跟 踪 评 级 公 告

联合[2019]816 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 01”、“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：

二零一九年 五月二十日

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
公司债券 2019 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 01	6.67 亿元	3+2	AAA	AAA	2018/6/25
16 侨城 02	10.00 亿元	5+2	AAA	AAA	2018/6/25
18 侨城 01	25.00 亿元	3+2	AAA	AAA	2018/6/25
18 侨城 02	10.00 亿元	5+2	AAA	AAA	2018/6/25
18 侨城 03	20.00 亿元	3+2	AAA	AAA	2018/6/25
18 侨城 04	30.00 亿元	5+2	AAA	AAA	2018/6/25
18 侨城 05	8.00 亿元	3+2	AAA	AAA	2018/6/25
18 侨城 06	2.00 亿元	5+2	AAA	AAA	2018/6/25
19 侨城 01	25.00 亿元	3+2	AAA	AAA	2019/2/25

跟踪评级时间：2019 年 5 月 24 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	2,174.63	2,941.67	3,421.17
所有者权益（亿元）	654.76	771.62	793.92
长期债务（亿元）	482.00	705.83	920.21
全部债务（亿元）	637.68	924.60	1,210.48
营业收入（亿元）	423.41	481.42	79.20
净利润（亿元）	93.18	112.94	12.49
EBITDA（亿元）	167.19	202.17	--
经营性净现金流（亿元）	-77.00	-99.84	-6.37
营业利润率（%）	31.46	39.24	35.83
净资产收益率（%）	16.41	15.84	--
资产负债率（%）	69.89	73.77	76.79
全部债务资本化比率（%）	49.34	54.51	60.39
流动比率（倍）	1.62	1.62	1.64
EBITDA 全部债务比（倍）	0.26	0.22	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.61	3.37	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.22	1.48	--

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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

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”或“华侨城股份”）仍以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。2018 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公司（以下简称“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、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。

伴随着国内旅游行业的快速发展和产业升级，公司收入及利润水平将有望提升；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良好。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 侨城01”、“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. 随着国民生活水平提高及相关政策的大力扶持，旅游业未来具有较大的发展潜力。

2. 公司已在北京、上海、天津、重庆、成都、武汉、南京等十余个城市开发建设了文化旅游综合项目，城市布局较好；房地产业务方面，2018 年公司新增土地储备量较大，新开工规模增长较快，且重点布局一、二线城市，

具有较好的销售前景。

3. 公司资产质量高，其中投资性房地产采用成本法计量，具有一定的升值空间；主营业务毛利率维持在较高水平，盈利能力较强。

4. 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。

关注

1. 旅游市场的竞争较激烈，随着越来越多的企业进入旅游度假行业，公司的旅游综合业务面临一定的经营压力；受此影响，公司部分欢乐谷项目客流量有所下滑；此外，一、二线房地产限购、限价及限售政策可能会对公司未来现金流及盈利能力产生一定不利影响。

2. 2018 年以来，公司积极新增土地储备，土地投入成本攀升，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本支出压力。此外，公司经营活动和投资活动现金流持续为净流出状态。

3. 2018年以来，公司债务规模快速增长，债务负担有所加重。

分析师

支亚梅
电话：010-85172818
邮箱：zhiym@unitedratings.com.cn

宋莹莹
电话：010-85172818
邮箱：songyy@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它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：

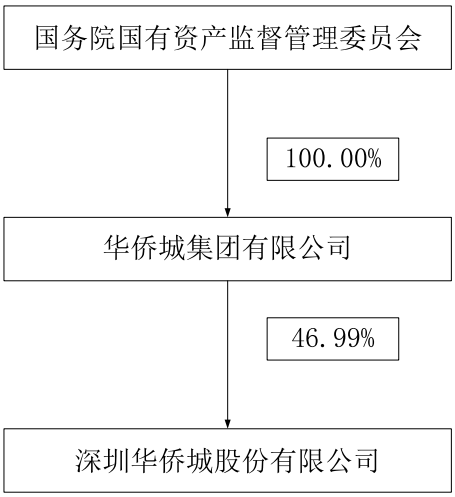
联合信用评级有限公司

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。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，截至 2017 年 3 月底，公司股本为 820,568.14 万股。

