

信用等级公告

联合[2019]240号

深圳华侨城股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对深圳华侨城股份有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2019 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

深圳华侨城股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

深圳华侨城股份有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2019 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：李

二零一九年二月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

深圳华侨城股份有限公司 2019 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA
 公司主体信用等级：AAA
 评级展望：稳定
 发行规模：本期债券发行规模为 25 亿元
 债券期限：品种一为 5 年期（3+2）；品种二
 为 7 年期（5+2）

还本付息方式：按年付息、到期还本

评级时间：2019 年 2 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 6 月
资产总额（亿元）	1,152.66	1,463.45	2,174.63	2,568.23
所有者权益（亿元）	421.76	481.16	654.76	686.15
长期债务（亿元）	295.23	263.90	482.00	794.96
全部债务（亿元）	355.89	423.68	637.68	925.44
营业收入（亿元）	322.36	354.81	423.41	147.18
净利润（亿元）	52.43	73.11	93.18	22.99
EBITDA（亿元）	100.04	123.86	167.18	--
经营性净现金流（亿元）	-18.72	44.04	-77.00	-92.45
营业利润率（%）	33.41	34.46	31.46	35.71
净资产收益率（%）	14.09	16.19	16.41	--
资产负债率（%）	63.41	67.12	69.89	73.28
全部债务资本化比率（%）	45.76	46.82	49.34	57.42
流动比率（倍）	1.88	1.48	1.62	1.91
EBITDA 全部债务比（倍）	0.28	0.29	0.26	--
EBITDA 利息倍数（倍）	7.46	9.01	5.61	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.14	1.41	1.90	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.00	2.48	3.34	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径，2018 年半年度数据未经审计，相关指标未年化，部分指标因不具有可比性未列示；2、公司长期应付款计入长期债务；3、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对深圳华侨城股份有限公司（以下简称“公司”或“华侨城股份”）的评级反映公司作为全球领先的主题公园运营商，在“文化+旅游+城镇化”以及“旅游+互联网+金融”的创新发展模式下，打造了独特的综合成片开发的竞争优势。公司在经营规模、品牌知名度、业务布局和股东支持等方面具有较强的综合竞争优势，主营业务毛利率处于较高水平，整体盈利能力很强；2016 年以来，公司新增一二线城市土地储备量较大，旅游资源也在不断扩充和开业，可为未来经营提供良好的支撑。同时，联合评级也关注到旅游行业市场竞争激烈、旅游项目经营风险较高、未来资本支出压力较大、经营活动净现金流呈现净流出以及债务规模增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

伴随着国内旅游行业的快速发展和产业升级，公司收入及利润水平将有望提升，并且公司房地产业务具有综合开发和地理位置的优势，能够保持一定的发展空间。同时，公司在建项目地理位置较好，随着项目的陆续销售，公司的盈利较有保证，公司整体信用状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 随着国民生活水平提高及相关政策的大力扶持，旅游业未来具有较大的发展潜力。
2. 公司已在北京、上海、天津、重庆、成都、武汉、南京等十余个城市开发建设了文化旅游综合项目，城市布局较好；房地产业务

2017 年公司新增土地储备量较大，且重点布局一、二线城市，同样具有较好的销售前景。

3. 公司资产质量仍然很高，其中投资性房地产采用成本法计量，具有一定的升值空间；主营业务毛利率维持在较高水平，盈利能力较强。此外，控股股东华侨城集团有限公司仍然在资源获取以及资金支持等方面给予了公司有力支持。

关注

1. 公司部分欢乐谷项目受市场竞争的影响，客流量有所下滑；此外，一、二线房地产限购、限价及限售政策可能会对公司未来现金流及盈利能力产生一定不利影响。

2. 2016 年以来，公司积极新增土地储备，土地成本投入攀升，在建、拟建项目投入仍然较大；公司旅游综合业务需要公司垫付大量资金，新增投资给公司带来了一定的资本支出压力。此外，公司经营活动现金流自 2017 年开始持续净流出。

3. 公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益稳定性有待提升；同时，自 2017 年以来，公司债务规模增长，债务负担有所加重。

分析师

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：



支玉梅 王世和

联合信用评级有限公司

一、主体概况

深圳华侨城股份有限公司（以下简称“公司”或“华侨城股份”）原为成立于 1997 年的深圳华侨城实业发展股份有限公司，系经国务院侨务办公室侨经发【1997】第 03 号文及深圳市人民政府深府函[1997]第 37 号文批准，由华侨城经济发展总公司（现更名为“华侨城集团有限公司”，以下简称“华侨城集团”）作为独家发起人，将下属全资子公司深圳特区华侨城中国旅行社、深圳特区华侨城水电公司、深圳华中发电有限公司及深圳世界之窗有限公司 29%权益折股出资，通过募集方式设立的股份有限公司。

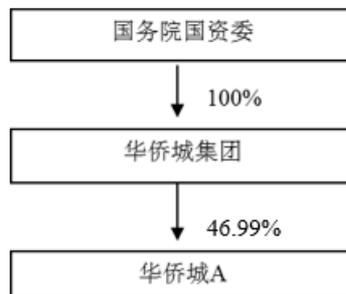
经中国证券监督管理委员会证监发字【1997】396 号文和证监发字【1997】397 号文批准，公司于 1997 年 8 月 4 日公开发行人民币普通股 5,000 万股（含公司职工股 442 万股），每股面值 1 元，发行价格 6.18 元/股；1997 年 9 月 2 日，公司在深圳市工商行政管理局完成注册登记，注册资本为人民币 19,200 万元；1997 年 9 月 10 日，社会公众股（除公司职工股外）在深圳证券交易所上市流通（证券简称：华侨城 A；股票代码：000069.SZ）。2000 年 1 月 20 日，公司更名为深圳华侨城控股有限公司，2010 年 7 月 9 日公司更名为现名。

经多次增发、送股、资本公积转增股份，2015 年 4 月 24 日，经中国证监会证监许可【2015】2880 号文《关于核准深圳华侨城股份有限公司非公开发行股票的批复》核准，公司采取非公开发行股票方式向华侨城集团、前海人寿保险股份有限公司、深圳市钜盛华股份有限公司发行股份 8.52 亿股。本次非公开发行后，公司注册资本变更为人民币 82.06 亿元。

2017 年 12 月 22 日，公司收到《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），决定将华侨城集团持有公司 5.32 亿股股份无偿划转给北京诚通金控投资有限公司（以下简称“诚通金控”）2.66 亿股、国新投资有限公司（以下简称“国新投资”）2.66 亿股，公司已于 2018 年 4 月 4 日在中国证券登记结算公司深圳分公司办理完毕，转让完成后，诚通金控和国新投资持股均占公司总股本的 3.24%。

截至 2018 年 6 月底，公司股本为 82.04 亿股，华侨城集团通过持有公司 46.99%的股权仍为公司控股股东（诚通金控和国新投资并列公司第四大股东），公司实际控制人仍为国务院国资委，具体情况见下图。

图 1 截至 2018 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：旅游及其关联产业的投资和管理；房地产开发；自有物业租赁；酒店管理；文化活动的组织策划；会展策划；旅游项目策划；旅游信息咨询；旅游工艺品的销售；投资兴办实业（具体项目另行申报）；国内商业（不含专营、专控、专卖商品）；经营进出口业务（法

律、行政法规、国务院决定禁止的项目除外，限制的项目须取得许可后方可经营）。目前，公司主营业务包括旅游综合业务、房地产业和纸包装业务。

截至 2018 年 6 月底，公司下设董事会秘书处、督察审计部、总裁办公室（下设信息中心）、人力资源部、投资管理部、财务部、法律合规部（下设采购中心）、企业文化部、监察办公室、安全管理部、旅游管理部共计 11 个职能部门以及北方事业部、华东事业部、西部事业部、中部事业部 4 个事业部；公司纳入合并范围的各级子公司共 168 家。截至 2017 年底，公司在职工 25,130 名。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 2,174.63 亿元，负债合计 1,519.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益）654.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 520.48 亿元。2017 年，公司实现营业收入 423.41 亿元，净利润（含少数股东损益）93.18 亿元，其中归属于母公司的净利润 86.43 亿元；经营活动产生的现金流量净额-77.00 亿元，现金及现金等价物净增加额 121.43 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司合并资产总额 2,568.23 亿元，负债合计 1,882.09 亿元，所有者权益（含少数股东权益）686.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 538.48 亿元。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 147.18 亿元，净利润（含少数股东损益）22.99 亿元，其中归属于母公司净利润 20.14 亿元；经营活动产生的现金流量净额-92.45 亿元，现金及现金等价物净增加额 140.96 亿元。

公司注册地址：广东省深圳市南山区华侨城指挥部大楼 103、105、107、111、112 室；法定代表人：段先念。

二、本次（期）债券概况及债券募集资金用途

1. 本次（期）债券概况

经中国证监会于 2019 年 1 月 14 日签发的“证监许可[2019]63 号”文核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值总额不超过人民币 88 亿元（含 88 亿元）的公司债券。本期债券名称为“深圳华侨城股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，发行规模为 25 亿元。本期债券包括两个品种，品种一为 5 年期，在第 3 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 7 年期，在第 5 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；两个品种之间可以双向回拨，回拨比例不受限制，由公司和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权。本期债券每张面值为 100 元，按面值发行。本期债券为固定利率债券，发行票面利率由公司与主承销商根据市场询价情况协商确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金在扣除发行费用后，拟用于偿还存续期公司债券“16 侨城 01”。

三、行业分析

公司主营业务为旅游业务和房地产业务，因此本报告的行业分析主要围绕旅游行业和房地产行业展开。

1. 旅游行业

(1) 行业概况

旅游业作为第三产业的支柱产业之一，是以旅游资源为基础、以旅游设施为条件，专门或者主要从事招徕、接待游客，并为其在交通、游览、住宿、餐饮、购物、文娱等六个环节提供服务的综合性行业。旅游业由旅游资源、旅游设施、旅游服务三大要素组成，主要包括景区经营、酒店餐饮和旅行社等细分子行业。

旅游出行作为一项可选消费品，其消费水平和规模取决于居民可支配收入的增加和消费结构的升级，受益于我国经济增长、居民收入增加及消费观念的逐步改变，近年我国旅游行业发展迅速。尽管受到全球经济危机冲击的影响，我国经济整体仍保持相对平稳快速增长，2007~2017年，我国经济总量由27.02万亿快速增长至82.71万亿，年均复合增长11.84%；在经济整体平稳发展、产业结构不断优化和灵活就业形式增加等因素的驱动下，全国居民人均可支配收入由2013年的18,310.80元增长至2017年的25,974.00元，年均复合增长9.13%；2018年上半年，我国实现国内生产总值41.90万亿元，同比增长6.80%，全国居民人均可支配收入14,063元，扣除价格因素实际增长6.6%。收入增长的同时，居民消费观念也逐步改善，旅游出行逐步成为居民生活中的重要内容之一，我国旅游行业已基本进入大众化、产业化发展阶段；目前，中国已成为世界第一大出境旅游客源国和第四大入境旅游接待国。

持续提高的人均可支配收入，特别是中等收入人群占比的上升，直接推动了国内旅游市场需求的增长和旅游行业收入的增加。2007~2017年，全国旅游业总收入由1.10万亿元增长至5.40万亿元，年均复合增长17.29%；2017年，我国旅游业实现总收入5.40万亿元，同比增长15.14%，增速较2016年提高1.58个百分点，处于较高水平。

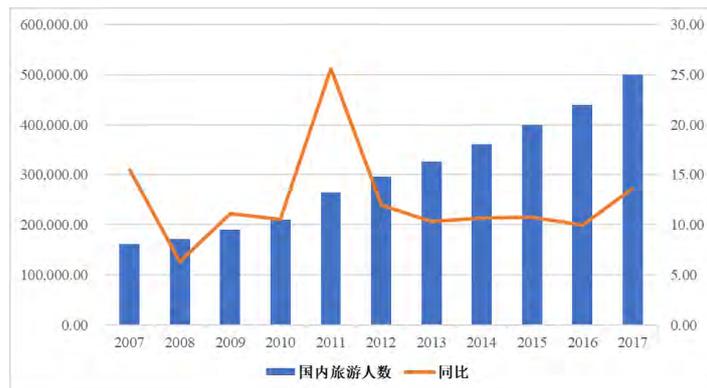
图2 2007~2017年全国旅游业总收入及变动情况（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

旅游业收入增长的背后是国内外旅游人数的快速增长和旅游消费支出的增加。我国旅游市场主要包括国内游、入境旅游和出境旅游三类，其中国内旅游是我国旅游市场主要的组成部分，国内出游人数占总出游人数的比例始终保持在90%以上。2007~2017年，国内居民保持着较强的出游意愿，国内旅游人数持续上升，年均复合增长12.00%，其中2017年国内旅游人数为50亿人次，较上年增长13.64%，保持较高增速；国内旅游总花费整体变动趋势与国内旅游人数较为一致，保持着较快的增长速度，2007~2017年国内旅游收入基本保持在15%以上增速，2017年国内旅游收入达到4.57万亿元，同比增长15.92%。无论从旅游人次还是从旅游收入方面衡量，国内旅游市场均保持着较快增速。

