

信用评级公告

联合〔2022〕3387号

联合资信评估股份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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持深圳华侨城股份有限公司主体长期信用等级为AAA，并维持“21侨城06”“21侨城05”“21侨城04”“21侨城03”“21侨城02”“21侨城01”“18侨城06”“18侨城04”“18侨城03”和“18侨城02”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年五月三十一日

深圳华侨城股份有限公司

2022年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
深圳华侨城股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 侨城 06	AAA	稳定	AAA	稳定
21 侨城 05	AAA	稳定	AAA	稳定
21 侨城 04	AAA	稳定	AAA	稳定
21 侨城 03	AAA	稳定	AAA	稳定
21 侨城 02	AAA	稳定	AAA	稳定
21 侨城 01	AAA	稳定	AAA	稳定
18 侨城 06	AAA	稳定	AAA	稳定
18 侨城 04	AAA	稳定	AAA	稳定
18 侨城 03	AAA	稳定	AAA	稳定
18 侨城 02	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	到期兑付日
21 侨城 06	15.00	15.00	2028/4/7
21 侨城 05	2.60	2.60	2026/4/7
21 侨城 04	5.00	5.00	2028/1/18
21 侨城 03	15.00	15.00	2026/1/18
21 侨城 02	5.00	5.00	2028/1/11
21 侨城 01	20.00	20.00	2026/1/11
18 侨城 06	2.00	2.00	2025/3/12
18 侨城 04	30.00	30.00	2025/2/5
18 侨城 03	20.00	0.40	2023/2/5
18 侨城 02	10.00	10.00	2025/1/18

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 5 月 31 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对深圳华侨城股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为知名的主题公园运营商，跟踪期内在经营规模、品牌知名度、城市布局和股东支持等方面仍具有较强的综合竞争优势；公司 2021 年新增项目中一、二线城市占比较高，土地储备规模较大，可为未来经营提供良好的支撑。同时，联合资信也关注到文旅项目回报周期长，公司三四线项目去化仍具有不确定性，2021 年毛利率下降以及资本支出压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司土地储备规模较大，随着项目的逐步开发及销售，公司未来发展较有保证。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 侨城 06”“21 侨城 05”“21 侨城 04”“21 侨城 03”“21 侨城 02”“21 侨城 01”“18 侨城 06”“18 侨城 04”“18 侨城 03”和“18 侨城 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 战略地位显著，获得股东的支持力度较大。**公司是控股股东华侨城集团有限公司的核心子公司，承接了华侨城集团有限公司的发展战略和平台优势，在资源获取、产业互动、产融结合以及资金等方面获得了有力支持。
- 跟踪期内，文旅项目布局仍较好。**公司文旅项目运作经验丰富，品牌知名度高；公司已在北京、上海、天津、重庆、成都、武汉和南京等重点城市开发建设了文化旅游综合项目，城市布局较好。
- 土地储备充足。**2021 年，公司二线城市项目获取规模较大，截至 2021 年底，公司文旅及地产项目剩余可开发建筑面积合计 2251.02 万平方米，规模体量较大，可为未来经营提供良好支撑。
- 公司资产质量较好，融资渠道畅通。**公司货币资金充裕，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，整体资产质量较好。此外，公司为上市公司，尚未使用的银行授信规模较大，其直接及间接融资渠道畅通。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构	1	
		偿债能力	1	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：张超 赵兮

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址：www.lhratings.com

关注

1. **文化旅游行业竞争激烈，项目回报周期长。**文化旅游项目前期投资规模大，回报周期长，项目沉淀资金较多；随着越来越多的企业进入该行业，文化旅游市场竞争较激烈，公司的旅游综合业务面临一定的经营压力。
2. **地产行业趋势性下行，利润空间缩减。**近期房地产行业下行趋势明显，公司销售受到较大影响；公司开发项目中高端产品占比较大，且近年来三四线旅游城市项目获取较多，需关注公司项目未来销售去化问题。
3. **资金支出压力较大。**公司保持了较大规模的新增土地储备投入力度，文旅及地产在建、拟建项目投入均较大，带来一定的资金压力。

主要财务数据：

项目	合并口径		
	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产 (亿元)	376.05	606.31	676.73
资产总额 (亿元)	3796.20	4566.00	4800.61
所有者权益 (亿元)	949.93	1103.82	1207.86
短期债务 (亿元)	352.92	275.65	286.97
长期债务 (亿元)	826.64	1143.97	1148.76
全部债务 (亿元)	1179.56	1419.62	1435.73
营业收入 (亿元)	600.25	819.03	1025.84
利润总额 (亿元)	192.19	218.98	104.91
EBITDA (亿元)	244.46	287.89	194.11
经营性净现金流 (亿元)	-51.88	212.20	192.38
营业利润率 (%)	35.29	31.93	19.69
净资产收益率 (%)	15.10	14.24	5.92
资产负债率 (%)	74.98	75.83	74.84
全部债务资本化比率 (%)	55.39	56.26	54.31
流动比率 (%)	148.79	161.77	159.62
经营现金流动负债比 (%)	-2.59	9.22	7.94
现金短期债务比 (倍)	1.07	2.20	2.36
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.89	3.06	1.83
全部债务/EBITDA (倍)	4.83	4.93	7.40
项目	公司本部 (母公司)		
	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额 (亿元)	1304.24	1482.63	1570.53
所有者权益 (亿元)	370.89	365.17	455.03
全部债务 (亿元)	889.80	984.59	888.81
营业收入 (亿元)	12.06	10.67	7.19
利润总额 (亿元)	35.57	25.44	98.65
资产负债率 (%)	71.56	75.37	71.03
全部债务资本化比率 (%)	70.58	72.95	66.14
流动比率 (%)	182.86	242.92	269.07
经营现金流动负债比 (%)	-4.45	45.37	32.86

