信用等级公告

联合〔2019〕2005 号

联合资信评估有限公司通过对华侨城集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持华侨城集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“15 华侨城 MTN001”、“15 华侨城 MTN002”、“16 华侨城 MTN001”、“16 华侨城 MTN002”、“16 华侨城 MTN003”、“17 华侨城 MTN001”、“17 华侨城 MTN002”、“17 华侨城 MTN003”、“17 华侨城 MTN004”、“18 华侨城 MTN001”、“18 华侨城 MTN002”、“18 华侨城 MTN003”、“18 华侨城 MTN004”、“19 华侨城 MTN001” 的信用等级为 AAA。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月十七日

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
http://www.lhratings.com

华侨城集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 华侨城 MTN001	30 亿元	2020/05/28	AAA	AAA
*15 华侨城 MTN002[1]	25 亿元	2020/11/10	AAA	AAA
16 华侨城 MTN001	30 亿元	2021/04/11	AAA	AAA
16 华侨城 MTN002	15 亿元	2019/07/22	AAA	AAA
16 华侨城 MTN003	30 亿元	2019/09/02	AAA	AAA
17 华侨城 MTN001	25 亿元	2020/03/17	AAA	AAA
17 华侨城 MTN002	25 亿元	2020/03/23	AAA	AAA
*17 华侨城 MTN003	20 亿元	2022/08/18	AAA	AAA
*17 华侨城 MTN004	30 亿元	2022/08/23	AAA	AAA
*18 华侨城 MTN001	30 亿元	2023/04/27	AAA	AAA
18 华侨城 MTN002	20 亿元	2021/08/03	AAA	AAA
*18 华侨城 MTN003	25 亿元	2021/10/18	AAA	AAA
*18 华侨城 MTN004	25 亿元	2021/11/02	AAA	AAA
*19 华侨城 MTN001	20 亿元	2022/01/07	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 17 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产（亿元）	224.04	486.74	460.72	597.03
资产总额（亿元）	1740.72	3223.82	4440.04	5032.28
所有者权益（亿元）	557.79	1056.82	1392.65	1445.54
短期债务（亿元）	198.57	379.47	451.63	578.50
长期债务（亿元）	309.45	641.84	1105.22	1420.28
全部债务（亿元）	508.02	1021.31	1556.85	1998.77
营业收入（亿元）	542.56	801.08	1103.49	204.55
利润总额（亿元）	95.39	194.92	202.37	21.07
EBITDA（亿元）	127.95	250.02	291.06	--
经营性净现金流（亿元）	9.73	-152.44	-173.21	-26.04
营业利润率（%）	26.43	22.44	23.14	19.52
净资产收益率（%）	13.32	12.61	11.37	--
资产负债率（%）	67.96	67.22	68.63	71.27
全部债务资本化比率（%）	47.67	49.15	52.78	58.03
流动比率（%）	144.22	153.09	163.21	170.51
经营现金流动负债比（%）	1.13	-10.77	-9.10	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.97	4.08	5.35	--
EBITDA 利息倍数（倍）	7.12	6.42	3.16	--

注：1.2019 年一季度财务数据未经审计；2.其他应付款及流动负债中的有息债务已纳入短期债务；3.长期应付款和其他非流动负债中的有息债务已纳入长期债务；4.现金类资产已剔除受限货币资金；5. 其他权益工具为永续中票及可续期贷款

[1]注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日。

评级观点

跟踪期内，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对华侨城集团有限公司（以下简称“公司”或“华侨城集团”）的评级反映了其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、多元化经营格局、房地产开发模式和土地储备等方面保持显著优势。跟踪期内，公司持续加大对旅游综合业务、房地产开发及股权投资业务的投资力度，收入规模保持增长，盈利能力维持稳定。同时，联合资信也关注到房地产业务易受政策调控及市场有效需求波动的影响，随着对外投资规模的扩大，公司债务规模快速增长，经营活动现金流持续为负等因素给公司经营与发展可能带来的不利影响。

未来，公司将持续加大旅游综合项目拓展，积极参与云南省和海南省全域旅游开发，随着重点投资项目的陆续完成，公司综合竞争力有望进一步提升。

“15 华侨城 MTN002”“17 华侨城 MTN003”“17 华侨城 MTN004”“18 华侨城 MTN001”“18 华侨城 MTN003”“18 华侨城 MTN004”和“19 华侨城 MTN001”具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为上述中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

综合评估，联合资信确定维持华侨城集团主体长期信用等级为 AAA，“15 华侨城 MTN001”“15 华侨城 MTN002”“16 华侨城 MTN001”“16 华侨城 MTN002”“16 华侨城 MTN003”“17 华侨城 MTN001”“17 华侨城 MTN002”“17 华侨城 MTN003”“17 华侨城 MTN004”“18 华侨城 MTN001”“18 华侨城 MTN002”“18 华侨城 MTN003”“18 华侨城 MTN004”“19 华侨城 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

分析师
刘嘉敏　刘　然　刘祎烜
邮箱：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）
网址：www.lhratings.com

优势

1. 公司是隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，已形成以旅游、房地产、电子业务为主的多元化经营格局，在全国范围内多个大中型城市设立“欢乐谷”主题公园群，具有良好的品牌效应。
2. 跟踪期内，公司延续“文化+旅游+城镇化”成片综合开发的经营模式，在资源获取、成片开发、业态布局等方面仍具备良好的竞争优势；公司盈利能力维持稳定。
3. 公司房地产业务开发成本低、利润空间大，土地储备充足，为后续发展奠定了基础。
4. 公司的经营活动现金流入量对存续债券保障能力强。

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；房地产行业易受政策调控影响，行业景气度有所波动。
2. 公司房地产开发项目、旅游产业在建项目投资规模很大，跟踪期内，公司债务规模快速增长，合并口径及母公司债务负担重。
3. 公司存货、其他应收款及预付款项对资金占用明显，旅游综合项目开发模式投资回收期较长，跟踪期内，公司经营及投资活动现金流持续净流出，资金需求高。
4. “15华侨城MTN002”“17华侨城MTN003”“17华侨城MTN004”“18华侨城MTN001”“18华侨城MTN003”“18华侨城MTN004”“19华侨城MTN001”具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，且一旦出现递延，累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由华侨城集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

华侨城集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于华侨城集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

华侨城集团有限公司（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”。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（以下简称“国务院国资委”）管理的大型中央企业之一。2017 年 11 月 20 日，国务院国资委下发国资改革〔2017〕1223 号《关于华侨城集团公司改制有关事项的批复》，同意公司改制方案，将公司由全民所有制企业改制为国有独资公司，公司名称由“华侨城集团公司”变更为“华侨城集团有限公司”，改制基准日为 2016 年 12 月 31 日，以经审计净资产出资，注册资本变更为 120 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 120 亿元，实际控制人为国务院国资委。

公司经营范围涉及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。截至2019年3月底，公司拥有一级子公司22家；其中直接或间接持有4家上市公司，分别是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”）、云南旅游股份有限公司（股票代码002059.SZ，以下简称“云南旅游”）。

截至 2018 年底，公司资产总额 4440.04 亿元，所有者权益合计 1392.65 亿元（其中少数股东权益 784.79 亿元）；2018 年公司实现营业收入 1103.49 亿元，利润总额 202.37 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 5032.28 亿元，所有者权益合计 1445.54 亿元（其中少数股东权益 804.37 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 204.55 亿元，利润总额 21.07 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、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司存续债券发行额度、使用状况和存续期等情况如下表所示。所有存续期债券均已按照募集资金用途使用完毕，且均正常付息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
15 华侨城 MTN001	30	30	2015/05/28	2020/05/28
*15 华侨城 MTN002	25	25	2015/11/10	2020/11/10
16 华侨城 MTN001	30	30	2016/04/11	2021/04/11
16 华侨城 MTN002	15	15	2016/07/22	2019/07/22
16 华侨城 MTN003	30	30	2016/09/02	2019/09/02
17 华侨城 MTN001	25	25	2017/03/17	2020/03/17
17 华侨城 MTN002	25	25	2017/03/23	2020/03/23
*17 华侨城 MTN003	20	20	2017/08/18	2022/08/18
*17 华侨城 MTN004	30	30	2017/08/23	2022/08/23
*18 华侨城 MTN001	30	30	2018/04/27	2023/04/27
18 华侨城 MTN002	20	20	2018/08/03	2021/08/03
*18 华侨城 MTN003	25	25	2018/10/18	2021/10/18

*18 华侨城 MTN004	25	25	2018/11/02	2021/11/02
*19 华侨城 MTN001	20	20	2019/01/07	2022/01/07

资料来源：联合资信整理

注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日；“18华侨城MTN002”、“18华侨城MTN003”、“18华侨城MTN004”、“19华侨城MTN001”未到付息期。

“15 华侨城 MTN002”“17 华侨城 MTN003”“17 华侨城 MTN004”“18 华侨城 MTN001”“18 华侨城 MTN003”“18 华侨城 MTN004”和“19 华侨城 MTN001”（以下简称“存续期内永续中期票据”）于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。基于存续期内永续中期票据的条款，可得出以下结论：

（1）存续期内永续中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，存续期内永续中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）存续期内永续中期票据如不赎回，则从第 4 个或第 6 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在第 4 个计息年度至第 6 个计息年度或第 6 个计息年度至第 10 个计息年度内保持不变。从票面利率角度分析，公司在存续期内永续中期票据赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

综合以上分析，“15 华侨城 MTN002”“17 华侨城 MTN003”“17 华侨城 MTN004”和“18 华侨城 MTN001”“18 华侨城 MTN003”“18 华侨城 MTN004”和“19 华侨城 MTN001”具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为“15 华侨城 MTN002”“17 华侨城 MTN003”“17 华侨城 MTN004”“18 华侨城 MTN001”“18 华侨城 MTN003”“18 华侨城 MTN004”和“19 华侨城 MTN001”在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%-7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会

融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

展望 2019 年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019 年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政

政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在我国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到2018年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