2017 年 12 月 22 日，公司收到《国务院国有资产监督管理委员会关于无偿划转华侨城集团公司所持深圳华侨城股份有限公司部分股份的通知》（国资产权[2017]1286 号），决定将华侨城集团有限公司（以下简称“华侨城集团”）持有公司 531,728,156 股股份无偿划转给北京诚通金控投资有限公司（以下简称“诚通金控”）265,864,078 股、国新投资有限公司（以下简称“国新投资”）265,864,078 股，公司已于 2018 年 4 月 4 日在中国证券登记结算公司深圳分公司办理完毕，转让完成后，诚通金控和国新投资持股均占公司总股本的 3.24%。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 82.03 亿元，华侨城集团持有公司 46.99%的股权，仍为公司控股股东（国新投资和诚通金控为公司第三和第四大股东），公司实际控股人仍为国务院国资委，具体情况见下图。

图 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主营业务主要包括旅游综合业务、房地产业和纸包装业务。跟踪期内，公司经营范围和组织架构均未发生变化。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 2,941.67 亿元，负债合计 2,170.05 亿元，所有者权益（含少数股东权益）771.62 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 591.23 亿元。2018 年，公司实现营业收入 481.42 亿元，净利润（含少数股东损益）112.94 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 105.89 亿元；经营活动产生的现金流量净额-99.84 亿元，现金及现金等价物净增加额-33.67 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 3,421.17 亿元，负债合计 2,627.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益）793.92 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 613.84 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 79.20 亿元，净利润（含少数股东损益）12.49 亿元，其中归属于母公司所有者

的净利润为 11.99 亿元；经营活动产生的现金流量净额-6.37 亿元，现金及现金等价物净增加额 236.69 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，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 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　公司债券发行相关情况

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 01	112376.SZ	2016/05/12	2016/04/13	2021/04/13	6.67	5（3+2）	2.98
	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	--	--	--	--	--	**136.67**	--	--

资料来源：Wind

2019 年，公司支付了“16 侨城 01”、“16 侨城 02”、“18 侨城 01”、“18 侨城 02”、“18 侨城 03”、“18 侨城 04”、“18 侨城 05”和“18 侨城 06”的利息；截至报告出具日，“19 侨城 01”尚未到第一个付息日。

截至 2019 年 5 月 20 日，“16 侨城 01”、“16 侨城 02”、“18 侨城 01”、“18 侨城 02”、“18 侨城 03”、“18 侨城 04”、“18 侨城 05”和“18 侨城 06”募集资金已按募集说明书约定用途全部使用完毕；“19 侨城 01”扣除承销费用后剩余募集资金 24.96 亿元，部分用于偿还“16 侨城 01”的回售本金和利息，募集资金剩余 6.08 亿元。

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. 房地产开发行业

（1）行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。一二三线城市百城住宅价格指数增速在调控下也有所放缓。

2019 一季度，全国房地产开发投资 23,803.00 亿元，同比增长 11.80%，增速创近几年新高，主要系土地购置费依旧高位，以及一季度销售、资金端改善，房企新开工和施工意愿增强，带动建安投资回升所致。但一季度土地市场下行，全国 300 个城市土地市场指标按一二三线城市统计的指标均不同程度下降；其中 2019 年 3 月，二线城市土地成交溢价率和楼面均价同环比均涨，二线城市土地市场热度有所回升。房地产开发企业到位资金 38,948.00 亿元，同比增长 5.90%，增速较前两月回升 3.8 个百分点，其中国内贷款、个人按揭贷款同比转正；另目前首套房及二套房房贷利率 2019 年以来连续三月下降，2019 年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。全国房地产销售面积 29,828.94 万平方米，同比下降 0.90%，增速转负，但较前两月上涨 2.7 个百分点；销售金额 27,038.77 亿元，同比增长 5.60%，增速较前两月上涨 2.80 个百分点；受益于调控政策在因城施策下结构性微调、信贷条件宽松，一二线城市被压制需求释放，3 月房地产销售情况有所好转，2019 年 4 月中央政治局会议再提“房住不炒”，预计后续市场以“稳”为主。

2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。

2018 年，政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。2019 年两会明确提出“落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展”；2019 年 4 月 19 日中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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。”

总体看，2018 年房地产开发投资保持较高韧性，土地市场趋于理性，销售面积和销售价格在调控深化影响下，均有所放缓；行业集中度继续提升。2019 年一季度，地产投资增速创近年新高，行业融资环境有所改善，但土地市场和销售整体下行，二线城市土地和销售回暖，房企逐步回归二线城市，政策上仍然以“房住不炒”、“因城施策”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