注：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

资料来源：公司提供、联合资信搜集整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 侨城 06 21 侨城 05 21 侨城 04 21 侨城 03 21 侨城 02 21 侨城 01 18 侨城 06 18 侨城 04 18 侨城 03 18 侨城 02	AAA	AAA	稳定	2021/5/28	赵今彦	联合资信评估股份有限公司房地产企业信用评估方法(V3.0.201907)/联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
21 侨城 06	AAA	AAA	稳定	2021/2/8	卢瑞彦	联合资信评估股份有限公司房地产企业信用评估方法(V3.0.201907)/联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	--
21 侨城 05	AAA	AAA	稳定	2021/2/8	卢瑞彦	联合资信评估股份有限公司房地产企业信用评估方法(V3.0.201907)/联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	--
21 侨城 04	AAA	AAA	稳定	2020/12/24	卢瑞彦	联合资信评估股份有限公司房地产企业信用评估方法(V3.0.201907)/联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
21 侨城 03	AAA	AAA	稳定	2020/12/24	卢瑞彦	联合资信评估股份有限公司房地产企业信用评估方法(V3.0.201907)/联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
21 侨城 02	AAA	AAA	稳定	2020/12/17	支亚梅 王彦	联合资信评估股份有限公司房地产企业信用评估方法(V3.0.201907)/联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
21 侨城 01	AAA	AAA	稳定	2020/12/17	支亚梅 王彦	联合资信评估股份有限公司房地产企业信用评估方法(V3.0.201907)/联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
18 侨城 06 18 侨城 04 18 侨城 03 18 侨城 02	AAA	AAA	稳定	2020/6/18	支亚梅 宋莹莹	联合资信评估股份有限公司房地产企业信用评估方法(V3.0.201907)/联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
18 侨城 06	AAA	AAA	稳定	2018/2/27	冯磊 支亚梅	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法(2018年)	阅读全文
18 侨城 04	AAA	AAA	稳定	2018/1/24	冯磊 支亚梅	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法(2018年)	--
18 侨城 03	AAA	AAA	稳定	2018/1/24	冯磊 支亚梅	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法(2018年)	--
18 侨城 02	AAA	AAA	稳定	2018/1/2	冯磊 支亚梅	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法(2018年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受深圳华侨城股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

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

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

深圳华侨城股份有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求,按照联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)关于深圳华侨城股份有限公司(以下简称“公司”或“华侨城股份”)及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

公司原为成立于 1997 年的深圳华侨城实业发展股份有限公司,于 1997 年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)。经多次增发、送股和资本公积转增股份等,截至 2021 年底,公司实收资本 82.02 亿元,华侨城集团有限公司(以下简称“华侨城集团”)直接持有公司 47.01%的股权,为公司控股股东;实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会(以下简称“国务院国资委”)(详见附件 1-1)。

截至 2021 年底,公司合并资产总额 4800.61 亿元,所有者权益 1207.86 亿元(含少数股东权益 395.84 亿元);2021 年,公司实现营业收入 1025.84 亿元,利润总额 104.91 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:张振高。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 4 月底,公司由联合资信评级的存续债券见下表,募集资金均已按指定用途使用完毕,并在付息日正常付息。

表 1 截至 2022 年 4 月底公司存续债券
(单位:亿元)

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	到期日
21 侨城 06	15.00	15.00	2021-04-07	2028-04-07
21 侨城 05	2.60	2.60	2021-04-07	2026-04-07

21 侨城 04	5.00	5.00	2021-01-18	2028-01-18
21 侨城 03	15.00	15.00	2021-01-18	2026-01-18
21 侨城 02	5.00	5.00	2021-01-11	2028-01-11
21 侨城 01	20.00	20.00	2021-01-11	2026-01-11
18 侨城 06	2.00	2.00	2018-03-12	2025-03-12
18 侨城 04	30.00	30.00	2018-02-05	2025-02-05
18 侨城 03	20.00	0.40	2018-02-05	2023-02-05
18 侨城 02	10.00	10.00	2018-01-18	2025-01-18

资料来源:联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2021 年,我国统筹经济发展和疫情防控、积极应对经济下行压力,宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力度,加大了对中小微企业的支持,保持了市场主体的活跃度;稳健的货币政策灵活精准,货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配。整体看,2021 年实现了“十四五”良好开局,宏观政策稳健有效。

经初步核算,2021 年我国国内生产总值 114.37 万亿元,按不变价计算,同比增长 8.10%,两年平均增长 5.11%。分季度来看,GDP 当季同比增速在基数影响下逐季回落,分别为 18.30%、7.90%、4.90%和 4.00%。从两年平均增速来看,上半年我国经济稳定修复,一、二季度分别增长 4.95%、5.47%;三季度两年平均增速回落至 4.85%,主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致;随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进,供给端限电限产的约束有所改善,四季度经济增长有所加快,GDP 两年平均增速小幅回升至 5.19%。

三大产业中,第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年,第一、二产业增加值两年平均增速分别为 5.08%和 5.31%,均高于疫情前 2019 年的水平,恢复情况良好;第三产业增加值两年平均增速为 5.00%,远未达到 2019 年 7.20%的水平,主要是受局部疫情反复影

响较大所致。

表 2 2017 - 2021 年中国主要经济数据

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 两年平均
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速 (%)	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速 (%)	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 同比 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 同比 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇调查失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注: 1. GDP 总额按现价计算; 2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计; 3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率, 表中其他指标增速均为名义增长率; 4. 城镇失业率统计中, 2017 年为城镇登记失业率, 2018 年开始为城镇调查失业率, 指标值为期末数; 资料来源: 联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局, 内生增长动能偏弱。消费方面, 2021 年我国社会消费品零售总额 44.08 万亿元, 同比增长 12.50%; 两年平均增速 3.98%, 与疫情前水平 (2019 年为 8.00%) 差距仍然较大, 主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面, 2021 年全国固定资产投资 (不含农户) 54.45 万亿元, 同比增长 4.90%; 两年平均增长 3.90%, 较疫情前水平 (2019 年为 5.40%) 仍有一定差距。其中, 房地产开发投资持续走弱; 基建投资保持低位运行; 制造业投资持续加速, 是固定投资三大领域中的亮点。外贸方面, 海外产需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑我国出口高增长。2021 年, 我国货物贸易进出口总值 6.05 万亿美元, 达到历史最高值。其中, 出口金额 3.36 万亿美元, 同比增长 29.90%; 进口金额 2.69 万亿美元, 同比增长 30.10%; 贸易顺差达到 6764.30 亿美元, 创历史新高。