五、行业分析

公司是跨区域、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。

1. 旅游行业

改革开放以来，中国实现了从旅游短缺型国家到旅游大国的历史性跨越。“十二五”期间，旅游业全面融入国家战略体系，走向国民经济建设的前沿，成为国民经济战略性支柱产业。

2018年，国内旅游市场持续高速增长，入境旅游市场稳步进入缓慢回升通道，出境旅游市场平稳发展；其中，国内旅游人数55.39亿人次，比上年同期增长10.8%；入出境旅游总人数2.91亿人次，同比增长7.8%；全年实现旅游总收入5.97万亿元，同比增长10.5%；全国旅游业对GDP的综合贡献为9.94万亿元，占GDP总量的11.04%；旅游直接就业2826万人，旅游直接和间接就业7991万人，占全国就业总人口的10.29%。

未来，随着社会经济水平的发展和国民生活质量要求的提高，旅游行业有望迈入新的高速增长阶段，并带动相关的上下游行业协同发展。总体来看，未来几年将是中国旅游业发展的“黄金时代”，旅游产业将会快速发展，并成为继投资和消费后中国经济增长的第三极。

（2）行业竞争

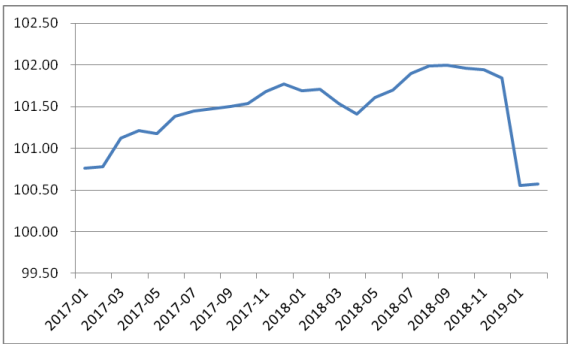
从国内旅游市场的竞争格局看，虽然中国旅游业的总体规模已经位居世界前列，但发展模式单一，产业形态落后，产业集中度低，行业秩序混乱，产品质量不高等深层结构问题依然存在，中国旅游企业的实力和规模也相对弱小。与国外有竞争力的旅游企业相比，中国旅游企业无论从资产规模、营业收入规模、盈利能力角度看，还是从业务地点分布、业务类型多样性角度看，都还存在相当大的差距。

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。从长远看，国家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。

2. 房地产开发行业

延续2017年以来房地产市场的严控形势，2018年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图 1　2017 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind 资讯

房地产投资开发方面，2018 年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.50%，增速较上年增加 2.50 个百分点；其中住宅投资 8.52 万亿元，同比增长 13.40%，增速较上年增加 4.00 个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积 20.93 亿平方米，同比增长 17.20%，其中住宅新开工面积 15.34 亿平方米，同比增长 19.70%。全国房屋施工面积 82.23 亿平方米，同比增长 5.20%；其中住宅施工面积为 57.00 亿平方米，同比增长 6.30%。总体看，2018 年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018 年全年商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.30%，增速较上年下降 6.40 个百分点；共实现销售额 15.00 万亿元，同比增长 12.20%，增速较上年下降 1.50 个百分点。价格方面，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，2018 年百城住宅平均价格累计上涨 5.09%，较 2017 年增速下降 2.06 个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018 年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

3. 家电行业

家电行业的发展反映出国民生活水平的提高，也有助于国内工业化发展，同时家电是重要的出口机电产品，整体而言，家电行业在国民经济中占有相当重要的地位。

中国家电行业发展已有 30 余年，目前中国已成为世界家电生产和消费大国，家电行业的总产销规模十分可观，总产量占全球 80%以上，冰箱、洗衣机产量占全球 40%以上，空调、微波炉产量占全球 70%以上，彩电产量占 50%以上，四大主要家电产销量均为世界第一。

中国家电行业发展已进入了成熟期，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。

2018 年，尽管受房地产行业下行和人口红利消失等因素制约，但家电行业的发展依然稳中有增。2018 年中国家电市场规模达到 8104 亿元，同比增幅为 1.9%。除彩电之外，空调、冰洗、厨卫、生活小家电均实现了增长。其中，彩电零售额为 1433 亿元，同比下跌 9.59%；空调零售额为 1980 亿元，同比增长 4.5%；冰箱零售额为 969 亿元，同比增长 3.5%；洗衣机零售额为 707 亿元，同比增长 3.1%；厨卫产品整体表现尚可，全年规模达到 1769 亿元，同比增长 1.5%。另外，吸尘器继续担任小家电行业中增长品类的排头兵，市场零售额为 195 亿元，同比增长 45.6%；破壁机发展速度较快，市场规模已经超过千万台

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

传统冰箱行业迎来全新能效标准的升级，新修订的《家用电冰箱耗电量限定值及能源效率等级》已经发布，新版电冰箱能效标准 1 级能效要求耗电量大幅降低，新 1 级比老 1 级耗电量需下降 40%左右，新规于 2016 年 10 月 1 日起正式实施。随着技术的不断升级，绿色节能将成为未来消费者产品选择的必要条件，也使得政策向更高能效产业结构倾斜。此次冰箱能效的再度升级表明，后续整个家电产业都将迎来一轮系统性的能效再升级。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司是国务院国资委管理的大型中央企业之一，截至2019年3月底，国务院国资委持有公司全部股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争实力

公司是跨区域、跨行业经营的大型中央直属企业集团，目前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多个业务板块，在资金实力、项目运营经验、盈利能力等方面拥有显著优势。

公司自成立以来，先后在北京、深圳、上海、重庆等多个大中型城市设立“欢乐谷”主题公园、东部华侨城、欢乐海岸等一系列国内著名的旅游综合品牌，采用“文化+旅游+城镇化”的经营模式，围绕旅游景区在周边布局居住及商务功能的房地产项目，进行项目成片综合开发，从而以较低成本获取土地，并通过旅游业和地产业的良性互动，实现较高利润回报。近年来，华侨城集团进一步加快转型升级及结构调整力度，践行以“文化+旅游+城镇化”的发展模式，并通过设立战略区级子公司的模式在全国范围内布局文化及旅游综合项目，先后成立了华侨城华东投资有限公司、华侨城北方投资有限公司、华侨城西部投资有限公司、华侨城（云南）投资有限公司（以下简称“华云投”）和华侨城（海南）集团有限公司，逐步与政府、城镇和社会资本开展广泛合作，在全国范围内参与并推进中国传统民俗文化特色小镇的建设工作。截至2019年3月底，公司拥有华侨城股份、华侨城（亚洲）控股、康佳集团和云南旅游四家境内外上市公司。

目前公司旅游综合业务及房地产开发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。截至2018年底，华侨城股份资产总额为2941.67亿元，权益总额为771.62亿元，2018年实现营业收入481.42亿元，利润总额153.91亿元。截至2019年3月底，华侨城股份资产总额为3421.17亿元，权益总额为793.92亿元，2019年1-3月实现营业收入79.20亿元，同比增长24.95%，利润总额17.36亿元。截至2019年3月底，公司对华侨城股份直接持股比例为46.99%，股权无质押。

公司房地产业务主要由华侨城股份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”）运营，华侨城房地产是最早被列为国务院国资委大力扶持发展房地产业的全国五大中央企业之一，曾先后获得“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。

2019 年 5 月，主题娱乐协会 (TEA) 与AECOM联合发布2018年全球主题公园集团排行榜，华侨城继续蝉联全球主题公园集团第四名。旗下单体主题公园深圳世界之窗、东部华侨城、北京欢乐谷、深圳欢乐谷、成都欢乐谷和上海欢乐谷上榜亚太地区主题公园20强；上海玛雅水公园、武汉玛雅水公园上榜亚太地区水公园20强。

公司电子业务板块主要为康佳集团的彩电、白色家电、手机及其配套产品生产与销售业务。康佳集团于1980年成立，是中国改革开放以后成立的第一家中外合资电子企业。经过三十多年的快速发展，康佳集团已成长为大型电子信息产业集团和股份制上市公司。截至2019年3月底，公司对康佳集团的持股比例为

21.75%，股权无质押。

总体看，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、多元化经营格局等方面具有显著优势。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理架构、管理制度及高管人员无重大变化。

八、重大事项

1、康佳集团非公开发行股票

康佳集团于 2019 年 3 月 30 日发布《2019 年度非公开发行 A 股股票预案》，拟非公开发行募集资金总额不超过 30.00 亿元，扣除发行费用后将全部用于偿还银行借款（不超过 20 亿元）及补充流动资金（不超过 10 亿元），非公开发行 A 股股票数量不超过本次非公开发行前康佳集团总股本的 20%，即不超过 481589081 股，本次非公开发行对象为深圳华侨城资本投资管理有限公司（以下简称“华侨城资本”，华侨城集团 100%持股）；本次非公开发行前，公司及其一致行动人嘉隆投资和华侨城资本合计持有康佳集团 29.999997%股权，本次发行后，公司及其一致行动人合计持有康佳集团的股份数将增加至 1203972623 股，占发行后康佳集团股份总数的 41.67%，华侨城集团仍为康佳集团控股股东，国务院国资委仍为康佳集团实际控制人。截至本报告出具日，此次非公开发行已获证监会受理，尚须获得中国证监会的核准，该事项仍存在不确定性。

2、云南旅游发行股份及支付现金购买资产暨关联交易

根据云南旅游 2019 年 4 月发布的《云南旅游股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书》，云南旅游拟向华侨城集团及李坚、文红光、贾宝罗三名自然人股东以发行股份及支付现金购买资产的方式购买其所持深圳华侨城文化旅游科技股份有限公司（以下简称“文旅科技”或“标的公司”）100%股权。截至 2018 年 3 月底，华侨城集团持有文旅科技 60%股权，李坚、文红光、贾宝罗三名自然人股东分别持有标的公司 16%、12%和 12%的股权。支付方式方面，云南旅游以发行股份方式购买华侨城集团、李坚、文红光及贾宝罗分别持有的文旅科技 60.00%、12.80%、9.60%及 9.60%股权，即发行股份支付比例为文旅科技 100%股权交易作价的 92.00%；以支付现金方式购买李坚、文红光及贾宝罗分别持有的文旅科技 3.20%、2.40%及 2.40%股权。