图 3 2007~2017 年国内旅游人数及变动情况（单位：万人、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

在国内旅游市场快速发展的同时，我国出境游市场亦增长迅猛，目前中高收入人群已成为出境游市场发展的主要驱动力。据国家旅游局数据显示，我国出境旅游人数由 2007 年的 4,095.40 万人次增长至 2017 年的 14,273.00 万人次，年均复合增长 13.30%，高于同期国内游年均人次增长速度；受国际经济形势低迷以及中国日渐增长的境外消费需求的影响，选择境外出游的居民日渐增长，加之发达国家对华签证政策的日渐放宽，也吸引了更多的中国游客出境旅游。相较于出境游的发展速度，中国入境游人次整体增速缓慢，入境旅游人次由 2007 年的 13,187.33 万人次增长至 2017 年的 13,948.00 万人次，年均复合增长率不足 1%。

总体看，我国旅游行业呈现平稳较快发展态势。

（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、收入水平、盈利能力角度看，还是从业务地点分布、业务类型多样性角度看，都还存在相当巨大的差距。仅从上市旅游公司的数量来看，中国旅游类上市公司数量占比不到 2%，旅游类上市公司比重较低的现象与旅游业在国民经济中的重要地位不太相称，在一定程度上也说明目前旅游类公司的整体实力偏弱。因受到旅游行业经营模式特殊性的影响，旅游企业之间既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。相对其他行业，旅游业竞争优势主要在于持续而旺盛的需求以及旅游资源获取及整合能力提高了行业进入门槛。而资源获取、整合能力、所处子行业的规模及前景将决定旅游企业的竞争优势。

根据国际主题景点权威组织 TEA 及顾问集团 AECOM 联合发布的全球主题公园调查报告数据显示，2015~2017 年，亚太前 20 的主题公园中，有 13 家位于中国，数量占比 65%，客流量占比分别达到 44.0%、45.2%、49.2%，其中大陆地区发展更为迅速，客流贡献从 2013 年的 67% 攀升至 2017 年的 82%，行业集中度持续提升。2017 年全球十大主题公园集团共接待游客达 4.76 亿人次，同比增长 8.6%，且很大程度上得益于中国三大集团的强势增长；其中 2017 年华侨城集团、深圳华强方特文化科技集团股份有限公司、广东长隆集团有限公司接待游客量分别位列第 4、第 5 和第 6 位，接待游客量分别达 4,288 万人次、3,850 万人次和 3,103 万人次，增速分别高达 32.9%、21.7% 和 13.4%，明显高于其他七大集团 4.7% 的平均增速。随着国外主题公园巨头加速进入中国布局以及内资龙头企业的崛起，主题公园间的竞争也将更加激烈，一些主题产品陈旧、缺乏吸引力和竞争力的主题公园将被淘汰。另外，以互联网为核心的新技术带来的消费模式和经营手段的

变革，催生出各种新的市场空间和商业模式，进一步加剧了行业竞争。

总体看，我国旅游产业发展模式单一，产业形态落后，产业集中度低，行业秩序混乱，与国外有竞争力的旅游企业相比还存在较大的差距，旅游市场的竞争在一段时期内仍将较为激烈；随着外资巨头企业抢夺市场以及内资龙头企业的崛起，主题公园间的竞争也将更加激烈。

（3）行业政策

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

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

2015年9月，国家旅游局发布《关于开展“国家全域旅游示范区”创建工作的通知》，为是实现旅游产业与其他产业的深度融合，构建“产业围绕旅游转、产品围绕旅游转、结构围绕旅游转、功能围绕旅游转、民生围绕旅游转”全域旅游发展格局，在全国范围内开展“国家全域旅游示范区”创建工作。

2017年6月12日，国家旅游局发布《全域旅游示范区创建工作导则》，提出创建工作要实现“五个目标”，并起到相应的示范引领作用：实现旅游治理规范化；实现旅游发展全域化；实现旅游供给品质化；实现旅游参与全民化；实现旅游效应最大化，成为旅游业惠民生、稳增长、调结构、促协调、扩开放的典范。

2016年11月28日，国务院办公厅发表《国务院办公厅关于进一步扩大旅游文化体育健康养老教育培训等领域消费的意见》（国办发【2016】85号），提出加速升级旅游消费、创新发展文化消费、大力促进体育消费等以推进幸福产业服务消费提质扩容、大力促进传统实物消费扩大升级、持续优化消费市场环境。

2016年12月，国务院发布《“十三五”旅游业发展规划》，提出“十三五”期间我国旅游业发展的四大目标为旅游经济稳步增长，包括城乡居民出游人数年均增长10.00%左右，旅游总收入年均增长11.00%以上，旅游直接投资年均增长14.00%以上。

2017年3月，国家旅游局正式发布了《“十三五”全国旅游公共服务规划》（以下简称“《规划》”），《规划》明确了“十三五”期间旅游公共服务发展的九大主要任务，包括完善旅游基础设施、优化旅游交通便捷服务体系、提升旅游公共信息服务、大力推进“厕所革命”、构建国民旅游休闲网络、加强旅游惠民便民服务、构筑旅游安全保证网、优化旅游公共行政服务以及推动旅游公共服务走出去。“十三五”末期，我国旅游市场总规模预计将达到67亿人次。

2017年8月，国家旅游局发布《2017年全域旅游发展报告》，报告指出旅游已成为我国民众生活的必需品，全域旅游因此营运而生，将成为一项中长期国家战略和国策，国家各部委将加大对全域旅游的政策和资金支持力度，全面建设小康社会必然伴随着大众旅游的兴起。

2018年6月，国家发改委发布《关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》，以利用国家级风景名胜区、国家级自然保护区、全国重点文物保护单位、国家公园等公共资源建设，旅游景区质量等级评定为5A级，且现行价格水平较高的国有景区为重点，

降低偏高门票价格，并积极推动4A级及以下国有景区降价。2018年9月以来，陕西、江苏、山西、湖南、山东、青海、湖北、安徽等地已出台国有景区降价的具体方案或计划，多数景区降幅可达10%~30%。

总体看，中央和地方政府近年来推行的旅游刺激方案存在积极意义，能够平缓和外部不利经济环境而带来的负面影响，最大限度保持中国旅游产业的相对平稳健康发展。虽然短期内限制“三公消费”、“八项规定”和“六项禁令”等中央政策对公务差旅的抑制一定程度上造成了对旅游业的影响，但从中长期来看，随着居民收入水平的提升及旅游产业相关支持政策效应的显现，整体上将提振个人消费旅游及国内旅游市场，从而增强中国旅游行业的竞争力。

(4) 行业关注

旅游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，也很难形成规模化产业化。

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，尽管一些旅游景区已经取得了大部分旅游景区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。

旅游市场秩序混乱

当前我国旅游市场“零负团费”经营模式普遍；旅行社承包、挂靠现象普遍，加剧了低价恶性竞争；旅游商品购物点、旅游景点的门票和旅游酒店的住宿费用虚高标价，导游获取回扣问题严重。虚高标价，导游和经营点相互勾结，从而获取回扣在旅游业是普遍存在的现象。

规划不到位，监管机制不健全

不少旅游景区存在着重开发、轻规划，先开发、后规划的现象，规划意识淡薄。特别是在景区开发初期，建设的自发性、自主性和随意性明显。有些景区虽然在开发前制定了规划，但是规划不够科学合理，或是景区内各投资主体只进行了局部规划，缺乏总体规划、统一规划。此外，由于景区的多重管理，使得控制权力过于分散，群龙无首，各行其是，缺乏统一的管理和协调。

(5) 行业发展

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。旅游产品从以观光旅游为主，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。

主题公园是现代旅游业发展的主体内容之一，也是未来旅游业发展的重要趋势。中国的主题公园拥有广阔的发展前景。2010年开始的中国大型主题公园发展新时期，有如下突出特点：一是市场竞争激烈，随着中国经济的崛起和中国城市化进程的加快，主题公园这种都市型旅游休闲产品将逐渐成为人们闲暇游憩的主要消费对象。中国将成为世界主题公园巨头竞争的主场地。粤港地区、以上海为中心的长三角地区和国内主要城市，是业界主要争夺的市场。二是民族品牌的崛起，中国主题公园市场的崛起大大激发了本土品牌发展壮大愿望，国内大型旅游公司、主题公园公司将加速发展。主题公园发展的趋势上，除了国内品牌国际化、国际品牌国内化之外，在产

品上也呈现多元化的趋势，集中为三个大的产品方向，包括出现大型的主题公园，出现生态、会议展览、休闲、体育相结合的度假区，出现接近国际市场又体现民族化的大型演艺“秀”。现在，各地不仅营造了良好的招商引资环境，而且对国际品牌和国内大型旅游企业给予空前的优惠条件，并在基础设施投入等方面进行大力配合。此外，还采取“大旅游”等先进的开发理念，将旅游发展与城市发展结合在一起，将大型旅游项目规划与城市规划结合在一起，非常注重对资源的利用和对环境的保护。现在，旅游业包括主题公园业的发展前景日益被投资者看好，会有不同行业、不同企业的资金流向主题公园。其中，民营资本和境外资本的投资力度还会加大。根据美国一家市场研究公司的预测，未来 25 年至 30 年，中国可以容纳 10 个或更多的类似迪士尼规模的主题公园。未来 5 年，中国主题公园市场规模将超过每年 100 亿元水平。

总体看，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，旅游行业面临良好的发展机遇。

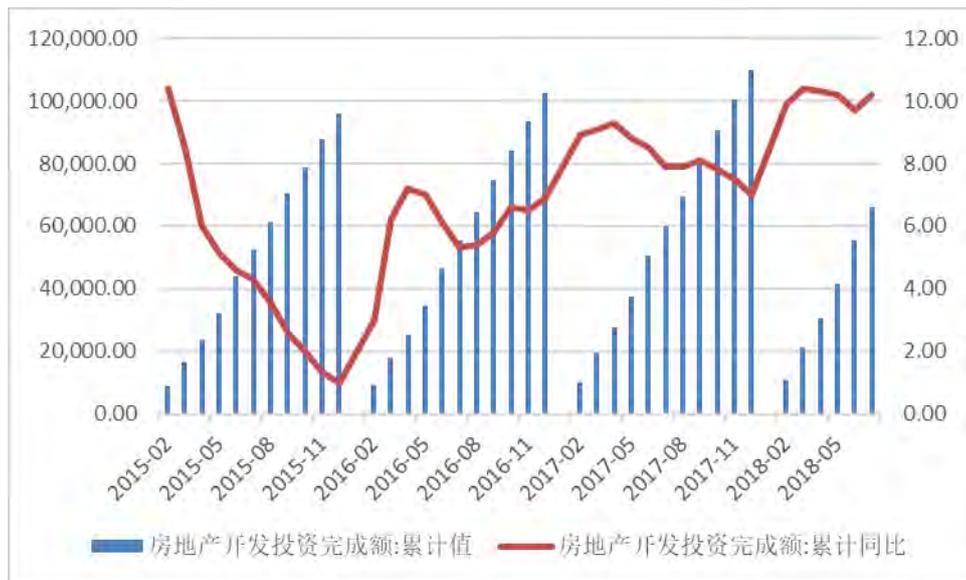
2. 房地产行业

(1) 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产行业发展趋势来看，2015 年，我国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.00%，增速继续同比下滑 9.50 个百分点；受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 10,2581.00 亿元，名义同比增长 6.88%；2017 年，我国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年同期上升 0.16 个百分点。其中，住宅投资 75,148 亿元（占比为 68.44%），同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点；办公楼投资 6,761 亿元（占比 6.16%），同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点；商业营业用房投资 15,639 亿元（占比 14.24%），同比减少 1.26%。2018 年 1~7 月，全国房地产开发投资 65,886 亿元，同比增长 10.20%，其中，土地购置费 19,353 亿元，同比增长 72.30%，土地购置支出带动房地产开发投资快速增长。

图4 2015~2018年7月全国房地产市场发展情况(单位:亿元、%)



资料来源: Wind资讯

总体看,房地产业作为国民经济的重要支柱产业,近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响,自2014年起房地产业告别了高速增长态势,开发投资增速逐步放缓;2016年以来房地产投资增速有所回升,但开始以稳定健康增长为主要目标导向。

(2) 市场供需

土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源,土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大,会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力,加之需求端限购等政策,导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化,直接影响土地市场需求。

从土地交易情况来看,2015~2017年全国土地推出面积呈递减趋势,土地平均溢价率在2017年开始回落,具体如下表所示。

表1 2015~2017年及2018年1~6月全国300个城市土地交易情况(单位:万平方米、%、亿元、元/平方米)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~6月
推出面积	113,235	103,212	111,907	59,791
同比	-18	-9	8	30
成交面积	85,671	85,885	95,036	50,243
同比	-21	-3	8	27
出让金	21,793	29,047	40,623	19,597
同比	-10	31	38	28
楼面均价	1,384	1,904	2,374	2,172
同比	14	40	26	-1
土地平均溢价率	16	43	29	20
同比	上升6个百分点	上升27个百分点	下降14个百分点	下降16个百分点

