

信用等级公告

联合[2011] 760 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 2011 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估,确定

华侨城集团公司
主体长期信用等级为
AAA

华侨城集团公司
2011 年度第二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
二零一一年九月二十八日



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 2011 年度第二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
二零一一年九月二十八日
评级业务专用章

华侨城集团公司

2011 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

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: 14 亿元

本期中期票据期限: 5 年

评级时间: 2011 年 9 月 28 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 6 月
资产总额(亿元)	408.68	471.22	671.79	775.91
所有者权益(亿元)	148.91	161.00	195.94	207.22
长期债务(亿元)	11.28	34.97	107.76	168.95
全部债务(亿元)	162.20	142.07	279.64	369.70
营业收入(亿元)	207.93	241.97	344.24	127.34
利润总额(亿元)	21.74	24.04	43.52	13.44
EBITDA(亿元)	34.82	39.00	65.73	--
经营性净现金流(亿元)	19.42	77.19	-45.62	-49.13
营业利润率(%)	28.05	27.29	26.62	27.14
净资产收益率(%)	12.09	12.27	17.43	--
资产负债率(%)	63.56	65.83	70.83	73.29
全部债务资本化比率(%)	52.14	46.88	58.80	64.08
流动比率(%)	101.15	95.58	114.63	128.90
全部债务/EBITDA(倍)	4.66	3.64	4.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.36	11.96	10.83	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.49	2.79	4.69	--

注: 公司 2008 年 1 月 1 日起执行新会计准则, 2011 年上半年财务数据未经审计。

分析师

谢凌艳 肖 雪 董蓁洋

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稳定增长,盈利能力较强。公司完成旅游地产主营业务整合上市工作,完善了治理结构,进而推进“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. 公司土地储备丰富、土地成本低,为后续发展奠定了基础。
3. 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。
4. 公司货币资金充裕,经营性现金流入量大,对本期中期票据覆盖程度良好。

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。彩电CRT业务的萎缩对该业务板块产生较大影响。
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. 公司对外融资需求较强，债务负担明显加重。
5. 公司经营性现金流净额波动较大。

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20.0亿元。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，截至2010年底，公司注册资本为54.5亿元。

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2010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2010年底，公司（合并）资产总额671.79亿元，所有者权益合计195.94亿元（其中少数股东权益107.26亿元）；2010年公司实现营业收入344.24亿元，利润总额43.52亿元。

截至2011年6月底，公司（合并）资产总额775.91亿元，所有者权益合计207.22亿元（其中少数股东权益111.10亿元）；2011年1~6月，公司实现营业收入127.34亿元，利润总额13.44亿元。

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

公司已于2011年3月发行第一期中期票据（以下简称“11华侨城MTN1”），发行额度14亿元，发行期限5年。

公司计划于2011年发行第二期中期票据14亿元（以下简称“本期中期票据”），期限5年，本期中期票据无担保。本期中期票据募集资金中10亿元将用于偿还银行贷款，以利于公司进一步拓宽融资渠道，提高直接融资比例，优化负债结构；4亿元将用于补充下属子公司营运资金。

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。2010年中国旅游发展论坛上，公司位列“2010年度中国旅游集团20强”第三位。

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电视占有率保持第一。

2. 人员素质

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2011年6月底，公司本部员工23人，均为大专及以上学历，文化素质较高。公司在职员工35576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。

2008年~2010年，公司主营业务收入稳定增长，年复合增长率为28.96%。2010年，公司实现主营业务收入（内部相互抵消前）342.84亿元，其中旅游地产综合收入合计占48.07%，电子产品收入占49.48%，纸包装及其他业务收入占2.46%。与2009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。2010年，公司主营业务毛利率为33.33%，较2009年（30.97%）略有上升。

表2 公司主营业务收入情况

项目	2011年1~6月		2010年		2009年		2008年	
	收入 (万元)	占比(%)	收入 (万元)	占比(%)	收入 (万元)	占比(%)	收入 (万元)	占比(%)
旅游地产业务收入	545345.60	42.83	1647953.00	48.07	1029027.43	42.7	799756.77	38.36

其中：旅游综合收入	207325.88	16.28	944762.31	27.56	704562.44	29.24	454137.64	21.78
房地产收入	338019.72	26.55	703190.69	20.51	324464.99	13.46	345619.13	16.58
电子产品收入	681510.91	53.52	1696300.67	49.48	1313114.42	54.49	1205377.8	57.81
纸包装收入	37490.02	2.94	75756.67	2.21	60421.23	2.51	73915.49	3.54
其他收入	8998.34	0.71	8424.63	0.25	7214.8	0.3	6022.64	0.29
小计	1273344.88	100	3428434.97	100	2409777.88	100	2085072.7	100
内部相互抵消	-6000	--	10299.09	--	11963.8	--	29864.7	--
主营业务小计	1267344.88	--	3418135.88	--	2397814.08	--	2055208	--

资料来源：公司提供

2011年1~6月，公司实现营业收入127.34亿元，较上年同期下降11.34%，主要是因为康佳CRT彩电业务下滑及房地产业务结算节奏差异所致；其中旅游地产综合业务和电子业务收入占比分别为42.83%和53.52%；主营业务毛利率为33.87%。

总体看，公司主营业务收入结构较为稳定，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。

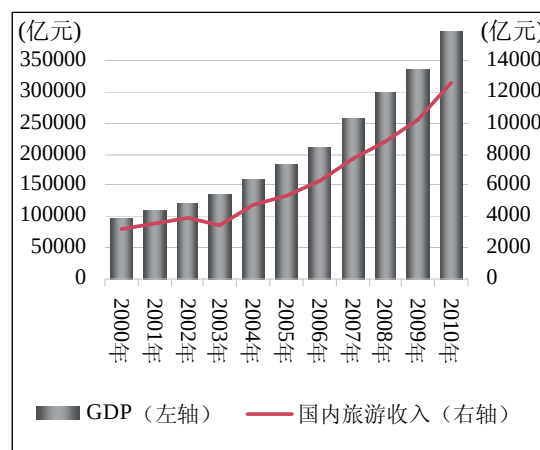
(1) 旅游行业分析

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。2009年，金融危机的蔓延以及甲型H1N1传染病的爆发进一步加剧了旅游产业的下滑，全年国际旅游人数下降至8.8亿人次，同比下滑4.76%。同期，全球旅游业收入变化趋势与出游人数基本相似，全年下滑6%。分地区看，受客源地经济显著衰退，出游意愿下降的影响，欧洲和北美洲等经济发达地区受危机冲击最大，全年跌幅在5%以上，亚太以及中东等新兴国家的旅游业状况相对较好，并且率先于2009年第三季度开始恢复正增长。亚太旅游协会（PATA）日前发布的初步数据显示，2010年亚太地区全年入境游客接待总量同比增幅达到10-11%，远高于6-7%的全球水平。总体看，伴随全球经济的稳步回