根据中企华出具的、并经国务院国资委备案的《标的资产评估报告》，以 2018 年 3 月 31 日为评估基准日，选用收益法为最终评估结论，本次交易标的资产文旅科技 100%股权的评估价值为 201741.56 万元，评估增值率 504.59%，则本次交易标的资产的交易作价为 201741.56 万元。本次交易构成重大资产重组、重组上市及关联交易。

云南旅游与本次重组业绩补偿义务人华侨城集团、李坚、文红光及贾宝罗于 2018 年 7 月 30 日及 2018 年 9 月 20 日分别签署了附生效条件的《业绩承诺及补偿协议》及其补充协议，业绩承诺期为本次交易实施完毕的当年及后续两个会计年度，即 2018 年度、2019 年度及 2020 年度[2]；根据经国务院国资委备案的资产评估报告中所载之标的资产业绩承诺期的预测净利润数额及交易双方签署的《业绩承诺及补偿协议》及其补充协议，业绩补偿义务人承诺本次重大资产重组实施完毕后，文旅科技在 2018 年度、2019 年度和 2020 年度预测实现的合并报表范围扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润（以下简称“承诺净利润”）分别不低于 16948.99 万元、18005.90 万元和 19781.93 万元。

文旅科技设立于 2009 年 12 月 9 日，华侨

[2]如本次交易未能于 2018 年 12 月 31 日前实施完毕，则上述业绩承诺期将随之顺延为 2019 年度、2020 年度及 2021 年度。若本次交易未能于 2019 年 12 月 31 日前实施完毕，则上述业绩承诺期应做相应顺延。

城股份 2011 年 8 月以 1800 万元收购文旅科技（当时名称为购深圳市远望落星山科技有限公司）60%股权并对其实现控制；2017 年 11 月，华侨城集团以现金支付 101693.16 万元的方式完成对华侨城股份持有的文旅科技 60%股权的收购。文旅科技主营业务是向文化旅游景区提供园区策划设计、高科技游乐设备研发生产、工程代建等系列综合服务；依托于高科技游乐设备的研发能力及文化创意能力，文旅科技研制出天地剧场、环球影院、黑暗乘骑、灾难巨幕体验剧场等高科技互动体验型游乐设备。截至 2017 年底，文旅科技资产总额 9.93 亿元，归属于母公司所有者权益 4.05 亿元，2017 年实现营业收入 4.12 亿元，营业利润 1.80 亿元，归属于母公司所有者净利润 1.56 亿元。

本次交易若完成后，云南世博旅游控股集团有限公司持有云南旅游的股份比例下降至35.83%，但仍为第一大股东，且与华侨城集团在本次交易完成后将合计持有云南旅游53.86%的股权，云南旅游间接控股股东和实际控制人仍然分别为华侨城集团和国务院国资委，交易前后控制权及公司合并范围不会发生变化。

云南旅游已收到中国证监会核发的《关于核准云南旅游股份有限公司向华侨城集团等发行股份购买资产的批复》（证监许可[2019]526号），2019 年 6 月 25 日，标的公司已整体变更为有限责任公司，变更后的标的公司名称为“深圳华侨城文化旅游科技集团有限公司”，且本次交易标的资产已全部变更登记至云南旅游名下，标的公司取得了深圳市市场监督管理局核发的《营业执照》（统一社会信用代码：914403006971316242）和《变更（备案）通知书》（编号：21903152557）。本次变更完成后，云南旅游持有标的公司 100%股权，标的公司已成为云南旅游的全资子公司。

截至本报告出具日，云南旅游尚需向交易对方发行股份及支付现金对价，向中国证券登记结算有限公司深圳分公司就本次交易申请办理新增股份的登记手续，并向深圳证券交易所申请办理新增股份的上市交易事宜；向相应的主管工商登记部门办理因本次交易涉及的注册资本变更、公司章程修订等事宜的变更登记或备案手续。

九、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务涵盖电子、旅游综合业务、房地产板块等。2018年，公司主营业务收入同比增长37.02%至1079.08亿元。从业务构成来看，公司旅游综合业务、房地产业务和电子业务及相关产业（含电子业务及供应链业务）合计占比仍在95%以上；旅游综合业务2018年实现收入255.75亿元，同比增长12.93%；房地产板块业务同比增长20.21%至280.79亿元，主要是由于当期房地产项目结转金额增长所致；跟踪期内，康佳集团大力拓展供应链业务带动电子业务及相关产业收入快速增长，2018年实现收入476.60亿元，同比增长64.81%，主要来自供应链业务板块的拓展，当期供应链业务实现收入344.90亿元；康佳集团通过并购股权方式进入环保领域，2018年实现收入30.21亿元。

从毛利率来看，跟踪期内，公司旅游综合业务板块毛利率保持稳定，2018年为40.45%，盈利能力较强；公司房地产业务毛利率较高，2018年同比提升，主要由于结转项目产品结构及地域不同导致毛利率有所差异；电子业务毛利率2018年同比下降4.43个百分点至5.74%，主要是由于供应链毛利率低所致；总体看，公司主营业务毛利率近年保持较高水平，2018年为30.98%。

表2 公司主营业务收入情况 （单位：亿元、%）

收入类别	2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
	金额	比例	毛利率	金额	比例	毛利率	金额	比例	毛利率
旅游综合业务收入	226.47	28.76	42.65	255.75	23.70	40.45	29.59	14.64	25.54
房地产业务收入	233.59	29.66	55.24	280.79	26.02	69.38	56.00	27.71	77.14
电子业务及相关产业收入	289.17	36.72	10.17	476.60	44.17	5.74	99.16	49.06	4.31
--电子业务收入	152.65	19.38	16.50	131.70	12.21	18.12	38.08	18.84	9.04
--供应链贸易收入	136.53	17.34	1.11	344.90	31.96	1.02	61.08	30.22	1.37
环保业务	--	--	--	30.21	2.80	12.78	12.98	6.42	7.01
包装业务收入	7.70	0.98	13.23	4.07	0.38	24.30	--	--	--
其他收入	30.61	3.89	3.00	31.67	2.93	11.96	4.38	2.17	11.96
主营业务合计	**787.55**	**100.00**	**32.29**	**1079.08**	**100.00**	**30.98**	**202.10**	**100.00**	**27.91**

资料来源：公司提供
注：其他业务主要系云南文投贸易业务；公司2018年以来通过处置纸包装业务相关经营主体股权退出纸包装业务，故2019年1-3月无收入

2019年1-3月，公司实现主营业务收入202.10亿元，同比增长33.36%。其中，电子业务及相关产业（含电子业务及供应链业务）实现收入99.16亿元，同比大幅增长139.81%，当期毛利率为4.31%，毛利率水平进一步小幅下滑；供应链贸易业务实现收入61.08亿元，毛利率维持在低水平；旅游综合业务实现收入29.59亿元，同比变动不大，毛利率水平较2018年同期下降13.24个百分点，主要是由于当期旅游综合业务中结算的旅游地产的成本相对较高；房地产业务实现收入56.00亿元，同比增长49.65%，当期毛利率77.14%，较2018年同期增长4.03个百分点；公司主营业务综合毛利率为27.91%。总体看，公司主营业务收入结构较为稳定，主业盈利能力强。

2．旅游综合业务

公司旅游综合业务主要包括主题公园开发运营、配套住宅及商业地产开发、商用物业租赁服务、酒店和景区运营等。主要经营主体为华侨城股份，华侨城集团旅游业务主要为主题公园的开发与经营，截至2019年3月底，公司已建成开始营业的，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；正在建设中的包括宁波华侨城、重庆华侨城和南昌华侨城等。2017年5月，公司通过子公司华云投增资入股云南世博和云南文投并纳入合并范围，新增世博园、老君山、九乡景区、恐龙谷和轿子山等多个景区，公司旅游资源进一步丰富。

公司主要旅游综合项目公司景区中深圳欢乐谷、北京华侨城、上海欢乐谷、世界之窗和东部华侨城效益较好，为旅游接待业务收入的主要来源。2018年度，公司各主要景区接待游客逾8797万人次，同比增长17.15%。

重点旅游综合项目情况

北京华侨城是华侨城全国战略布局的开篇，占地近123.44万平方米，规划建设欢乐谷、主体商业街、主题社区、华侨城大剧院等项目，于2006年暑期开业。北京欢乐谷先后入选“国家4A级旅游景区”、“2008年度最受关注旅游胜地”、“北京首批文化创意产业基地”。截至2019年3月底，商业物业租赁面积4.5万平方米，租赁比例98%。

东部华侨城定位生态旅游领域，位于中国深圳大梅沙，占地近837.4万平方米，包括云海谷、茶溪谷、大侠谷三大主题区域。2007年暑期，东部华侨城一期成功开业，被国家旅游局和环保部联合授予“国家生态旅游示范区”称号。2009年8月，东部华侨城全面建成开业。截

至2019年3月底，商业物业租赁面积1.93万平方米，租赁比例55%。

上海华侨城项目位于上海市松江区佘山国家旅游度假区，占地65.5万平方米，主要开发的“上海欢乐谷”于2009年9月建成开放，作为2010年上海世博会“城市，让生活更美好”的主题体验区。截至2019年3月底，上海华侨城商业物业租赁面积0.72万平方米，租赁比例92%。

武汉华侨城位于武汉市武昌区东湖生态旅游风景区，占地约211.81万平方米。项目建设于2009年5月启动。园内开工的10个大型设备基础全部完成后，项目于2012年3月28日试营业，2012年5月1日正式营业。项目现为华中区域最大的现代主题公园和都市娱乐集群。截至2019年3月底，商业物业租赁面积6.39万平方米，租赁比例84%。武汉华侨城项目总投资63.03亿元，截至2019年3月底已投资38.09亿元，剩余未投资项目还包括国际文化湾区，公园后期改造更新，以及在建住宅项目工程款。