资料来源: CREIS中指数据,联合评级整理。

总体看,近三年,随着热点城市增加土地供给稳定预期,土地供求量均有所回升;房企对重

点城市优质地块的争夺仍然激烈，使得楼面均价涨幅仍然较大。2018年上半年，土地市场整体上行，整体成交楼面均价及溢价率走低，房企拿地趋于理性。

开发资金来源

2015年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A股再融资活跃延续，房企银行间市场中长期票据发行开闸，发行主体由上市公司扩展到所有制法人，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。受益于宽松的信贷政策，2016年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入10月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。进入2017年，房地产企业融资渠道再度收紧。

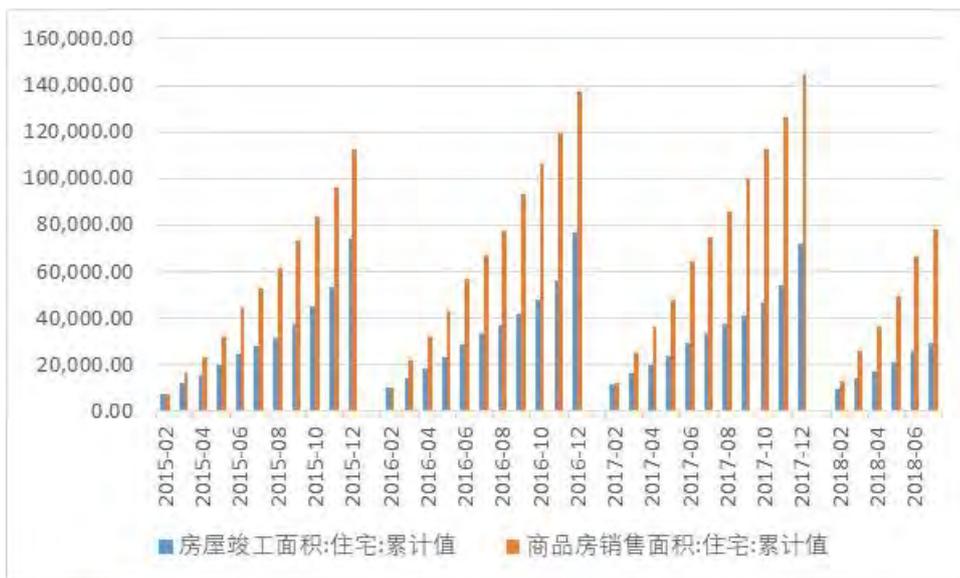
2017年11月17日，“一行三会一局”联合发布《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，反映出监管对于规范资管市场，打压非标资产的意愿。若非标融资渠道被严格约束，房地产资金缺位问题将凸显。

总体看，2015年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解；2016年10月房地产调控后，融资环境再次趋紧，需重点关注非标融资的政策变化情况。

市场供需情况

2015年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015年，全国商品房销售面积128,495万平方米，比上年增长6.5%。其中，住宅销售面积增长6.9%，办公楼销售面积增长16.2%，商业营业用房销售面积增长1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积100,039万平方米，下降6.9%。其中，住宅竣工面积73,777万平方米，下降8.8%。

图5 2015~2018年7月全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

2016年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016年，全国商品房销售面积157,349.00万平方米，同比增长22.5%。其中，住宅销售面积增长

22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。从供应来看，2016 年，全国房屋竣工面积 106,128.00 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185.00 万平方米，同比增长 4.6%。

图 6 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind资讯

2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

2018 年 1~7 月，全国房地产销售面积 89,990 万平方米，同比增长 4.20%，增速较上年同期下降 9.80 个百分点；全国房地产销售金额 78,300 亿元，同比增长 14.40%，增速较上年同期下降 4.50 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓。

总体看，在当前经济形势下，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。政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市内部则出现分化，房企整体开工意愿下降，可售房源规模有所下滑。

销售价格情况

从商品房销售价格看，2014 年，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落。2015 年以来，房地产行业受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。进入 2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下

降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。2014~2017 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况如下图所示。

图 7 2014~2017 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象，三线城市价格增速降缓，但仍表现较好。

（3）竞争格局

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。由下表可见，前 10 大、20 大企业销售额、销售面积占比近年来整体呈上升趋势，行业集中度有所提高。

表 2 2014~2017 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
前 10 大企业销售额占比	17.19	16.87	18.81	24.10
前 20 大企业销售额占比	23.15	22.82	25.33	32.50
前 10 大企业销售面积占比	10.51	11.31	12.19	15.38
前 20 大企业销售面积占比	13.74	14.62	15.94	20.03

资料来源：CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11~30 名的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 名的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售。

表3 2017年中国房地产开发企业测评前10强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	中国恒大	6	保利地产
2	碧桂园	7	中海地产
3	万科地产	8	华夏幸福
4	绿地控股	9	华润置地
5	融创中国	10	龙湖地产

资料来源：克而瑞研究

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

(4) 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。2013年以来主要的房地产调控政策如下表所示。

表4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2015年3月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015年3月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015年9月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于25%
2015年9月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》
2016年2月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例
2016年6月	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
2016年“十一假期”	2016年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计21个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016年11月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017年3月	2017年3月以来，全国一线及重点二、三线约30个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017年4月	住房和城乡建设部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017年7月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017年8月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017年10月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017年12月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018年3月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018年7月	坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。

（5）行业关注

行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，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，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主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企业存续债项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。

房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

（6）未来发展

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。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。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，龙头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企业也会获得一定的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司构筑了成熟的成片综合开发模式，用主题旅游公园提升房地产开发水准，推出风格独特的地产项目；利用主题公园改善环境、提升地价；用房地产的快速回收方式支持主题旅游业发展。公司的地产项目主要位于旅游项目周边地段，受益于旅游景区所带来的规划合理、环境优美、交通便利等综合溢出效益，公司的房地产业务具有一定的盈利空间。这种综合开发模式既有利于资源获取和统筹规划，又解决了长短期收益不均衡和短期现金回流的问题，实现比单个业务板块孤立运营更好的效益，具备更强的抗风险能力。同时，公司提出了“文化+旅游+城镇化”、“旅游+互联网+金融”的创新发展模式。

公司是中国主题旅游公园的开先河者，在国内主题旅游领域占有绝对优势。公司旗下的锦绣中华、深圳世界之窗、欢乐谷、东部华侨城等产品均处于主题旅游产品领域的领先地位。据国际主题景点权威组织 TEA 及顾问集团 AECOM 联合发布的全球主题公园游客量数据报告显示，公

司连续多次进入世界主题公园集团五强（其中，2017 年公司主题公园全年游客接待量位列全球景区业第四，亚洲第一），并且公司旗下的东部华侨城、北京欢乐谷、深圳欢乐谷、深圳世界之窗、成都欢乐谷和上海欢乐谷均进入了亚太主题公园 20 强。

公司的全资子公司深圳华侨城房地产有限公司（以下简称“华侨城地产”）为住建部批准的一级房地产开发企业；产品以中高端住宅为主，建筑形态包括高层住宅、超高层住宅及低密度住宅等，曾多次获得鲁班奖等设计类奖项。截至 2017 年底，公司旅游综合及房地产业务累计权益土地储备 637.15 万平方米，权益规划总建筑面积 1,197.26 万平方米。目前，公司的房地产业务以深圳珠三角为基地、长三角、环渤海湾以及中部、西南区域为重要战略布局区域。

总体看，公司在主题公园领域有着独特的领先优势，具有房地产开发一级资质，综合成片开发优势明显。

2. 人员素质

公司现有董事、监事和高级管理人员共 15 人，公司现有高管从业时间较长，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况非常熟悉，具有丰富的管理经验。

公司董事长段先念先生，出生于 1958 年，硕士研究生学历，高级经济师。曾任西安高新区电子工业园管理办公室主任，西安高新区长安科技产业园管理办公室主任，西安高科（集团）公司副总经理、总经理；西安高新区党工委副书记、常务副主任，西安曲江新区管委会主任、党工委副书记、书记，西安曲江文化产业投资（集团）有限公司董事长、总经理，西安市人民政府党组成员、市长助理、副市长，同时任西安曲江新区党委书记、管委会主任；西安曲江文化产业投资（集团）有限公司董事长、总经理，西安市大明宫遗址区保护改造办公室主任，陕西文化产业投资（集团）控股有限公司党委书记、董事长。现任华侨城集团董事长、党委书记，公司董事长、党委书记，兼任中华文化促进会常务副主席，中国旅游协会第六届理事会副会长。

公司董事兼总裁王晓雯女士，出生于 1969 年，本科学历。曾任国务院侨办人事司干部，华侨城经济发展总公司审计部副总经理，华侨城实业发展股份有限公司财务总监、董事，华侨城集团财务金融部副总经理、总裁办公室行政总监、财务部总监、总裁助理，华侨城房地产董事，公司监事，康佳集团股份有限公司（以下简称“康佳集团”）监事。现任华侨城集团党委常委、副总经理，华联发展集团有限公司董事，中国上市公司协会副会长，公司总裁、党委副书记、董事。

截至 2017 年底，公司在职员工 25,130 人。从文化程度看，中专生及以下学历占比 52.92%，大专生学历占比 22.96%，本科生学历占比 20.92%，硕士研究生及以上学历占比 3.20%；从岗位构成看，生产人员占 64.63%，销售人员占 6.60%，技术人员占 12.39%，财务人员占 4.08%，行政人员占 12.30%，以生产人员为主。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，具备多年的行业和管理经验；公司员工学历构成符合公司特点，能够满足目前经营需要。

3. 政策扶持

2015~2017 年，公司获得的政府补助分别为 43,593.61 万元、89,081.01 万元和 67,985.97 万元。上述政府补助系包括旅游度假区奖励金、文化创意产业发展专项资金等与收益相关的政府补助。

总体看，公司享受一定的优惠政策补贴，整体外部发展环境良好。

4. 股东支持

公司控股股东为华侨城集团，华侨城集团成立于 1985 年 11 月 11 日，是隶属于国务院国资委管理的大型国有中央企业，截至 2017 年底其总资产超过 3,000 亿元，所有者权益合计超过 1,000 亿元；2017 年营业收入达 800 亿元，旗下拥有华侨城 A（股票代码：000069.SZ）、华侨城（亚洲）（股票代码：3366.HK）、康佳集团（股票代码：000016.SZ）和云南旅游（股票代码：002059.SZ）四家境内外上市公司。华侨城集团对公司在资金上予以支持，公司可以向华侨城集团申请委托贷款，用以支持公司运营发展。

总体看，公司控股股东华侨城集团资产实力雄厚，知名度较高，能够为公司整体开发经营等活动提供较大支持。

五、公司管理

1. 治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律、法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

公司股东大会是公司的最高权力机构，由全体股东构成，依法行使决定公司经营方针和投资计划、选举和更换非由职工代表担任的董事、监事、审议批准董事会及监事会报告等职权。

公司设董事会，对股东大会负责；董事会由 7~9 名董事组成，设董事长 1 名，董事长由董事会全体董事过半数选举产生。董事任期三年，任期届满可连选连任。董事会现有董事 8 名，其中独立董事 4 名（由国资委批准）。公司董事会职责清晰，能够依照公司《董事会议事规则》等相关内部规则，保证公司董事会的依法运作和对公司的控制。

公司设监事会，监事会由 3 名监事组成，设监事长 1 人，监事长由全体监事过半数选举产生。监事会应当包括股东代表和公司职工代表，其中职工代表的比例不低于 1/3，职工代表由公司职工通过职工代表大会或职工大会民主选举产生。监事的任期每届为 3 年。监事任期届满，连选可以连任。公司监事会现有 3 名监事，其中职工监事 1 名。公司监事会能够按照《监事会议事规则》勤勉尽责，依法行使其监督职责。

董事会设董事会秘书，董事会秘书是公司高级管理人员，由董事长提名，对董事会负责。董事会秘书经董事会聘任或者解聘，任期三年；董事会秘书连聘可以连任。公司设总裁 1 名，由董事长提名，董事会聘任或解聘；设副总裁若干名，由总裁提名，董事会聘任或解聘。总裁每届任期三年，可以连聘连任；总裁对董事会负责。公司经理层现有总裁 1 名，副总裁 3 名，董事会秘书 1 名。

总体看，公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况尚可。

2. 管理体制

公司下设董事会秘书处、督察审计部、总裁办公室、投资管理部、财务部、旅游管理部等 11 个职能部门以及北方事业部、华东事业部、西部事业部、中部事业部 4 个事业部；公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在建设施工、安全质量、经营管理、财务会计等方面建立了相应的内部控制制度，涵盖公司经营管理的主要环节。公司本部、各职能

