

# 跟踪评级公告

联合〔2020〕1421号

---

华侨城集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**华侨城集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”**

**华侨城集团有限公司公开发行的“18 侨集 01”“18 侨集 02”和“19 侨集 01”债券信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：信

二〇二〇年六月十七日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

# 华侨城集团有限公司

## 公司债券 2020 年跟踪评级报告

### 主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

### 债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 侨集 01	25 亿元	5 (3+2) 年	AAA	AAA	2019/6/21
18 侨集 02	15 亿元	5 年	AAA	AAA	2019/6/21
19 侨集 01	25 亿元	5 (3+2) 年	AAA	AAA	2019/6/21

跟踪评级时间：2020 年 6 月 17 日

### 主要财务数据

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 (亿元)	3,223.82	4,440.04	5,525.45
所有者权益 (亿元)	1,056.82	1,392.65	1,665.53
长期债务 (亿元)	636.67	989.76	1,214.73
全部债务 (亿元)	1,016.14	1,441.40	1,828.79
营业收入 (亿元)	801.08	1,103.49	1,309.82
净利润 (亿元)	133.23	158.32	182.11
EBITDA (亿元)	250.02	291.06	337.36
经营性净现金流 (亿元)	-152.44	-173.21	-123.89
营业利润率 (%)	22.44	23.14	21.36
净资产收益率 (%)	16.50	12.93	11.91
资产负债率 (%)	67.22	68.63	69.86
全部债务资本化比率 (%)	49.02	50.86	52.34
流动比率 (倍)	1.53	1.63	1.54
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.25	0.20	0.18
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.42	3.16	3.08
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	3.85	4.48	5.19

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径。2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币。3. 其他流动负债有息债务部分调整至短期债务，长期应付款中债务部分调整至长期债务，并根据此口径对以往 2017 年及 2018 年债务相关数据进行追溯调整。4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

### 评级观点

华侨城集团有限公司（以下简称“公司”或“华侨城集团”）仍以旅游综合业务、房地产开发销售和电子商务为主营业务，在行业地位、多元化经营格局、项目开发模式等方面仍然具有显著优势。2019 年，公司继续积极布局旅游综合项目，保持较大的拿地规模，旅游综合业务和房地产开发业务的毛利率仍处于很高水平，整体仍保持着很强的盈利能力；公司融资渠道畅通，资产质量整体较好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到旅游行业和电子行业市场竞争激烈、经营风险较高，文旅行业受疫情影响较大，公司收并购和对外投资力度持续增加以及债务规模仍然不断扩大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司持续加大旅游综合项目的投资，综合竞争力有望进一步提升，收入有望持续增长，整体信用状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“18 侨集 01”“18 侨集 02”和“19 侨集 01”的债项信用等级为“AAA”。

### 优势

**1. 公司股东背景好，独有的经营模式具有良好的协同效应。**公司是隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，形成了“文化+旅游+城镇化”和“旅游+互联网+金融”综合开发的经营模式，在业态布局、产品功能、资金回流及利润回报等方面形成了良好的协同效应及集群优势。

**2. 公司盈利能力仍然很强，融资渠道畅通。**公司土地成本较低、利润空间大；2019 年，公司旅游综合业务和房地产开发业务的毛利率仍然维持在很高水平。此外，公司融资渠道畅通，

再融资能力强。

**3. 公司资产质量仍然很好，地产项目有一定的区位优势。**公司资产中货币资金较充裕，投资性房地产以成本法计量有一定升值空间，资产受限比例低，整体资产质量好；房地产项目大都位于一二线城市，地理位置较好。

#### 关注

**1. 文化旅游市场竞争激烈且受疫情冲击明显，房地产行业调控趋于长期化。**旅游市场的竞争较激烈，随着越来越多的企业进入旅游度假行业，公司的旅游综合业务面临一定的竞争压力；同时，2020年爆发的新冠疫情对公司旅游综合业务影响较大。房地产行业调控政策调控基调不改，房地产企业受各项调控政策的影响较大。

**2. 家电行业竞争激烈，电子业务盈利能力仍然很弱。**家电行业竞争越发激烈，销量趋于平稳、价格明显下滑；公司电子业务及相关产业盈利能力不强，毛利率始终处于不高水平。

**3. 公司存在较大的资金需求，债务增长明显。**公司房地产开发项目、旅游产业在建项目投资规模很大，产业链并购及对外股权投资力度增加，经营和投资活动资金需求大；同时，公司债务规模持续增长。

#### 分析师

支亚梅 登记编号（R0040216100002）

宋莹莹 登记编号（R0040219010002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：支亚楠 宋彦彦

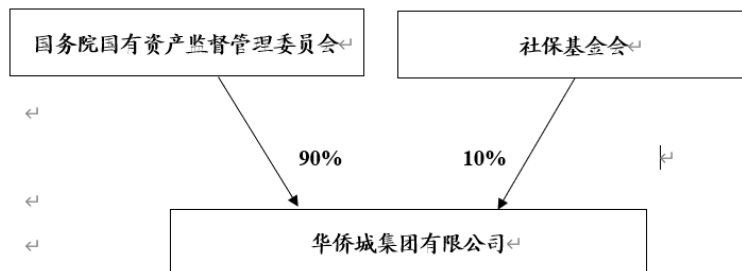
联合信用评级有限公司



## 一、主体概况

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”。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（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，经国务院国资委批复（国资改革〔2017〕1223），公司由全民所有制企业改制为国有独资公司，由国务院国资委代表国务院履行出资人职责，改制后公司名称变更为现名。2019 年 8 月 19 日公司依据《财政部人力资源社会保障部国资委关于划转中国石油天然气集团有限公司等 35 家中央企业部分国有资本有关问题的通知》，将国务院国资委持有公司股权的 10% 一次性划转给社保基金会持有；划转后，国务院国资委持有公司 90% 的股权，社保基金会持有公司 10% 的股权。截至 2019 年末，公司股权划转尚未完成工商变更，实收资本 120.00 亿元，控股股东及实际控制人均为国务院国资委，具体情况如下图所示。

图 1 截至 2019 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未发生变化；组织架构略有调整，财务部下新设资金管理部。截至 2019 年末，公司及其下属子公司在职员工 62,503 人，其中本部员工 248 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 5,525.45 亿元，负债合计 3,859.92 亿元，所有者权益 1,665.53 亿元，其中归属于母公司所有者权益 741.80 亿元。2019 年，公司实现营业收入 1,309.82 亿元，净利润 182.11 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 92.33 亿元；经营活动产生的现金流量净额-123.89 亿元，现金及现金等价物净增加额 115.14 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。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

本报告对“18侨集01”“18侨集02”和“19侨集01”进行跟踪。截至报告出具日，上述债券募集资金已全部使用完毕，募集资金用途为偿还公司债务及补充流动资金，与募集说明书承诺使用用途一致。截至报告出具日，公司已按期完成“18侨集01”“18侨集02”和“19侨集01”的付息工作。

表 1 本报告所跟踪债券发行情况 (单位: 亿元、年、%)

债券简称	债券代码	发行规模	债券期限	票面利率	起息日	发行方式
18侨集01	112737.SZ	25.00	5 (3+2)	4.40	2018-7-25	公开
18侨集02	112738.SZ	15.00	5	4.77	2018-7-25	公开
19侨集01	112886.SZ	25.00	5 (3+2)	3.93	2019-4-15	公开

资料来源: Wind

### 三、行业分析

公司主营业务涵盖旅游综合业务、电子业务、房地产开发等业务,属于旅游行业、家电行业和房地产行业。

#### 1. 旅游行业

##### (1) 行业概况

**我国旅游行业2019年仍呈现平稳发展态势,行业也从“观光旅游”向“休闲旅游”进行转型升级;同时,行业竞争越发激烈。**

2019年,国内旅游人数 60.06 亿人次,同比增长 8.4%。其中,城镇居民 44.71 亿人次,同比增长 8.5%;农村居民 15.35 亿人次,同比增长 8.1%。2019年,国内旅游收入 5.73 万亿元,同比增长 11.7%。其中,城镇居民花费 4.75 万亿元,同比增长 11.6%;农村居民花费 0.97 万亿元,同比增长 12.1%。