表3　截至2019年3月底公司主要旅游综合项目在建工程情况（单位：亿元、%）

项目名称	计划预计总投资额	截至2019年3月底已投资额	投资进度	未来投资计划		
				2019年4-12月	2020	2021
云南华侨城圣托里尼酒店	8.00	3.86	48.25	1.80	2.00	--
上海华侨城	38.65	33.90	87.71	0.75	2.00	2.00
成都华侨城-SAM会员店	3.05	2.44	80.00	0.31	0.15	0.15
武汉华侨城	63.03	38.09	60.43	0.63	0.59	0.24
重庆华侨城	54.92	11.54	21.01	21.21	12.54	5.10
南京欢乐谷、水公园项目	24.50	12.00	48.98	9.50	3.00	--
南昌华侨城文旅项目	50.00	11.13	22.26	6.80	10.00	10.00
成都华侨城购物中心	6.56	0.59	66.48	2.10	2.10	1.50
天津玛雅水公园	3.55	2.36	8.99	0.29	0.45	0.45
南昌华侨城玛雅象湖乐园	7.10	2.23	31.41	3.06	1.81	0.00
宝安滨海文化公园(一期)文化设施/游乐设施项目/摩天轮	45.04	20.02	44.45	5.99	8.91	7.51
云南香格里拉蓝月山谷文化旅游综合开发项目（一期）	3.83	0.04	1.04	0.30	2.00	1.50
合计	**308.23**	**138.20**	--	**52.74**	**45.55**	**28.45**

资料来源：公司提供
注：表格数据口径均为并表口径，非权益口径。

公司旅游综合业务在建项目规模较大，截至2019年3月底，旅游综合业务板块在建项目投资总额308.23亿元，已投资138.20亿元，其中主要投资项目包括南昌华侨城项目、宝安滨海文化公园项目、武汉华侨城、南京欢乐谷等，未来旅游综合业务板块资本支出规模仍较大。

南昌华侨城由华侨城集团旗下子集团香港华侨城在南昌设立的全资子公司负责建设。南昌华侨城项目主要包括：玛雅水公园、海洋奇梦园、OCT智慧发现乐园、儿童职业体验园、科技风暴园、运动竞技公园、设计创意公园、田园大道、零碳公园、湿地公园等主题“十园”区；打造乐园大道、象湖大道等特色鲜明的城市活力带、城市休闲带、城市文化带的主题景观休闲廊“三带”；形成都市娱乐中心、城市庆典中心、生态教育中心、设计创意中心、旅游信息中心等“五中心”。项目与象湖风景区联动开发，在充分反映南昌市历史文化风貌的基础上，进一步丰富南昌的旅游文化内涵。该项目预计总投资50.00亿元，截至2019年3月底，已投资11.13亿元，投资进度为22.26%。

宝安滨海文化公园项目总占地面积约38.14万平方米，其中宝安海滨文化公园总占地面积27.61万平方米，产权归属政府，由政府投资，由华侨城集团代建代管；滨海文化公园（一期）建设用地总占地面积10.53万平方米。该项目处于宝安中央绿轴，采用统一规划、成片开发、持续健康经营的模式，规划聚合低碳智能

化的多元复合型城市公园，将项目打造成集滨海休闲、文化旅游、艺术体验、商业办公、精品酒店等复合功能为一体的AAAAA级“新型全域旅游示范区”。项目已于2017年9月动工，预计到2020年建成开放。该项目预计总投资45.04亿元，截至2019年3月底，已投资20.02亿元，投资进度为44.45%。

公司的产品与服务不仅涵盖旗下的东部华侨城、世界之窗、欢乐谷系列主题公园等景区，还为乐多港、宋城、春秋乐园、花鼓灯嘉年华、大千世界、张家界等国内知名旅游景区输出主题游乐产品，为广西、云南、山西、天津滨海等地提供城市旅游产业规划设计及旅游项目开发，其中与广西柳州政府合作的“卡乐星球欢乐世界”主题公园及配套旅游区已于2017年7月开放运营；与湖南常德市政府合作的“卡乐星球”项目正在建设中；与广东省肇庆新区管委会合作的卡乐文化旅游科技产业小镇正在筹备建设中。

总体看，公司拥有国内领先的主题公园品牌及运作经验，依托品牌效应，形成良好的协同效应及集群优势，在土地成本及资金实力方面保持显著优势，公司旅游综合项目整体运营稳定，盈利能力较强。2017年5月收购云南世博、云南文投，旅游资源进一步丰富，随着以华云投、华侨城（海南）集团有限公司为平台对云南省、海南省全域旅游资源进行开发整合，积极推进特色小镇及环保提升工程等一批重大项目建设，公司未来面临较大资本支出压力。

（2）酒店业务

在酒店经营方面，公司将建设主题公园的经营理念移植到酒店领域，先后投资建设了白金五星级品牌华侨城大酒店（OCT Grand Hotel）、五星级品牌睿途酒店（Raytour Hotel）、四星级品牌嘉途酒店（Gleetour Hotel）、经济型精品连锁品牌城市客栈（City Inn），形成了一套完整的以“主题和创想”为核心价值的品牌体系，并致力于整合华侨城生态圈内的景区、餐饮、商业、演艺及度假村等资源，为客户提供以酒店为核心的具备主题特色的住宿体验。截至2019年3月底，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、深圳等全国重点城市。

3. 房地产业务

公司涉及房地产业务经营主体主要包括华侨城股份下属华侨城房地产公司及各二级子公司（云南、海南等），其中华侨城房地产公司的地产开发业务占比较大。截至2018年底，华侨城房地产资产总额871.71亿元、权益总额315.73亿元，2018年实现收入202.19亿元，净利润94.04亿元。截至2019年3月底，子公司华侨城股份持有华侨城房地产100%股权。

2017年以来，随着土地成本的提高，公司积极拓展项目获取方式，除了传统的市场化拍地外，新增合作开发、并购等多种项目获取方式。2018年新开工面积173.67万平方米，同比大幅增长165.06%；公司竣工面积2018年为68.80万平方米，同比大幅增加，主要是由于公司抓住窗口期积极入市以加快回笼资金所致。

表4 公司近年来房地产开发情况

（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
新开工面积	72.28	65.52	173.67	12.29
竣工面积	40.66	2.00	68.80	19.18
签约销售面积	37.07	68.68	57.57	6.41
签约销售金额	220.72	344.61	264.75	32.74
结算面积	33.84	80.91	58.75	6.34
结算金额	185.62	237.82	280.79	56.00
结算均价	54852	29393	47795	88346

资料来源：公司提供

注：不包含旅游综合项目中房地产销售情况；表格中数据为并表口径，非权益口径；非并表的合作开发项目未包括。

房地产销售方面，2018年，公司签约销售金额264.75亿元，同比下降23.17%，签约销售面积57.57万平方米，同比下降16.18%，主要是由于2017年以来，公司调整战略主要投资旅游

综合项目，2017年房地产开工及竣工面积下降，导致2018年签约销售下滑所致。受销售区域变化的影响，2018年公司结算均价增长至4.78万元/平方米。

公司房地产项目收入确认区域主要分布在深圳、上海、西安、成都、南京等一二线城市，2018年，上述城市房地产业务收入分别为126.06亿元、56.33亿元、14.10亿元、25.29亿元和11.82亿元。公司在开发项目以自主开发为主，合作开发为辅，截至2019年3月底，公司主要在开发房地产项目总投资金额1241.53亿元，截至2019年3月底，项目累计投资727.75亿元，2019年4-12月，2020年及2021年分别投资144.24亿元、145.00亿元和83.59亿元，未来投资规模大，公司存在较大对外融资需求。

表5　截至2019年3月底房地产业务主要项目开发情况（单位：亿元）

项目名称	开发主体	开发模式	项目类别	计划预计总投资额	截至2019年3月底已投资额	计划竣工时间	未来投资计划		
							2019年4-12月	2020年	2021年
新浦江城（123-13#三期）	上海天祥华侨城投资有限公司	自主开发	商业	0.46	0.10	2020年12月	0.30	0.05	0.01
新浦江城（123-4#后期）	上海天祥华侨城投资有限公司	自主开发	商业	14.88	4.37	2023年12月	0.14	2.80	1.80
红山六九七九商业中心	深圳招商华侨城投资有限公司	合作开发	商业用地	68.26	50.19	2019年9月	10.02	1.65	0.85
沙井工改商	深圳市和冠房地产开发有限公司	合作开发	商住	7.34	1.50	2020年3月	1.57	3.62	0.65
深圳宝安国际会展中心配套项目	深圳市招华会展实业有限公司	合作开发	商住	217.18	118.18	2022年7月	13.20	17.61	11.60
华侨城苏河湾1街坊	华侨城（上海）置地有限公司	自主开发	住宅/商业/商住	99.95	96.29	2019年12月	2.66	0.90	0.09
华侨城苏河湾41、42街坊	华侨城（上海）置地有限公司	自主开发	住宅/商业	44.83	37.67	2019年12月	1.85	2.73	2.57
苏河湾二期6街坊（33-02地块）	上海华合房地产开发有限公司	合作开发	商住办	52.45	34.26	2020年12月	4.71	4.77	1.65
常熟华鼎水畔华庭	常熟市沙家浜华鼎置地有限公司	合作开发	住宅	6.70	2.85	2020年12月	0.38	1.97	1.50
华侨城大厦	深圳华侨城房地产有限公司	自主开发	住宅	39.74	32.45	2019年12月	6.50	2.80	1.08
天鹅湖4号地	深圳华侨城房地产有限公司	自主开发	住宅	27.07	12.38	2019年12月	6.63	6.64	1.42
西安华侨城天鹅堡四期	西安曲江华侨城投资发展有限公司	自主开发	住宅	13.70	11.75	2019年12月	0.61	0.60	0.30
西安华侨城天鹅堡五期	西安曲江华侨城投资发展有限公司	自主开发	住宅	10.36	4.93	2020年10月	1.26	2.20	0.70
欢乐海岸（住宅+商业）	广东顺德华侨城实业发展有限公司	自主开发	住宅+商业	50.00	20.70	2020年9月	13.50	11.50	3.50