（2）行业关注

行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及2019年3月23日住建部副部长在中国发展高层论坛2019年年会上表示“房地产调控不动摇，保持政策的连续性”看，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。

中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

（3）行业发展

总体看，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，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。

总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，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。

2. 旅游行业

（1）行业概况

2018 年，国内旅游人数 55.39 亿人次，比上年同期增长 10.8%。其中，城镇居民 41.19 亿人次，增长 12.0%；农村居民 14.20 亿人次，增长 7.3%。国内旅游收入 5.13 万亿元，较上年同期增长 12.30%。其中，城镇居民花费 4.26 万亿元，增长 13.1%；农村居民花费 0.87 万亿元，增长 8.8%。

2016~2017年，行业内产生几起重大影响的兼并重组事件；经过2018年的运行，上述并购重组的成果开始显现，主要表现为龙头企业业绩的大幅提升。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　2018 年以来旅游行业主要政策

发布日期	行业政策	主要内容
2018 年 3 月 13 日	《国务院机构改革方案》	方案称，国家旅游局与文化部合并，组建文化和旅游部，作为国务院组成部门。不再保留原文化部、国家旅游局。新诞生的文化和旅游部的主要职责是，贯彻落实党的宣传文化工作方针政策，研究拟订文化和旅游工作政策措施，统筹规划文化事业、文化产业、旅游业发展，深入实施文化惠民工程，组织实施文化资源普查、挖掘和保护工作，维护各类文化市场包括旅游市场秩序，加强对外文化交流，推动中华文化走出去等。
2018 年 6 月 28 日	《关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》	指导意见部署各地落实国有景区公益属性，秉持旅游为民、旅游惠民理念，以逐步实现公共资源全民共享、景区服务费用旅客合理分担为改革取向，通过进一步完善价格机制，降低重点国有景区偏高门票价格。
2018 年 8 月 30 日	《关于建立特色小镇和特色小城镇高质量发展机制的通知》	《通知》明确，在创建名单中，逐年淘汰住宅用地占比过高、有房地产化倾向的不实小镇，政府综合债务率超过 100%市县通过国有融资平台公司变相举债建设的风险小镇，以及特色不鲜明、产镇不融合、破坏生态

		环境的问题小镇。

资料来源：国家旅游局

从目前来看，二、三线城市虽然经济发展不及一线城市，但娱乐需求旺盛，2018年，国内旅游用户以三线及以下城市为主，占比达65.0%。未来，随着高铁网络加密，大城市周边的许多二、三线城市以及西部偏远地区的旅游业具有巨大的发展潜力。另外，一线城市的酒店已经趋于饱和，向二、三线城市发展是必然选择。

总体看，我国旅游行业2018年仍呈现平稳发展态势，行业兼并筹组效果开始显现，行业政策不断规范。

（2）竞争格局

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。仅从上市旅游公司的数量来看，我国旅游类上市公司在整体上市公司中数量占比较小；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。

（3）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。

旅游市场秩序混乱

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

四、管理分析

2018年2月13日，公司副总裁张立勇和倪征、总会计师何海滨和职工监事郭金离任，杨杰、张大帆和袁静平聘任为副总裁；2018年3月16日，刘轲当选为职工监事；2018年3月20日，姚军当选为副董事长，陈跃华当选为监事长。

总体看，公司管理层及监事变动情况不大，对公司经营情况和整体战略影响不大；管理制度延续以往。

五、经营分析

1. 经营概况

2018 年，公司实现营业收入 481.42 亿元，同比增长 13.70%，主要系公司房地产业务收入增长影响所致；实现净利润 112.94 亿元，同比增长 21.20%，大于营业收入增幅主要系公司房地产业

务毛利率上升所致。

从收入细分板块看，2018 年，公司旅游综合收入为 196.57 亿元，同比增长 6.08%，主要系旅游地产销售部分结转收入规模增长所致，占比由上年的 43.93%下降至 41.40%；房地产收入为 280.45 亿元，同比增长 20.06%，主要系竣工结转项目规模增加所致，占比由上年的 55.38%增加至 59.07%；纸包装收入为 4.07 亿元，收入占比较小，对公司业务影响不大，具体情况如下表所示。