从行业发展特点来看,旅游业正由“观光旅游”向“休闲度假”转型。国际旅游业的经验显示,随着人均 GDP 的增长,人们对于旅游的需求逐渐从单纯的景点观光游而转向休闲度假游。中国人均 GDP 超过 6,000 美元后,第三产业进入快速发展期,国民的消费结构也发生了巨大的变化,从单一的物质消费转向更高层次的精神文化消费,中国正在全面步入体验经济时代,休闲度假游将更为普及。随着中产阶级成为旅游的主力军,中产阶级的崛起对旅游度假产品整体品质提出了更高要求。此外,旅游已经成为中国家庭重要的休闲方式和消费方式,家庭度假已经超越商务会议市场成为现今旅游市场客户中规模基数较大,增长速度最快的市场。家庭度假所具有的度假时间较长、重游率高等特点对休闲度假需求总量的增长有加倍的促进作用。而人口老龄化带来的养老度假需求增长也将是促进休闲度假游总量增长的重要推动力。

旅游行业发展前景广阔,但行业竞争愈发激烈。携程、途牛、同程艺龙等在线旅游企业不断加强在产业链上下游的延伸和布局,阿里巴巴、腾讯、百度、京东对旅游行业持续发力,通过参股投资的形式,以资本进入旅游行业,同时适时推出自营业务;而今日头条、美团、滴滴凭借各自的优势切入旅游市场中的垂直领域;抖音、小红书等内容社区,也都成了旅游行业的强有力的鲶鱼,搅动行业;加之,行业本身特点,中小企业聚集,在多方参与下,行业竞争更加白热化。

##### (2) 行业关注

##### **旅游行业规模化、产业化层次较低**

我国旅游业的发展已经开始从劳动密集型向资本技术密集型转变,全国很多景区,尤其是各个山区小景点,由于彼此间恶性竞争或者交通不便等原因,各自分散经营,相互合作少,不但造成资本和资源浪费,也很难形成规模化经济。

##### **旅游产业品牌化多样化进程缓慢**

国内旅游行业在品牌化多样化方面优势不足,在挖掘自身文化内涵、细化景观设计、更新旅游

理念、扩大延伸旅游层次方面进程缓慢，仍面临产品重复性高、专业化和多样性服务水平低的问题，导致对“门票旅游经济”的严重依赖。

### 受2020年突发新冠疫情影响严重

受突发疫情冲击，国内宏观经济下行等多重压力叠加，国外疫情压力尚未缓解，行业经营环境更加复杂。而文化旅游作为直接面向消费者的行业，受本次突发疫情的冲击是直接且严重的；游客出于对出游、出行安全等方面的顾虑，需求将持续受到抑制，短期内对行业形成较大不利影响。

#### (3) 行业发展

随着旅游度假行业的增长，定位于不同细分市场的业态类型将不断丰富，新兴业态的发展将丰富行业的盈利模式；随着消费需求的升级，主题公园日益兴起，旅游度假行业面临良好的发展机遇。但受突发疫情影响，短期内行业下滑已成定局，行业面临较大挑战。

从发展趋势来看，旅游度假产品形式趋于多样化，主题公园将进入快速发展的时期，我国旅游业正处于消费升级和旅游产品升级换代的转变阶段。旅游产品发展到观光旅游与休闲度假旅游共同发展的格局；自驾车旅游、游船游艇、房车营地、网络旅游、旅游俱乐部、旅游传媒等旅游新业态大量出现。为了积极引导休闲度假旅游产品的开发和旅游度假景区的建设，国家旅游局提出了要拓展现有产品休闲度假功能，突出特色，提升档次，提高质量；积极推动海洋旅游、温泉旅游、健康旅游、文化旅游、科技旅游、自驾车旅游等专项旅游产品的建设。此外，当前经济形势复杂、严峻，疫情冲击、国内宏观经济下行等多重压力叠加，旅游行业短期内将会面临较大挑战。

## 2. 房地产开发行业

### (1) 行业概况

2019年小阳春以来，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，叠加2020年突发疫情的影响，行业整体开发施工投资增速将有所放缓；土地市场趋于理性且内部出现结构性分化，融资边际性改善特征已出现但主基调仍然保持不变；销售呈现一定韧性、政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用，行业集中度继续提升。

2019年，全国房地产开发投资132,194.26亿元，同比增长9.90%，增速较上年上升0.40个百分点，总体仍维持高位，但从2019年4月开始已连续8个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2020年1-3月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就2020年3月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中，全国房地产开发投资21,962.61亿元，同比下降7.70%，降幅较前两月收窄8.60个百分点。

土地供应方面，2019年，全国300个城市土地成交面积、土地成交溢价率均同比微降。从全年市场来看，一季度全国土地市场供求同比下滑，出让金和楼面均价双双缩水，土拍趋冷；二季度市场出现短暂回暖，出让金同比增加过半；三四季度，土地市场持续低迷。分城市来看，一线城市供求同比走高，出让金总额增加，但楼面均价出现下滑；二线城市土拍政策不断完善，供给面积与成交面积均较上年有所提升，出让金及楼面均价同比走高，溢价率变化较小，整体保持稳定；三四线城市供地面积同比缩水，成交方面量跌价涨，溢价率下滑2个百分点。

资金来源方面，2019年，房地产开发企业到位资金178,608.59亿元，同比增长7.6%。其中，国内贷款同比增长5.10%，其中开发贷规模仍然呈现正增长但增速有所放缓，信托等非标产品2019年上半年增幅较大，但自2019年6月开始受非标融资调控影响明显大幅下滑；自筹资金同比增长4.20%，主要系随着行业到期及回售高峰期的来临，债券发行规模有所扩大所致；其他资金同比增长10.49%，主要系房地产开发企业加快回款以及个人按揭贷款逐步回归正常节奏的共同影响所致。2019年，房

地产行业实施了全面的融资政策调控，但整体货币政策有边际改善的趋势。

市场供需方面，2019年，全国房地产销售面积171,557.87万平方米，同比下降0.10%，2018年销售面积的历史高点基数效应导致2019年销售增速呈小幅负增长，而负增长逐月收窄体现了房地产开发企业加速去化的行业一致行为以及地区市场轮动为商品房销售面积带来的“韧性”；全国房地产销售金额为159,725.12亿元，同比增长6.5%，主要系受前期土地市场价格增长所导致的成本因素驱动，同时房地产企业调整开盘区域增加售价较高的二线及核心三线城市楼盘的共同影响所致。若仅考虑住宅类商品房销售情况，住宅类商品房销售面积自2019年8月就结束了2019年以来的负增长，说明住宅类商品房的销售状况优于整体情况，商办类不及预期。

销售价格方面，2019年，百城住宅价格指数同比增长3.34%，增速继续放缓。其中，一线城市同比增速由年初的0.40%小幅提升至0.71%、二线城市同比增速由7.08%下降至4.24%、三线城市同比增速由8.71%下降至4.60%。

竞争格局方面，2019年，前10名和前20名房地产开发企业销售额占比分别为26.28%和37.14%；前10名和前20名房地产开发企业销售面积占比分别为19.95%和27.07%。据克而瑞统计，2019年千亿房企阵营数量继续增加，再次呈现强者恒强局面。

## (2) 行业政策

**2019年以来，政府继续坚持房住不炒、因城施策思路，推进房地产长效机制，确保房地产市场平稳发展；同时，调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变。**

2016年下半年以来，此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。具体来看，中央层次中长期总基调不变，短期内随着宏观经济下行压力大，政府或会在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行逆周期微调，整体趋稳；调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变，2019年以来政府对房地产企业的融资渠道进行全面管控，后续或将更加继续倚重新型城镇化、土地流转政策环境的创造、根据库存周期来调节土地供应量等“供给端”的修复手段。

