

信用等级公告

联合[2012] 904 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2013 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

华侨城集团公司
主体长期信用等级为
AAA

华侨城集团公司
2013 年度第一期中期票据的信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

华侨城集团公司

2013 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 44 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性偿还本金

发行目的: 偿还银行贷款, 补充营运资金

评级时间: 2012 年 10 月 23 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 6 月
资产总额(亿元)	471.22	671.79	846.41	865.95
所有者权益(亿元)	161.00	195.94	231.78	247.26
长期债务(亿元)	34.97	107.76	117.07	126.72
全部债务(亿元)	142.07	280.29	372.47	388.14
营业收入(亿元)	241.97	344.24	335.53	137.92
利润总额(亿元)	24.04	43.52	47.07	16.66
EBITDA(亿元)	39.00	65.73	71.37	--
经营性净现金流(亿元)	77.19	-45.62	-37.00	3.57
营业利润率(%)	27.29	26.62	29.06	30.89
净资产收益率(%)	12.27	17.43	15.54	--
资产负债率(%)	65.83	70.83	72.62	71.45
全部债务资本化比率(%)	46.88	58.86	61.64	61.09
流动比率(%)	95.58	114.63	114.46	115.13
全部债务/EBITDA(倍)	3.64	4.26	5.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.96	10.83	11.15	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.89	1.49	1.62	--

注: 公司 2012 年上半年财务数据未经审计。

分析师

肖 雪 董漆洋

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。

近年来公司主营业务构成稳定,盈利能力较强。2011 年公司旅游综合板块受产品结构调整及外部环境影响,收入有所下降;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;电子业务板块在彩电 CRT 业务萎缩及智能手机蓬勃发展的环境下面临新的挑战。未来公司将继续加大大型旅游综合项目投资,随着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。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,积极应对市场变化,产品推陈出新,产业链进一步完善。

4. 公司现金类资产及经营性现金流入量规模大，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业务的萎缩及智能手机的渗透对该业务板块产生较大影响。
2. 旅游行业易受外部环境影响，2011年公司旅游产品结构调整对该板块收入影响较大。同时突发安全事故对公司旅游业务也会造成不利影响。
3. 公司对外融资需求较强，债务负担明显加重。
4. 公司经营性现金流净额波动大。

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、华侨城集团公司 2013 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付止有效，根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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。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。截至2012年6月底，公司注册资本增至61亿元，增加部分系接受财政部增资所致。

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2011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2011年底，公司（合并）资产总额846.41亿元，所有者权益合计231.78亿元（其中少数股东权益122.47亿元）；2011年公司实现营业收入335.53亿元，利润总额47.07亿元。

截至2012年6月底，公司（合并）资产总额865.95亿元，所有者权益合计247.26亿元（其中少数股东权益125.72亿元）；2012年1~6月，公司实现营业收入137.92亿元，利润总额16.66亿元。

公司注册地址：广东省深圳市南山区华侨城；法定代表人：任克雷。

二、本期中期票据概况

公司计划于2013年发行第一期中期票据44亿元（以下简称“本期中期票据”），期限3年，本期中期票据无担保。

本期中期票据募集资金中的22亿元用于偿还银行贷款，22亿元用于补充下属子公司营运资金。

三、宏观经济与政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响，制造业投资在2011年一直保持高速增长，在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下，导致工业产成品库存在趋势上持续上升，2011年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言，2011年中国宏观经

济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》，2011年国内生产总值471564亿元，比上年增长9.2%。其中，第一产业增加值47712亿元，增长4.5%；第二产业增加值220592亿元，增长10.6%；第三产业增加值203260亿元，增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%，第二产业增加值比重为46.8%，第三产业增加值比重为43.1%。

2011年，中国全社会固定资产投资311022亿元，比上年增长23.6%，扣除价格因素，实际增长15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933亿元，增长23.8%；农户投资9089亿元，增长15.3%。东部地区投资130319亿元，比上年增长20.1%；中部地区投资70783亿元，增长27.5%；西部地区投资71849亿元，增长28.7%；东北地区投资32687亿元，增长30.4%。

2012年上半年实现国内生产总值22.7万亿元，同比增长7.8%，增幅比上年同期回落1.8个百分点。其中二季度同比增长7.6%，增速比上年同期回落0.5个百分点，环比增长1.8%。根据国家统计局发布的最新统计数据，2012年1-8月，固定资产投资（不含农户）217958.07亿元，同比增长20.2%。其中，东部地区投资103988.31亿元，同比增长20.2%；中部地区投资60090.23亿元，同比增长25.3%；西部地区投资52375.59亿元，同比增长23.8%。

2. 政策环境

财政政策方面，2011年全年公共财政收入103740亿元，比上年增加20639亿元，增长24.8%；其中税收收入89720亿元，增加16510亿元，增长22.6%。2011年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进

企业发展和引导居民消费。2012年3月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计1.38万亿元，同比增长19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计1.51万亿元。2012年上半年，全国财政支出增长前两位的为交通运输支出、住房保障支出，分别较上年同期增长44.1%和36.4%。

货币政策方面，2011年，央行货币政策较为频繁，年度内6次上调存款准备金率，3次上调存贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011年年末，中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元，同比增长13.6%，增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%，增速比上年低4.1个百分点，比年初增加7.47万亿元。2011年社会融资规模为12.83万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为8.01%，比年初上升1.82个百分点。2012年1~7月，央行3次下调存款准备金率，并于7月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。根据2012年第二季度《中国货币政策执行报告》，截至2012年6月底，中国广义货币供应量M2余额为92.5万亿元，同比增长13.6%。人民币贷款余额同比增长16.0%，比年初增加4.86万亿元，同比多增6833亿元。上半年社会融资规模为7.78万亿元。金融机构贷款利率继续下行，6月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为7.06%，比3月份和年初分别下降0.56个和0.95个百分点。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济

增长方式是政策的主线。2011年3月16日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》；2011年9月7日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012年5月国务院常务会议讨论通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、基础素质及区域经济环境分析

1. 产权状况

公司是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，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. 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。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，公司华侨城主题公园在2010年的游客接待量达1930万人次，同比增长22.2%，在全球八强中增长率最高，并与前七强差距逐步缩小。在亚太主题公园15强榜单中，华侨城旗下东部华侨城、深圳欢乐谷、北京欢乐谷、深圳世界之窗分别占据第10至13位。公司位列“2011年度中国旅游集团营业额20强”第4位。

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。2011年，酒店管理公司（含城市客栈）获得第六届中国酒店星光奖“中国最佳酒店管理公司”；华侨城大酒店获得“住宿先进单位”，“金马奖”，“最佳消费者满意酒店”，“中国国际旅游服饰赛博会铜奖”；威尼斯酒店获得“中国最佳商务酒店”，2011TTG中国旅游大奖“深圳最佳商务酒店”；奥思廷酒店获得“深圳市南山区十佳旅业先进单位”；茵特拉根酒店获得“最佳度假酒店奖”，“深圳名片荣誉称号”，“2010年度中国十大最具魅力酒店”，东部华侨城黑森林酒店获得“2010年度中国十大最佳主题酒店”，2011TTG中国旅游大奖“2010年度深圳最佳新酒店”。

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。公司在CRT电视市场占有率有较大优势，但目前国内市场平板电视迅速普及，CRT电视销量急剧萎缩的市场现状对公司电子业务经营造成了较大影响；公司顺应形势，3D电视系列产品全面升级，3D电视市场占有率已经超过10%，居国内品牌第三名。

3. 人员素质

公司总经理任克雷先生，1950年生，本科，经济师、高级工程师，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2012年6月底，公司本部员工34人，均为大专及以上学历，文化素质较高。公司在职员工39899人，按教育程度分类，具有大专以上学历的员工占35.9%；按技术职称划分，公司具有初级技术职称以上的占10.8%；按年龄构成划分，公司员工30岁以下的占56.7%、30~50岁的占36.8%、50岁以上的占2.3%。

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。

4. 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。

5. 区域经济环境分析

区位优势

广东省位于中国华南地区乃至东南亚经济圈的中心地带。2011年全省实现地区生产总值（GDP）52673.59亿元，比上年增长10.0%；GDP总值位列全国第一。

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。

五、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

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。

对外担保方面，公司建立了较为完善的对外担保管理制度体系。首先，集团本部不提供对外担保；其次，公司各子公司均已根据有关法律法规建立了对外担保制度，明确了对外担保的内部决策程序、各有权机构审批权限、相关报告和信息披露机制等。公司及其各子公司均已根据有关法律法规建立了较为完善的关联交易管理制度，从而保证了公司及其各子公司与关联方之间订立的关联交易合同符合公平、公开、公正的原则，并能对关联交易及时履行必要的信息报告和披露义务。

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。

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。

机动设备的安全管理方面，公司设立安全管理委员会，该委员会办公室具体负责安全管理的统筹和监督工作，各子集团、直属单位负责组织协调，各生产经营单位和建设项目负责各自所管理的机动设备安全检查的具体实施。公司安全管理委员会办公室负责监督子集团、事业部落实安全督查交叉检查制度，每季度各版块开展一次安全交叉检查、督查。公司安全管理委员会办公室不定期组织开展大型、特种设备安全专项检查活动，加强安全管理人员及大型特种设备操作人员的培训，做到持证上岗。在“6.29”事故发生后，公司要求下属各单位加强安全生产规范化管理，各单位重新梳理安全管理制度，调整安全管理机构，加大安全投入，加强人员配置，加大安全管理、督查力度，积极落实安全生产信息报告制度。

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。

六、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。

2009年~2011年，公司主营业务收入有所波动，三年分别为239.78亿元、341.81亿元和333.32亿元，2011年有所下降主要系旅游综合业务收入下降所致。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54.49%、49.48%和48.08%，虽然呈下降趋势，但仍然为公司最主要的收入来源。

从毛利率来看，公司收入占比最大的电子业务毛利率不高，三年分别为18.70%、15.51%和16.56%，2011年毛利率已有所回升。旅游综合业务板块毛利率一直维持在40%以上，盈利能力较强且较为稳定。房地产业务毛利率较高，2011年为65.60%。总体看，公司主营业务毛利率近年来逐步上升，2011年为36.80%。