2021 年, CPI 温和上涨, PPI 冲高回落。2021 年, CPI 同比上涨 0.90%, 扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.80%, 总体呈现波动上行的态势; 2021 年 PPI 同比上涨 8.10%,

呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动 PPI 升至高位, 而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大, 煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制, 带动 PPI 涨幅高位回落。

2021 年, 社融增速整体呈现高位回落的态势, 货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年末, 社融存量余额为 314.13 万亿元, 同比增长 10.30%, 增速较 2020 年末低 3 个百分点。从结构看, 人民币贷款是主要支撑项; 政府债券同比大幅下降, 但显著高于 2019 年水平, 发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升; 企业债券融资回归常态; 非标融资规模大幅压降, 是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面, M1 同比增速持续回落, M2 同比增速相对较为稳定, 2021 年 M2-M1 剪刀差整体呈扩大趋势, 反映了企业融资需求减弱, 投资意愿下降。

财政收入呈现恢复性增长, 重点领域支出得到有力保障。2021 年, 全国一般公共预算收入 20.25 万亿元, 同比增长 10.70%, 财政收入呈现恢复性增长态势。其中, 全国税收收入 17.27 万亿元, 同比增长 11.90%, 主要得益于

经济修复、PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元，各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元，同比增长 4.80%。其中国有土地使用权出让收入 8.71 万亿元，同比增长 3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元，同比下降 3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。

2021 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%，低于全年 5.50% 左右的调控目标。2021 我国全国居民人均可支配收入 3.51 万元，实际同比增长 8.10%；两年平均增速 5.06%，仍未恢复到疫情前 2019 年（5.80%）水平，也对居民消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策和经济前瞻

2022 年我国经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。2021 年 12 月，中央经济工作会议指出我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，宏观政策要稳健有效：积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022 年我国经济或将维持稳定增长，运行在合理区间。

2022 年经济增长更加依赖内生动力。从三大需求来看，2022 年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和

相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022 年我国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

五、行业分析

1. 房地产行业

(1) 行业概况

2021 年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。

2021 年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来小阳春，长三角部分城市出现抢房现象，但 2021 年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021 年上半年，全国房地产开投资同比增长 14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显，2021 年全年，全国房地产开发投资 14.76 万亿元，同比仅增长 4.4%，增速较 2020 年下降 2.6 个百分点，下滑明显。其中住宅投资 11.12 万亿元，同比增长 6.4%，增速较 2020 年下降 1.2 个百分点；办公楼投资 0.60 万亿元，同比下降 8.0%，出现负增长；商业营业用房投资 1.24 万亿元，同比下降 4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021 年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021 年上半年新开工面积同比增长 3.8%，进入 7 月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负，2021 年全年新开工面积 19.89 亿平方米，同比下降 11.4%。从施工面积看，2021 年全国房屋施工面积达 97.54 亿平方米，同比增长 5.2%，增速较 2020 年有所回升；由于 2017—2018 年新开工房屋逐步进入竣工期，2021 年全国房屋竣工面积 10.14 亿平方米，同比增长 11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021年上半年商品房销售面积同比增长27.70%，较2019年上半年增长16.70%，但下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分置换需求，此外受恒大事件影响，房企暴雷频发，购房者因担心房子烂尾而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落，2021年7—12月，全国商品房单月销售面积同比增速连续6个月为负，但得益于上半年销售增长，2021年全年全国商品房销售面积17.94亿平方米，同比增长1.90%，增速较2020年下降0.7个百分点，住宅销售面积15.65亿平方米，同比增长1.1%。

(2) 土地市场与信贷环境

2021年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。

土地市场方面，2021年，土地购置面积2.16亿平方米，同比下降15.50%。受集中供地以及地产行业下行等多重因素影响，2021年土拍市场出现了新景象，2021年上半年的第一轮集中供地，百强民营房企获取近50%的土地，且部分城市地王频出，但下半年以来按揭贷款发放周期受到管控，销售情况持续恶化；叠加融资

环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长，第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）和国内贷款仍为房地产开发到位资金的主要来源，融资渠道收紧下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长23.46%，但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021年7—12月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此2021年下半年房地产开发到位资金同比减少10.51%。2021年全年房地产开发到位资金合计20.11万亿元，同比增长4.2%，增速较2020年下滑3.4个百分点。

表3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2019年		2020年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

(3) 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021

年初严查经营贷，2021年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的

流动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，2022年3月的国务院金融委会议提出要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。

2021年初，房地产市场延续上年底热度，针对个别城市出现余热不降的现象，政策坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因

城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。

表4 2021年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年2月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且2021年发布住宅用地公告不能超过3次；二是集中组织出让活动
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难
2021年7月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题负主体责任
2021年9月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：1、金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；2、金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021年12月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年2-3月	--	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022年3月郑州发布房地产新政19条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置。
2022年3月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房住不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年3月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险。

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保

证交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表5 2021年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年3月	银保监会、住建部和央行	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021年6月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展
2021年7月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳定加、稳房价、文预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制
2021年9月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益
2021年10月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序

2021年12月	央行、银保监会	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务
2022年1月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定。

资料来源：联合资信整理

2. 旅游行业

受益于国民收入水平的提升，国内旅游行业未来发展空间较大，但近年来行业进入者较多，加之产品同质化严重，行业竞争越发激烈，未来运营存在不确定性。短期看，新冠疫情对旅游行业冲击严重，长期看，品牌化和产品差异化是旅游企业需要关注的发展方向。