部门、分公司和子公司在重大生产经营方面的决策权限划分清晰，各业务部门均制订有规范的管理手册，并随着内外部业务环境的变化适时调整业务管理环节和流程。

子公司管理方面，公司对投资、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。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。

投资管理方面，公司制定了《投资管理规定及执行流程》，确保投资决策和资产管理的合法化和程序化。根据《投资管理规定及执行流程》，战略发展部为公司投资管理部门，负责制订投资计划，统筹、协调、推进投资项目前期工作。

资金管理方面，公司制订了包括《募集资金管理制度》、《资金审批管理制度》、《职务消费管理办法》、《对外财务资助管理办法》、《利润分配暂行管理办法》等，从制度层面明确了公司资金管理的要求和控制方法，对加强资金业务管理，提高资金使用效率，降低资金使用成本，保证资金安全等方面起到重要作用。

对外担保方面，公司制定了《对外担保制度》。根据《对外担保制度》规定，公司对外担保实行统一管理，未经董事会或股东大会批准，不得对外提供任何担保。同时，《对外担保制度》明确了公司财务部作为公司对外担保的日常管理部门，负责被担保人资信调查、评估、担保合同的审核、后续管理及对外担保档案管理等工作。

信息系统控制方面，公司制订了《对外信息报送和使用管理办法》等规定。《对外信息报送和使用管理办法》规定，董事会秘书处是公司对外信息报送和使用的统一管理部门。同时，该管理办法对董事、监事及高级管理人员负有的保密义务、报送的外部人员应作为内幕知情人登记备案以及相关责任追究和处罚作出了规定。

会计核算和报告方面，公司依据国家会计准则及相关中国法律对公司的财务管理与会计核算工作进行规范，并按照权限设置、分配财务人员的操作职能，确保不相容岗位相分离。公司规范了总部及各所属企业核算流程，统一了会计核算方法和会计科目。同时，公司制定了《财务与报告管理流程手册》，通过明确相关部门及岗位在财务报告编制与报送过程中的职责和权限，确保财务报告的编制、披露与审核相互分离、制约和监督。

关联交易方面，公司在现行《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《独立董事制度》和《关联交易制度》中对关联交易有关事项作出了规定，内容包括关联方及关联交易的认定、关联交易的决策权限和决策程序、关联交易的披露、关联股东和关联董事在股东大会或董事会审议与其相关的关联交易时的回避制度等，明确了关联交易公允决策的程序，为保护其他股东的权益和避免显失公平的关联交易提供了制度保障。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，财务制度规范，对子公司和分支机构管理严格，公司整体管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

2015~2017年，公司营业收入分别为322.36亿元、354.81亿元和423.41亿元，年均复合增长率为14.61%，呈现持续增长的趋势，主要系我国消费升级对旅游行业的带动作用以及房地产业务收入增长的共同影响所致；净利润分别为52.43亿元、73.11亿元和93.18亿元，年均复合增长率

为 33.31%，增幅大于营业收入，主要系 2017 年公司处置北京侨禧投资有限公司（以下简称“侨禧投资”）和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”）股权使得投资收益大幅增加所致。

从收入细分板块看，近三年公司旅游综合收入（由于口径划分问题，相关旅游地产收入不计入房地产收入而计入旅游综合收入）分别为 123.21 亿元、160.06 亿元和 185.30 亿元，年均复合增长率为 22.64%，主要系旅游地产销售部分结转收入规模增长所致，占比分别为 38.42%、45.24% 和 43.93%；房地产收入分别为 192.01 亿元、189.44 亿元和 233.59 亿元，年均复合增长率为 10.30%，呈波动增长态势，其中 2016 年有所下降主要系结转规模减少所致，占比分别为 59.87%、53.54% 和 55.38%；纸包装收入分别为 8.23 亿元、7.39 亿元和 7.70 亿元，年均复合增长率为-3.27%，呈现波动下降趋势，对公司影响较小不再做具体分析，具体情况如下表所示。

表 5 2015~2017 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
旅游综合收入	123.21	38.42	42.51	160.06	45.24	40.71	185.30	43.93	42.32
房地产收入	192.01	59.87	60.13	189.44	53.54	63.39	233.59	55.38	55.24
纸包装收入	8.23	2.57	11.44	7.39	2.09	7.63	7.70	1.83	13.23
减：内部抵消数	2.72	0.85	--	3.09	0.87	--	4.78	1.13	--
合计	320.73	100.00	52.97	353.81	100.00	53.15	421.82	100.00	50.12

资料来源：公司年报

从毛利率来看，近三年公司综合毛利率分别为 52.97%、53.15% 和 50.12%，呈现波动下降的态势，但仍处于较高水平。其中，旅游综合板块近三年毛利率分别为 42.51%、40.71% 和 42.32%，呈现波动下降趋势，主要系公司旅游综合板块中的旅游地产业务结转毛利率有所波动所致；房地产板块近三年毛利率分别为 60.13%、63.39% 和 55.24%，呈波动下降态势，主要系 2017 年盈利能力较强的深圳华侨城片区的房地产项目占结转收入比重降低，而盈利能力相对较弱的西南地区项目占比增加的影响所致；纸包装板块近三年毛利率分别为 11.44%、7.63% 和 13.23%，呈现波动增长态势，但对公司综合毛利率水平影响不大。

2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 147.18 亿元，同比增长 6.74%，主要系公司房地产业务板块结转收入增加所致；实现净利润 22.99 亿元，同比增长 27.53%，主要系联营及合营公司确认的投资收益同比增加所致。

总体看，公司营业收入呈现逐年增长的趋势，受房地产结转项目地区分布的不同，公司毛利率有所波动但仍维持在较高水平，经营良好。

2. 旅游综合业务

公司的旅游综合业务主要为各类景区、酒店的管理及经营，以及能给公司的景区、酒店等业务带来增值服务的派生业务（如旅游地产等）。公司主要采取的开发模式包括：第一，成片综合开发模式。即以资源整合为核心，坚持“生态原则、人文原则、与产业相结合原则”等三大规划原则，合理规划旅游功能与居住、商务功能混合布局，目前已形成北京华侨城、成都华侨城、东部华侨城、武汉华侨城等多个大型居住综合旅游体；第二，品牌连锁扩张模式，即以旅游产品如“欢乐谷”为基础，通过复制与连锁经营，提升品牌全国影响力，实现景区的资源共享和专业化发展。

(1) 主题公园

主题公园开发

公司是最早一批在中国创立主题旅游公园的先驱者，具有明显的知名度和影响力优势。欢乐谷、锦绣中华、深圳世界之窗、东部华侨城等产品均为主题旅游产品领域的佼佼者。公司旅游项目一般为综合开发项目，包括主题公园板块、旅游地产板块、商用物业板块三大业务。

公司旅游项目重点分布在一线城市和比较成熟的二线城市，包括景区及配套设施，公司各个旅游项目前期投资较高。一般配套设施会先于景区的开发，可产生一定的现金流用以支持景区的开发。截至 2018 年 6 月底，公司华侨城主题旅游综合项目有东部华侨城、云南华侨城、天津华侨城、欢乐海岸、上海华侨城、深圳欢乐谷、北京欢乐谷、成都华侨城、武汉华侨城和重庆华侨城共 10 个项目，各主题公园项目均已营业；旅游地产处于持续滚动开发中，以销售为主，2017 年结转收入 114.14 亿元，较上年增长 20.34%，主要系重庆华侨城、武汉华侨城、宁波华侨城及成都华侨城旅游地产开发收入结转较上年增长所致，但由于毛利率的波动性均较强，需关注旅游地产的结转情况；深圳欢乐谷、欢乐海岸、上海华侨城、北京欢乐谷、武汉欢乐谷和成都欢乐谷均拥有商用物业，可租赁面积共 35.10 万平方米，目前租赁比率超过 90%。此外，南京欢乐谷项目以及南昌水公园项目已于 2017 年动工，预计将于 2019 年试运营，有一定的建设资金需求。

单体主题公园运营

公司的单体主题公园主要包括欢乐谷、锦绣中华和世界之窗三大系列；其中，重庆欢乐谷已于 2017 年 7 月开业。从接待游客数和门票收入来看，七家欢乐谷中除深圳欢乐谷、成都欢乐谷和北京欢乐谷外，其余四家欢乐谷接待游客人数有所增长。其中，天津欢乐谷受地理位置以及北京欢乐谷分流的影响，接待游客人数和门票收入始终相对较低；深圳欢乐谷受 50 岁以上老人免费入园活动取消以及周边同类产品分流的影响，接待游客人数和门票收入出现下滑；成都欢乐谷 2017 年接待游客人数和门票收入继续下滑，主要系成都地区周边同类产品较多竞争激烈所致；北京欢乐谷受四期建设和周边竞争的影响，接待游客人数和门票收入出现下滑。世界之窗及锦绣中华作为传统的主题公园，开园时间较早，已进入平稳发展阶段。2018 年上半年，北京欢乐谷四期-甜品王国以及天津欢乐谷的玛雅海滩水公园对外开放；欢乐谷系列游客量及收入均较上年同期有所增长，但单体主题公园业务存在一定的季节性，具体情况如下表所示。

表 6 近三年各单体主题公园接待游客人数及收入情况（单位：万人次、亿元）

景区名称	2015 年		2016 年		2017 年	
	接待游客	其中：门票收入	接待游客	其中：门票收入	接待游客	其中：门票收入
深圳欢乐谷	325.00	3.27	311.00	3.04	295.55	2.99
天津欢乐谷	145.00	0.94	142.00	0.96	160.53	1.03
成都欢乐谷	259.00	2.36	218.00	2.08	208.02	1.89
北京欢乐谷	374.00	3.84	365.00	3.41	341.63	3.22
上海欢乐谷	297.00	3.62	292.00	3.40	300.00	3.40
武汉欢乐谷	261.00	2.65	263.00	2.55	276.27	2.93
重庆欢乐谷	--	--	--	--	66.64	0.38
深圳世界之窗	344.00	4.02	323.00	3.79	341.27	3.96
锦绣中华	165.00	1.45	173.00	1.47	186.93	1.56
长沙世界之窗	114.00	1.36	130.00	1.33	129.42	1.26
合计	2,284.00	23.52	2,216.00	22.02	2,306.26	22.60

资料来源：公司提供

综合旅游项目运营

公司的东部华侨城、云南华侨城、泰州华侨城和秦皇岛华侨城等为综合旅游项目，均含有多个旅游业态，如东部华侨城下辖茶溪谷、大侠谷、大华兴寺等主题公园和云海谷高尔夫等项目；宁波华侨城包括欢乐海岸和四明山谷两个项目，目前正在建设期，尚未产生收入。

从门票收入来看，云南华侨城项目门票收入及接待游客人数 2017 年均呈现下滑，主要系周边水公园项目的兴起使得水公园同质化严重，且对方成本低、价格低、广告投入大使得公司温泉水公园业绩下滑所致；深圳东部华侨城项目接待游客人数 2017 年呈现下滑，主要系自 2016 年开始项目已进入平稳运营期，对游客的吸引力下滑使得接待人数有所下滑所致；泰州华侨城已售给华侨城集团，2017 年 12 月起不再纳入公司合并范围；秦皇岛华侨城于 2017 年 4 月试营业、7 月开园、10 月进入冬季闭园期、2018 年上半年进行闭园改造建设，具体情况如下表所示。

表 7 近三年各综合旅游项目接待游客人数及收入情况（单位：万人次、万元）

景区名称	2015 年		2016 年		2017 年	
	接待游客	其中：门票收入	接待游客	其中：门票收入	接待游客	其中：门票收入
云南华侨城	23.00	3,547.21	20.00	2,562.97	15.99	2,188.93
深圳东部华侨城	394.00	32,919.59	380.00	31,181.62	329.98	31,955.10
泰州华侨城	72.00	100.66	68.00	97.01	66.06	101.35
秦皇岛华侨城	--	--	--	--	85.06	2,065.00
合计	489.00	36,567.46	468.00	33,841.60	497.09	36,310.38

资料来源：公司提供

注：泰州华侨城已于2017年12月不再纳入公司合并范围

总体看，公司主题公园类别的旅游项目经营较好，但同类产品市场竞争激烈，部分旅游项目 2017 年以来接待游客人数和门票收入有所下滑，开始进入平稳期；同时，公司南京欢乐谷等项目处于建设期，可能面临一定的资金需求。此外，配套的旅游地产的销售规模及毛利率波动性较强，需要关注其销售情况。

（2）酒店经营

公司先后投资建设了白金五星级品牌华侨城洲际大酒店（OCT Grand Hotel）、五星级品牌华侨城威尼斯酒店（OCT Hotel）、深圳前海华侨城万豪酒店、四星级品牌奥思廷酒店（O' City Hotel）、经济型精品连锁品牌城市客栈（City Inn）等 20 多家酒店，覆盖深圳、成都、北京、武汉、泰州、昆明等城市。