从毛利率来看，2018年，公司旅游综合业务毛利率为46.34%，同比增加4.02个百分点，主要系旅游地产项目结转毛利率不同所致；房地产业务毛利率为68.79%，同比增加13.55个百分点，主要系房地产结转项目的毛利率变动影响所致；纸包装业务毛利率为24.30%，同比增加11.07个百分点，但对公司综合毛利率水平影响不大。受上述因素的共同影响，2018年公司综合毛利率为59.92%，同比增加9.80个百分点，仍维持在较高水平。

表 3　2016~2018 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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	160.06	45.24	40.71	185.30	43.93	42.32	196.57	41.40	46.34
房地产收入	189.44	53.54	63.39	233.59	55.38	55.24	280.45	59.07	68.79
纸包装收入	7.39	2.09	7.63	7.70	1.83	13.23	4.07	0.86	24.30
减：内部抵消数	3.09	0.87	--	4.78	1.13	--	6.33	1.33	--
合计	**353.81**	**100.00**	**53.15**	**421.82**	**100.00**	**50.12**	**481.42**	**100.00**	**59.92**

资料来源：公司年报

2019年1~3月，公司实现营业收入79.20亿元，同比增长24.95%；实现净利润12.49亿元，同比增长21.11%。

总体看，公司营业收入规模有所增长，受房地产结转项目地区分布不同，公司毛利率大幅上升且仍维持在较高水平，经营良好。

2. 旅游综合业务

（1）主题公园运营情况

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。

截至 2019 年 3 月底，公司华侨城主题旅游综合项目有东部华侨城、云南华侨城、天津华侨城、欢乐海岸、上海华侨城、深圳欢乐谷、北京欢乐谷、成都华侨城、武汉华侨城和重庆华侨城共 10 个项目，各主题公园项目均已营业；旅游地产处于持续滚动开发中，以销售为主，2018 年实现收入 196.57 亿元，较上年增长 6.08%，主要系重庆华侨城、武汉华侨城、宁波华侨城及成都华侨城旅游地产开发收入结转较上年增长所致，但由于毛利率的波动性均较强，需关注旅游地产的结转情况；深圳欢乐谷、欢乐海岸、上海华侨城、北京欢乐谷、武汉欢乐谷和成都欢乐谷均拥有商用物业，可租赁面积共 35.10 万平方米，目前租赁比率超过 90%。此外，南京欢乐谷项目以及南昌水公园项目已于 2017 年动工，预计将于 2019 年试运营，有一定的建设资金需求。

2018 年，公司共接待游客人数 4,696 万人次，同比增长 16%；旅游综合收入为 196.57 亿元，同比增长 6.08%。

总体看，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，部分旅游项目存在门票收入下降的风险，需关注配套的旅游地产的销售情况。

（2）酒店经营情况

2018 年，公司新开业两家酒店，分别为上海欢乐谷嘉途酒店和上海宝格丽酒店，其中，上海宝格丽酒店属高档酒店，2018 年平均房价为 4,905.49 元/间/晚，入住率为 52.42%。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，2018 年部分酒店的入住率仍不足 50%（具体情况如下表），主要原因如下：（1）酒店群度假式经济明显，普遍周末入住率高，平日会议团不足，导致整体平均入住率不高；（2）周边同等级别的酒店较多，价格灵活型客人选择较广泛；（3）各酒店较分散，大型会议交通不便利，交通运输成本较高。从 2018 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；公司部分酒店平均房价下滑主要系周边酒店竞争激烈所致；总体看，公司酒店运营状况一般。

