政策整体不放松、信贷政策趋紧情况下，行情低迷；下半年限购和信贷政策有所放松。2014 年全年商品房销售面积 120648.54 万平方米，较上年同期下降 7.6%；其中，现房销售面积 28869.57 万平方米、期房销售面积 91778.97 万平方米。从整体供应情况看，进入 2014 年，受到资金面偏紧，政策调控等多方面影响，全国地产投资有所放缓，2014 年商品房新开工面积 179592.49 万平方米，同比下降 10.7 个百分点；由于前期快速增长的房地产项目陆续完工，全年商品房竣工面积累计 107459.05 万平方米，同比增长 5.9 个百分点； 2014 年商品房施工面积增速有所回落，全年商品房施工面积 726482.34 万平方米，同比增长 9.2 个百分点。需求结构方面，2014 年商业营业用房销售依然保持增长趋势，而住宅销售下降幅度较大，住宅销售同比下降 9.1%。总体 2014 年中国房地产市场持续低迷，国房景气指数逐月下降。基于此，家电消费与房地产行业紧密联动，房地产行业的低迷很大程度上影响了国内家电产品的销售状况。

优惠政策相继退出

“家电下乡”（2007年12月至2013年1月）、“以旧换新”（2009年5月至2012年1月）、“节能惠民”（2012年6月至2013年5月）等曾经极大推动家电消费的优惠政策相继退出，会阶段性影响部分家电产品的需求，在经济形势日趋复杂的背景下，相关优惠补贴的取消将直接影响到家电厂商的收入水平。

（3）产业政策

2015年1月8日，国家发改委等七部门联合发布了《关于印发能效“领跑者”制度实施方案的通知》，明确提出在变频空调、电冰箱、滚筒洗衣机、平板电视等品牌实施能效“领跑者”制度，鼓励企业研发并使用更新的节能技术。

（4）未来发展

随着中国经济由以往的高速增长进入中高速增长的“新常态”，2014 年中国家电业产品销售量增速放缓。但是，家电消费升级态势仍保持良好，产品结构持续优化，环境健康类产品快速增长。随着产业升级的深化，2015 年中国家电业有望平稳度过市场平淡期，站上历史的新高点。

2015 年是“十二五”规划的最后一年，中国经济“新常态”使得家电业面临比以往更大的挑战，全球经济依然面临诸多不确定因素。随着家电行业转型升级的持续深化，以技术创新为主的发展动力进一步增强。

在“新常态”的形势下，预计 2015 年冰箱（含冷柜）、洗衣机的国内市场需求规模将大致保持在 2014 年的水平；未来消费升级将继续成为推动家电业发展的主要动力，高端化、数字化、智能化的科技革命在更深层次影响家电业的产业变革，将成为家电市场的消费趋势；产业面临国际市场消费升级的挑战；2015 年网络销售的新方向将向农村市场延伸，今后面向海外市场的网络销售还将为家电业提供更为广阔的发展天地。

五、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。国务院国有资产监督管理委员会持有公司全部股权，为公司实际控制人。

2. 基础素质

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。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及领导变动等方面无重大变化。

七、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。

2012～2014年，公司主营业务收入持续增长，分别为405.07亿元、479.64亿元和501.65亿元。从主营业务构成来看，电子业务、旅游综合业务及房地产业务合计占比均在90%以上，其中电子业务三年占比分别为44.73%、41.19%和38.03%，虽然呈下降趋势，但仍然为公司最主要的收入来源；公司旅游综合业务占比呈上升趋势，2014为30.25%；公司房地产业务占比保持基本稳定，2014年为29.77%。

从毛利率来看，2012～2014年，公司收入占比最大的电子业务毛利率有所下降，三年分别为17.91%、16.67%和13.66%；旅游综合业务板块毛利率一直维持在45%以上，2014年为49.23%，盈利能力强；房地产业务毛利率高，2014年为66.00%。总体看，公司主营业务毛利率近年保持较高水平，2014年为39.96%

表1 公司主营业务收入情况 （单位：万元、%）

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	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	1818975	44.73	17.91	1975455	41.19	16.67	1907539	38.03	13.66	451443	51.78	15.05
旅游综合业务	1029563	25.32	45.74	1310669	27.33	49.34	1517389	30.25	49.23	193452	22.19	37.28
房地产业务	1107904	27.24	60.45	1422572	29.66	58.71	1493318	29.77	66..00	203473	23.34	70.70
包装业务	81770	2.01	13.62	75998	1.58	9.30	83228	1.66	11.80	19361	2.22	11.19
其他业务	28432	0.70	6.98	11729	0.24	-9.80	14684	0.29	11.45	4144	0.47	19.41
小计	**4066644**	**100**	**37.12**	**4796423**	**100**	**37.89**	**5016158**	**100**	**39.96**	**871873**	**100**	**33.55**
内部互相抵消	15973	--	--	--	--	--	--	--	--	3520	--	--
主营业务合计	**4050671**	**--**	**37.26**	**4796423**	**--**	**--**	**5016458**	**--**	**--**	**868353**	**--**	**--**

