

信用等级公告

联合[2018]196 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 2018 年公司债券（第三期）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 2018 年公司债券（第三期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年二月二十七日

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 2018 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第三期）信用评级报告

本期公司债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：10 亿元

债券期限：不超过 10 年（含 10 年）

还本付息方式：按年付息、到期还本

评级时间：2018 年 2 月 27 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
资产总额（亿元）	948.75	1,152.66	1,463.45	1,973.52
所有者权益（亿元）	322.48	421.76	481.16	528.29
长期债务（亿元）	215.74	295.23	263.90	426.55
全部债务（亿元）	308.11	355.89	423.68	687.23
营业收入（亿元）	307.18	322.36	353.81	193.68
净利润（亿元）	55.91	52.43	73.11	48.27
EBITDA（亿元）	103.10	100.04	123.86	--
经营性净现金流（亿元）	-25.88	-18.72	44.04	-88.88
营业利润率（%）	35.36	33.41	34.46	32.67
净资产收益率（%）	18.67	14.09	16.19	--
资产负债率（%）	66.01	63.41	67.12	73.23
全部债务资本化比率（%）	48.86	45.76	46.82	56.54
流动比率（倍）	1.59	1.88	1.48	1.45
EBITDA 全部债务比（倍）	0.33	0.28	0.29	--
EBITDA 利息倍数（倍）	9.04	7.46	9.01	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	10.31	10.00	12.39	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径，2017 年三季度数据未经审计，相关指标未年化，部分指标因不具有可比性未列示；2、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+地产”的经营思路下，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所提升，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，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期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 随着中国居民生活水平的提高和宏观经济形势的发展，旅游行业和房地产行业具有较大的发展潜力。

2. 公司特有的成片综合开发模式，在业态布局、产品功能、盈利、资金回收等方面形成紧密联系和相互补充，具备明显的协同效应、集群优势和抗风险能力。

3. 公司已在北京、上海、天津、重庆、程度、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；房地产业务重点布局一二线城市，同样具有较好的销售前景。

4. 公司资产质量良好，其中投资性房地产采用成本法计量，升值空间较大；主营业务毛利率较高，盈利能力较强。此外，公司依托控股股东华侨城集团公司，在资源获取、产业互动以及资金支持等方面获取了有力支持。

关注

1. 公司开发的旅游项目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，优质旅游资源进一步稀缺，优质项目获取难度上升。

2. 公司主营业务中欢乐谷项目、景区基础设施建设项目具有一次性资金投入规模大、建设期限长的特点，需要公司垫付大量资金；在建、拟建的旅游项目及地产项目投入仍然较大，新增投资可能给公司带来一定的资本支出压力。

3. 近年来，公司房地产项目分布较为集中，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波动较大。

4. 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 2016 年以来，公司债务规模增长，债务负担有所加重。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@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。

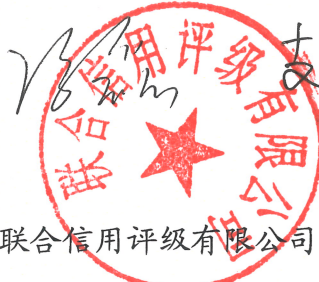
本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：


联合信用评级有限公司

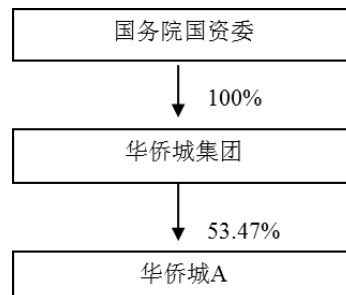
一、主体概况

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。

历经多次增资和股权变动，截至 2017 年 9 月底，公司股本为 82.06 亿股，其中华侨城集团持股 53.47%，公司实际控制人为国务院国资委。具体情况见下图。

图 1 截至 2017 年 9 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；旅游工业品的销售；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 2017 年 9 月底，公司下设董事会秘书处、审计部、总裁办公室、战略发展部、财务部、人力资源部、新业务拓展部、产品策划中心、群众工作室、信息中心、监察室共计 11 个职能部门以及欢乐谷事业部、旅游事业部、酒店物业事业部、房地产公司和香港华侨城公司 5 个事业部；公司纳入合并范围的各级子公司共 138 家。截至 2016 年底，公司在职员工 24,427 名。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 1,463.45 亿元，负债合计 982.29 亿元，所有者权益（含少数股东权益）481.16 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 437.17 亿元。2016 年，公司实现营业收入 354.81 亿元，净利润（含少数股东损益）73.11 亿元，其中归属于母公司的净利润 68.84 亿元；经营活动产生的现金流量净额 44.04 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.63 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 1,973.52 亿元，负债合计 1,445.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）528.29 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 479.89 亿元。2017 年 1~9

月，公司实现营业收入 193.68 亿元，净利润（含少数股东损益）48.27 亿元，其中归属于母公司净利润 47.21 亿元；经营活动产生的现金流量净额-88.88 亿元，现金及现金等价物净增加额 148.25 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、本期债券概况及债券募集资金用途

1. 本期债券概况

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”批复核准，公司获准公开发行不超过130亿元（含130亿元）的公司债券。2016年4月，公司发行了“深圳华侨城股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，最终发行规模为35亿元，其中品种一（债券简称：16侨城01，3+2年）为25亿元，品种二（债券简称：16侨城02，5+2年）为10亿元；2018年1月，公司发行了“深圳华侨城股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，最终发行规模为35亿元，其中品种一（债券简称：18侨城01，3+2年）为25亿元，品种二（债券简称：18侨城02，5+2年）为10亿元；2018年2月，公司发行了“深圳华侨城股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”，最终发行规模为50亿元，其中品种一（债券简称：18侨城03，3+2年）为20亿元，品种二（债券简称：18侨城04，5+2年）为30亿元。

本期债券名称为“深圳华侨城股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第三期）”，采用面向合格投资者公开发行的方式，发行规模为10亿元，期限为不超过10年期（含10年）。本期债券为固定利率债券，具体发行利率由公司与主承销商根据市场情况确定，本期债券单利计息，每年付息一次，到期一次还本。

本期公司债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期公司债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还借款。

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

旅游行业不是一个单一产业，而是一个产业集群，具有多样性和分散性，包括景点经营、旅行社和旅馆服务业、餐饮服务业、交通业和娱乐业等。近年来，随着居民收入的增长以及旅游行业的逐步发展，我国旅游总人数及总收入持续增长。自 2012 年起，我国旅游总人数保持每年 10% 左右的增长，旅游总收入亦基本保持每年 10% 左右的增长，具体情况如下表所示。

表 1 2012~2016 年我国旅游总人数及收入情况（单位：亿人次、万亿元、亿美元、%）

项目		2012 年		2013 年		2014 年		2015 年		2016 年	
		数量	增长率	数量	增长率	数量	增长率	人数	增长率	数量	增长率
旅游人数	国内	29.57	11.97	32.62	10.31	36.11	10.70	40.00	10.77	44.40	11.00
	入境	1.32	-2.23	1.29	-2.51	1.28	-0.46	1.34	4.14	1.38	3.80
	出境	0.83	18.40	0.98	18.00	10.70	9.00	11.70	9.00	12.20	4.30
旅游收入	国内	2.27	17.62	2.63	15.72	3.03	15.36	3.42	12.81	3.90	14.00
	入境游外汇收入	500.30	3.24	516.64	3.27	569.10	10.16	1,136.50	99.69	1,200.00	5.60

资料来源：国家统计局

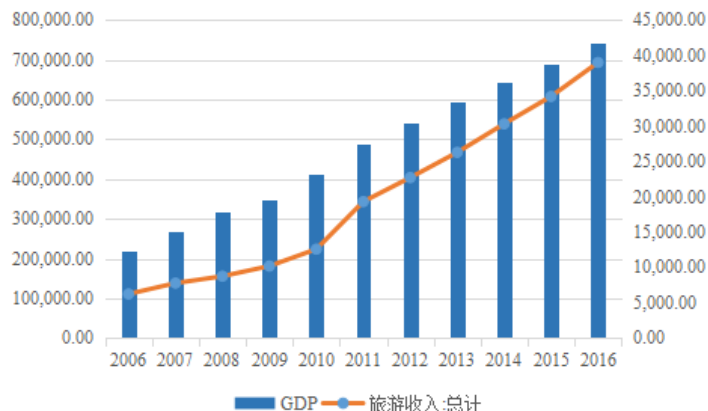
注：1、2016 年相关指标仅为 2017 年 1 月 9 日国家旅游局发布的数据概述，可能与实际数据略有差异；

2、出境旅花费国家旅游局未对各个年份均进行统计，数据不齐全，故上表未列示。

国内旅游

2014~2016 年，中国国内游客分别为 36.11 亿人次、40.00 亿人次和 44.40 亿人次，同比分别增长 10.70%、10.77%和 11.00%。中国国内旅游人数增速基本保持稳定；出游消费已呈现出一定的惯性，国内旅游收入与 GDP 呈现明显的正相关趋势，具体情况如下图所示。

图 2 2006~2016 年国内旅游收入与 GDP 对比情况



数据来源：国家旅游局和国家统计局

注：该数据季节性较强，故不再列示 2017 年 1~9 月的数据，可比性较弱。

国际旅游

国际旅游包含了入境旅游和出境旅游两大市场。中国人文历史悠久，拥有众多的名胜古迹等良好的旅游环境，再加上 2008 年北京奥运会、2010 年广州亚运会和上海世博会的成功申办和召开扩大了中国在世界上的影响范围，中国入境旅游市场近十几年得到快速平稳发展；同时，由于国内旅游业在某种程度上已满足不了部分居民的旅游需求，境外旅游成为了中国旅游业的有益补充，近几年同样得到了快速发展。

入境游方面，受雾霾等环境问题以及周边国家推出多项措施吸引国际游客的共同影响，2012~2014 年，我国入境游客人数增长率分别为-2.23%、-2.51%和-0.46%，呈现连续负增长态势；受跨国旅游年活动以及海峡两岸交流持续深化的共同影响，自 2015 年以来，我国入境游客人数开始呈现增长态势，近两年入境游客人数增长率分别为 4.14%和 3.80%。此外，2015 年旅游外汇收入大幅增长 99.69%，主要系签证政策的放松以及汇率波动的共同影响所致。

