跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1347 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主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“11华侨城MTN2”、“14华侨城MTN001”、“15华侨城MTN001”、“15华侨城MTN002”和“16华侨城MTN001”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月十二日

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

华侨城集团公司中期票据跟踪评级报告

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 MTN2	14 亿元	2011/12/14-2016/12/14	AAA	AAA
14 华侨城 MTN001	14 亿元	2014/08/08-2017/08/08	AAA	AAA
15 华侨城 MTN001	30 亿元	2015/05/28-2020/05/28	AAA	AAA
15 华侨城 MTN002	25 亿元	2015/11/10-2020/11/10	AAA	AAA
16 华侨城 MTN001	30 亿元	2016/04/11~2021/04/11	AAA	AAA

跟踪评级时间：2016 年 7 月 12 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	175.07	225.09	222.85	215.60
资产总额(亿元)	1044.74	1180.45	1369.57	1390.76
所有者权益(亿元)	332.63	408.61	506.91	504.69
短期债务(亿元)	114.01	151.08	166.34	122.90
全部债务(亿元)	259.96	341.73	371.01	384.85
营业收入(亿元)	482.17	502.86	506.93	96.25
利润总额 (亿元)	70.60	83.51	89.33	10.13
EBITDA(亿元)	95.71	110.57	118.53	--
经营性净现金流(亿元)	127.57	-4.50	-5.67	-15.33
营业利润率(%)	26.94	27.56	26.37	25.63
净资产收益率(%)	14.88	14.51	12.49	--
资产负债率(%)	68.16	65.38	62.99	63.71
全部债务资本化比率(%)	43.87	45.54	42.26	43.26
流动比率(%)	122.14	136.20	146.42	158.33
全部债务/EBITDA(倍)	2.72	3.09	3.13	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.12	4.77	6.71	--
经营现金流动负债比率(%)	22.92	-0.80	-0.88	--

注：公司 2016 年 1 季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限货币资金；其他流动负债中的有息债务已包含在短期债务及相关指标计算中；长期应付款中的有息债务已包含在长期债务中；2015 年底及 2016 年 3 月底所有者权益中包含永续中期票据“15 华华侨城 MTN002”。

分析师

刘嘉敏　田甜　黄滨
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，房地产板块收入受结算进度以及部分项目持续热销的影响大幅增长，旅游综合业务受旅游地产结算进度影响有所波动，整体盈利能力仍较强；电子业务受行业竞争激烈，彩电内销管理层频繁变动，家电行业优惠补贴资金的扣回以及汇率波动等综合因素影响出现较大幅度亏损，盈利能力弱化。整体看，公司主营业务差异性较大，有效地分散了市场风险，盈利能力较强。

未来公司将继续加大大型旅游综合项目投资，同时积极获取低成本土地，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MTN2”、“14华侨城MTN001”、“15华侨城MTN001”、“15华侨城MTN002”和“16华侨城MTN001”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. 公司拥有国内数量最多、规模最大、效益最好的主题公园群，整体盈利能力强。
3. 公司房地产业务开发成本低、利润空间大、跟踪期内房地产业务持续热销，公司土地储备充足，为后续发展奠定了基础。
4. 公司核心子公司华侨城股份于2016年1月6日完成非公开发行，公司资本实力得以增强。

关注

1. 旅游行业易受外部环境影响，同时突发安全事故对公司旅游业务也会造成不利影响。
2. 受行业竞争激烈，彩电内销管理层频繁变动，家电行业优惠补贴资金的扣回等因素影响，康佳集团净利润亏损12.76亿元，对公司整体盈利能力有一定负面影响。
3. 房地产行业受政策调控影响，行业景气度有所波动；商业地产受区域经济、居民消费水平影响大，区域分化现象凸显，公司部分项目或将面临一定去化压力。
4. 公司经营活动净现金流波动大。
5. 公司存货规模大，对资金形成一定程度占用。

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。2016年4月，公司以未分配利润转增资本50亿元，实收资本增至113亿元。

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2016年3月底，公司拥有一级子公司8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2015年底，公司资产总额1369.57亿元，所有者权益合计506.91亿元（其中少数股东权益232.85亿元）；2015年公司实现营业收入506.93亿元，利润总额89.33亿元。

截至2016年3月底，公司资产总额为1390.76亿元，所有者权益合计为504.69亿元（其中少数股东权益234.07亿元）。2016年1～3月，公司实现营业收入96.25亿元，利润总额10.13亿元。

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

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理

指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至2015年末，共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016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，2016年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长6.5%～7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

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。

近年来，随着国民经济健康快速的增长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市场呈逐步放大趋势。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%；2015年国内旅游收入突破4万亿元，同比增长12%。

从旅游业的发展规律看，GDP的增长和人均可支配收入的增加是旅游业发展的根本动力。近些年，中国GDP及城乡居民收入的稳定、持续增长直接推动了旅游行业的快速发展，国

内出游人数和旅游总收入总体保持稳步增长趋势。但需要注意的是，2003年由于受到SARS的影响，中国国内旅游人数以及旅游收入同期呈现负增长，显现出行业对外部环境存在较强的敏感性，容易受到各种突发事件影响。从其后几年的恢复情况看，旅游行业又体现出一定的韧性，在受到各类突发事件和自然灾害冲击后，能够在较短时间内得以恢复。

图1　2005～2015年GDP与国内旅游收入



数据来源：国家旅游局和国家统计局

2013年，受政府抑制“三公消费”政策影响，公务旅游消费急剧下降，商务旅游消费明显放缓，而国民休闲旅游消费则表现出强劲的增长势头。2013、2014年，中国国内游客分别为32.6亿人次和36.1亿人次，同比分别增长10.3%和10.7%。2015年以来，中国旅游经济总体运行良好，从国家旅游局发布数据显示，2015年中国国内旅游突破40亿人次，出境旅游1.2亿人次。中国国内旅游、出境旅游人次和国内旅游消费、境外旅游消费均列世界第一。

同时，2015年我国旅游业呈现自由行占主流市场的态势。在40亿人次国内游的人群中，自由行人群高达32亿人次，人均消费937.5元。1.2亿人次出境游旅游客，有2/3游客选择自由行，达到了8000万人次；2015年我国出境旅游购物市场规模已达6841亿元，其中自由行游客的消费占比超过80%。主要系80后、90后消费能力逐渐提高，日趋成为旅游大军的中间力量，这使得游客群体呈现出年轻化的特点，旅游市场散客化自由行趋势更加明显。

总体看，我国旅游行业呈现平稳较快发展态势，未来旅游市场散客化自由行趋势越来越明显。

2. 跟踪期内政策环境

2015年8月11日，国务院办公厅发表《国务院办公厅关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》（国办发【2015】62号），提出实施旅游基础提升计划、旅游投资促进计划、旅游消费促进计划、乡村旅游提升计划、优化休假安排、加大改革创新力度等措施，以改善旅游消费环境、新辟旅游消费市场、培育新的消费热点、开拓旅游消费空间、激发旅游消费需求以及促进旅游投资消费持续增长。

2015年9月8日，国家发展改革委、国家旅游局发布开展景区门票价格专项整治工作的通知（发改价格【2015】2005号），通过开展门票价格专项整治工作、规范经营者价格行为、严格执行定价规则、程序、加强市场监管、建立景区质量等级评定与门票价格水平惩戒联动机制等措施，进一步营造良好旅游消费环境。

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，随着居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

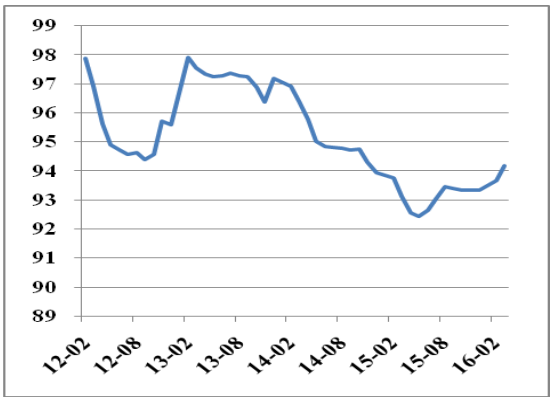
能力角度看，还是从业务地点分布、业务类型多样性角度看，都还存在相当巨大的差距。旅游类上市公司比重较低的现象与旅游业在国民经济中的重要地位不太相称，在一定程度上也说明目前旅游类公司的整体实力偏弱。

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 年的中国房地产市场处于调整期，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；中央政策以“稳”为主，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 2015 年，在延续上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，房地产开工面积增速和投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。

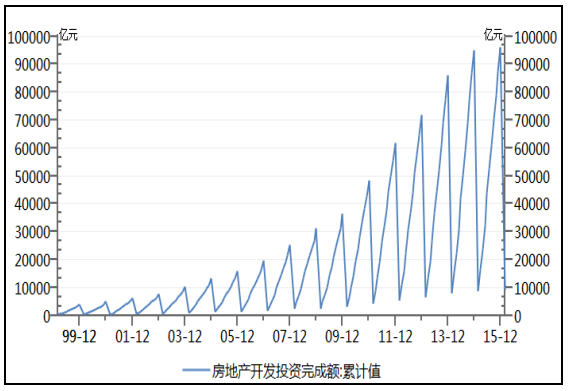
图 2 2012 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：wind资讯