我国旅游业正由“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。近年来，我国第三产业进入快速发展期，国民的消费从单一的物质消费转向更高层次的精神文化消费，休闲度假游将更为普及。旅游已经成为中国家庭重要的休闲方式和消费方式，其具有度假时间较长、重游率高等特点，对休闲度假需求总量的增长有重要作用。此外，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。目前，国内旅游行业目前呈现品牌优势不足、产品同质化程度高、专业化和多样性服务水平低的问题；此外，国内旅游企业在挖掘自身文化内涵、细化景观设计、更新旅游理念以及扩大延伸旅游层次方面进程缓慢。与此同时，众多参与的进入也使得行业竞争越发激烈。例如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、京东等巨头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、抖音、小红书等新兴企业及社区凭借各自的优势切入旅游市场中的垂直领域，搅动行业。整体看，行业本身同质化程度高、中小企业众多的特征，行业竞争更加白热化，未来运

营有一定不确定性。

短期看，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较为严重。2020年，国内旅游人数28.80亿人次，同比大幅下降52.05%；国内旅游收入2.23万亿元，同比大幅下降约61.08%。2021年，文旅复苏的进程在特定时期和局部地区时有反复，根据文化和旅游部国内旅游抽样调查结果，2021全年旅游人数32.46亿人次，旅游收入2.92万亿元，同比分别上升12.8%和31.0%，分别恢复至2019年同期水平的54%和51%。

从未来发展趋势来看，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，国家旅游局也提出了要拓展现有产品休闲度假功能，要突出特色，提高质量，以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。企业提升品牌影响力以及提升产品的差异性，是旅游行业未来可能的发展方向。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年底，公司实收资本为82.02亿元，华侨城集团为公司控股股东；国务院国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司在主题公园领域有着独特的领先优势，品牌知名度高；公司综合成片开发优势明显，竞争实力强。

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资金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、环境优美和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，具备更强的抗风险能力。

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、欢乐谷和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2019年全球主题公园游客量数据报告显示，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2021年底，公司旅游综合及房地产业务土地储备剩余可开发建筑面积合计2251.02万平方米，土地储备充足。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2022年3月30日，公司已结清和未结清信贷记录中均无关注类和不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期、被列为失信被执行人或违约记录，履约

情况良好。

截至2022年5月23日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事长发生变更，联合资信将持续关注董事长变更对公司的影响。

2022年4月8日，公司原董事长段先念由于达到法定退休年龄，即日起不再担任公司董事长。2022年4月29日，公司选举张振高担任公司第八届董事会董事长。

张振高，男，1962年出生，研究生，博士，高级经济师、高级会计师。曾任保利置业集团有限公司董事、总经理，中国保利集团公司财务部主任、党组成员、总会计师、董事、总经理、党委副书记，中国保利集团有限公司党委副书记、董事、总经理。现任华侨城集团党委书记、董事长。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，公司营业收入规模仍快速增长，但毛利率出现下降。

2021年，公司旅游综合业务收入同比变动不大，房地产业务结转收入同比增长58.33%；综上影响，公司主营业务收入同比增长27.19%。

从毛利率来看，2021年，公司旅游综合业务毛利率有所下降，仍保持较高水平；房地产业务毛利率大幅下降，主要系房地产调控政策出台导致行业平均毛利率大幅下降以及公司部分高毛利项目逐渐结转完毕所致。

表6 公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2019年			2020年			2021年		
	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)
旅游综合收入	302.63	50.95	40.63	431.75	53.69	42.02	433.17	42.35	32.36
房地产收入	291.34	49.05	74.60	372.39	46.31	59.32	589.61	57.65	21.36
合计	593.97	100.00	57.29	804.14	100.00	50.03	1022.78	100.00	26.02

注：旅游综合收入包含文化旅游项目收入和旅游地产收入

资料来源：公司年报

2. 文化旅游业务

公司拥有国内领先的主题公园品牌及运作经验；2020年爆发的新冠疫情对公司文化旅游业务形成一定冲击，但2021年已基本恢复至疫情前水平；此外公司文旅项目建设存在较大的融资需求。

公司是最早一批在中国创立主题公园的先驱者，具有明显的知名度和影响力优势；其文旅综合业务主要为各类景区、酒店和文旅商娱综合体等的管理及经营，以及能给其带来增值服务的派生业务（如旅游地产等）。公司文旅项目重点分布在一二线城市和比较成熟的三四线城市，由于各个文旅项目前期投资较高，因此一般配套设施建设会先于文旅项目的开发，可产生一定的现金流用以支持文旅项目的开发。公司文旅综合业务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2021年底，公司旗下共有27家景区、28家酒店、1家旅行社、7家开放式旅游区以及1台旅游演艺。从接待游客情况来看，2019—2021年，公司共接待游客数量分别为5209万人次、4282.5万人次和7797.9万人次，波动增长，2020年下降主要受新冠疫情影响，2021年，公司通过采取创新产品推出、持续提升运营效率、强化IP研发与应用等措施，旅游综合业务逐步恢复，若剔除新增项目，公司2021年接待游客数

量为2019年的96%，已基本恢复至疫情前水平。

截至2021年底，公司在建的主要旅游综合项目中，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。

整体看，随着疫情的逐步恢复以及新增项目的运营，公司文旅业务收入有望持续增长；但在建项目具有一定的外部融资需求，对公司带来一定的资金压力。

3. 房地产业务

(1) 土地储备

2021年，公司拿地态度谨慎，新增土地储备规模明显下降，主要以一、二线城市为主；公司未开工项目土地储备规模大，区域分布较分散，其中三四线部分城市项目去化可能面临一定不确定性。

2021年，公司新增土地储备（含旅游综合及地产项目）规模下滑，主要系行业景气度下行，公司谨慎新增土地所致；从拿地支出看，公司权益口径土地价款大幅下降，其中三四线项目拿地金额占比不高；从拿地成本看，随着公司城市能级的提升，楼面均价大幅回升。旅游地产拿地成本优势明显，公司拿地成本整体处于较低水平，项目盈利空间较大，但随着行业整体利润空间的下行，公司项目毛利率也将回落。