出境游方面，在国内经济持续增长的形势下，受益于人民币汇率的升值以及周边国家和地区入境旅游竞争力的提升，2012~2015 年，出境旅游人数继续保持高速增长态势，同比增速均在 9%

以上；但 2016 年以来，受人民币汇率贬值的影响，出境旅游增速开始不断下滑但仍然保持增长态势，2016 年我国出境游人数达 1.22 亿人次。

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，截至2016年底，我国旅游类上市公司在整体上市公司中数量占比仅约1%；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。

2016 年以来，旅游集团整合态势正在加速，业务多元化趋势明显，整合并购事件频出。2016 年 7 月，中国国旅集团有限公司并入中国港中旅集团公司，并购后成立了中国旅游集团公司，整合后资产规模超过 1,200 亿元；同程国际旅行社（集团）合并重组万达集团旗下的北京万达旅业投资有限公司；携程投资北美三大旅行社，并收购旅游百事通以及英国的机票搜索平台天巡。因此，虽然目前旅游企业众多，但随着行业的并购集中爆发，旅游公司的品牌化经营也将成为必然趋势。

总体看，未来旅游行业市场竞争在一段时期内仍将较为激烈，未来行业内优势企业将进一步提升市场占有率，产业集中度将有所提高。

（3）政策环境

中国旅游业作为第三产业的主要支柱行业，其在调整产业结构、节约资源、创造就业机会、缩小区域发展差距、缩小城乡发展差距等方面具有明显的优势，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向，具体情况如下表所示。

表 2 行业监管政策

发布日期	国家行业政策	发布单位
2013 年 11 月	《党政机关厉行节约反对浪费条例》	全国人大常委会
2016 年 9 月	《全国生态旅游发展十年规划》	国务院
2016 年 1 月	《关于支持沿边重点地区开发开放若干政策措施的意见》	
2015 年 8 月	《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》	
2014 年 8 月	《关于促进旅游业改革发展的若干意见》	
2013 年 4 月	《中华人民共和国旅游法》	
2016 年 9 月	《关于印发乡村旅游扶贫工程行动方案的通知》	国家旅游局
2016 年 4 月	《全国旅游标准化发展规划（2016~2020）》	
2013 年 10 月	《旅行社责任保险投保信息报送和检查暂行办法》	
2013 年 5 月	《旅游行政处罚办法》	

资料来源：国家旅游局

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。

总体看，中央和地方政府近年来推行的旅游刺激方案有利于保持中国旅游产业的平稳健康发展；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。

（4）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，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、导游和经营点合作从而获取回扣在旅游业是普遍存在的现象。

（5）行业发展

经济增长及城镇化推动旅游行业发展

按照国际上一般经济规律，我国已进入休闲度假行业快速增长期，大众休闲、散客休闲增长迅猛。休闲度假游模式下，由于自主度和旅游深度的提升，旅游者各项消费支出也将增加，从而体现为出游率以及旅游消费的同步增长。此外，城市化进程将是推动消费增长和升级的重要动力，也能够有效提升旅游消费需求和旅游出行率。

老龄化提升旅游服务需求，促进旅游行业转型

我国正在逐步步入老龄化的现状以及国家关于扶持养老服务业的政策，将进一步推动我国旅游行业从传统的观光游向休闲度假游的路径升级，旅游行业与养老地产、医疗服务、休闲养生等养老服务相关产业的协同效应将进一步扩大，促进旅游行业的业务转型。

旅游景区增长模式转变

旅游景区行业将从以景区为核心的门票经济形态，逐步向以目的地为核心，从门票、餐饮、住宿、文化演艺项目、购物等各方面获取收入的复合经济形态转型，深入挖掘游客的旅游价值。

“互联网+旅游”仍需深度融合

随着“互联网+旅游”的融合渐渐深入，以互联网为载体，线上的旅游OTA（Online Travel Agent）与线下的旅游企业融合互动，B2B电商合作平台、B2C产品营销平台和OTA电商合作模式不断创新，加速了旅游产业的发展。

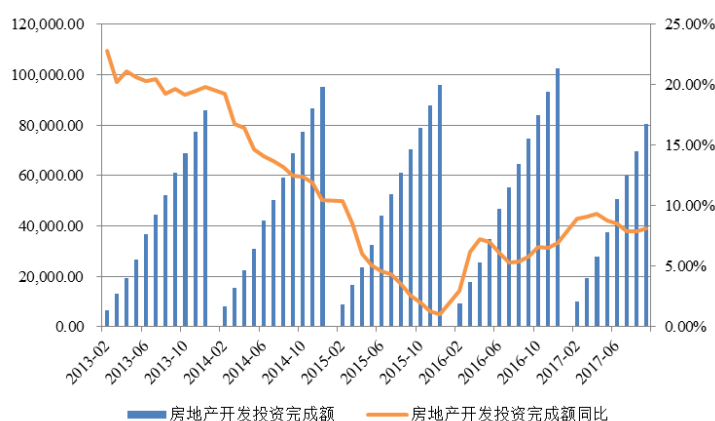
2. 房地产行业

（1）行业概况

房地产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，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

从近年房地产行业发展趋势来看,2014年,我国房地产行业增速有所减缓,受经济增速放缓和限购效果逐步实现的影响,2014年全年房地产开发投资95,035.61亿元,名义同比增长10.49%,增速同比大幅下滑9.30个百分点。受限购政策持续影响以及对房地产行业悲观预期,2015年,全国房地产开发投资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,为近五年来的最低点。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1~9月,全国房地产开发投资80,644.00亿元,同比增长8.10%,增速较上年同期上升2.30个百分点。

图3 2013~2017年9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;但2016年,房地产投资增速有所回升。

(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,2014~2016年全国土地推出面积呈递减趋势,土地平均溢价率持续提升,2017年1~9月,土地平均溢价率有所回落,具体如下表所示。

表3 2014~2017年9月全国300个城市土地交易情况

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1~9月
推出面积(万平方米)	135,659	113,235	103,212	75,288
同比(%)	-24	-18	-9	5
成交面积(万平方米)	104,032	85,671	85,885	62,633
同比(%)	-28	-21	-3	4
出让金(亿元)	23,412	21,793	29,047	26,384
同比(%)	-25	-10	31	35
楼面均价(元/平方米)	1,234	1,384	1,904	2,384
同比(%)	5	14	40	28

土地平均溢价率 (%)	10	16	43	34
同比 (%)	下降 6 个百分点	上升 6 个百分点	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，在宏观调控和去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑；但房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，从而使得楼面均价仍然保持在较高水平。

开发资金来源

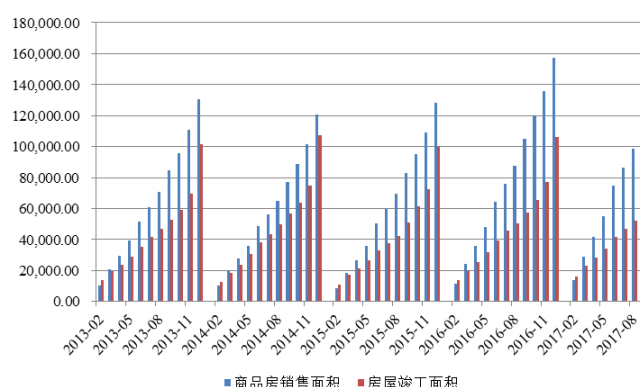
2009 年以来，房地产行业资金来源呈快速增长态势，进入 2014 年，受资金面趋紧、需求面观望情绪浓厚、商品房成交量下降等因素影响，房地产行业资金来源结束多年来的高速增长态势，首次出现负增长。2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，发行主体由上市公司扩展到所有制法人，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发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。

总体看，2014 年，对房地产业偏紧的信贷支持，使房地产业的资金较为紧张；但 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。

市场供需情况

2014 年，地产市场在前期限购、限贷调控政策整体不放松、信贷政策不断趋紧情况下，住宅市场低迷，市场观望情绪强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降。全年商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%；商品房销售额 76,292 亿元，同比下降 6.3%。从供给方面看，2014 年房地产开发企业房屋竣工面积仍继续保持增长，但增速出现回落，整体上供不应求的状态出现明显好转。

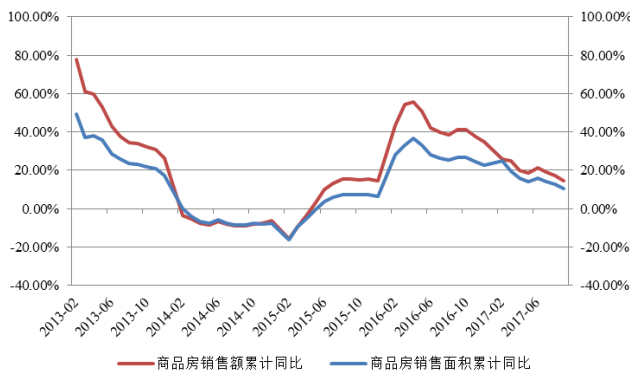
图 4 2013~2017 年 9 月全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

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%。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%。

图5 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

进入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%。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%。

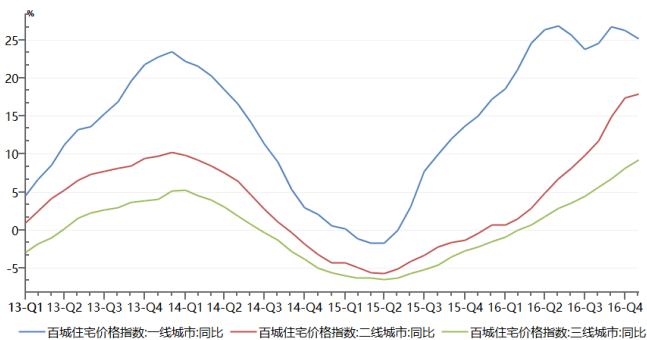
2017年1~9月，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积116,006.00万平方米，同比增长10.30%。从供应来看，2017年1~9月，房地产开发企业房屋施工面积738,065.00万平方米，同比增长3.10%；房屋竣工面积57,694.00万平方米，增长1.00%。截至2017年9月底，商品房待售面积61,140.00万平方米，比8月末减少1,212.00万平方米。