表 4　2017~2018 年公司主要酒店经营状况（单位：间、万人次、%、元/间/晚）

项目	2017 年					2018 年				
	星级	客房数	游客人数	入住率	平均房价	星级	客房数	游客人数	入住率	平均房价
茵特拉根酒店	五星	287	26.27	57.18	913.10	五星	287	31.74	57.83	693.98
瀑布酒店	五星	326	11.23	45.62	413.62	五星	326	10.13	40.97	380.17
房车酒店	四星	180	5.26	38.52	401.69	四星	180	3.75	29.76	376.66
菩提宾舍酒店	五星	21	0.66	42.94	814.08	五星	21	0.14	27.13	907.05
黑森林酒店	四星	312	13.25	54.23	479.21	四星	312	10.88	44.77	460.32
咖酷旅馆	--	180	5.81	27.29	414.04	--	178	4.40	18.88	377.13
泰州温泉酒店	--	248	4.87	35.66	323.53	--	--	--	--	--
云南群樱荟酒店	--	138	2.91	36.82	293.06	--	168	3.29	33.89	275.03
深圳华侨城大酒店	五星	540	78.40	84.78	1,078.29	五星	540	77.29	83.82	1,118.23
深圳威尼斯酒店	五星	368	40.15	78.80	795.90	五星	368	38.43	78.96	791.83
深圳海景奥思廷酒店	四星	435	44.45	83.40	497.62	四星	435	46.02	84.85	498.69
深圳万豪酒店	五星	356	47.89	81.67	740.02	五星	356	44.95	82.00	875.93
武汉玛雅海滩酒店	--	215	23.02	67.22	383.37	--	215	21.58	66.10	396.39
上海欢乐谷嘉途酒店	--	--	--	--	--	--	293	1.33	17.24	367.42
上海宝格丽酒店	--	--	--	--	--	--	82	8.76	52.42	4,905.49

注：泰州温泉酒店已于2017年转让至华侨城集团。
资料来源：公司提供

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，2018 年，公司部分酒店入住率和平均房价较去年均有所下滑，公司酒店运营业务一般。

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，土地储备情况以及 2018 年的项目开发数据使用公司全板块合并口径。随着公司战略和定位的调整，公司对于地产业务强调高周转，通过对土地的股权转让以及引入合作开发商的模式来进行加快周转。

（1）土地储备

由于公司旅游综合业务及房地产业务均涉及到土地储备，无法完全拆分，公司土地储备情况采用全板块合并口径。2018 年，公司新增土地储备 630.98 万平方米，权益规划建筑面积为 853.23 万平方米，主要集中在太原、襄阳、重庆和武汉等地；2019 年 1~3 月，公司新增土地储备 162.18 万平方米，权益规划建筑面积为 262.95 万平方米。截至 2018 年底，公司土地储备 1,778.83 万平方米，对应权益规划建筑面积 1,606.35 万平方米；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。从土地储备的楼面均价来看，公司 2018 年新增土地储备楼面均价为 5,317 元/平方米；2019 年 1~3 月，新增土地储备楼面均价为 3,026 元/平方米。2018 年以来，公司新获取土地成本仍处于较低水平。

总体看，2018 年以来，公司仍积极获取土地储备，规模较大且成本较低，能够满足公司未来几年开发；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。

（2）项目建设开发

从公司房地产开发建设情况来看，2018 年，公司新开工面积为 478.54 万平方米，较 2017 年大幅增长；截至 2018 年底，公司在建面积为 724.62 万平方米，具体情况如下表所示。

表 5　2016~2018 年公司项目开发情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积（万平方米）	3.00	293.07	478.54
竣工面积（万平方米）	37.07	111.01	140.90
在建面积（万平方米）	221.11	494.54	724.62

资料来源：公司提供

注：1、含公司未纳入合并报表范围合营及联营公司所持项目，合营、联营项目按权益占比计算。2、上述数据为旅游综合及房地产开发业务全口径，与年报一致。

从在建项目情况来看，2018 年以来，公司加大开发力度和新拓项目力度。截至 2018 年底，公司在建项目有 54 个，总占地面积为 935.54 万平方米，规划总建筑面积为 1,874.71 万平方米，累计竣工建筑面积为 467.90 万平方米；累计已投资 1,630.04 亿元，尚需投资 1,315.99 亿元，权益尚需投资 932.92 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 2018 年底公司项目开发情况（单位：个、万平方米、亿元）

城市	项目数	土地面积	规划建筑面积	预计总投资	累计实际投资	权益尚需投资
成都	4	128.22	288.41	184.24	97.80	86.44
重庆	2	118.39	215.31	115.62	83.37	32.25
南京	3	94.26	202.27	391.50	157.20	234.30
南昌	1	100.05	143.00	160.70	83.01	77.69
深圳	13	55.24	179.09	724.29	465.77	258.52
北京	3	97.99	119.27	175.16	132.19	42.97
山东	1	62.80	89.71	94.90	20.98	73.92
佛山	6	58.88	95.05	102.35	59.36	42.99
宁波	4	39.82	70.46	78.50	33.38	45.12
武汉	3	49.87	130.79	53.24	26.11	27.13
上海	6	37.44	69.31	293.98	235.59	58.39
西安	2	13.48	84.77	109.04	52.64	56.40
杭州	3	37.12	59.45	269.39	111.32	158.07