表2 公司主营业务经营情况

业务构成	2009年			2010年			2011年			12年1-6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	1313114	54.49	18.70	1696301	49.48	15.51	1607475	48.08	16.56	697615	51.01	18.65
旅游综合业务	704562	29.24	42.74	944762	27.56	47.72	626287	18.73	42.88	274125	20.04	48.69
房地产业务	288596	11.98	64.06	663008	19.34	62.18	969910	29.01	65.60	355587	26.00	62.74
包装业务	60421	2.51	11.38	75757	2.21	12.02	81025	2.42	12.32	34130	2.50	12.14
其他业务	43084	1.79	18.19	48607	1.42	15.01	58827	1.76	11.64	6126	0.45	34.36
小计	2409776	100	30.97	3428435	100	33.33	3343524	100	35.53	1367582	100.00	36.05
内部互相抵消	11963	--	--	10300	--	--	10335	--	--	--	--	--
主营业务合计	2397813	--	31.57	3418135	--	33.72	3333189	--	36.80	1367582	--	--

资料来源：公司提供

2012年1~6月，公司实现营业收入137.92亿元，较上年同期增长8.31%，其中实现主营业务收入136.76亿元。电子业务、旅游综合业务和房地产业务收入占比分别为51.01%、20.04%和26.00%；主营业务毛利率为36.05%。

总体看，公司主营业务收入结构较为稳

定，盈利能力较强。

2. 旅游综合业务

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

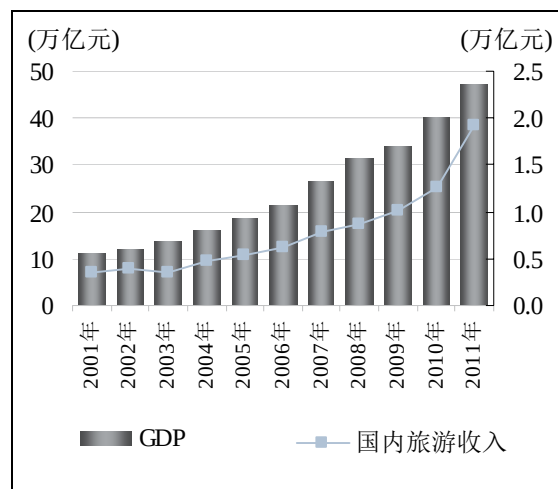
“十一五”期间，中国旅游业保持了平稳较快发展的良好势头，国内旅游人数平均增长12%，入境过夜旅游人数年均增长3.5%，出境旅游人数年均增长19%，全国旅游业总收入年均增长15%。中国跃居全球第四大入境旅游接待国和亚洲第一大出境旅游客源国，居民人均出游率达1.5次，旅游直接就业达1350万人，旅游消费对社会消费的贡献超过10%，旅游业对中国经济发展的积极作用更加明显。2011年，中国旅游经济总体保持较快发展，国内旅游及出境旅游增长均高于预期，入境旅游则受到日本地震、中东动荡以及欧债危机等因素影响，增速低于预期；2011年国内旅游收入1.93万亿元，同比增长23.6%。

2012年1-6月，国内旅游政策环境持续利好，旅游产业处于“较为景气”水平，据国家旅游局数据显示，2012上半年，国内旅游人数约15.5亿人次，同比增长14.6%；国内旅游收入约1.13万亿元，同比增长20.1%。入境旅游共接待入境旅游人数6588.79万人次，与上年基本持平；实现入境旅游收入238.28亿美元，同比增长2.13%。出境旅游人数约3800万人次，同比增长18%。

国内旅游现状

近几年，中国自然灾害和突发事件频发，全球金融危机也在2008年下半年逐渐传导入国内，但中国国内旅游市场依然保持了较为平稳的发展态势。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%；2011年中国国内旅游出游人数达26.4亿人次，同比增长13.2%，反映出国内宏观经济运行相对平稳，且国内居民出游欲望仍较为强烈，出游消费已呈现出一定的惯性。

图1 2001~2011年GDP与国内旅游收入

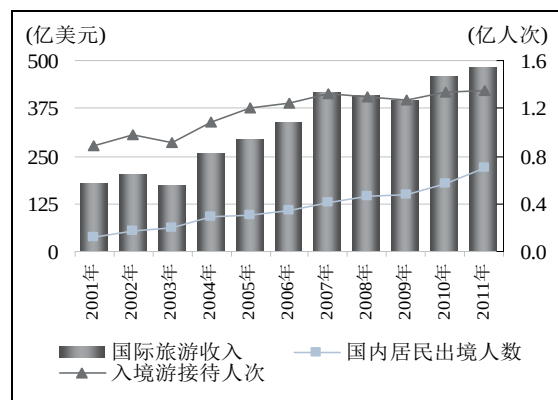


数据来源：国家旅游局和国家统计局

国际旅游现状

国际旅游包含了入境旅游和出境旅游两大市场。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成功申办和召开扩大了中国在世界上的影响范围，中国入境旅游市场近十几年得到快速发展；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，境外旅游成为了中国旅游业的有益补充。

图2 2001~2011年国际旅游收入及人数



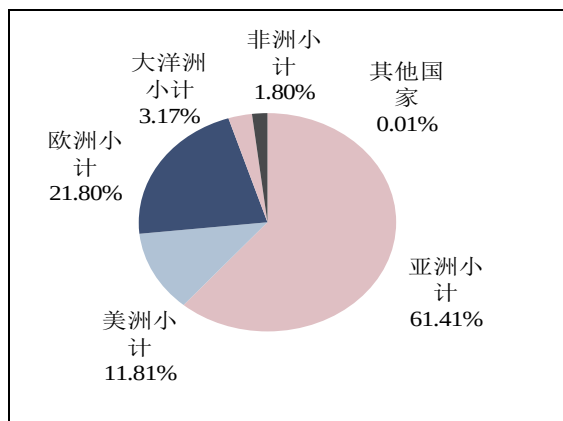
数据来源：Wind 资讯

入境游方面，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，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。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%。2011 年，全球经济恶化、人民币持续升值，受此影响中国入境游市场增长低于预期，全年共计接待入境旅游者 1.35 亿人次，同比增长 1.24%。

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（见图 3）。

图 3 2011 年中国入境旅游外国人客源地分布



资料来源：国家旅游局

出境旅游方面，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。2009~2011 年，中国出境旅游总人数分别达到 0.48 亿人次、0.57 亿人次和 0.70 亿人次，分别同比增长 4.0%、20.4%和 22.4%。受此影响，中国旅游服务的贸易逆差不断扩大，2011 年中国旅游外汇收入为 485 亿美元，而居民出境花费预计将达到 550 亿美元。

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规划十二五规划纲要》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) 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。截至2012年6月底，公司持有华侨城股份股权56.58%。

公司旅游综合业务主经营范围包括旅游及酒店业务。2011年，由于公司适应国家宏观调控政策及市场形势及时调整产品结构，旅游综合业务收入有所减少。2011年公司旅游综合业务收入62.63亿元，同比下降33.71%；实现毛利26.86亿元，同比下降40.43%。2012年1~6月，公司旅游地产综合业务收入27.41亿元，毛利13.35亿元。

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

2011年，公司强化事业部经营职能，欢乐谷事业部、旅游事业部、酒店物业事业部及所属控股参股企业采取行之有效的举措，全年共接待游客2430万人次，再创历史新高。公司与日本环球影城签署合作备忘录，探索引入国际先进的经营管理理念和体系，以提高现有景区的运营水平和管理能力。此外，公司推进景区收入倍增计划，北京欢乐谷收入创历史最好水平，深圳世界之窗创历史第二好成绩，深圳欢乐谷、锦绣中华、泰州华侨城等景区均实现较大幅度增长。

2011年8月，深圳欢乐海岸一期在深圳大运会期间成功试业。国家旅游局和国家环境保护部联合授予欢乐海岸“国家生态旅游示范区”称号，国家海洋局、深圳市海洋局分别为华侨城湿地挂牌“国家级滨海湿地修复示范项目”及“国家海洋公益性行业科研专项滨海湿地生态修复示范区”荣誉称号。该项目以打造“都市娱乐目的地”为目标，通过保护性开发具有滨海特色的旅游资源，建设大型的集商业、餐饮、娱乐、旅游、办公、酒店等为一体的综合性、开放式城市公共空间。

表3 华侨城主题旅游综合项目开发情况（截至2012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	66.64%	天麓1、2、7、6、8、9区和3区9号地块已全部完工。
北京华侨城	58	123.44	已于2006年7月正式对外营业	48.3	76%	93%
成都华侨城	139	171.84	已于2009年1月18日正式对外营业	119	58%	72%

项目名称	总投资 (亿元)	总占地 面积 (万 m ²)	主题公园板块	商品住宅板块		
				总建筑面积 (万m ²)	销售比率	建设进度
武汉 华侨城	163.92	211.80	1、欢乐谷公园 4.29 日开业；水公园 7 月 12 号试营业。2、玛雅酒店外立面及外包装全部完成，机电安装完成 85%，室内整体装修进度 70%，室内客房层完成整体进度 50%；前广场商业已完工；哈克公园及儿童商业街主题建筑已完成，安装及装饰工程完成 30% 3、演艺中心完成-11.8 米结构层完成，基坑内施工基本完成。	137.8	80.89%	A1 地块低密度 2011 年 12 月 22 日封顶，达到预售条件；外立面装饰装修完成 70%；A2 地块 T16~T18 及 A3 地块 T9~T11 主体结构封顶；A3 地块 T3 栋主体施工至 34 层、T4 主体施工至 22 层、T8 主体施工至 28 层；A3 地块 T1~T2 主体施工至 28 层。
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			
泰州 华侨城	30.91	207.78	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。	32.12	9.08%	地产一期一、二批已全部完工；地产二期一批工程形象进度约 80%；总投资进度约 18.6%
天津 华侨城	154.80	204.60	1、水公园大馆：2 区、3 区高空钢结构网壳散装满堂脚手架搭设完成至 40%。1 区中心圆北侧临时支柱安装完 8 根，1 区中心圆第一、第二提升去连接完成，中心圆第四提升锥爪单元拼装完毕。 2、35KV 电站：35kv 专用变电站 1 层施工满堂脚手架搭设完毕，1 层顶板、梁模板支设完 60%，1 层柱子钢筋绑扎完毕。 3、陆公园大馆：钢结构完成 17 轴主桁架安装，16 轴桁架全部进场，开始立柱安装，3 区次桁架开始拼装。 4、公园内单体：鬼屋：墙体砌筑完成。维京餐厅：屋面保温开始施工。情景剧场：屋面保温及防水施工完成。圣诞老人屋：一层墙体砌筑完成。极限运动广场---变电站：墙体砌筑完成。维京塔：完成-3.9m—1.5m 基础砼施工。 飞椅：基础钢筋绑扎及模板支设完成。疯狂马戏团：设备基础土方开挖完成。4D 影院：桩基施工中，已完成 80%。 5、公园内其他：木质过山车三区基础梁钢筋绑扎及模板支设完成，开始预埋件定位及安装。	134.93	3.42%	1、地产一期北区：1-3#楼室内腻子基本完成，1#、9#楼楼梯间开始铺装，1-3#、9-13#楼楼梯栏杆安装。14-18#楼内外檐维修施工、小院围墙施工。19、20、23、24、25#楼分户验收结束。21#、22#、26#、27#楼内外檐维修找补，21#、22#窗扇开始安装 28-32#楼内外檐维修找补 B 车库回填土基本结束、AB 车库地面开始施工。 2、地产一期南区：别墅 24#-34#二次结构施工至三层；别墅 37#-41#、14#-16#二次结构施工至二层；24#-30#斜屋面找平层施工完成；洋房主体结构施工至斜屋面；样板房施工完成。 3、地产二期北区高层：1#、23#楼完成 10 结构、室内模板拆除完成 6 层，24#完成 9 层结构、室内模板拆除完成 5 层。 4、社区综合服务中心：物业楼坡屋面钢筋绑扎完毕，商业楼二层绑扎梁钢筋，6-11 轴排架搭设完。 5、幼儿园：组织总包进场。
云南 华侨城	80	389.83	目前温泉水公园，正在进行项目规划设计优化、场地平整、游乐设备进口设计和设备款；花谷、生态餐厅、湿地公园和滇越铁路项目，正在进行概念设计、岩土工程勘察；体育公园，处于政策性施工阶段	50.00	3.95%	天麓一区已竣工验收完成；天麓二区于 6 月 14 日取得预售证，已开盘销售，主体工程及市政配套已进行大面积施工。
欢乐 海岸	34.87	56	创展中心、曲水湾、旅游信息中心、水秀已正式对外营业	5.91	未销售	规划中

