

跟踪评级公告

联合〔2020〕1514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：

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公开发行的“16 侨城 02”“18 侨城 01”“18 侨城 02”“18 侨城 03”“18 侨城 04”“18 侨城 05”“18 侨城 06”和“19 侨城 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：  

二〇二〇年六月十八日

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)

深圳华侨城股份有限公司

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
16 侨城 02	10.00 亿元	5+2	AAA	AAA	2019/5/24
18 侨城 01	25.00 亿元	3+2	AAA	AAA	2019/5/24
18 侨城 02	10.00 亿元	5+2	AAA	AAA	2019/5/24
18 侨城 03	20.00 亿元	3+2	AAA	AAA	2019/5/24
18 侨城 04	30.00 亿元	5+2	AAA	AAA	2019/5/24
18 侨城 05	8.00 亿元	3+2	AAA	AAA	2019/5/24
18 侨城 06	2.00 亿元	5+2	AAA	AAA	2019/5/24
19 侨城 01	25.00 亿元	3+2	AAA	AAA	2019/5/24

跟踪评级时间: 2020 年 6 月 18 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 (亿元)	2,180.10	2,955.26	3,796.20
所有者权益 (亿元)	654.75	771.84	949.93
长期债务 (亿元)	481.98	705.48	826.12
全部债务 (亿元)	637.67	924.25	1,179.03
营业收入 (亿元)	423.41	481.56	600.25
净利润 (亿元)	93.18	112.67	143.42
EBITDA (亿元)	167.18	202.59	244.45
经营性净现金流 (亿元)	-79.14	-100.45	-51.88
营业利润率 (%)	31.46	39.26	35.29
净资产收益率 (%)	16.41	15.80	16.66
资产负债率 (%)	69.97	73.88	74.98
全部债务资本化比率 (%)	49.34	54.49	55.38
流动比率 (倍)	1.62	1.61	1.49
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.26	0.22	0.21
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.61	3.34	2.89
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.29	1.56	1.88

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. 2017 年及 2018 年数据以期初追溯调整数据为准。4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。5. 由于计算公式不一致, 本报告部分财务指标与公司年报可能存在不一致的情况

评级观点

跟踪期内, 深圳华侨城股份有限公司 (以下简称“公司”) 仍以文化旅游和房地产开发销售为主营业务, 公司各项主营业务运营良好。2019 年, 公司主营业务毛利率仍处于较高水平, 整体仍保持着很强的盈利能力; 公司新增土地储备规模较大, 房地产项目扩张较快, 可为未来经营提供良好的支撑, 此外, 公司控股股东华侨城集团有限公司 (以下简称“华侨城集团”) 仍然在资金支持等方面给予了公司有力支持。联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 同时也关注到旅游项目经营风险较高、2020 年爆发的新冠疫情对文旅行业冲击明显、未来资本支出压力较大以及债务规模快速增长等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司在建项目地理位置较好, 随着项目的陆续销售, 公司盈利较有保证, 公司整体信用状况有望保持稳定。

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“16 侨城 02”“18 侨城 01”“18 侨城 02”“18 侨城 03”“18 侨城 04”“18 侨城 05”“18 侨城 06”和“19 侨城 01”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 控股股东对公司的支持力度大。公司借款中来自华侨城集团的委托贷款规模仍然很大; 控股股东在资金支持等方面给予了公司有力支持。

2. 公司文旅及房地产业务布局好, 同时新增土储仍然保持在较大规模。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; 房地产业务方面, 2019 年公司仍然保持了较大的新增土储规模, 且重点布局在一二线城市, 具有较好的销售前景。



3. 公司资产质量好，主营业务盈利能力仍然很强。公司资产质量高，受限比例低，且投资性房地产采用成本法计量；主营业务毛利率维持在较高水平，盈利能力仍然很强。

关注

1. 文化旅游行业竞争激烈，同时 2020 年爆发的疫情对公司旅游综合业务冲击明显。文化旅游市场的竞争较激烈，随着越来越多的企业进入该行业，公司的旅游综合业务面临一定的经营压力；此外，2020 年爆发的新冠疫情对公司旅游及酒店等业务形成较大冲击。

2. 公司仍然面临较大的资金支出压力。2019 年，公司仍然保持了较大规模的新增土地储备投入力度，在建、拟建项目投入仍然较大；旅游综合业务需要垫付大量资金，新增投资给公司带来一定的资金压力；经营活动仍然呈现净流出状态。同时，公司债务规模快速增长，债务负担有所加重。

分析师

支亚梅 登记编号（R004021610002）

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：



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。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），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股份有限公司，2010年7月9日公司更名为现名。经多次增发、送股、资本公积转增股份等，截至2019年底，公司注册资本82.02亿元，华侨城集团有限公司（以下简称“华侨城集团”）持有公司47.01%的股权，仍为公司控股股东；实际控制人仍为国务院国资委，具体情况如下图所示。