升，旅游产业正呈现逐步回暖趋势。

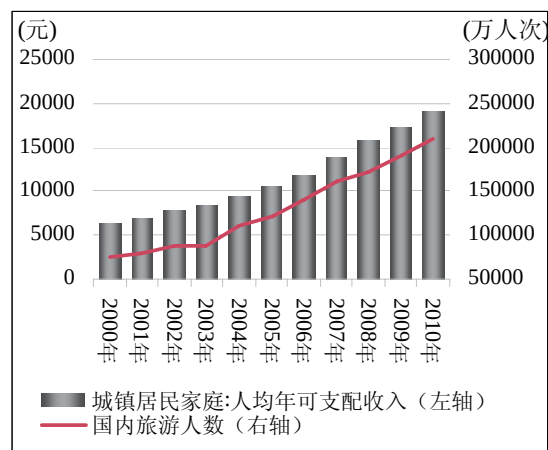
国内旅游行业现状

图1 2000~2010年GDP与国内旅游收入



数据来源：国家旅游局和国家统计局

图2 2000~2010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

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%；2010年上半年旅游经济运行总体良好，国内旅

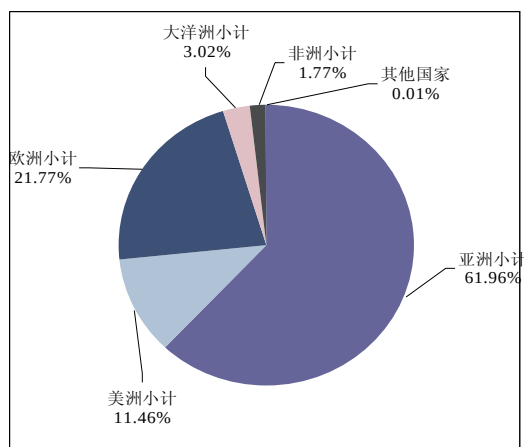
游人数10.97亿人次，比上年同期增长8.6%。。中国国内旅游的持续增长，反映出国内宏观经济运行相对平稳，且国内居民出游欲望仍较为强烈，出游消费已呈现出一定的惯性。

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在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。2010年中国入境旅游实现恢复增长，全年入境旅游人数1.34亿人次（同比增长5.8%），入境过夜旅游人数5566万人次（同比增长9.4%）；旅游外汇收入458亿美元（同比增长15.5%）。

图3 2010年中国入境旅游客源地区分布



数据来源：国家旅游局

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。

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。2010年上半年，出境人数达0.27亿人次，同比增长19.0%；预计全年出境旅游人数5400万人次，同比增长15%，出境旅游花费480亿美元，同比增长14%。

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。

2011年3月公布的《中国国民经济和社会发展十二五规划纲要》把推动现代服务业大发展作为产业结构优化升级的战略重点,提出要全面发展国内旅游,积极发展入境旅游,有序发展出境旅游;坚持旅游资源保护和开发并重,加强旅游基础设施建设,推进重点旅游区、旅游线路建设;推动旅游业特色化发展和旅游产品多样化发展,全面推动生态旅游,深度开发文化旅游,大力发展红色旅游;完善旅游服务体系,加强行业自律和诚信建设,提高旅游服务质量。

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

房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2008年底,为了刺激内需,稳定经济增长,改善民生,中国政府出台了多项信贷、消费政策,旨在维护房地产市场稳定,支持房地产行业平稳调整。在相关具体政策的拉动下,2009年中国完成房地产开发投资36232亿元,同比增长16.1%,其中住宅投资25619亿元,同比增长14.2%,商品房销售面积93713万平米,同比增长42.1%,其中住宅销售面积85294万平米,同比增长43.9%。房地产市场整体呈现

快速复苏态势,市场需求有所释放,超过同期的开发投资规模增速。

2009年房价也出现快速上涨态势,根据国土部下属中国土地勘测规划院全国城市地价监测组发布的《2009年全国主要城市地价状况分析报告》,2009年全年商品住宅销售均价4474元/平方米,较2008年每平米上涨超过1000元,远远超过此前上涨较快的2006年和2007年。

随着房价的快速上涨,中国对房地产的政策由支持逐步转向收紧。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。

2010年4月为抑制房地产价格的快速上涨,国家出台了更为严厉的房地产政策,其中主要包括:①对贷款购买首套自住房且套型建筑面积在90平方米以上的家庭,贷款首付比例不得低于30%;②对贷款购买第二套住房的家庭,贷款首付比例不得低于50%,贷款利率不得低于基准利率的1.1倍;③商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区,商业银行可根据风险状况,暂停发放购买三套及以上住房贷款;对不能提供一年以上的当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。

2010年9月30日,央行和银监会两监管机构要求各商业银行暂停发放居民家庭购买第三套及以上住房贷款;对不能提供一年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明非本地居民暂停发放购房贷款;对贷款购买商品住房,首付款比例调整到30%及以上;对贷款购买第二套住房家庭,严格执行首付款比例不低于50%、贷款利率不低于基准利率1.1倍规定。央行和银监会还指出,各商业银行要加强对消

费性贷款管理，禁止用于购买住房。对有土地闲置、改变土地用途和性质、拖延开竣工时间、捂盘惜售等违法违规行为房地产开发企业，各商业银行停止对其发放新开发项目贷款和贷款展期。对不认真执行差别化信贷政策商业银行，一经查实要严肃处理。

相关政策推出后，从国家统计局公布的《2010年前三季度全国房地产市场运行情况》看，房价快速上涨趋势暂时止步，2010年前三季度，全国商品房销售面积6.32亿平方米，比上年同期增长8.2%；商品房销售额3.19万亿元，同比增长15.9%。房屋销售价格同比继续上涨，但涨幅回落。2010年9月当月，全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨9.1%，涨幅比8月份缩小0.2个百分点。目前商品房成交量萎缩而成交价格仍在高位震荡，随着调控政策累积效应逐渐显现，房价可能会经受严峻的考验。

在信贷逐步收紧和政府加大调控执行力度的背景下，开发商的资金链将受到影响，有助于促使其提高土地使用效率、加快项目周转，从而抑制房价非理性上涨，中长期有利于规范市场健康发展，但短期内市场也面临因需求观望而导致成交量萎缩的风险，区域市场走势将产生分化。

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。

（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%。2010年华侨城股份实现营业收入

入173.18亿元，利润总额43.46亿元。

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。2010年公司旅游地产综合业务收入164.80亿元，同比增长60.15%；毛利86.89亿元，同比增长76.51%。房地产收入对公司该板块收入增长贡献较大。2011年1~6月，公司旅游地产综合业务收入54.53亿元，毛利31.61亿元。

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，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。

2010年华侨城股份设立了欢乐谷事业部、旅游事业部、酒店物业事业部三个事业部，确立了以业务为单元的事业部运营模式。2010年公司实现旅游综合业务收入94.48亿元，同比增长32.65%，主要是公司所属东部华侨城等近年新建重点项目进入运营期，各项业务收入增加所致。2011年1~6月，公司旅游综合业务收入20.73亿元，毛利9.80亿元。

公司通过“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。2010年，公司继续加大对武汉、泰州、云南等地大型旅游综合项目投资，战略布局持续深入。2010年，公司游接待人数突破2000万人次，再创历史新高。2011年1~6月，公司接待旅游人数930多万。