总体看，在当前经济增速下行和高库存压力下，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。在多重政策支持下，市场需求大幅释放，楼市总体呈回暖趋势，但政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市仍坚持去库存战略，从供需两端改善市场环境。

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%。2014~2016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6 2014~2016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

注：2017年数据未公布

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，自2014年5月起持续下跌，而

后随着多重宽松政策陆续出台和实施，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；同时，一、二线城市销售价格进入快速上涨通道，三线城市价格进入增长通道。

（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 4 2014~2017 年 9 月前 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 1~9 月
前 10 大企业销售额占比	17.19	16.87	18.81	24.40
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	15.80
前 20 大企业销售面积占比	13.74	14.62	15.94	20.30

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。据中国指数研究院统计，2017 年上半年房企销售额情况，碧桂园、万科和恒大迈入两千亿门槛，绿地、保利、中海、融创进入千亿阵营，再次呈现强者恒强局面。

表 5 2017 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	恒大集团	6	中国海外发展有限公司
2	万科企业股份有限公司	7	大连万达商业地产股份有限公司
3	碧桂园控股有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	绿地控股集团有限公司	9	华夏幸福基业股份有限公司
5	保利房地产（集团）股份有限公司	10	龙湖地产有限公司 广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布

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 6 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年 9 月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》

2014 年 10 月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
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 3 月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015 年 7 月	国家税务总局总局发布《关于简化个人无偿赠与与不动产土地使用权免征营业税手续的公告》
2015 年 8 月	国土资源部发布《关于做好不动产登记信息管理基础平台 ze 作 ze 的通知》，明确各地要按照 2015 年下半年信息平台上 ze 试运行。《房地产税法》正式列入人大常委会立法规划
2015 年 8 月	中央六部委联合公布《住建部等部门关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》
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》
2015 年 10 月	公积金异地贷款业务全面推行
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 2 月	国家财政部、国家税务总局和住房城乡建设部三部门发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》
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	住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关 ze 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	“十九大”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。

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014 年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。进入 2016 年，政策环境的宽松使部分城市房地产市场快持续升温，且有上涨过快趋势，“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。

（5）行业关注

行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

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，到期期限较为集中。但 2016 年 10 月，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，收窄房企公司债融资渠道，在一定程度上加大了房地产企业的偿还债务压力。

房地产调控政策不放松

2016 年 10 月至 2017 年 4 月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷三个方面对房地产行业进行调控。2017 年 10 月以来，十九大重申了长效机制的建立，目前的调控政策将继续维持。

中小房企面临被整合风险

高库存状态下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，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，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。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。2016 年，华侨城地产实现营业收入 191.26 亿元，净利润 56.43 亿元。

公司采用“旅游+地产”的经营模式，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。截至 2017 年 9 月底，公司房地产业务拥有可开发建筑面积 505.83 万平方米，权益可开发建筑面积 337.70 万平方米，上述项目大部分位于一线城市或区域中心城市，具有良好盈利潜力。

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 14 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工委书记、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。于 2015 年 9 月 28 日起任公司董事长，同时兼任中华文化促进会常务副主席。

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，康佳集团监事，华侨城酒店集团董事长。现任华侨城集团党委常委，华侨城投资公司董事长，华联发展集团有限公司董事，中国国旅股份有限公司监事会副主席，香港华侨城董事长，华侨城亚洲董事局主席、党委委员、副总裁；于 2015 年 9 月 10 日起任公司总裁，同时兼任中央企业青年联合会副主席、深圳市会计学会副会长。

截至 2016 年底，公司在职员工 24,427 人。从文化程度看，中专生及以下学历占比 53.28%，大专生学历占比 28.34%，本科生学历占比 15.77%，硕士研究生及以上学历占比 2.61%；从岗位构成看，生产人员占 64.85%，销售人员占 5.97%，技术人员占 12.54%，财务人员占 4.07%，行政人员占 12.56%，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，有利于公司的长远发展；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

2014~2016 年，公司获得的政府补助分别为 44,320.92 万元、43,593.61 万元和 89,081.01 万元。上述政府补助系包括创意园园区建设基金、文化创意产业发展专项资金等在内的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，总资产超过 1,000 亿元，年销售收入近 500 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）三家境内外上市公司。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。2014~2016 年，华侨城集团向公司提供的委托贷款规模均在 100 亿元以上。

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。

公司设董事会向股东大会负责，由 9 名董事组成，董事会设董事长 1 名、副董事长 1~2 名，任期三年，董事长和副董事长由董事会全体董事过半数选举产生，任期届满可连选连任。董事会现有董事 7 名，其中独立董事 4 名（由国资委批准），独立董事人数占董事人数的比例超过 1/3；内部董事由公司总经理、副总经理等兼任。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。

公司监事会现有 2 名监事，其中职工监事 1 名，设 1 名监事长，任期 3 年，任期届满可连选连任。其中，职工监事由职工代表大会选举产生，监事长由全体监事过半数选举产生。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。

公司经理层现有总裁 1 名，副总裁 3 名，董事会秘书 1 名，总会计师 1 名，能够勤勉尽责，对公司日常生产经营实施有效控制并能够依据相关法规和公司章程履行职责，保证公司的经营运作独立于控股股东。

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、审计部、总裁办公室等共 11 个职能部门以及欢乐谷事业部、旅游事业部、酒店物业事业部等共 5 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，在建设工程施工、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

2014~2016 年，公司营业收入分别为 307.18 亿元、322.36 亿元和 354.81 亿元，年均复合增长率为 7.47%，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 55.91 亿元、52.43 亿元和 73.11 亿元，年均复合增长率为 14.35%，呈现波动增长的趋势，主要系 2015 年公司旅游综合业务的旅游地产销售结转项目毛利率下降所致。

从收入细分板块看，近三年公司旅游综合收入分别为 151.50 亿元、123.21 亿元和 160.06 亿元，年均复合增长率为 2.79%，其中 2015 年处于较低水平主要系旅游地产的销售结转下滑所致；房地产收入分别为 149.10 亿元、192.01 亿元和 189.44 亿元，年均复合增长率为 12.72%，呈波动增长态势，其中 2016 年有所下降主要系结转面积减少所致；纸包装收入分别为 8.32 亿元、8.23 亿元和 7.39 亿元，年均复合增长率为-5.75%，呈现下降趋势，具体情况如下表所示。

表 7 近三年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 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	151.50	49.46	49.39	123.21	38.42	42.51	160.06	45.24	40.71
房地产收入	149.10	48.68	66.08	192.01	59.87	60.13	189.44	53.54	63.39
纸包装收入	8.32	2.72	11.80	8.23	2.57	11.44	7.39	2.09	7.63
减：内部抵消数	2.62	0.86	--	2.72	0.85	--	3.09	0.87	--
合计	306.30	100.00	56.85	320.73	100.00	52.97	353.81	100.00	53.15

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56.85%、52.97%和53.15%，呈现波动下降的趋

势，主要系2014年房地产板块收益水平较高所致。其中，旅游综合板块近三年毛利率分别为49.39%、42.51%和40.71%，呈现持续下降趋势，主要系公司旅游综合板块中的部分旅游地产业务当期结转收入规模较大且毛利率水平相对其他旅游综合业务较低所致；房地产板块近三年毛利率分别为66.08%、60.13%和63.39%，波动下降，主要系2014年深圳华侨城片区的房地产项目盈利能力较强且占结转收入比重较高所致；纸包装板块近三年毛利率分别为11.80%、11.44%和7.63%，呈现持续下降趋势，但占比较小，影响不大。

从销售区域的分布来看，由于公司业务发展起步于深圳，经多年发展，在珠三角区域拥有深圳世界之窗、锦绣中华、东部华侨城等全国知名主题公园及旅游景点，且在该区域内拥有丰富、优质的土地储备，房地产项目销售良好，因此公司业务主要集中在华南地区，近三年占比分别为56.00%、55.37%和61.06%，公司销售区域集中度较高。

表8 近三年公司主营业务销售区域分布（单位：亿元、%）

业务地区	2014年		2015年		2016年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
华北地区	30.42	9.93	12.21	3.81	15.44	4.36
西北地区	4.94	1.61	7.93	2.47	13.54	3.83
西南地区	20.34	6.64	24.66	7.69	15.27	4.32
华东地区	46.56	15.20	64.79	20.20	61.56	17.40
华中地区	35.15	11.48	36.28	11.31	35.03	9.90
华南地区	171.52	56.00	177.59	55.37	216.05	61.06
内部抵消	-2.62	-0.86	-2.72	-0.85	-3.09	-0.87
合计	306.30	100.00	320.73	100.00	353.81	100.00

资料来源：公司年报

2017年1~9月，公司实现营业收入193.68亿元，同比增长1.67%；实现营业利润62.72亿元，同比增长57.95%；利润总额62.74亿元，同比增长56.79%；净利润48.28亿元，同比增长53.78%；归属于母公司所有者的净利润为47.31亿元，同比增长62.18%，主要系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。

总体看，公司营业收入呈现逐年增长的趋势，毛利率水平较高，但销售区域集中度相对较高。

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。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、泰州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 2017 年 9 月底，公司华侨城主体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 101 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，2016 年结转收入 94.85 亿元，较上年增长 46.00%，主要系东部华侨城、云南华侨城、天津华侨城及宁波华侨城旅游地产开发收入结转较上年增长所致，由于销售及毛利率的波动性均较强，需关注旅游地产的销售及结转情况；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 25.29 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。目前，公司已在深圳、北京、成都、上海、武汉和天津等地开业运营九座欢乐谷连锁主题公园，主要客户群体为 15~35 岁青年人；锦绣中华和世界之窗面向所有年龄阶段的人群。

从接待游客数来看，六家欢乐谷中除天津欢乐谷和成都欢乐谷外，其余四家欢乐谷运营相对平稳且接待游客人数相对较高。其中，天津欢乐谷受地理位置以及北京欢乐谷分流的影响，接待游客人数始终相对较低，2016 年仍继续下滑主要系公司对天津欢乐谷水上项目进行升级改造所致；成都欢乐谷 2016 年接待游客人数下滑明显，主要系成都地区周边同类产品较多竞争激烈所致。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。