云溪别院	佛山华侨城置业有限公司	自主开发	住宅	31.00	22.50	2020 年 2 月	2.50	3.50	1.20
西安国际文化中心	陕西华侨城商业投资有限公司	合作开发	商服	43.54	13.68	2022 年 12 月	6.67	6.36	10.17
华侨城创想大厦	深圳华侨城置业投资有限公司	自主开发	商业用地	91.00	72.08	2019 年 12 月	9.78	6.64	2.50
泊里中心	四川省圣铭置业有限公司	自主开发	商业	21.04	7.61	2021 年 5 月	3.21	6.14	3.36
杭大江东项目	杭州龙诚/龙颐房地产开发有限公司	合作开发	住宅+商业	62.70	35.10	2023 年 12 月	10.10	10.70	3.40
华锦万吉星光路项目	天津华锦万吉置业有限公司	自主开发	住宅	76.67	52.34	2023 年 3 月	0.53	5.43	3.88
云南饭店整体概括建项目	云南云旅房地产开发有限公司	自主开发	公寓+商业+酒店	13.00	3.04	2021 年 1 月	3.18	2.73	3.35
万科城项目	云南云旅房地产开发有限公司	合作开发	住宅+商业	27.35	13.85	2025 年 10 月	13.50	0.00	0.00
中骏天誉项目	云南云旅房地产开发有限公司	合作开发	住宅+商业	11.75	8.69	2022 年 1 月	3.06	0.00	0.00
世博九乡公司九乡雅苑项目	宜良世博九乡置业有限公司	自主开发	商品房住宅	1.26	0.28	2020 年 1 月	0.91	0.03	0.04
曦海岸项目	海南华侨城实业有限公司	合作开发	商业+住宅	47.00	13.65	2021 年 12 月	8.29	19.23	7.59
康佳集团股份有限公司（光明项目）	康佳集团股份有限公司	自主开发	商业	7.00	2.02	2021 年 10 月	1.80	2.40	0.78
南京华侨城置地有限公司	南京华侨城置地有限公司	自主开发	住宅+商业	144.40	53.29	2022 年 12 月	15.98	20.00	17.00
云南文投集团-华侨城 公园悦府	云南文滇置业有限公司	自主开发	住宅	10.90	2.00	2021 年 6 月	1.40	2.00	2.60
合计	--	--	--	**1241.53**	**727.75**	--	**144.24**	**145**	**83.59**

资料来源：公司提供

注：上表不包含旅游综合项目中房地产业务开发情况；表格中数据为并表口径，非权益口径，非并表的合作开发项目未包括

截至2019年3月底，公司主要拟建房地产项目分别位于上海闵行区、南京建邺区、上海闸北区、杭州江干区、深圳坂田区、云南德宏洲及昆明盘龙区等。计划投资金额合计777.25亿元。截至2019年3月底，公司拥有已获得土地证的土地储备合计1065.49万平方米（未开发土地面积），其中旅游用地161.72万平方米，土地储备较为丰富。公司近三年新增土地储备面积（合并口径）分别为197.53万平方米、230.68万平方米和1021.48万平方米。

4. 电子业务及供应链贸易业务

公司电子业务及供应链贸易板块主要由康佳集团经营。截至2018年底，康佳集团资产总额329.85亿元，权益总额94.51亿元，2018年康佳集团实现营业收入461.27亿元，利润总额4.55亿元。截至2019年3月底，康佳集团资产总额363.07亿元，权益总额96.33亿元，2019年1-3月实现营业收入107.72亿元，利润总额1.85亿元。2018年，康佳集团通过收购毅康科技有限公司

51%股权和江西康佳新材料科技有限公司51%股权进入了环保领域；主要集中在水务治理、再生资源回收再利用以及玻璃陶瓷新材料等环保相关领域。其中水务治理业务主要是以BOT或EPC模式承接水务工程PPP（政府和社会资本合作）项目；再生资源回收再利用业务主要是对再生资源进行回收、分拣、加工、物流及销售；玻璃陶瓷新材料业务主要是研发、生产和销售玻璃陶瓷产品。2018年该板块实现收入30.21亿元。

（1）彩电板块

生产方面，截至2018年底，公司彩电业务年产能为800万台；2018年，公司彩电业务产量572.1万台，同比增长30.77%，主要系近年来国内市场彩电代工品牌持续做大，如兆驰、毅康等企业快速抢占市场订单所致。公司2018年产能利用率由2017年的42.70%提升至71.50%，主要是由于公司产能下降同时产量保持增长所致。

公司彩电业务主要上游供应商为液晶屏厂、主芯片厂、五金件厂、塑胶件厂及普通的电子元器件厂；其中液晶屏金额占比最大，近两年公司通过自制，垂直整合供应链，使液晶屏在整个BOM成本占比下降到了50%左右。而在液晶屏供应商中，主要供应商为LGD、BOE，而其中又以LGD为核心供应商，在产品的高中低端上全面配合，以国产BOE为次供应商，重点扶持国有企业，同时补充中低端产品，以台湾企业补充差异化产品。公司主芯片采购主要通过国际主流合作厂家MSTAR和MTK和Realtek三家；2018年，公司彩电业务前5名供应商集中度为48.32%，集中度较高。公司与主要供应商的采购结算模式大多采用出货30天TT付款的结算方式。需要关注的是，彩电业务上游关键部件液晶屏因市场供求关系会出现季节性采购紧张。

公司彩电销售以国内销售为主，公司销售实行多元化模式，除少部分大客户由集团总部直接负责外，主要销售业务通过20多家销售分支机构进行，截至2018年底，康佳集团拥有遍及全国纵深立体、功能完备的一流营销网络，遍及全国所有省、直辖市和自治区。在国内，康佳集团设立了20多个营销分公司和数百个销售经营部，销售网点超过20000个，并与各大连锁机构及95%以上的地市级大商场开展合作，终端经销商到达乡镇一级，主要包括国美、苏宁家电大连锁渠道、麦德龙、沃尔玛等超市渠道、武汉工贸、大连大商等区域性家电连锁、传统百货渠道及县乡专卖及家电商场，同时积极借助淘宝家电城、京东家电城等网络销售模式拓展销售业务，并积极开展直销、团购、工程机业务实现销售。2018年，下游前六大客户集中度为32.01%。结算方面，采用先货后款方式结算，结算账期在30-60天，结算方式以银行承兑汇票和现款方式为主。

（2）手机及白电板块

2018年，康佳手机实现收入3.31亿元（2017年为9.19亿元），大幅下降主要是由于受大环境影响，国内运营商市场低迷不振，海外市场核心客户松下产品结构调整及执行“印度制造”计划、Qmobile客户订单的丢失，以及拉美Blu的合作磨合艰难，公司手机订单未达预期，最终导致手机销量下滑。

公司白电业务主要经营冰箱、洗衣机、空调、冷柜等产品，以冰箱为主要产品，目前拥有滁州冰箱工业园作为生产基地，白电年产能达300万台，冰箱年产能150万台。2018年，公司冰箱产量145万台，公司白电业务充分利用彩电的网络资源，销售渠道主要为地方性连锁卖场、区域代理商、直营零售商以及商场、超市等。

（3）供应链管理板块

康佳集团自 2017 年全面开展供应链管理业务，主要系基于现有产品的供应链开展存储芯片、手机及设备、不锈钢、塑胶原料、液晶显示屏等产品的供应链贸易业务，有利于逐步与产业链上游供应商和下游客户建立较好的合作关系。跟踪期内，康佳集团供应链管理业务

快速拓展，2018 年供应链管理业务实现收入 344.90 亿元，同比大幅增长。

供应链贸易业务主要有两种模式：一是采购及分销供应链模式，围绕公司传统主营业务供应链中涉及的 IC 芯片存储、液晶屏、电子料、结构件、线材包材等常规物料和战略储备物料开展采购及分销供应链业务。采购供应链业务基于公司现有上游原厂资源及议价优势，为下游客户提供稳定的货源获取渠道；分销供应链业务基于康佳传统业务供应链上的外协厂、方案商等产品实际使用者资源，为上游原厂及代理商提供优质分销渠道，盈利模式为上游采购与下游销售的差价。该业务模式主要采用客户担保抵押后，从上游客户代客户采购，与下游结算方式采用收取保证金 20%-35%与款到提货相结合，业务周期一般不超过 60 天。

二是供应链服务模式，基于公司多年的产品质量管控、外协生产厂家评定及国际贸易等经验，帮助需求企业提供管控产品质量、实现仓储物流、进出口通关、单证处理、税务管理及外协厂的选取等供应链服务，帮助需求企业优化其供应链链条，从而提高其供应链流转效率、降低成本。盈利模式为赚取服务费收益。与下游结算方式为收取保证金与赊销结合，目前账期不超过 120 天。

5. 经营效率

2018年，公司销售债权周转次数为9.64次，存货周转次数为 0.51 次，总资产周转次数为0.29 次。公司整体经营效率尚可。

6. 未来发展

截至2019年3月底，公司在建项目（除旅游综合项目及房地产开发外）主要如下表，项目投资总额371.51亿元，截至2019年3月底已投资96.23亿元，主要投资项目包括三江口项目、子公司世博集团投资项目及子公司康佳集团投资项目。2019年4-12月、2020年及2021年投资计划分别为68.15亿元、75.10亿元和57.37亿元，未来投资规模大。

大江东项目位于大江东产业集聚区核心区核心地段，是重点发展区域及启动区；地块距离萧山机场10公里，杭州东站27公里，杭州市政府28公里，浙江省政府33公里；地铁7号线北二路站上盖，预计2021年通车。2017年10月31日，龙湖地产以总价28.23亿元竞得杭大江东储（2017）4号地块。同年11月6日公司与龙湖地产签订合作备忘录，按50:50比例合作开发地块（公司并表）。现已完成增资扩股，杭州华侨城已实际获取项目50%股权。该项目包含高层、洋房、别墅等多种住宅产品，并配套有龙湖天街、酒店、公寓等商业产品，是实现品质生活的理想居所。该项目预计总投资54.70亿元，截至2019年3月底，整体工程进度为1%。