表2 2019年以来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2019年3月	两会政府工作报告指出房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落。
2019年4月	银保监会指出继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019年4月	中央政治局会议继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效机制
2019年7月	中央政治局会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2019年8月	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》（信托函〔2019〕64号），要求“加强房地产信托合规管理和风险控制，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”
2019年9月	全国人民代表大会主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正。
2019年11月	央行强调“因城施政”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2019年12月	中央经济工作会议提出坚持宏观和微观政策要稳、社会政策托底。坚持“房住不炒”，因城施策、“三稳”长效机制
2020年2月	央行2020年金融市场工作电视电话会议指出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施政”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳发展



2020年2月	疫情期间多次进行央行逆回购操作以释放流动性，并下调LPR
2020年3月	国务院发文试点用地审批权下放

资料来源：联合评级搜集整理

### (3) 行业关注

**房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，且2020年突发的新冠疫情形成了较大的负面冲击，行业违约风险加大**

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房地产开发企业融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关监管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产开发企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产开发企业存续债务可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。此外，2020年突发的新冠疫情对房地产行业销售甚至整个宏观经济都形成了较大的冲击，房企现金流吃紧，进一步加剧了行业违约风险。

#### 房地产调控政策短期内不会退出

2019年以来两会及政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

#### 行业兼并重组有向上趋势，后地产开发时代已来临

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，中小房地产开发企业面临较大的经营压力，甚至部分高杠杆的大型房企也在加大资产抛售力度，行业整合趋势明显，“大鱼吃小鱼”已演化升级为“大鱼吃大鱼”。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

### (4) 行业发展

**未来我国房地产集中度仍将继续提高，政策调控趋于长期化；行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间，2020年爆发的新冠疫情或将加速行业拐点的到来。**

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要；同时，2020年爆发的新冠疫情对行业及宏观经济形成一定负面冲击，或将加速行业拐点的到来。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头房地产开发企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产开发企业也会获得一定的生存空间。

## 3. 家电行业

**经过多年的发展，我国家电行业已进入成熟期，主要产品产量基本稳定，产业格局确立，市场集中度不断提高，市场竞争越发激烈。**

家用电器是指以电能驱动的家庭用具，在行业分类上一般把家用电器分为三类，包括黑色家电（以彩电为代表）、白色家电（以空调、洗衣机和电冰箱为代表）和小家电（以厨房家电等为代表）。家用电器制造行业上游承载原材料及相应压缩机、电机、面板、集成电路等零部件制造业，下游直接连接终端销售渠道。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。中国也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。

产业布局方面，长三角、环渤海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。

行业竞争方面，家电行业是充分竞争性的行业，传统竞争格局一直较为激烈，由于家电市场已由大盘式增长向侵蚀性增长转变，且互联网等跨界竞争正呈愈演愈烈之势，传统纯硬件盈利模式的空间可能进一步受压。

行业政策方面，家电行业主要政策以鼓励节能、环保、智能、提高能效为主；同时，随着《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》的推出，我国家电制造企业技术水平有望继续提升。

#### 四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员未发生变动；管理制度延续以往。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

随着公司文旅项目的开发建设和结转规模的增加，公司业务收入有所增长；公司综合毛利率基本保持稳定，其中旅游综合业务和房地产业务毛利率处于很高水平，供应链贸易业务毛利率较低，电子业务毛利率受市场竞争影响较大。

2019 年，公司实现营业收入 1,309.82 亿元，较上年增长 18.70%，其增长主要来自于旅游综合业务；2019 年，公司净利润 182.11 亿元，较上年增长 15.02%，与收入变动趋势保持一致。

从业务构成来看，2019 年，公司电子业务收入同比增长 11.97%，主要系白色家电业务快速发展所致；供应链贸易业务收入同比下降 0.90%，基本保持稳定。2019 年，公司旅游综合业务收入同比增长 46.93%，主要系随着文旅项目的陆续开工建设和推广入市、旅游地产结转规模扩大所致。2019 年，公司房地产业务收入同比增长 4.11%，主要系竣工结转项目规模略有扩大所致。2019 年，公司实现环保业务收入同比增长 134.33%，主要系公司不断加大环保业务投入所致。2019 年，公司其他业务收入规模同比增长 107.83%，主要系土地一级开发收入增加所致，具体情况如下表所示。

从毛利率来看，2019 年，公司电子业务毛利率同比下滑 7.08 个百分点，主要系彩电市场竞争愈发激烈、原材料成本上升以及受中美贸易摩擦影响海外盈利不及预期所致；供应链贸易业务毛利率整体仍然处于较低水平。2019 年，公司旅游综合业务毛利率同比增加 7.03 个百分点，主要系结转的商业物业楼盘等价格较高所致。2019 年，公司房地产业务毛利率同比增加 3.70 个百分点，主要系毛利率高的项目结转收入占比提升所致；整体仍然处于行业很高水平。2019 年，公司环保业务毛利率同比下滑 9.74 个百分点，主要系 2018 年完成的 EPC 工程综合毛利率较高，而 2019 年的 PPP 项目大部分是基建工程和劳务分包工程、毛利率较低所致。2019 年，公司其他业务毛利率同比下滑 7.63 个百分点，主要系一级土地开发业务毛利率较低所致。受上述因素的共同影响，2018—2019 年，公司主营业务毛利率分别为 30.98% 和 32.24%，基本保持稳定，具体情况如下表所示。

表3 2017-2019年公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电子业务及相关产业收入	289.17	36.72	10.17	476.60	44.17	5.74	489.28	37.81	4.11
一电子业务	152.65	19.38	16.50	131.70	12.21	18.12	147.47	11.40	11.04
一供应链贸易业务	136.53	17.34	1.11	344.90	31.96	1.02	341.81	26.41	1.12
旅游综合业务	226.47	28.76	42.65	255.75	23.70	40.45	375.77	29.04	47.48
房地产业务	233.59	29.66	55.24	280.79	26.02	69.38	292.32	22.59	73.08
包装业务	7.70	0.98	13.23	4.07	0.38	24.30	--	--	--
环保业务	--	--	--	30.21	2.80	12.78	70.79	5.47	3.04
其他业务	30.61	3.89	3.00	31.67	2.93	11.96	65.82	5.09	4.33
合计	787.55	100.00	32.29	1,079.08	100.00	30.98	1,293.98	100.00	32.24

资料来源：公司年报

## 2. 旅游综合业务

公司旅游综合项目整体运营稳定，盈利能力较强，在土地成本及资金实力方面保持显著优势；酒店业务相对稳定，可为公司形成一定的现金流补充。但近年来，同类产品市场竞争激烈，公司旅游项目面临一定的经营压力；公司旅游综合在建项目和收并购文旅项目规模较大，存在较大的融资需求；此外，2020年爆发的新冠疫情对公司旅游综合业务形成较大冲击。

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。公司采用“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。公司旅游综合业务收入来源主要包括旅游接待收入、配套商业及住宅地产的销售收入、园区配套物业租售收入、文化演艺收入和酒店收入等。2020年以来，由于新冠疫情的爆发，国内外经济形势和疫情防控发生重大变化；而文化旅游作为直接面向消费者的产业受疫情冲击最为直接，全年经营受疫情影响较大，需求持续受到抑制。整体看，本次疫情对公司旅游综合业务形成较大冲击。

### （1）旅游综合项目

公司旅游业务主要为主题公园的开发与经营，主要经营主体为华侨城股份有限公司（以下简称“华侨城股份”）。公司拥有国内领先的主题公园品牌及运作经验，形成良好的协同效应及集群优势，旅游综合项目整体运营稳定，盈利能力较强，在土地成本及资金实力方面保持显著优势；近年来，同类产品市场竞争激烈，公司部分旅游项目面临一定的经营压力。2019年，公司各主要景区接待游客逾9,677万人次，同比增长10.00%；其中，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，为旅游接待游客的主要来源。