表 9 近三年一期各单体主题公园接待游客人数及收入情况（单位：亿元、万人次）

景区名称	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~9 月	
	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	接待游客	其中：门票收入
深圳欢乐谷	329.77	3.43	325.00	3.27	311.00	3.04	204.77	--
天津欢乐谷	154.15	1.13	145.00	0.94	142.00	0.96	130.56	--
成都欢乐谷	257.51	2.51	259.00	2.36	218.00	2.08	154.12	--
北京欢乐谷	334.43	3.48	374.00	3.84	365.00	3.41	263.00	--
上海欢乐谷	288.80	3.53	297.00	3.62	292.00	3.40	207.95	--
武汉欢乐谷	268.51	2.76	261.00	2.65	263.00	2.55	201.04	--
深圳世界之窗	316.97	3.95	344.00	4.02	323.00	3.79	248.63	--
锦绣中华	147.65	1.34	165.00	1.45	173.00	1.47	138.63	--
长沙世界之窗	101.47	1.24	114.00	1.36	130.00	1.33	83.70	--
合计	2,199.26	23.37	2,284.00	23.52	2,216.00	22.02	1,632.40	--

资料来源：公司提供

注：2017 年 1~9 月门票收入未统计

综合旅游项目运营

公司的东部华侨城、云南华侨城和泰州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、云海谷高尔夫等项目；宁波华侨城包括

¹ 由于泰州华侨城项目连续亏损，仍处于培育期，2017 年上半年，公司将泰州华侨城的股权转让给母公司华侨城集团之全资子公司华侨城华东投资有限公司。华侨城华东投资有限公司以现金支付对价 5,196.49 万元，同时支付公司对泰州华侨城的委托贷款 10.80 亿元，支付江苏华侨城控股有限公司与泰州华侨城间往来款 2.00 亿元。

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，云南华侨城和深圳东部华侨城门票收入 2016 年均呈现不同程度的下滑，主要系 2016 年上述项目开始进入平稳运营期，经营状况有所下滑所致；泰州华侨城由于持续经营不善，已于 2017 年出售给华侨城集团，具体情况如下表所示。

表 10 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	2014 年		2015 年		2016 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	19.35	2,306.70	23.00	3,547.21	20.00	2,562.97
深圳东部华侨城	378.15	31,879.14	394.00	32,919.59	380.00	31,181.62
泰州华侨城	72.20	112.77	72.00	100.66	68.00	97.01
合计	469.70	34,298.61	489.00	36,567.46	468.00	33,841.60

资料来源：公司提供

2017 年 1~9 月，云南华侨城、深圳东部华侨城和泰州华侨城接待游客人数分别为 13.00 万人次、237.79 万人次和 50.39 万人次。

总体看，华侨城股份主题公园类别的旅游项目经营较好，但 2016 年以来接待游客人数有所下滑，开始进入平稳期；同时，公司南京欢乐谷项目已动工，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

公司将建设主题公园的经营理念移植到酒店领域，先后投资建设了白金五星级品牌华侨城洲际大酒店（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，形成了一套完整的以“主题和创想”为核心价值的品牌体系。

从酒店的经营模式来看，公司主要是自主经营和委托经营相结合。其中，华侨城洲际大酒店的经营模式为与国际知名品牌洲际酒店集团合作，深圳前海华侨城万豪酒店的经营模式为与国际知名品牌万豪国际酒店集团合作，进行专业委托管理，酒店经营收入由公司获取，专业化管理方收取基础管理费和奖励管理费；其余酒店品牌均为公司自营，经营主体为公司下属的深圳市华侨城国际酒店管理有限公司。

从酒店平均房价来看，公司酒店涉及各个价位水平，从 139.17 元~1,127.41 元不等，能够满足不同层次的消费需求。从酒店入住率来看，存在一定的波动性，部分五星级酒店入住率下降主要系公司改变经营策略不再使用降价来吸引客户、坚持酒店自身定位所致；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，平日会议团不足入住率低，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。

表 11 近三年主要酒店经营状况（单位：间、万人次、%、元/间/日）

酒店名称	星级	客房数	2014 年			2015 年			2016 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	288	19.64	44.65	1,144.65	20.27	47.69	1,026.67	16.42	34.75	1,077.93
瀑布酒店	五星	331	10.21	42.46	456.59	12.36	52.13	454.09	9.69	40.72	493.95

房车酒店	四星	180	5.70	43.84	391.52	6.08	46.59	415.65	5.27	40.13	430.23
菩提宾舍酒店	五星	21	0.35	38.72	886.03	0.60	42.02	909.38	0.43	28.23	1,089.96
黑森林酒店	四星	312	8.94	40.61	581.59	10.48	46.60	502.34	9.20	40.46	586.58
咖酷旅馆	--	180	7.81	30.23	399.34	7.77	31.89	531.74	7.13	29.40	492.00
泰州温泉酒店	--	252	6.24	35.85	460.39	6.12	37.37	312.42	5.51	33.96	318.23
云南群樱荟酒店	--	134	1.23	33.48	354.30	1.59	26.60	389.23	2.64	33.80	308.00
深圳华侨城大酒店	五星	540	72.95	75.32	1,057.74	76.81	84.00	1,044.29	76.19	78.49	1,022.23
深圳威尼斯酒店	五星	376	43.88	74.54	782.00	42.66	79.02	788.50	40.18	76.86	781.85
深圳海景奥思廷酒店	四星	435	47.19	85.00	495.66	45.07	84.38	501.08	43.69	82.71	494.50
深圳万豪酒店	五星	--	--	--	--	19.87	34.94	712.91	44.82	73.06	661.74
武汉玛雅海滩酒店	--	215	16.67	49.39	388.91	18.52	53.56	412.75	19.05	58.06	375.84

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，但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，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，土地储备情况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。

从成本控制来看，公司主要通过加快房地产周转速度和内部控制成本相结合的方式。其中，内部控制成本的手段主要包括：建立统一采购平台和供应商管理系统，完善采购流程和管理制度，逐步扩大统一采购范围；统筹集中资金管理，建立完善的资金统一管理平台，提高资金使用效率，降低财务费用；加强整合营销力度。整合不同业务板块和项目公司的客户资源，实现客户资源共享；对标行业先进，加强期间费用预算管理；加强工程项目的管理，编制工程成本控制计划，定期进行成本分析。

（1）土地储备

从土地储备策略来看，公司秉持做大做强原则，未来土地储备将集中于北京、上海和深圳等一线城市以及南京等极具发展潜力的二线城市。从土地获取方式来看，公司主要是通过三种方式获取：参与政府组织的招标、拍卖及挂牌出让；与第三方合作收购及开发；收购与地方政府订有出让合同的第三方开发商的股权。公司旅游与地产业务优势互补，与政府合作的拿地优势较为突出。

从公司新增土地储备情况来看，2014~2015 年，公司新增土地储备的土地面积分别为 12.54 万平方米和 114.89 万平方米，其中 2015 年同比增幅较大主要系公司 2015 年为开发重庆华侨城项目而新增土地储备面积 94.99 万平方米所致。由于公司旅游综合业务及房地产业务均涉及到土地储备，无法完全准确拆分，截至 2016 年底，公司控股的旅游综合及房地产业务累计权益土地储备 641.17 万平方米，规划总建筑面积 902.24 万平方米；其中，2016 年新增权益土地储备 105.66

万平方米，新增规划建筑面积 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）。截至 2016 年底，公司土地储备主要集中在上海、广东顺德、深圳、武汉和北京等地区，且纯住宅用地较少，土地储备区域较为集中；从土地储备的楼面均价来看，公司的土地储备楼面地价水平较低。

2017 年 1~9 月，公司继续加大拿地力度，主要包括深圳宝安中心滨海文化公园项目、深圳龙华项目、天津西青项目等，新增土地储备仍然主要位于核心一、二线城市。

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；同时，公司的土地储备区域主要集中于包括深圳、北京、上海、天津、重庆、宁波和南京等一、二线城市，鉴于当前一、二线城市房地产库存去化压力较小，开发需求较高，公司土储质量较高。

（2）项目建设开发

从房地产开发类别来看，公司房地产的产品不仅涵盖了传统意义上房地产开发的大部分形态，如住宅、别墅、公寓、商业、写字楼、酒店、创意产业园等；而且包括了美术馆、当代艺术中心、剧院以及学校、医院、体育中心、高尔夫球俱乐部等，建筑类别齐全、产品线非常丰富。

从市场定位来看，公司开发的房地产产品可以区分为以下三类产品，覆盖各个层次的消费需求：①针对首次置业客户，开发刚需性住宅；②针对首次置业后，希望通过购置新房，改善居住条件的客户，开发改善型住宅；③针对曾有多次置业经历、对生活品质有较高要求的客户，开发舒适型住宅。

开发建设

从开发建设情况来看，2014~2016 年，公司新开工面积呈波动增长态势，2016 年新开工面积主要分布在深圳本部、深圳红山 6979、上海新浦江城和西安天鹅堡项目；竣工面积呈波动下降态势，其中 2015 年竣工面积较低但 2016 年大幅提升，主要竣工项目为深圳本部项目。截至 2016 年底，公司在建地产项目共 10 个，在建项目分布在深圳、上海、南京和西安，期末在建面积为 180.54 万平方米，2016 年大幅增长主要受当期新开工面积较大的影响，具体情况如下表所示。

表 12 近三年公司项目开发情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年
新开工面积（万平方米）	69.76	47.42	72.28
竣工面积（万平方米）	83.56	8.78	40.66
在建面积（万平方米）	110.28	148.92	180.54

资料来源：公司提供

注：公司未纳入合并报表范围合营及联营公司所持项目按权益占比计算

2017 年 1~9 月，公司新开工面积为 92.91 万平方米，主要系公司南京等地项目集中开工所致；竣工面积为 9.68 万平方米，主要系季节性因素所致。

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 2017 年 9 月底，公司在建项目（指截至 2017 年 9 月底公司已取得建筑施工许可证但未全部竣工备案的项目）有 35 个，拥有可开发建筑面积 505.83 万平方米，权益可开发建筑面积 337.70 万平方米，大部分位于一线城市或区域中心城市，具有较好的销售前景，具体情况如下表所示。