表6 截至2019年3月底公司主要在建工程情况（单位：亿元、%）

项目名称	计划预计总投资额	截至 2019 年 3 月底已投资额	投资进度	未来投资计划		
				2019 年 4 -12 月	2020	2021
信和御龙山 2A 期项目 9 号楼	6.43	3.65	56.77	0.00	--	--
信和御龙山 3A 期项目	22.71	5.21	22.94	2.19	3.92	1.76
信和御龙山 3B 期项目	50.12	10.44	20.83	3.22	6.91	8.90
信和御龙山 2B 期项目	12.70	2.39	18.82	1.08	1.60	3.10
大江东项目	54.70	14.30	26.14	16.00	10.00	14.40
斋堂项目	0.36	0.10	27.78	0.26	--	--
世博集团-世博园艺术广场升级改造项目（昆明故事）	6.90	0.28	4.06	0.18	0.03	0.03
世博集团-云旅旅游服务中心项目	5.50	1.93	35.09	0.91	2.66	0.00

世博集团-云南饭店整体概括建项目	13.00	3.04	23.38	3.18	2.73	3.35
世博集团-昆明轿子山转龙旅游度假酒店及配套设施建设项目—酒店部分一期	1.70	0.65	38.24	0.60	0.45	0.00
世博集团-昆明轿子山转龙旅游度假酒店及配套设施建设项目—综合楼	0.39	0.29	74.36	0.08	0.00	0.00
世博集团-腾冲石墙温泉度假村	8.98	3.46	38.53	0.58	0.82	1.56
世博集团-云南世界恐龙谷二期项目	7.50	4.88	65.07	2.62	--	--
丽江老君山黎明红石街旅游小镇服务区建设项目一期建设工程	0.54	0.39	72.22	0.15	--	--
世博集团-九乡叠虹桥提升改造项目	5.89	0.84	14.26	1.52	3.53	--
世博集团-九乡旅游小镇项目	17.31	3.09	17.85	5.00	9.22	--
新海港展示厅	1.25	0.67	53.60	0.58	--	--
昆山康盛投资发展有限公司（水月周庄）	28.00	20.00	71.43	4.00	2.50	1.50
康佳集团（光明项目）	7.00	2.02	28.86	1.80	2.40	0.78
康佳集团（滁州科创项目）	6.08	0.86	14.14	1.55	1.72	1.71
康佳集团（宜宾项目）	3.50	0.23	6.57	1.00	2.27	0.00
康佳集团（安康智能工厂项目）	9.56	0.83	8.68	1.85	3.24	2.88
昆明华侨城投资有限公司	10.65	0.16	1.50	1.80	4.40	4.40
云南文投集团云南文学院建设项目	1.60	1.00	62.50	0.20	--	--
中柬文化创意园	2.14	0.60	28.04	0.90	0.70	0.00
宜宾三江口 CBD	87.00	14.92	17.15	16.90	16.00	13.00
合计	**371.51**	**96.23**	--	**68.15**	**75.10**	**57.37**

资料来源：公司提供

注：表格数据口径均为并表口径，非权益口径

未来，公司将着力构建“文化+旅游+城镇化”、“旅游+互联网+金融”的创新发展模式，并支持康佳集团推行“科技+产业+园区”的长期发展战略。

“文化+旅游+城镇化”发展模式是新战略期公司发展新型城镇化的总体思路，即依托自身对文化旅游资源价值的理解、旅游运营经验的积淀、区域成片开发的能力，基于区域特色资源，通过区域整体规划，发展多种文旅业态，打造高品质的综合性文化旅游目的地，提升区域城镇化水平和价值。

“旅游+互联网+金融”发展模式是创新的旅游业务商业价值实现模式，即在旅游产业与互联网、金融融合发展的趋势下，依托华侨城在旅游行业的优势及资源，整合上游大量的旅游景区，打造覆盖全国的景区联盟和线上旅游平台体系，积累景区和游客数据，为景区和游客提供基于数据的旅游服务产品，如为景区提供委托管理、咨询、融资等服务，为游客提供门票、住宿、交通、保险等服务，构建基于平台交易及服务的盈利模式。

康佳集团的“科技+产业+园区”发展战略一是通过科技提升产业，通过产业发展科技，构筑代表未来的、有科技属性的、高壁垒的产业组合；二是通过科技提升区域能级，通过园区化为科技提供前沿科技孵化基地，对科技产业形成反哺；三是通过产业集群带动区域升级，为产业发展导入专业化运营服务，形成产业园区、产业小镇、产业新城等园区品牌，与公司创新发展模式形成协同效应。

十、财务分析

公司提供了2018年合并财务报告，瑞华会

计师事务所对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司2019年第一季度财务报表未经审计。

2018年，公司合并范围较2017年底新增136家，其中非同一控制下企业合并18家，减少24家；2019年一季度公司合并范围内子公司较2018年底增加11家。合并范围变化对公司财务数据可比性有一定影响。

截至2018年底，公司资产总额4440.04亿元，所有者权益合计1392.65亿元（其中少数股东权益784.79亿元）；2018年公司实现营业收入1103.49亿元，利润总额202.37亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额为5032.28亿元，所有者权益合计1445.54亿元（其中少数股东权益804.37亿元）；2019年1-3月，公司实现营业收入204.55亿元，利润总额21.07亿元。

1. 资产质量

截至2018年底，公司资产总额为4440.04亿元，同比增长37.73%，其中流动资产占69.99%，非流动资产占30.01%。公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

截至2018年底，公司流动资产3107.62亿元，同比增长43.47%，主要构成以货币资金（占15.48%）、其他应收款（占13.78%）和存货（占58.08%）为主。

截至2018年底，公司货币资金481.04亿元，同比变动不大，公司货币资金2017年底同比大幅增长主要系公司为2018年年初拍地预留资金所致。公司货币资金构成上，主要以银行存款为主，占总额的88.65%，公司2018年底受限货币资金合计54.53亿元。

截至2018年底，公司应收账款账面余额98.30亿元，同比增长75.04%，计提坏账准备7.71亿元，计提比例7.84%。按账龄法分析，公司一年以内的应收账款账面余额为66.11亿元，占按账龄法计提坏账准备的应收账余额的88.39%，公司应收账款整体账龄较短。截至2018年底欠款方余额前五名合计16.67亿元，占应收账款的16.96%，集中度较低。

截至2018年底，公司预付款项合计163.31亿元，同比减少16.82%，主要系子公司华侨城股份预付的项目地价款减少所致。截至2018年底，公司共计提坏账准备871.94万元，计提比例不高。

截至2018年底，公司其他应收款428.30亿元，同比大幅增长134.39%，主要系子公司华侨城股份房地产合作开发模式增长，对合营企业拆借款大幅增长所致。

公司存货主要包括房地产开发项目和非房地产开发项目两类。截至2018年底，公司存货账面余额为1809.98亿元，其中房地产开发项目（已完工开发产品占8.43%、在建开发产品占91.57%）占95.89%，主要集中在深圳、上海、天津、武汉等经济较发达的城市，其中，房地产开发项目计提跌价准备较小（0.33亿元）；公司对非房地产开发项目共计提存货跌价准备4.64亿元。截至2018年底，公司存货账面价值为1805.01亿元，同比增长62.75%。

截至2018年底，公司其他流动资产90.46亿元，同比增长12.08%，构成主要包括预缴以及待抵扣税金55.73亿元、委托贷款及利息18.71亿元和天津华侨城土地回储14.23亿元。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产为1332.42亿元，同比增长25.97%，主要以长期股权投资（占34.39%）、固定资产（占17.34%）和无形资产（占11.62%）为主。

截至2018年底，公司长期股权投资458.23亿元，同比增长30.71%。主要系公司对江苏国信股份有限公司（以下简称“江苏国信”）等联营企业追加投资所致。2017年底较2016年底同比大幅增长，主要是当期新增对中国光大银行股份有限公司（以下简称“光大银行”，持股比例8%）和华能资本服务有限公司（以下简称“华能资本”，持股比例15%）的投资所致。截至2018

年底，公司对合营、联营和其他企业的投资主要包括渤海证券（24.32亿元）、光大银行（189.34亿元）、华能资本（55.13亿元）和江苏国信（32.00亿元）等公司的股权投资；权益法下核算的投资收益为39.95亿元，主要来自光大银行。

截至2018年底，公司投资性房地产原值110.70亿元，同比增长18.96%。公司投资性房地产累计折旧21.99亿元，未计提减值准备，年末账面价值合计88.71亿元。

截至2018年底，公司固定资产原值409.47亿元，主要以房屋及景区建筑物（占55.10%）和机器设备（占27.28%）为主；公司固定资产累计折旧166.78亿元，减值准备11.61亿元，固定资产净值231.08亿元，同比增长10.40%。

截至2018年底，公司在建工程76.98亿元，同比大幅增长79.88%，主要是对甘肃省肃北蒙古族自治县马鬃山镇供水工程项目、西部投资及云南世博等项目的继续投入所致。2018年底公司在建工程共转固10.78亿元，主要为天津华侨城项目转固3.72亿元。

截至2018年底，公司无形资产原值合计176.02亿元，同比增长52.30%，主要系土地使用权大幅增长所致。公司无形资产构成上以土地使用权为主（占92.88%）。公司累计摊销合计21.01亿元，计提减值准备0.21亿元，无形资产净值合计154.80亿元。

截至2018年底，公司商誉合计15.95亿元，同比大幅增长108.48%，主要非同一控制下合并毅康科技和江西康佳产生较大商誉所致。

截至2018年底，公司其他非流动资产为66.43亿元，同比减少35.74%，主要系公司减少委托贷款及支付股权款所致。构成上主要以资管计划10.80亿元和委托贷款及其他37.43亿元组成。

截至2018年底，公司所有权或使用权受限的资产主要以货币资金、应收票据和存货为主，受限规模分别为54.53亿元、13.21亿元和67.26亿元。其中存货受限部分主要为各房地产项目抵押取得贷款。