截至2019年末，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、重庆华侨城、南昌华侨城、顺德华侨城；正在建设中的包括襄阳华侨城、西安沣东华侨城文旅综合项目和淄博华侨城文化旅游项目等。此外，随着公司对云南省、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。

从在建项目情况来看，截至2019年末，公司旅游综合业务板块主要在建项目计划投资总额437.75亿元，已投资98.99亿元，其中主要投资项目包括南昌华侨城文旅项目、武汉华侨城和宜宾三江口CBD项目等，未来旅游综合业务板块资本支出规模仍较大。

表4 截至2019年末公司主要旅游综合项目在建工程情况（单位：亿元、%）

项目名称	计划总投资额	截至2019年末已投资额	投资进度	开工时间	计划完工时间	未来投资计划		
						2020年	2021年	2022年
南京欢乐谷、水公园项目	24.50	16.88	68.90	2017/3/1	2020/6/1	7.62	--	--
扬州华侨城	23.82	0.87	3.65	2019/12/1	2021/1/1	9.02	0.62	0.63
重庆华侨城	33.54	19.48	58.08	2017/10/1	2021/6/1	3.22	6.06	4.78
信和御龙山3A期项目	22.71	2.06	9.07	2018/3/1	2020/8/1	2.58	2.93	0.42
信和御龙山3B期项目	50.12	1.70	3.39	2018/3/1	2020/8/1	3.25	7.84	5.43
信和御龙山2B期项目	12.70	0.14	1.10	2018/12/1	2021/3/1	0.59	1.88	5.20
宜宾三江口CBD	87.00	19.28	22.16	2018/6/1	2023年	13.00	14.15	4.32
昆明世博新区-门户区文化旅游综合体	38.40	0.09	0.23	2019/12/1	2022/12/1	6.29	13.24	18.87
世博集团-腾冲石墙温泉度假村	15.59	3.58	22.96	2020/6/1	2024/6/1	0.66	5.99	2.78
世博集团-九乡旅游小镇项目	16.34	3.91	23.93	2019/6/1	2020/10/1	7.82	4.61	0.00
武汉华侨城	63.03	30.40	48.23	2010/8/1	2021/12/1	6.48	13.08	7.85
南昌华侨城文旅项目	50.00	0.60	1.20	2018/3/1	2023/12/1	8.60	9.88	9.88
<b>合计</b>	<b>437.75</b>	<b>98.99</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>69.13</b>	<b>80.28</b>	<b>60.16</b>

注：1. 表格数据口径均为并表口径。2. 旅游综合开发项目为“地产+文旅”，因此无法严格将地产板块和文旅板块区分开  
资料来源：公司提供

## （2）酒店经营情况

公司酒店业务主要由下属的深圳市华侨城国际酒店管理有限公司（以下简称“酒店管理公司”）以及各旅游综合项目的酒店物业经营。截至2019年末，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6,000间，覆盖北京、上海、广州、深圳等全国重点城市。

## 3. 房地产业务

公司采用“文化+旅游+城镇化”的战略，围绕旅游景区进行项目成片综合开发，土地获取成本较低，土地储备充足，还有部分城市更新项目可为未来土地储备转化形成一定支撑；公司协议销售规模波动性较大，但销售均价仍然处于较高水平，定位中高端；公司在建、拟建和城市更新项目规模较大，存在较高的资本支出压力。

公司房地产业务主要包含旅游综合项目中配套住宅及商业地产项目（计入旅游综合业务收入）和其他子公司的房地产项目（计入房地产业务收入）。从土地获取策略来看，公司通过采用“文化+旅游+城镇化”的战略，不断丰富资源获取方式；通过“特色小镇+地产”“全域旅游+地产”“滨海旅游产业示范区+地产”“康养+地产”模式，资源获取模式更加多样化。公司在一二线城市积极拿地，并挖掘三线城市潜在机会，且公司销售集中在一二线城市，立足中高端，走高品质、差异化路线。公司具有较强的拿地优势，土地获取成本较低。

2019年，公司新获取47块土地，新增土地储备面积（合并口径）1,208.07万平方米，主要分布在济南、西安和武汉等城市。截至2019年末，公司拥有已获得土地证的土地储备（由于无法完全准确拆分，此处统计口径包括旅游综合项目中的土地储备）合计869.01万平方米（未开发土地面积），其中旅游用地62.33万平方米，土地储备较为丰富。此外，公司还有部分城市更新项目，可为未来土地储备转化形成一定支撑，具体情况如下表所示。



表5 截至2019年末公司城市更新项目情况(单位:万平方米、亿元)

项目	计容面积	总投资	获得流程及合规性	拆迁补偿资金来源	项目建设进度
坂田大贸项目	7.05	18.61	收购万霖股权获得土地	银行借款	土石方和桩基础工程施工
光明区光明大街东城市更新项目	33.00	68.16	城市更新拆除重建	自有资金及银行借款	前期阶段,待申报更新立项
光明区甲子塘城市更新项目	45.00	49.98	城市更新拆除重建	自有资金及银行借款	前期阶段,待申报更新立项
水门项目	5.52	4.30	拆迁返还合作	自有资金及银行借款	已完售
沙井项目	12.15	14.70	城市更新拆除重建	自有资金及银行借款	已完售
龙胜项目	39.20	70.75	城市更新拆除重建	自有资金及银行借款	基坑开挖
新木新村	12.43	15.20	城市更新拆除重建	自有资金及银行借款	未确权
沙井工改商项目	6.64	6.36	城市更新拆除重建	自有资金及银行借款	工程进度50%
良安田项目	48.44	60.00	城市更新拆除重建	自有资金	未确权
东塘项目	50.14	75.00	城市更新拆除重建	自有资金	未确权
<b>合计</b>	<b>259.57</b>	<b>383.06</b>	--	--	--

资料来源:公司提供

从开发情况来看,2019年,公司新开工面积基本较上年保持稳定;竣工面积有所增长,主要系项目竣工时点集中以及开发规模扩大的共同影响所致。从销售情况来看,2019年,公司签约销售金额414.55亿元,同比增长56.58%,签约销售面积70.93万平方米,同比增长23.21%;从签约销售均价来看,2019年,公司签约销售均价明显提升,主要系深圳等地区销售占比提升所致,具体情况如下表所示。

表6 2017-2019年公司房地产开发和销售情况(单位:万平方米、亿元、万元/平方米)

项目	2017年	2018年	2019年
新开工面积	65.52	173.67	168.86
竣工面积	2.00	68.80	85.69
期末在建面积	244.06	348.93	--
签约销售面积	68.68	57.57	70.93
签约销售金额	344.61	264.75	414.55
签约销售均价	5.02	4.60	5.84
结算面积	80.91	58.75	65.01
结算均价	2.94	4.78	4.50

注:1. 不包含旅游综合项目中房地产业务开发情况。2. 表格数据仅为并表口径。3. 2019年期末在建面积数据未提供  
资料来源:公司提供

截至2019年末,公司主要在开发房地产项目总投资金额2,189.11亿元,累计投资1,129.70亿元,2020年和2021年分别拟投资276.81亿元和221.04亿元,未来投资规模大,公司存在较大对外融资需求。

表7 截至2019年末公司重点房地产在建项目开发情况(单位:亿元)