房地产投资：2014 年，全国房地产开发投资 9.5 万亿元，同比增长 10.5%，增速较上年回落 9.3 个百分点，创近五年新年；其中住宅投资 6.4 万亿元，同比增长 9.2%（较上年回落 10.2 个百分点），商业营业用房和办公楼投资增速分别为 20.1%和 21.3%（分别较上年回落 8.2 个和 16.9 个百分点）。2015 年，开发投资增速进一步回落，全年房地产开发投资 9.60 万亿元，同比增长 1.0%；其中住宅投资 6.46 万亿元，同比增长 0.4%。

图 3 房地产开发投资完成额



资料来源：wind 资讯

房屋开工/竣工面积：新开工面积增速持续下降，2014 年为 18.0 亿平方米，同比下降 10.7%，其中住宅新开工 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%。2015 年，全国房屋新开工面积 15.4 亿平方米，同比下降 14.0%，其中住

宅新开工面积 10.7 亿平方米，同比下降 14.6%。

房地产销售：受政策因素影响，销售增速呈现先降后升。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%，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（10.5 亿平方米）同比下降 9.1%，销售额（6.2 万亿元）同比下降 7.8%，办公楼的销售面积和销售额同比分别下降 13.4%和 21.4%（2498 万平方米和 2944 亿元），商业营业用房的销售面积和销售额同比分别增长 7.2%和 7.6%（9075 万平方米和 8906 亿元）。2015 年，受益利好政策的刺激，地产销售呈温和回暖，70 个大中城市房价同比上涨城市个数增加，房地产贷款稳步上升，全国商品房销售面积为 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%，销售额为 8.73 万亿元，同比增长 14.4%。

2016 年 1～3 月，全国房地产开发投资 17677 亿元，同比名义增长 6.2%（扣除价格因素实际增长 9.1%），增速比 1-2 月份提高 3.2 个百分点。其中，住宅投资 11670 亿元，增长 4.6%，提高 2.8 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 66.0%；房地产开发企业房屋施工面积 61.80 亿平方米，同比增长 5.8%，其中，住宅施工面积 42.40 亿平方米，增长 4.0%。房屋新开工面积 2.83 亿平方米，增长 19.2%，增速提高 5.5 个百分点。其中，住宅新开工面积 1.93 亿平方米，增长 14.8%。房屋竣工面积 2.00 亿平方米，增长 17.7%，增速回落 11.2 个百分点。其中，住宅竣工面积 1.45 亿平方米，增长 17.1%。2016 年 1～3 月，商品房销售面积 2.43 亿平方米，同比增长 33.1%，其中，住宅销售面积增长 35.6%。相关政策的出台刺激了购房需求，一定程度减缓三、四线城市库存高企的压力，2016 年以来，中国房地产市场延续回暖趋势。

总体看，2015 年以来房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。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

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。

根据工业和信息化部数据显示，2015 年，家用电器行业主营业务收入 14083.9 亿元，累计同比下降 0.4%；利润总额 993.0 亿元，累计同比增长 8.4%。2016 年 1-3 月，我国家用电器行业主营业务收入 3198.7 亿元，累计同比增长 0.4%；利润总额 188.0 亿元，累计同比增长 12.5%。从生产情况看，2015 年 1-12 月，家用电冰箱累计生产 8992.8 万台，同比下降 1.9%；房间空气调节器累计生产 15649.8 万台，与去年同期基本持平；家用洗衣机累计生产 7274.5 万台，同比增长 0.7%。从销售情况看，2015 年 1-12 月，家电行业产销率 95.0%，较 2014 年同期下降 1.2 个百分点；累计出口交货值 3445.6 亿元，累计同比增长 0.8%。

彩电行业方面，从产品结构来看，目前液晶电视市场占据彩电市场主体地位，外资彩电厂商利用其上游平板显示上的技术优势大力拓展市场，以及产品同质化，使国内彩电产品市

场竞争激烈，国内整机生产企业盈利水平偏低。与此同时，全国性专业家电连锁和全国性超市连锁迅速扩张，其利用自身渠道优势，压低整机的价格，进一步挤压了彩电整机生产企业的利润空间。

从上游行业来看，由于国内企业配套技术尚不完善，不具备核心技术，生产平板电视的液晶和等离子面板，特别是大尺寸面板极度依赖进口。国内快速增长的需求，使得液晶面板成为继集成电路后电子信息行业第二大进口产品。由于液晶面板核心技术和生产能力主要集中于韩国三星电子、LG显示器（LGD）、台湾友达、台湾奇美和日本夏普等几家大型跨国公司，供应商的议价能力较强。2012年以来，国内彩电价格大幅下滑，企业利润空间被压缩，面临较大的压力。长期看，惟有通过加快彩电产业结构升级，扶持国内企业发展具有自主知识产权的显示面板生产技术，才能缓解行业上游关键环节缺失的瓶颈问题，形成产业链，提高行业整体竞争实力。

近年来，彩电行业市场逐渐趋于饱和，增速放缓，行业逐渐进入薄利时代，智能电视概念逐步普及，从2012年开始，智能电视开始井喷式增长，智能电视渗透率从2012年的27%多到2015年的73%，在乐视、小米、PPTV等互联网企业纷纷跨界进入智能电视行业，以低价策略大力抢夺市场份额，大幅压缩行业毛利空间，对彩电行业形成了巨大冲击。

跟踪期内，彩电行业发展呈现出如下特点：（一）彩电线上市场表现优异，据奥维云网（AVC）数据显示，2015年彩电线上市场零售量1301万台，同比增长65%，占整体市场的28%；线下市场零售量3373万台，同比下降8%。电商经过这几年的快速发展，市场越来越成熟，但线上的人口红利正在消失，电商亟需从线下发掘增量市场，其中以京东和阿里等为代表的电商纷纷积极布局O2O：2015年“京东帮服务店”在四至六线城市的线下店将超过1200家；阿里对接全国27个省，在全国5870个村设立了农村淘宝点；苏宁建立超过1000家苏宁易购服务站及600家苏宁易购自营店；乐视完成3800家线下体验店的开设，销量占比20%。（二）品牌商和渠道商积极开拓三四级农村市场，加之农村消费水平的不断提升，农村市场与城市市场彩电产品逐渐趋同，农村彩电产品同样向高端化发展。据奥维云网（AVC）数据显示，2015年农村彩电的平均尺寸达44.2英寸，低于城市0.6英寸；农村4K电视的渗透率为34.3%，低于城市2.3个百分点；农村智能电视渗透率为73.3%，高于城市0.7个百分点。农村产品需求与城市不断趋同。（三）2015年中国彩电业进入调整期，互联网品牌的低价策略使得品牌竞争日益激烈，品牌格局重新洗牌。2015年国内传统品牌的市场零售份额为77%，较去年下降3.8个百分点；互联网品牌的市场零售份额为10%，较去年上升5.1个百分点；韩系品牌市场零售份额为6%，较去年下降0.5个百分点；日系品牌零售份额为7%，较去年下降0.8个百分点。2015年互联网品牌市场份额快速提升，韩系产品保持外资电视品牌中的优势地位，而日系品牌份额逐年下滑。

总体看，随着农村消费群体收入水平的提高，平板电视在农村市场的更新普及程度加速。从目前农村市场的彩电百户拥有量来看，农村市场依然落后城市市场十年，是未来彩电企业重点开发的领域。跟踪期内，互联网时代下的彩电产能过剩造成行业生态链与价值链不断被重组分配，新的技术也带来消费需求升级从而改善经营的机会，但总体而言，挑战多于机遇，市场竞争进一步加剧。

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. 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。

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2015年的游客接待量达3018万人次，同比增长7.8%，再次进入世界主题公园集团四强。在亚太地区主题公园二十强榜单中，华侨城旗下的深圳东部华侨城景区、深圳世界之窗分别位列亚太地区主题公园第十二位和第十四位，与去年同期相比增速超过10%。

六、管理分析

跟踪期内，康佳集团董事会、监事会、高管方面人员发生重大变动。2015 年 5 月 28 日，康佳集团 2014 年年度股东大会决议选举靳庆军先生、宋振华先生、陈跃华先生、刘凤喜先生为第八届董事局非独立董事，选举张民先生、肖祖核先生、张述华先生为第八届董事局独立董事，张光辉先生、郝刚先生为第八届监事会监事；2015 年 6 月 4 日，康佳集团董事局选举张民先生为董事局主席，同日，选举郝刚先生为第八届监事会监事长；2015 年 6 月 18 日，张民董事辞去董事局主席的职务，会议选举刘凤喜先生为康佳集团第八届董事局主席。2015 年 8 月 27 日，康佳集团原董事局秘书肖庆先生辞去董事局秘书的职务，聘任肖庆先生为康佳集团常务副总裁。2015 年 9 月 10 日，康佳集团第八届董事局第五次会议暂停刘丹先生担任的康佳集团总裁职务，决定聘任董事局主席刘凤喜先生同时兼任康佳集团代理总裁。2015 年 9 月，宋振华先生辞去董事局董事的职务及副总裁职务，张民先生辞去董事局独立董事的职务，张光辉先生辞去监事会监事的职务，刘丹先生辞去总裁职务；2015 年 10 月 20 日，康佳集团监事会决定提名王友来先生为第八届监事会非职工监事候选人；同日，董事局第六次会议决定提名何海滨先生为第八届董事局非独立董事候选人，提名孙盛典先生为第八届董事局独立董事候选人；2015 年 12 月，万里波先生请求辞去康佳集团副总裁职务；2016 年 5 月，康佳集团副总裁林盖科先生向公司董事局提出辞去公司副总裁的职务。