资料来源：公司提供

2015年1～3月，公司实现主营业务收入86.84亿元，占上年全年的17.31%。其中，电子业务、旅游综合业务及房地产业务分别占51.78%、22.19%、23.34%；公司主营业务毛利

率为33.55%。

总体看，公司主营业务收入结构较为稳定，盈利能力强。

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。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。截至2014年底公司持有华侨城股份股权56.63%。2014年华侨城股份实现营业收入307亿元，利润总额78亿元。

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。

旅游综合业务

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，在深圳、北京、上海、成都、武汉建成了主题公园，2013年公司天津欢乐谷、上海玛雅海滩水公园和云南华侨城温泉水公园建成开园，进一步丰富了公司产品线，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。

2014年，公司旅游综合业务大力开拓市场，丰富经营手段，克服了天气、市场和政策等方面不利因素，经营情况保持稳定，全年实现游客接待量2528万人次，同比下降3.44%。但受票价提升，旅游地产销量增长等因素影响，2014年公司旅游综合业务收入151.74亿元，同比上升15.77%，毛利率49.23%，与上年基本持平。

表 2　华侨城主题旅游综合项目开发情况（截至 2015 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	商用物业板块		
				总建筑面积（万㎡）	销售比率	建设进度
北京华侨城	58	123.44	三期改造及室内大馆已全部完工并对外开放	48.3	98%	所有商品房均已完工，并已办理完竣工验收手续。
成都华侨城	139	171.84	已于 2009 年 1 月 18 日正式对外营业	119	79%	完成 91%
武汉华侨城	165.97	211.81	1、欢乐谷公园2012年4月29日开业；水公园2012年7月12日开业；2、玛雅酒店2012年10月12日开业；3、哈克公园2013年3月28日开业； 4、演艺中心因规划调整，暂停施工；5、前广场建筑群已全面竣工并投入使用；6、前广场商业已竣工开业，开业商家20户。	150.50	36.86%	二期低密度外立面装饰装修完成95%，二期高层T31、T34楼地面、公共区域装修收尾；分部、专项验收，二期高层完成90%以上，地产三期尚未开工，欢乐谷二期工程规划调整正进行第一轮报批；桩基工程完成80%。
上海华侨城	33.99	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	—	—
深圳欢乐谷	12.83	35	1998 年 10 月对外开放	32.82		
天津华侨城	160.11	204.60	已于 2013 年 7 月 27 日正式营业	134.93	16.70%	沿湖商住开工时间 2013.6，竣工时间 2014.12.30，35#楼商业酒店，36#-39#楼首层为商业，二层及二层以上为住宅，总户数 132 户。

项目名称	总投资（亿元）	总占地面积（万㎡）	主题公园板块	商用物业板块		
				总建筑面积（万㎡）	销售比率	建设进度
欢乐海岸	42.87	56	1.创展中心、曲水湾、旅游信息中心、水秀及海洋奇梦馆已正式对外营业； 2.万豪行政公寓、蓝汐精品酒店、华会所已正式对外营业； 3.购物中心于 2013 年 9 月起试运营。	5.91	100.00%	一、二标段公寓整体完工。
东部华侨城	97.8	837.4	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	14.48	79.39%	天麓 1、2、7、6、8、9、3、5 区地块已全部完工。
泰州华侨城	32.22	207.00	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；公园球场及会所已于 2010 年 10 月 1 日对外试业；古寿圣寺景区已于 2011 年 7 月 23 日竣工并试业；温泉 VIP 加建洋楼主体完工。	31.79	12.10%	地产一期(一、二批)、地产二期(一批)已全部完工，地产二期（二批）、三期、四期还未开工。
云南华侨城	80.00	389.65	温泉大馆于 2013 年 10 月试营业，室外水乐区将于 2014 年上半年投入使用；体育公园于 2013 年 5 月试营业；生态花谷、人工湖及湿地公园、滇越铁路等项目，正在进行概念设计、岩土工程勘查等前期工程。	50.00	8.92%	天麓一区已峻工验收完成;天麓二区目前处于在售，工程于 2012 年 12 月峻工验收完成;群樱荟已于 2013 年 12 月峻工验收完成.馨香园预计于 2015 年 4 月峻工验收。
宁波华侨城	166.00	--	--	169.74	--	欢乐海岸项目: 1、B5 地块:10#、12#、13#楼结构封顶完成，11#楼 16 层结构完成，砌体完成 90%。 2、B4 地块:1#、2#、5#、6#、7#、8#楼±0.00 结构完成。地下室顶板完成 75%。 道口：水泥稳定碎石层铺设完成。

资料来源：公司提供

酒店业务方面，目前公司拥有和管理酒店近50家，客房数量一万余间，其中已开业酒店30家，客房约6000间。公司旗下拥有“华侨城（大）酒店”、“威尼斯酒店”、“奥思廷酒店”、“城市客栈”等多个酒店品牌，从白金五星级到经济型酒店，品牌体系较为完善。各酒店在区域市场内具备较高影响力。华侨城大酒店、威尼斯酒店和海景奥思廷酒店的入住率、间房收益等指标分别位居深圳市豪华商务酒店、商务五星级酒店、商务四星级酒店各细分市场的前列。