项目名称	所在地	开发模式	开发业态	预计总投资额	截至2019年末已投资额	2020年预计投资	2021年预计投资
华锦万吉星光路项目	天津市西青区	自主开发	住宅	76.67	55.40	3.48	3.03
太原华侨城侨冠项目	山西省太原市	合作开发	住宅+商业	43.68	18.04	6.50	12.00
华侨城苏河湾41、42街坊	上海市闸北区	自主开发	住宅/商业	44.83	25.50	10.92	8.42
和喜瑞园	无锡市经开区	自主开发	住宅	68.96	37.50	13.25	6.41
大运华府	无锡市梁溪区	自主开发	住宅	64.60	35.08	12.63	6.95
翡翠天域项目	南京市栖霞区	自主开发	住宅	127.8	81.03	10.61	12.00
燕子矶项目	江苏省南京市栖霞区	合作开发	住宅	60.00	1.18	6.98	5.00
欢乐滨江项目	南京市建邺区	自主开发	住宅+商业	179.99	103.06	20.00	23.00
宁波壹号院	宁波市鄞州区	合作开发	住宅+商业	45.00	31.23	6.41	5.11
杭州丁桥项目	杭州江干区	自主开发	住宅+商业	89.85	62.92	7.58	6.50
钱江世纪城项目	杭州萧山区	合作开发	住宅+商业	144.43	117.38	11.93	10.00
杭大江东项目	杭州余杭	合作开发	住宅+商业	62.70	34.94	7.69	2.20
温州牛山项目	浙江省温州市瓯海区	自主开发	住宅/商业	58.70	24.19	5.70	9.64
扬州华侨城	扬州市平山乡	合作开发	住宅/商业	72.87	21.37	13.05	9.98
西安国际文化中心	西安市雁塔区	合作开发	商服	43.54	14.31	--	--
宜宾三江口	宜宾三江口	自主开发	住宅+商业	51.11	19.82	13.00	14.15
武汉华侨城欢乐天际中央区(158+156)	湖北武汉	自主开发	住宅+商业	82.28	0.00	5.96	12.64
红山六九七九商业中心	深圳龙华区	合作开发	商业用地	68.26	43.82	5.89	5.13
龙胜项目	深圳	合作开发	商住	70.75	13.93	10.61	6.79
深圳宝安国际会展中心配套项目	深圳宝安区	合作开发	商住	217.18	121.98	41.29	15.71
欢乐海岸(住宅+商业)	佛山顺德	自主开发	住宅+商业	50.00	27.17	15.90	5.00
华侨城创想大厦	深圳龙华区	自主开发	商业用地	95.34	81.19	8.24	5.91
曦海岸项目	海南省海口市	合作开发	商业+住宅	44.63	16.84	17.00	4.97
渔人码头项目	深圳市南山区	合作开发	商业用地	208.08	96.75	6.90	7.90
华侨城云邸	广州市增城区	自主开发	住宅+商业	75.55	35.18	8.58	11.94
潮州华侨城纯水岸项目	潮州	自主开发	住宅用地	42.31	9.89	6.71	10.66
<b>合计</b>	--	--	--	<b>2,189.11</b>	<b>1,129.70</b>	<b>276.81</b>	<b>221.04</b>

注: 1. 上表不包含旅游综合项目中房地产业务开发情况。2. 表格中数据为并表口径  
 资料来源: 公司提供

从拟建项目看,截至2019年末,公司主要拟建房地产项目分别位于上海闵行区、深圳坪山区、东莞黄江及昆明盘龙区等,计划投资金额合计706.91亿元。

#### 4. 电子及相关产业板块业务

公司电子业务及相关产业板块主要为其控股子公司康佳集团股份有限公司(以下简称“康佳集团”)在彩电、白色家电、手机及其配套产品业务上的生产与销售,以及新增的供应链贸易业务和环保业务。截至2019年末,康佳集团资产总额425.87亿元,所有者权益99.27亿元;2019年,康佳集团实现营业收入551.19亿元,利润总额4.51亿元。

表 8 2017 - 2019 年康佳集团电子及供应链贸易业务收入情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
彩电	119.95	38.41	98.92	21.45	87.66	15.90
手机	9.19	2.94	3.31	0.72	3.88	0.70
白色家电	17.37	5.56	21.28	4.61	38.29	6.95
供应链贸易业务	136.53	43.72	283.49	61.46	327.45	59.41
环保	--	--	30.21	6.55	70.79	12.84
其他	29.24	9.37	24.06	5.22	23.12	4.20
<b>合计</b>	<b>312.28</b>	<b>100.00</b>	<b>461.27</b>	<b>100.00</b>	<b>551.19</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 公司提供

#### (1) 彩电、手机及白色家电业务

康佳集团彩电行业市场竞争激烈, 销量趋于平稳、价格明显下滑; 白色家电业务规模有所扩大。未来, 一方面, 康佳集团将对目前的部分生产线升级改造成物流产业园, 提高生产效率; 另一方面, 康佳集团将会继续拓展海外销售渠道。

##### 彩电业务

生产方面, 康佳集团率先在国内建成首条数字电视生产线, 目前在全国拥有三大整机生产基地—安康、莞康、昆康, 其中安康和莞康分别拥有19条和15条现代化生产线, 具备全系列的彩电量产能力, 昆康整机年产能超过1,500万台。

原材料采购方面, 康佳集团彩电业务原材料以液晶屏和芯片为主。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; 主芯片采购主要通过国际主流合作厂家MSTAR和MTK和Realtek三家, 易受中美贸易战影响。2019年, 公司彩电业务前5名供应商集中度为36.04%, 集中度较高。

生产方面, 2019年, 康佳集团彩电业务年产能仍然为800万台, 较上年未发生变化; 产量继续增长, 主要系销售需求以及关闭产线成本较高的共同影响所致。

销售方面, 康佳集团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2019年末, 康佳集团销售网点超过20,000个, 并与各大连锁机构及95%以上的地市级大商场开展合作。2019年, 康佳集团彩电销售量为875万台, 销量趋于平稳, 主要系彩电行业进入存量市场、竞争激烈所致; 销售平均价格(含税)为910元/台, 持续下降, 主要系行业竞争激烈, 彩电价格普遍下调所致。结算方面, 采用先货后款方式结算, 结算账期在30—45天, 结算方式以银行承兑汇票和现款方式为主。

表 9 2017 - 2019 年康佳集团彩电产销情况 (单位: 万台、%、元/台)

	2017 年	2018 年	2019 年
产能	1,025	800	800
产量	438	572	725
产能利用率	42.70	71.50	90.64
销量	795	835	875
平均价格(含税)	1,510	1,184	910
产销率	130.41	146.02	120.72

注: 康佳集团为提升产品竞争力, 与部分有成本竞争力的 OEM 厂商签订了整机产品采购的协议, 委托其加工康佳集团产品, 因此康佳集团产销率普遍大于 100%

资料来源: 公司提供

### 手机及白色家电业务

2019年，康佳集团手机业务实现收入为3.88亿元，基本保持稳定。

康佳集团白色家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；2019年，康佳集团冰箱产量为159.7万台，销量为149.6万台，均较上年有所增长。康佳集团白色家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。

#### (2) 供应链贸易业务

**康佳集团供应链贸易业务发展较快，且规模较大，但业务的毛利率较低，盈利水平较低。**

康佳集团自2017年全面开展供应链贸易业务，以外贸执行业务和贸易执行业务为主。其中，外贸执行业务包括通关、商检、物流、仓储、配送、税务、结算、商务、保险等专业的一站式业务；采购区域主要在西南、中南，销售区域主要在香港、越南、巴基斯坦、韩国等。贸易执行业务是康佳集团基于买方的采购意向或采购需求，向已有供应商资源或特定品牌商进行集中采购；主要采销区域主要在香港。2019年，供应链管理业务的收入规模已经达到了327.45亿元，同比增长15.51%，外贸综合业务22.88亿元、贸易执行业务258.44亿元；其中，贸易执行业务2019年前五大供应商及前五大客户分别占61%和52%，上下游集中度高。

### 5. 在建工程

公司在建工程规模和尚需投资金额尚可，同时考虑到公司的销售回款和融资能力，资本支出压力一般。

截至2019年末，公司在建项目（表3及表6的在建项目除外）主要如下表，项目投资总额120.77亿元，已投资36.70亿元，主要投资项目包括子公司云南世博旅游控股集团有限公司（以下简称“世博集团”）投资项目及子公司康佳集团投资项目；2020年和2021年投资计划分别为35.79亿元和2.18亿元，未来投资规模不大。