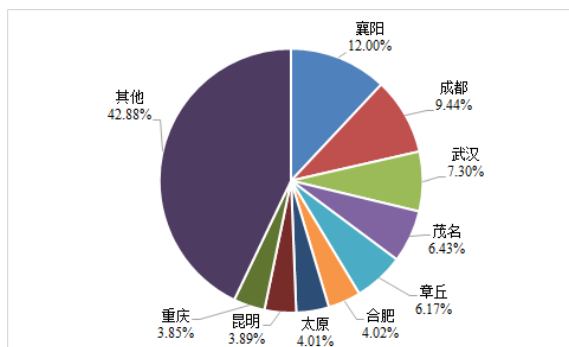
表7 公司土地储备获取情况

项目	2019年	2020年	2021年
新增项目数量（个）	47	25	23
新增土地储备计容建筑面积（全口径）	1208.07	1033.14	435.07
其中：一二线占比（%）	67.07	36.90	60.46
三四线占比（%）	32.93	63.10	39.54
土地价款（权益口径）（亿元）	494.16	286.81	177.78
其中：一线占比（%）	21.58	29.78	0.00
二线占比（%）	70.24	51.69	84.97
三四线占比（%）	8.18	18.54	15.03
新增土地储备楼面均价（全口径）（元/平方米）	6163	3471	6960

注：1. 该表数据为旅游综合及地产项目口径；2. 一线城市包括：北京、上海、广州、深圳，二线城市包括成都、西安、武汉、南京、中山、济南、郑州、青岛、天津、东莞、合肥、苏州、宁波、佛山、南昌、无锡等地
资料来源：公司年报

截至2021年底，公司旅游综合及地产业务土地储备（未全部开工口径）合计77块，总占地面积合计2467.84万平方米，剩余可开发建筑面积合计2251.02万平方米，按照公司2021年新开工情况看，能够满足公司5年以上开发，土地储备充足，但一定程度上占用公司较大规模资金。从区域分布看，公司土地储备剩余可开发项目分布在一线城市（占4.81%）、二线城市（占51.42%）和三四线城市（占43.77%）。整体看，公司项目区域分布相对较好，位于部分三四线旅游城市的项目去化存在不确定性，一定程度上会影响公司的周转速度。

图 1 截至 2021 年底土地储备分布



注：上表数据口径为旅游综合及地产未开工项目全口径
资料来源：联合资信根据公司年报整理

(2) 项目开发建设

公司在建项目主要位于一二线城市，区位较好，可为未来销售提供支撑；但同时公司存在一定的资金需求。此外，需关注公司项目合作方出现风险对公司造成的影响。

2021年，公司新开工和竣工面积大幅增长。

表 8 2019 - 2021 年公司房地产开发主要指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年
新开工面积（万平方米）	168.86	196.39	312.87
竣工面积（万平方米）	85.69	115.34	296.54
期末在建面积（万平方米）	241.39	297.89	314.22

注：上表数据口径为一般商住项目并表口径，不含旅游地产相关数据
资料来源：公司提供

截至2021年底，公司主要开发项目（旅游综合及地产项目；土地成交金额大于50亿元）14个，规划计容建筑面积913.95万平方米，预计总投资金额2041.48亿元，尚需投资金额680.64亿元，权益尚需投资金额372.73亿元。公司在建项目位于武汉、深圳、成都、南京和昆明等城市，销售前景相对较好。此外，公司合作项目整体风险可控，但仍需持续关注合作方可能出现风险事件对公司的影响。

(3) 项目销售

公司房地产开发业务主要集中于一二线城市，能够为未来销售提供较好的支撑。2021年，受行业景气度下行影响，公司销售面积和金额均下降。

从销售情况看，2021年，公司协议销售面积下降主要系行业景气度下行所致；协议销售均价同比下降，主要系深圳地区项目销售占比逐步下降所致。从主要项目（含旅游综合和地产项目）销售金额看，公司2021年销售区域主要分布在一线城市（占22.50%）、二线城市（占62.30%）和三四线城市（占15.20%），仍以一、二线城市为主。

表 9 2019 - 2021 年公司房地产销售概况

项目	2019 年	2020 年	2021 年
协议销售面积（万平方米）	252.07	465.06	398.79
协议销售金额（亿元）	862.58	1051.54	824.65
协议销售均价（万元/平方米）	3.42	2.26	2.07

注：上表数据口径为旅游综合及地产项目全口径
资料来源：公司提供

4. 经营效率

2021年，公司主要经营效率指标有所上升。近年来，公司通过加快项目建设速度加快

周转速度。2021年，公司存货周转次数和总资产周转次数保持增长，分别为0.30次和0.22次。

5. 未来发展

公司未来的经营战略清晰，具有自身经营特色，有利于未来几年公司的持续健康发展。

公司于2021年完成了“十四五”发展规划，公司发展目标为成为具有全球竞争力的世界一流旅游企业，保持主题公园地位，建设O2O线上线下一体化平台，追求企业长期价值并做好市值管理。

公司为华侨城集团“文化+旅游+城镇化”和“旅游+互联网+金融”创新发展模式的主要实施主体，将着力优化和推进这两大发展模式演进。

公司的发展思路是以旅游为核心增长极，城镇化为底盘，创新和数字化为新动能；以用户为本，场景为基，逐步向平台生态型企业升级；发挥金融支撑作用，加强市值管理，增强股东回报，追求企业长期价值。

八、财务分析

1. 财务概况

公司2021年财务报告由信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。

2. 资产质量

截至2021年底，公司资产中货币资金较充裕，存货规模较大，投资性房地产以成本法计量有一定升值空间，但对外投资的长期股权投资仍有减值可能。公司资产受限比例低，整体资产质量较好。