宜宾	1	18.41	76.04	86.15	10.20	75.95
天津	1	19.82	33.09	85.90	53.51	32.39
惠州	1	3.75	18.69	21.04	7.61	13.43
合计	**54**	**935.54**	**1,874.71**	**2,946.04**	**1,630.05**	**1,315.99**

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司有 21 个拟建项目，权益规划建筑面积 879.20 万平方米，权益预计总投资 1,207.56 亿元，规模较大。此外，公司未来也将根据业务战略、土地市场机会以及公司的实际资金情况，酌情继续在土地市场获取新的土地资源；从拟建、在建项目以及新增土地储备的资金需求来看，公司房地产开发业务的资金来源主要包括金融机构借款、直接债务融资及销售回款等方式，虽然控股股东华侨城集团对公司有较大力度的资金支持，但公司仍存在一定的外部资金需求。

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

（3）房产销售情况（不包括旅游地产）

从协议销售均价来看，公司销售均价在 5 万元/平方米左右，处于较高水平，体现了公司房地产开发业务集中于一线和强二线城市的地域分布战略；2018 年销售均价有所下滑，主要系政府限价调控政策以及销售区域分布的共同影响所致；2018 年公司实现签约销售 264.75 亿元，同比有所下降，主要系达预售状态的项目减少所致；2018 年公司结转收入 280.45 亿元，具体情况如下表所示。

表 7　2016~2018 年公司销售概况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
达预售项目（个）	3	5	4
协议销售面积（万平方米）	37.07	62.68	57.57
协议销售金额（亿元）	221.11	337.95	264.75
协议销售均价（元/平方米）	59,644.42	53,913.31	45,986.55
结转收入面积（万平方米）	33.84	77.20	58.75
结转收入（亿元）	189.44	233.59	280.45

资料来源：公司提供
注：1、含公司未纳入合并报表范围合营及联营公司所持项目，合营、联营项目按照权益占比计算；
2、表格中数据为房地产业务，不包含旅游综合业务。

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

（4）持有物业

截至 2018 年底，公司的投资性房地产包括商铺、厂房、住宅、写字楼、餐饮、公寓和停车场等多种业态，位于深圳、上海、成都、西安和佛山等地，地理位置优越，且部分投资性房地产位于旅游景区内部。深圳地理位置较好的商铺公司各个项目出租率基本都在 90%以上，发展较为成熟。2018 年公司持有物业租金收入为 8.14 亿元，主要来自于欢乐海岸项目，具体情况如下表所示。

表 8　截至 2018 年底公司投资性房地产情况（单位：万平方米、万元）

物业名称	位置	建筑面积	业态	入账成本	2018 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	700.25
深圳华侨城房地产有限公司厂房	深圳	22.96	厂房	33,094.68	14,323.38
深圳华侨城房地产有限公司住宅	深圳	9.18	住宅	23,004.37	1,516.73
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	1,402.47
招商华侨城曦城会所	宝安区新安街道	0.66	配套	10,445.11	61.78
都市娱乐曲水湾	欢乐海岸	4.59	餐饮	27,795.03	15,426.85
都市娱乐蓝楹国际商务中心	欢乐海岸	1.13	写字楼	7,085.76	3,217.95
都市娱乐购物中心	欢乐海岸	6.85	商场	31,625.26	13,082.87
都市娱乐西区度假公寓	欢乐海岸	5.98	公寓	57,456.13	9,967.02
西安长安国际	西安	10.40	写字楼	165,663.67	7,796.13
顺德华侨城商铺	佛山	0.47	社区商业	4,605.88	199.77
北京世纪华侨城商业街	北京	4.50	商业	13,906.18	3,397.26
成都华侨城商业	成都	9.54	商业	83,766.64	6,349.39
成都华侨城创想中心	成都	3.75	写字楼	8,178.91	766.60
博客小镇	成都	2.82	商业	5,424.00	211.96
中国艺库	成都	3.44	商业	13,598.08	148.11
122-4#地块（中意国际）	上海	3.22	写字楼	21,291.08	2,045.93
中意文化广场	上海	0.27	商业	2,164.02	288.20
122-7#地块	上海	0.43	商业	1,967.28	66.66
122-3#地块	上海	0.31	商业	642.11	68.25
122-13#地块	上海	0.51	商业	1,479.05	91.85
122-14#地块	上海	0.13	商业	1,473.72	29.34
上海置地 42 街坊	上海	0.07	商业	367.26	9.43
武汉华侨城文化旅游综合项目-东方里	武汉	6.71	商业	38,033.01	194.73
合计	-	**151.10**	--	**580,800.75**	**81,362.90**