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。

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。截至2012年9月底，公司未再次发生此类事故。

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。2011年，华侨城各酒店投入参与了深圳大运会的接待工作，获得了一致好评。2011年公司酒店业务增长显著，尤其深圳本部三家高星级商务酒店，出租率和收入规模均创出历史新高。2011年入住率66%，同比增加1个百分点。

表 4 2011 年华侨城部分酒店经营情况

	华侨城大酒店	威尼斯酒店	茵特拉根酒店	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
星级	白金五星	五星级	五星级	五星	四星级	四星级	四星级	四星级	经济型	未评星级
客房数（间）	540	368	288	22	180	310	312	436	2657	247
接待游客（人次）	645581	489877	312549	37795	91686	225558	169107	414777	1254426	474456
入住率（%）	66%	75%	40%	15%	33%	43%	35%	81%	65%	43%
平均房价（元）	1225	865	1543	1381	416	480	578	474	208	413

资料来源：公司提供

2012 年 1-6 月，公司在旅游和酒店业务方面，各景区克服因年初天气原因造成的不利影响，上半年总体经营业绩稳步上升，实现旅游收入 10.7 亿元，同比增长 12.2%；酒店业务整体实现盈利。其中欢乐海岸去年下半年试业以来反响热烈；随着上半年蓝汐酒店、华侨城湿地、麦鲁小城的陆续开放，以及水秀、商业街、华会所的持续走热，欢乐海岸作为公司最新一代生态文化旅游复合产品，已经得到市场认可；华侨城湿地取得了良好的生态示范效应，并有望获得国家海洋局的资金支持；水秀《深蓝秘

境》自去年试营业以来，累计接待观众 20 万人次，实现营业收入 1200 万元，已成为深圳地区知名度最高的演艺产品之一。武汉华侨城是公司第二轮全国战略布局的重要项目，是公司以现代服务业成片综合开发模式打造的华中战略支点；武汉欢乐谷开门红，两个月内接待游客 48 万人次，收入 7800 万元，还探索实施了自主经营园内餐饮的模式，拉动了公司上半年旅游业务收入的整体增长。

3. 房地产板块

(1) 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 万平方米,同比增长 42.1%,其中住宅销售面积 85294 万平方米,同比增长 43.9%。然而伴随着房价的过快上涨,政府对房地产的政策取向发生了转变,由支持逐步转向收紧。2011 年以来房地产行业仍呈增长态势,但由于受到国家宏观调控影响,增速有所放缓。根据国家统计局数据显示,2011 年全国共完成房地产开发投资 61740 亿元,比 2010 年增长 27.9%,增速下降 5.3 个百分点。2012 年房地产开发投资增速延续下降趋势,2012 年 1~7 月,全国房地产开发投资 36774 亿元,同比名义增长 15.4%,较上年同期 33.6% 的增速大幅回落。房地产行业是受政策影响波动较大的行业。

从商品房销售价格看,调控效果在限购城市逐步显现,百城价格指数开始下跌。2010 年随着《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》等调控措施的实施,从 2010 年 5 月份开始,房屋销售价格同比涨幅连续 8 个月回落,2010 年 12 月份新建住宅和二手住宅销售价格同比涨幅分别为 7.6%和 5.0%,比涨幅最高的 4 月份回落 7.8 和 5.5 个百分点。进入 2011 年,受房地产调控政策进一步升级及货币政策仍然维持紧缩政策取向等多种因素综合影响,房地产市场呈下行趋势,进入 9 月份,调控效果在限购城市进一步显现,百城住宅均价出现近一年来的首次下跌,9 月~11 月一二线城市价格均出现一定程度的下跌,特别是东部沿海的上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地,主流品牌企业纷纷实行“以价换量”策略,部

分楼盘价格降幅超过 20%,新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。

2012 年上半年房地产价格在国家强力调控下,呈持续呈现下降态势。根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示,百城住宅均价自 2011 年 9 月开始下跌,下跌态势持续 9 个月后于 2012 年 6 月首次止跌。具体来看,2012 年 1~5 月百城价格指数持续下跌,6 月百城住宅均价为 8688 元/平方米,环比上涨 0.05%,结束了连续 9 个月环比下跌的态势。与去年同期相比,6 月百城住宅均价下跌 1.9%,较 2010 年以来的阶段性高点下跌 2.2%。

从房地产资金来源情况看,利用外资、自筹资金等各类资金增速均有不同程度下降。据 wind 数据显示,2011 年房地产开发企业本年资金来源 83245.94 亿元,比上年增长 14.2%,增速较上年下降 12.1 个百分点。其中,国内贷款 12563.79 亿元,与上年基本持平;利用外资 813.63 亿元,增长 2.9%,增速较上年的 64.93% 大幅下降;自筹资金 34093.4 亿元,增长 27.99%,较上年下降 20 个百分点;其他资金 35775.12 亿元,增长 8.57%,增速较上年下降 9 个百分点。2012 年 1~7 月房地产开发企业到位资金 50832 亿元,同比增长 6.2%,较上年同期大幅下降 16.9 个百分点。

从土地市场供求情况看,2011 年住房用地市场运行保持了较为平稳的状况。据国土资源部数据显示,截至 2011 年 12 月底,全国未竣工房地产项目用地约为前三年房地产用地平均供应量的 3.4 倍,未竣工土地总体能够满足持续开发需要。市场上地价涨幅回落,土地市场趋于理性。2011 年第 4 季度,全国主要监测城市各用途平均地价增速持续放缓,商业、住宅、工业地价环比增速连续三个季度回调,同比增速连续两个季度回调;第 4 季度,住宅平均地价环比增幅已跌落至 0,环比负增长的城市由上一季度的 12 个增加到 37 个。2012 年延续了上年末土地市场降温趋势。2012 年 1~7 月房地产开发企业土地购置面积 18982 万平方米,同比下降 24.3%;

土地成交价款3836亿元，同比下降16.9%。

从商品房市场供求情况看，商品房供给增幅放缓，销售量进一步回落。2011年全国房地产开发企业房屋施工面积50.80亿平方米，比上年增长25.3%；房屋新开工面积19.01亿平方米，增长16.2%；虽房屋施工面积进一步增长，但房屋建筑竣工率（竣工面积/施工面积）却由2010年的18.7%下降至2011年的17.6%，下降了1.1个百分点，商品房供给增幅放缓。与此同时，在一系列房地产市场调控政策作用下，全年商品房销售面积10.99亿平方米，比上年增长4.9%，增幅回落5.2个百分点；商品房销售额5.91万亿元，增长12.14%，增幅回落6.72个百分点。2012年以来房屋供给增速延续放缓趋势，2012年1~7月份，房地产开发企业房屋施工面积489216万平方米，同比增长15.3%，增速比1~6月份回落1.9个百分点；房屋新开工面积103905万平方米，下降9.8%，降幅比1~6月份扩大2.7个百分点；房屋竣工面积38608万平方米，增长19.0%，增速回落1.7个百分点；销售方面，2012年1~7月份，商品房销售面积48593万平方米，同比下降6.6%，降幅比1~6月份缩小3.4个百分点；商品房销售额28699亿元，下降0.5%，降幅缩小4.7个百分点。

行业政策

从行业政策来看，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17日，国务院发出《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，提出十条举措，称为房地产“新国十条”。主要包括：一、停发第三套房贷：对商品住房价格过高、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第三套及以上住房贷款；二、遏制外地炒房者：对不能提供一年

以上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；三、政府问责机制强化执行力：要求各地区、各有关部门认真落实中央确定的房地产市场调控政策，建立考核问责机制，对稳定房价、推进保障性住房建设工作不力，影响社会发展和稳定的，要追究责任。

2011年上半年，为进一步巩固和扩大调控成果，中央及地方政府针对商品房和保障房双管齐下，调控政策继续升级和深化。为进一步抑制商品房需求，行政、经济手段并用：近40个城市实施限购，600多个城市出台房价控制目标；上海和重庆宣布从1月28日起开征房产税，税率为0.5%~1.2%；住房转让营业税调整；货币政策持续收紧，信贷政策更加严厉。为确保1000万套保障房建设落实到位，土地、资金、制度多管齐下：保障房用地单列；加大保障房建设财政投入，鼓励多渠道筹集资金；保障房建设实行责任制，建设信息公开。土地政策继续调整完善：坚持和完善土地出让招拍挂制度，确保保障房用地供给，商品房用地供应计划也有明显增长。