图1 截至2019年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

公司经营范围未发生变化。跟踪期内，公司组织结构发生调整，撤销纪检监察部，新设综合监督室、执纪审查室、案件审理室；新设深圳华侨城华腾投资有限公司、深东事业部和深西事业部。

截至2019年底，公司合并资产总额3,796.20亿元，负债合计2,846.27亿元，所有者权益949.93亿元，其中归属于母公司所有者权益686.37亿元。2019年，公司实现营业收入600.25亿元，净利润143.42亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润123.40亿元；经营活动产生的现金流量净额-51.88亿元，现金及现金等价物净增加额112.90亿元。

公司注册地址：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、债券发行及募集资金使用情况

2016年3月21日，经中国证券监督管理委员会证监许可〔2016〕567号文核准，公司获准向规定的合格投资者公开发行面值不超过人民币130亿元（含人民币130亿元）的公司债券。2016年4月，公司完成了2016年公司债券（第一期）35亿元的发行，其中：品种一债券“16侨城01”规模为人民币25亿元，已于2019年8月提前到期，品种二债券“16侨城02”规模为人民币10亿元；2018年1月，公司完成了2018年公司债券（第一期）35亿元的发行，其中：品种一债券“18侨城01”规模为人民币25亿元，品种二债券“18侨城02”规模为人民币10亿元；2018年2月，公司完成了2018年公司债券（第二期）50亿元的发行，其中：品种一债券“18侨城03”规模为人民币20亿元，品种二债券“18侨城04”规模为人民币30亿元；2018年3月，公司完成了2018年公司债券（第三期）10亿元的发行，其中：品种一债券“18侨城05”规模为人民币

8 亿元，品种二债券“18 侨城 06”规模为人民币 2 亿元。2019 年 1 月 14 日，经中国证券监督管理委员会证监许可（2019）63 号文核准，公司获准公开发行面值不超过人民币 88 亿元（含人民币 88 亿元）的公司债券。2019 年 3 月，公司完成了 2019 年公司债券（第一期）（品种一）25 亿元的发行，具体情况如下表所示。

表 1 截至报告出具日本报告所跟踪债项明细

项目	名称	证券代码	上市日期	起息日	到期日	余额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)
2016 年公司债券（第一期）	16 侨城 02	112377.SZ	2016/05/12	2016/04/13	2023/04/13	10.00	7（5+2）	3.40
2018 年公司债券（第一期）	18 侨城 01	112634.SZ	2018/03/05	2018/01/18	2023/01/18	25.00	5（3+2）	5.59
	18 侨城 02	112635.SZ	2018/03/05	2018/01/18	2025/01/18	10.00	7（5+2）	5.70
2018 年公司债券（第二期）	18 侨城 03	112642.SZ	2018/04/20	2018/02/05	2023/02/05	20.00	5（3+2）	5.54
	18 侨城 04	112643.SZ	2018/04/20	2018/02/05	2025/02/05	30.00	7（5+2）	5.74
2018 年公司债券（第三期）	18 侨城 05	112655.SZ	2018/05/11	2018/03/12	2023/03/12	8.00	5（3+2）	5.35
	18 侨城 06	112656.SZ	2018/05/11	2018/03/12	2025/03/12	2.00	7（5+2）	5.50
2019 年公司债券（第一期）	19 侨城 01	112878.SZ	2019/04/09	2019/03/19	2024/03/19	25.00	5（3+2）	3.88
合计	--	--	--	--	--	130.00	--	--

资料来源：Wind

截至报告出具日，“16 侨城 02”“18 侨城 01”“18 侨城 02”“18 侨城 03”“18 侨城 04”“18 侨城 05”“18 侨城 06”和“19 侨城 01”募集资金已按募集说明书约定用途全部使用完毕；公司已按时支付了“16 侨城 02”“18 侨城 01”“18 侨城 02”“18 侨城 03”“18 侨城 04”“18 侨城 05”“18 侨城 06”和“19 侨城 01”上一年度的利息。

三、行业分析

公司主营业务为旅游综合业务和房地产业务，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. 房地产开发行业

（1）行业概况

2019 年小阳春以来，房地产开发投资继续维持高位运行，虽同比增长但已出现下滑趋势，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。

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，推进房地产长效调控机制，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调控机制
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、区域性失衡可能会加剧部分地区房地产市场的不确定性，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，同时具有综合开发能力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。

2. 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。

四、管理分析

董事、监事及管理层的变动对公司经营情况和整体战略影响不大；管理制度延续以往。

2020年4月8日，公司原独立董事许刚、吴安迪、余海龙、周纪昌以及董事王久玲因任期届满离任；同时，聘请王一江、沙振权、宋丁和张钰明为新一届独立董事。2020年4月2日，公司原监事刘轲因任期届满离任；同时，聘请吴飞为职工监事。2020年4月8日，公司原监事覃军因任期届满离任；同时，聘请潘凤文为监事。除上述变动以外，公司董事、监事及高级管理人员无其他人事变动；管理制度连续。