表 13 截至 2017 年 9 月底公司在建地产项目基本情况

序号	项目名称	开发主体	公司资质	地点
1	华侨城地产项目 A3 地块	天津华侨城	三级	天津市东丽区

2	华侨城地产项目 C2 地块			天津市东丽区
3	天鹅湖一期项目 (03-A-003-1 地块)	顺德华侨城	暂定	佛山市顺德区
4	天鹅湖花园项目 (03-A-003-2、03-A-003-3 地块)			佛山市顺德区
5	顺德欢乐海岸 (商业+住宅) 项目			佛山市顺德区
6	武汉华侨城生态住宅社区项目原岸 (B 地块)	武汉华侨城		武汉市东湖生态旅游风景区
7	华侨城天鹅堡项目 (QJ2-1-28 号地块)	曲江华侨城	四级	西安市曲江新区
8	华侨城天鹅堡项目 (QJ2-1-29 号地块)			西安市曲江新区
9	华侨城苏河湾 1 街坊	上海置地	三级	上海市闸北区
10	华侨城苏河湾 41、42 街坊			上海市闸北区
11	浦江华侨城 (122-5#)	上海天祥	二级	上海市闵行区
12	浦江华侨城 (122-15#)			上海市闵行区
13	浦江华侨城 (123-13#三期)			上海市闵行区
14	浦江华侨城 (122-8#南面)			上海市闵行区
15	浦江华侨城 (123-4#后期)			上海市闵行区
16	浦江华侨城 (122-14#二期)			上海市闵行区
17	天鹅湖花园 (二期)	华侨城房地产	一级	深圳市南山区
18	华侨城大厦			深圳市南山区
19	西北片区 3 号地项目			深圳市南山区
20	西北片区 4 号地项目			深圳市南山区
21	天鹅湖 4 号地项目			深圳市南山区
22	东方花园 N1 区项目			深圳市南山区
23	南京置地项目 K 地块	南京置地	暂定	江苏省南京市建邺区
24	“合利坊”旧城改造 (后续)	万锦置业	暂定	上海普陀区
25	龙华红山地块 (宗地号 A818-0462)	招商华侨城	三级	深圳市龙华区
26	龙华民治地块 (宗地号 A811-0322)	华侨城置业	暂定	深圳市龙华区
27	四海云亭	侨城更新	三级	深圳市南山区
28	成都华侨城项目 (地产六期)	成都华侨城	二级	成都市金牛区
29	鄞州区新城区钟公庙地段 YZ07-06(B6)地块	宁波欢乐海岸投资	四级	宁波市鄞州区
30	鄞州区新城区钟公庙地段 YZ07-06(C-2)地块	宁波欢乐海岸置业		宁波市鄞州区
31	鄞州区新城区钟公庙地段 YZ07-06(B1、B3)地块	宁波华侨城	三级	宁波市鄞州区
32	海曙区集士港镇四明山村 1 号 B 居住、商业地块			宁波市海曙区
33	泊里中心	四川省圣铭置业	暂定	成都市成华区
34	重庆华侨城地产项目 (地产一期高层、二期多层)	重庆华侨城	暂二级	重庆市两江新区
35	重庆华侨城置地 B20-5/05, B20-4/05 地块云溪别院	重庆华侨城置地	暂二级	重庆市渝北区

资料来源：公司提供

从拟建项目情况来看，截至 2017 年 9 月底，公司拟建项目合计 35 个，具体情况如下表所示。

表 14 截至 2017 年 9 月底公司拟建地产项目基本情况

序号	项目名称	开发主体	公司资质	地点
1	华侨城地产项目 E1 地块	天津华侨城	三级	天津市东丽区
2	华侨城地产项目 C2 地块			天津市东丽区
3	华侨城地产项目 A2 地块			天津市东丽区
4	泰州华侨城项目 (500 亩宗地)	泰州华侨城	暂定	泰州市姜堰区

5	泰州华侨城项目（200 亩宗地）			泰州市姜堰区
6	泰州华侨城项目（后 200 亩宗地）			泰州市姜堰区
7	泰州华侨城项目（400 亩宗地）			泰州市姜堰区
8	南京置地项目 J 地块	南京置地	暂定	江苏省南京市建邺区
9	南京置地项目 ABCDEFGHIL 地块			江苏省南京市建邺区
10	武汉华侨城生态住宅社区项目三期（A-5、A-6、A-14 地块）	武汉华侨城	二级	武汉市东湖生态旅游风景区
11	阳宗海生态旅游小镇	云南华侨城	四级	昆明市宜良县
12	华侨城天鹅堡项目（QJ2-1-28 号地块）	曲江华侨城	四级	西安市曲江新区
13	华侨城天鹅堡项目（QJ2-1-29 号地块）			西安市曲江新区
14	浦江华侨城（123-3#）	上海天祥	二级	上海市闵行区
15	天鹅湖花园（一期）	华侨城房地产	一级	深圳市南山区
16	天鹅湖花园（二期）			深圳市南山区
17	华侨城大厦			深圳市南山区
18	天鹅湖 4 号地			深圳市南山区
19	西北片区 3 号地			深圳市南山区
20	西北片区 4 号地			深圳市南山区
21	东方花园 N1 区项目			深圳市南山区
22	华西地块	成都华侨城	二级	金牛区
23	海曙区集士港镇四明山地段 JSG-01-01、05-a	宁波华侨城	三级	宁波市海曙区
24	地产一期高层 B 区/二期高层	重庆华侨城	暂定二级	重庆市两江新区
25	纯叠拼			
26	南京华侨城 NO.2016G77 地块	南京华侨城	暂二级	南京栖霞区
27	南京华侨城 NO.2016G76 地块			
28	苏河湾二期 6 街坊（33-02 地块）	上海华合	暂定	上海静安区
29	沙井工改商	深圳市和冠房地产开发有限公司	暂无	深圳市南山区
30	顺德区大良街道逢沙大道北侧地块之一	佛山华侨城	暂定	佛山市顺德区
31	滨海文化公园一期（A004-0162）	华侨城滨海公司	暂定	深圳市宝安区
32	南昌华侨城项目	南昌华侨城	暂定	南昌西湖区朝阳
33	中北星光路项目	天津华锦万吉	暂定	天津市西青区
34	张家窝商业项目			
35	门头沟斋堂镇中心区 1 号地 A 地块	北京尚都新城置业	四级	北京门头沟区斋堂镇

资料来源：公司提供

资金需求

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。根据当前公司已签署的土地合同但尚未支付地价款规模、拟开发项目的初步规划、在建项目的开发进度，2017~2019 年，公司房地产业务工程所需资金预计分别为 138.80 亿元、149.60 亿元、157.00 亿元，合计 445.40 亿元。此外，公司未来将根据业务战略、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。

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

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。

从销售价格来看，公司主要以市场比较法的方式对房地产产品进行定价，通过参考周边对标项目价格、成本利润率目标及市场行情走势等因素确定楼盘销售价格。若采用促销手段，公司把控价格底线。公司房地产业务收入以住宅地产为主，商业地产为辅，具体情况见下表。

表 15 近三年一期公司房地产业务收入及均价概况

项目		住宅	其他(商铺、写字楼等)
2014 年	收入(单位: 亿元)	143.60	8.84
	均价(单位: 元/m ²)	45,589.97	61,144.37
2015 年	收入(单位: 亿元)	182.18	9.83
	均价(单位: 元/m ²)	48,644.35	42,175.40
2016 年	收入(单位: 亿元)	165.64	23.80
	均价(单位: 元/m ²)	58,155.11	51,044.60
2017 年 1~9 月	收入(单位: 亿元)	89.74	10.16
	均价(单位: 元/m ²)	53,072.07	70,311.21

资料来源: 公司提供

从协议销售均价来看，公司销售均价呈现不断上涨的趋势，且均在 4 万元/平方米以上，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地域分布战略；从协议销售金额来看，公司近三年销售规模逐年增长，2015 年主要来自于销售面积的增加，2016 年主要系房地产市场销售火爆使得价格上涨所致；从结转收入情况来看，公司的结转收入波动上升，主要系结转项目波动所致，具体情况如下表所示。2017 年 1~9 月，公司保持了良好的销售态势，基本与去年同期持平。

表 16 近三年公司销售概况

项目	2014 年	2015 年	2016 年
达预售项目(单位: 个)	10	4	3
协议销售面积(单位: 万平方米)	26.18	37.08	37.07
协议销售金额(单位: 亿元)	122.05	179.31	221.11
协议销售均价(单位: 元/平方米)	46,617.58	48,357.61	59,644.42
结转收入面积(单位: 万平方米)	25.82	32.59	33.84
结转收入(单位: 亿元)	149.10	192.01	189.44

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，销售模式具有明显的效率优势和激励优势，销售前景较好；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。

(4) 持有物业

从投资性房地产情况来看，公司各个项目出租率基本都在 90%以上，发展较为成熟；从业态来看，投资性房地产业态较为丰富，包括商铺、厂房、住宅、写字楼、餐饮、公寓和停车场等，能够分散风险；从发展前景来看，公司的投资性房地产主要位于深圳，地理位置优越且部分投资性房地产位于景区内部，升值空间较大；从公司持有性物业的特点来看，公司持有性物业与房地产业务及旅游景区紧密相关，具有较好的产业联动性。从租金收入来看，近三年公司持有物业租金收入波动下降，其中 2015 年租金收入较低主要系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所致，具体情况如下表所示。

表 17 截至 2016 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	2014 年租 金收入	2015 年租 金收入	2016 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	569.04	570.46	580.76
深圳华侨城房地产有限公司厂房	深圳	22.96	厂房	33,094.68	9,869.82	11,990.06	12,841.45
深圳华侨城房地产有限公司住宅	深圳	9.18	住宅	23,004.37	1,547.03	1,525.99	1,478.46
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	864.99	873.75	996.70
深圳华侨城房地产有限公司配套	深圳	5.50	配套	2,315.84	600.00	601.00	576.68
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	40.75	30.00	0.00
都市娱乐曲水湾	欢乐海岸	4.59	餐饮	27,795.03	8,602.48	13,700.33	16,069.79
都市娱乐蓝楹国际商务中心	欢乐海岸	1.13	写字楼	7,085.76	2,326.98	3,313.87	3,461.19
都市娱乐购物中心	欢乐海岸	6.85	商场	31,625.26	2,085.92	4,816.93	10,450.44
都市娱乐西区度假公寓	欢乐海岸	5.98	公寓	57,456.13	43,579.47	20,692.28	9,898.60
西安长安国际	西安	5.63	写字楼	79,221.31	0.00	0.00	5,005.51
顺德华侨城商铺	佛山	0.47	社区商业	4,605.88	0.00	0.00	5.73
合计	--	115.76	--	295,993.02	70,086.48	58,114.89	61,364.82