截至2021年底，公司资产总额4800.61亿元，以流动资产（占80.54%）为主。

（1）流动资产

截至2021年底，公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

截至2021年底，公司货币资金为675.73亿元，较年初增长11.68%，其中预售监管资金128.99亿元，此外有2.88亿元保证金等受限资金，受限资金规模较小。截至2021年底，公司其他应收款为442.40亿元，主要为关联方往来款；从集中

度来看，年末余额前五名合计占比34.20%，集中度一般。截至2021年底，公司存货主要由开发成本（占比83.32%）和开发产品（占比16.55%）构成，完工未售项目占比一般；公司累计已计提存货跌价准备16.82亿元，2021年净增加11.10亿元，主要系行业处下行周期，公司谨慎起见计提所致。

（2）非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产933.97亿元，较年初增长10.80%。

截至2021年底，公司长期股权投资为185.63亿元，较年初变动不大，其中对渤海证券（余额25.21亿元）和禹洲地产（余额15.71亿元）的投资规模较大，当年计提减值准备7.64亿元（主要为对禹洲地产计提6.00亿元和对易居控股计提1.50亿元）；2021年，公司对合联营企业确认投资收益-5.81亿元。考虑到目前行业景气度仍较低，长期股权投资后续仍有减值可能。截至2021年底，公司投资性房地产为136.45亿元，主要为自持出租的商业及办公楼，公司投资性房地产采用成本法计量，有一定的升值空间。

截至2021年底，公司受限资产占总资产比例为5.18%，受限资产比例低。

表 10 截至 2021 年底公司受限资产情况

（单位：亿元）

项目	金额	受限原因
货币资金	2.88	用于办理银行承兑汇票、各种保函的保证金及贷款质押等
存货	196.76	贷款抵押
固定资产	15.06	贷款抵押
无形资产	33.89	贷款抵押
合计	248.58	—

资料来源：公司年报

3. 资本结构

（1）所有者权益

公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，对权益稳定性有一定影响。

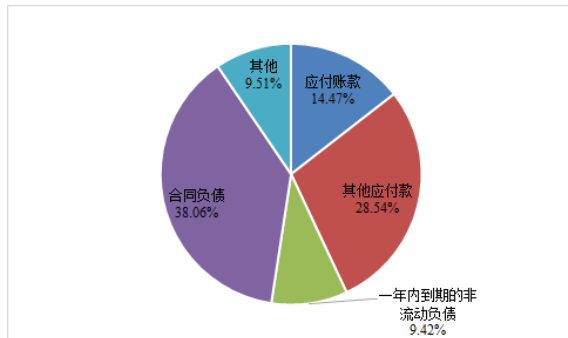
截至2021年底，公司所有者权益为1207.86亿元，较年初增长9.43%，实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润和少数股东权益分别占6.79%、4.25%、4.07%、51.41%和32.77%。

(2) 负债

公司债务杠杆合理，债务结构良好，融资结构以银行借款为主，且成本较低，公司融资优势明显。

截至2021年底，公司负债为3592.75亿元，以流动负债（占67.42%）为主。

图2 截至2021年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司年报整理

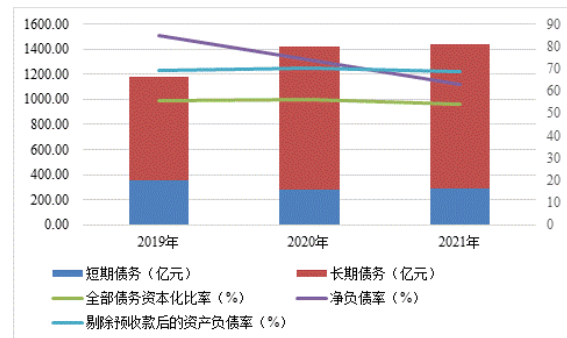
公司其他应付款主要为资金往来款、收取的工程保证金和按照清算口径预提的土地增值税，截至2021年底，公司其他应付款691.30亿元，较年初增长2.68%。截至2021年底，公司合同负债921.92亿元，较年初增长4.55%，主要为预售项目款项。截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债为228.28亿元，较年初增长58.84%，主要系长期借款面临到期转入所致。

截至2021年底，公司非流动负债为1170.34亿元，主要由长期借款（占86.62%）和应付债券（占8.96%）构成。

截至2021年底，公司长期借款为1013.70亿元，较年初下降5.88%，公司长期借款以信用借款和保证借款为主。截至2021年底，公司应付债券104.84亿元。

截至2021年底，公司全部债务1435.73亿元，较年初变动不大，其中短期债务占19.99%，债务结构合理。从债务指标看，公司债务杠杆处于合理水平。从融资渠道看，公司融资主要以银行贷款（占71.96%）、债券（占9.27%）和非银类贷款（占7.86%）为主。2021年，公司平均融资成本为4.46%，优势明显。

图3 截至2021年底公司债务及相关指标



资料来源：联合资信根据公司年报整理

4. 盈利能力

2021年，受高毛利率项目结转完毕及行业整体利润空间下行影响，公司各项盈利指标均下降，资产减值损失对公司利润影响较大。

营业收入及利润分析见上文。

2021年，公司费用总额88.03亿元，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为38.69%、34.09%和27.22%。

2021年，公司投资收益同比大幅下降主要系项目出售规模下降所致，占营业利润比例为5.73%；受房地产行业景气度下行及较严监管政策的实行，公司资产减值损失（主要为存货跌价损失）大幅增长，绝对值占营业利润比例为20.32%，对公司利润影响较大。

从盈利指标方面来看，2021年，公司营业利润率、净资产收益率和总资本收益率均下滑，与行业平均盈利水平变动趋势保持一致。

5. 现金流

2021年，公司筹资活动前现金流净额仍为大规模净流入；考虑到公司在建项目规模以及到期债务等因素，公司仍有一定融资需求。

表11 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年
经营活动现金流入小计	1227.78	1372.57	2193.99
经营活动现金流出小计	1279.66	1160.37	2001.61
经营现金流量净额	-51.88	212.20	192.38
投资活动现金流入小计	168.76	166.83	143.91
投资活动现金流出小计	217.01	160.28	183.35
投资活动现金流量净额	-48.25	6.55	-39.45
筹资活动前现金流量净额	-100.12	218.74	152.93
筹资活动现金流入小计	1018.23	1513.53	878.05