战略布局方面，公司在从深圳走向北京、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，

为公司储备战略发展资源。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2011年6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	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	14.56	60%	天麓1、2、7、6、8、9区已全部完工、3区9号地块完成99%、3区3号地块主体完成85%,
北京华侨城	58	123.44	已于2006年7月正式对外营业	48.3	76%	86%
成都华侨城	100	203.68	已于2009年1月18日正式对外营业	130	42%	71%
武汉华侨城	45	211.15	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。2010年1月取得3180亩土地使用权。目前包括欢乐谷、水公园和武汉华侨城生态文化广场三部分。	139	未销售	高层、超高层(A2、A3、A4地块):现已完成土方挖运,T16-T18工程桩已完成550根,基坑边坡支护已经施工完成;低密度(A1地块):基本完成低密度联排区域地下室土方挖运,独栋及双拼区域土方开挖完成50%,基础垫层浇筑完成50%;运动中心:抗浮锚杆区域底板混凝土浇筑完成,无抗浮锚杆高垫层完成。
上海华侨城	21.41	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	33.46	206.89	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	34.98	7.80%	14.37%
天津华侨城	50	204.6	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。2010年7月30日,公司与东丽区国土资源分局签订《天津市国有建设用地使用权出让合同》。旅游板块建筑面积72.68万平方米	148.26	未销售	地产一期项目建设中,总建筑面积约17万平方米。
云南华侨城	80	703.4	温泉水公园已开工,生态花谷、人文主题景区规划设计进行中	62	未销售	一期1区别墅区清表及部分土方施工完成,场内施工道路基本成型,样板房进入室内装修阶段。
欢乐海岸	34.87	56	欢乐海岸一期8月9日试业	5.91	未销售	在建

资料来源:公司提供

公司以“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。2010年欢乐谷事业部深化建设欢乐谷连锁运营平台,通过对主题活动、品牌形象、优质服务、标准化工作、设备管理、主题商品、企业文化等方面的管理,对外统一品牌形象,对内降低成本、提高效率。2011年上半年,欢乐谷事业部围绕倍增计划,深入推进连锁经营;其中上海欢乐谷依靠积极开发春游市场和团体市场,举办踏青节等活动,上半年接待游客同比大增56%,

完成同期预算的135%;北京欢乐谷在发射式过山车因故延迟开放的情况下,加大营销力度,游客人数和营业收入均有所增长。

旅游事业部通过整合景区、高尔夫、温泉、酒店、地产等多业态的产品组合,初步建立了生态度假旅游整体营销模式。2011年上半年,深圳世界之窗大力抢占夜间市场,做好节庆营销,并借助承接大运会闭幕式,全面提升服务水平 and 品牌影响力,取得了良好的经营业绩。

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6人身亡，10人受伤。事故发生后，公司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。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。2010年酒店物业事业部通过创新性的资源整合，确立了酒店管理、物业服务、资产管理和酒店置业4个核心业务板块，并逐步理顺4个专业体系的运营管理模式。2010年酒店业物部共实现营业收入10.4亿元、利润总额0.82亿元。作为华侨城酒店的旗舰店，华侨城大酒店继续保持区域市场的领先优势，收入突破3亿元，较上年有大幅增长。华侨城城区主题酒店群和东部华侨城主题酒店群继续保持区域市场的领跑优势，同时品牌美誉度和号召力均得到有效提升。2011年上半年，面对人工和食品等成本快速上涨，酒店管理公司及华侨城大酒店、威尼斯酒店、海景酒店等通过打造差异化产品、创新经营提升市场竞争力，上半年实现平均入住率67%。

表4 2011年1-6月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	菩提宾舍	茵特拉根房车酒店	茵特拉根瀑布酒店	海景酒店	城市客栈
星级	白金五星	五星级	五星级	五星级	四星级	四星级	四星级	经济型
客房数（间）	540	368	288	22	180	153	436	2657
接待游客（人次）	324101	248416	161642	18514	45144	107149	197426	594205
入住率（%）	67	77	44	15	31	41	80	63
平均房价（元）	1204	845	1493	1358	400	442	463	215

资料来源：公司提供

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。

2010年全年签约销售面积46万平方米。较上年增长较快主要是由于2010年公司地产销售项目增加及价格提高所致：包括香山里一期、华侨城纯水岸七期签约收入达30.5亿元；上海浦江华侨城、合利坊共实现签约金额33.2亿元；招商华侨城不断完善社区品质，提升品牌形象，实现签约金额9.4亿元；成都华侨城完成销售金额14.6亿元。

公司抢抓报建和工程进度，继续以快制胜抢占市场；同时针对限购、限价、限贷政策带来的营销困难，公司适时调整营销策略，采取

主题和品牌营销，精准化营销，圈层营销、社区品牌活动等各种应对措施。2011年1~6月，

公司房地产业务收入33.80亿元，毛利11.99亿元。

表5 2011年6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	--	--	107.95	2003年1月
2	深圳曦城	3.25	--	3.34	2004年11月
3	上海浦江(含舍利坊)	45.22	--	76.29	2007年12月
4	上海苏河湾	2.04	--	8.70	2010年3月
5	西安华侨城	5.23	--	5.23	2011年6月
6	天津华侨城	189.04	72.68	203.57	2010年7月
7	成都华侨城	51.19	2.10	82.50	2006年9月
8	上海华侨城	12.41		6.45	2010年10月
9	武汉华侨城	151.35	124.59	78.00	2010年1月
10	泰州华侨城	38.44	--	28.07	2006年12月
11	云南华侨城	400.00	263.00	126.00	2008年9月
		898.17	462.37	726.10	

资料来源: 公司提供

截至2011年6月底, 公司拥有已获得土地证的土地储备合计898.17万平方米(未开发土地面积), 其中旅游用地462.37万平方米。土地储备较为丰富。

目前, 公司重点项目基本按计划推进。欢乐海岸作为华侨城首个综合性的主题商业项目, 一期已于2011年8月9日试业; 武汉华侨城全力推进项目建设, 目前已完成全部施工图, 计划于年底主体工程完工; 云南华侨城地产一期即将开盘。

近年来中国房地产市场逐步回暖, 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6月, 银监会印发《关于进一步加强按揭贷款风险管理的通知》, 重申要严格遵守二套房贷的有关政策。由于2009年中国城市房价增长过快, 《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》等相关调控政策持续出台, 房地产行业政策显著收紧, 对2011年房地产市场走势将产生重要影响。

公司将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。

3. 电子信息板块

(1) 行业分析

行业现状

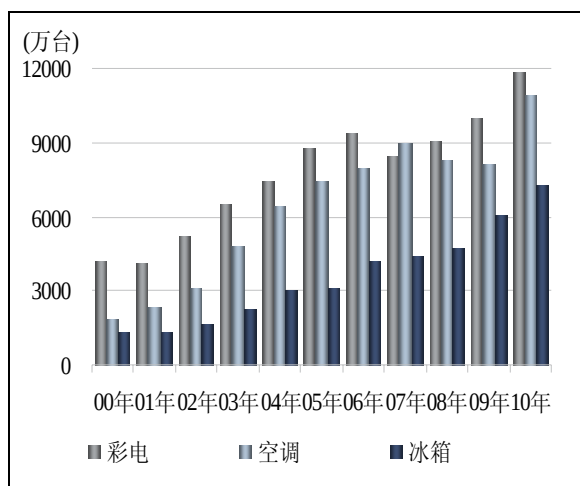
电子信息产业在国民经济和日常生活中扮演了越来越重要的角色。2010年中国电子信息产业回升调整, 受扩内需政策成效显现和外部市场逐步回暖的共同作用, 行业出现恢复性增长, 总体呈现前高后稳态势。2010年中国规模以上电子信息制造业实现收入规模7.8万亿元, 同比增长29.5%, 其中软件产业收入1.3万亿元, 同比增长31.3%。电子信息产业在全国工业中的比重达9.1%左右; 电子信息产品出口在全国外贸出口中的比重超过1/3。目前中国已成为世界电子产品第一制造大国, 手机、彩电产量分别占全球的49.9%和48.3%, 电子信息产品贸易额占全球的15%以上。