资料来源：公司提供

注：投资性房地产按照成本法计量

总体看，公司持有性物业的地理位置优越并且与公司其他业务类型紧密相关产生了较好的产业联动性，具有一定的升值空间。

4. 纸包装业务

公司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。近三年，公司纸包装业务的营业收入分别为 7.60 亿元、8.32 亿元和 8.23 亿元，基本保持稳定。

从产品定位来看，纸包装产品主要定位于中高端包装市场，目标客户群体主要为世界 500 强企业及国内知名企业，主要客户包括佳能、施乐、宜家、康佳、富士康、联想、IBM、SONY 等企业。近年来，公司主要海外市场之一的日本由于中日关系遇冷表现欠佳，但公司积极应对加大了对国内客户的开发和销售力度，有效降低了对公司业绩的影响。

从产品定价来看，公司采用市场化的定价模式。公司内部先由 ERP 系统通过各项成本核算并加入一定利润率生成内部价格，然后根据客户情况、竞争情况等因素确定最终价格。通常，面向订单量大的大型日用消费品客户的报价略低于内部价格；而面向订单量小的客户报价略高于内部价格。

从客户来源来看，大量优质的长期客户为公司贡献了大部分收入；同时，公司的市场销售团

队也在不断拓展新客户关系，并加大与电商企业合作力度，探索新的业务和盈利模式。

总体看，公司的纸包装业务经营较为稳定，同时也在积极拓展新的盈利模式和客户。

5. 经营效率

2014~2016年，公司存货周转次数分别为0.29次、0.31次和0.28次，呈波动下降态势，主要系2016年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0.50次、0.44次和0.38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0.34次、0.31次和0.27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

（1）旅游资源获取风险

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，占地面积大，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，土地等资源的稀缺程度和获取难度均有所上升。

（2）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不断新增的同质化公园及其他类型景区的竞争。

（3）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较为集中，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。

（4）未来投资支出较大

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，公司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

公司以打造“中国文化旅游业的航空母舰”为远景目标，以“品质华侨城、幸福千万家”为价值指导，以“文化+旅游+城镇化”和“旅游+互联网+金融”为发展战略，参与中国新型城镇化建设，进一步深化和丰富现有商业模式。

新战略期，公司将构建四大业务领域：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；三是打造服务于业务发展的金融服务业务体系；四是针对优质公司的财务性投资业务。

围绕经营目标，公司将工作重点归纳为“三大工程”，即速度工程、产品工程和成本工程。具体来看，（1）公司将通过“快销、快建、快储备”三个方面，提升项目突破和落地的速度，

坚持“现金流高于一切”的方针，提高去化率，加快新项目上市速度，扩大区域投资权限、提高区域决策效率；（2）公司以旅游行业供给侧结构性改革为契机，加大产品牌创新力度，通过自投、收购、管理输出等多种方式，构建更符合全域旅游要求的产品体系，提高市场竞争力；（3）通过推进标准化建设和加大集中采购力度来加强成本控制能力。

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 2014~2016 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 2017 年第三季度财务报告未经审计。从合并范围来看，2014~2016 年，公司共新增合并单位 29 家；截至 2016 年底，公司合并范围内共包括 130 家子公司。总体看，公司主营业务未发生变化，且相关会计政策连续，财务资料可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 1,463.45 亿元，负债合计 982.29 亿元，所有者权益（含少数股东权益）481.16 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 437.17 亿元。2016 年，公司实现营业收入 354.81 亿元，净利润（含少数股东损益）73.11 亿元，其中归属于母公司的净利润 68.84 亿元；经营活动产生的现金流量净额 44.04 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.63 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 1,973.52 亿元，负债合计 1,445.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）528.29 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 479.89 亿元。2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 193.68 亿元，净利润（含少数股东损益）48.27 亿元，其中归属于母公司净利润 47.21 亿元；经营活动产生的现金流量净额-88.88 亿元，现金及现金等价物净增加额 148.25 亿元。

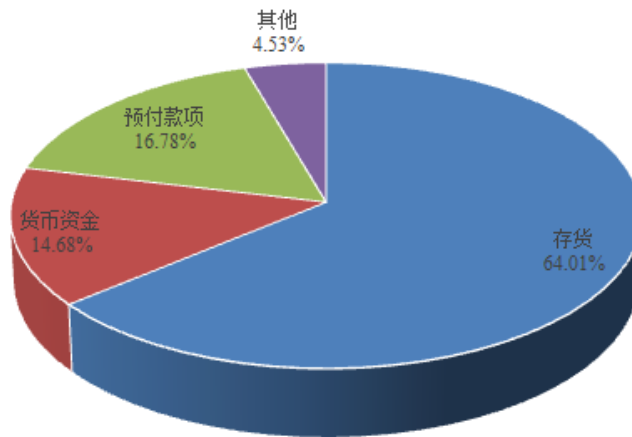
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产规模逐年增加，年均复合增长率为 24.20%，主要系流动资产增加所致。截至 2016 年底，公司资产总额 1,463.45 亿元，其中流动资产占比 72.56%，非流动资产占比 27.44%。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产不断增长，年均复合增长 27.59%，主要系存货的增加所致。截至 2016 年底，公司流动资产为 1,061.90 亿元，较年初增长 29.62%，主要由货币资金（占比 14.68%）、预付款项（占比 16.78%）和存货（占比 64.01%）构成，具体情况如下图所示。

图 7 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司货币资金余额年均复合增长 4.36%，基本保持稳定。截至 2016 年底，公司货币资金为 155.90 亿元，其中存款占比 98.50%；受限货币资金 2.24 亿元，占比为 1.44%，系用于办理银行承兑汇票及各种保函的保证金等。由于纳入合并范围的子公司中包含有海外子公司，经营外币项目，保留了少量外汇（港币、美元、欧元），折合人民币为 3.46 亿元，占比 2.22%，其余为人民币。

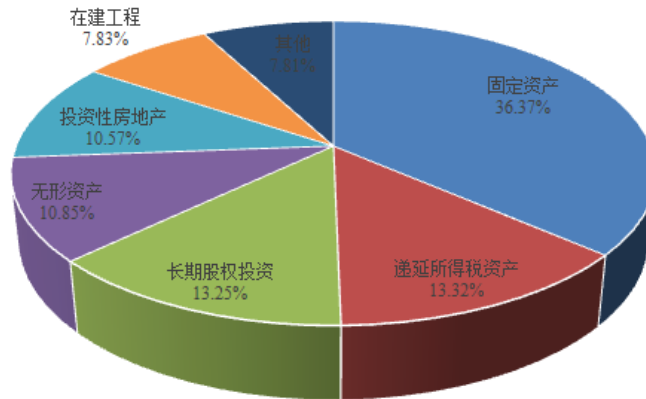
2014~2016 年，公司预付款项主要是预付购买土地诚意金和预付工程款等，年均复合增长 115.96%，呈持续增长态势。截至 2015 年底，公司预付款项余额较上年末增加 246.91%，主要系公司在重庆、深圳地区增加土地储备，预付的土地款增加所致；截至 2016 年底，公司预付款项合计 178.23 亿元，较年初增加 34.44%，主要系公司于深圳、南京、南昌、上海、武汉等地增加土地储备使得预付的土地款增加所致。

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。2014~2016 年，公司存货余额分别为 447.68 亿元、511.92 亿元和 679.71 亿元，年均复合增长 23.22%，呈现持续增长趋势，其中 2015 年增长主要系公司当期土地储备规模有所增加、重庆项目建设投入规模较大所致；2016 年增幅主要系公司于南京置地且北京侨禧土地储备增加所致。截至 2016 年底，公司存货余额以房地产开发项目（占比为 99.62%）为主，其中开发成本占比 78.88%。公司按照成本与可变现净值孰低计提存货跌价准备，截至 2016 年底已经计提跌价准备 0.50 亿元，计提比例较低，但考虑到公司房地产开发项目主要位于一、二线城市，公司存货跌价准备计提较为合理。公司存货中受限规模合计 44.76 亿元，主要系将部分项目土地使用权证、在建项目用于抵押取得贷款所致。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产不断增长，年均复合增长 16.38%，主要系长期股权投资增加所致。截至 2016 年底，公司非流动性资产为 401.55 亿元，较年初增长 20.44%，主要由固定资产（占比 36.37%）、递延所得税资产（占比 13.32%）、长期股权投资（占比 13.25%）、无形资产（占比 10.85%）、投资性房地产（占比 10.57%）以及在建工程（占比 7.83%）构成，具体情况如下图所示。

图 8 截至 2016 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司投资性房地产按照成本法计量，年均复合增长 22.64%，主要系存货、固定资产和在建工程转入所致。截至 2016 年底，公司投资性房地产账面价值 42.45 亿元，累计折旧为 13.55 亿元；公司投资性房地产中尚未办妥产权证书的房屋建筑账面价值为 24.05 亿元，使用权受限的投资性房地产 2.50 亿元。

2014~2016 年，公司固定资产账面价值年均复合减少 3.31%，呈持续减少态势，主要系电子设备以及运输设备处置报废增加所致。截至 2016 年底，公司固定资产原值 248.22 亿元，主要由房屋及建筑物（占比 57.41%）、机器设备（占比 27.74%）、运输设备（占比 1.26%）和电子设备（占比 6.94%）构成。截至 2016 年底，公司固定资产累计计提折旧 101.71 亿元，减值准备计提 0.48 亿元，固定资产成新率 58.83%，成新率一般；尚未办妥产权证书的房屋建筑账面价值 45.76 亿元。