表3　2014年华侨城各酒店经营情况

	华侨城大酒店	威尼斯酒店	茵特拉根酒店	菩提宾舍	茵特拉根房车酒店	茵特拉根瀑布酒店	茵特拉根黑森林酒店	海景酒店	城市客栈	泰州温泉奥思廷酒店	武汉玛雅海滩酒店	欢乐海岸-蓝汐精品酒店	欢乐海岸-万豪行政公寓
星级	白金五星	五星级	五星级	五星级	四星级	四星级	四星级	四星级	经济型	未评星级	四星级	未评星级	未评星级
客房数（间）	540	368	288	21	180	331	312	436	2657	252	215	57	157
接待游客（万人次）	72.95	43.88	8.87	0.28	4.30	7.88	6.96	47.19	44.50	36.06	11.98	6.65	4.54
入住率（%）	75%	75%	45%	38%	44%	44%	42%	85%	59%	34%	48.85%	65.40%	58.29%

平均房价（元）	1058	782	1145	887	382	448	570	496	231	416	353.63	1397	1516.60

资料来源：公司提供

2015 年 1～3 月，公司旅游综合业务实现收入 19.35 亿元，占主营业务收入的 22.19%，毛利率为 37.28%。

房地产业务

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。

通过“旅游+地产”的开发模式，公司房地产业务近三年实现平稳较快扩张。2014年，公司密切把握政策动向和市场变化，进一步优化了产品结构，提高了周转能力和成本控制能力，加快了资金回笼速度，收入较去年有所增加，房地产板块保持良好的发展趋势。2014年公司房地产业务实现营业收入149.33亿元，同比增长4.97%。公司房地产业务毛利水平持续维持高位，2014年为66.00%，同比上升7.29个百分点。

2015年1～3月，公司房地产业务实现收入20.35亿元，毛利率为70.7%。

表 4　截至 2015 年 3 月末华侨城在售房地产项目情况

项目名称	总投资（亿元）	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）
纯水岸十五期 2 区	10.80	107816	2013 年 8 月	95%	62368	88045	43488
纯水岸十六期	2.60	21574	2014 年 7 月	98%	55473	84788	41274
LOFT 公馆	10.50	72112	2014 年 9 月	77%	57421	74643	45032
曦城四期	10.80	69768	2010 年 9 月	99%	74065	116271	43042
曦城五期	12.97	51000	2012 年 8 月	86%	89428	132932	73660
曦城六期	7.71	28080	2012 年 4 月	98%	43324	53333	37936
曦城商业北区	1.76	6189	2013 年 1 月	96%	42987	82259	31600
曦城商业南区	5.64	28712	2014 年 4 月	37%	41410	63042	25915
新浦江城院邸	2.42	19198	2006 年 10 月	80%	20928	50920	16300
新浦江城二期 122-11 地块	7.67	91857	2009 年 3 月	99%	12978	19350	7068
新浦江城二期 122-8 地块	4.71	43419	2009 年 10 月	67%	24493	34920	14588
新浦江城二期 122-9 地块	5.23	46948	2009 年 10 月	93%	27820	49914	17023
新浦江城二期 122-12 地块	7.90	91976	2010 年 8 月	98%	18931	27569	13356
新浦江城二期 122-13 地块	10.76	105598	2011 年 11 月	88%	19284	31071	13366
新浦江城 123-1 地块	9.64	94230	2012 年 5 月	94%	23870	39643	16943
新浦江城 123-2 地块	12.39	39451	2013 年 3 月	96%	26522	42689	22219
新浦江城 122-4 地块	3.64	46343	2014 年 2 月	11%	18984	21539	17000
新浦江城 122-10 地块	6.80	30211	2014 年 6 月	10%	64000	70555	58267
新浦江城 122-14 地块	11.88	91698	2014 年 7 月	56%	27923	36191	23523
万锦 5 号楼	6.87	26090	2010 年 9 月	99%	52311	60179	46767
万锦 6 号楼	7.27	28265	2011 年 6 月	99%	52569	59668	46830