截至本报告出具日，康佳集团董事局人员 7 名，包括 4 名非独立董事刘凤喜先生、靳庆军先生、陈跃华先生、何海滨先生和 3 名独立董事孙盛典先生、肖祖核先生、张述华先生，刘凤喜先生任董事局主席同时兼任康佳集团代理总裁；监事会人员 3 名。截至本报告出具日，公司在康佳集团董事局席位为 5 名，监事会席位为 3 名。

联合资信关注到，此次董事会、监事会以及高管人员的重大变动对康佳集团凝聚力、员工士气、产品规划战略以及经营效率带来了较大冲击。随着公司管理人员和团队的确立，康佳集团管理层将逐步趋于稳定。联合资信将持续关注康佳集团的运营情况。

七、重大事项

事项一 华侨城股份非公开发行

2015 年 3 月 19 日，华侨城股份第六届董事会第八次临时会议审议通过非公开发行 A 股股票相关事项，2015 年 4 月 24 日获得华侨城股份 2015 年第一次临时股东大会审议通过。2015 年 10 月 28 日，华侨城股份召开第六届董

事会第十八次临时会议审议通过《关于调整公司本次非公开发行 A 股股票方案的议案》等相关议案。2015 年 12 月 11 日，华侨城股份收到中国证券监督管理委员会下发的《关于核准深圳华侨城股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2015]2880 号）。2016 年 1 月 6 日，本次非公开发行在深圳证券交易所上市。

华侨城股份此次非公开发行人民币普通股（A股）851688693股，发行价格为6.81元/股，募集资金总额为58.00亿元，扣除承销及保荐费用、发行登记费以及其他交易费用共计人民币0.73亿元后，华侨城股份净募集资金共计人民币57.27亿元。本次发行的发行对象的数量为3名，发行对象分别为华侨城集团、前海人寿和钜盛华。此次非公开募集资金，将用于收购公司持有的武汉华侨城15.15%股权、上海华侨城9.87%股权、酒店管理公司38.78%股权，投资于西北片区2号地项目、西北片区3号地项目、重庆华侨城一号地块项目以及偿还借款。本次非公开发行完成后，公司持有华侨城股份股权比例为53.47%，保持控股股东的地位，国务院国资委仍为华侨城股份的实际控制人。

联合资信认为，本次非公开发行的完成一定程度上增强了公司资本实力，有利于公司旅游地产板块规模的扩展，同时提高财务弹性。

事项二 康佳集团非公开发行

2016 年 4 月 12 日，康佳集团第八届董事局第十四次会议审议通过非公开发行 A 股股票相关事项，2016 年 5 月 11 日，康佳集团发布公告称非公开发行股票事项已获国务院国资委批复，2016 年 5 月 19 日本次非公开发行获得康佳集团 2016 年第二次临时股东大会审议通过。2016 年 6 月 21 日，本次非公开发行已获得中国证券监督管理委员会审批。

根据《康佳集团股份有限公司2016年度非公开发行A股股票预案》，本次非公开发行的A股股票合计不超过636942675股，募集资金总额不超过30亿元，所有投资者均以现金方式并以相同价格认购本次非公开发行A股股票。本次非公开发行对象分别为华侨城集团、南京创毅、微鲸科技、北京云诺、北京云世纪和宁波赛特，募集资金将用于智能电视研发与运营平台建设项目（3亿元）、品牌与渠道建设项目（7亿元）、偿还银行贷款（5亿元）以及补充流动资金（15亿元）。

截至2016年3月底，华侨城集团直接和间接持有康佳集团股份比例29.99%，为公司控股股东，本次非公开发行华侨城集团拟认股297239915股，认购金额拟为14.00亿元，若获全额认购，本次发行完成后华侨城集团直接和间接持有康佳集团股份比例将为33.48%，华侨城集团仍为公司控股股东，国务院国资委仍为公司实际控制人。

联合资信认为，康佳集团目前处于亏损状态，自有资金已难应对行业剧烈变革，本次非公开发行有利于公司逐步改善经营状况，进一步优化资本结构，增强资本实力，联合资信将持续关注公司电子业务板块经营情况。

八、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。

2015年，受宏观经济低迷、旅游综合项目中旅游地产收入下降等因素的影响，公司旅游综合业务收入出现下滑，同比下降18.80%，电子业务受行业竞争激烈，彩电内销管理层频繁变动，家电行业优惠补贴资金的扣回以及汇率波动等综合因素影响，收入较2014年下降11.50%，受益于跟踪期内公司多处房地产项目的持续热销，且前期签约销售的房地产项目结转收入，公司房地产业务收入同比大幅增长

31.12%。整体来看，2015年公司主营业务合计略有下降，为497.83亿元，同比下降0.76%。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，其中电子业务三年比重分别为41.19%、38.03%和33.91%，呈下降趋势；旅游综合业务比重受宏观经济因素以及旅游地产板块推盘进度等因素的影响有所波动，2015为24.75%，同比下降5.5个百分点；房地产业务占比逐年提升，截至2015年底为39.33%，为公司收入的主要来源。

从毛利率来看，2015年，公司各业务板块毛利率均有不同程度下降，其中电子业务毛利率为12.57%，同比小幅下降1.09个百分点；旅游综合业务板块毛利率一直维持在40%以上，2015年为42.51%，同比下降6.72个百分点，盈利能力仍较强；公司房地产业务毛利率较高，近三年均维持在58%以上，2015年为59.58%，同比下降6.42个百分点，主要是由于2015年销售的产品结构及地域不同导致毛利率有所差异。总体看，公司主营业务毛利率近年保持较高水平，2015年为38.41%。

表1　公司主营业务收入情况　（单位：万元、%）

业务板块	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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	1975455	41.19	16.67	1907539	38.03	13.66	1688251	33.91	12.57	388405	41.20	18.85
旅游综合业务	1310669	27.33	49.34	1517389	30.25	49.23	1232058	24.75	42.51	308592	32.74	42.52
房地产业务	1422572	29.66	58.71	1493318	29.77	66.00	1957982	39.33	59.58	231395	24.55	56.97
包装业务	75998	1.58	9.30	83228	1.66	11.80	82303	1.65	11.44	19637	2.08	10.56
其他业务	11729	0.24	-9.80	14684	0.29	11.45	17729	0.36	2.77	4208	0.45	15.16
小计	**4796423**	**100.00**	**37.89**	**5016158**	**100.00**	**39.96**	**4978323**	**100.00**	**38.41**	**952238**	**101.02**	**35.74**
内部互相抵消	--	--	--	--	--	--	--	--	--	-9590	-1.02	--
主营业务合计	**4796423**	--	--	**5016458**	--	--	**4978323**	--	--	**942648**	100.00	--

资料来源：公司提供

2016年1～3月，公司实现主营业务收入94.26亿元，占2015年收入的18.94%，同比增长8.56%。其中，电子业务、旅游综合业务及房地产业务分别占41.20%、32.74%、24.55%，毛利率分别为18.85%、42.52%和56.97%；公司当期主营业务毛利率为35.74%。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，坚持项目成片综合开发，合理规划旅游功能与居住、商务功能混合布局，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2016年3月底，公司持有华侨城股份53.47%的股权。2015年，华侨城股份实现营业收入322.36亿元，同比增长4.94%，利润总额73.32亿元，同比下降6.09%；2016年1～3月，华侨城股份实现营业收入55.00亿元，同比增长32.55%，利润总额9.30亿元，同比增长25.86%。

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。截至目前，华侨城已建成旅游综合项目17个，其中已建成开始营业的主要包括深圳欢乐谷、北京华侨城、成都欢乐谷、上海欢乐谷、武汉欢乐谷、深圳锦绣中华、深圳世界之窗、长沙世界之窗、东部华侨城、泰州华侨城、深圳欢乐海岸、天津欢乐谷、云南华侨城等，正在建设的旅游综合项目为宁波华侨城、重庆华侨城和顺德华侨城。2015年，全年实现游客接待量3093万人次，同比增长10.50%。

公司旅游综合项目主要分为主题公园板块、旅游地产板块和商用物业板块，截至2016年3月底，北京华侨城、成都华侨城、武汉华侨城、欢乐海岸、东部华侨城旅游地产销售比例均在80%以上，天津华侨城、泰州华侨城、云南华侨城、宁波华侨城和顺德华侨城等受地理位置局限，且部分项目尚处于建设阶段的影响，销售比率较低；商用物业方面，除泰州华侨城由于开业时间较短尚未成熟外，拥有配套商用物业的旅游综合项目租赁比率均达到85%以上。目前，公司主要收入来源包括景区门票收入、园区内消费收入、文化演艺项目收入、旅游地产销售收入及园区配套物业租售收入等。