2014~2016 年，公司在建工程主要是公园景区和商业地产等项目，在建工程余额分别为 20.21 亿元、18.33 亿元和 31.42 亿元，年均复合增长率为 24.69%，随投入和竣工结转节奏变化呈现波动增长态势。由于商业房地产开发项目保值增值的能力较强，故公司未对在建工程计提减值准备。

2014~2016 年，公司无形资产分别为 46.19 亿元、44.91 亿元和 43.58 亿元，年均复合减少 2.87%，主要系土地使用权摊销所致。由于土地使用权资产发生减值的风险较小，故公司未计提跌价准备。截至 2016 年底，土地使用权（旅游产品用地、商业用地、公司自用和工业用地）占比为 99.34%，为公司无形资产最主要的成分；软件和其他各占比 0.60%和 0.06%。

2014~2016 年，公司递延所得税资产余额分别为 32.79 亿元、38.36 亿元和 53.47 亿元，年均复合增长 27.70%，主要系公司按照清算口径预提的土地增值税不断提升但未达到清算条件所致。

截至 2016 年底，公司所有权或使用权受限制的资产共计 49.51 亿元，占总资产规模的 3.38%，受限比例较低，主要为用于抵押的存货。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额为 1,463.45 亿元，较年初增长 34.85%，主要系预收房款以及带息债务的增加使得公司货币资金及土地储备增加的共同影响所致。其中，流动资产占比 74.92%，非流动资产占比 25.08%，流动资产占比进一步提升。

总体看，公司资产规模较大，主要以流动资产为主。流动资产中存货占比较大，符合房地产开发企业资产结构特征；非流动资产以固定资产为主，投资性房地产以成本法计量。公司资产流动性较强，整体资产质量好。

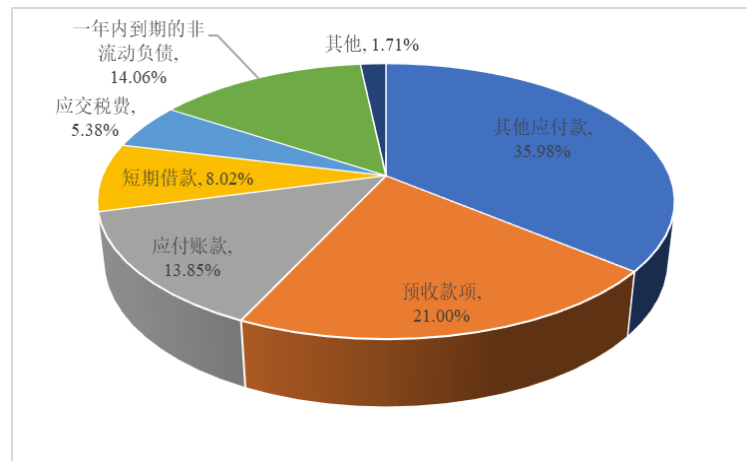
3. 负债及所有者权益

负债

2014~2016年，公司负债不断增长，年均复合增长25.24%，主要系流动负债的增加所致。截至2016年底，公司负债合计982.29亿元，其中流动负债和非流动负债占比分别为70.44%和29.56%。

2014~2016年，公司流动负债年均复合增长32.36%，呈持续增长态势。截至2016年底，公司流动负债为717.93亿元，较年初增加64.95%；主要由其他应付款（占比35.98%）、预收款项（占比21.00%）、一年内到期的非流动负债（占比14.06%）、应付账款（占比13.85%）、短期借款（占比8.02%）和应交税费（占比5.38%）构成，具体情况如下图所示。

图9 截至2016年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2014~2016年，公司短期借款余额分别为34.97亿元、43.38亿元以及57.56亿元，年均复合增长28.31%，主要系业务规模扩大使得借款需求增加所致。截至2016年底，公司短期借款中抵押借款占比1.67%，担保借款占比15.64%，委托借款占比65.84%，信用借款占比16.86%。

2014~2016年，公司应付账款余额分别为84.20亿元、86.18亿元和99.45亿元，年均复合增长8.68%。截至2016年底，公司应付账款合计99.45亿元，较年初增长15.39%，主要系公司当年受让华侨城集团所属土地使用权产生应付款项所致；从账龄上看，一年以内的应付账款占比49.36%，主要为应付华侨城集团的土地使用权款项；1~2年的应付账款占比23.92%，主要是未结算的工程款，其余为2年以上。

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。2014~2016年，公司预收款项分别为41.31亿元、61.91亿元和150.79亿元，年均复合增长率91.04%，呈现持续增长的态势。截至2016年底，公司预收款项较2015年底上升143.55%，主要系武汉东湖天樾项目、深圳天鹅湖项目以及宁波欢乐海岸项目预收房款增加所致。

2014~2016年，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，公司其他应付款余额分别为159.57亿元、195.62亿元和258.34亿元，年均复合增长率为27.24%，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，2014~2016年公司土地增值税余额分别为104.99亿元、130.76亿元和158.66亿元。截至2016年底，公司其他应付款中一年以内的占比45.29%，1~2年的占比20.15%，2~3年的占比14.52%，3年以上的占比20.03%。

2014~2016年，公司应交税费分别为24.77亿元、22.19亿元和38.63亿元。截至2016年，公司应交税费为38.63亿元，较年初增加74.09%，主要源于土地增值税和企业所得税增加。应交税费以公司所得税（占比91.70%）为主。

2014~2016年，公司一年内到期的非流动负债分别为51.59亿元、15.75亿元和100.98亿元，年均复合增加39.90%。2016年的增长主要系一年内到期的长期借款增加86.79亿元所致。

非流动负债

2014~2016年，公司非流动负债分别为216.50亿元、295.67亿元和264.36亿元，年均复合增长率为10.50%，呈波动增长态势。截至2016年底，公司非流动负债主要由长期借款（占比86.62%）和应付债券（占比13.20%）构成。

2014~2016年，公司长期借款余额分别为197.91亿元、281.11亿元和228.98亿元，年均复合增长率为7.56%，呈现波动增长态势。截至2016年底，公司未扣减一年内到期部分的长期借款主要是由委托借款（占比56.43%）、保证借款（占比15.51%）和信用借款（占比25.50%）构成。其中，委托借款均为公司向母公司华侨城集团的借款；保证借款主要为子公司股东按其持股比例为其借款提供贷款担保。

2014~2016年，公司应付债券余额分别为9.97亿元、10.00亿元和34.90亿元，年均增长87.11%，呈持续增长态势。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。

2014~2016年，公司全部债务规模增速较快，年均复合增长率为17.26%，主要系业务规模扩大使得资金需求增加所致。截至2016年底，公司全部债务为423.68亿元，其中短期债务和长期债务分别占比37.71%和62.29%，以长期债务为主。2014~2016年，公司资产负债率分别为66.01%、63.41%和67.12%，主要系预收款项规模2016年大幅增加所致；全部债务资本化比率分别为48.86%、45.76%和46.82%；长期债务资本化比率分别为40.08%、41.18%和35.42%，债务处于合理水平。

截至2017年9月底，公司负债合计1,445.22亿元，较年初增长47.13%，流动负债占比70.44%，非流动负债占比29.56%，以流动负债为主。其中，流动负债较年初增长41.81%，主要系预收房款增加、开发资金需求扩大使得短期借款增加的共同影响所致；非流动负债较年初上涨61.57%，主要是业务规模扩大使得长期借款增加所致。截至2017年9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73.23%、56.54%和44.67%，分别较年初增长9.10个百分点、20.75个百分点和26.12个百分点，债务负担明显有所加重，但仍处于合理范围。

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

2014~2016年，公司所有者权益年均复合增长率为22.15%，主要系未分配利润的增加所致。截至2016年底，公司所有者权益合计481.16亿元，较上年末增长14.08%。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为437.17亿元，占比为90.86%；归属于母公司所有者权益中股本占18.77%，资本公积占比12.72%，盈余公积占6.42%，未分配利润占63.68%；未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

截至2017年9月底，公司所有者权益较年初增长9.80%，主要系未分配利润的增加所致；所有者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，所有者权益稳定性有待提升。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司的营业收入分别为 307.18 亿元、322.26 亿元和 354.81 亿元，年均复合增长 7.47%；营业利润分别为 73.50 亿元、68.88 亿元和 85.71 亿元，年均复合增加 7.99%；同期，公司净利润分别为 78.07 亿元、73.32 亿元和 94.57 亿元，年均复合增长 10.06%，呈波动增长态势，其中 2015 年较低主要系当年公司旅游综合业务的旅游地产销售结转项目毛利率下降所致。

从期间费用方面来看，2014~2016 年公司期间费用逐年增长，分别为 38.10 亿元、41.71 亿元和 41.65 亿元，年均复合增长 19.92%，主要系财务费用的增加所致。2014~2016 年，公司财务费用年均复合增长率为 17.45%，主要系投资新项目的借款增加所致；管理费用年均复合增长率为 2.97%，主要系新项目开业费用相应增加所致；销售费用年均复合减少 0.50%，比较稳定。

2014~2016 年，公司投资收益占当年营业利润的 5.85%、5.22%和 7.27%，占比较低，公司净利润受投资收益变动的影响不大。营业外收入方面，2014~2016 年，公司营业外收入分别占当年利润总额的 6.41%、6.57%和 9.62%，主要来源于政府补助（主要为旅游度假区奖励金），2016 年占比提高同样归因于旅游度假区奖励金增加。

从盈利指标来看，2014~2016 年，公司总资本收益率分别为 11.37%、8.70%和 9.85%；公司总资本报酬率为 9.43%、7.82%和 7.97%；公司净资产收益率分别为 18.67%、14.09%和 16.19%；公司营业利润率分别为 35.36%、33.41%和 34.46%。上述盈利指标近三年呈现波动下降态势，主要系公司旅游综合业务的旅游地产销售结转项目毛利率波动下降所致。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 193.68 亿元，同比增长 1.67%；实现营业利润 62.72 亿元，同比增长 57.95%；利润总额 62.74 亿元，同比增长 56.79%；净利润 48.28 亿元，同比增长 53.78%；归属于母公司所有者的净利润为 47.31 亿元，同比增长 62.18%，主要系公司处置侨禧投资和文旅科技股权使得投资收益大幅增加所致。