筹资活动现金流出小计	805.40	1486.61	957.01
筹资活动现金流量净额	212.83	26.93	-78.96

资料来源：公司年报

经营活动方面，2021年，公司经营活动现金流入同比增长，主要系往来款增长所致；经营活动现金流出同比增长，主要系往来款增长所致；2021年经营活动净现金流同比小幅下降。

投资活动方面，2021年，公司投资活动现金流入同比下降，主要系处置子公司股权规模减少所致；公司投资活动现金流出同比增长，主要系公司与联合营项目公司之间的资金往来款增长相关；公司投资活动净现金流转为净流出。2021年，公司筹资活动前现金流量净额仍为大规模净流入。

筹资活动现金流主要与借款及还款规模相

关，2021年，公司筹资活动净现金流净额转为净流出状态。考虑到公司债务规模及项目后续建设投入，公司仍存一定的外部融资需求。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现较好，长期偿债指标表现一般；考虑到公司股东背景、综合开发的业务模式以及土地储备的区域分布情况，公司整体偿债能力极强。

截至2021年底，公司流动比率较年初小幅下降，速动比率和现金短期债务比较年初有所提高；短期偿债指标表现较好。

从长期偿债指标看，2021年，公司EBITDA利息倍数同比下降，全部债务/EBITDA同比增长，长期偿债指标表现一般。

表 12 公司偿债指标

项目	项目	2019年	2020年	2021年
短期偿债指标	流动比率（%）	148.79	161.77	159.62
	速动比率（%）	56.34	52.94	57.34
	现金类资产/短期债务（倍）	1.07	2.20	2.36
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	244.46	287.89	194.11
	EBITDA利息倍数（倍）	2.89	3.06	1.83
	全部债务/EBITDA（倍）	4.83	4.93	7.40

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司实际对外担保余额合计84.41亿元，占期末所有者权益的6.99%，主要为对关联方提供的担保，公司或有负债风险可控。

截至2021年底，公司无重大未决诉讼。

截至2021年底，公司合并口径已获银行授信额度2797.77亿元，尚未使用1588.20亿元，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。

7. 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2021年底，母公司资产总额1570.53亿元，其中流动资产占53.77%，非流动资产占46.23%；母公司资产主要由货币资金、一年内

到期的非流动资产和其他流动资产构成，其中货币资金238.09亿元，规模较大。

截至2021年底，母公司负债总额为1115.50亿元，其中流动负债占28.14%，非流动负债占71.86%，主要由融资类借款和往来款构成。截至2021年底，母公司全部债务888.81亿元，资产负债率为71.03%。截至2021年底，母公司所有者权益455.03亿元。

2021年，母公司实现营业收入7.19亿元，利润总额98.65亿元，其中投资收益96.61亿元。

2021年，母公司经营活动现金流净额为103.11亿元，投资活动现金流净额为59.68亿元，筹资活动现金流量净额为-133.67亿元。

九、外部支持

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、资源获取及资金等方面提供较大支持力度。

公司控股股东华侨城集团是隶属于国务院国资委管理的大型国有中央企业；其直接或间接持有4家上市公司，分别是华侨城股份（股票代码：000069.SZ，持股比例47.01%）、康佳集团（股票代码：000016.SZ（A股）、200016.SZ（B股），直接持股比例21.75%）、华侨城亚洲（股票代码：3366.HK，持股比例70.94%）和云南旅游股份有限公司（股票代码：002059.SZ，直接持股比例18.14%）。

公司为华侨城集团“文化+旅游+城镇化”和“旅游+互联网+金融”创新发展模式的主要实施主体，承接了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了股东的有力支持；此外，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。

十、存续期内债券偿还能力分析

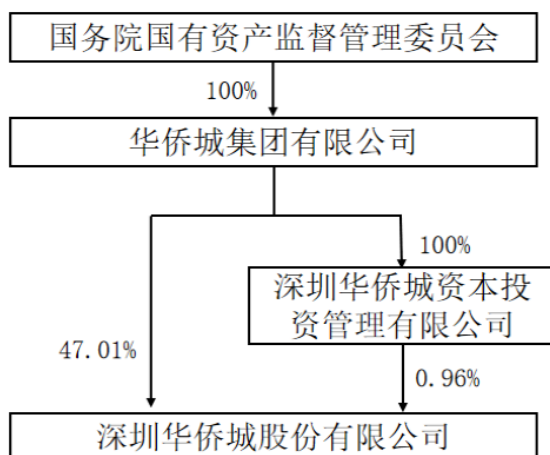
结合以下测算，并考虑到公司在行业地位、业务模式、盈利能力及股东背景等方面所具备的优势，公司对现有存续债券余额的偿还能力极强。

截至2022年4月底，公司存续债券余额为105.00亿元。截至2021年底，公司现金类资产、经营活动现金流净额和EBITDA分别为存续债券余额的6.45倍、1.83倍和1.85倍。公司现金类资产、经营活动现金流净额和EBITDA对存续债券余额按期偿付起到较强的保障作用。