五、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入规模有所增长，综合毛利率略有下降但仍维持在较高水平，经营状况良好。

公司在“主题公园领导者、旅游产业领军者、城镇化价值实现者”战略定位引导下，承接华侨城集团的发展战略和平台优势，在资源获取、产业互动、产融结合等方面获得集团的有力支持。2019年，公司实现营业收入600.25亿元，同比增长24.65%，主要系公司旅游综合收入增长所致；实现净利润143.42亿元，同比增长27.29%，与收入增幅基本保持一致。

从收入细分板块看，2019年，公司旅游综合收入为302.63亿元，同比增长53.96%，主要系旅游地产结转收入规模增长所致，占比由上年的41.40%增长至50.95%；房地产收入为291.34亿元，同比增长3.88%，基本保持稳定，但占比由上年59.07%下滑至49.05%；纸包装业务已于2018年进行剥离，2019年不再产生该收入，具体情况如下表所示。

从毛利率来看，2019年，公司旅游综合业务毛利率为40.63%，同比减少5.71个百分点；房地产业务毛利率为74.60%，同比增加5.81个百分点。受上述因素的共同影响，2019年公司综合毛利率为57.29%，同比减少2.63个百分点，仍维持在较高水平，主要受益于公司商业模式所带来的低成本资源获取和高溢价市场销售。

表3 2017-2019年公司主营业务收入和毛利率情况(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
旅游综合收入	185.30	43.93	42.32	196.57	41.40	46.34	302.63	50.95	40.63
房地产收入	233.59	55.38	55.24	280.45	59.07	68.79	291.34	49.05	74.60
纸包装收入	7.70	1.83	13.23	4.07	0.86	24.30	--	--	--
减:内部抵消数	4.78	1.13	--	6.33	1.33	--	--	--	--
合计	421.82	100.00	50.12	474.76	100.00	59.92	593.97	100.00	57.29

注:此处合计数据为主营业务收入,占比为各业务板块在主营业务收入中的占比。

资料来源:公司年报

2. 旅游综合业务

(1) 主题公园运营情况

公司主题公园类别的旅游项目经营较好,接待游客数量和旅游综合收入均有所增长;但同类产品市场竞争激烈,并且需关注配套的旅游地产的销售情况以及主要在建项目的投资需求。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。公司旅游项目一般为综合开发项目,其主要收入来源包括:景区门票收入、园区内销售收入、文化演艺项目收入及园区配套物业租售收入等。截至2019年底,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、重庆华侨城和顺德华侨城共11个项目,各主题公园项目均已营业。

从接待游客情况来看,2019年,公司旗下18家景区、24家酒店、1家旅行社以及2家开放式旅游区累计接待游客5,209万人次,同比增长12%;从旅游地产来看,公司旅游地产处于持续滚动开发中,以销售为主,2019年该部分收入同比大幅增长,主要系重庆、南京、武汉、顺德、宁波等旅游地产项目收入结转规模增加所致,但旅游地产毛利率的波动性较强,需关注未来高毛利率的可持续性;从商用物业租赁来看,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,目前租赁比率超过90%。此外,截至2019年底,公司在建的主要旅游综合项目合计15个,其中单个投资体量较大的包括西安沛东华侨城文旅综合项目、襄阳华侨城和南昌华侨城项目等。

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,需求受到一定抑制。整体看,本次疫情短期内对公司旅游业务形成较大冲击,但目前正在逐步恢复中。

(2) 酒店经营情况

公司酒店业务地理位置及相关旅游配套的优势比较明显,2019年,公司部分酒店入住率有所下滑;2020年,公司酒店业务受疫情冲击客流量明显下滑,公司酒店运营业务一般。

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,2019年部分酒店的入住率仍不足50%,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2019年公司主要酒店入住率来看,大部分酒店的入住率与去年相比都出现了下滑,主要系周边酒店竞争激烈所致;2020年以来,受疫情影响,公司酒店业务受冲击较大,客流量同比明显下滑,全年经营预计受到较大影响,总体看,公司酒店运营状况一般。

表 4 2017-2019 年公司主要酒店经营状况 (单位: 万人次、%、元/间/晚)