从酒店平均房价来看，公司酒店涉及各个价位水平，能够满足不同层次的消费需求，从酒店入住率来看，部分酒店的入住率不足 50%（具体情况如下表），主要原因如下：（1）酒店群度假式经济明显，普遍周末入住率高，平日会议团不足，导致整体平均入住率不高；（2）周边同等级别的酒店较多，价格灵活型客人选择较广泛；（3）各酒店较分散，大型会议交通不便利，交通运输成本较高。从 2017 年公司主要酒店入住率来看，度假型酒店如茵特拉根酒店、瀑布酒店、菩提宾舍酒店、黑森林酒店、武汉玛雅海滩酒店等入住率与去年相比有较大提升，主要系公司加强微信直销、直客通、淡旺季优惠政策等优惠活动推广，与电商、旅行社密切合作等的共同影响所致；市内酒店除深圳万豪酒店和深圳华侨城大酒店提升较大（主要系重点开发企业生意机会、淡季推出旅游团队套餐等所致）以外，深圳威尼斯酒店等入住率均较上年变化不大。公司大部分酒店平均房价下滑主要系周边酒店竞争激烈所致，但考虑到同类型同区域内的酒店同业运营状况，公司酒店运营状况较好。

表 8 2015~2017 年公司主要酒店经营状况 (单位: 万人次、%、元/间/日)

酒店名称	星级	2015 年			2016 年			2017 年		
		游客人数	入住率	平均房价	游客人数	入住率	平均房价	游客人数	入住率	平均房价
茵特拉根酒店	五星	20.27	47.69	1,026.67	16.42	34.75	1,077.93	26.27	57.18	913.10
瀑布酒店	五星	12.36	52.13	454.09	9.69	40.72	493.95	11.23	45.62	413.62
房车酒店	四星	6.08	46.59	415.65	5.27	40.13	430.23	5.26	38.52	401.69
菩提宾馆酒店	五星	0.60	42.02	909.38	0.43	28.23	1,089.96	0.66	42.94	814.08
黑森林酒店	四星	10.48	46.60	502.34	9.20	40.46	586.58	13.25	54.23	479.21
咖酷旅馆	--	7.77	31.89	531.74	7.13	29.40	492.00	5.81	27.29	414.04
泰州温泉酒店	--	6.12	37.37	312.42	5.51	33.96	318.23	4.87	35.66	323.53
云南群樱荟酒店	--	1.59	26.60	389.23	2.64	33.80	308.00	2.91	36.82	293.06
深圳华侨城大酒店	五星	76.81	84.00	1,044.29	76.19	78.49	1,022.23	78.40	84.78	1,078.29
深圳威尼斯酒店	五星	42.66	79.02	788.50	40.18	76.86	781.85	40.15	78.80	795.90
深圳海景奥思廷酒店	四星	45.07	84.38	501.08	43.69	82.71	494.50	44.45	83.40	497.62
深圳万豪酒店	五星	19.87	34.94	712.91	44.82	73.06	661.74	47.89	81.67	740.02
武汉玛雅海滩酒店	--	18.52	53.56	412.75	19.05	58.06	375.84	23.02	67.22	383.37

资料来源: 公司提供

从酒店业务的未来发展来看, 酒店业务将顺应中央“八项规定”、“六项禁令”带来的市场变化, 调整客源结构, 聚焦企业会议、私人宴会等市场。

总体看, 公司酒店业务地理位置及相关旅游配套的优势比较明显, 2017 年公司酒店业务较去年入住率有所好转但平均房价有所下滑, 同时酒店业务也受季节性波动、商业活动及会议团的不确定性和国家政策变动等不利因素影响。

3. 房地产业务

房地产业务是公司的主营业务之一, 其中, 全资子公司华侨城地产是国家一级房地产综合开发企业。本小节所论述的房地产业务不包括公司华侨城旅游综合开发项目中的地产板块, 但由于公司统计原因, 土地储备情况以及 2017 年的项目开发数据使用公司全板块合并口径。随着公司战略和定位的调整, 公司对于地产业务强调高周转, 通过对土地的股权转让以及引入合作开发商的模式来加快周转。

(1) 土地储备

由于公司旅游综合业务及房地产业务均涉及到土地储备, 无法完全拆分, 公司土地储备情况采用全板块合并口径。2016 年, 公司新增权益土地储备 105.66 万平方米, 新增权益规划建筑面积 198.45 万平方米 (其中, 深圳地区为 77.17 万平方米、上海为 4.08 万平方米、武汉为 28.65 万平方米、南京为 74.40 万平方米、宁波为 14.15 万平方米); 2017 年, 公司新增权益土地储备 269.11 万平方米, 新增权益规划建筑面积 580.12 万平方米 (其中, 深圳占比 3.45%、天津占比 5.87%、北京占比 1.51%、重庆占比 15.42%、成都占比 16.08%、武汉占比 5.57%、南昌占比 25.18%、宜宾占比 13.11%、杭州占比 6.08%、佛山占比 2.99%、西安占比 4.74%), 新增土地储备楼面均价为 7,121.79 元/平方米。截至 2017 年底, 公司旅游综合及房地产业务累计权益土地储备 637.15 万平方米, 权益规划总建筑面积 1,197.26 万平方米; 主要集中在上海、重庆、深圳、南昌和西安等地区, 且纯住宅用地较少, 综合用地较多。

2018年1~6月,公司通过市场竞拍、合作拍地及股权收购等多种方式,获取了济南章丘项目、天津西青+精武项目、杭州丁桥项目、重庆悦来项目、蓬莱尚岛项目等,合计总建筑面积为328.07万平方米(总土地价款为286.71亿元),权益建筑面积为231.19万平方米。

总体看,公司的土地储备主要是非纯住宅土地,有利于项目的综合开发;2017年以来,公司积极获取土地储备,同时土地储备区域较分散,有助于抵御行业周期波动风险。

(2) 项目建设开发

2016年,公司新开工项目主要为深圳本部、深圳红山6979、上海新浦江城和西安天鹅堡等;竣工面积大幅提升,主要竣工项目为深圳本部项目;2017年,公司新开工面积为293.07万平方米,较上年大幅增长,主要系公司披露口径改变为包括旅游地产业务的全口径所致,可比性不强;2018年上半年,深圳宝安滨海文化公园(一期)项目部分地块开始施工,深圳国际会展项目、深圳渔人码头项目、杭州大江东项目已全面开工。截至2018年6月底,公司在建面积为478.20万平方米,具体情况如下表所示。

表9 近三年一期公司项目开发情况

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~6月
新开工面积(万平方米)	47.42	72.28	293.07	142.02
竣工面积(万平方米)	8.78	40.66	111.01	22.15
在建面积(万平方米)	148.92	180.54	494.54	478.20

资料来源:公司提供

注:1、含公司未纳入合并报表范围合营及联营公司所持项目,合营、联营项目按权益占比计算。

2、为保持与年报披露口径的一致性,表中2016年数据为纯房地产开发业务口径,与2016年年报一致(2016年年报按纯房地产开发业务口径披露);2017年及2018年1~6月数据为旅游综合及房地产开发业务全口径,与2017年年报及2018年半年报一致。

从在建项目情况来看,2017年以来,公司加大开发力度和新拓项目力度。截至2018年6月底,公司主要在建项目有29个,总占地面积为947.88万平方米,规划总建筑面积为1,633.86万平方米,累计竣工建筑面积为406.79万平方米;累计已投资1,029.60亿元,尚需投资790.42亿元。公司大部分在建项目位于一线城市或区域中心城市,具有较好的销售前景。截至2018年6月底,公司还有部分拟建项目,此外,公司未来也将根据业务战略、土地市场机会以及公司的实际资金情况,酌情继续在土地市场获取新的土地资源;从拟建、在建项目以及新增土地储备的资金需求来看,公司房地产开发业务的资金来源主要包括金融机构借款、直接债务融资及销售回款等方式,虽然控股股东华侨城集团对公司有较大力度的资金支持,但公司仍存在一定的外部资金需求。

总体看,公司期末在建面积较大,且在建项目主要位于上海、深圳、南京等地区,区域位置较好,可为未来销售提供支撑;同时,公司开发规模不断扩大,土地获取成本、在建及拟建项目建设支出使得公司存在一定的资金需求。

(3) 房产销售情况(不包括旅游地产)

从销售模式来看,公司采用自有团队和第三方销售团队相结合的方式,主要以第三方销售团队为主。其中,第三方团队销售奖励提成发放时点是以销售回款为准,能够更加有效的管理控制房地产回款质量。

从协议销售均价来看,公司销售均价在5万元/平方米左右,处于较高水平,体现了公司房地产开发业务集中于一、二线城市的区域分布战略;其中,2017年销售均价有所下滑,主要系政府限价调控政策以及销售区域分布的共同影响所致。从协议销售金额来看,2015~2017年,公司协议销售金额逐年增长,主要系公司开工建设力度加大使得达预售状态的项目增加所致。从项目结

转情况来看，2015~2017年，公司结转收入呈波动增长态势；2017年，公司结转收入为233.59亿元，其中华南地区结转收入占比有所下滑，西南地区有所提升，结转项目均价有所下滑。

2018年1~6月，公司陆续推出南京置地海珀滨江、顺德华侨城四期等项目入市，累计认购率超过80%，具体情况如下表所示。

表10 近三年一期公司销售概况

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~6月
达预售项目(个)	4	3	5	8
协议销售面积(万平方米)	37.08	37.07	62.68	12.28
协议销售金额(亿元)	179.31	221.11	337.95	77.42
协议销售均价(元/平方米)	48,357.61	59,644.42	53,913.31	42,272.72
结转收入面积(万平方米)	32.59	33.84	77.20	15.83
结转收入(亿元)	192.01	189.44	233.59	98.97

资料来源：公司提供

注：含公司未纳入合并报表范围合营及联营公司所持项目，合营、联营项目按照权益占比计算。

总体看，公司的房地产业务市场定位明确，同时，公司房地产开发业务集中于一、二线城市，能够为未来销售提供较好的支撑；但需要关注限售、限购及限价等政策对公司现金流及利润空间可能造成的影响。

(4) 持有物业

截至2017年底，公司的投资性房地产包括商铺、厂房、住宅、写字楼、餐饮、公寓和停车场等多种业态，位于深圳、西安和佛山，地理位置优越，且部分投资性房地产位于旅游景区内部。深圳地理位置较好的商铺公司各个项目出租率基本都在90%以上，发展较为成熟；从租金收入来看，2015~2017年公司持有物业租金收入分别为5.81亿元、6.14亿元和6.53亿元，主要系投资物业成熟使得欢乐海岸等项目租金收入有所提升所致，具体情况如下表所示。

表11 截至2017年底公司主要投资性房地产情况(单位：万平方米、万元)

物业名称	位置	建筑面积	业态	入账成本	2015年租金收入	2016年租金收入	2017年租金收入
深圳华侨城房地产有限公司商铺	深圳	0.43	商铺	6,971.78	570.46	580.76	639.16
深圳华侨城房地产有限公司厂房	深圳	22.96	厂房	33,094.68	11,990.06	12,841.45	13,603.18
深圳华侨城房地产有限公司住宅	深圳	9.18	住宅	23,004.37	1,525.99	1,478.46	1,463.17
深圳华侨城房地产有限公司停车场	深圳	52.75	停车场	20,761.73	873.75	996.70	956.01
深圳华侨城房地产有限公司配套	深圳	5.50	配套	2,315.84	601.00	576.68	1,157.15
招商华侨城曦城商业中心7栋	深圳曦城商业中心	0.10	商铺	1,168.79	30.00	0.00	40.00
都市娱乐曲水湾	欢乐海岸	4.59	餐饮	27,795.03	13,700.33	16,069.79	15,245.97
都市娱乐蓝楹国际商务中心	欢乐海岸	1.13	写字楼	7,085.76	3,313.87	3,461.19	3,364.53
都市娱乐购物中心	欢乐海岸	6.85	商场	31,625.26	4,816.93	10,450.44	12,619.29
都市娱乐西区度假公寓	欢乐海岸	5.98	公寓	57,456.13	20,692.28	9,898.60	9,898.60
西安长安国际	西安	5.63	写字楼	79,221.31	0.00	5,005.51	6,274.06

顺德华侨城商铺	佛山	0.47	社区商业	4,605.88	0.00	5.73	69.19
合计	--	115.76	--	295,106.56	58,114.89	61,365.31	65,330.32

资料来源：公司提供

注：1、投资性房地产按照成本法计量；

2、都市娱乐西区度假公寓原采用以租代售模式，但自 2015 年开始部分公寓采用出售模式。

总体看，公司持有性物业租金收入稳定增长，地理位置优越且采用成本法计量具有一定的升值空间。

4. 纸包装业务

公司的纸包装业务主要为各类中高档瓦楞纸板、纸箱、彩盒、纸货架、缓冲材料等纸制品的生产及销售。公司与中国纸制品研发检测中心合作组建“中国包装华南地区纸制品研发检测中心”，是全国仅有的三家纸制品研发检测中心之一，且为唯一的企业合作项目，标志着公司已能参与国家级纸包装行业标准的制定和修改。2015~2017 年，公司纸包装业务的营业收入分别为 8.23 亿元、7.39 亿元和 7.70 亿元。