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。

图 4 近年来中国主要家电产品产量



资料来源：wind 资讯

2010年，家电生产消费延续了上年的上升态势，全年国内彩电累计产量11493万台，同比增长16.1%；空调产量为10899.60万台，同比上升33.68%；电冰箱产量为7300.80万台，同比增长20.40%；洗衣机产量为6208.13万台，同比增长25.78%。总体看，近年来主要家电产品的产量均有着不同程度的增长。

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。

金融危机之后，得益于国家“节能补贴”、“以旧换新”、“家电下乡”等优惠政策，家电企业在 2009 和 2010 年享受到了优厚的外部支持，对比现有的市场和产能规模，未来“家电下乡”、“以旧换新”政策中止等因素将对行业产生不确定影响。2011 年 3 月，全国家电下乡产品共销售 1471.5 万台，同比增长 135.36%；实现销售额 344.8 亿元，同比增长 178.06%，3 月份一个月的销售收入相当于家电下乡实施三年来总出货量的 1/10。2011 年 6 月 1 日，节能惠民财政补贴将停止，这对空调行业有很大影响。此外，根据家电下乡的工作步骤，试点的山东、河南、四川、青岛三省一市执行到 2011 年 11 月底，其他省、自治区、直辖市、计划单列市执行到 2012 年 11 月底。目前距离政策取消还有一定时间的缓冲期，家电行业仍具有谨慎向好的市场环境，但对于众多家电企业而言，需要尽早考虑政策退出后的市场应对问题。

(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 and 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。2010年，康佳集团实现营业收入169.63亿元，较2009年增长29.18%，主要源于彩电和手机业务收入的增加；实现净利润1.01亿元，较上年减少31.34%，主要是受平板电视毛利率下降、市场开拓费用增加及部分原材料价格上涨所致。

2010年，康佳集团内销彩电业务通过强化研发体系、供应链系统和销售系统的协同运作和有效配合，实现了彩电业务业绩大幅提升。全年共完成486款新产品的开发任务，发布开放式应用平台，树立行业领先地位。直销方面，通过自营店、电子商务、电视购物、网上商城等方面积极推进；家电下乡方面，康佳集团有130多款产品中标，全年家电下乡彩电销量突破320万台，销量市场占有率名列第一；以旧换新方面，康佳集团是行业中中标最多且地区覆盖最广的企业之一，全年以旧换新累计销售额突破30亿元。此外，康佳集团还推行县乡客户提升计划，有效拓展农村市场。

国际营销业务方面，康佳集团通过积极调整出口模式，加大海外市场开拓、优化内部供应流程等多项措施，实现了外销产品由传统的CRT向平板LCD/LED转型，平板产品销售占比提升至60%以上。同时战略性客户开拓效果显著，实现了外销业务规模和利润的跨越式增长。

手机业务方面，康佳集团内销上合理布局产品、及时调整渠道策略、狠抓产品推广，外销上在巩固印度市场的基础上成功开拓了印尼、越南、孟加拉等东南亚市场。同时，主板业务出货量大幅增长。2010年康佳集团手机全年产销量超过1000万台，实现了手机业务自1999年成立以来的最大突破。

白电业务方面，康佳集团全年完成44款内销冰箱的产品研发，重点打造了两款对开门冰箱产品。同时设立了白电试点分公司，建立专职化的白电销售队伍。

此外，公司数网业务、视讯公司、生活电

器业务也出现大幅增长。

2011年1~6月，康佳集团上半年内外销彩电销量228万台，同比下降19%，主要是由于平板彩电增幅未能弥补CRT的萎缩幅度，导致彩电整体销量减少。手机销量256万台，同比下降20%；白电销量略有下滑。同期，国产品牌液晶零售量占比为66%，零售额占比为55%，受外资品牌价格战影响，国产品牌量、额占比均略有下降。

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。

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。

2010年，公司由于华侨城（亚洲）控股调整营销策略，扩大内销比例，纸包装业务实现营业收入7.58亿元，较上年增长25.38%。2010年公司共销售纸类包装物14.75万吨，同比去年上升5.94%，其中纸板（箱）13.62万吨，彩印1.13万吨。

2011年1~6月，公司纸包装业务实现营业收入3.75亿元，较2010年全年略有增加。

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。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。

未来几年，公司将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、上海苏河湾等项目。公司预计2011~2013年，投资支出合计401亿元，投资规模较大。

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。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；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。联合资信也注意到，旅游行业易受外部环境影响，房地产政策及市场需求波动也将对公司经营产生一定的影响。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2008年~2010年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2011年1~6月财务报表未经审计。

公司2008年起执行新会计准则。2010年公司财务报表合并范围在2009年基础上增加8家，均为新设立公司。

截至2010年底，公司（合并）资产总额671.79亿元，所有者权益合计195.94亿元（其中少数股东权益107.26亿元）；2010年公司实现营业收入344.24亿元，利润总额43.52亿元。

截至2011年6月底，公司（合并）资产总额775.91亿元，所有者权益合计207.22亿元（其中少数股东权益111.10亿元）；2011年1~6月，公司实现营业收入127.34亿元，利润总额13.44亿元。

2. 资产质量

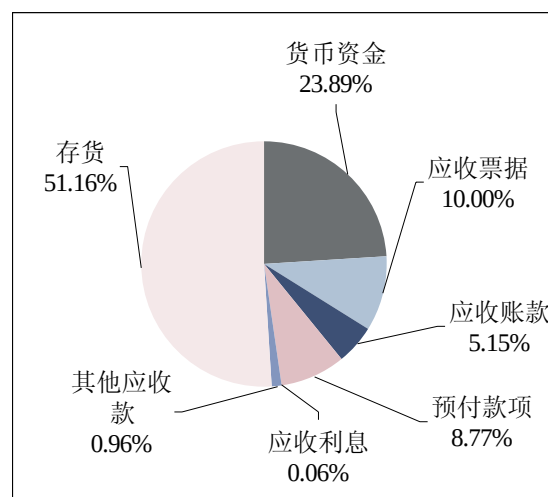
2008~2010年，公司资产总额年复合增长率为28.21%。截至2010年底，公司（合并）资产总额671.79亿元，较上年增长38.45%，其中流动资产合计占62.45%，非流动资产合计占37.55%。公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

2008~2010年，公司流动资产年复合增长

率为30.91%。截至2010年底，公司流动资产合计419.51亿元，较上年大幅增长61.17%，主要由于存货大幅增加所致。2010年底公司流动资产构成以存货、货币资金、应收票据、预付款项和应收账款为主。