万锦 4 号楼	6.83	21814	2012 年 5 月	98%	47497	59674	41508
万锦 4 号楼（商铺）	0.19	595	2012 年 8 月	89%	98837	107412	91378
108 坊曲江一期 B-1 地块	2.93	40101	2010 年 12 月	95%	18037	26027	14090
108 坊曲江一期 B-2 地块	2.61	37396	2011 年 3 月	90.00%	21000	34808	15163
108 坊曲江一期 A 地块	4.80	49560	2012 年 4 月	62.00%	18000	35000	20100
108 坊曲江二期	4.40	59300	2012 年 7 月	82%	17200	15947	18656
108 坊曲江三期	5.50	58700	2013 年 6 月	65%	17000	22000	12000
曲江天鹅堡项目一期	7.00	113000	2012 年 9 月	95%	11000	12500	9800
天津华侨城 C 地块一期北区	4.16	79142	2011 年 8 月	98%	9250	21309	6339
天津华侨城 C 地块一期南区	3.44	58444	2012 年 8 月	91%	9774	24432	5094
天津华侨城 C 地块高层一期	1.62	31253	2013 年 5 月	98%	7019	9939	6000
天津华侨城 C 地块沿湖商住楼	1.53	21580	2014 年 5 月	18%	8624	9579	8146
天津华侨城 C 地块高层二期	4.03	87378	2014 年 8 月	31%	7230	11660	6730
上海置地 41 街坊 A、B 办公式公寓	9.60	37474	2012 年 9 月	90%	50236	57874	44149
上海置地 41 街坊 A、B 商业	1.30	6220	2012 年 12 月	35%	109561	190300	60560
上海置地 41 街坊 C 办公式公寓	0.73	2529	2013 年 10 月	85%	56576	65431	49290
上海置地 1 街坊 T1 住宅	17.45	26982	2012 年 9 月	52%	94031	130586	68772
上海置地 1 街坊 T2 住宅	18.64	26483	2014 年 9 月	36%	84561	126368	65162
顺德华侨城住宅一期	14.98	85429	2015 年 1 月	13%	25244	38092	12693
北京地产五期	8.40	124263	2013 年 3 月	93%	39093	50617	28266
成都地产三期	15.02	223062	2010 年 8 月	98%	12897	58042	5385
成都地产四期	12.02	220610	2011 年 8 月	94.22%	11006	33484	6459
成都地产五期	13.29	207225	2012 年 10 月	74.98%	9885	30890	7645
成都商业地产（创想中心）	6.15	115360	2013 年 9 月	33.11%	10441	12675	8407
武汉纯水岸东湖一期	22.46	371463	2012 年 5 月	95.23%	15586	47998	8830
武汉纯水岸东湖二期	25.50	437454	2013 年 11 月	31.14%	17724	49547	8964
天麓八区	5.60	14858	2010 年 1 月	93%	126745	153634	90288
天麓三区莱茵堡	2.54	11526	2011 年 9 月	20%	81323	109220	59743
天麓三区莱茵庄园	9.57	39908	2012 年 8 月	57%	69602	130710	31429
泰州纯水岸一期二批	1.56	25856	2010 年 11 月	45%	15291	21308	10301
泰州纯水岸二期一批	1.31	22351	2012 年 6 月	25%	8734	11406	6369
云南地产一期天麓二区	4.10	30832	2012 年 6 月	35%	23844	27660	18902
云南地产一期群樱荟	0.94	11520	2013 年 3 月	63%	16329	20345	12783
云南地产一期馨香园	0.75	21309	2014 年 9 月	32%	4335	5096	3399

资料来源：公司提供

表5　2015年3月底公司土地储备情况（单位：万平方米）

序号	土地储备项目	未开发土地面积	其中：旅游项目占地面积	未开发建筑面积	取得时间
1	深圳城区	34.00	-	107.40	2003-1
2	曲江华侨城	8.02	-	34.05	2011-9
3	天津华侨城	136.00	45.05	149.00	2010-7
4	成都华侨城	46.05	-	50.60	2006-9
5	武汉华侨城	75.65	21.70	75.65	2010-1

6	泰州华侨城	37.54	-	24.85	2006-12
7	云南华侨城	114.00	85.00	82.00	2008-9
8	宁波华侨城	193.98	41.00	164.64	2013-10
9	顺德华侨城	27.79	-	39.27	2013 年 10 月
10	上海天祥华侨城	22.06	-	38.32	2007 年 12 月
	合计	**695.09**	**192.75**	**765.78**	

资料来源：公司提供

截至2015年3月底，公司拥有已获得土地证的土地储备合计695.09万平方米（未开发土地面积），其中旅游用地192.75万平方米。土地储备丰富。

总体来看，公司顺应国家行业政策调整，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，取得了较好的效果。

3．电子信息板块

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，截至 2014 年底公司持有康佳集团股份的比例为 21.75%。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。

2014年，由于受到国内彩电市场销量和销售额下降的影响，公司内销彩电业务销售收入出现一定幅度下降。2014年公司电子业务板块收入190.75亿元，同比下降3.44%，毛利率下滑至13.66%。2014年康佳集团全面启动了互联网转型战略，先后推出了一系列的智能电视新品，并与腾讯、优酷等互联网企业和视频网站进行战略合作，未来其互联网转型战略值得关注。

国际营销业务方面，面对全球经济复苏疲弱，新兴市场经济增长幅度下降，人民币持续升值，彩电市场需求减少的不利局面，康佳集团抓住巴西世界杯的契机，全力推动销售工作，成功在巴西东芝导入Toshiba品牌，并开拓了印度的电信客户，销售规模创历史新高。