总体看，公司纸包装业务较为稳定，对收入形成一定补充。

5. 经营效率

2015~2017 年，公司存货周转次数分别为 0.31 次、0.28 次和 0.24 次，呈持续下降态势，主要系公司加大土地储备规模使得存货增加所致；流动资产周转次数分别为 0.44 次、0.38 次和 0.31 次，主要系公司自 2015 年以来加快拿地节奏使得流动资产大幅增长所致；总资产周转次数分别为 0.31 次、0.27 次和 0.23 次，呈持续下降态势，主要系公司资产规模扩张所致。

总体看，公司经营规模持续扩张，营业收入不断增加，经营效率尚可。

6. 经营关注

优质旅游资源稀缺，获取难度大

获取优质的旅游资源是公司拓展旅游业务的重要前提。公司开发的旅游项目主要是大型旅游综合项目，前期投入量大，对项目所在区域的自然环境、居民收入和消费能力、交通和基础设施配套等要求较高。随着公司在国内主要城市布局逐渐完善、旅游行业竞争加剧，优质旅游资源的稀缺程度和获取难度均有所上升。若公司获取优质旅游资源的优势减弱，将对未来业绩增长造成不利影响。

公司面临的旅游市场竞争风险

在我国旅游产业市场，国际巨头渐次到来，国内同行加速崛起，公司面临的竞争将更加激烈。另外，以互联网为核心的新技术带来的消费模式和经营手段的变革，催生出各种新的市场空间和商业模式，进一步加剧了行业竞争。公司国内拥有的主题公园群持续面临临近区域新增的同质化公园及其他类型景区的竞争，对公司潜在游客产生分流。

房地产市场风险

短期内，房地产行业的发展仍存在较大不确定性，主要与行业政策方向及力度相关。公司房地产项目分布主要在一二线城市，易受所在区域房地产市场政策及市场变化的影响。同时，旅游地产的销售周期性较强。

公司在建项目未来投资支出较大，存在一定资本支出压力

公司业务未来的投资主要是两部分，一是对旅游产业的投资和投入，包括欢乐谷和华侨城的

前期开发支出；二是对房地产业务发展必须的土地储备和房地产开发的支出。根据公司投资计划，在建项目投入仍然较大，新增投资可能给公司带来一定的资本支出压力。

7. 未来发展

公司将强化创新、加快升级、培育新动能，以主题公园领导者、旅游产业领军者、城镇化价值实现者为定位目标，继续运营短平快、轻资产、可以产生即期效益的项目，积极实现“文化+旅游+城镇化”和“旅游+互联网+金融”发展模式下的经济价值。

新战略期，公司将构建三大业务领域：一是打造以欢乐谷开发及运营业务为核心，以周边微度假游景区、大型目的游景区运营业务为两翼，以酒店业务、旅游国际化业务、旅游互联网业务、旅游规划策划业务为延伸的旅游综合业务体系；二是打造以住宅业务为核心，以商业地产开发与运营、物业管理业务为两翼，以“地产+养老、教育、社区金融”为探索领域的房地产综合业务体系；三是针对有业务关联，有良好成长潜力的企业进行财务性投资。

总体看，公司战略思路清晰，符合公司未来发展需求。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年年度财务报告经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了无保留意见的审计报告，公司 2018 年半年度财务报告未经审计。从合并范围来看，2016 年公司合并范围子公司比上年度增加 10 户，减少 1 户；2017 年公司合并范围子公司比上年度增加 31 户，减少 13 户；2018 年半年度公司合并范围子公司比上年度增加 23 户，减少 1 户。截至 2018 年 6 月底，公司纳入合并范围的各级子公司共 168 家。公司财务报表按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 42 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》（2014 年修订）的披露规定编制。总体看，公司主营业务未发生变化，2017 年财政部新颁布的会计政策对公司财务数据影响较小，公司财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 2,174.63 亿元，负债合计 1,519.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益）654.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 520.48 亿元。2017 年，公司实现营业收入 423.41 亿元，净利润（含少数股东损益）93.18 亿元，其中归属于母公司的净利润 86.43 亿元；经营活动产生的现金流量净额-77.00 亿元，现金及现金等价物净增加额 121.43 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司合并资产总额 2,568.23 亿元，负债合计 1,882.09 亿元，所有者权益（含少数股东权益）686.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 538.48 亿元。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 147.18 亿元，净利润（含少数股东损益）22.99 亿元，其中归属于母公司净利润 20.14 亿元；经营活动产生的现金流量净额-92.45 亿元，现金及现金等价物净增加额 140.96 亿元。

2. 资产质量

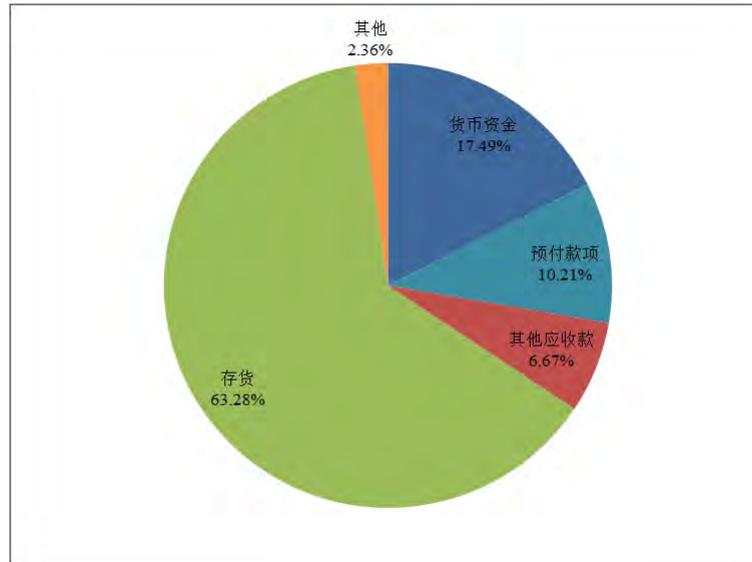
2015~2017 年，公司资产规模逐年快速增加，年均复合增长率为 37.35%，主要系流动资产增加所致。截至 2017 年底，公司资产总额 2,174.63 亿元，其中，流动资产占 76.64%，非流动资产

占 23.36%，以流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产不断增长，年均复合增长 42.63%，主要系存货增加所致。截至 2017 年底，公司流动资产为 1,666.61 亿元，较年初增长 56.95%，主要系存货和货币资金增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占 17.49%）、预付款项（占 10.21%）、其他应收款（占 6.67%）和存货（占 63.28%）构成。具体情况如下图所示。

图 8 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2015~2017 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 38.82%。截至 2017 年底，公司货币资金余额为 291.56 亿元，较年初大幅增长 87.02%，变化较大，主要系公司筹资活动现金流入规模大幅增加所致；其中，受限资金 16.47 亿元，占比为 5.65%，受限规模较年初小幅提升，主要是用于办理银行承兑汇票及各种保函的保证金。

2015~2017 年，公司预付款项主要是预付购买土地诚意金和预付工程款等，年均复合增长 13.28%，呈波动增长态势。截至 2016 年底，公司预付款项合计 178.23 亿元，较年初增长 34.44%，主要系公司于深圳、南京、南昌、上海、武汉等地增加土地储备使得预付的土地款增加所致。截至 2017 年底，公司预付款项为 170.13 亿元，较年初减少 4.54%。

2015~2017 年，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 149.57%。截至 2017 年底，公司其他应收款为 111.08 亿元，较年初增长 3.62 倍，主要系应收关联方款项增加所致，对公司资金形成一定的占用；其他应收款余额中，按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款 111.46 亿元，其中，按账龄组合计提坏账准备的其他应收款（主要为一年以内的其他应收款，占 60.46%）占 3.78%，按关联方组合计提坏账准备的其他应收款占 47.74%，按款项性质组合计提坏账准备的其他应收款占 48.47%；公司计提坏账准备 0.55 亿元，占其他应收款余额的 0.49%；公司前五名其他应收款余额为 84.50 亿元，占其他应收款年末余额的 75.69%，全部属于关联方组合或款项性质组合，未计提坏账准备。

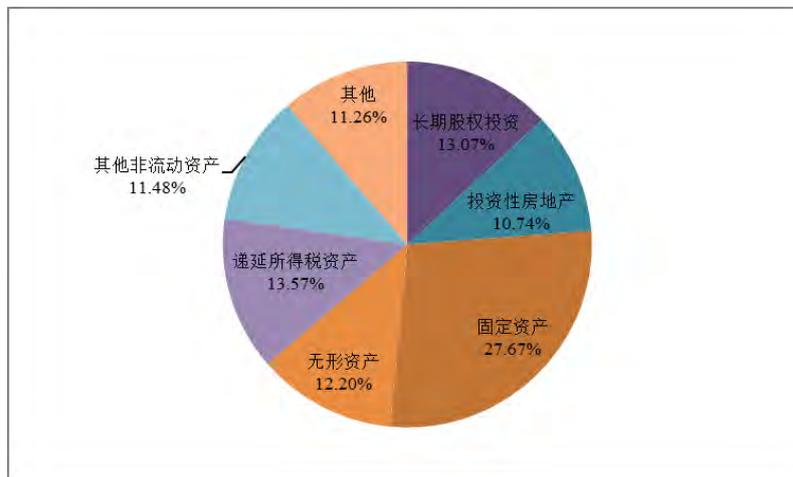
公司存货由房地产存货和非房地产存货构成；其中，房地产存货为主要构成部分。2015~2017 年，公司存货余额分别为 511.92 亿元、679.71 亿元和 1,054.58 亿元，年均复合增长 43.53%，呈

持续增长趋势。截至 2017 年底，公司存货较年初大幅增长 55.15%，主要系当年新增土地储备较多以及项目建设开发投入增加的共同影响所致；存货主要由开发成本（占比 89.24%）和开发产品（占比 10.56%）构成；截至 2017 年底，公司累计计提存货跌价准备 0.25 亿元（主要因开发成本和开发产品可变现净值低于账面成本而计提存货跌价准备 0.23 亿元），考虑到公司房地产开发项目的地理位置，存货减值可能性较低，存货跌价准备计提较为合理；用于债务担保的存货余额为 2.29 亿元。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产不断增长，年均复合增长 23.44%。截至 2017 年底，公司非流动资产 508.02 亿元，较年初增长 26.51%，主要系其他非流动资产增加所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 13.07%）、投资性房地产（占 10.74%）、固定资产（占 27.67%）、无形资产（占 12.20%）、递延所得税资产（占 13.57%）和其他非流动资产（占 11.48%）构成。具体情况如下图所示。

图 9 截至 2017 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2015~2017 年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 180.55%。截至 2016 年底，公司长期股权投资 53.22 亿元，较年初增加 44.79 亿元，主要系公司新增对联营企业渤海证券股份有限公司、武汉首茂城置业有限公司和成都体育产业有限责任公司的投资所致。截至 2017 年底，公司长期股权投资 66.39 亿元，较年初增长 24.73%，主要系新增对民生教育集团有限公司等的投资所致；2017 年，公司权益法下确认长期股权投资收益 2.19 亿元。

2015~2017 年，公司投资性房地产（采用成本法计量）分别为 33.46 亿元、42.45 亿元和 54.59 亿元，年均复合增长率为 27.72%，主要系存货、固定资产和在建工程转入所致。截至 2017 年底，公司投资性房地产累计折旧为 15.84 亿元，有一定升值空间；其中，尚未办妥产权证书的房屋建筑账面价值为 22.97 亿元，使用权受限的投资性房地产 2.29 亿元。

2015~2017 年，公司固定资产账面价值年均复合下降 3.24%，呈持续下降态势。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 140.57 亿元，同比减少 3.74%，主要系出售文旅科技、泰州华侨城和侨禧投资等子公司股权使得合并范围变动所致；主要由房屋及建筑物（占比 66.80%）、机器设备（占比 23.67%）、运输工具（占比 0.42%）、电子设备（占比 4.43%）构成，累计计提折旧 106.34 亿元，固定资产成新率 55.62%，成新率较低。

2015~2017年，公司无形资产波动增长，年均复合增长17.49%。截至2017年底，公司无形资产为61.99亿元，较年初增长42.25%，主要系购置土地使用权所致；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99.46%，未计提跌价准备。

2015~2017年，公司递延所得税资产持续增长，年均复合增长34.05%，主要因负债的账面价值与计税基础不同而形成的递延所得税资产增加所致。截至2017年底，公司递延所得税资产为68.94亿元，较年初增长28.93%。

2015~2017年，公司其他非流动资产波动增长，年均复合增长80.52%。截至2016年底，公司其他非流动资产0.17亿元，较年初减少17.74亿元，主要系公司支付了购买子公司少数股东股权款和成都华侨城下属公司购买股权及增资款所致；截至2017年底，公司其他非流动资产58.35亿元，较年初增加58.18亿元，主要系公司于2017年全部转让北京侨禧投资有限公司的股权后不再将其纳入合并范围，应收其委托贷款不再内部抵消而计入其他非流动资产科目所致。