目前公司在建旅游综合项目中，宁波华侨城主要为欢乐海岸项目，总计划投资128.68亿元；重庆华侨城项目包括水公园以及陆公园两大板块，目前旅游地产板块办公楼、会所主体结构和二次结构已完成，一期多层已完成土方、护壁工程，总投资为205.57亿元。顺德华侨城主题公园正在筹建中，旅游地产板块天鹅湖一期部分竣工验收备案、未竣工部分主体已封顶，天鹅湖二期高层主体基本封顶并预售，总投资为105.62亿元。总体看，公司旅游综合项目未来投资规模仍较大。

表 2　华侨城主题旅游综合项目开发情况（截至 2016 年 3 月底）

项目名称	总投资（亿元）	总占地面积	主题公园板块	旅游地产板块			商用物业板块	
				总建筑面积（万㎡）	销售比率	建设进度	商业租赁	租赁比率
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	71.70	95%	已完工	4.50	98%
成都华侨城	139	171.84	已于 2009 年 1 月 18 日正式对外营业	133.85	90%	1、五期高层 120-123#：主楼及地下室和总平景观 100%完成，已交付。2、地产六期：目前正在进行报建资料准备，基坑观测，基坑降水，等待施工设计图纸。3、购物中心：商务谈判和商务接触的前期了解。山姆会员店、酒店等了解和谈判　4、欢乐谷三期：三期两台过山车已订货，合同金额 1.3 亿，三期用地苗木已移植，围挡已安装。	7.70	99%

项目名称	总投资（亿元）	总占地面积	主题公园板块	旅游地产板块			商用物业板块	
				总建筑面积（万㎡）	销售比率	建设进度	商业租赁	租赁比率
武汉华侨城	165.9682	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	139.31	81.78%	地产二期低密度（A7 地块一标段）：2015 年 9 月 24 日竣工验收、10 月 10 日完成竣工备案。地产二期低密度（A7 地块二标段）：2015 年 8 月 25 日完成竣工备案、9 月 28 日～30 日入伙交付。地产二期高层 T31、T34：物业接管验收及移交；地产二期高层 T32～T33：物业接管验收及移交；地产二期高层 T26～T28：2015 年 5 月 7 日竣工验收；6 月 19 日竣工备案；9 月 28～30 日入伙交付。地产二期高层 T29～T30：物业接管验收及移交。地产三期（一标)T5、T12、T15：12 月 25 日桩基完成验收。地产三期（二标)T6、T7、T19、T20：12 月 25 日完成桩基验收。地产三期（三标)A5 地块： D29、D30、D31、D32、L17、L18 主体结构封顶；L19、L20 完成三层结构施工；L21、L22 完成二层结构施工；D33、D35 完成一层（±0.000）结构施工。欢乐谷二期：1、飞行影院网架安装完成，银幕支架和座舱平台安装完成。2、5D 影院与音乐船主体结构完成。3、小飞鱼、冲浪者、水上飞机游乐设备基础完成。	4.59	86.33%
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	--	--	欢乐谷一期建筑面积 8.8 万平米，2009 年 9 开业。欢乐谷二期 2015 年 7 月竣工开业新建建筑面积 1700 平米。玛雅水公园一期建筑面积 1.5 万平米 2013 年 7 月竣工。欢乐谷大湖水秀项目建筑面积 700 平方米，截止 2016 年 5 月已经完成所有土建，安装完成 90%以上，预计 7 月竣工。玛雅水公园二期建筑面积 2000 平方米截止 2016 年 5 月已经全部封顶，预计 7 月竣工。员工宿舍 11 万平米，截止 2016 年 5 月已经全部封顶，进入内部装修，预计 6 月 15 日竣工验收并入住。主题酒店项目一期建筑面积 2.5 万平米，截止 2016 年 5 月完成桩基，总包招投标，预计 6 月初开挖地下室，2017 年 8 月竣工。	0.79	94.30%
深圳欢乐谷	12.83	35.00	1998 年 10 月对外开放	--	--	--	1.21	96.83%
天津华侨城	160.11	204.60	已于 2013 年 7 月 27 日正式营业	134.93	14.17%	C 地块一期南北区、高层一期至高层三期 A、桥湾完工。高层三期 B 结构封顶	--	--

项目名称	总投资（亿元）	总占地面积	主题公园板块	旅游地产板块			商用物业板块	
				总建筑面积（万㎡）	销售比率	建设进度	商业租赁	租赁比率
欢乐海岸	42.87	56.00	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	--	--	一、二标段公寓整体完工。	5.91	100%
东部华侨城	101	837.40	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	82.52%	天麓1、2、7、6、8、9、3、5区地块已全部完工。	--	--
泰州华侨城	21.41	206.98	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。	0.47	67.49%
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	10.47%	天麓一区已竣工验收完成;天麓二区目前处于在售,工程于2012年12月竣工验收完成;群樱荟已于2013年12月竣工验收完成.馨香园已于2015年4月竣工验收。	--	--
宁波华侨城	128.68	212.33	--	69.4	5.41%	欢乐海岸项目： 一、B5地块:截止2015年12月31日，B5地块竣备完成。 二、B4地块:1、高层1#楼外墙保温施工完成，抗裂砂浆完成10-18层完成。2、高层2#楼外墙保温砂浆完成，外墙抗裂砂浆完成，内墙新增墙体完成8-18层。	--	--
重庆华侨城	205.57	95.01	1、水公园：完成水公园整体规划方案优化及10%方案设计；2、陆公园：完成陆公园整体规划方案；	170.19	0.00	办公楼：主体结构完成，二次结构完成，内外装、总平完成80%。 会所：主体结构完成，二次结构完成，内外装、总平完成60%。 一期多层：土方、护壁工程完成，总包做进场准备。	--	--
顺德华侨城	105.62	68.96	处于筹建阶段	83.99	9.20%	顺德华侨城天鹅湖一期部分竣工验收备案、未竣工部分主体封顶；天鹅湖二期高层主体基本封顶并预售，多层主体施工。	--	--

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，覆盖北京、上海、广州、深圳等全国重点城市。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　2016年3月底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	创意文化	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	五星	五星	四星	五星	四星	四星	未评星级	四星	四星	未评星级	未评星级
客房数（间）	540	368	287	21	180	326	312	436	841	252	215	57	157
接待游客（万人次）	187509	108470	26590	1231	14702	23542	29071	111951	95679	108123	36040	12902	18297
入住率（%）	78%	77%	51%	32%	45%	40%	51%	79%	66%	28%	45.68%	72.70%	75.61%
平均房价(元)	1053	799	838	1035	404	536	532	507	278	308	368.87	1322	1629

资料来源：公司提供

在酒店经营方面，公司先后投资建设了白金五星级品牌华侨城大酒店、五星级品牌华侨城威尼斯酒店、四星级品牌奥思廷酒店（O City、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。其中华侨城大酒店的经营模式为与国际知名品牌洲际酒店集团合作，委托洲际酒店集团进行管理，华侨城大酒店经营收入由公司获取，洲际酒店集团作为专业化管理方，根据经营业绩按一定比例收取管理费；其余酒店品牌均为公司自营，经营主体为公司下属的深圳市华侨城国际酒店管理有限公司（以下简称“酒店管理公司”）。

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相继开业，茵特拉根酒店群成为中国酒店业新的示范点。酒店管理公司陆续为“昆明海埂国际会议中心酒店项目”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。

在传统的主题公园、酒店经营基础上，公司积极尝试新的文化旅游盈利模式。公司下属深圳华侨城国际传媒演艺有限公司（以下简称“传媒演艺公司”），主要运营传媒演艺，重点演艺节目包括国风、锦州世博园晚会、彩车、特技剧、极力道等。公司下属深圳华侨城文化旅游科技有限公司（以下简称“文化科技公司”）主营游乐项目技术开发、策划和设计等。文化科技公司开发的影视动画、网络游戏、娱乐终端等数字文化衍生产品已经在相关领域处于领先地位，为欢乐谷等华侨城主题公园、度假区产品创新提供了内容原创及设备制造支持。

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。

截至2015年底，公司房地产业务开发总占地面积85.61万平方米，规划总建筑面积260.8万平方米，2015年新开工建筑面积44.51万平方米，竣工面积8.78万平方米，主要在建项目包括深圳本部项目、宝亭锦园、红山，上海的苏河湾、新浦江城、西康路989和西安的天鹅堡。2015年，公司实现签约面积37.08万平方米，结算面积32.59万平方米，截至2015年底未售面积37.57万平方米，主要项目包括深圳本部项目、曦城、水门逸欣园，上海的苏河湾、新浦江城和西安的天鹅堡、108坊。截至2016年3月底，公司在售房地产项目如表4列示。

2015年，房地产板块在国内政策趋向宽松的引导下，运营环境较2014年显著改善，公司深圳本部推出的香山美墅一期和燕晗山苑项目、上海置地、上海天祥等项目持续热销，西安项目较大幅度增长，同时公司前期签约销售的房地产项目结转收入，致使2015年公司房地产业务大幅增长，共计实现营业收入195.80亿元（不包含旅游综合业务中的旅游地产项目），同比大幅增长31.12%，公司房地产业务毛利水平持续维持高位，2015年为59.58%，同比下降6.42个百分点。2016年1～3月，公司房地产业务实现收入23.14亿元，同比增长13.72%，毛利率为56.97%。