2015 年 1～3 月，公司电子业务板块收入 45.14 亿元，毛利率回升至 15.05%。内销彩电业务方面，康佳集团抓紧智能云电视方向，推动智能云电视产品创新和全民普及；在 3D 电视、云智能电视、LED 电视等领域大力推出差异化产品，持续改善产品结构，实现了彩电业务的健康发展。白电业务方面，紧密围绕“健康”战略，制定差异化产品策略，加强产品规划设计，改善产品结构，提升冰箱产品档次，提升白电行业地位。外销业务方面，康佳集团主动调整销售结构，加大 SMART TV 的销售占比，平板电视销量大幅增长，同时努力挖掘传统片区客户潜力，保证了整体销售收入的稳定性。

4．纸包装板块

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。

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。

2014年，公司积极克服国内制造业不景气的不利因素，加强包装印刷业务内部管理，2014年包装业务实现收入8.32亿元，毛利率11.80%，收入规模及毛利率同比均有所增长。2015年一季度，公司纸包装业务实现营业收入1.94亿元，占上年全年的23.32%，毛利率为11.19%。

总体来看，近年来公司主营业务构成稳定，盈利能力较强。其中旅游综合板块收入和毛利率维持较高水平；房地产板块由于顺应国家行业政策调整，适时调整经营策略，取得了较好的效果，“旅游+地产”项目投资效益明显；电子业务板块通过强化研发体系、供应链系统和销售系统的协同运作和有效配合，经营较为平稳。

5. 经营效率

2012～2014 年，公司总资产周转次数和销售债权周转次数均呈上升趋势，三年加权均值分别为 0.46 次和 6.73 次，2014 年分别为 0.45 次和 7.26 次；存货周三年加权均值为 0.72 次，2014 年为 0.71 次。公司经营效率保持良好水平。

6. 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。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。

公司将重点推进全国战略布局项目，主要包括成都华侨城、欢乐海岸项目、武汉华侨城、招商华侨城曦城、上海苏河湾等项目。

7、募集资金使用情况

截至 2015 年 3 月底，公司存续期内债券所募集资金已全部按照募集用途使用。

八、财务分析

公司提供的2012年度财务报表经中瑞岳华会计师事务所审计，2013~2014年财务报表经瑞华会计师事务所审计，并均出具了标准无保留意见的审计意见；公司2015年一季度财务报表未经审计。

2014年公司合并报表范围内子公司较2013新增11家子公司，减少3家。合并报表范围变化对公司财务数据影响较小。

截至2014年底，公司资产总额1180.45亿元，所有者权益合计408.61亿元（其中少数股东权益190.31亿元）；2014年公司实现营业收入502.86亿元，利润总额83.51亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额为1172.07亿元，所有者权益合计为421.61亿元（其中少数股东权益193.04亿元）。2015年1~3月，公司实现营业收入87.74亿元，利润总额8.69亿元。

1. 盈利能力

2012～2014年，公司营业收入年均复合增长11.20%；2014年公司实现营业收入502.86亿元，同比上升4.29%；公司营业成本年均复合增长2.02%，增速略低于同期营业收入增速。

从期间费用来看，2014年公司期间费用合计69.46亿元，同比增长2.80%，增长主要来源于管理费用和财务费用。由于对外融资大幅上升，公司财务费用从2013年的3.98亿元大幅上升至6.50亿元。2014年公司期间费用占比为13.81%，较上年下降0.2个百分点。2014年，公司资产减值损失2.72亿元，其中存货跌价损失0.99亿元、商誉减值损失1.18亿元（公司以前年度增持上海天祥华侨城股权形成商誉，随着上海天祥华侨城商品房销售的结转，该商誉逐年核减）。

2014年，公司实现投资收益10.10亿元，主要为处置长期股权投资产生的投资收益6.76亿元和2.01亿元处置可供出售金融资产收益。2014年，公司实现营业外收入7.36亿元，其中政府补助利得2.74亿元。

2012～2014年，公司利润总额快速增长，年均增长20.58%。2014年，公司实现利润总额83.51亿元，较上年增长18.29%。

从盈利指标来看，2012～2014年，公司总资本收益率波动上升，2014年底为8.95%；净资产收益率和营业利润率波动中有所下降，2014年底为14.51%和27.56%。整体看，公司盈利能力较强。

2015年1～3月，公司实现营业收入87.74亿元，占上年全年的17.45%；公司实现利润总额8.69亿元，占上年全年的10.41%；公司营业利润率小幅下降至24.22%。

总体看，跟踪期内，公司主营业务收入及利润规模持续增长，盈利能力强。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2012～2014 年，公司经营活动现金流入量以销售商品、提供劳务收到的现金的为主，2014 年为 480.29 亿元；经营活动产生的现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金，2014 年为 484.79 亿元；收到和支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款；由于销售放缓，预付款大幅上升，2014 年公司经营活动现金净额由 2013 年的 127.57 亿元下降至-4.50 亿元。从收入实现质量指标来看，2014 年公司现金收入比为 87.53%，较上年下降 15.98 个百分点，主要是受到 2014 年房地产市场低迷影响。