图5 2010年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2010年底，公司货币资金100.23亿元，较上年增长38.45%。公司货币资金中不可随时支取的各类保证金存款32.21亿元（主要用于NDF业务美元贷款质押），占货币资金总额的27.50%。公司货币资金较为充足。

截至2010年底，公司存货账面余额为221.45亿元，较上年大幅增长79.08%，主要是由于房地产开发成本大幅增长所致。截至2010年底，公司土地储备面积516.96万平方米，同比增加82.67万平方米，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。公司存货余额主要包括房地产开发成本（占70.68%）、库存商品（占12.15%）、房地产开发产品（占8.46%）和原材料（占7.04%）。截至2010年底，公司共计提存货跌价准备6.84亿元，计提比例3.09%。

截至2010年底，公司应收票据41.95亿元，较上年大幅增长47.14%，主要为银行承兑汇票（占99.95%）。公司应收票据中21.16亿元用于中国银行股份有限公司深圳市分行等银行

授信额度质押。

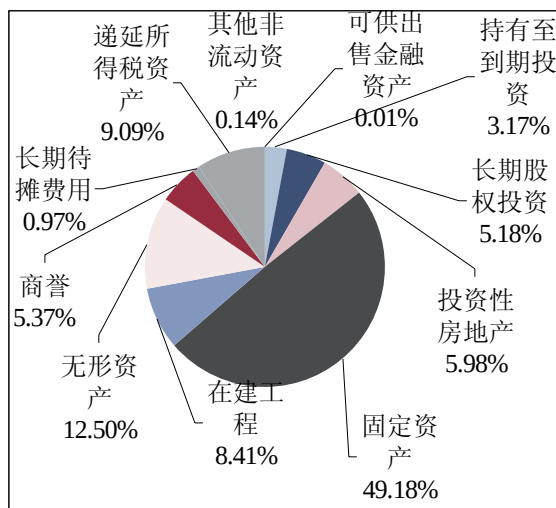
公司应收账款账面余额 24.23 亿元，较上年增加 7.09 亿元，主要为下属子公司康佳集团的应收货款。从账龄上看，1 年以内的占 88.71%，账龄较短。2010 年底公司对应收账款提取 2.62 亿元坏账准备。

截至 2010 年底，公司预付账款 36.81 亿元，较上年大幅增长 223.56%，主要是华侨城股份预付的土地出让金增加所致，其中预付武汉市国土资源局土地出让金 23.00 亿元、预付西安曲江新区财政局土地出让金 3.50 亿元。

非流动资产

2008~2010 年，公司非流动资产年均复合增长率为 24.08%。截至 2010 年底，公司非流动资产 252.28 亿元，较上年增长 19.61%，主要是固定资产和无形资产增加所致。公司非流动资产主要包括固定资产、无形资产、在建工程、递延所得税资产、商誉、投资性房地产和长期股权投资。

图 6 2010 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2010 年底，公司固定资产原值 174.64 亿元，较上年增长 18.73%，以房屋及景区建筑物（占 56.56%）和机器设备（占 29.17%）为主。2010 年底公司固定资产累计折旧 49.71 亿元，减值准备 0.84 亿元。

截至 2010 年底，公司在建工程 21.20 亿元，

较上年增长 18.75%，主要欢乐海岸项目（8.12 亿元）和东部华侨城主题公园项目（6.72 亿元）等。

截至 2010 年底，公司无形资产原价合计 31.53 亿元，较上年增长 88.09%，主要是土地使用权（占 99.29%）增加所致。

截至 2010 年底，公司长期股权投资净额 13.07 亿元，主要为公司对深圳世界之窗、锦绣中华、招商华侨城、华联发展集团、国旅股份、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、国旅股份、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。2010 年公司计提长期股权投资减值准备 0.76 亿元。

截至 2011 年 6 月底，公司资产总额 775.91 亿元，其中流动资产合计占 66.05%，较 2010 年底占比略有上升。公司流动资产 512.48 亿元，较 2010 年底增长 22.16%，主要源于存货的增加；与 2010 年底相比，公司流动资产构成中，存货占比增加了 3.48 个百分点，存货增加主要是由于上海苏河湾项目增加 60 亿元地价款所致。公司其他应收款 13.13 亿元，较上年增长较快，主要是新增应收西安曲江管委会 8.3 亿元土地交易保证金所致。非流动资产规模及构成与上年相比，在建工程占比有所提高。

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；存货中拟开发土地和在开发产品所占比重较大；非流动资产中以固定资产为主。公司整体资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

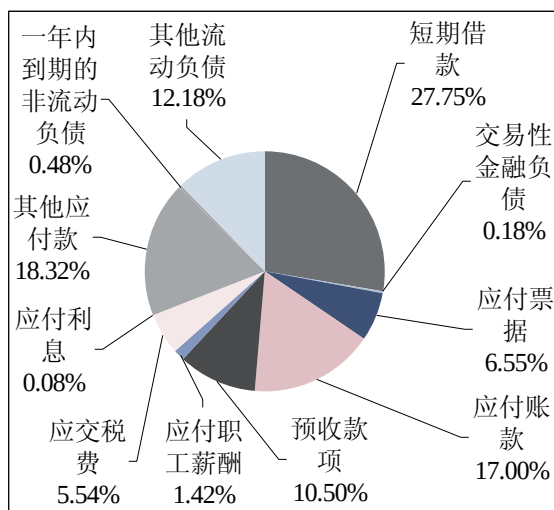
所有者权益方面，2008~2010 年，公司所有者权益合计年均复合增长 14.71%，2010 年为 195.94 亿元，较上年增长 21.70%，主要来自实收资本和少数股东权益的增长。2010 年底所有者权益合计中，归属于母公司所有者权益占 45.26%，少数股东权益占 54.74%。归属于

母公司所有者权益 88.67 亿元，较上年增长 23.38%，其中实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润和外币报表折算差额分别占 61.46%、14.34%、13.55%、10.97%和-0.32%；2010 年公司实收资本 54.50 亿元，较上年增加 34.50 亿元，增加部分包括资本公积-资本溢价 4.67 亿元、法定盈余公积 5.00 亿元，任意盈余公积 6.39 亿元，未分配利润 18.44 亿元转增资本。该实收资本变更业经中瑞岳华会计师事务所《中瑞岳华验字【2010】第 306 号验资报告》验证。

负债方面，2008~2010 年，公司负债合计年均复合增长率为 35.35%，2010 年底为 475.86 亿元，较上年大幅增长 53.40%，其中流动负债占 76.90%，非流动负债占 23.10%。公司负债以流动负债为主。

截至 2010 年底，公司流动负债合计 365.96 亿元，较上年增长 34.38%，主要来自短期借款的增长。流动负债构成以短期借款、应付账款、其他应付款、其他流动负债、预收款项和应付票据为主。

图 7 2010 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2010 年底，公司短期借款 101.57 亿元，较上年大幅增长 133.10%，其中信用借款占 39.24%，质押借款占 54.41%，质押借款为康佳集团为开展 NDF 组合业务，以银行存款

及应收票据质押取得的美元贷款。

截至 2010 年底，公司应付账款 62.21 亿元，较上年增长 19.56%，主要是尚未结算的工程款增加所致。公司其他应付款 67.03 亿元，较上年增长 59.41%，其中包含土地增值税的预提税金 29.37 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。截至 2010 年底，公司预收账款 38.42 亿元，较上年下降 24.01%，预收账款主要为房地产项目的预收房款。