截至2017年底，公司所有权或使用权受限制的资产共计48.36亿元，占总资产规模的2.22%，受限比例较低，主要为用于抵押的存货。

截至2018年6月底，公司资产总额为2,568.23亿元，较年初增长18.10%，主要系公司融资借入的资金大于偿还债务的资金使得公司货币资金增加，以及新增土地储备和项目建设开发投入增加的共同影响所致。其中，流动资产占比80.05%，非流动资产占比19.95%，流动资产占比小幅提升。

总体看，公司资产规模较大，流动资产中货币资金较充裕，存货占比较大且地理位置较好；非流动资产中投资性房地产以成本法计量，有一定升值空间。公司资产受限比例低，整体资产质量好。

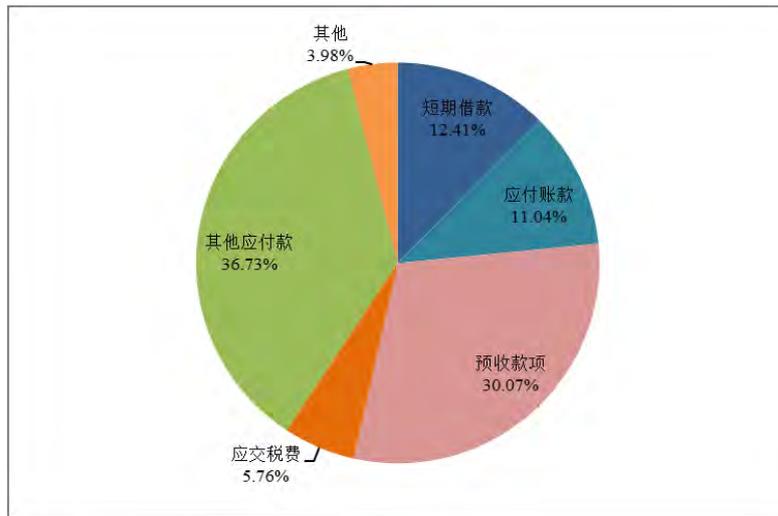
3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017年，公司负债不断增长，年均复合增长44.20%，主要系流动负债的增加所致。截至2017年底，公司负债总额为1,519.87亿元，较年初增长54.73%；其中，流动负债和非流动负债分别占比67.63%和32.37%。

2015~2017年，公司流动负债年均复合增长53.68%，呈持续增长态势。截至2017年底，公司流动负债合计1,027.94亿元，较年初增长43.18%，主要系预收款项和其他应付款大幅增加所致；主要由短期借款（占比12.41%）、应付账款（占比11.04%）、预收款项（占比30.07%）、应交税费（占比5.76%）和其他应付款（占比36.73%）构成。具体情况如下图所示。

图 10 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2015~2017 年，公司短期借款持续增长，年均复合增长 71.48%。截至 2017 年底，公司短期借款 127.58 亿元，较年初增长 121.63%，主要系资金周转规模增大使得借款增加所致；公司短期借款中担保借款占 4.31%、委托借款占 0.31%、信用借款占 95.38%。

2015~2017 年，公司应付账款持续增长，年均复合增长 14.74%。截至 2017 年底，公司应付账款 113.46 亿元，较年初增长 14.09%，主要系随着业务规模的扩大应付工程款有所增加所致。

公司预收款项主要为已经签订商品房销售合同，但未达到竣工结算条件的项目收取的售楼款。2015~2017 年，公司预收款项逐年持续大幅增长，年均复合增长 123.44%。截至 2017 年底，公司预收款项 309.10 亿元，较年初增长 104.99%，主要系深圳香山里项目、招商华侨城红山项目、顺德天鹅湖项目以及深圳天鹅湖花园项目预收房款增加所致。

2015~2017 年，公司应交税费持续增长，年均复合增长 63.43%。截至 2017 年底，公司应交税费为 59.26 亿元，较年初增长 53.41%，主要为应交企业所得税和土地增值税。

2015~2017 年，公司其他应付款主要为计取的工程保证金和按照清算口径预提的土地增值税，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长率为 38.93%，主要系公司基于清算口径计提的土地增值税余额增加所致。公司根据国税发[2006]187 号文《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，2015~2017 年公司土地增值税余额分别为 130.76 亿元、158.66 亿元和 187.70 亿元。截至 2017 年底，公司其他应付款余额 377.59 亿元，较年初增长 46.16%；其他应付款中一年以内的占 48.16%，1~2 年的占 24.18%，2~3 年的占 10.42%，3 年以上的占 17.24%。

非流动负债

2015~2017 年，公司非流动负债分别为 295.67 亿元、264.36 亿元和 491.94 亿元，年均复合增长率为 28.99%，波动增长主要系长期借款影响所致；公司非流动负债主要由长期借款（占比 90.88%）和应付债券（占比 7.10%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款余额分别为 281.11 亿元、228.98 亿元和 447.06 亿元，年均复合增长率为 26.11%。截至 2016 年底，公司长期借款较年初下降 18.54%，主要系 1 年内到期的长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。截至 2017 年底，公司长期借款较年初大幅增长 95.24%，主要系资金周转规模增大使得借款增加所致；若将一年内到期的长期借款加总回来，保证借款为

132.37 亿元、信用借款为 174.37 亿元、抵押贷款为 7.45 亿元、委托贷款（均为公司向母公司华侨城集团的借款）为 160.77 亿元；从到期期限来看，公司将于 2019 年到期的长期借款为 4.50 亿元、2020 年到期的为 42.70 亿元、2021 年到期的为 202.05 亿元，2022 年及以后到期的为 197.81 亿元，虽然 2021 年存在一定的集中偿付压力，但考虑到公司的融资渠道，实际偿还压力不大。

2015~2017 年，公司应付债券余额分别为 10.00 亿元、34.90 亿元和 34.92 亿元，年均复合增长率为 86.86%。截至 2016 年底，公司应付债券余额为 34.90 亿元，较 2015 年底增加 248.95%，主要系 2016 年公司发行“16 侨城 01（3+2 年）”以及“16 侨城 02（5+2 年）”所致。截至 2017 年底，公司应付债券较年初增长 0.06%，变化不大。

2015~2017 年，公司全部债务规模逐年增长，年均复合增长率为 33.86%，主要系业务规模扩大使得资金需求增加所致。截至 2017 年底，公司全部债务为 637.68 亿元，较年初增长 50.51%，其中短期债务和长期债务分别占比 24.41%和 75.59%，以长期债务为主。2015~2017 年，公司资产负债率分别为 63.41%、67.12%和 69.89%，主要系预收款项规模大幅增加所致；全部债务资本化比率分别为 45.76%、46.82%和 49.34%；长期债务资本化比率分别为 41.18%、35.42%和 42.40%，债务处于合理水平。

截至 2018 年 6 月底，公司负债合计 1,882.09 亿元，较年初增长 23.83%，主要系预收购房款增加、长期借款规模扩大以及发行公司债券的共同影响所致，其中流动负债占比 57.17%。截至 2018 年 6 月底，公司长期借款增加 218.25 亿元至 665.31 亿元；应付债券增加 94.71 亿元至 129.63 亿元，主要系公司发行总规模为 95 亿元的“18 侨城 01”、“18 侨城 02”、“18 侨城 03”、“18 侨城 04”、“18 侨城 05”和“18 侨城 06”所致。截至 2018 年 6 月底，公司全部债务为 925.44 亿元，较年初增长 45.12%，主要系发行公司债券以及长期借款增加所致；其中长期债务占比 85.90%，债务结构进一步优化。截至 2018 年 6 月底，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分别为 73.28%、57.42%和 53.67%，较年初分别增加 3.39 个百分点、8.08 个百分点和 11.27 个百分点，债务负担有所加重，但仍处于相对合理水平；若考虑子公司发行的 8.00 亿美元的永续债，债务指标会略高于上述测算值。

总体看，随着业务规模的扩大，公司整体负债规模快速增长；负债结构以流动负债为主，债务负担有所加重，但仍属合理水平。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长率为 24.60%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 654.76 亿元，较年初增长 36.08%，主要系未分配利润及少数股东权益增长的共同影响所致；其中，少数股东权益大幅增长主要系子公司华侨城（亚洲）发行永续债 8.00 亿美元、收购项目公司部分股权取得控制权新增少数股东权益以及新设立公司吸收少数股东投资所致。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 520.48 亿元，少数股东权益为 134.27 亿元；归属于母公司所有者权益中，股本占 15.76%，资本公积占比 10.83%，盈余公积占 6.93%，未分配利润占 66.98%。公司所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性有待提升。

截至 2018 年 6 月底，公司所有者权益合计 686.15 亿元，较年初增长 4.79%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致，权益结构较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比偏高，少数股东权益规模大幅增长，所有者权益稳定性有待提升。

4. 盈利能力

2015~2017年，公司的营业收入分别为322.36亿元、354.81亿元和423.41亿元，年均复合增长14.61%；净利润分别为52.43亿元、73.11亿元和93.18亿元，年均复合增长33.31%，净利润增幅大于营业收入增幅，主要系公司投资收益大幅增加所致。

从期间费用方面来看，2015~2017年，公司期间费用波动增长，分别为41.71亿元、41.65亿元和52.73亿元，年均复合增长12.43%，主要系财务费用的增加所致；2017年，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为27.40%、42.29%和30.31%。2015~2017年，公司财务费用持续增长，年均复合增长率为41.75%，2017年公司财务费用为15.98亿元，同比增长72.09%，主要系借款增加导致计入财务费用的利息支出相应增长所致；管理费用波动增长，年均复合增长率为1.51%，2017年管理费用同比增长12.19%，主要系人工成本增加所致；销售费用逐年增长，年均复合增长9.17%，2017年销售费用较上年增加主要系市场开拓费用增加所致。

从利润构成来看，2015~2017年，公司资产减值损失（均为资产处置收益）分别占当年营业利润的1.03%、1.34%和5.39%，不具持续性；公司投资收益分别占当年营业利润的5.22%、7.27%和39.33%，2017年占比提升明显，主要系出售股权以及丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量产生利得增长的共同影响所致，但可持续性较弱。营业外收入方面，2015~2017年，公司营业外收入分别占当年利润总额的6.57%、9.62%和5.34%，主要来源于政府补助（主要为旅游度假区奖励金），营业外收入对利润影响不大。

从盈利指标来看，2015~2017年，公司营业利润率分别为33.41%、34.46%和31.46%；总资本收益率分别为8.70%、9.85%和10.12%；总资产报酬率为7.82%、7.97%和8.04%；净资产收益率分别为14.09%、16.19%和16.41%，上述盈利指标近三年均基本保持稳定。

2018年1~6月，公司实现营业收入147.18亿元，同比增长6.74%，主要系公司房地产业务板块结转收入增加所致；实现净利润22.99亿元，同比增长27.53%，主要系投资收益同比增加所致。

总体看，公司收入和盈利规模逐年增长，2017年投资收益对公司利润贡献较大，该部分可持续性较弱；公司整体盈利能力很强。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2015~2017年，公司经营活动产生的现金流入分别为363.23亿元、524.88亿元和785.43亿元，呈持续增长态势，主要系公司房地产当期销售规模和旅游综合收入增加所致；经营活动产生的现金流出分别为381.96亿元、480.84亿元和862.43亿元，2017年经营活动产生的现金流出规模增幅较大，主要系当年公司新增购地支出、房地产开发规模扩大，以及支付的往来款项、押金、保证金等增加所致。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-18.72亿元、44.04亿元和-77.00亿元；2016年公司经营活动产生的现金流量净额由净流出转为净流入，主要系签约销售收入增加所致；2017年公司经营活动产生的现金流量净额由净流入转为净流出，主要系公司进入快速发展阶段，加快布局，通过土地招拍挂程序获取了较大量的土地，支付了300多亿的土地价款所致。

从投资活动情况来看，2015~2017年，公司投资活动产生的现金流入分别为8.40亿元、19.18亿元和72.80亿元，呈持续增长态势，2017年流入增多主要系处置子公司股权（20.78亿元）、收回银行保本产品（11.60亿元）、收回泰州华侨城委托贷款（10.80亿元）、收回企业往来款（10.61亿元）的共同影响所致；投资活动产生的现金流出分别为56.66亿元、93.48亿元和166.15亿元，呈持续增长态势，2017年增长较快主要系公司购买信和置业（成都）有限公司80%股权所致；综

上，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-48.26亿元、-74.30亿元和-93.35亿元。

从筹资活动情况来看，公司筹资活动产生的现金流入分别为256.01亿元、362.64亿元和1,037.25亿元，呈持续增长态势，2017年增幅较大，主要系子公司华侨城（亚洲）发行永续债8.00亿美元（计入其他与筹资活动有关的现金流入）以及开发资金需求扩大使得长期借款增加共同影响所致；筹资活动产生的现金流出分别为178.96亿元、329.05亿元和743.99亿元，呈持续增长态势，主要系偿还债务所致；综上，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为77.05亿元、33.59亿元和293.26亿元。