酒店名称	星级	2017 年			2018 年			2019 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	26.27	57.18	913.10	31.74	57.83	693.98	37.69	48.99	684.21
深圳华侨城大酒店	白金五星	78.40	84.78	1,078.29	77.29	83.82	1,118.23	77.59	82.24	1,225.16
深圳威尼斯酒店	五星	40.15	78.80	795.90	38.43	78.96	791.83	41.55	80.62	881.12
深圳海景奥思廷酒店	四星	44.45	83.40	497.62	46.02	84.85	498.69	42.95	81.42	552.86
深圳万豪酒店	--	47.89	81.67	740.02	44.95	82.00	875.93	5.59	88.01	1,718.80
武汉玛雅海滩酒店	--	23.02	67.22	383.37	21.58	66.10	396.39	26.61	64.13	390.65
上海宝格丽酒店	--	--	--	--	8.76	52.42	4,905.49	14.44	54.26	4,755
昆山铂尔曼酒店	--	7.47	47.17	627.82	23.54	59.92	629.91	25.57	65.21	567.26

资料来源: 公司提供

3. 房地产业务

房地产业务是公司的主营业务之一, 其中, 全资子公司深圳华侨城房地产有限公司(以下简称“华侨城房地产”)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进行加快周转。

(1) 土地储备

2019 年, 公司仍积极获取土地储备, 规模较大且成本较低; 同时, 公司的土地储备区域较分散, 有助于抵御单一区域政策变动风险。

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。2019 年, 公司新增项目合计 47 个, 新增土地储备面积 624.70 万平方米, 计容建筑面积 1,208.07 万平方米, 权益计容建筑面积 836.84 万平方米, 主要分布在济南、西安和武汉等城市。从土地储备的楼面均价来看, 公司 2019 年新增土地储备楼面均价同比有所增长, 主要系公司在粤港澳大湾区、长三角和长江经济带等国家重点战略区域加大投资力度所致, 但仍处于较低水平; 其中 28 个项目以底价摘牌, 有效降低了资源获取成本。截至 2019 年底, 公司土地储备总占地面积合计 2,463.50 万平方米, 总建筑面积合计 4,605.09 万平方米, 剩余可开发建筑面积合计 2,533.02 万平方米, 规模体量较大; 公司土地储备主要集中在重庆、武汉、成都、太原、南昌和天津等地区, 纯住宅用地较少。

(2) 项目建设开发

公司期末在建面积较大, 且在建项目主要位于杭州、深圳、武汉、南京等地区, 区域位置较好, 可为未来销售提供支撑; 同时, 公司开发规模较大, 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。

从公司房地产开发建设情况来看, 2019 年, 公司新开工面积为 168.86 万平方米, 较上年基本保持稳定; 竣工面积为 85.69 万平方米, 较上年增长 24.55%, 主要系公司自 2018 年开始加大开发力度使得 2019 年竣工面积增长所致。截至 2019 年底, 公司在建面积为 241.39 万平方米, 具体情况如下表所示。

表 5 2017-2019 年公司项目开发情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新开工面积（万平方米）	65.52	173.67	168.86
竣工面积（万平方米）	2.00	68.80	85.69
在建面积（万平方米）	187.67	227.02	241.39

注：上表数据口径为并表口径，且对2017年及2018年数据进行了追溯调整，不含旅游综合业务相关数据
资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司主要开发项目有 14 个，计划总投资额为 2,114.60 亿元，已完成投资额 1,078.81 亿元，尚需投资额 1,035.79 亿元。公司大部分在建项目位于一线城市和区域中心城市，具有较好的销售前景，具体情况如下表所示。

表 6 截至 2019 年底公司主要项目开发情况（单位：万平方米、亿元）

序号	城市	项目名称	项目业态	权益比例	土地面积	规划计容建筑面积	预计总投资金额	累计投资总金额
1	天津西青区	天津华锦万吉	住宅	60.00%	19.82	33.92	76.89	54.97
2	上海市静安区	苏河湾一期	住宅+商业	100.00%	7.10	28.22	145.57	135.22
3	南京市建邺区	南京欢乐海岸	住宅+商业	51.00%	46.61	115.98	240.00	118.57
4	杭州市萧山区	钱江世纪城	住宅	20.00%	10.79	29.63	141.71	110.26
5	杭州市江干区	丁桥项目	住宅+商业	100.00%	12.01	31.38	89.85	62.92
6	武汉市洪山区	欢乐天际中央区	住宅+商业	100.00%	16.09	90.46	146.16	53.89
7	武汉市青山区	滨江商务区红坊项目	住宅+商业	100.00%	26.59	54.40	129.21	33.21
8	南昌市西湖区	象湖文化旅游综合项目	住宅+商业	100.00%	105.93	137.11	193.38	95.20
9	成都市成华区	信和御龙山项目	住宅	80.00%	24.84	124.02	66.73	8.10
10	昆明市呈贡区	呈贡启平项目	住宅	17.00%	83.89	103.86	171.17	71.94
11	深圳市宝安区	会展项目	其他	50.00%	21.81	53.80	235.98	121.98
12	深圳市南山区	渔人码头	商业	60.00%	4.19	35.73	214.33	102.44
13	深圳市龙华区	华侨城创想大厦	商业	100.00%	1.60	16.03	91.00	81.19
14	佛山市南海区	南海三山新城	住宅	50.00%	22.28	67.50	172.62	28.91
合计					403.55	922.05	2,114.60	1,078.81