截至 2010 年底，公司其他流动负债 44.57 亿元，为 2010 年分两期发行合计 44 亿元的短期融资券。

截至 2010 年底，公司非流动负债合计 109.90 亿元，较大幅上年增长 190.11%，主要来自长期借款和应付债券的大幅增长。非流动负债构成以长期借款（51.91%）和应付债券（46.14%）为主。

截至 2010 年底，公司长期借款 57.05 亿元，较上年大幅增加 52.51 亿元，增加部分主要为取得信用借款 40 亿元；应付债券 50.71 亿元，主要为公司发行的两期中期票据“09 华侨城 MTN1”30 亿元和“10 华侨城 MTN1”20 亿元。

截至 2010 年底，公司债务总额 279.64 亿元，较上年大幅增长 96.83%，其中短期债务占 61.47%，长期债务占 38.53%，短期债务占比较上年减少 13.92 个百分点，债务期限结构有所改善。

截至 2010 年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 35.48%、58.80%和 70.83%，分别较上年增加了 17.64、11.92 和 5.00 个百分点，债务负担加重，负债水平较高。

截至 2011 年 6 月底，公司所有者权益合计 207.22 亿元，其中少数股东权益 111.11 亿元；归属于母公司所有者权益 96.11 亿元，其中归属于母公司所有者权益构成与 2010 年底相比，所有者权益构成变化不大。

截至 2011 年 6 月底,公司负债合计 568.69 亿元,其中流动负债占 69.91%,非流动负债占比上升至 30.09%,非流动负债合计 171.12 亿元,较 2010 年底增长较多主要源于长期借款和应付债券的增加。

截至 2011 年 6 月底,公司全部债务 369.70 亿元,较 2010 年底增长 32.20%。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 73.29%、64.08%和 44.91%,均较 2010 年底有所提高,债务负担进一步加重。

4. 盈利能力

2008~2010年,公司营业收入年复合增长 28.67%。2010年,公司实现营业收入344.24亿元,较上年增长42.26%,主要是因为房地产以及电子产品收入的增加所致;实现主营业务收入341.81亿元,占营业收入比重为99.29%。2010年公司营业成本为227.79亿元,较上年增长37.64%,低于营业收入的增速。2010年,公司实现利润总额43.52亿元和净利润34.15亿元,分别较上年大幅增长81.02%和72.83%。

2010年,公司资产减值损失4.59亿元,其中存货跌价损失1.72亿元、商誉减值损失2.38亿元(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)。2010年,公司期间费用49.85亿元,较上年增长19.75%,期间费用占营业收入比重14.48%,较上年减少2.72个百分点。

2010年,公司实现投资收益5.37亿元,较上年增加2.22亿元;营业外收入2.31亿元,固定资产处置和政府补助利得(主要为嵌入式软件退税0.66亿元)。

从盈利指标看,2010年公司营业利润率为 26.62%,较2009年的27.29%略有下降;总资本收益率和净资产收益率分别8.46%和17.43%,基本保持稳定。总体看,公司盈利能力较强。

2011年1~6月,公司实现营业收入127.34

亿元,占2010年全年的36.99%,较上年同期下降11.34%,主要是由于电子产品收入有所下降;营业成本84.20亿元,较上年同期下降14.26%。公司实现利润总额和净利润分别为13.44亿元和9.77亿元,比上年同期分别下降28.57%和32.18%,主要是由于房地产业务结算节奏差异以及电子业务亏损所致。公司营业利润率为27.14%。

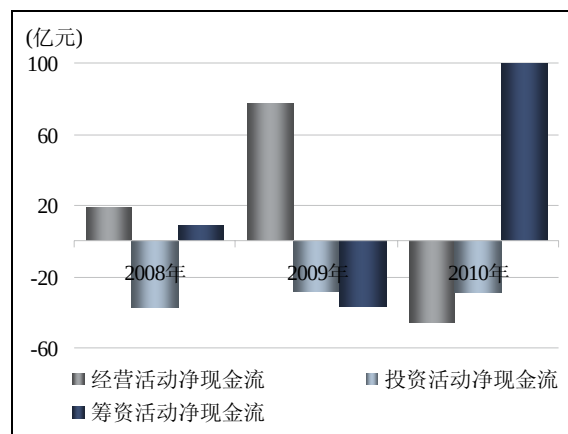
总体看,公司主营业务盈利能力较强,但电子业务板块占比较大,但盈利能力偏弱。彩电 CRT 业务的萎缩对该业务板块产生较大影响。

5. 现金流

从经营活动来看,2008年~2010年,公司经营活动产生的现金流入逐年增加,分别为240.81亿元、312.15亿元和398.94亿元,规模较大;经营活动产生的现金流出呈增长态势,特别是2010年公司房地产投资项目支出大,近三年分别为221.39亿元、234.96亿元和444.56亿元;经营活动产生的现金流量净额呈大幅波动态势,分别为19.42亿元、77.19亿元和-45.62亿元,经营活动产生的现金流量净额由正转负。

从收入实现质量指标看,2008年~2010年,公司现金收入比分别111.44%、123.90%和100.85%,公司收入实现质量呈波动下降趋势,主要是由于房地产预收房款收入波动所致。

图8 公司近年现金流情况



资料来源：公司提供

从投资活动来看, 2008年~2010年, 公司投资活动现金流入呈波动态势, 分别为23.48亿元、14.80亿元和18.15亿元; 近三年投资活动现金流出亦呈波动态势, 分别为60.66亿元、43.10亿元和47.52亿元; 近三年投资活动产生的现金流量净额均为负值, 分别为-37.18亿元、-28.30亿元和-29.37亿元。

2008年~2010年, 公司筹资活动前现金流量净额分别为-17.77亿元、48.89亿元和-74.99亿元, 由于目前经营活动产生现金流为负, 对外部融资依赖程度高。

从筹资活动看, 2008年~2010年, 公司筹资活动现金流入规模大, 特别是2010年取得借款和发行债券所收到的现金大幅增加, 近三年分别为206.00亿元、202.59亿元和340.88亿元; 近三年筹资活动现金流出呈逐年增长趋势, 分别为197.20亿元、238.86亿元和240.86亿元, 主要为偿还债务支付的现金; 近三年公司现金及现金等价物净增加额大幅增长, 分别为-9.22亿元、12.51亿元和24.87亿元。

2011年1~6月, 公司经营活动现金流净额、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-49.13亿元、-20.78亿元和82.66亿元, 现金及现金等价物净增加额为12.71亿元; 现金收入比为129.15%。

总体看, 公司经营活动现金流入规模较大, 由于目前房地产投资项目支出大, 经营活动产生现金流为负, 对外部融资依赖程度高。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2008年~2010年, 公司流动比率有所波动, 三年分别为101.15%、95.58%和114.63%; 速动比率呈增长趋势分别为39.44%、52.08%和55.99%。截至2011年6月底, 上述两项指标分别为128.90%和58.48%。2008~2009年, 公司经营现金流动负债比分别为8.02%和28.34%, 2010年公司经营活动产生的现金流量净额大幅减少, 为负值, 使得经营现金流动负债比下降至-12.47%。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, 2010年公司EBITDA为65.73亿元, 较上年增长68.55%; 2010年公司EBITDA利息倍数为10.83倍, 全部债务/EBITDA为4.25倍。