十一、结论

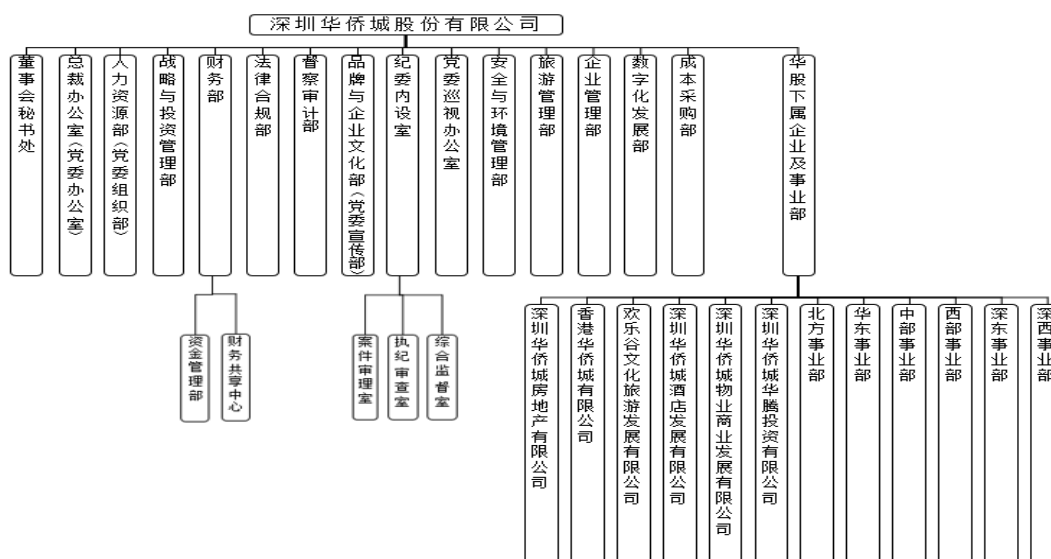
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“21侨城06”“21侨城05”“21侨城04”“21侨城03”“21侨城02”“21侨城01”“18侨城06”“18侨城04”“18侨城03”和“18侨城02”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底深圳华侨城股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底深圳华侨城股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底深圳华侨城股份有限公司部分子公司情况

序号	子公司名称	经营地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
				直接	间接	
1	深圳华侨城房地产有限公司	深圳	房地产业	100	---	同一控制下企业合并
2	西安华侨城实业有限公司	西安	房地产业	---	100	同一控制下企业合并
3	深圳市侨城加油站有限公司	深圳	商务服务业	---	60	同一控制下企业合并
4	深圳市侨香加油站有限公司	深圳	商务服务业	---	60	同一控制下企业合并
5	深圳市华侨城高尔夫俱乐部有限公司	深圳	娱乐业	10	90	同一控制下企业合并
6	北京四方投资管理有限公司	北京	投资公司	---	70	同一控制下企业合并
7	天津华侨城实业有限公司	天津	旅游业、房地产业	40	60	同一控制下企业合并
8	天津华侨城丽湖旅游开发有限公司	天津	旅游业	---	100	同一控制下企业合并
9	西安曲江华侨城投资发展有限公司	西安	房地产业	---	60	同一控制下企业合并
10	深圳华侨城创意园文化发展有限公司	深圳	文化业	---	100	同一控制下企业合并
11	深圳招商华侨城投资有限公司	深圳	房地产业	---	50	同一控制下企业合并
12	广东顺德华侨城实业发展有限公司	顺德	旅游业、房地产业	---	70	同一控制下企业合并
13	深圳华侨城城市更新投资有限公司	深圳	房地产业	---	51	非同一控制下企业合并
14	深圳市协跃房地产开发有限公司	深圳	房地产业	---	100	非同一控制下企业合并

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	376.05	606.31	676.73
资产总额 (亿元)	3796.20	4566.00	4800.61
所有者权益 (亿元)	949.93	1103.82	1207.86
短期债务 (亿元)	352.92	275.65	286.97
长期债务 (亿元)	826.64	1143.97	1148.76
全部债务 (亿元)	1179.56	1419.62	1435.73
营业收入 (亿元)	600.25	819.03	1025.84
利润总额 (亿元)	192.19	218.98	104.91
EBITDA (亿元)	244.46	287.89	194.11
经营性净现金流 (亿元)	-51.88	212.20	192.38
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	175.29	104.86	46.15
存货周转次数 (次)	0.15	0.19	0.30
总资产周转次数 (次)	0.18	0.20	0.22
现金收入比 (%)	154.36	135.21	98.42
营业利润率 (%)	35.29	31.93	19.69
总资本收益率 (%)	8.23	8.05	4.88
净资产收益率 (%)	15.10	14.24	5.92
长期债务资本化比率 (%)	46.53	50.89	48.75
全部债务资本化比率 (%)	55.39	56.26	54.31
资产负债率 (%)	74.98	75.83	74.84
流动比率 (%)	148.79	161.77	159.62
速动比率 (%)	56.34	52.94	57.34
经营现金流动负债比 (%)	-2.59	9.22	7.94
现金短期债务比 (倍)	1.07	2.20	2.36
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.89	3.06	1.83
全部债务/EBITDA (倍)	4.83	4.93	7.40

注：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

资料来源：公司提供，联合资信搜集整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	98.28	208.97	238.09
资产总额 (亿元)	1304.24	1482.63	1570.53
所有者权益 (亿元)	370.89	365.17	455.03
短期债务 (亿元)	166.30	145.81	117.56
长期债务 (亿元)	723.50	838.78	771.25
全部债务 (亿元)	889.80	984.59	888.81
营业收入 (亿元)	12.06	10.67	7.19
利润总额 (亿元)	35.57	25.44	98.65
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	-9.34	126.42	103.11
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	--	--	--
存货周转次数 (次)	--	--	--
总资产周转次数 (次)	0.01	0.01	0.00
现金收入比 (%)	66.58	144.58	104.02
营业利润率 (%)	41.86	24.20	43.13
总资本收益率 (%)	2.82	1.88	7.34
净资产收益率 (%)	9.57	6.95	21.68
长期债务资本化比率 (%)	66.11	69.67	62.89
全部债务资本化比率 (%)	70.58	72.95	66.14
资产负债率 (%)	71.56	75.37	71.03
流动比率 (%)	182.86	242.92	269.07
速动比率 (%)	182.80	242.87	269.04
经营现金流动负债比 (%)	-4.45	45.37	32.86
现金短期债务比 (倍)	0.59	1.43	2.03
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

资料来源: 公司提供, 联合资信搜集整理

附件 3 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
 长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持