资料来源：公司提供

总体看，公司持有性物业地理位置优越，采用成本法计量具有一定的升值空间；2018 年，公司投资性房地产租金收入稳定增长。

4. 纸包装业务

2018 年，公司纸包装业务的营业收入为 4.07 亿元，同比有所下降。未来，公司将剥离纸包装业务，专注于“综合开发+城镇化产业生态圈”的业务的发展。

总体看，2018 年公司纸包装业务收入有所下降；未来公司将剥离纸包装业务。

5. 经营风险

优质旅游资源稀缺，获取难度大

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

公司面临的旅游市场竞争风险

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

“旅游+地产”模式推广具有不确定性

公司采用“旅游+地产”模式拿地和开发，所需地块的占地面积很大，且对当地的人口流量也有较高的要求。模式在一线和强二线城市推广较好，但在其余城市的复制推广具有不确定性。

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。

6. 未来发展

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。

总体看，公司战略思路清晰，符合公司未来发展需求。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018 年年度财务报告经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计报告；公司 2019 年 1 季度财务数据未经审计，相关指标未年化。截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子公司共 199 户，较上年度增加 65 户，其中非同一控制企业合并 10 户，同一控制企业合并 2 户，新设立 53 户；减少 13 户。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 2,941.67 亿元，负债合计 2,170.05 亿元，所有者权益（含少数股东权益）771.62 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 591.23 亿元。2018 年，公司实现营业收入 481.42 亿元，净利润（含少数股东损益）112.94 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 105.89 亿元；经营活动产生的现金流量净额-99.84 亿元，现金及现金等价物净增加额-33.67 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 3,421.17 亿元，负债合计 2,627.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益）793.92 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 613.84 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 79.20 亿元，净利润（含少数股东损益）12.49 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 11.99 亿元；经营活动产生的现金流量净额-6.37 亿元，现金及现金等价物净增加额 236.69 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 2,941.67 亿元，较年初增长 35.27%，主要系流动资产增长所致；其中，流动资产占比 79.66%，非流动资产占比 20.34%，仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产为 2,343.23 亿元，较年初增长 40.60%，主要系存货和货币资金增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占比 11.62%）、存货（占比 68.38%）和其他应收款（占比 13.14%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金余额为 272.28 亿元，较年初下降 6.61%，主要系购地支出和资金往来支出款增加所致；其中，受限资金占比为 11.14%，受限规模较年初有所提升，主要是用于办理银行承兑汇票及各种保函的保证金。公司预付款项主要是预付购买土地款和预付工程款等，截至 2018 年底，公司预付款项为 106.70 亿元，较年初下降 37.28%。公司其他应收款主要是关联方往来款，截至 2018 年底，公司其他应收款为 307.79 亿元，较年初增长 1.77 倍，主要系关联方往来款增加所致；计提坏账准备 0.55 亿元，计提比例较低。截至 2018 年底，公司存货为 1,602.25 亿元，较年初大幅增长 51.93%，增长主要系当年新增土地储备较多以及项目建设开发投入增加的共同影响所致；主要由开发成本（占比 91.63%）和开发产品（占比 8.37%）构成；截至 2018 年底，公司已计提存货跌价准备 0.33 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；受限存货为 60.66 亿元，受限比例为 3.79%。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产规模 598.44 亿元，较年初增长 17.80%，主要系长期股权投资、递延所得税资产和无形资产增加所致。截至 2018 年底，公司非流动资产主要由长期股权投资（占比 18.49%）、投资性房地产（占比 11.20%）、固定资产（占比 24.32%）、在建工程（占比 5.25%）、无形资产（占比 12.67%）、递延所得税资产（占比 14.97%）和其他非流动资产（占比 5.58%）构成。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 110.62 亿元，较年初增长 66.64%，主要系对外投资增加所致，长期股权投资未计提资产减值准备；2018 年，公司权益法下确认长期股权投资收益 6.05 亿元，同比增长 1.76 倍。截至 2018 年底，公司投资性房地产 67.04 亿元，较年初增长 22.82%，主要系存货、固定资产和在建工程转入所致，公司投资性房地产采用成本计量，有一定升值空间；其中，尚未办妥产权证书的房屋建筑账面价值为 21.26 亿元，使用权受限的投资性房地产 0.18 亿元。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 145.53 亿元，同比变动不大，主要由房屋及建筑物（占比 68.49%）和机器设备（占比 22.24%）构成，累计计提折旧 115.12 亿元，固定资产成新率 57.58%，成新率较低。截至 2018 年底，公司在建工程为 31.40 亿元，同比增长 47.21%，主要为欢乐谷和华侨城综合项目的公园和商业地产。截至 2018 年底，公司无形资产为 75.83 亿元，较年初增长 22.32%，主要系购置土地使用权所致；其中土地使用权（旅游产品用地、商业用地、自用和工业用地）占比 99.38%，未计提跌价准备。截至 2018 年底，公司递延所得税资产为 89.57 亿元，较年初增长 29.92%。截至 2018 年底，公司其他非流动资产为 33.40 亿元，较年初下降 42.75%，主要系公司委托贷款减少所致。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 91.17 亿元，占总资产比重为 3.10%，受限比例较低。