表10 截至2019年末公司主要在建工程情况（单位：亿元、%）

项目名称	预计总投资额	截至2019年末已投资额	未来投资计划		
			2020年	2021年	2022年
大鹏所城一期项目	1.66	0.09	1.57	--	--
云南文投集团云南文学院建设项目	1.60	1.00	0.36	0.01	--
中柬文化创意园	2.14	1.21	0.93	--	--
康佳集团（光明项目）	7.30	3.22	4.08	--	--
康佳集团（安康智能工厂项目172.36亩+342.72亩）	9.56	7.49	1.00	1.07	--
遂宁电子产品标准厂房156亩	3.12	2.90	0.22	--	--
半导体光电研究院项目一期	5.56	0.82	4.74	--	--
光明小镇建设	7.08	0.01	5.43	1.64	--
中法-锦江大道	12.49	0.51	3.69	7.85	0.45
世博集团-世博园艺术广场升级改造项目（昆明故事）	6.90	0.36	0.14	0.08	0.08
世博集团-云旅旅游服务中心项目	5.50	1.68	1.04	2.79	--
世博集团-昆明轿子山转龙旅游度假区及配套设施建设项目—酒店部分一期	1.70	0.97	0.60	0.13	--
世博集团-昆明轿子山转龙旅游度假区及配套设施	0.39	0.37	0.02	--	--



建设项目—综合楼					
世博集团-腾冲石墙温泉度假村	15.59	3.58	0.66	5.99	2.78
世博集团-云南世界恐龙谷二期项目	7.50	7.12	0.38	--	--
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	0.3613	0.1326	0.0461	--
世博集团-九乡叠虹桥提升改造项目	5.80	1.07	1.48	3.26	--
世博集团-九乡旅游小镇项目	16.34	3.91	7.82	4.61	--
白水仙瀑景区	10.00	0.03	1.50	1.70	2.00
<b>合计</b>	<b>120.77</b>	<b>36.70</b>	<b>35.79</b>	<b>29.18</b>	<b>5.31</b>

注：表格数据口径均为并表口径，非权益口径  
资料来源：公司提供

## 6. 经营关注

(1) 旅游度假行业竞争激烈，“文化+旅游+城镇化”模式推广具有不确定性

我国旅游度假产业发展模式单一，产业集中度低，竞争在一段时期内仍将较为激烈；随着越来越多的企业进入旅游度假行业，公司旅游综合业务面临一定的经营压力。公司采用“文化+旅游+城镇化”模式拿地和开发，所需地块的占地面积很大，且对当地的人口流量也有较高的要求；该模式在一线和强二线城市推广较好，但在其余城市的复制推广存在不确定性。

(2) 电子综合业务盈利能力较差

国内家电市场行情低迷、行业竞争激烈，且家电行业优惠补贴资金的扣回等综合因素压缩了公司电子业务的盈利空间。近两年，随着家电行业竞争白热化，品牌竞争加剧，公司电子业务中家电收入持续下滑，电子相关供应链贸易业务毛利率较低，盈利能力较差，电子业务经营面临较大的压力。

(3) 公司旅游综合项目和房地产业务投资规模增长较快，资金需求大

近年来，公司积极拓展旅游综合项目和房地产项目，产业链并购和对外投资力度增加，在建项目投资规模很大，资金需求大。

(4) 疫情对旅游综合业务形成一定负面冲击

2020年以来，由于新冠疫情的爆发，国内外经济形势和疫情防控发生重大变化；而文化旅游作为直接面向消费者的产业受疫情冲击最为直接，全年经营受疫情影响较大，需求持续受到抑制。整体看，本次疫情对公司旅游综合业务形成较大冲击。

## 7. 未来发展

**公司发展战略清晰，经营思路务实，有利于公司实现稳健发展。**

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，并创新旅游地产的发展模式，夯实集团发展的核心竞争力；促进酒店、电子业务与地产、旅游业务的结合，整合优质资源，发挥集团整体产业优势。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的2019年财务报表已经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计报告。公司子公司数量较多，每年新增/减少子公司较为频繁且数量较大，但对公司

整体财务数据的可比性影响一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 5,525.45 亿元，负债合计 3,859.92 亿元，所有者权益 1,665.53 亿元，其中归属于母公司所有者权益 741.80 亿元。2019 年，公司实现营业收入 1,309.82 亿元，净利润 182.11 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 92.33 亿元；经营活动产生的现金流量净额-123.89 亿元，现金及现金等价物净增加额 115.14 亿元。

## 2. 资产质量

受公司增加对旅游综合项目以及房地产项目投资的影响，公司资产规模快速增长；现金类资产充裕；存货占比较大且主要分布在一线和强二线城市，地理位置较好；预付款项和其他应收款对资金形成一定占用；投资性房地产采用成本计量，具有较大增值空间；公司资产受限比例低。整体看，公司资产质量好。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 5,525.45 亿元，较上年末增长 24.45%，主要系流动资产增加所致；其中，流动资产占 69.76%，非流动资产占 30.24%，以流动资产为主。

### (1) 流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产 3,854.77 亿元，较上年末增长 24.04%，主要系存货和预付款项的增加所致；主要由货币资金（占 15.15%）、预付款项（占 9.99%）、其他应收款（占 13.48%）和存货（占 54.59%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金 583.91 亿元，较上年末增长 21.38%，主要系业务规模扩大以及融资规模扩大所致；货币资金中有 42.26 亿元受限资金，受限比例为 7.24%，主要为用于办理银行承兑汇票、各种保函的保证金及贷款质押等。截至 2019 年末，公司预付款项 385.28 亿元，较上年末增长 135.91%，主要系本期预付土地款增加所致。截至 2019 年末，公司其他应收款（含应收利息和应收股利）519.57 亿元，较上年末增长 19.50%，主要系购地保证金增加和对参股公司委托贷款的借款（子公司华侨城股份房地产合作开发模式增多，对合营企业拆借款）增加所致。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 2019 年末，公司存货 2,104.46 亿元，较上年末增长 16.59%，主要系房地产业务开发投资加快所致；主要由开发成本（占比 88.55%）和开发产品（占比 8.22%）构成；公司已计提存货跌价准备 3.84 亿元（主要来自于库存商品），考虑到公司房地产开发项目的地理位置较好，主要分布在一线和强二线城市，存货减值可能性较低，存货跌价准备计提较为合理。

### (2) 非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 1,670.68 亿元，较上年末增长 25.39%，主要系长期股权投资、投资性房地产和其他非流动资产增加的共同影响所致；主要由长期股权投资（占 31.60%）、投资性房地产（占 9.30%）、固定资产（占 15.51%）、在建工程（占 6.66%）、无形资产（占 10.85%）、递延所得税资产（占 8.58%）和其他非流动资产（占 8.08%）构成。

截至 2019 年末，公司长期股权投资 527.91 亿元，较上年末增长 15.21%，主要系公司对合营及联营企业追加投资所致，计提投资减值准备 0.83 亿元；2019 年，公司权益法下确认长期股权投资收益 44.03 亿元，同比增长 10.22%，主要来自于公司对中国光大银行、华能资本服务有限公司以及江苏国信股份有限公司等公司的投资收益。公司投资性房地产采用成本模式进行后续计量，有较大升值空间，截至 2019 年末，公司投资性房地产 155.40 亿元，较上年末增长 75.17%，主要系自持完工物业从存货、在建工程等科目调整至投资性房地产科目所致；其中，尚未办妥产权证书的房屋建筑账面价值为 25.16 亿元。截至 2019 年末，公司固定资产合计 259.06 亿元，较上年末增长 12.05%，