对外担保方面, 截至2010年底, 公司无对外担保情况。

公司与各家银行保持合作关系。截至2011年6月底, 公司共获得各家商业银行授信额度总量为460.31亿元, 尚未使用的额度为253.43亿元。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

公司计划于2011年发行本期14亿元短期融资券, 占2011年6月底公司全部债务的3.79%, 占公司短期债务的6.97%, 对公司现有债务影响较小。

截至2011年6月底, 公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为73.29%和64.08%。以2011年6月底财务数据为基础, 不考虑其他因素, 预计本期短期融资券发行后, 公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至73.77%和64.93%, 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2011年6月底, 公司现金类资产合计161.62亿元, 为本期中期票据发行规模的11.54倍。

以2010年财务数据为基础, 公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对本期计划发行14亿元中期票据的保护倍数分别为4.69倍、28.50倍和-5.36倍。总体看, 公司经营活动现金流入量和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

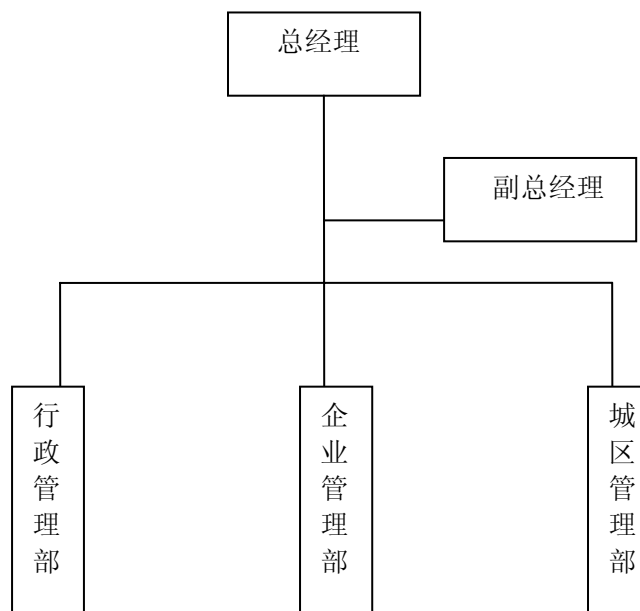
近年来，中国经济持续稳定发展，人均可支配收入不断增加，良好的外部环境带动了我国旅游业的快速发展，随着旅游产业政策的推进完善，未来中国旅游业将面临新的发展机遇，行业前景良好。

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，主营业务收入稳定增长，整体盈利能力较强，货币资金充裕，债务负担明显加重。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 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 6 月
流动资产：					
货币资金	432736.71	723925.71	1002268.53	52.19	1281116.95
交易性金融资产	12.83	389.87	0.00	-100.00	0.00
短期投资					
应收票据	265576.18	285110.84	419525.51	25.69	335084.22
应收账款	148795.19	147399.41	216071.12	20.50	189958.93
预付账款	79005.57	113770.28	368111.34	115.85	362817.44
应收利息	2010.33	3252.99	2529.80	12.18	1778.41
应收股利	—	6155.56	0.00	--	22819.53
其他应收款	26477.31	87828.03	40438.68	23.58	131279.66
存货	1493421.54	1184527.31	2146167.69	19.88	2799913.95
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产		50591.02	0.00	--	2.49
流动资产合计	2448035.66	2602951.03	4195112.68	30.91	5124771.59
非流动资产：					
可供出售金融资产	1065.66	1026.81	183.06	-58.55	185.76
持有至到期投资		80000.00	80000.00	--	80000.00
长期应收款					
长期股权投资	78288.39	110791.00	130692.12	29.20	126625.25
股权分置流通权					
投资性房地产	97882.75	149159.33	150931.45	24.18	148070.32
固定资产	711085.33	1062345.15	1240846.92	32.10	1200065.38
生产性生物资产					
在建工程	385170.32	178570.82	212046.83	-25.80	379709.17
固定资产清理		2085.11	0.00	--	0.00
无形资产	97510.04	167636.31	315315.01	79.82	308427.99
开发支出					
商誉	192310.73	159391.52	135588.96	-16.03	130171.34
长期待摊费用	25793.85	26676.48	24379.79	-2.78	25086.97
递延所得税资产	48362.97	167974.01	229426.61	117.80	232621.70
其他非流动资产	1272.98	3605.06	3422.93	63.98	3331.87
非流动资产合计	1638743.01	2109261.60	2522833.67	24.08	2634295.75
资产总计	4086778.67	4712212.63	6717946.35	28.21	7759067.34

附件 2-2 合并资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币万元）

	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 6 月
流动负债：					
短期借款	610480.31	435730.70	1015668.62	28.99	1180950.93
交易性金融负债	1248.19		6495.71	128.13	5029.04
应付票据	289244.00	314511.69	239844.02	-8.94	168483.75
应付账款	334052.32	520367.77	622133.26	36.47	554947.73
预收账款	147593.99	505572.72	384179.33	61.34	517760.58
应付职工薪酬	38027.10	42012.03	51886.17	16.81	42292.57
应交税费	35156.71	161346.37	202721.89	140.13	87430.96
应付利息	824.72	2363.30	3031.35	91.72	1772.78
应付股利	790.87	160.45			2579.85
其他应付款	353317.92	420477.09	670292.07	37.74	756358.55
一年内到期的非流动负债	101128.76	17840.47	17642.65	-58.23	8097.96
其他流动负债	508290.11	302959.00	445680.60	-6.36	649994.31
流动负债合计	2420154.99	2723341.59	3659575.68	22.97	3975699.01
非流动负债：					
长期借款	112818.85	45447.13	570470.94	124.87	930556.89
应付债券		304235.00	507123.06		758936.22
长期应付款	27350.09	433.93	3153.13	-66.05	3288.20
递延收益					
专项应付款		200.00	200.00		200.38
预计负债					
递延所得税负债	586.01	457.49	764.44	14.21	764.44
其他非流动负债	36757.84	28054.10	17289.68	-31.42	17425.61
非流动负债合计	177512.79	378827.65	1099001.24	148.82	1711171.75
负债合计	2597667.78	3102169.24	4758576.91	35.35	5686870.75
所有者权益：					
实收资本（股本）	200000.00	200000.00	545000.00	65.08	560000.00
资本公积	169962.92	172380.65	127125.81	-13.52	127808.47
盈余公积	134783.36	163888.34	120179.58	-5.57	120179.58
未分配利润	243761.67	184970.70	97275.07	-36.83	158363.07
外币报表折算差额	-2882.30	-2549.55	-2832.22	-0.87	-5237.86
归属于母公司所有者权益	745625.65	718690.14	886748.24	9.05	961113.25
少数股东权益	743485.24	891353.25	1072621.20	20.11	1111083.33
所有者权益合计	1489110.89	1610043.39	1959369.44	14.71	2072196.58
负债和所有者权益合计	4086778.67	4712212.63	6717946.35	28.21	7759067.34