跟踪期内，公司全资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”）与深圳市花伴里投资股份有限公司（以下简称“花伴里”）签署了《股权转让与合作协议》等相关文件。根据协议约定，华侨城房地产收购花伴里持有的深圳市恒祥基房地产开发建设有限公司（以下简称“恒祥基”）51%的股权，股权转让价格为661.72万元，同时华侨城房地产将根据目标公司获取相关城市土地更新手续完备的进度支付花伴里公司补偿款23亿元，并按持股比例承担目标公司的债务约5亿元。恒祥基是一家民营性质的企业，主要业务集中在深圳的旧村、旧城改造，多年来积累了丰富的城市更新及旧改经验，土地资源丰富。通过此次收购，公司参与了城市更新业务，有效拓宽了公司在深圳获取土地资源的渠道，公司第一个旧改项目恒祥基水门逸欣园已于2015年11月开盘销售。

表 4　截至 2016 年 3 月底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	107816.00	2013/8/1	99.30%	62368.00	88045.00	43488.00
纯水岸十六期	2.60	21574.00	2014/7/1	98.90%	55473.00	84788.00	41274.00
LOFT 公馆	10.50	72112.00	2014/9/1	99.00%	57421.00	74643.00	45032.00
燕晗山苑	2.79	47656.00	2015/5/1	92.20%	63000.00	82883.00	51023.00
香山美墅	16.20	142831.00	2015/7/1	84.00%	105595.00	239871.80	66320.82
曦城五期	12.97	51000.00	2012/8/1	98.15%	89711.25	132932.30	73659.75
曦城商业南区	5.64	28712.00	2014/4/1	94.07%	41513.42	63042.49	24264.41
新浦江城院邸	2.42	19197.80	2006/10/1	80.00%	20928.00	50920.00	16300.00
新浦江城二期 122-11 地块	7.67	91857.00	2009/3/1	99.00%	12978.00	19350.00	7068.00

新浦江城二期 122-8 地块	4.71	43419.00	2009/10/1	67.00%	24493.23	34920.33	14587.82
新浦江城二期 122-9 地块	5.23	46948.04	2009/10/1	98.00%	28181.35	49913.72	17022.88
新浦江城二期 122-12 地块	7.90	91975.52	2010/8/1	99.00%	18931.07	27569.13	13355.83
新浦江城二期 122-13 地块	10.76	105598.00	2011/11/1	89.00%	19225.02	31070.91	13366.38
新浦江城 123-1 地块	9.64	94230.00	2012/5/1	96.00%	23963.71	39642.68	16943.03
新浦江城 122-4 地块	3.64	46342.85	2014/2/1	11.00%	18984.44	21539.42	17000.00
新浦江城 122-10 地块	6.80	30210.68	2014/6/1	50.00%	57724.33	70852.14	45411.59
新浦江城 122-14 地块	11.88	91698.00	2014/7/1	85.00%	28279.49	36190.63	23523.20
万锦 5 号楼	6.87	26090.24	2010/9/2	99.00%	52311.15	60178.98	46766.60
万锦 6 号楼	7.27	28265.04	2011/6/18	99.00%	52569.20	59667.82	46829.93
万锦 4 号楼	6.83	21814.45	2012/5/1	98.00%	47496.63	59673.60	41508.38
万锦 4 号楼（商铺）	0.19	594.55	2012/8/2	89.00%	98837.31	107412.31	91378.29
108 坊曲江一期 B-1 地块	2.93	40100.69	2010/12/10	95.00%	18036.68	26027.01	14090.50
108 坊曲江一期 B-2 地块	2.61	37395.85	2011/3/20	90.00%	21000.00	34807.98	15162.71
108 坊曲江一期 A 地块	4.80	49560.00	2012/4/1	62.00%	18000.00	35000.00	20100.00
108 坊曲江二期	4.40	59300.00	2012/7/1	82.00%	17200.00	15946.80	18656.00
108 坊曲江三期	5.50	58700.00	2013/6/1	85.00%	17000.00	22000.00	12000.00
曲江天鹅堡项目一期	7.00	113000.00	2012/9/1	95.00%	11000.00	12500.00	9800.00
曲江天鹅堡项目二期	9.00	131857.00	2013/9/1	75.00%	9500.00	10500.00	8700.00
曲江天鹅堡项目三期	9.50	151358.00	2014/9/1	65.00%	9500.00	11000.00	8700.00
天津华侨城 C 地块一期北区	4.16	79142.00	2011/8/1	99.00%	9260.00	21308.86	6339.20
天津华侨城 C 地块一期南区	3.44	58444.00	2012/8/1	94.00%	9799.00	24432.11	5094.09
天津华侨城 C 地块高层一期	1.62	31253.00	2013/5/1	97.00%	7019.00	9938.90	5999.62
天津华侨城 C 地块沿湖商住楼	1.53	21580.00	2014/5/1	24.00%	8715.00	10473.00	8146.00
天津华侨城 C 地块高层二期	4.03	86277.00	2014/8/1	45.00%	7213.00	11660.00	6498.00
天津华侨城 C 地块高层三期 A	1.46	32233.00	2015/5/1	20.00%	7309.00	11375.00	6854.00
天津华侨城 C 地块高层三期 B	1.65	37075.00	2016/3/1	4.00%	6938.00	13171.00	6457.00
天津华侨城 A3 地块别墅	1.06	21242.00	2015/11/1	19.00%	11880.00	15500.00	9025.00
上海置地 41 街坊 A、B 办公式公寓	9.60	37474.00	2012/9/1	90.00%	50236.00	57874.00	44149.00
上海置地 41 街坊 A、B 商业	1.30	6220.00	2012/12/2	35.00%	109561.00	190300.00	60560.00
上海置地 41 街坊 C 办公式公寓	0.73	2528.70	2013/10/3	85.00%	56576.00	65431.00	49290.00
上海置地 42 街坊 A 办公式公寓	6.50	22940.71	2014/9/1	65.00%	56000.00	68678.00	45994.00
上海置地 43 街坊 A 商业	0.98	3070.42	2014/9/2	79.00%	83721.00	144000.00	51115.00
上海置地 1 街坊 T1 住宅	17.45	26981.63	2012/9/5	52.00%	94031.00	130586.00	68772.00
上海置地 1 街坊 T2 住宅	18.64	26483.00	2014/9/1	36.00%	84561.00	126368.00	65162.00
上海置地 1 街坊联排	1.43	2017.00	2015/5/1	87.00%	115000.00	134699.00	91511.00
顺德华侨城住宅一期	14.98	85429.00	2015/1/1	68.00%	26450.00	63480.00	12669.00
顺德华侨城住宅二期	15.23	135453.00	2015/11/1	21.00%	10277.00	14497.00	7672.00
欢乐嘉园	12.17	118275.00	2013/3/2	98.00%	39340.00	50618.00	28267.00
成都地产三期	15.02	223062.00	2010/8/1	99.00%	12993.00	58684.00	5385.00

成都地产四期	12.02	220610.00	2011/8/1	97.56%	11324.00	23395.00	6460.00
成都地产五期	13.91	227463.00	2012/10/1	96.62%	10460.00	34013.00	7415.00
成都商业地产（创想中心）	6.15	69700.00	2013/9/1	49.27%	10529.00	12676.00	8407.00
武汉纯水岸东湖二期	25.50	437454.00	2013/11/1	85.32%	17789.00	49547.00	8908.00
天麓五区	0.96	2410.00	未开盘销售	0.00%	--	--	--
天麓八区	5.60	14858.00	2010/1/1	93.00%	126744.63	153634.00	90288.00
天麓三区莱茵堡	2.54	11525.70	2011/9/17	20.00%	81323.19	109219.81	59743.48
天麓三区莱茵庄园	9.57	39908.10	2012/8/26	63.00%	69601.74	130709.73	31429.16
泰州纯水岸一期二批	1.76	25856.00	2010/11/1	45.00%	15291.00	21308.00	10301.00
泰州纯水岸二期一批	1.53	22351.00	2012/6/1	25.00%	8734.00	11406.00	6369.00
云南地产一期天麓一区	2.50	19624.00	2011/10/1	99.00%	18110.00	32206.00	11191.00
云南地产一期天麓二区	4.10	30832.00	2012/6/1	35.00%	23844.00	27660.00	18902.00
云南地产一期群樱荟	0.94	11520.00	2013/3/1	69.00%	16280.00	20345.00	12783.00
云南地产一期馨香园	0.75	21309.00	2014/9/1	68.00%	4472.00	5235.00	3399.00
宁波东海岸一期	16.00	118383.00	2015/9/1	50.00%	18579.00	23266.00	14610.00
恒祥基水门逸欣园	4.29	41103.00	2015/11/28	85.00%	25881.00	34124.00	20620.00