总体看，公司盈利规模较大，增长可观；净利润主要来源于公司主营业务收入，盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流入分别为 295.11 亿元、363.23 亿元和 524.88 亿元，呈持续增长态势，主要系扩大房地产以及旅游项目规模所致；经营活动产生的现金流出分别为 321.00 亿元、381.96 亿元和 480.84 亿元，呈持续增长态势，与经营活动现金流入的变化方向相同。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 -25.88 亿元、-18.72 亿元和 44.04 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。

从投资活动情况来看，2014~2016 年，公司投资活动产生的现金流入分别为 19.27 亿元、8.40 亿元和 19.18 亿元，呈波动下降态势，主要系 2015 年无处置子公司所致；投资活动产生的现金流出分别为 16.44 亿元、56.66 亿元和 93.48 亿元，呈持续增长态势；投资活动产生的现金流量净额分别为 2.82 亿元、-48.26 亿元和 -74.30 亿元。其中，2015 年公司投资活动产生的现金净流出额由 2014 年的净流入变为净流出，主要系公司 2015 年度处置固定资产收回现金、取得子公司收到现金较 2014 年有所降低所致；2016 年公司投资活动产生的现金流净额较 2015 年度进一步降低，主要系投资性房地产、在建工程等项目投入增加及购买银行保本理财产品以及股权转让保证金等。

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 175.17 亿元、256.01 亿元和 362.64 亿元，呈持续增长态势，主要系公司取得委托借款和 2016 年发行公司债共同影响所致；筹资活

动产生的现金流出分别为 105.36 亿元、178.96 亿元和 329.05 亿元，呈持续增长态势，主要系偿还债务所致。2014~2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 69.81 亿元、77.05 亿元和 33.59 亿元。

2017 年 1~9 月，公司经营活动净现金流量为-88.88 亿元，较去年同期下降 187.26%，主要系公司项目开工节奏明显加快所致；投资活动产生的现金流量净额-38.66 亿元，较去年同期减少净流出 35.64 亿元，主要系主要系公司处置侨禧投资和文旅科技股权所致；筹资活动产生的现金流量净额为 275.99 亿元，较去年同期增加 34 倍，主要系当期借款融资增加所致。

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，存在一定外部融资需求；公司股东为公司提供较为大额的委托贷款，公司实际外部融资压力不大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率分别为 1.59 倍、1.88 倍和 1.48 倍，速动比率分别为 0.50 倍、0.71 倍和 0.53 倍，2015 年两个指标的上涨主要系公司预付款项增长所致。近三年公司现金短期债务比分别为 1.56 倍、2.51 倍和 0.98 倍；经营现金流动负债比率分别为 -6.32%、-4.30%和 6.13%，2016 年该指标改善明显，主要得益于销售获得现金大幅增加，总体看公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 103.10 亿元、100.04 亿元和 123.86 亿元，主要以利润总额和折旧为主。2016 年，公司 EBITDA 中折旧占比 13.52%、摊销占比 2.28%、计入财务费用的利息支出占比 7.84%、利润总额占比 76.36%，以利润总额为主。近三年 EBITDA 利息倍数分别为 9.04 倍、7.46 倍和 9.01 倍，保持在较高水平；EBITDA 全部债务比分别为 0.33 倍、0.28 倍和 0.29 倍，呈波动下降趋势，但仍处于较好水平。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2017 年 9 月底，公司合并口径的银行授信额度合计约为 815.50 亿元，已使用额度 336.40 亿元，尚余授信额度约为 478.70 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。

截至 2017 年 9 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 82.14 亿元，公司不存在其他提供对外担保情形。

截至 2017 年 9 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。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（编号：B20170427019430613），截至 2017 年 10 月 12 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。

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，公司整体偿债能力强。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券的发行对目前债务的影响

截至 2017 年 9 月底，公司全部债务总额 687.23 亿元，本次债券规模为不超过 130 亿元（含 130 亿元），已发行 120 亿元，本期拟发行债券规模为 10 亿元（占目前公司全部债务的 1.46%），相对于公司债务规模，本期债券发行规模对公司影响不大。

以 2017 年 9 月底财务数据为基础，在已经发行 85 亿元（其中，2018 年 1 月发行 35 亿元，2018 年 2 月发行 50 亿元，不含 2016 年 4 月发行的 35 亿元）的基础上，若本期募集资金总额为

10 亿元，本期债券发行后（即测算基础为 95 亿元），在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 74.46%、49.68%和 59.69%，较发债前分别提高 1.23 个百分点、5.01 个百分点和 3.15 个百分点，债务负担有所加重。考虑到公司募集资金将用于偿还借款，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. 本期债券偿债能力分析

以 2016 年底的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 123.86 亿元，为本期债券发行额度（10 亿元）的 12.39 倍，对本期债券覆盖程度高。2016 年公司经营活动产生的现金流入量为 524.88 亿元，为本期债券发行额度的 52.49 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，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、综合评价

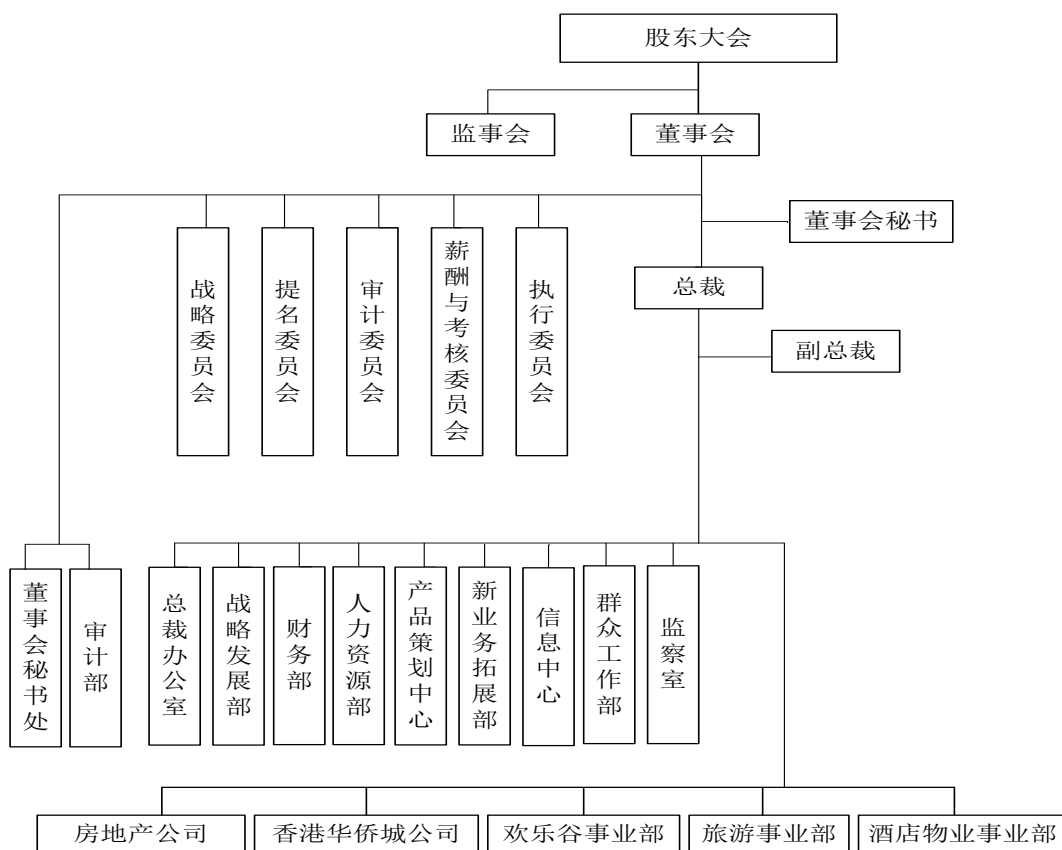
公司作为华侨城集团的上市公司之一，在旅游开发、房地产运营尤其是成片综合开发等方面具备综合竞争优势。公司主营业务毛利率处于较高水平，整体盈利能力很强；2016 年以来，公司新增一二线城市土地储备量较大，旅游资源也在不断扩充和开业，可为未来经营提供良好的支撑。同时，联合评级也关注到旅游行业市场竞争激烈、旅游项目经营风险较高、未来资本支出压力较大以及债务规模增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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所提升，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，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期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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
资产总额 (亿元)	948.75	1152.66	1,463.45	1,973.52
所有者权益 (亿元)	322.48	421.76	481.16	528.29
短期债务 (亿元)	92.37	60.66	159.78	260.69
长期债务 (亿元)	215.74	295.23	263.90	426.55
全部债务 (亿元)	308.11	355.89	423.68	687.23
营业收入 (亿元)	307.18	322.36	353.81	193.68
净利润 (亿元)	55.91	52.43	73.11	48.27
EBITDA (亿元)	103.10	100.04	123.86	--
经营性净现金流 (亿元)	-25.88	-18.72	44.04	-88.88
应收账款周转次数 (次)	61.39	58.69	73.22	--
存货周转次数 (次)	0.29	0.31	0.28	--
总资产周转次数 (次)	0.34	0.31	0.27	--
现金收入比率 (%)	85.83	107.34	130.95	189.84
总资本收益率 (%)	11.37	8.70	9.85	--
总资产报酬率 (%)	9.43	7.82	7.97	--
净资产收益率 (%)	18.67	14.09	16.19	9.56
营业利润率 (%)	35.36	33.41	34.46	32.67
费用收入比 (%)	12.40	12.94	11.74	10.26
资产负债率 (%)	66.01	63.41	67.12	73.23
全部债务资本化比率 (%)	48.86	45.76	46.82	56.54
长期债务资本化比率 (%)	40.08	41.18	35.42	44.67
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.04	7.46	9.01	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.33	0.28	0.29	--
流动比率 (倍)	1.59	1.88	1.48	1.45
速动比率 (倍)	0.50	0.71	0.53	0.56
现金短期债务比 (倍)	1.56	2.51	0.98	1.17
经营现金流动负债比率 (%)	-6.32	-4.30	6.13	1.17
EBITDA/本期发债额度 (倍)	10.31	10.00	12.39	--

注：1、由于 2017 年三季度财务数据不具有可比性，相关指标未列示。

2、本报告中计入长期债务的有息债务包括长期应付款。

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	
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 - 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 2018 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第三期）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。