2011年三季度以来，在宏观经济企稳的环境下，房地产政策从紧的政策取向仍未改变，2011年7月12日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，会议要求，要继续严格实施差别化住房信贷、税收政策和住房限购措施，遏制投机投资性购房，合理引导住房需求。已实施住房限购措施的城市要继续严格执行相关政策，房价上涨过快的二三线城市也要采取必要的限购措施。至此，限购令开始在全国实施。

进入2012年，国务院温家宝总理在十一届全国人大五次会议上明确指出：“严格执行并逐步完善抑制投机、投资性需求的政策措施，进一步巩固调控成果，促进房价合理回归”，并在全国“两会”结束后举行的新闻发布会上强调房地产调控不能放松。行业调控将在以后相当长的时间内常态化。

2010年，国务院出台《国务院关于坚决遏

制部分城市房价过快上涨的通知》，要求加快保障性安居工程建设。2010年6月12日，住房城乡建设部等七部委联合制定《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》，保障性住房体系逐步完善。为确保完成全国保障性安居工程建设任务，2011年以来，中国政府先后发布了《关于切实落实保障性安居工程资金加快预算执行进度的通知》、《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》等一系列政策措施，多渠道多层次力促保障房建设顺利推进。

中央保障房建设补助资金力度加大，多部委强调落实。由于2011年开工的1000万套保障房在今年会继续施工，加上今年新开工700万套的任务，保障房的在建规模将达到一个新高度，资金的需求量较往年也有所提高。今年中央财政保障房建设计划补助资金2100亿元，相比去年实际的1700亿元增长23.1%。截至2012年4月底，中央已下达1483亿元补助资金，基本建成150万套，完成投资2470亿元。

2012年7月1日，李克强副总理在全国保障性安居工程工作会议上强调继续推进保障性安居工程建设，在商品住房市场强调“增加供应、抑制投机投资性需求、稳定调控政策”等，为下半年乃至未来一段时间的房地产调控政策指明了方向。

未来发展

房地产调控是2011年的市场主旋律，未来房地产调控政策在相当一段时间内仍将延续。这次严厉的调控加速了中国城市化往二三线城市的转型，未来10年中国将进入以二三线城市为主体的第二轮城市化。过去十余年内依赖土地增值、房价高速上涨的盈利模式在常态化的行业调控下将会发生变化。未来政府在房地产供应结构上的调整主要有四个方面：一是住房供应体系进一步健全，将加快提供基本住房保障，大量增加保障房和中低价位商品房供应，而让市场满足中高层次需求；二是将继续遏制投机投资性购房，通过健全差别化住房信贷、

税收政策，来合理引导自住性和改善性住房需求；三是将坚持租售并举，注重培育和发展租赁市场及二手房市场；四是在继续增加住宅有效供应的同时，积极引导商业地产、旅游地产、老年住宅的开发。

短期看，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，同时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。

从长远看，在政府大力转变房地产供应结构的情势下，中国房地产正在进入产业升级调整阶段。未来中国房地产行业有四个发展趋势：一是房地产产品细分化，尤其商业地产细分化；二是房地产由资本收益向现金流收益发展，更多的商业物业会采取持有运营获取长期的现金流收益；三是房地产金融会不断完善、高速发展，为中国房地产业发展注入更多丰富血液；四是房地产中介服务更加全程化、专业化。

另一方面，保障性住房建设成为国家政策支持的重点。“十二五”期间，中国城镇保障性安居工程将建设3600万套，覆盖面达到20%左右。随着各地政府对保障房建设工作的日益重视，大量低收入人群的住房需求得到有效的释放。

总体看，房地产行业与国民经济联系极为密切，受国家宏观政策和经济周期影响大，中国房地产行业在经历了快速发展后进入目前调整阶段，目前国家宏观调控政策日趋严厉且短期内不会放松，保障房的大力推进有助于增加市场供给，房价上涨和销售量增速均回落并逐渐回归理性。

(2) 公司经营

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。

2011年，在整个房地产行业受到国家政策严格调控的不利环境下，公司房地产业务坚持品质优先、速度为上的开发理念，共计实现签约销售面积41.7万平米，签约金额123.6亿元。2011年公司房地产业务板块实现收入96.99亿元，毛利率65.60%。

房地产业务板块以“加快周转”为核心经营理念，细致研究市场形势和政策细则，采取了一系列有效措施。一是加强房地产业务板块的整合运营和统筹管理工作，建立房地产经营

策略小组和月度工作会议制度，形成跨事业部和子公司的研讨和交流平台，统筹客户资源，发挥协同效应。二是加快项目开发进度，下半年以来保持每月至少一个项目开盘的节奏，抓住了市场时机，陆续推出的本部纯水岸九期（7月开盘）、曦城四期三批（7月）、天津地产一期（8月）、成都纯水岸四期（8月）、本部香山里二期（9月）、东部华侨城莱茵堡（9月）、云南天麓一区（10月）、上海新浦江城四期（11月）等项目。三是加大销售力度，创新营销手法，保证项目顺利推盘，2011年开盘的本部纯水岸九期、天津地产一期、成都纯水岸四期、云南天麓一区等均取得了良好的销售业绩。四是做好回款工作，确保资金快速回流、按期实现结转。全年新开工面积87.5万平米，竣工面积57.0万平米。

2012年1-6月，公司房地产业务收入35.56亿元，毛利率为62.74%。

表 5-1 截至 2012 年 6 月底华侨城已开发房地产项目情况

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)
天鹅堡二期		88,000	2004 年 7 月	100%	9,800	18,000	8,500
天鹅堡三期		50,000	2005 年 2 月	100%	28,000	70,000	9,500
东方花园 P1	1.35	6,300	2007 年 1 月	100%	63,000	108,000	39,000
东方花园 M2	0.69	3,280	2007 年 1 月	100%	70,000	90,000	58,000
纯水岸三期	1.44	7,441	2006 年 6 月	100%	86,000	110,000	60,000
纯水岸四期	3.99	51,000	2007 年 4 月	100%	54,000	138,000	26,000
纯水岸五期	0.86	8,850	2008 年 5 月	100%	78,000	85,000	70,000
纯水岸六期	0.81	7,021	2008 年 11 月	100%	67,000	85,000	70,000
纯水岸七期 2、3 号楼	3.57	37,454	2009 年 8 月	100%	55,000	90,000	41,000
纯水岸七期 1 号楼		24,227	2010 年 7 月	100%	55,000	70,587	33,200
纯水岸八期	1.40	2,485	2009 年 5 月	100%	118,000	140,000	90,000
侨城馨苑	1.89	32,181	2010 年 6 月	94%	23,000	46,000	14,700
四海公寓(湾夏花园二期)	2.30	40,563	2009 年 4 月	100%	12,000	14,000	9,500
香山里花园一期	6.57	89,765	2010 年 9 月	90%	36,543	54,600	27,150
纯水岸十、十一、十二期	0.90	11,415	2010 年 11 月	100%	201,000	294,000	142,000
纯水岸九期	4.05	55,500	2011 年 7 月	91%	55,377	109,175	53,850
香山里花园二期	12.00	197,639	2011 年 9 月	29%	33,454	43,390	26,273
曦城一期	7.92	80,711	2006 年 6 月	100%	26,770	51,256	15,930

曦城二期	8.40	74,591	2008 年 1 月	100%	39,860	61,891	24,105
曦城三期	9.99	71,132	2009 年 9 月	99%	55,045	103,379	39,924
曦城四期	10.80	69,768	2010 年 9 月	54%	73,538	116,271	48,812
新浦江城院邸	2.42	19,198	2006 年 10 月	80%	20,928	50,920	16,300
新浦江城院墅	3.24	38,622	2005 年 4 月	100%	15,005	18,389	11,400
新浦江城联排别墅	1.51	24,813	2005 年 10 月	100%	10,316	13,600	7,835
新浦江城小高层	1.65	34,748	2005 年 9 月	100%	7,820	10,500	6,530
新浦江城多层	1.69	34,748	2005 年 12 月	100%	8,072	9,010	6,393
新浦江城广场公寓	0.61	9,597	2007 年 6 月	100%	8,703	10,240	7,722
新浦江城二期 122-11 地块	7.67	91,857	2009 年 3 月	99%	12,978	19,350	7,068
新浦江城二期 122-8 地块	4.71	43,419	2009 年 10 月	57%	24,430	35,300	14,588
新浦江城二期 122-9 地块	5.23	46,948	2009 年 10 月	78%	27,414	49,914	17,023
新浦江城二期 122-12 地块	7.90	87,244	2010 年 8 月	97%	18,951	27,569	13,356
新浦江城二期 122-13 地块	10.76	105,598	2011 年 11 月	30%	18,455	25,590	18,423
新浦江城 123-1 地块	9.64	94,230	2012 年 5 月	9%	20,228	31,071	15,060
万锦 5 号楼	6.87	26,090	2010 年 9 月	89%	52,225	60,179	46,781
万锦 5 号楼(商铺)	0.14	615	2011 年 4 月	100%	98,942	113,678	90,314
万锦 6 号楼	7.27	28,265	2011 年 6 月	44%	54,300	59,668	48,188
万锦 4 号楼	6.83	21,814	2012 年 5 月	49%	45,755	41,966	51,820
108 坊曲江一期 B-1 地块	2.93	40,101	2010 年 12 月	95%	18,037	26,027	14,090
108 坊曲江一期 B-2 地块	2.61	37,396	2011 年 3 月	84%	21,013	34,808	15,163
天津华侨城纯水岸一期	3.31	81,170	2011 年 8 月	56%	9,611	21,309	6,488
北京地产一期	6.28	149,029	2005 年 6 月	100%	6,861	11,300	5,100
北京地产二期	3.58	73,196	2007 年 6 月	100%	14,922	25,521	6,972
北京地产三期	5.76	108,900	2008 年 7 月	100%	11,446	17,490	7,538
北京地产四期	1.90	37,307	2010 年 5 月	99%	27,610	34,231	21,648
成都地产一期	7.19	153,097	2008 年 8 月	99%	6,286	12,506	4,089
成都地产二期	12.10	213,988	2009 年 4 月	98%	10,194	37,055	4,587
成都地产三期	14.67	223,062	2010 年 8 月	93%	12,850	58,042	5,385
成都地产四期天鹅堡	8.09	172,234	2011 年 8 月	59%	8,317	13,046	6,460
武汉纯水岸东湖一期	21.07	359,587	2012 年 5 月	80.89%	32,257	47,998	22,504
天麓一区	2.82	8,270	2007 年 11 月	100%	117,633	149,900	70,900
天麓二区	5.26	16,982	2008 年 6 月	100%	73,021	98,100	49,800
天麓七区	5.63	17,259	2008 年 5 月	100%	66,205	98,100	49,800
天麓六区	7.45	31,266	2009 年 8 月	100%	53,565	80,600	25,600
天麓九区	0.72	2,376	2009 年 8 月	100%	83,637	90,400	67,600
天麓八区	4.49	14,858	2010 年 1 月	94%	125,931	153,634	90,288
天麓三区莱茵堡	2.54	11,526	2011 年 9 月	17%	85,193	109,220	66,001
泰州纯水岸一期一批	1.57	21,028	2010 年 3 月	100%	12,490	23,733	10,063
泰州纯水岸一期二批	1.56	25,856	2010 年 11 月	28%	16,573	21,308	13,578
泰州纯水岸二期一批	1.31	22,426	2012 年 6 月	4%	8,440	10,212	7,240