从投资活动来看，由于合并范围变动，2014年公司收到和支付与其他与投资有关的现金均大幅上升，使得投资活动现金流入和流出均较上年大幅上升，分别为 50.44 亿元和 53.59 亿元。近三年，公司投资活动产生的现金流量净额均为负值，分别为-21.47 亿元、-15.08 亿元和-3.15 亿元。

近三年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 42.04 亿元、112.49 亿元和-7.65 亿元，平均值为 48.96 亿元。公司盈利能力和通过经营活动获取现金的能力较强，但受房地产市场低迷影响，收现质量下降，导致经营活动净现金流下降，加大了公司资金压力。

从筹资活动看，公司筹资活动的现金流入和流出主要是借款、发行债券以及偿还债务所发生的现金流。公司近三年筹资活动产生的现金流量净额分别为-28.77 亿元、-93.58 亿元和 61.26 亿元。2014 年筹资活动现金净流入大幅上升主要因房地产市场低迷，公司收现质量大幅下降，且预付款大幅上升。

2015年1～3月，公司经营活动现金流入88.99亿元，经营活动净现金流为-12.70亿元；公司投资活动净现金流为-7.22亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为-1.80亿元。

总体看，跟踪期内，由于国内房地产市场低迷，公司销售收现质量下降，经营活动净现金流大幅下降，且仍保持了一定投资规模，融资压力有所增大。

3. 资本及债务结构

2012～2014 年，公司资产总额年均复合增长 12.60%；截至 2014 年底，公司资产总额 1180.45 亿元，其中流动资产合计占 64.85%，非流动资产合计占 35.15%。公司资产构成以流

动资产为主。

流动资产

2012～2014 年，公司流动资产年均复合增长 12.25%；截至 2014 年底，公司流动资产合计 765.58 亿元，主要构成以货币资金和存货为主。

2012～2014 年，公司货币资金年均复合增长 24.00%。截至 2014 年底，公司货币资金 190.07 亿元，其中银行存款 186.06 亿元；使用受限的货币资金为 3.95 亿元，主要为各类保证金存款。

截至 2014 年底，公司应收票据 38.97 亿元，主要为银行承兑汇票。

截至 2014 年底，公司应收账款账面原值 31.88 亿元，主要为康佳集团的应收货款。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款 31.07 亿元，账龄在 1 年以内的占 84.32%。截至 2014 年底，公司共计提应收账款坏账准备 3.38 亿元，计提比例 10.60%，公司应收账款账面价值 28.40 亿元。

截至 2014 年底，公司预付账款余额为 41.72 亿元，同比大幅上升 460%，主要因年末开工项目较多，预付工程款大幅上升。

2012～2014年，公司存货年均增长4.36%，包括房地产开发项目和非房地产发项目两类。截至2014年底，公司存货账面余额为422.46亿元，其中房地产开发项目占89.84%、非房地产发项目占比10.16%；公司土地储备主要集中在深圳、上海、天津、武汉等经济较发达的城市，房地产开发项目计提跌价准备较小，公司对非房地产开发项目共计提存货跌价准备7.53亿元，占非房地产开发项目的10.32%；公司存货账面价值414.73亿元。

截至 2014 年底，公司其他流动资产 31.86 亿元，主要为土地交易计提的土地增值税。

非流动资产

2012～2014 年，公司非流动资产年均复合增长率为 13.25%；截至 2014 年底，公司非流动资产 414.87 亿元，主要以固定资产（42.87%）、无形资产（11.94%）、递延所得税资产 15.07%)和可供出售金融资产（11.26%）为主。

2014 年，公司会计政策发生变更，将部分以长期股权投资核算的对外投资调整为可供出售金融资产，并相应调整其公允价值，使得公司可供出售金融资产大幅上升。截至 2014 年底公司可供出售金融资产原值 48.08 亿元，其中按公允价值计量 41.39 亿元，主要为公司持有的中国国旅股份；按成本法计量 6.68 亿元，主要为其他尚未上市的被投资企业股权。截至 2014 年底，公司计提可供出售金融资产减值准备合计 1.37 亿元，年末可供出售金融资产账面价值为 46.71 亿元。

截至 2014 年底，公司长期股权投资 8.38 亿元，主要为对合营、联营和其他企业的投资，包括深圳世界之窗（持股 49.00%）、康佳绿色科技（持股 39.00%）等公司的股权投资。

截至 2014 年底，公司投资性房地产原值 39.02 亿元，全部为房屋、建筑物，累计折旧 9.50 亿元，账面价值合计 29.52 亿元。

截至 2014 年底，公司固定资产原值 273.14 亿元，以房屋及景区建筑物（占 57.04%）和机器设备（占 27.33%）为主；公司固定资产累计折旧 94.42 亿元，减值准备 0.85 亿元，公司固定资产净值 177.87 亿元。

截至2014年底，公司在建工程21.80亿元，较上年下降45.70%，主要包括上海华侨城项目、武汉华侨城项目、欢乐海岸项目等。

截至 2014 年底，公司无形资产 49.52 亿元，与上年基本持平，以土地使用权为主。公司一般在土地使用权证办理后将相关资产由“预付款项”转入“无形资产”或“存货”。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 1172.07 亿元，其中流动资产合计占 61.92%，非流动资产占 36.08%，资产规模和资产结构较上年底变动不大。