资料来源：公司提供

注：上表在售房地产项目包括旅游综合业务中的旅游地产项目。

表5　2016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 年 1 月
2	曲江华侨城	8.02	--	34.05	2011 年 9 月
3	天津华侨城	87.86	45.05	121.65	2010 年 7 月
4	龙华红山项目	10.99	--	17.58	2014 年 12 月
5	成都华侨城	18.34	--	35.76	2006 年 9 月
6	武汉华侨城	98.02	71.31	66.50	2010 年 1 月
7	重庆华侨城	95.01	60.00	170.19	2015 年 2 月
8	泰州华侨城	37.54	--	24.85	2006 年 12 月
9	云南华侨城	114.00	85.00	82.00	2008 年 9 月
10	宁波华侨城	39.81	6.50	70.45	2013 年 10 月
11	顺德华侨城	27.79	--	39.27	2013 年 10 月
12	上海天祥华侨城	22.06	--	38.32	2007 年 12 月
	合计	593.44	267.86	808.01	

资料来源：公司提供

截至2016年3月底，公司拥有已获得土地证的土地储备合计593.44万平方米（未开发土地面积），其中旅游用地267.86万平方米。土地储备充足。

未来公司将从“旅游+地产”模式逐步过渡到“文化产业+旅游产业+城镇化”模式。公司已经形成了以旅游景区为主体，文化科技、文化演艺、旅游衍生品和旅行社等共同发展的文化旅游产业链，并带动了公司房地产业务板块的发展，基于此，公司文化旅游景区、酒店、住宅和商业类地产将以多种形式融合组成优势的竞争力和抗风险能力。

总体来看，跟踪期内，公司顺应国家行业政策调整，适时调整经营策略，加快房地产项目开发节奏和周转速度，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，取得了较好的效果。

3. 电子业务板块

公司电子业务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 2016 年 3 月底，公司直接和间接持有康佳集团股份比例 29.99%。

康佳集团涉及业务主要有彩电业务、白电业务和手机业务，2015 年，占营业收入比重分别为 68.45%，4.30%和 8.53%。生产方面，康佳集团率先在国内建成首条数字电视生产线，目前在全国拥有三大整机生产基地—安康、莞康、昆康，安康、莞康分别拥有 19 条、15 条现代化生产线，具备全系列的彩电量产能力，昆康整机年产能超过 1500 万台。

公司彩电业务主要面向全球市场，内销彩电主要以B2B和B2C两种业务模式为主，在全国各地设立分公司、经营部和售后维修服务网点，外销彩电业务以B2B为主，B2C为辅，营销范围遍布亚太、中东、中南美及东欧；公司白电业务主要经营冰箱、洗衣机、空调、冷柜等产品，业务模式为B2B和B2C，主要面对国内市场；手机业务内外销并举，外销业务主要以B2B 为主，内销业务近年主要经营运营商渠道，2015年8月，公司重启手机内销零售业务，积极开拓乡镇市场，内销手机已初步打开局面。2015年公司内销和外销占比分别为67.77%和32.23%，内销比重较2014年底下降15.26个百分点。

跟踪期内，家电行业的竞争更加白热化，受彩电内销市场整体规模下滑、品牌增多竞争加剧以及内销彩电业务管理层变动频繁等因素的影响，2015年公司电子业务大幅下滑至168.83亿元，同比下降11.50%。2015年康佳集团实现营业收入183.95亿元，利润总额-15.45亿元，出现较大幅度亏损，亏损原因主要归结为：①公司由于经营需要有较大额度的美元融资，2015年以来，人民币兑美元的汇率出现一定幅度的贬值，导致公司全年汇兑损失共计约2.29亿元（反映在财务费用中）；②2015年9月，公司收到深圳市财政委员会印发的《深圳市财政委员会关于扣回中央高效节能家电产品推广补贴资金的通知》，需要退回8996万元节能补贴资金，并产生无法收回的账面应收国家节能补贴资金净额13199万元，上述事项相应减少康佳集团合并报表利润总额2.22亿元；③2015年，彩电业务内销管理层变动频繁，对产品规划战略以及经营效率带来了较大冲击；④主营产品市场价格竞争激烈，导致跟踪期内主营业务的盈利能力出现一定幅度的下降。除此之外，康佳集团2014年由于处置长期股权投资形成投资收益5.92亿元不具备持续性，2015年未有相应补充，共同导致康佳集团出现大幅亏损。2016年1～3月，康佳集团实现营业收入40.72亿元，同比下降10.87%，利润总额0.30亿元。同比下降6.65%

总体来看，公司电子业务板块受市场行情低迷，行业竞争激烈，跟踪期内管理层频繁变动，家电行业优惠补贴资金的扣回以及汇率波动等综合因素影响出现较大幅度亏损，随着康佳集团管理层逐步确立、优惠补贴资金的一次性计提完成以及康佳集团非公开发行事项的进行，公司电子业务板块亏损有望收窄，联合资信将持续关注公司电子业务板块的管理以及经营情况。

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。属下第一家工厂深圳华力于一

九八五年成立，其后分别成立了上海华励、中山华力、安徽华力以及惠州华力等企业，逐步实现全国性战略布局，客户网络覆盖珠江三角洲、长江三角洲等重要区域，主要客户包括佳能、施乐、康佳、富士康、联想、IBM、SONY等国内外知名企业。

深圳华力目前拥有配套齐全的世界一流的包装及印刷设备，以及先进的印前设备和产品开发质量检测设备。截至2015年底，公司共有瓦楞纸板生产线共5条，主要印刷生产线共22条。2015年公司纸箱（板）的生产量为13.6万吨，彩印业务为1.39万吨。

2015年，公司包装业务实现收入8.23亿元，同比下降1.11%，毛利率11.44%，收入规模及毛利率同比变动不大。2016年1～3月，公司纸包装业务实现营业收入1.96亿元，毛利率为10.56%。

总体来看，跟踪期内，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受宏观经济低迷、旅游综合项目中旅游地产收入下降等因素的影响出现下滑，房地产板块受益于跟踪期内公司多处房地产项目的持续热销，且前期签约销售的房地产项目结转收入的影响，取得了较好的效果；电子板块受行业市场竞争激烈，彩电内销管理层变动频繁，以及家电行业优惠补贴资金扣回等因素影响出现较大幅度亏损，对公司盈利能力产生负面影响。

5．经营效率

2015年，公司销售债权周转次数同比增长，0.99个百分点，2015为8.25次；存货周转次数和总资产周转次数分别同比小幅下降0.02和0.05个百分点，分别为0.69次和0.40次。公司经营效率有待进一步提高。

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，主要包括重庆华侨城、成都华侨城、欢乐海岸项目、武汉华侨城、上海苏河湾等项目。

7、募集资金使用情况

截至2016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。

九、财务分析

公司提供的2015年财务报表经瑞华会计师事务所审计[1]，并均出具了标准无保留意见的审计报告；公司2016年一季度财务报表未经审计。

2015年公司合并报表范围内子公司较2014年新设成立15家，非同一控制下企业合并恒祥基1家，因注销减少子公司2家。2016年一季度公司合并报表范围内子公司较2015年底无变化，合并报表范围变化对公司财务数据影响较小。

截至2015年底，公司资产总额1369.57亿元，所有者权益合计506.91亿元（其中少数股东权益232.85亿元）；2015年公司实现营业收入

[1] 2016年5月，中国证券监督管理委员会决定对大华会计师事务所（特殊普通合伙）、北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）、瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“瑞华”）、银信资产评估有限公司、辽宁元正资产评估有限公司、中和资产评估有限公司正式启动立案调查的行政执法程序。2016年6月，中国银行间交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布公告称，经自律处分会议复审决定，给予瑞华公开谴责处分，责令瑞华及时改正，并暂停瑞华相关业务，期限为一年。

506.93亿元，利润总额89.33亿元。

截至2016年3月底，公司资产总额为1390.76亿元，所有者权益合计为504.69亿元（其中少数股东权益234.07亿元）。2016年1～3月，公司实现营业收入96.25亿元，利润总额10.13亿元。

1. 盈利能力

2015年公司实现营业收入502.86亿元，同比增长0.81%；公司营业成本同比增长3.79%，增速略高于同期营业收入增速，受此影响，公司营业利润率较2014年小幅下降1.19个百分点至26.37%。

从期间费用来看，2015年公司期间费用合计75.28亿元，同比增长8.37%，增长主要来源于管理费用和财务费用。近年来公司对外融资规模快速上涨，公司财务费用逐年增长，2015年为9.60亿元，同比增长47.52%；管理费用主要源于人工成本的增加。2015年公司期间费用占比为14.85%，较上年增加1.03个百分点。2015年，公司资产减值损失4.34亿元，主要包括坏账损失2.38亿元、存货跌价损失1.11亿元，其中坏账损失主要是康佳集团无法收回的账面应收国家节能补贴资金净额。

2015年，公司实现投资收益30.72亿元，主要为处置可供出售金融资产产生的投资收益26.37亿元，系出售中国国旅股份有限公司（以下简称“中国国旅”）股票所致。2015年，公司实现营业外收入6.50亿元，其中政府补助利得5.82亿元，较2014年增长112.69%，主要是当期收到旅游度假区奖励金4.08亿元，不具备持续性。

2015年，公司实现利润总额89.33亿元，较上年增长6.97%。从盈利指标来看，2015年，公司总资本收益率为8.20%，净资产收益率和营业利润率分别为12.49%和26.37%。整体看，公司盈利能力较强。

2016年1～3月，公司实现营业收入96.25亿元，占上年全年的18.99%，同比增长9.73%；公司实现利润总额10.13亿元，占上年全年的11.34%，同比增长16.77%，主要系房地产业务和旅游综合业务同比增长所致；2016年1～3月，公司营业利润率为25.63%。