云南地产一期天麓一区	2.50	19,662	2011 年 10 月	91.36%	15,155	24,253	11,191
云南地产一期天麓二区	4.10	30,832	2012 年 6 月	6%	24,703	26,710	19,461

资料来源：公司提供

表5-2 2012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			57.01	2003 年 1 月
2	深圳曦城	3.25	--	3.34	2004 年 11 月
3	上海浦江(含合利坊)	37.52	--	69.79	2007 年 12 月
4	上海苏河湾	2.04	--	8.70	2010 年 3 月
5	西安华侨城	2.80	--	4.40	2011 年 6 月
6	曲江华侨城	11.73		47.55	2011 年 9 月
7	天津华侨城	158.76	53.21	184.34	2010 年 7 月
8	成都华侨城	48.53		81.48	2006 年 9 月
9	武汉华侨城	157.96	71.31	107.55	2010 年 1 月
10	泰州华侨城	20.20		25.15	2006 年 12 月
11	云南华侨城	186.03	96.00	86.00	2008 年 9 月
	合计	637.91	220.52	675.31	

资料来源：公司提供

截至2012年6月底，公司拥有已获得土地证的土地储备合计637.91万平方米（未开发土地面积），其中旅游用地220.52万平方米。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，2011年4月武汉欢乐谷开业；云南华侨城地产已进入二期项目建设。

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。

4. 电子信息板块

(1) 行业分析

行业现状

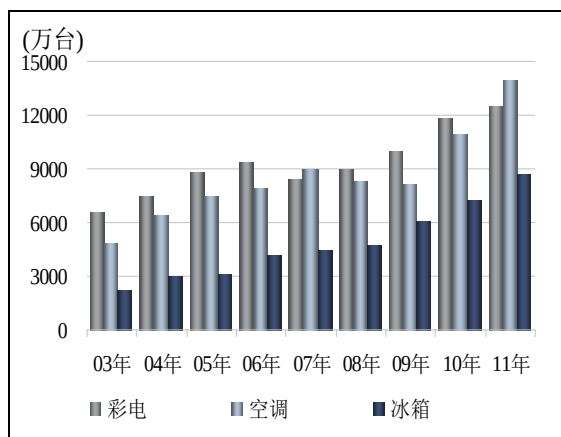
电子信息产业在国民经济和日常生活中扮演了越来越重要的角色。目前中国已成为世界电子产品第一制造大国，手机、彩电产量分

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

2009~2011年,得益于行业扶持政策拉动下游消费需求,家电行业在金融危机后快速恢复。2011年国内彩电累计产量为12436.21万台,同比增长8.50%;空调产量为13912.50万台,同比增长24.59%;电冰箱产量为8699.25万台,同比增长20.33%;洗衣机产量为6670.98万台,同比增长11.51%。2012年1~3月,家电生产消费基本延续了上年的上升态势,全年国内彩电累计产量2736.08万台,同比增长14.47%;空调产量为3561.14万台,同比略减少1.23%;电冰箱产量为1994.67万台,同比增长6.90%;洗衣机产量为1520.52万台,同比略减少1.89%。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。

国家“节能补贴”、“以旧换新”、“家电下乡”等优惠政策对家电企业提供了优厚的外部支持。截至2011年底,全国家电下乡产品共生产14410.54万台,同比减少8.00%;实现销售量10094.10万台,同比增长49.54%;实现销售额2585.00亿元,同比增长67.6%。优惠政策对家电企业的扶持非常显著。目前,上述带有普及性质的优惠政策已相继退出。2012年5月,国务院决定安排财政补贴265亿元,推广节能空调、平板电视、电冰箱、洗衣机和热水器。具体补贴细则已公布,执行时间为2012年6月1日至2013年5月31日。此次节能惠民补贴政策的特点是具有明显的倾向和引导性,引导生产厂商和消费者向节能、环保、绿色的家电产品倾斜,节能家电如空调、电视等,最高补贴可至400元。专注于绿色节能产品的大型家电企业将在此次惠民政策中更多获益,家电行业受该政策影响有望继续保持增长态势,并加速产品的换代升级。

(2) 公司经营

2011年公司电子信息板块收入160.75亿元,较2010年减少5.24%,主要由于(1)公司显像管电视业务急剧萎缩;(2)智能手机快速渗透,手机业务面临产品结构和渠道变化的挑战;(3)人民币兑美元汇率持续上升,同时海外市场局势动荡,使得外销业务收入下降。

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。

面对2011年不利经营形式，康佳集团在2011年中对彩电体系的营运架构进行了重新调整，实现了研、产、供、销的策略一体化，快速应对市场变化。2011年康佳集团新申请专利390项，其中发明专利200项，授权发明专利60项，4项专利获“彩电行业重点专利”称号，增强了行业竞争力和话语权。

彩电业务方面，康佳集团狠抓产品创新，云电视、微博电视、银联电视等新品在差异化竞争中取得了一定的优势；通过狠抓“速度工程”，强化PWC管理等措施提升生产效率；加强供应链管理，不断提升周转率；强化市场营销，县乡渠道上销售网点增加达1000家，连锁渠道上合作模式创新收效明显。2011年，康佳集团内外销彩电销量525.34万台，同比下降10.39%，主要是由于CRT产品衰退所致。

国际营销业务方面，2011年虽然国际经济形式起伏不定，但康佳集团大力拓展新兴大客户市场，与印尼当地合作伙伴成立合资公司。

手机业务方面，面对智能手机的热潮，康佳集团紧跟行业发展趋势，实现工程系统和营销系统的有机结合，推出智能手机T600、W810，为迎接智能手机时代的全面到来打下了坚实的基础。2011年，康佳集团手机销量573.51万台，同比下降15.34%。由于公司推出的智能手机产品尚不具备较强的竞争力，中低端产品手机面临巨大挑战。

白电业务方面，康佳集团推出了除菌保鲜、健康节能、低能耗环保等全系列冰箱及洗衣机产品线，并在全国建立了21个白电分公司，初步形成了较为完善的白电销售网络。2011年，康佳集团白电销量95.45万台，同比增长7.34%。

此外，公司数网业务、视讯公司、生活电器业务也均有不同程度的发展。

2012年1~6月，康佳集团实现营业收入70.39亿元，同比增长2.53%，实现利润总额0.43亿元。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、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，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。

5. 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%。2008年，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。

受经济增速放缓的影响，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（3366.HK），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。

2011年，公司加强包装印刷业务内部管理，提升生产效率，全年实现营业收入8.10亿元，较上年增长6.95%。2011年，华力系纸包装企业通过搭建统一采购平台，提高了运营效率；在湖北、江苏等地拓展三级工厂和JIT（实时配送服务）仓库，拉长市场触角，提升了对客户的响应能力；积极实施供应商管理库存模式，成功推进华力从单纯制造商向生产服务商转变。并且通过逐步加大国内市场比重，成功克服了因日本地震造成的日系客户订单减少等不利因素，全年纸包装产品产销量保持平稳增长，纸板销量同比增长106%。

2012年1-6月，公司纸包装业务实现营业收入3.41亿元，占2011年全年的42.12%。

总体来看，近年来公司主营业务构成稳定，盈利能力较强。其中旅游综合板块受产品结构调整及外部环境影响，收入有所波动；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；电子业务板块面临新的挑战。

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。

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 2012~2013 年，投资支出合计 327 亿元，投资规模较大。

七、财务分析

公司提供的2009-2011年度财务报表已经中瑞岳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2012年上半年财务报表未经审计。

截至2011年底，公司（合并）资产总额846.41亿元，所有者权益合计231.78亿元（其中少数股东权益122.47亿元）；2011年公司实现营业收入335.53亿元，利润总额47.07亿元。

截至2012年6月底，公司（合并）资产总额865.95亿元，所有者权益合计247.26亿元（其中少数股东权益125.72亿元）；2012年1~6月，公司实现营业收入137.92亿元，利润总额16.66亿元。

1. 资本及债务结构

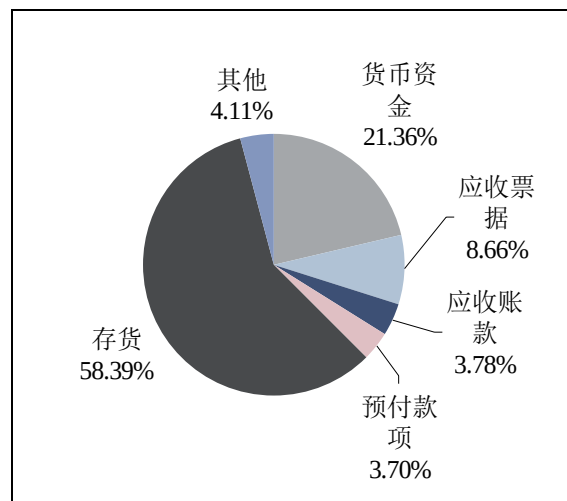
2009~2011 年，公司资产总额年均复合增长 34.02%；截至 2011 年底，公司（合并）资产总额 846.41 亿元，较上年增长 25.99%，其中流动资产合计占 67.01%，非流动资产合计占 32.99%。公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

2009~2011 年，公司流动资产年均复合增长 47.62%；截至 2011 年底，公司流动资产合计 567.20 亿元，较上年增长 35.20%，主要由

于存货大幅增加所致。截至 2011 年底，公司流动资产以货币资金及存货为主。

图5 2011年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2011 年底，公司货币资金 121.17 亿元，较上年增长 20.89%，以银行存款为主（占 81.53%）；其他货币资金主要为各类保证金存款，占 18.42%。