总体看，跟踪期内，公司资产以流动资产为主。流动资产中，以现金类资产和存货为主；存货中房地产开发项目存货为主；非流动资产

以固定资产为主。公司整体资产质量良好。

所有者权益

所有者权益方面，近三年公司所有者权益较快增长，复合增长率为12.59%，主要来自未分配利润益的增长。截至2014年底，公司所有者权益为408.61亿元，其中实收资本占15.42%、少数股东权益占46.57%、未分配利润占23.97%。

截至2015年3月底，公司所有者权益为421.61亿元，增长主要来自未分配利润，所有者权益结构保持稳定。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高，所有者权益稳定性一般。

负债

2012～2014年，公司负债年均复合增长8.45%，截至2014年底，公司负债合计771.84亿元，以流动负债为主（2014年占比72.82%）。

2012～2014年，公司流动负债年复合增长2.28%。截至2014年底，流动负债合计562.09亿元，公司流动负债以短期借款、应付账款及其他应付款为主。

2012～2014年，公司短期借款规模波动下降。截至2014年底，公司短期借款86.42亿元，与2013年底基本持平，以信用借款为主（占95.27%）。

截至2014年底，公司应付账款115.35亿元，主要是未到结算期的应付工程款、采购款，从账龄情况看，账龄在1年以内的占79.16%、1～2年的占12.63%。

2014年，受国内房地产市场低迷影响，公司销售速度下降，预收账款大幅下降，截至2014年底为44.94亿元，同比下降52.13%，主要为预收房款及销售款。

2012～2014年，公司其他应付款较快增长，主要是基于清算口径计算的土地增值税等增加；截至2014年底，公司其他应付款198.21亿元，其中包含土地增值税的预提税金64.01亿元，其余部分主要为各子公司收取租户及客户的房屋租赁押金等。

2012～2014年，公司非流动负债增速较快，年均复合增长32.76%，增长主要源自长期借款和应付债券增加；截至2014年底，公司非流动负债合计209.74亿元，构成以长期借款（46.95%）和应付债券（40.04%）为主。

截至2014年底公司长期借款为98.48亿元，较上年大幅上升，其中信用借款25.89亿元、担保借款47.88亿元。当期公司5.24亿元长期借款转入一年内到期的非流动负债。

2012～2014年，公司应付债券年均复合增长9.69%。截至2014年底，公司应付债券年末账面余额114.87亿元，为公司及下属子公司香港华侨城发行的债券（“11华侨城MTN1”14亿元、“11华侨城MTN2”14亿元、“11华侨城MTN1”30亿元、香港华侨城发行的10亿元人民币债券、2012年6月华侨城集团公司发行的30亿元私募债和“14华侨城MTN001”14亿元）。其中一年内到期30.88亿元，计入应付债券的为83.99亿元，

截至2014年底，公司长期应付款8.17亿元，主要构成为欢乐谷主题公园入园凭证专项资产管理计划。

2012～2014年，公司全部债务波动较大，年末金额分别为337.14亿元、248.33亿元和341.73亿元，其中短期债务规模波动下降，长期债务规模持续上升。截至2014年底，公司短期债务占44.21%，长期债务占55.79%，长期债务规模占比有所上升。

2012～2014年，随着公司长期债务持续上升，公司长期债务资本化比率不断上升，2014年底上升至31.81%。2012-2014年公司全部债务资本化比率波动下降，2014年底为45.54%。得益于公司所有者权益快速增长，近三年公司资产负债率持续下降，2014年底下降至65.38%。

截至2015年3月底，公司负债合计750.46亿元，其中流动负债占比下降至71.55%。

截至2015年3月底，公司全部债务342.24亿元，与2014年底基本持平；其中短期债务占比下降至43.19%，长期债务占比上升至56.81%。

截至2015年3底，公司资产负债率、长期债

务资本化比率和全部债务资本化比率分别下降至64.03%、31.56%和44.80%。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益稳定性一般；公司有息债务规模有所上升，整体债务负担适宜。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014年底公司流动比率及速动比率分别为136.20%和64.42%；截至2015年3月底，上述两项指标分别为139.52%和56.92%。2012～2014年，公司经营现金流动负债比分别为11.82%、22.92%和-0.80%。考虑到公司货币资金和经营活动现金流入规模大，且流动负债构成中预收款项占有一定的比重，总体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，近三年公司EBITDA年均复合增长17.49%，2014年为110.56亿元；近三年公司EBITDA利息倍数持续上升，2014年为4.77倍；随着EBITDA的快速增长，公司近三年全部债务/EBITDA波动下降，2014年为3.09倍。总体看，公司长期偿债能力强。

对外担保方面，公司子公司按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保，担保期限自保证合同生效之日起，至商品房承购人所购住房的《房地产证》办出及抵押登记手续办妥后并交银行执管之日止，担保风险小。截至2014年底，公司担保金额35.64亿元。