主要系房屋及建筑物增加所致；主要由房屋及建筑物（占比 68.66%）和机器设备（占比 20.55%）构成，累计计提折旧 178.77 亿元；固定资产成新率 55.13%，成新率较低。截至 2019 年末，公司在建工程合计为 111.26 亿元，较上年末增长 44.37%，主要系公司景区投资、自持物业投资和产业园投资较上年同期有所增加所致。截至 2019 年末，公司无形资产 181.31 亿元，较上年末增长 17.12%，主要系土地使用权增加所致；其中土地使用权（旅游产品用地、商业用地、自用和工业用地）占比 94.66%，累计摊销 26.94 亿元，计提减值准备 0.42 亿元。截至 2019 年末，公司递延所得税资产 143.30 亿元，较上年末增长 19.62%，主要系公司预提土地增值税、内部交易未实现利润、预收款预计毛利润等因素影响所致。截至 2019 年末，公司其他非流动资产为 134.98 亿元，较上年末增长 103.18%，主要系本期对参股公司的委托贷款较上年有所增加所致。

截至 2019 年末，公司受限资产合计 279.74 亿元，占总资产比重为 5.06%，受限比例低；实际控制人及控股股东不存在将持有公司股权进行质押的情况。

### 3. 负债及所有者权益

#### （1）负债

**公司负债以流动负债为主；公司加快推进旅游综合项目的开发投资以及房地产项目的开发建设，债务规模持续上升，但债务负担仍处可控范围。**

截至 2019 年末，公司负债总额 3,859.92 亿元，较上年末增长 26.66%，主要系流动负债增加所致；其中，流动负债占 64.92%，非流动负债占 35.08%，以流动负债为主。

截至 2019 年末，公司流动负债 2,505.74 亿元，较上年末增长 31.60%，主要系短期借款和预收款项的增加所致；主要由短期借款（占 14.70%）、应付账款（占 11.39%）、其他应付款（占 29.49%）、预收款项（占 25.99%）和一年内到期的非流动负债（占 8.60%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款 368.27 亿元，较上年末增长 69.37%，主要系为了满足扩张的资金需求，银行借款较上年增加所致；主要以信用借款（占 84.74%）、保证借款（占 6.70%）和质押借款（占 5.64%）为主。截至 2019 年末，公司应付账款 285.31 亿元，较上年末增长 27.18%，主要系当年地产项目增加使得在建工程款增加所致；其中，期限在一年以内的占比 62.77%。截至 2019 年末，公司其他应付款（合计）738.97 亿元，较上年末增长 15.62%，主要系按清算口径计提的土地增值税和往来款增加的共同影响所致；其中，公司根据《国家税务总局关于房地产开发企业土地增值税清算管理有关问题的通知》基于清算口径计提了土地增值税，2019 年末公司土地增值税余额为 315.98 亿元。截至 2019 年末，公司预收款项 651.37 亿元，较上年末增长 46.83%，主要系地产项目回款增加所致。截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 215.60 亿元，较上年末增长 46.61%，主要系长期借款重分类所致；主要由一年内到期的长期借款（占 58.52%）和一年内到期的应付债券（占 39.21%）构成。

截至 2019 年末，公司非流动负债 1,354.18 亿元，较上年末增长 18.44%，主要系长期借款增加所致；主要由长期借款（占 62.37%）、应付债券（占 26.46%）和其他非流动负债（占 7.11%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款 844.56 亿元，较上年末增长 32.79%，主要系公司业务规模扩大使得资金需求增加，同时为拓宽融资渠道、优化借款结构所致；主要由保证借款和信用借款构成。截至 2019 年末，公司应付债券 358.26 亿元，较上年末增长 3.28%，基本保持稳定，主要系当年新发行债券规模略大于重分类至一年内到期的应付债券规模所致。截至 2019 年末，公司其他非流动负债 96.34 亿元，较上年末下降 0.20%，较上年末变化不大；以 LP 投资款为主，系中保投华侨城（深圳）

旅游文化城市更新股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“中保投基金”）<sup>1</sup>。

全部债务方面，截至 2019 年末，公司全部债务为 1,828.79 亿元，较上年末增长 26.88%，主要系业务规模扩大所致，以长期债务（占比 66.42%）为主。债务指标方面，2019 年，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分别为 69.86%、52.34% 和 42.17%，分别较上年末增长 1.23 个百分点、1.48 个百分点和 0.63 个百分点，均呈现小幅增长的态势，但仍处于相对可控的状态。2018—2019 年，公司其他权益工具分别为 273.77 亿元和 355.71 亿元，全部为永续债；若将该部分调整至债务科目，则 2018—2019 年，公司全部债务分别为 1,988.94 亿元和 2,184.50 亿元，资产负债率分别为 74.80% 和 76.29%，全部债务资本化比率分别为 60.52% 和 62.52%，长期债务资本化比率分别为 53.04% 和 54.52%。

#### （2）所有者权益

**公司所有者权益中未分配利润和其他权益工具占比偏高，少数股东权益规模大幅增长；权益的稳定性有待提升。**

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 1,665.53 亿元，较上年末增长 19.59%，主要系少数股东权益增长（公司的子公司近年来持续发生大额且非 100% 股权并购行为的共同影响）所致；其中，归属于母公司所有者权益占比为 44.54%，少数股东权益占比为 55.46%。截至 2019 年末，公司归属于母公司所有者权益合计 741.80 亿元，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占 16.18%、47.95%、0.73%、-1.08%、1.55% 和 34.67%。公司所有者权益中少数股东权益、其他权益工具（主要为永续债）和未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性有待提升。

#### 4. 盈利能力

**公司收入和净利润连续增长，费用规模有所增加，投资收益对公司利润贡献较大，但波动性强、可持续性一般；公司整体盈利能力尚可。**

2019 年，公司实现营业收入 1,309.82 亿元，较上年增长 18.70%，其增长主要来自于旅游综合业务；2019 年，公司净利润 182.11 亿元，较上年增长 15.02%，与收入变动趋势保持一致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 158.96 亿元，较上年增长 5.75%，主要系管理费用增加所致；其中，销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 31.01%、39.10%、3.62% 和 26.27%。2019 年，公司销售费用为 49.29 亿元，较上年增长 8.29%，主要系市场拓展费用增加所致；管理费用为 62.15 亿元，较上年增长 14.02%，主要系人工费用增加所致；财务费用为 41.76 亿元，较上年下降 8.58%，主要系利息收入增加所致。2019 年，公司费用收入比为 12.14%，较上年下降 1.49 个百分点，公司费用控制能力基本保持稳定。

从利润构成来看，2019 年，公司实现投资收益 105.46 亿元，较上年增长 19.85%，主要系当年部分子公司丧失控制权后剩余股权按照公允价值重新计量产生利得的影响所致；投资收益占营业利润比重为 44.72%，对营业利润影响较大，但可持续性一般。2019 年，公司实现其他收益 18.33 亿元，较上年增长 129.48%，主要系扶持资金增加所致；其他收益占营业利润比重为 7.77%，对营业利润影响不大。

从各项盈利指标来看，2019 年，公司营业利润率由上年的 23.14% 下滑至 21.36%；2019 年，公

<sup>1</sup> 中保投基金成立于 2017 年 8 月 17 日，华侨城资本投资任其执行事务合伙人，总规模为 150 亿元，有限合伙人出资期限 10 年，按照年化 5.5% 收取固定收益，基金每年 0.15% 的管理费及超额收益全部分配给华侨城资本投资。截至 2019 年末，各合伙人出资额累计 94 亿元。



司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 7.72%、6.05%和 11.91%，分别较上年下降 1.02 个百分点、0.70 个百分点和 1.02 个百分点，盈利能力有所下降，整体尚可。