2018年1~6月，公司经营活动现金流量净额为-92.45亿元，上年同期为-176.93亿元，主要系销售回款增加所致；投资活动现金流量净额为-61.60亿元，上年同期为-14.89亿元，主要系当年股权投资增加所致；筹资活动现金流量净额为296.49亿元，同比增长40.56%，主要系公司规模扩大，投资增加，相关筹资借款增加所致。

总体看，公司经营活动现金流量有一定波动性，对现金的需求量较大；受收购股权的影响，公司投资活动呈持续净流出状态；公司筹资活动现金流净额增长明显，筹资能力较强。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年底，公司流动比率分别为1.88倍、1.48倍和1.62倍，速动比率分别为0.71倍、0.53倍和0.60倍，均呈波动下降态势。其中，2016年公司流动比率和速动比率下降主要系当年预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债增加使流动负债大幅增加所致；2017年公司流动比率和速动比率提升主要系当年公司筹资活动现金流入规模大幅增加以及为2018年拍地预留的货币资金大幅增加所致。2015~2017年，公司现金短期债务比分别为2.51倍、0.98倍和1.88倍，2016年现金类资产对短期债务覆盖能力有所减弱，主要系短期债务大幅增长所致，2017年现金类资产对短期债务覆盖能力有所增强，主要系货币资金大幅增加所致。考虑到公司存货价值较大，且具有一定变现的能力，整体看公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA分别为100.04亿元、123.86亿元和167.18亿元，以利润总额为主。2017年，公司EBITDA中折旧占比10.86%、摊销占比1.70%、计入财务费用的利息支出占比10.77%、利润总额占比76.67%。2015~2017年，公司EBITDA利息倍数分别为7.46倍、9.01倍和5.61倍，保持在较高水平；EBITDA全部债务比分别为0.28倍、0.29倍和0.26倍，呈波动下降态势，EBITDA对全部债务覆盖程度尚可。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至2018年6月底，公司合并口径的银行授信额度合计约为1,245.00亿元，已使用额度530.48亿元，尚余授信额度约为714.52亿元，公司间接融资管道畅通；同时，公司作为深圳证券交易所上市公司，具有在资本市场融资的便利条件，直接融资管道畅通。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10440305001834903），截至2018年11月7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。

截至2018年6月底，除为按揭房业主提供自按揭银行放款之日起至按揭银行收到购房业主房地产证之日止阶段性连带担保金额为152.05亿元，公司合并范围层面对外担保余额37.86亿元，占公司净资产的5.52%，公司对外担保规模一般，被担保企业均为关联方，或有负债风险可控。

截至2018年6月底，公司及其下属子公司不存在尚未了结的或可预见的、根据上市规则需做披露并可能对公司的财务状况、经营成果产生实质性不利影响的重大诉讼、仲裁或行政处罚。

总体看，公司主营业务获现能力较强，盈利水平较高，对债务偿还形成较好保障，公司整体偿债能力极强。

八、本次（期）债券偿债能力分析

1. 本次（期）债券的发行对目前债务的影响

截至 2018 年 6 月底，公司全部债务总额 925.44 亿元，本次债券发行规模为 88.00 亿元（占目前公司全部债务的 9.51%），本期债券发行规模为 25.00 亿元（占目前公司全部债务的 2.70%），相对于公司债务规模，本次（期）债券发行规模对公司债务规模影响一般。

以 2018 年 6 月底财务数据为基础，若本次募集资金总额为 88.00 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 74.17%、59.63%和 56.27%，较发债前分别提高 0.89 个百分点、2.20 个百分点和 2.60 个百分点，债务负担略有加重。考虑到公司募集资金将全部用于偿还存续期公司债券，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可能低于上述值。

以 2018 年 6 月底财务数据为基础，若本期募集资金总额为 25.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 73.54%、58.07%和 54.44%，较发债前分别提高 0.26 个百分点、0.65 个百分点和 0.77 个百分点，债务负担略有加重。考虑到公司募集资金将全部用于偿还存续期公司债券，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可能低于上述值。

2. 本次（期）债券偿债能力分析

以 2017 年底的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 167.18 亿元，为本次债券发行额度（88 亿元）的 1.90 倍，对本次债券覆盖程度较高。2017 年公司经营活动产生的现金流入量为 785.43 亿元，为本次债券发行额度的 8.93 倍，对本次债券覆盖程度高。

以 2017 年底的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 167.18 亿元，为本期债券发行额度（25 亿元）的 6.69 倍，对本期债券覆盖程度较高。2017 年公司经营活动产生的现金流入量为 785.43 亿元，为本期债券发行额度的 31.42 倍，对本期债券覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位、盈利能力等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力极强。

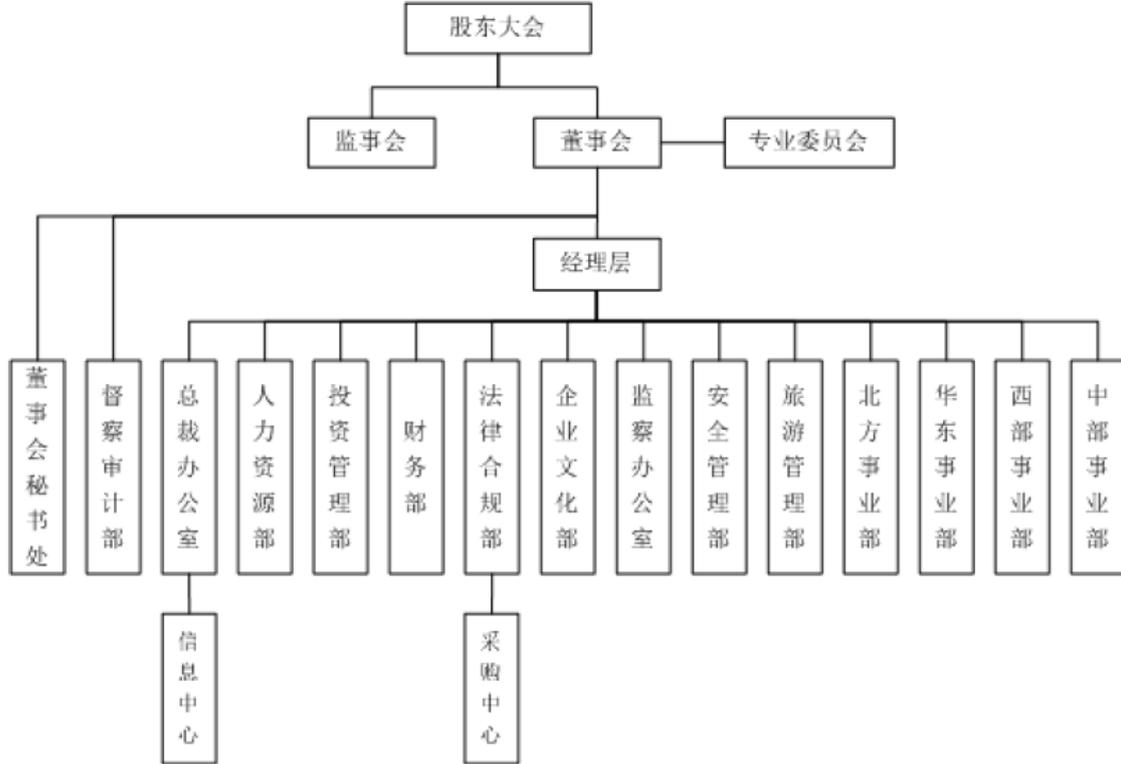
九、综合评价

公司作为华侨城集团的上市公司之一，在旅游开发、房地产运营尤其是成片综合开发等方面具备综合竞争优势。公司主营业务毛利率处于较高水平，整体盈利能力很强；2016 年以来，公司新增一二线城市土地储备量较大，旅游资源也在不断扩充和开业，可为未来经营提供良好的支撑。同时，联合评级也关注到旅游行业市场竞争激烈、旅游项目经营风险较高、未来资本支出压力较大、经营活动净现金流呈现净流出以及债务规模增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

伴随着国内旅游行业的快速发展和产业升级，公司收入及利润水平将有望提升，并且公司房地产业务具有综合开发和地理位置的优势，能够保持一定的发展空间。同时，公司在建项目地理位置较好，随着项目的陆续销售，公司的盈利较有保证，公司整体信用状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 深圳华侨城股份有限公司 组织结构图



附件 2 深圳华侨城股份有限公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
资产总额 (亿元)	1,152.66	1,463.45	2,174.63	2,568.23
所有者权益 (亿元)	421.76	481.16	654.76	686.15
短期债务 (亿元)	60.66	159.78	155.69	130.48
长期债务 (亿元)	295.23	263.90	482.00	794.96
全部债务 (亿元)	355.89	423.68	637.68	925.44
营业收入 (亿元)	322.36	354.81	423.41	147.18
净利润 (亿元)	52.43	73.11	93.18	22.99
EBITDA (亿元)	100.04	123.86	167.18	--
经营性净现金流 (亿元)	-18.72	44.04	-77.00	-92.45
流动资产周转次数 (次)	0.44	0.38	0.31	--
存货周转次数 (次)	0.31	0.28	0.24	--
总资产周转次数 (次)	0.31	0.27	0.23	--
现金收入比率 (%)	107.34	130.95	133.85	163.81
总资本收益率 (%)	8.70	9.85	10.12	--
总资产报酬率 (%)	7.82	7.97	8.04	--
净资产收益率 (%)	14.09	16.19	16.41	--
营业利润率 (%)	33.41	34.46	31.46	35.71
费用收入比 (%)	12.94	11.74	12.45	15.29
资产负债率 (%)	63.41	67.12	69.89	73.28
全部债务资本化比率 (%)	45.76	46.82	49.34	57.42
长期债务资本化比率 (%)	41.18	35.42	42.40	53.67
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.46	9.01	5.61	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.28	0.29	0.26	--
流动比率 (倍)	1.88	1.48	1.62	1.91
速动比率 (倍)	0.71	0.53	0.60	0.75
现金短期债务比 (倍)	2.51	0.98	1.88	3.36
经营现金流动负债比率 (%)	-4.30	6.13	-7.49	-8.59
EBITDA/本次发债额度 (倍)	1.14	1.41	1.90	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	2.00	2.48	3.34	--

注：1、由于 2018 年半年度财务数据未经审计，相关指标未列示。2、公司长期应付款计入长期债务。

附件3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
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) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
流动资产周转次数	营业收入/[(期初流动资产+期末流动资产)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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%
盈利指标	
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-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(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
短期偿债能力指标	
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)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期债券发行额度
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/本期债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券发行额度

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

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 4 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。

联合信用评级有限公司关于 深圳华侨城股份有限公司 2019 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年深圳华侨城股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

深圳华侨城股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。深圳华侨城股份有限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，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注深圳华侨城股份有限公司的相关状况，如发现深圳华侨城股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，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，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如深圳华侨城股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至深圳华侨城股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送深圳华侨城股份有限公司、监管部门等。





中华人民共和国 证券市场资信评级业务许可证

公司名称：联合信用评级有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：万华伟

注册地址：天津市南开区水上公园北道38号爱偃园公寓508

编号：ZPJ005

中国证券监督管理委员会(公章)

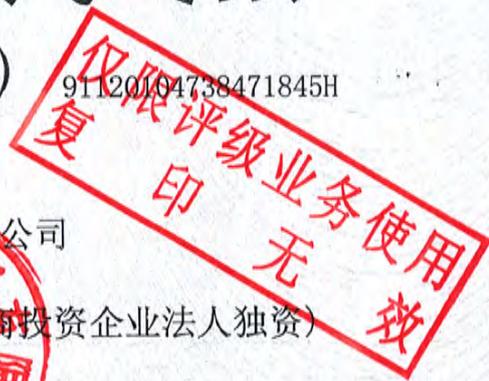
2018年 8月 29日

仅限评级业务使用
复印无效



营业执照

(副本)
统一社会信用代码 91120104738471845H



名称 联合信用评级有限公司

类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)

住所 天津市南开区水上公园北道38号爱俪园公寓508

法定代表人 万华伟

注册资本 叁仟万元人民币

成立日期 二00二年五月十日

营业期限 2002年05月10日至 2032年05月09日

从事企业资信评估及相关业务的人员培训、咨询服务(不含中介);从事证券市场资信评级业务。(国家有专项专营规定的按国家专项专营规定办理)



登记机关



2018年07月09日

每年1月1日至6月30日,应登录公示系统报送年度报告,逾期列入经营异常名录

中国证券业执业证书

执业注册记录



证书取得日期 2016-10-22

姓名: 支亚梅

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 联合信用评级有限公司

编号: R0040216100002

仅限评级业务使用
复印无效



2019年01月11日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



证书取得日期 2018-02-04

证书有效截止日期 2020-12-31

姓名: 王进取

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 联合信用评级有限公司

编号: R0040218020003



2018年04月03日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。