公司与各家银行保持合作关系。截至2015年3月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为835.43亿元，尚未使用的额度为641.82亿元。公司拥有三家境内外上市公司，直接、间接融资渠道通畅。

5. 待偿还债券偿还分析

公司所发行的“11华侨城MTN1”、“11华侨城MTN2”及“13华侨城MTN1”均于2016年到期。2014年，公司EBITDA、经营活动现金流入量对2016年到期三期债券本金之和（58亿元）覆盖倍数分别为1.91倍、8.28倍，“14华侨城MTN1”、“15华侨城MTN1”分别于2017年和2020年到期，且发债额度均小于上述三期债券本金之和，因此公司2014年EBITDA和经营活动现金流入量对两期债券保障程度较强。综合看，公司EBITDA及经营活动现金流入量对存续期内债券保障保障能力较强。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告，截至2015年7月21日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

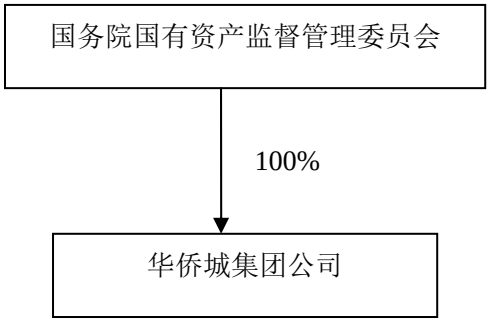
7. 抗风险能力

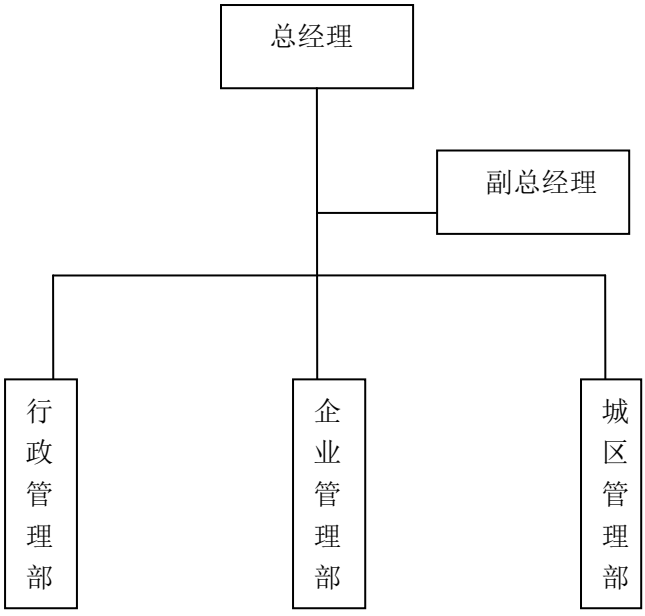
总体看，旅游行业发展前景良好，未来有望保持增长态势；公司品牌优势明显，是全国旅游地产业的龙头；跟踪期内，资产及收入规模稳步提升，盈利能力强，经营活动现金流入量规模较大。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力极强。

九、结论

综合考虑，联合资信维持华侨城集团AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定；维持“11华侨城MTN1”、“11华侨城MTN2”、“13华侨城MTN1”、“14华侨城MTN1”、“15华侨城MTN1”AAA的信用等级。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	175.13	176.80	229.05	205.34
资产总额(亿元)	931.11	1044.74	1180.45	1172.07
所有者权益(亿元)	274.98	332.63	408.61	421.61
短期债务(亿元)	234.93	114.01	151.08	147.83
长期债务(亿元)	117.08	145.95	190.64	194.41
全部债务(亿元)	352.01	259.96	341.73	342.24
营业收入(亿元)	406.65	482.17	502.86	87.74
利润总额(亿元)	57.44	70.60	83.51	8.69
EBITDA(亿元)	81.21	95.71	110.56	--
经营性净现金流(亿元)	63.50	127.57	-4.50	-12.70
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.59	6.60	7.26	--
存货周转次数(次)	0.71	0.74	0.71	--
总资产周转次数(次)	0.46	0.49	0.45	--
现金收入比(%)	104.61	103.51	87.53	101.43
营业利润率(%)	29.13	26.94	27.56	24.22
总资本收益率(%)	8.18	9.67	8.95	--
净资产收益率(%)	15.92	14.88	14.51	--
长期债务资本化比率(%)	29.86	30.50	31.81	31.56
全部债务资本化比率(%)	56.14	43.87	45.54	44.80
资产负债率(%)	70.47	68.16	65.38	64.03
流动比率(%)	113.09	122.14	136.20	139.52
速动比率(%)	42.22	47.19	62.42	56.92
经营现金流动负债比(%)	11.82	22.92	-0.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.08	4.13	4.77	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.33	2.72	3.09	--

注：公司 2015 年 1 季度财务数据未经审计；短期债务及相关指标计算包含“其他流动负债”；2012 年-2015 年 1 月长期债务计算包含“长期应付款”。

附件 3　有关计算指标的计算公式(新准则)

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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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
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%

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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　中长期债券信用等级设置及其含义

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。