## 5. 现金流

受房地产和旅游业务开发支出增加的影响，公司经营活动和投资活动净现金流持续为大规模净流出状态，公司目前经营及投资支出规模较大，存在较大的外部融资需求。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入为 2,017.13 亿元，同比增长 36.02%，主要系地产项目销售规模扩大同时加速回款所致；经营活动现金流出为 2,141.01 亿元，同比增长 29.27%，主要系公司综合旅游板块和房地产板块项目建设需求、加大了土地投资及储备的力度所致。2017—2019 年，公司经营活动现金净额为-123.89 亿元（上年同期为-173.21 亿元），仍然呈现大规模净流出状态。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入为 260.02 亿元，同比增长 5.00%，基本保持稳定；投资活动现金流出为 392.58 亿元，同比减少 17.74%，主要系公司投资放缓使得投资支付的现金和取得子公司及其他营业单位支付的现金减少所致。2019 年，公司投资活动现金净额为-132.56 亿元（上年同期为-229.58 亿元），仍然呈现净流出状态，公司对外投资规模大。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入为 1,493.71 亿元，同比增长 22.58%，主要系公司经营规模扩大带动融资需求增加所致；筹资活动现金流出为 1,122.34 亿元，同比增长 33.32%，主要系偿还债务规模扩大所致。2019 年，公司筹资活动现金净额为 371.36 亿元（上年同期为 376.73 亿元），基本保持稳定。

## 6. 偿债能力

公司短期偿债能力较强，长期偿债能力较强，此外，考虑到公司作为隶属于国务院国资委管理的大型中央企业，在股东支持、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具有显著优势，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率和速动比率分别为 1.54 倍和 0.70 倍，较上年末基本保持稳定。截至 2019 年末，公司现金短期债务比为 1.00 倍，较上年末减少 0.14 倍，虽然有所下滑，但现金类资产对短期债务的保障程度仍然尚可。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 337.36 亿元，同比增长 15.91%；其中，利润总额占 70.90%、计入财务费用的利息支出占 18.43%、折旧占 7.65%、摊销占 3.01%，以利润总额为主。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数为 3.08 倍（上年同期为 3.16 倍）；EBITDA 全部债务比为 0.18 倍（上年同期为 0.20 倍），公司 EBITDA 对利息支出和全部债务的保障能力较强。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2019 年末，公司共获得各家商业银行授信额度总量为 4,123 亿元，已使用授信额度为 1,501 亿元，尚未使用的额度为 2,622 亿元。公司拥有四家境内外上市公司，直接及间接融资渠道通畅。

截至 2019 年末，公司合并口径尚未履行及未履行完毕的对外担保金额为 52.75 亿元，占公司净资产的 3.17%，占比较低，或有负债风险不大。

截至 2019 年末，公司无重大涉诉案件。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2020 年 4 月 23 日，公司已结清和未结清信贷信息中均不存在关注类和不良类信息。

## 7. 母公司分析

母公司收入规模很小，盈利及偿债来源主要来自投资收益；虽然母公司债务（含永续债）规模大，债务负担较重，但其融资渠道畅通，实际偿还压力不大。

截至 2019 年末，母公司资产总额 1,112.32 亿元，较年初增长 9.95%，主要系其他非流动资产增加所致；主要由长期股权投资（713.99 亿元）和其他非流动资产（251.64 亿元）构成。

截至 2019 年末，母公司负债总额 556.10 亿元，较年初增长 4.78%，基本保持稳定；主要由短期借款（160.60 亿元）、应付债券（158.71 亿元）、长期借款（85.85 亿元）和一年内到期的非流动负债（82.74 亿元）构成。截至 2019 年末，母公司资产负债率为 49.99%，较年初减少 2.47 个百分点；全部债务资本化比率为 46.73%，较年初增加 2.52 个百分点；长期债务资本化比率为 30.54%，较年初减少 6.48 个百分点。

截至 2019 年末，母公司所有者权益 556.23 亿元，主要为实收资本（120.00 亿元）、其他权益工具（355.71 亿元）；整体看，母公司永续债规模较大。

2019 年，母公司实现营业收入 4.20 亿元、投资收益 55.03 亿元、净利润 34.88 亿元。整体看，母公司利润主要来自于投资收益，亦是其主要的偿债来源。

2019 年，母公司经营活动产生的现金流量净额 4.06 亿元，投资活动产生的现金流量净额-101.10 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 65.96 亿元。

## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年末，公司现金类资产（货币资金、以公允价值变动计量的金融资产、应收票据）达 614.27 亿元，约为“18 侨集 01”“18 侨集 02”和“19 侨集 01”待偿本金合计（65.00 亿元）的 9.45 倍，公司现金类资产对债券待偿本金的覆盖程度较高；净资产达 1,665.53 亿元，约为债券待偿本金合计（65.00 亿元）的 25.62 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对债券待偿本金按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，公司 2019 年 EBITDA 为 337.36 亿元，约为债券待偿本金合计（65.00 亿元）的 5.19 倍，EBITDA 对债券待偿本金的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动现金流入 2,017.13 亿元，约为债券待偿本金合计（65.00 亿元）的 31.03 倍，公司经营活动现金流入规模较大，对债券待偿本金覆盖程度较好。

综合以上分析，考虑到公司规模、行业地位、融资能力及央企背景等因素，联合评级认为，公司对“18 侨集 01”“18 侨集 02”和“19 侨集 01”的偿还能力依旧极强。

## 八、综合评价

公司仍以旅游综合业务、房地产开发销售和电子业务为主营业务，在行业地位、多元化经营格局、项目开发模式等方面仍然具有显著优势。2019 年，公司继续积极布局旅游综合项目，保持较大的拿地规模，旅游综合业务和房地产开发业务的毛利率仍处于很高水平，整体仍保持着很强的盈利能力；公司融资渠道畅通，资产质量整体较好。同时，联合评级也关注到旅游行业和电子行业市场竞争激烈、经营风险较高，文旅行业受疫情影响较大，公司收并购和对外投资力度持续增加以及债务规模仍然不断扩大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司持续加大旅游综合项目的投资，综合竞争力有望进一步提升，收入有望持续增

长，整体信用状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“18 侨集 01”“18 侨集 02”和“19 侨集 01”的债项信用等级为“AAA”。

## 附件1 华侨城集团有限公司

### 主要财务指标

项目	2017年	2018年	2019年
资产总额(亿元)	3,223.82	4,440.04	5,525.45
所有者权益(亿元)	1,056.82	1,392.65	1,665.53
短期债务(亿元)	379.47	451.63	614.06
长期债务(亿元)	636.67	989.76	1,214.73
全部债务(亿元)	1,016.14	1,441.40	1,828.79
营业收入(亿元)	801.08	1,103.49	1,309.82
净利润(亿元)	133.23	158.32	182.11
EBITDA(亿元)	250.02	291.06	337.36
经营性净现金流(亿元)	-152.44	-173.21	-123.89
流动资产周转次数(次)	0.47	0.42	0.38
存货周转次数(次)	0.60	0.51	0.45
总资产周转次数(次)	0.32	0.29	0.26
现金收入比率(%)	119.05	113.82	122.39
总资本收益率(%)	10.50	8.74	7.72
总资产报酬率(%)	8.96	6.75	6.05
净资产收益率(%)	16.50	12.93	11.91
营业利润率(%)	22.44	23.14	21.36
费用收入比(%)	13.64	13.62	12.14
资产负债率(%)	67.22	68.63	69.86
全部债务资本化比率(%)	49.02	50.86	52.34
长期债务资本化比率(%)	37.60	41.54	42.17
EBITDA利息倍数(倍)	6.42	3.16	3.08
EBITDA全部债务比(倍)	0.25	0.20	0.18
流动比率(倍)	1.53	1.63	1.54
速动比率(倍)	0.75	0.68	0.70
现金短期债务比(倍)	1.41	1.14	1.00
经营现金流流动负债比率(%)	-10.77	-9.10	-4.94
EBITDA/待偿本金合计(倍)	3.85	4.48	5.19

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。2. 除特别说明外，均指人民币。3. 其他流动负债有息债务部分调整至短期债务，长期应付款中债务部分调整至长期债务，并根据此口径对以往2017年及2018年债务相关数据进行追溯调整。4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金



## 附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转率	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
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/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

### 附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。