注：由于公司项目数量较多，该表数据仅包含投资总额在 50 亿元以上的项目
资料来源：公司年报

截至 2019 年底，公司有 20 个重点拟建项目，预计总投资额为 666.79 亿元，主要集中在济南、西安等城市。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（详见财务部分长期借款分析），但公司仍存在一定的外部资金需求。

(3) 房产销售情况

公司房地产业务市场定位明确，同时，公司房地产开发业务仍然集中于一二线城市，能够为未来销售提供较好的支撑；受个别项目整售的影响，当年销售金额增幅明显。

从协议销售均价来看，2019年，公司销售均价为5.84万元/平方米，仍然处于较高水平，体现了公司房地产开发业务集中于一线和强二线城市的区域分布战略；2019年，公司实现签约销售额同比大幅增长，主要系当年个别项目整售所致。

表7 2017-2019年公司销售概况

项目	2017年	2018年	2019年
达预售项目(个)	3	5	9
协议销售均价(万元/平方米)	5.02	4.60	5.84
结转收入面积(万平方米)	80.91	58.75	65.01

注：1. 不包含公司未纳入合并报表范围合营及联营公司所持项目数据，2017年及2018年为口径追溯调整数据。2. 表格中数据为房地产业务，不包含旅游综合业务。

资料来源：公司提供

4. 经营风险

(1) 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。

(2) 行业竞争风险加剧，同时2020年爆发的新冠疫情对公司旅游业务形成较大冲击

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。此外，2020年爆发的新冠疫情对公司旅游及酒店业务形成较大的冲击。

(3) “旅游+地产”模式推广具有不确定性

公司采用“旅游+地产”模式拿地 and 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。模式在一线和强二线城市推广较好，但在非上述类型城市的复制推广具有不确定性。

(4) 公司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。

5. 未来发展

公司战略思路清晰，符合未来发展需求。

在华侨城集团“文化+旅游+城镇化”的战略布局下，公司以“主题公园领导者、旅游产业领军者、城镇化价值实现者”为战略定位，以文化旅游、房地产为主营业务，不断在文化旅游发展新模式、房地产业务差异化构造、旅游与互联网融合等方面进行探索与实践。

文化旅游业务方面，公司以“文化+旅游”为内核，采用“旅游+”为载体的协同发展模式，

业态上以主题公园、文化主题酒店、旅行社、旅游综合体为核心，涵盖规划、设计、建设、运营全产业链。房地产业务方面，公司秉承“优质生活创想家”的品牌定位和“在花园中建城市”的开发理念，以文化内涵融入房地产开发，形成了文化旅游、酒店、住宅和商业类地产业务融合发展的独特优势，以人文社区、花园社区、品质社区为居民提供优质生活及人文体验。

六、财务分析

公司提供的 2019 年年度财务报表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。截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司共 237 户，较上年底增加 58 户，减少 20 户，但对合并数据影响不大，财务数据的可比性较强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 3,796.20 亿元，负债合计 2,846.27 亿元，所有者权益 949.93 亿元，其中归属于母公司所有者权益 686.37 亿元。2019 年，公司实现营业收入 600.25 亿元，净利润 143.42 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 123.40 亿元；经营活动产生的现金流量净额-51.88 亿元，现金及现金等价物净增加额 112.90 亿元。

1. 资产质量

公司资产规模较大，以流动资产为主。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。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 3,796.20 亿元，较年初增长 28.46%，主要系流动资产增加所致；其中，流动资产占 78.57%，非流动资产占 21.43%，仍然以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 2,982.83 亿元，较年初增长 26.56%，主要系存货及预付款项增加所致；主要由货币资金（占 12.57%）、预付款项（占 10.44%）、其他应收款（占 12.51%）和存货（占 62.14%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 374.87 亿元，较年初增长 37.67%，主要系公司加强去化力度、增加现金回流所致；其中，受限货币资金合计 20.01 亿元，受限比例为 5.34%，主要为不可随时支取的各类保证金存款。截至 2019 年底，公司预付款项 311.28 亿元，较年初增长 191.73%，主要系预付土地款（年末余额为 303.89 亿元）规模大幅增加所致。截至 2019 年底，公司其他应收款 373.24 亿元，较年初增长 19.25%，主要系支付投资款及关联方往来增加所致；从计提坏账准备情况来看，年末计提坏账准备余额为 0.73 亿元；从集中度来看，年末余额前五名合计占比 40.90%，集中度尚可。截至 2019 年底，公司存货 1,853.44 亿元，较年初增长 14.71%，主要系土地储备及项目建设开发投入增加所致；主要由开发成本（占比 90.79%）和开发产品（占比 9.13%）构成；公司已计提存货跌价准备 0.96 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。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 813.37 亿元，较年初增长 35.91%，主要系投资性房地产和其他非流动资产增加所致；主要由长期股权投资（占 17.57%）、投资性房地产（占 16.35%）、固定资产（占 19.55%）、无形资产（占 10.99%）和其他非流动资产（占 10.63%）构成。