截至 2011 年底，公司预付款项 20.99 亿元，同比下降 42.97%，主要是由于公司购买土地预付的土地出让金转入土地相关资产所致。

截至 2011 年底，公司存货账面余额为 338.34 亿元，较上年大幅增长 52.78%，主要是由于房地产开发成本大幅增长所致；从存货构成来看，公司存货余额主要包括房地产开发成本（占 80.03%）、房地产开发产品（占 10.85%）、库存商品（占 4.95%）和原材料（占 3.51%）；公司土地储备主要集中在深圳、上海、成都、云南和武汉等经济较发达的城市，房地产开发项目未计提跌价准备，公司对非房地产开发项目共计提存货跌价准备 7.17 亿元，计提比例 2.12%。

截至 2011 年底，公司应收票据 49.10 亿元，其中银行承兑汇票占 99.08%、商业承兑汇票占 0.02%；公司应收账款账面余额 24.14 亿元，规模不大，从账龄情况看，账龄在 1 年以内的占 87.23%、1~2 年的占 3.00%、2~3 年的占

0.92%、3年以上的占 8.85%，公司账龄 3 年以上的应收账款主要为应收北京盘古氏投资有限公司的诉讼款项。

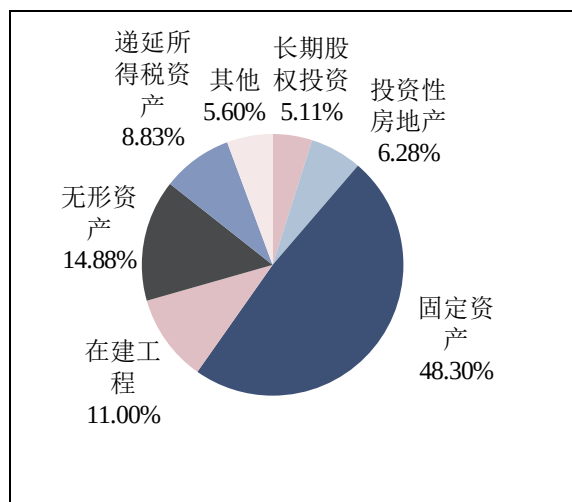
截至 2011 年底，公司预付款项 20.99 亿元，主要为未结算的款项；其中账龄在 1 年以内的占 78.93%、1~2 年的占 19.69%、2~3 年的占 1.22%、3 年以上的占 0.17%。

截至 2011 年底，公司一年内到期的非流动资产 8.19 亿元，是公司委托中国建设银行向天津华侨城投资有限公司（8.00 亿元）及长沙世界之窗（0.19 亿元）发放的委托贷款。

非流动资产

2009~2011 年，公司非流动资产年均复合增长率为 15.05%，低于资产总额增速（34.02%）；截至 2011 年底，公司非流动资产 279.21 亿元，较上年增长 10.67%，主要是在建工程和无形资产增加所致。公司非流动资产主要以固定资产、无形资产为主。

图6 2011年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2011 年底，公司长期股权投资 14.26 亿元，主要为对深圳世界之窗（持股 49.00%）、锦绣中华（持股 49.00%）、招商华侨城（持股 50.00%）等公司的股权投资。2011 年计提长期股权投资减值准备 0.79 亿元。

截至 2011 年底，公司投资性房地产原值 23.81 亿元，全部为房屋、建筑物，累计折旧 6.28 亿元，账面价值合计 17.53 亿元。

截至 2011 年底，公司固定资产原值 194.58 亿元，较上年增长 11.42%，以房屋及景区建筑物（占 58.56%）和机器设备（占 27.19%）为主；2011 年底公司固定资产累计折旧 59.06 亿元，减值准备 0.66 亿元，公司固定资产净值 134.86 亿元。

截至 2011 年底，公司在建工程 30.71 亿元，较上年增长 44.81%，增长主要来自于欢乐海岸项目（10.56 亿元）和武汉东湖项目（9.15 亿元）等。

截至 2011 年底，公司无形资产 41.54 亿元，较上年增长 31.76%，主要是土地使用权（占 99.32%）增加所致。

截至 2012 年 6 月底，公司资产总额 865.95 亿元，其中流动资产合计占 65.14%，非流动资产占 34.86%，各科目构成均较去年底变化不大。

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在建开发产品所占比重较大；非流动资产以固定资产为主。公司整体资产质量良好。

2. 负债及所有者权益

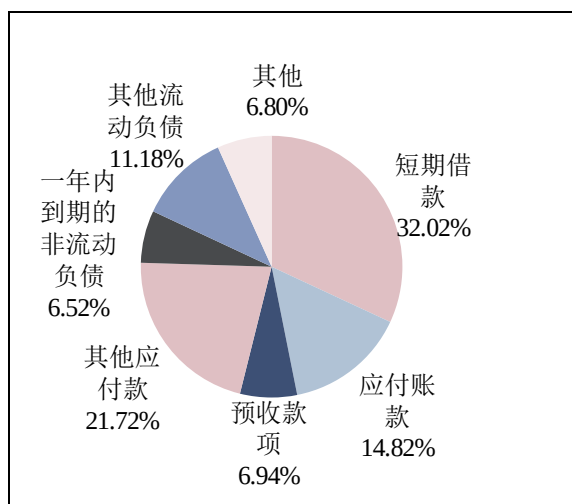
所有者权益方面，2009~2011 年，公司所有者权益年均复合增长 19.98%，主要来自实收资本和少数股东权益的增长；2011 年公司所有者权益合计 231.78 亿元，其中归属于母公司所有者权益占 47.16%，少数股东权益占 52.84%。归属于母公司所有者权益 109.31 亿元，较上年增长 23.27%，其中实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润和外币报表折算差额分别占 51.23%、11.49%、11.06%、26.42%和 -0.20%；2010 年公司实收资本 54.50 亿元，较上年增加 34.50 亿元，增加部分包括资本公积-资本溢价 4.67 亿元、法定盈余公积 5.00 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。2011年公司未分配利润28.88亿元，较上年大幅增长，主要由于当年净利润转入20.77亿元。

负债方面，2009~2011年，公司负债年均复合增长40.76%，略高于同期资产总额增速（34.02%）；截至2011年底，公司负债合计614.63亿元，较上年增长29.16%，其中流动负债占80.62%，非流动负债占19.38%。公司负债以流动负债为主。

截至2011年底，公司流动负债合计495.53亿元，较上年增长35.41%，主要来自短期借款和其他应付款的增长。截至2011年底，公司流动负债以短期借款、应付账款及其他应付款为主。

图 7 2011 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2009~2011年，公司短期借款年均复合增长90.82%；截至2011年底，公司短期借款158.65亿元，其中信用借款占65.58%、质押借款占28.84%（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）、保证借款占2.11%、抵押借款占0.80%、委托贷款占0.44%、保理借款占2.23%。

截至2011年底，公司应付票据8.79亿元，同比下降59.15%，主要是期末票据到期承兑增加所致；公司应付账款73.44亿元，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75.25%、1~2年的占

9.68%、2~3年的占13.54%、3年以上的占1.52%。

公司预收款项金额不大，主要为预收房款及销售款，截至2011年底，公司预收款项34.41亿元，其中账龄在1年以内的占93.55%，账龄较短。

截至2011年底，公司其他应付款107.62亿元，其中包含土地增值税的预提税金22.67亿元；2011年公司其他应付款同比增长较快主要原因是基于清算口径计算的土地增值税等增加所致。

公司其他流动负债主要为发行的短期融资券，一年内到期的非流动负债增长主要是2012年9月到期的30亿元“09华侨城MTN1”。

2009~2011年，公司非流动负债增速快，年均复合增长77.31%；截至2011年底，公司非流动负债合计119.10亿元，较上年增长8.37%；非流动负债构成以长期借款（48.48%）和应付债券（49.82%）为主。

2009~2011年，公司长期借款年均复合增长256.44%，同期带动了非流动负债的增加；截至2011年底，公司长期借款57.74亿元，其中信用借款占80.90%、保证借款占13.66%、抵押借款占1.15%、委托贷款占4.30%。

2009~2011年，公司应付债券年均复合增加39.65%，作为非流动负债的重要组成部分，同期带动了非流动负债的增长；截至2011年底，公司应付债券59.33亿元，为公司及下属子公司香港华侨城发行的债券（“10华侨城MTN1”20亿元+“11华侨城MTN1”14亿元+“11华侨城MTN2”14亿元+香港华侨城发行的10亿元人民币债券）。

截至2011年底，公司全部债务372.47亿元，较上年增长32.89%，其中短期债务占68.57%，长期债务占31.43%，短期债务占比较上年有所减少，债务期限结构持续改善。

截至2011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33.56%、61.64%和72.62%，全部债务资本化

比率和资产负债率较上年均有所增长，公司债务负担加重，负债水平较高。

截至 2012 年 6 月底，公司所有者权益合计 247.26 亿元，其中少数股东权益 125.72 亿元；归属于母公司所有者权益 121.54 亿元。公司当期实收资本增至 61 亿元，主要系接受财政部对公司增资所致，其余各科目除未分配利润继续增长外，均较去年底变动不大。

截至 2012 年 6 月底，公司负债合计 618.69 亿元，其中流动负债占 79.19%，非流动负债占 20.81%，与 2011 年底相比非流动负债占比由于应付债券增长（公司于 2012 年 6 月发行 30 亿元私募债券）而略有提高，相应同期长期借款规模有所降低。

截至 2012 年 6 月底，公司全部债务 388.14 亿元，较 2011 年底增长 4.21%。公司资产负债率和全部债务资本化比率均较上年变动不大，分别为 71.45% 和 61.09%；长期债务资本化比率由于应付债券的增加而略有上升，为 33.88%。公司债务负担较 2011 年底变动不大。

3. 盈利能力

2009~2011 年，公司营业收入年均复合增长 17.76%；2010 年公司实现营业收入 344.24 亿元，同比增长 42.26%，主要是因为房地产以及电子产品收入的增加所致；2011 年公司实现营业收入 335.53 亿元，同比下降 2.53%，主要是因为旅游综合收入下降所致。2009~2011 年，公司营业成本年均复合增加 13.27%，增速低于同期营业收入增速。由此，公司近三年营业利润率分别为 27.29%、26.62%、29.06%，呈现波动提升态势。