截至2019年3月底，公司资产总额为5032.28亿元，较2018年底增长13.34%，其中流动资产占72.06%，非流动资产占27.94%，资产结构保持稳定；截至2019年3月底，公司流动资产3626.37亿元，较2018年底增长16.69%，其中，货币资金为735.05亿元，较2018年底增长52.80%，主要系子公司华侨城股份预留拍地资金所致；随着地产业务持续投入，公司存货较2018年底增长13.08%至2041.06亿元；同期，公司非流动资产1405.91亿元，较2018年底变化不大。

总体看，随着地产在建及对外投资持续投入，公司资产规模快速增长。资产结构以流动资产为主，现金类资产充裕，以房地产开发项目为主的存货及其他应收款规模大，对资金占用明显。整体看，公司整体资产质量良好。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益1392.65亿元，其中归属于母公司的权益合计607.86亿元，其中以实收资本（占19.74%），其他权益工具（占45.04%）和未分配利润（占34.52%）为主。

截至2018年底，公司其他权益工具同比增长45.04%至273.77亿元，主要系公司2018年发行额度分别为30亿元、25亿元和25亿元的永续中期票据“18华侨城MTN001”、“18华侨城MTN003”和“18华侨城MTN004”。2018年公司盈余公积同比大幅减少77.73%至8.01亿元，主要系公司按照《国务院国有资产监督管理委员会关于无偿划转华侨城集团公司所持深圳华侨城股份有限公司部分股份的通知》（国资产权[2017]1286号），公司将其持有的华侨城股份531728156股股份通过行政划拨方式无偿划转给北京诚通金控投资有限公司和国新投资有限公司。

截至2019年3月底，公司所有者权益为1445.54亿元，较2018年底增长3.80%，主要由

于公司2019年1月发行20亿元永续中期票据“19华侨城MTN001”带动其他权益工具增长所致。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益占比高，永续债券占比较大，所有者权益稳定性一般。

负债

截至2018年底，公司负债合计3047.39亿元，同比增长40.63%，公司债务结构以流动负债为主（占62.48%）。

截至2018年底，流动负债合计1904.08亿元，同比增长34.57%。构成主要以短期借款（占11.42%）、应付账款（占11.78%）、预收款项（占23.30%）及其他应付款（占32.54%）为主。

截至2018年底，公司短期借款217.44亿元，同比减少17.29%，主要系公司偿还部分信用借款所致。公司短期借款构成上以信用借款（占79.86%）和保证借款（占12.58%）为主。

截至2018年底，公司应付账款224.33亿元，同比增长37.37%，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66.82%、1-2年的占16.08%、2年以上的占17.10%，整体账龄一般。

公司预收账款主要为预收房款及销售款，2016-2018年，公司预收账款快速增长，三年分别为162.81亿元、331.21亿元和443.61亿元。由于执行新会计准则，部分预收房款转入合同负债计量，截至2018年底合计24.30亿元，主要为南昌华侨城预收款22.74亿元。

截至2018年底，公司其他应付款619.50亿元，同比增长43.05%。主要包含土地增值税的预提税金187.70亿元，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。从账龄来看，一年以内的占48.23%，1-2年占比23.89%，2-3年的占12.56%，3年以上占15.31%，账龄偏长。截至2018年底，公司其他流动负债为77.71亿元，同比增长52.84%，主要是公司于当年发行的超短期融资券。

截至2018年底，公司非流动负债1143.30亿元，同比增长52.02%，主要来自长期借款和应付债券的增长。构成上主要由长期借款（占55.63%）和应付债券（占30.34%）构成。

截至2018年底，公司长期借款为636.03亿元，同比增长47.94%，主要系公司优化债务结构，增加长期借款所致。其中信用借款231.84亿元、保证借款338.40亿元。当期公司70.75亿元长期借款转入一年内到期的非流动负债。截至2018年底，公司应付债券346.89亿元，主要明细见下表。

表7　截至2018年底公司应付债券明细

（单位：亿元）

债券名称	发行日期	期限	额度
15华侨城MTN001	2015-5-28	5年	30.00
16华侨城MTN001	2016-4-11	5年	30.00
16华侨城MTN002	2016-7-22	3年	15.00
16华侨城MTN003	2016-9-2	3年	30.00
17华侨城MTN001	2017-3-17	3年	25.00
17华侨城MTN002	2017-3-23	3年	25.00
18华侨城MTN001	2018-8-1	3年	20.00
18华侨城PPN001	2018-4-11	3年	10.00
18华侨城PPN002	2018-4-17	3年	10.00
18华侨城PPN003	2018-6-4	3年	10.00
18华侨城PPN004	2018-6-12	3年	10.00
18侨集01	2018-7-24	5年	25.00
18侨集02	2018-7-24	5年	15.00
16侨城01	2016-4-13	5年	25.00
16侨城02	2016-4-13	7年	10.00
18侨城01	2018-1-18	5年	25.00
18侨城02	2018-1-18	7年	10.00
18侨城03	2018-2-5	5年	20.00
18侨城04	2018-2-5	7年	30.00
18侨城05	2018-3-12	5年	8.00
18侨城06	2018-3-12	7年	2.00
16来雁01	2016-6-22	5年	10.00
17来雁01	2017-3-30	5年	10.00

资料来源：根据公开资料整理

截至2018年底，公司长期应付款同比大幅增长22.26亿元至28.27亿元，主要系新增与国海证券股份有限公司往来款4.56亿元、衡阳市城市建设投资有限公司5.80亿元和政府置换债券12.87亿元所致。

截至 2018 年底，公司其他非流动负债为 96.53 亿元，同比减少 5.12%。2017 年底大幅增长主要来自北京侨禧股权转让款 7.70 亿元和 LP 投资款 94.00 亿元（中保投基金投资款，利率 5.50%）。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 3586.74 亿元，较 2018 年底增长 17.27%，其中流动负债占 59.29%，非流动负债占 40.71%，整体负债结构较 2018 年底变化不大。截至 2019 年 3 月底，公司流动负债较 2018 年底增长 11.69%至 2126.75 亿元，主要来自短期借款、预收款项和其他应付款的增长；公司非流动负债较 2018 年底增长 27.70%至 1459.99 亿元，主要系公司增加长期借款以及发行债券所致。

截至 2018 年底，公司全部债务为 1556.85 亿元，同比增长 72.02%，主要来自公司应付票据、长期借款及发行债券增加。公司债务结构中短期债务占 29.01%，长期债务占 70.99%，长期债务比重较 2017 年底进一步提升。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 1998.77 亿元，较 2018 年底增长 28.93%，短期债务占比下降至 28.94%，长期债务占比上升至 71.06%。截至 2018 年底，公司存续六期永续中票合计 175 亿元，分别为“15 华侨城 MTN002”“17 华侨城 MTN003”“17 华侨城 MTN004”“18 华侨城 MTN001”“18 华侨城 MTN003”和“18 华侨城 MTN004”以及公司与华润深国投信托签订的本金为 118.97 亿元的永续债权信托计划与其他债务融资工具特征相近，若将其纳入长期债务核算，截至 2018 年底，公司调整后全部债务为 1830.62 亿元，调整后长期债务为 1378.99 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司调整后全部债务为 2292.53 亿元，调整后长期债务为 1714.03 亿元。

截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均同比增长，分别为 68.63%、52.78%和 44.25%。截至 2019 年 3 月底，随着公司债务规模的上升，公司三项指标分别增长至 71.27%、58.03%和 49.56%。若将公司所有者权益中其他权益工具纳入长期债务核算，2018 年底上述三项指标分别为 74.80%、62.07%和 55.21%。

总体看，公司负债以流动负债为主，跟踪期内，公司积极推进旅游综合项目和房地产业务的开发投资，同时加快投资并购力度，有息债务规模快速上升，债务负担重。

3. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 1103.49 亿元，同比增长 37.75%；营业成本增速 38.04%，高于同期营业收入增速，同期，公司营业利润率为 23.14%，同比变动不大。

2018 年，公司期间费用为 150.32 亿元，同比增长 37.54%。随着公司债务规模增大，2018 年公司财务费用为 45.68 亿元，同比大幅增长 76.21%，主要为利息净支出（56.22 亿元）。2018 年，公司期间费用占营业收入比重 13.62%，公司对期间费用的控制能力尚可。2018 年，公司资产减值损失 5.99 亿元，同比大幅减少，主要系由于评估方法改变，2017 年公司全额计提云南世博商誉减值损失 10.98 亿元导致公司当期资产减值损失规模较大。

表 8 近两年资产减值损失的主要构成（单位：亿元）

科目	2017 年	2018 年
坏账损失	1.35	2.11
存货跌价损失	1.72	1.91
固定资产减值损失	8.99	1.65
商誉减值损失	12.34	0.19

资料来源：公司审计报告

2018 年，公司实现投资收益 88.00 亿元，主要为处置长期股权投资资产产生的投资收益 26.00 亿元，系出售华侨城置业和上海万锦置业股权所致；同期，公司实现营业外收入分别为 11.88 亿元、7.82 亿元和 8.14 亿元，2018 年公司其他收益 7.99 亿元，主要为各类政府补贴。

2018 年，公司实现利润总额 202.37 亿元，同比增长 3.82%。同期，公司非经常性损益（投资收益+营业外收入+其他收益）为 104.13 亿元，

占公司利润总额的 51.45%，非经常损益对公司利润总额形成支撑。

从盈利指标来看，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比有所下降，2018 年上述两项指标分别为 7.27%和 11.37%。

2019年1-3月，公司实现营业收入204.55亿元，同比增长33.97%；公司财务费用13.82亿元，同比大幅增长34.41%，主要系公司债务规模大幅增长所致；公司实现利润总额21.07亿元，同比增长21.63%。

总体看，跟踪期内，随着房地产项目收入结转的增长，供应链业务的拓展及对外投资规模的不断扩大，公司主营业务收入持续增长，旅游综合项目及地产业务盈利能力良好，非经常损益对公司利润总额贡献高，整体盈利能力强。

4. 现金流分析

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为主。2018年，公司经营活动现金流入量为1482.96亿元，同比增长11.63%；收到其他与经营活动有关的现金222.10亿元，主要是收回拍地保证金；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，2018年为1656.17亿元。其中支付其他与经营活动有关的现金305.19亿元，主要为保证金、备用金及往来款；2018年，公司经营活动现金净额-173.21亿元，经营活动现金持续净流出。从收入实现质量指标来看，2018年为113.82%，同比下降5.23个百分点。