截至 2019 年底，公司长期股权投资 142.88 亿元，较年初增长 29.16%，主要系子公司转让部分股权成为联营公司及参与联营公司投资所致；2019 年，公司对合联营企业确认投资收益 5.68 亿

元。截至 2019 年底，公司投资性房地产账面价值 133.00 亿元，较年初增长 98.37%，主要系公司存货、固定资产、在建工程转入所致；采用成本法计量，有一定的升值空间；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 年底，公司固定资产账面价值 158.98 亿元，较年初增长 9.24%，主要系部分在建工程转入所致；主要由房屋及建筑物（占比 70.29%）和机器设备（占比 20.70%）构成，累计计提折旧 125.10 亿元；固定资产成新率 54.57%，成新率较低。截至 2019 年底，公司无形资产 89.40 亿元，较年初增长 17.90%，主要系自持商业增加所致；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 98.96%。截至 2019 年底，公司其他非流动资产 86.42 亿元，较年初增长 158.74%，主要系委托贷款增加所致。

截至 2019 年底，公司受限资产 209.27 亿元，占总资产的比例为 5.51%，受限比例较低；控股股东华侨城集团未对持有公司的股权进行质押。

2. 负债及所有者权益

（1）负债

随着业务规模的扩大，公司整体负债规模有所增长；负债结构仍以流动负债为主，债务负担有所加重，但仍属合理水平。

截至 2019 年底，公司负债总额 2,846.27 亿元，较年初增长 30.36%，主要系流动负债增加所致；其中，流动负债占 70.43%，非流动负债占 29.57%，仍以流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债 2,004.71 亿元，较年初增长 36.99%，主要系预收款项、短期借款和其他应付款增加所致；主要由短期借款（占 11.65%）、应付账款（占 8.50%）、其他应付款（占 34.21%）和预收款项（占 31.13%）构成。截至 2019 年底，公司短期借款 233.49 亿元，较年初增长 77.81%，主要系公司经营规模扩大、为满足公司流动性安排的短期借款同时增加所致；其中，信用借款占比 48.61%、委托借款占比 46.62%。截至 2019 年底，公司应付账款 170.32 亿元，较年初增长 21.08%，主要系随着业务规模的扩大，应付及预计工程款增加所致。公司其他应付款主要为资金往来款、收取的工程保证金和按照清算口径预提的土地增值税，截至 2019 年底，公司其他应付款 685.80 亿元，较年初增长 19.77%，主要系关联方往来款增加所致；其中，关联方往来 287.75 亿元，计提的土地增值税 291.07 亿元。截至 2019 年底，公司预收款项 624.12 亿元，较年初增长 47.60%，主要系销售规模扩大所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债 841.56 亿元，较年初增长 16.87%，主要系长期借款增加所致；主要由长期借款（占 82.75%）和应付债券（占 15.42%）构成。截至 2019 年底，公司长期借款 696.38 亿元，较年初增长 17.21%，主要系经营规模扩大使得借款需求增加所致；如将一年内到期的长期借款加总回来，保证借款为 355.45 亿元、信用借款为 253.80 亿元、抵押贷款为 84.83 亿元、委托贷款（均为公司向母公司华侨城集团的借款）为 119.73 亿元。截至 2019 年底，公司应付债券 129.74 亿元，较年初增长 16.49%，主要系“19 侨城 01”的发行所致。

截至 2019 年底，公司全部债务 1,179.03 亿元，较年初增长 27.57%，主要系业务规模扩大使得资金需求增加所致；其中，短期债务占 29.93%，长期债务占 70.07%，以长期债务为主。从融资渠道来看，公司年末融资余额以银行贷款和债券为主；从债务期限结构来看，2020 年到期债务占比约 30%、2021 年到期债务占比约 25%、2022 年到期债务占比约 20%、2023 年及以后到期债务占比约 25%，到期期限相对均衡。截至 2019 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分别为 74.98%、55.38%和 46.51%，较年初分别提高 1.09 个百分点、提高 0.89 个百分点和下降 1.24 个百分点，整体债务负担有所加重但仍处于合理水平。