从期间费用来看，2009~2011 年，公司期间费用年均复合增长 15.53%，主要是占比较大的销售费用随着经营规模扩张而增加带动所致，管理费用增速低于营业成本增速，财务费用规模较小，增速较快。2011 年公司期间费用 55.56 亿元，期间费用占营业收入比重 16.56%。2011 年公司资产减值损失 2.18 亿元，其中存货

跌价损失 1.37 亿元、商誉减值损失 0.61 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）。

2011 年，公司实现投资收益 4.41 亿元，较上年减少 0.96 亿元；营业外收入 2.69 亿元，主要为非流动资产处置和政府补助利得（主要为嵌入式软件退税 1.30 亿元）。

2011 年，公司实现利润总额 47.07 亿元和净利润 36.02 亿元，分别年均复合增长 39.92% 和 35.02%。从盈利指标看，近三年年公司总资本收益率和净资产收益率平均值分别为 7.96%、14.81%；2011 年分别 7.02% 和 15.54%，较上年略有下降主要是所有者权益迅速增长所致。总体看，公司盈利能力强。

2012 年 1~6 月，公司实现营业收入 137.92 亿元，占 2011 年全年的 41.10%，较上年同期增长 8.31%；营业成本 86.46 亿元，较上年同期增长 2.68%。公司实现利润总额和净利润分别为 16.66 亿元和 12.74 亿元，同比分别增长 23.91% 和 30.50%。公司营业利润率为 30.89%。

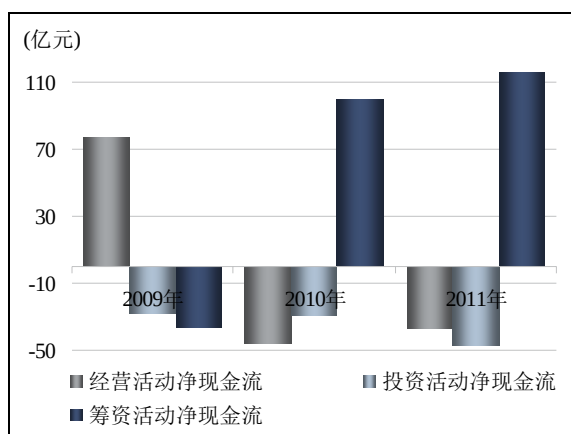
总体看，公司主营业务盈利能力较强，但旅游行业易受外部环境影响有所波动。

4. 现金流及保障

从经营活动来看，2009~2011 年，公司经营活动现金流入量分别为 312.15 亿元、398.94 亿元、378.11 亿元，规模较大。经营活动产生的现金流出方面，由于近年来公司房地产投资项目支出大、土地储备增加、存货大幅增长，经营活动产生的现金流量净额由正转负，三年分别为 77.19 亿元、-45.62 亿元和 -37.00 亿元。

从收入实现质量指标来看，2009~2011 年，公司现金收入比分别为 123.90%、100.85%、100.00%，主要是受到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：公司审计报告

从投资活动来看，2009~2011年，公司投资活动以现金流出为主，其中主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，近三年投资活动现金流出分别为43.10亿元、47.52亿元、51.82亿元，规模不断加大；2011年公司投资活动现金流出中包括购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金40.66亿元（其中欢乐海岸约10亿元，武汉华侨城9.3亿元，东部华侨城5.2亿元，此外还有天津华侨城、成都华侨城、泰州华侨城各2.2亿元左右）。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-28.30亿元、-29.37亿元、-47.01亿元。

2009~2011年，公司筹资活动前现金流量净额分别为48.89亿元、-74.99亿元、-84.01亿元，随着2010年及2011年公司经营活动现金流量净额为负，公司对外部融资依赖程度提高。

从筹资活动看，公司筹资活动以现金流入为主，主要是借款及发行债券收到的现金；近三年，公司筹资活动现金流入分别为202.59亿元、340.88亿元、409.51亿元；公司筹资活动现金流出主要是偿还债务、利息等支付的现金。公司近三年筹资活动产生的现金流量净额分别为-36.27亿元、100.01亿元、116.42亿元。

2012年1~6月，公司受益于预收账款的增加，经营活动现金流入金额相对较大，当期经

营活动现金流量净额由负转正，为3.57亿元。公司收到其他与投资活动有关的现金14.55亿元，主要系收到康佳集团到期理财产品，投资活动现金流量净额规模为-8.54亿元。筹资活动现金流量净额为6.31亿元。

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

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2009~2011年，公司流动比率及速动比率的平均值分别为106.22%、51.51%；截至2011年底，上述指标分别为114.46%和47.63%；截至2012年6月底，分别为115.13%和42.67%。考虑到公司较大规模的经营性现金流入、银行理财及股票投资等因素，总体看，公司短期支付能力较强。

从长期偿债能力指标看，近三年公司EBITDA年均复合增长37.40%，2011年为71.37亿元，同时公司债务规模上升，利息支出年均复合增加13.27%，但增速低于同期EBITDA增速；近三年公司EBITDA利息倍数平均值为10.47倍，2011年上升至11.15倍；全部债务/EBITDA平均值为4.16倍，2011年为5.22倍。公司长期偿债能力较强。

对外担保方面，截至2012年6月底，公司所属华侨城股份公司为参股企业长沙世界之窗与华融湘江银行股份有限公司长沙分行额度为1000万借款按股权比例提供担保，担保金额为250万元；担保期限为2012年5月28日至2013年5月27日。对外担保金额小。

公司与各家银行保持合作关系。截至2012年6月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为722亿元，尚未使用的额度为428亿元。公司拥有三家境内外上市公司，直接、间接融资渠道通畅。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信息报告（报告编号为：B-201210543214），截至 2012 年 9 月底，公司无已结清及未结清不良信贷信息记录，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，是全国旅游业的龙头；资产质量较好，收入规模和现金流入规模较大。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力较强。

八、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 2013 年发行本期 44 亿元中期票据，占 2011 年 6 月底公司长期债务的 34.72%、全部债务的 11.34%，对公司现有债务有一定影响。

截至 2012 年 6 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 71.45% 和 61.09%。以 2012 年 6 月底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 72.83% 和 63.61%，公司债务负担将略有加重。

2. 本期中期票据偿债能力分析

截至 2012 年 6 月底，公司现金类资产 153.01 亿元，为本期中期票据发行额度的 3.48 倍。公司现金类资产对本期中期票据的保障能力较强。

以 2011 年财务数据为基础，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期计划发行 44 亿元中期票据的保护倍数分别为 1.62 倍和 8.59 倍。总体看，公司经营活动现金流入量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。

九、综合评价

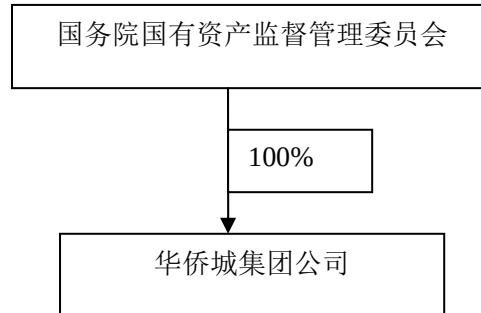
近年来，中国人均可支配收入不断增加，良好的外部环境带动了中国旅游业的快速发展，随着旅游产业政策的推进完善，未来中国旅游业将面临新的发展机遇，行业前景良好。

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。近年来公司主营业务构成稳定，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，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。同时，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。

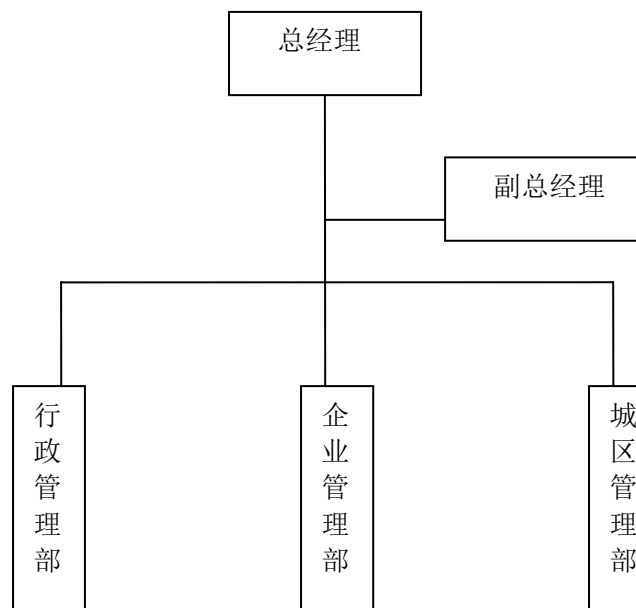
目前公司资产质量良好，资产构成合理，主营业务整体盈利能力较强，货币资金充裕，债务负担明显加重。综合看，公司主体信用风险极低。

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 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 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）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动资产：					
货币资金	723925.71	1002268.53	1211668.09	29.37	1226775.84
交易性金融资产	389.87	0.00	1937.25	122.91	1937.25
应收票据	285110.84	419525.51	490985.53	31.23	301409.57
应收账款	147399.41	216071.12	214451.51	20.62	202367.13
预付款项	113770.28	368111.34	209939.57	35.84	203024.72
应收利息	3252.99	2529.80	4362.66	15.81	2896.22
应收股利	6155.56				
其他应收款	87828.03	40438.68	53948.10	-21.63	49693.56
存货	1184527.31	2146167.69	3311737.88	67.21	3550503.41
一年内到期的非流动资产			81862.00		80000.00
其他流动资产	50591.02		91100.00	34.19	22561.99
流动资产合计	2602951.03	4195112.68	5671992.59	47.62	5641169.70
非流动资产：					
可供出售金融资产	1026.81	183.06	640.81	-21.00	104.52
持有至到期投资	80000.00	80000.00			
长期应收款					
长期股权投资	110791.00	130692.12	142625.46	13.46	152162.33
股权分置流通权					
投资性房地产	149159.33	150931.45	175299.43	8.41	170056.03
固定资产	1062345.15	1240846.92	1348642.65	12.67	1436152.43
生产性生物资产					
在建工程	178570.82	212046.83	307074.75	31.13	399831.34
固定资产清理	2085.11				
无形资产	167636.31	315315.01	415446.83	57.42	411177.21
开发支出					
商誉	159391.52	135588.96	129527.75	-9.85	123633.90
长期待摊费用	26676.48	24379.79	25203.75	-2.80	29320.25
递延所得税资产	167974.01	229426.61	246617.86	21.17	294929.48
其他非流动资产	3605.06	3422.93	1029.91	-46.55	987.53
非流动资产合计	2109261.60	2522833.67	2792109.18	15.05	3018355.03
资产总计	4712212.63	6717946.35	8464101.77	34.02	8659524.73