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 1~6 月
一、营业收入	2079327.01	2419706.59	3442353.69	28.67	1273401.48
减: 营业成本	1385777.79	1654943.66	2277852.49	28.21	842038.49
营业税金及附加	110211.22	104459.20	248244.94	50.08	85764.18
销售费用	182679.04	227065.72	275815.50	22.88	127078.61
管理费用	153600.04	166325.84	188938.04	10.91	87976.16
财务费用	29602.91	22890.77	33755.95	6.78	25360.40
资产减值损失	8175.96	38771.90	45866.05	136.85	5267.66
加: 公允价值变动收益	-1268.73	1625.26	-6863.03	132.58	1466.67
投资收益	8749.23	31497.49	53696.46	147.74	24833.41
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	6811.60	25464.25	39893.34	142.01	
汇兑收益					
二、营业利润	216760.57	238372.25	418714.12	38.99	126216.07
加: 营业外收入	3556.15	4698.64	23056.27	154.63	8730.33
减: 营业外支出	2940.58	2647.33	6557.32	49.33	527.62
其中: 非流动资产处置净损失	1314.25	1655.85			
三、利润总额	217376.14	240423.56	435213.07	41.50	134418.77
减: 所得税费用	37404.51	42848.35	93736.78	58.30	36764.28
加: 未确认的投资损失					
四、净利润	179971.62	197575.21	341476.30	37.75	97654.49
其中: 归属于母公司所有者的净利润	87234.72	105864.50	171402.76	40.17	61088.00
少数股东损益	92736.91	91710.71	170073.54	35.42	36566.48
五、每股收益					
基本每股收益					
稀释每股收益					

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 1~6 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	2317113.26	2998086.95	3471702.65	22.40	1644623.47
收到的税费返还	7981.23	8782.24	26512.08	82.26	17178.81
收到的其他与经营活动有关的现金	82961.69	114636.45	491194.65	143.33	156878.66
经营活动现金流入小计	2408056.18	3121505.63	3989409.38	28.71	1818680.94
购买商品、接受劳务支付的现金	1649598.23	1628149.06	3279185.47	40.99	1608603.46
支付给职工以及为职工支付的现金	166581.65	178055.84	218792.60	14.60	115848.29
支付的各项税费	191651.69	275800.23	396921.60	43.91	315182.31
支付的其他与经营活动有关的现金	206067.47	267625.40	550705.24	63.48	270389.74
经营活动现金流出小计	2213899.05	2349630.54	4445604.91	41.71	2310023.80
经营活动产生的现金流量净额	194157.13	771875.10	-456195.53		-491342.86
二、投资活动产生的现金流量					
收回投资所收到的现金	156470.14	40013.08	114869.61	-14.32	
取得投资收益收到的现金	17370.32	27209.32	40239.87	52.20	22354.06
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	4066.79	2502.23	21724.38	131.13	230.01
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	295.20	42918.80			
收到的其他与投资活动有关的现金	56579.76	35314.65	4692.18	-71.20	
投资活动现金流入小计	234782.21	147958.08	181526.05	-12.07	22584.08
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	382807.42	340123.90	462707.05	9.94	219613.28
投资支付的现金	200613.51	86612.19	12504.84	-75.03	10778.77
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	9182.78	10084.96			31.84
投资活动现金流出小计	606607.13	430967.20	475211.89	-11.49	230423.89
投资活动产生的现金流量净额	-371824.91	-283009.12	-293685.85	-11.13	-207839.81
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收投资收到的现金	24008.36	14514.20	41315.27	31.18	14929.48
取得借款收到的现金	1924341.45	1853265.20	2438914.07	12.58	1487954.61
发行债券收到的现金			640000.00		636300.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	111667.44	158114.89	288525.35	60.74	127363.81
筹资活动现金流入小计	2060017.26	2025894.28	3408754.68	28.64	2266547.91
偿还债务所支付的现金	1727981.96	1992941.15	1987896.39	7.26	1101673.19
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	120818.44	84427.74	97848.72	-10.01	51600.69
支付的其他与筹资活动有关的现金	123197.71	311268.01	322865.49	61.89	286697.40
筹资活动现金流出小计	1971998.11	2388636.91	2408610.60	10.52	1439971.28
筹资活动产生的现金流量净额	88019.14	-362742.63	1000144.08	237.09	826576.63
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-2623.91	-1041.05	-1534.40	-23.53	-284.56
五、现金及现金等价物净增加额	-92272.55	125082.30	248728.30		127109.40
加: 期初现金及现金等价物余额	398618.01	306345.46	431427.76	4.03	680156.06
六、期末现金及现金等价物余额	306345.46	431427.76	680156.06	49.00	807265.46

附件 4-2 现金流量补充表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)
一、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	179971.62	197575.21	341476.30	37.75
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	8175.96	38771.90	45866.05	136.85
固定资产折旧	70974.91	102041.98	145319.67	43.09
无形资产摊销	2951.29	5915.22	7876.06	63.36
长期待摊费用摊销	9529.17	8960.24	8155.57	-7.49
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)	912.37	819.56	-7921.33	
固定资产报废损失		358.05		
公允价值变动损失(减: 收益)	1268.73	-1625.26	6863.03	132.58
财务费用	43637.62	32617.47	60709.59	17.95
投资损失(减:收益)	-8749.23	-31497.49	-53696.46	147.74
递延所得税资产减少(减: 增加)	-9357.96	-35237.55	-61452.60	156.26
递延所得税负债增加(减:减少)	-229.72	-128.52	306.95	
存货的减少(减:增加)	-282900.37	293769.39	-977887.90	85.92
经营性应收项目的减少(减:增加)	-11190.64	-89429.52	-406703.89	502.85
经营性应付项目的增加(减:减少)	186261.72	244769.25	431390.61	52.19
其他	2901.66	4195.16	3502.82	9.87
经营活动产生的现金流量净额	194157.13	771875.10	-456195.53	
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	306345.46	431427.76	680156.06	49.00
减: 货币资金的期初余额	398618.01	306345.46	431427.76	4.03
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	-92272.55	125082.30	248728.30	

附件 5 公司主要财务指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 6 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	4.99	8.61	10.62	--
存货周转次数 (次)	1.03	1.24	1.37	--
总资产周转次数 (次)	0.55	0.55	0.60	--
现金收入比 (%)	111.44	123.90	100.85	129.15
盈利能力				
营业利润率 (%)	28.05	27.29	26.62	27.14
总资本收益率 (%)	7.31	7.60	8.46	--
净资产收益率 (%)	12.09	12.27	17.43	--
财务构成				
长期债务资本化比率 (%)	7.04	17.84	35.48	44.91
全部债务资本化比率 (%)	52.14	46.88	58.80	64.08
资产负债率 (%)	63.56	65.83	70.83	73.29
偿债能力				
流动比率 (%)	101.15	95.58	114.63	128.90
速动比率 (%)	39.44	52.08	55.99	58.48
经营现金流动负债比(%)	8.02	28.34	-12.47	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.36	11.96	10.83	--
全部债务/EBITDA (倍)	4.66	3.64	4.25	--
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.11	0.34	-0.27	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	-3.75	14.99	-12.35	--
本期中期票据偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.49	2.79	4.69	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	17.20	22.30	28.50	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.39	5.51	-3.26	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.27	3.49	-5.36	--

注：2011 年 1-6 月财务数据未经审计。

附件 6 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 7 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 2011 年度第二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。