(2) 所有者权益

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。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 949.93 亿元，较年初增长 23.07%，主要系未分配利润增加及少数股东权益增长（房地产项目合作开发增加）的共同影响所致；其中，归属于母公司所有者权益占比为 72.25%，少数股东权益占比为 27.75%。归属于母公司所有者权益 686.37 亿元，其中股本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占 11.95%、7.55%、-1.76%、6.25% 和 76.01%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般

3. 盈利能力

公司收入和盈利规模有所增长，费用规模保持稳定，投资收益对公司利润贡献有一定影响，但可持续性一般；公司整体盈利能力仍属很强。

2019 年，公司实现营业收入 600.25 亿元，同比增长 24.65%，主要系公司旅游综合收入增长所致；实现净利润 143.42 亿元，同比增长 27.29%，与收入增幅基本保持一致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 64.74 亿元，较上年增长 4.02%，基本保持稳定；其中，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 29.43%、42.86% 和 27.71%。2019 年，公司销售费用为 19.06 亿元，较上年增长 10.57%，主要系销售规模扩大所致；管理费用为 27.75 亿元，较上年增长 15.06%，主要系业务规模扩大所致；财务费用为 17.94 亿元，较上年下降 14.13%，主要系利息资本化及委贷利息收益增加所致。

从非经常性损益来看，2019 年，公司实现投资收益 44.77 亿元，较上年增长 90.84%，主要系丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量的利得增加以及处理长期股权投资产生的投资收益增加的共同影响所致；投资收益占营业利润比重为 23.28%，对营业利润有一定影响，但可持续性不强；公司资产减值损失、公允价值变动收益和营业外收入对利润的影响不大。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 35.29%，较上年下降 3.97 个百分点；2019 年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 9.16%、6.63% 和 16.66%，较上年分别下降 0.33 个百分点、下降 0.49 个百分点和提高 0.86 个百分点。公司各盈利指标基本保持稳定。

4. 现金流

受公司加大存货去化力度的影响，公司经营活动现金流有所改善，但仍然呈现净流出状态；公司通过“以收定投”的政策逐步改善投资活动现金流；但公司对筹资活动的依赖仍然较大，保持了较大的净流入规模。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 1,227.78 亿元，较上年增长 49.76%，主要系公司销售规模扩大所致；经营活动现金流出 1,279.66 亿元，较上年增长 39.06%，主要系开发支出增加所致。2019 年，公司经营活动现金净流出 51.88 亿元（上年同期为-100.45 亿元），净流出规模有所减少，主要系公司加大了存货的去化力度所致。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 168.76 亿元，较上年增长 116.12%，主要系处置上海华合房地产开发有限公司、成都地润置业发展有限公司等子公司股权以及企业往来款增加的共同影响所致；投资活动现金流出 217.01 亿元，较上年下降 12.49%，主要系对外投资规模缩减所致。2019 年，公司投资活动现金净流出 48.25 亿元（上年同期为-169.88 亿元），净流出规模有所缩减，主要系公司通过“以收定投”的政策逐步改善公司现金流所致。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 1,018.23 亿元，较上年下降 6.70%，基本

保持稳定；筹资活动现金流出 805.40 亿元，较上年下降 5.90%，基本保持稳定。2019 年，公司筹资活动现金净流入 212.83 亿元，较上年下降 9.61%，仍然保持较大的净流入规模。

5. 偿债能力

公司主营业务获现能力较强，盈利水平较高，长短期偿债指标表现较好，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.61 倍和 0.51 倍分别下降至 1.49 倍和提高至 0.56 倍，流动资产对流动负债的保障程度尚可。截至 2019 年底，公司现金短期债务比由年初的 1.25 倍下降至 1.07 倍，现金类资产对短期债务的保障程度略有下滑但仍处于较好水平。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 244.45 亿元。从构成看，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出和利润总额构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.34 倍下降至 2.89 倍，但 EBITDA 对利息的覆盖程度仍然较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.22 倍下降至 0.21 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度略有下滑但仍属尚可。整体看，公司长期债务偿债能力强。

截至 2019 年底，公司合并口径已获银行授信额度 1,720.73 亿元，已使用 918.77 亿元，剩余授信额度 801.96 亿元，间接融资渠道畅通；同时，考虑到公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2019 年底，公司对关联方提供担保余额为 49.75 亿元，规模较小，或有负债风险较小。

截至 2019 年底，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。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2020 年 5 月 14 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。

6. 母公司财务分析

母公司资产构成主要为持有的子公司股权和债权，母公司债务负担较重，投资收益为其主要利润来源。

截至 2019 年底，母公司资产总额 1,304.24 亿元，较年初增长 18.83%，主要系债权投资增加所致；其中，流动资产占比 29.42%，非流动资产占比 70.58%。从构成来看，母公司资产主要由债权投资（占比 35.83%）和长期股权投资（占比 43.05%）构成。