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）

负债和所有者权益（或股东权益）	2009 年	2010 年	2011 年	变动率	2012 年 6 月
流动负债：					
短期借款	435730.70	1015668.62	1586548.56	90.82	1553398.89
交易性金融负债		6495.71	2653.41		443.29
应付票据	314511.69	239844.02	87907.84	-47.13	104115.03
应付账款	520367.77	622133.26	734415.32	18.80	674016.39
预收款项	505572.72	384179.33	344128.85	-17.50	425035.71
应付职工薪酬	42012.03	51886.17	68773.60	27.95	42808.42
应交税费	161346.37	202721.89	172540.02	3.41	110663.49
应付利息	2363.30	3031.35	4539.33	38.59	4307.99
应付股利	160.45		785.00	121.19	1699.16
其他应付款	420477.09	670292.07	1076191.79	59.98	1026899.92
一年内到期的非流动负债	17840.47	17642.65	322896.98	325.43	366684.00
其他流动负债	302959.00	445680.60	553940.45	35.22	589554.07
流动负债合计	2723341.59	3659575.68	4955321.14	34.89	4899626.38
非流动负债：					
长期借款	45447.13	570470.94	577410.31	256.44	363315.45
应付债券	304235.00	507123.06	593323.36	39.65	903905.49
长期应付款	433.93	3153.13	3154.77	169.63	3368.47
递延收益					
专项应付款	200.00	200.00	1944.40	211.80	2494.40
预计负债			2016.34		1741.39
递延所得税负债	457.49	764.44	1159.49	59.20	1078.98
其他非流动负债	28054.10	17289.68	11982.02	-34.65	11397.59
非流动负债合计	378827.65	1099001.24	1190990.68	77.31	1287301.77
负债合计	3102169.24	4758576.91	6146311.82	40.76	6186928.15
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（或股本）	200000.00	545000.00	560000.00	67.33	610000.00
资本公积	172380.65	127125.81	125634.75	-14.63	126136.01
减：库存股					
盈余公积	163888.34	120179.58	120917.93	-14.10	120917.93
未分配利润	184970.70	97275.07	288773.04	24.95	361117.43
外币报表折算差额	-2549.55	-2832.22	-2186.87	-7.39	-2769.83
归属于母公司所有者权益合计	718690.14	886748.24	1093138.84	23.33	1215401.55
少数股东权益	891353.25	1072621.20	1224651.10	17.21	1257195.03
所有者权益（或股东权益）合计	1610043.39	1959369.44	2317789.95	19.98	2472596.58
负债和所有者权益（或股东权益）总计	4712212.63	6717946.35	8464101.77	34.02	8659524.73

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1-6 月
一、营业收入	2419706.59	3442353.69	3355299.80	17.76	1379194.46
减: 营业成本	1654943.66	2277852.49	2123468.85	13.27	864596.30
营业税金及附加	104459.20	248244.91	256835.46	56.80	88615.02
销售费用	227065.72	275815.59	306288.63	16.14	141727.28
管理费用	166325.84	188938.01	210122.01	12.40	101072.85
财务费用	22890.77	33755.95	39223.22	30.90	37969.62
资产减值损失	38771.90	45866.05	21846.11	-24.94	5219.09
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)	1625.26	-6863.03	5779.55	88.58	2210.12
投资收益(损失以 “—”号填列)	31497.49	53696.46	44061.36	18.27	16697.39
其中: 对联营企 业和合营企业的投资收益	25464.25	39893.34	38127.46	22.36	0.00
汇兑收益(损益以 “—”号添列)					
二、营业利润(亏损以“—” 号填列)	238372.25	418714.12	447356.43	36.99	158901.81
加: 营业外收入	4698.64	23056.27	26921.75	139.37	8362.76
减: 营业外支出	2647.33	6557.32	3582.94	16.34	703.92
其中: 非流动资 产处置损失	1655.85				
三、利润总额(亏损总额以 “—”号填列)	240423.56	435213.08	470695.23	39.92	166560.66
减: 所得税费用	42848.35	93736.78	110515.02	60.60	39121.90
加: 未确认的投资损失					
四、净利润(净亏损以“—” 号填列)	197575.21	341476.30	360180.21	35.02	127438.76
少数股东损益	91710.71	170073.54	152517.88	28.96	72344.39
五、归属于母公司所有者的 净利润	105864.50	171402.76	207662.33	40.06	55094.36

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 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	2998086.95	3471702.65	3355432.14	5.79	1640186.09
收到的税费返还	8782.24	26512.08	33429.49	95.10	14501.30
收到其他与经营活动有关的现金	114636.45	491194.65	392285.35	84.99	110154.71
经营活动现金流入小计	3121505.63	3989409.38	3781146.98	10.06	1764842.10
购买商品、接受劳务支付的现金	1628149.06	3279185.47	3008185.07	35.93	1041737.99
支付给职工以及为职工支付的现金	178055.84	218792.60	272703.25	23.76	145696.75
支付的各项税费	275800.23	396921.60	516598.74	36.86	317615.33
支付其他与经营活动有关的现金	267625.40	550705.24	353671.00	14.96	224112.98
经营活动现金流出小计	2349630.54	4445604.91	4151158.06	32.92	1729163.04
经营活动产生的现金流量净额	771875.10	-456195.53	-370011.08		35679.06
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	40013.08	114869.61	380.66	-90.25	2127.73
取得投资收益收到的现金	27209.32	40239.87	44177.74	27.42	5521.53
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	2502.23	21724.38	2593.64	1.81	1630.45
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	42918.80		402.42	-90.32	
收到其他与投资活动有关的现金	35314.65	4692.18	506.88	-88.02	145527.79
投资活动现金流入小计	147958.08	181526.05	48061.34	-43.01	154807.51
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	340123.90	462707.05	406636.21	9.34	164131.36
投资支付的现金	86612.19	12504.84	20434.35	-51.43	752.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-5853.85				
支付其他与投资活动有关的现金	10084.96		91100.00	200.55	75341.00
投资活动现金流出小计	430967.20	475211.89	518170.55	9.65	240224.36
投资活动产生的现金流量净额	-283009.12	-293685.85	-470109.21	28.88	-85416.85
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	14514.20	41315.27	14912.47	1.36	82.50
取得借款收到的现金	1853265.20	2438914.07	2567733.67	17.71	1219263.96
发行债券收到的现金		640000.00	920000.00		740000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	158114.89	288525.35	592461.69	93.57	244614.06
筹资活动现金流入小计	2025894.28	3408754.68	4095107.83	42.18	2203960.51
偿还债务支付的现金	1992941.15	1987896.39	2321381.89	7.93	1804128.75
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	84427.74	97848.72	165505.99	40.01	84253.09
支付其他与筹资活动有关的现金	311268.01	322865.49	444007.27	19.43	252462.73
筹资活动现金流出小计	2388636.91	2408610.60	2930895.15	10.77	2140844.56
筹资活动产生的现金流量净额	-362742.63	1000144.08	1164212.68		63115.95
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-1041.05	-1534.40	-1331.39	13.09	-1145.60
五、现金及现金等价物净增加额	125082.30	248728.30	322761.00	60.64	12232.55
加: 期初现金及现金等价物余额	306345.46	431427.76	680156.06	49.00	1002918.00
六、期末现金及现金等价物余额	431427.76	680156.06	1002917.06	52.47	1015150.55

附件 4-2 现金流量补充表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、将净利润调节为经营活动的现金流量				
归属于母公司所有者的净利润	197575.21	341476.30	360180.21	35.02
加: 少数股东损益				
减: 未确认的投资损失				
加: 计提的资产减值准备	38771.90	45866.05	21846.11	-24.94
固定资产折旧	102041.98	145319.67	160140.93	25.27
无形资产摊销	5915.22	7876.06	9159.60	24.44
长期待摊费用摊销	8960.24	8155.57	9641.78	3.73
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)	819.56	-7921.33	-5322.21	
固定资产报废损失	358.05			
公允价值变动损失(减: 收益)	-1625.26	6863.03	-5779.55	88.58
财务费用	32617.47	60709.59	43439.21	15.40
投资损失(减:收益)	-31497.49	-53696.46	-44059.35	18.27
递延所得税资产减少(减: 增加)	-35237.55	-61452.60	-17191.25	-30.15
递延所得税负债增加(减: 减少)	-128.52	306.95	271.76	--
存货的减少(减:增加)	293769.39	-977887.90	-1110234.93	--
经营性应收项目的减少(减:增加)	-89429.52	-406703.89	-22729.66	-49.59
经营性应付项目的增加(减:减少)	244769.25	431390.61	230628.30	-2.93
其他	4195.16	3502.82	-2.00	--
经营活动产生的现金流量净额	771875.10	-456195.53	-370011.08	--
2、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				
融资租入固定资产				
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	431427.76	680156.06	1002917.06	52.47
减: 货币资金的期初余额	306345.46	431427.76	680156.06	49.00
加: 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	125082.30	248728.30	322761.00	60.64

附件 5 公司主要财务指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 6 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	5.71	6.45	5.00	--
存货周转次数(次)	1.24	1.37	0.78	--
总资产周转次数(次)	0.55	0.60	0.44	--
现金收入比(%)	123.90	100.85	100.00	118.92
盈利能力				
营业利润率(%)	27.29	26.62	29.06	30.89
总资本收益率(%)	7.60	8.46	7.02	--
净资产收益率(%)	12.27	17.43	15.54	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	17.84	35.48	33.56	33.88
全部债务资本化比率(%)	46.88	58.86	61.64	61.09
资产负债率(%)	65.83	70.83	72.62	71.45
偿债能力				
流动比率(%)	95.58	114.63	114.46	115.13
速动比率(%)	52.08	55.99	47.63	42.67
经营现金流动负债比(%)	28.34	-12.47	-7.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.96	10.83	11.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.64	4.26	5.22	--
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.34	-0.27	-0.23	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	14.99	-12.35	-13.12	--
本期中期票据偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.89	1.49	1.62	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	7.09	9.07	8.59	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.75	-1.04	-0.84	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	1.11	-1.70	-1.91	--

注：2012 年上半年财务数据未经审计。

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 2013 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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

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

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

如华侨城集团公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

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。