总体看，跟踪期内，公司主营业务收入小幅增长，利润规模受电子业务板块的亏损有所弱化，整体盈利能力仍较强。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，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，2015 年为 559.36 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，2015 年为 565.02 亿元，2015 年公司经营活动现金净额为-5.67 亿元。从收入实现质量指标来看，2015 年公司现金收入比为 105.00%，较上年上升 17.47 个百分点，主要是 2015 年房地产业务预售情况好转所致。

从投资活动来看，2015 年公司取得投资收益收到的现金大幅增加，为 37.53 亿元，主要为公司出售持有的中国国旅股票所致，公司收到其他与投资有关的现金主要为康佳集团对理财产品的投资；投资支付的现金由 2014 年的 2.49 亿元大幅上升至 88.76 亿元，主要是二级市场有增持深康佳及华侨城 A 支付现金约 22 亿元，参与招商蛇口定向增发支付现金约 15 亿元，收购花伴里项目支付现金约 12.6 亿元（包括股权转让款和部分补偿款）以及其他投资；支付其他与投资活动有关的现金为 63.48 亿元，同比增加 36.25 亿元，主要是为履行股票收益互换协议而支付的保证金，公司当期投资活动现金流出大幅增长，导致公司投资活动产生的现金流量净流出大幅增长。近三年，公司投资活动产生的现金流量净额均为负值，2015 年为 -71.45 亿元。

近三年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 112.49 亿元、-7.65 亿元和-77.12 亿元，公司盈利能力和通过经营活动获取现金的能力较强，但受房地产市场结算进度以及近年来投资

支出规模较大的影响，公司近年来经营活动及投资活动资金需求较大，目前存在一定对外融资需求。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 2015 年筹资活动产生的现金流量净额为 84.69 亿元。

2016年1～3月，公司经营活动现金流入133.75亿元，经营活动净现金流量金额为-15.33亿元；公司投资活动净现金流为-6.02亿元，其中，公司收到和支付与其他与投资有关的现金主要为康佳集团对理财产品的投资；公司筹资活动产生的现金流量净额为15.09亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动净现金流为负，且投资支出规模较大，公司融资压力进一步增大。

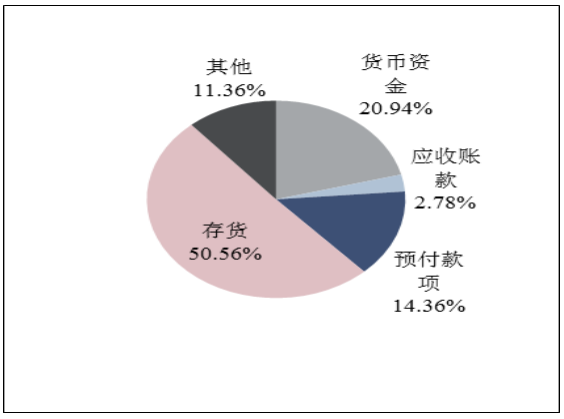
3. 资本及债务结构

跟踪期内，公司资产总额逐步上升，截至 2015 年底，公司资产总额 1180.45 亿元，同比增长 16.02%，其中流动资产占比 68.55%，较 2014 年底增长 3.69 个百分点，非流动资产占比 31.45%。公司资产构成仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产合计 938.83 亿元，同比增长 22.63%，主要构成以货币资金（占 20.94%）、预付账款（占 14.36%）和存货（占 50.56%）为主。

图 4　2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2015 年底，公司货币资金 196.56 亿元，同比增长 3.41%，其中银行存款为 193.00 亿元（占 98.19%）；使用受限的货币资金为 3.45 亿元，主要为各类保证金存款。

截至 2015 年底，公司应收票据 29.40 亿元，主要为银行承兑汇票；其中康佳集团将账面价值合计 14.46 亿元的银行承兑汇票质押用于办理开具银行承兑汇票、信用证、保函、贸易融资等综合融资业务。同期，公司应收账款账面原值 29.93 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为 28.52 亿元，其中账龄在 1 年以内的占 84.95%，账龄较短；截至 2015 年底，公司共计提应收账款坏账准备 3.84 亿元，计提比例 12.82%，公司应收账款账面价值 26.09 亿元。

截至 2015 年底，公司预付账款余额为 134.92 亿元，同比大幅上升 222.69%，主要是由于新增预付北京、南京的地价款 125 亿元所致，公司共计提坏账准备 932.89 万元，预付账款账面价值为 134.82 亿元。

公司存货主要包括房地产开发项目和非房地产发项目两类。截至2015年底，公司存货账面余额为478.22亿元，其中房地产开发项目占93.75%、非房地产发项目占比6.25%；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（0.38亿元）；公司对非房地产开发项目共计提存货跌价准备3.14亿元，占非房地产开发项目的10.52%；截至2015年底，公司存货账面价值为474.69亿元。

截至 2015 年底，公司其他流动资产 57.62 亿元，同比增长 80.89%，主要是由于公司新增 26.89 亿元的预付股票收益互换名义本金[2]所致，其余主要包括 24.27 亿元的预缴土地增值

[2] 2015 年 12 月 4 日，公司与中国国际金融股份有限公司签署了《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议（2014 年版）》、《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议补充协议》及《收益互换确认书》达成股票收益互换交易，公司就此交易预付中国国际金融股份有限公司名义本金，其公允价值为交易日前 30 个交易日均价为基准价格的基础上按 90%折扣方式计算的价格。

税以及 5.00 亿元理财产品。

非流动资产

跟踪期内，公司非流动资产稳步增长，截至 2015 年底，公司非流动资产为 430.73 亿元，同比增长 3.82%，主要以可供出售金融资产（占 12.31%）、固定资产（占 39.76%）、无形资产（占 11.22%）和递延所得税资产（占 16.20%）为主。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产账面余额为 54.42 亿元，其中按公允价值计量 47.49 亿元，主要为公司持有的中国国旅的股票以及国泰君安证券股份有限公司的股票，较 2014 年底增长 14.72%，计入其他综合收益；按成本法计量 6.93 亿元，主要为其他尚未上市的被投资企业股权。截至 2015 年底，公司计提可供出售金融资产减值准备合计 1.40 亿元，年末可供出售金融资产账面价值为 53.02 亿元。

截至 2015 年底，公司长期股权投资 10.02 亿元，同比增长 19.61%，主要是由于当期对成都文旅新增 2.65 亿元投资所致。截至 2015 年底，公司对合营、联营和其他企业的投资主要包括深圳世界之窗（2.67 亿元）、锦绣中华（1.53 亿元）、北京广盈（0.85 亿元）和成都文旅（2.64 亿元）等公司的股权投资，公司当期共收到被投资企业宣告发放的现金股利 1.76 亿元，权益法下核算的投资收益为 2.35 亿元，均主要来自深圳世界之窗、锦绣中华和北京广盈。

截至 2015 年底，公司投资性房地产原值 45.63 亿元，同比增长 16.92%，全部为房屋、建筑物，累计折旧 10.84 亿元，未计提减值准备，年末账面价值合计 34.78 亿元。同期，公司固定资产原值 278.04 亿元，同比变动不大，以房屋及景区建筑物（占 56.72%）和机器设备（占 27.92%）为主；公司固定资产累计折旧 106.20 亿元，减值准备 0.60 亿元，公司固定资产净值 171.25 亿元。

截至 2015 年底，公司在建工程 20.41 亿元，较上年底下降 6.40%，主要是上海华侨城项目、深圳欢乐海岸项目和武汉华侨城项目转入固定资产所致。截至 2015 年底，公司无形资产 48.31 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 2016 年 3 月底，公司资产总额为 1390.76 亿元，较 2015 年底增长 1.55%，其中流动资产占 69.38%，非流动资产占 31.45%，资产结构较 2015 年底变动不大；其中，预付款项为 166.65 亿元，较 2015 年底增长 23.61%，其他科目变动不大。

总体看，跟踪期内，随着公司预付土地款大幅增加，资产规模稳步增长，公司资产以流动资产为主。流动资产中，公司现金类资产充裕，以房地产开发项目为主的存货规模较大，对资金形成一定程度占用。整体看，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快速增长，复合增长率为23.45%，主要来自未分配利润和少数股东权益的增长，2015年11月，公司发行永续中期票据“15华侨城MTN002”（25亿元，5+N）计入其他权益工具。截至2015年底，公司所有者权益为506.91亿元（包括少数股东权益232.85亿元），主要由实收资本（占12.43%）、未分配利润（占27.51%）以及少数股东权益（占45.94%）构成。

截至2016年3月底，公司所有者权益为504.69亿元，较2015年底波动不大。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

跟踪期内，公司负债总额持续增长，截至2015年底，公司负债合计862.66亿元，同比增长11.77%，公司债务结构仍以流动负债为主，比重较2014年底上升1.50个百分点，为74.33%。

截至2015年底，流动负债合计641.21亿元，同比增长14.08%，主要是由于预收账款和其他应付款大幅增长所致。截至2015年底，流动负债主要以短期借款（占比13.24%）、应付账款（占比18.06%）、预收账款（占比10.33%）及其他应