截至 2019 年底，母公司负债总额为 933.35 亿元，较年初增长 26.20%，主要系长期借款增加所致；其中，流动负债占比 22.48%，非流动负债占比 77.52%。从构成来看，母公司负债主要由长期借款（占比 63.62%）、短期借款（占比 15.89%）和应付债券（占比 13.90%）构成。截至 2019 年底，母公司全部债务 889.80 亿元，资产负债率 71.56%，全部债务资本化比率 70.58%。

截至 2019 年底，母公司所有者权益 370.89 亿元，较年初增长 3.59%，基本保持稳定。

2019 年，母公司实现营业收入 12.06 亿元，利润总额 35.57 亿元。同期，投资收益为 37.35 亿元，主要为持有联、合营企业股权产生的投资收益。投资收益为母公司主要利润来源。

2019 年，母公司经营活动现金流净额为 -9.34 亿元，投资活动现金流净额为 -69.97 亿元，筹资活动现金流量净额为 124.69 亿元。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）

达 376.05 亿元，约为“16 侨城 02”“18 侨城 01”“18 侨城 02”“18 侨城 03”“18 侨城 04”“18 侨城 05”“18 侨城 06”和“19 侨城 01”待偿本金合计（130.00 亿元）的 2.89 倍，公司现金类资产对待偿本金的覆盖程度较高；净资产达 949.93 亿元，约为待偿本金合计（130.00 亿元）的 7.31 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对债券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 244.45 亿元，约为待偿本金合计（130.00 亿元）的 1.88 倍，EBITDA 对待偿本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动现金流入 1,227.78 亿元，约为待偿本金合计（130.00 亿元）的 9.44 倍，公司经营活动现金流入规模较大，对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、盈利能力及央企背景等因素，联合评级认为，公司对“16 侨城 02”“18 侨城 01”“18 侨城 02”“18 侨城 03”“18 侨城 04”“18 侨城 05”“18 侨城 06”和“19 侨城 01”的偿还能力极强。

八、综合评价

跟踪期内，公司仍以旅游综合业务和房地产开发销售为主营业务，公司各项主营业务运营良好。2019 年，公司主营业务毛利率仍处于较高水平，整体仍保持着很强的盈利能力；公司新增土地储备量较大，房地产项目扩张较快，可为未来经营提供良好的支撑。此外，控股股东华侨城集团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。联合评级同时也关注到旅游项目经营风险较高、2020 年爆发的新冠疫情对文旅行业冲击明显、未来资本支出压力较大以及债务规模快速增长等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司在建项目地理位置较好，随着项目的陆续销售，公司盈利较有保证，公司整体信用状况有望保持稳定。

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“16 侨城 02”“18 侨城 01”“18 侨城 02”“18 侨城 03”“18 侨城 04”“18 侨城 05”“18 侨城 06”和“19 侨城 01”的债项信用等级为“AAA”。

附件1 深圳华侨城股份有限公司

主要财务指标

项目	2017年	2018年	2019年
资产总额(亿元)	2,180.10	2,955.26	3,796.20
所有者权益(亿元)	654.75	771.84	949.93
短期债务(亿元)	155.69	218.77	352.92
长期债务(亿元)	481.98	705.48	826.12
全部债务(亿元)	637.67	924.25	1,179.03
营业收入(亿元)	423.41	481.56	600.25
净利润(亿元)	93.18	112.67	143.42
EBITDA(亿元)	167.18	202.59	244.45
经营性净现金流(亿元)	-79.14	-100.45	-51.88
存货周转次数(次)	0.24	0.14	0.15
总资产周转次数(次)	0.23	0.19	0.18
现金收入比率(%)	133.85	137.47	154.36
总资本收益率(%)	10.12	9.49	9.16
总资产报酬率(%)	8.03	7.12	6.63
净资产收益率(%)	16.41	15.80	16.66
营业利润率(%)	31.46	39.26	35.29
费用收入比(%)	12.45	12.93	10.79
资产负债率(%)	69.97	73.88	74.98
全部债务资本化比率(%)	49.34	54.49	55.38
长期债务资本化比率(%)	42.40	47.75	46.51
EBITDA利息倍数(倍)	5.61	3.34	2.89
EBITDA全部债务比(倍)	0.26	0.22	0.21
流动比率(倍)	1.62	1.61	1.49
速动比率(倍)	0.59	0.51	0.56
现金短期债务比(倍)	1.89	1.25	1.07
经营现金流动负债比率(%)	-7.66	-6.86	-2.59
EBITDA/待偿本金合计(倍)	1.29	1.56	1.88

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径。2. 本报告部分合计数与各加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。3. 2017年及2018年数据以期初追溯调整数据为准。4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。5. 由于计算公式不一致，本报告部分财务指标与公司年报可能存在不一致的情况。

附件 2 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= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	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-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%
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)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次债券发行额度
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 / 本次债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次债券发行额度

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+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。