从投资活动来看，公司投资活动现金流入量主要为收到其他与投资活动有关的现金。2018年公司收到其他与投资有关的现金99.73亿元，主要为往来款；同期，公司投资活动现金流出主要为投资支付的现金200.88亿元，主要系增资入股江苏国信新增34.00亿元，华侨城资本增加投资盛跃网络20.00亿元及其他股权投资；支付其他与投资活动有关的现金160.15亿元，主要是购买银行保本理财产品、支付保证金以及股权投资保证金等。2018年，公司投资活动现金净流量-229.58亿元。

受旅游及房地产业务规模扩张以及近年来投资支出规模较大的影响，公司存在较大对外融资需求。从筹资活动来看，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2018年筹资活动产生的现金流量净额376.73亿元。

2019年1-3月，公司经营活动现金流入538.79亿元，收到其他与经营活动有关的现金为169.47亿元，主要收到退回的押金保证金及往来款项；购买商品、接受劳务支付的现金360.53亿元，主要系支付购买地价款以及建安成本；支付其他与经营活动有关的现金为111.78亿元，主要是支付押金保证金及往来款项；当期经营活动净现金流量净额为-26.04亿元；公司投资活动净现金流为-75.70亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为366.35亿元。

总体看，跟踪期内，受房地产业务开发与拿地投入持续扩张的影响，公司经营活动净现金流持续净流出，现金收现质量较好；受加大产业链并购及对外股权投资力度增加的影响，公司投资活动现金流净额持续为负，考虑到公司未来投资支出规模较大，融资压力进一步增大。

5. 公司本部财务分析

截至 2018 年底，公司本部资产总额 1011.66 亿元，主要为货币资金 97.52 亿元、其他应收款 72.48 亿元和长期股权投资 663.23 亿元，负债总额 530.73 亿元，主要为短期借款 53.00 亿元、长期借款 67.00 亿元和应付债券 215.64 亿元。所有者权益 480.93 亿元，主要为实收资本 120.00 亿元和其他权益工具 273.77 亿元。2018 年，公司本部实现收入 4.46 亿元，投资收益 83.91 亿元，利润总额 60.59 亿元。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额 57.29 亿元，投资活动产生的现金流量净额-226.74 亿元和筹资活动产生的现金流量净额 178.69 亿元。

综合看，公司本部收入规模很小，盈利主要来自投资收益。有息债务规模大，债务负担较重。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2018年底，公司流动比率及速动比率分别为163.21%和104.96%；截至2019年3月底，上述两项指标分别为170.51%和74.54%。考虑到公司货币资金规模大，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，2018年，公司EBITDA为291.06亿元，同比增长16.41%；公司EBITDA利息倍数下降至3.16倍；随着公司全部债务的增长，2018年全部债务/EBITDA同比增长至5.35倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2019年3月底，公司无对外担保。

公司与各家银行保持合作关系。截至2019年3月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为3995.5亿元，尚未使用的额度为2760.79亿元。公司拥有四家境内外上市公司，直接、间接融资渠道通畅。

7. 过往债务履约能力

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10440305000964508），截至 2019 年 5 月 5 日，公司无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

总体看，公司所属旅游行业发展前景良好，未来有望保持增长态势；公司是全国旅游地产业的龙头，品牌优势明显；近年来，公司资产及收入规模稳步提升，公司整体盈利能力强。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力极强。

十一、存续债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司存续期内债券余额为 495.00 亿元，其中一年内到期的债券余额 165.00 亿元；截至 2018 年底，公司剔除受限后现金类资产是一年内到期债券余额的 2.79 倍。

2018 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量分别为公司存续期内债券余额的 0.59 倍和 3.00 倍。公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力强。

表9　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018 年
一年内到期债券余额	165.00
现金类资产/一年内到期债券余额	2.79
经营活动现金流入量/应付债券余额	3.00
经营活动现金流净额/应付债券余额	--
EBITDA/应付债券余额	0.59

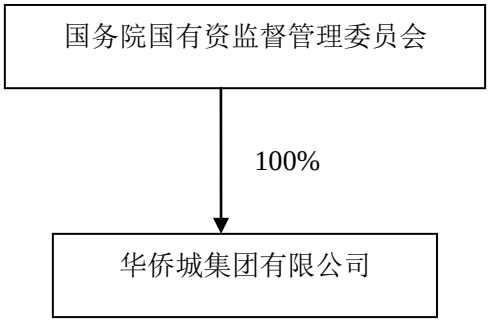
资料来源：联合资信整理

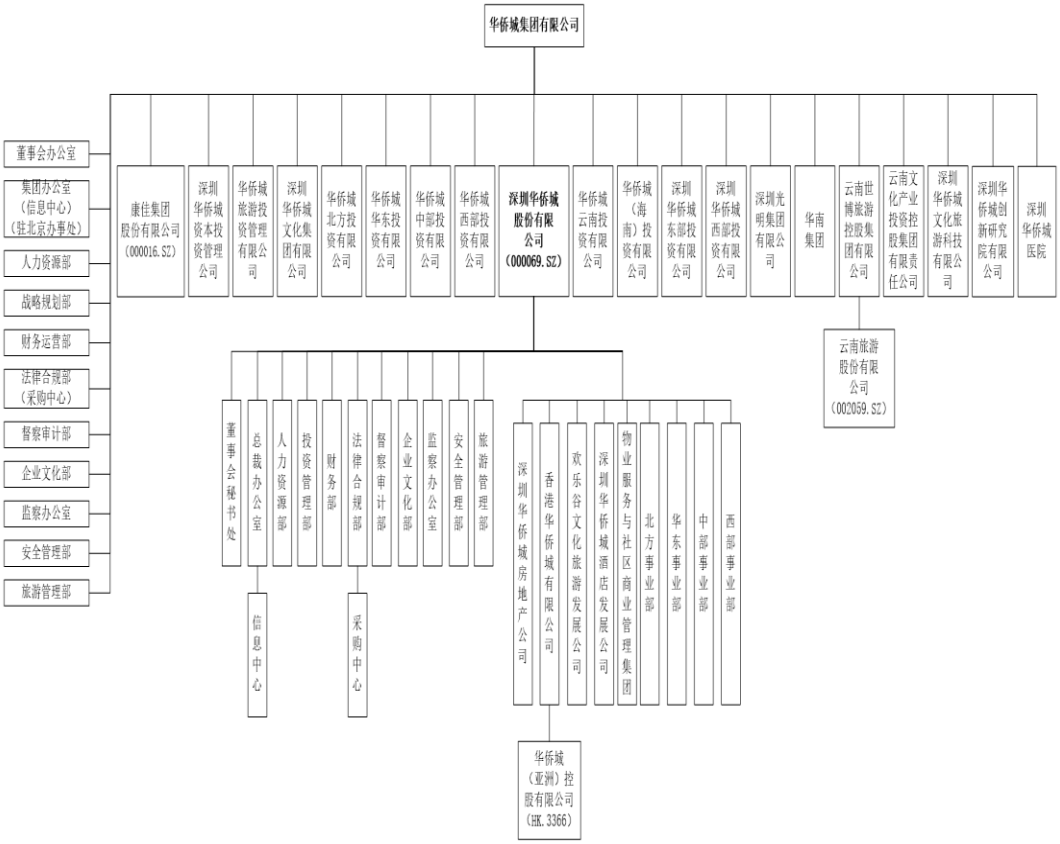
注：只包含公司本部存续债券，未包含华侨城股份存续债券

十二、结论

综合评估，联合资信确定维持华侨城集团主体长期信用等级为 AAA，“15 华侨城 MTN001”“15 华侨城 MTN002”“16 华侨城 MTN001”“16 华侨城 MTN002”“16 华侨城 MTN003”“17 华侨城 MTN001”“17 华侨城 MTN002”“17 华侨城 MTN003”“17 华侨城 MTN004”“18 华侨城 MTN001”“18 华侨城 MTN002”“18 华侨城 MTN003”“18 华侨城 MTN004”“19 华侨城 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

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	20156 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	224.04	486.74	460.72	597.03
资产总额（亿元）	1740.72	3223.82	4440.04	5032.28
所有者权益（亿元）	557.79	1056.82	1392.65	1445.54
短期债务（亿元）	198.57	379.47	451.63	578.50
长期债务（亿元）	309.45	641.84	1105.22	1420.28
全部债务（亿元）	508.02	1021.31	1556.85	1998.77
营业收入（亿元）	542.56	801.08	1103.49	204.55
利润总额（亿元）	95.39	194.92	202.37	21.07
EBITDA（亿元）	127.95	250.02	291.06	--
经营性净现金流（亿元）	9.73	-152.44	-173.21	-26.04
财务指标				
销售债权周转次数（次）	9.70	9.97	9.64	--
存货周转次数（次）	0.58	0.60	0.51	--
总资产周转次数（次）	0.35	0.32	0.29	--
现金收入比（%）	116.53	119.05	113.82	179.05
营业利润率（%）	26.43	22.44	23.14	19.52
总资本收益率（%）	7.93	7.43	7.27	--
净资产收益率（%）	13.32	12.61	11.37	--
长期债务资本化比率（%）	35.68	37.79	44.25	49.56
全部债务资本化比率（%）	47.67	49.15	52.78	58.03
资产负债率（%）	67.96	67.22	68.63	71.27
流动比率（%）	144.22	153.09	163.21	170.51
速动比率（%）	89.13	105.57	104.96	74.54
经营现金流动负债比（%）	1.13	-10.77	-9.10	--
EBITDA 利息倍数（倍）	7.12	6.42	3.16	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.97	4.08	5.35	--

注：1.2019 年一季度财务数据未经审计；　2.其他应付款及其他流动负债中的有息债务已纳入短期债务；3.长期应付款和其他非流动负债中的有息债务已纳入长期债务；4.现金类资产已剔除受限货币资金；5. 其他权益工具为永续中票及可续期贷款

附件 3　主要财务指标的计算公式（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（非流动）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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变