付款（占比36.81%）为主。

截至2015年底，公司短期借款86.89亿元，与2014年底基本持平，主要以信用借款（占80.87%）和保证借款（占16.45%）为主。同期，公司应付账款115.83亿元，较2014年底变动不大，主要为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66.06%、1～2年的占19.96%。

公司预收账款主要为预收房款及销售款，截至2015年底，公司预收账款为66.22亿元，同比大幅增长47.37%，主要是由于公司房地产项目2015年去化情况较好，销售回款增加所致。

由于基于清算口径计算的土地增值税等的增加，公司其他应付款较快增长。截至2015年底，公司其他应付款236.04亿元，同比增长19.09%，其中包含土地增值税的预提税金130.76亿元，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2015年底，公司一年内到期的非流动负债为70.31亿元，较2014年底大幅增长77.57%，主要是由于部分应付债券转入所致。

跟踪期内，公司非流动负债增速较快，主要源自长期借款的增加，截至2015年底，公司非流动负债合计221.45亿元，同比增长5.58%，主要由长期借款（占56.15%）和应付债券（占34.28%）构成。

截至2015年底，公司长期借款为124.35亿元，同比增长26.27%，其中信用借款68.14亿元、保证借款23.58亿元、委托借款22.24亿元。当期公司6.83亿元长期借款转入一年内到期的非流动负债。

截至2015年底，公司应付债券年底账面余额135.63亿元，主要为公司近年来发行的债券“11华侨城MTN1”（14亿元，5年期）、“11华侨城MTN2”（14亿元，5年期）、“13华侨城MTN001”（30亿元，3年期）、“14华侨城MTN001”（14亿元，3年期）、“15华侨城MTN001”（30亿元，5+N年）、2015年度第一期20亿元私募债（3年期）和2014年发行的公司债券10亿元（3年期）。其中一年内到期的部分为59.73亿元，计入应付债券的为75.90亿元。截至2015年底，公司长期应付款4.42亿元，主要构成为欢乐谷主题公园入园凭证专项资产管理计划。

截至2016年3月底，公司负债合计886.07亿元，随着部分一年内到期的非流动负债到期偿还，公司流动负债占比较2015年底下降5.56个百分点，为68.77%。截至2016年3月底，预收账款为81.36亿元，较2015年底增长22.86%，主要是由于跟踪期内，房地产业务预售情况较好，销售回款所致；其他应付款为252.60亿元，较2015年底增长7.02%；应付债券为111.46亿元，较2015年底增加35.56亿元，主要是由于公司发行“16华侨城MTN001”（30亿元，5年期）所致。

从公司债务来看，截至2015年底，公司全部债务为371.01亿元，同比增长8.57%，其中短期债务占44.83%，长期债务占55.17%，为公司有息债务的主要构成部分，公司债务结构较2014年底变化不大。截至2016年3月底，公司全部债务384.85亿元，较2015年底增长3.73%，由于部分一年内到期的非流动负债到期偿还，公司短期债务占比下降至31.93%，长期债务占比上升至68.07%，有息债务结构仍然以长期债务为主。公司于2015年11月发行一期额度为25亿元的永续中票“15华侨城MTN002”，纳入所有者权益核算，考虑到其在公司赎回前长期存续，且与其他债务融资工具特征相近，因此将其纳入长期债务核算，纳入后截至2015年底，公司全部债务为396.01亿元，其中短期债务占比42.00%，长期债务占比58.00%，截至2016年3月底，公司全部债务为409.85亿元，其中短期债务占比31.95%，长期债务占比68.07%。

随着公司所有者权益的快速上升，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较2014年底小幅下滑，截至2015年底，上述指标分别为28.76%、42.26%和62.99%，同比分别减少3.05、3.28和2.40个百分点。截

至 2016 年 3 月底，随着公司债务规模的上升，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增长至 34.17%、43.26%和 63.71%，将“15 华侨城 MTN002”纳入长期债务核算后，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 36.25%、44.81%和 64.35%。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益稳定性一般，随着房地产业务销售情况好转，公司预收账款大幅增长，有息债务规模有所上升，整体债务结构与债务负担适宜。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015年底公司流动比率及速动比率分别为146.42%和72.38%，分别较2014年底增加10.21个和9.97个百分点；截至2016年3月底，上述两项指标分别为158.33%和78.61%。2015年，公司经营性现金流量净额为负，致使经营现金流动负债比为-0.88%，同比变动不大。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，2015年公司EBITDA利息倍数为6.71倍，同比有所上升；随着公司全部债务的增长，全部债务/EBITDA逐年提升，2015年为3.13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，承购人以其所购商品房作为抵押物，该等房产目前的市场价格高于售价，担保风险小。截至 2015 年底，公司担保金额 34.17 亿元，截至 2016 年 3 月底，承购人未发生违约。

公司与各家银行保持合作关系。截至2016年3月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为964.1亿元，尚未使用的额度为723.80亿元。公司拥有三家境内外上市公司，直接、间接融资渠道通畅。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告，截至 2016 年 6 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。

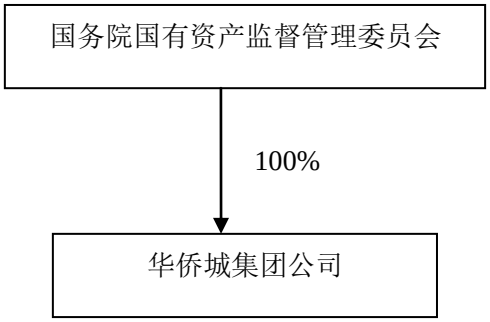
6. 抗风险能力

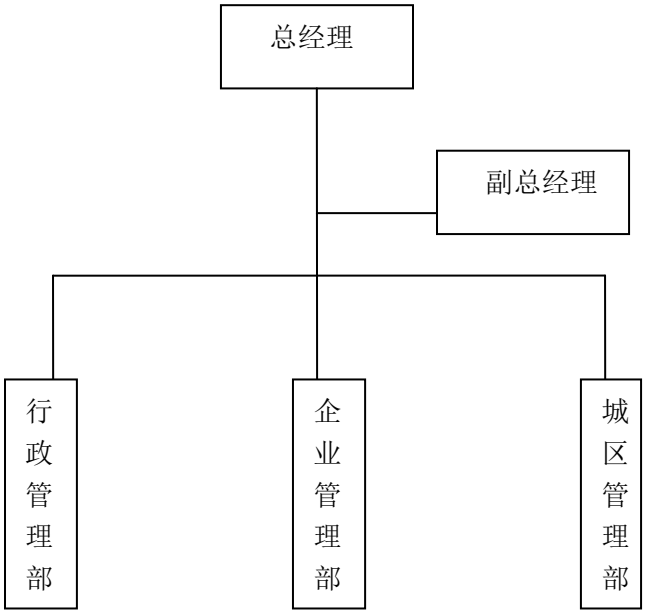
总体看，旅游行业发展前景良好，未来有望保持增长态势；公司品牌优势明显，是全国旅游地产业的龙头；跟踪期内，资产规模稳步提升，收入规模和盈利能力受电子业务板块亏损影响有所弱化，受益于房地产板块的热销，公司整体盈利能力仍较强，公司经营活动现金流入量规模较大。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力极强。

十、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MTN2”、“14华侨城MTN001”、“15华侨城MTN001”、“15华侨城MTN002”和“16华侨城MTN001”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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	175.07	225.09	222.85	215.60
资产总额(亿元)	1044.74	1180.45	1369.57	1390.76
所有者权益(亿元)	332.63	408.61	506.91	504.69
短期债务(亿元)	114.01	151.08	166.34	122.90
长期债务(亿元)	145.95	190.64	204.67	261.95
全部债务(亿元)	259.96	341.73	371.01	384.85
营业收入(亿元)	482.17	502.86	506.93	96.25
利润总额(亿元)	70.60	83.51	89.33	10.13
EBITDA(亿元)	95.71	110.57	118.53	--
经营性净现金流(亿元)	127.57	-4.50	-5.67	-15.33
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.60	7.26	8.25	--
存货周转次数(次)	0.74	0.71	0.69	--
总资产周转次数(次)	0.49	0.45	0.40	--
现金收入比(%)	103.51	87.53	105.00	118.42
营业利润率(%)	26.94	27.56	26.37	25.63
总资本收益率(%)	9.67	8.95	8.20	--
净资产收益率(%)	14.88	14.51	12.49	--
长期债务资本化比率(%)	30.50	31.81	28.76	34.17
全部债务资本化比率(%)	43.87	45.54	42.26	43.26
资产负债率(%)	68.16	65.38	62.99	63.71
流动比率(%)	122.14	136.20	146.42	158.33
速动比率(%)	47.19	62.42	72.38	78.61
经营现金流动负债比(%)	22.92	-0.80	-0.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.12	4.77	6.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.72	3.09	3.13	--

注：1.公司 2016 年 1 季度财务数据未经审计；
2.现金类资产已剔除受限货币资金；
3.其他流动负债中的有息债务已包含在短期债务及相关指标计算中；
4.长期应付款中的有息债务已包含在长期债务中；
5. 2015 年底及 2016 年 3 月底所有者权益中包含永续中期票据“15 华侨城 MTN002”。

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%
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　主体长期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

中长期债券信用等级设置及含义同主体长期。