截至 2019 年 3 月底，公司资产较年初增长 16.30%至 3,421.17 亿元，主要系货币资金和存货增加所致；其中，流动资产较年初增长 18.35%至 2,773.11 亿元（占比 81.06%），非流动资产较年初增长 8.29%至 648.06 亿元（占比 18.94%）。

总体看，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。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债总额为 2,170.05 亿元，较年初增长 42.78%，主要系流动负债大幅增加所致；其中，流动负债和非流动负债分别占比 66.82%和 33.18%。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 1,449.99 亿元，较年初增长 41.06%，主要系预收款项和其他应付款大幅增加所致；主要由短期借款（占比 9.06%）、应付账款（占比 9.70%）、预收款项（占比 29.16%）、其他应付款（占比 37.55%）和一年内到期的非流动负债（占比 5.94%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 131.31 亿元，较年初变动不大。截至 2018 年底，公司应付账款 140.67 亿元，较年初增加 23.98%，主要系随着业务规模的扩大应付工程款有所增加所致。公司预收款项主要为已经签订商品房销售合同，但未达到竣工结算条件的项目收取的售楼款，截至 2018 年底，公司预收款项 422.84 亿元，较年初增长 36.80%。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 2018 年底，公司其他应付款余额 544.47 亿元，较年初增长 44.20%，主要系公司关联方往来款和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，截至 2018 年底，公司土地增值税余额为 251.00 亿元。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 86.07 亿元，较年初增长 2.08 倍，以一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券为主。

截至 2018 年底，公司非流动负债 720.06 亿元，较年初增长 46.37%，主要系长期借款和应付债券大幅增加所致；主要由长期借款（占比 82.51%）和应付债券（占比 15.47%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款余额 594.11 亿元，较年初增长 32.89%，主要系资金周转规模增大使得借款增加所致；如将一年内到期的长期借款加总回来，保证借款为 261.22 亿元、信用借款为 207.56 亿元、抵押贷款为 19.36 亿元、委托贷款（均为公司向母公司华侨城集团的借款）为 173.71 亿元；从到期期限来看，公司将于 2020 年到期的长期借款为 177.78 亿元、2021 年到期的为 228.68 亿元、2022 年到期的为 70.24 亿元，2023 年及以后到期的为 117.40 亿元，2020 年和 2021 年存在一定的集中偿付压力，但考虑到公司的融资渠道通畅，实际偿还压力不大。截至 2018 年底，公司应付债券余额为 111.37 亿元，较年初增加 218.93%，主要系公司 2018 年发行“18 侨城 01”、“18 侨城 02”、“18 侨城 03”、“18 侨城 04”、“18 侨城 05”和“18 侨城 06”所致。

截至 2018 年底，公司全部债务为 924.60 亿元，较年初增长 44.99%，主要是业务规模扩大使得资金需求增加所致，以长期债务（占比 76.34%）为主。截至 2018 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 73.77%、54.51%和 47.77%，较年初分别增长 3.88 个百分点、5.17 个百分点和 5.37 个百分点，整体债务负担有所加重但仍处于合理水平。

截至 2019 年 3 月底，公司负债较年初增长 21.07%至 2,627.25 亿元，主要系预收款项和融资规模增加所致，其中，流动负债较年初增长 16.77%至 1,693.11 亿元（占比 64.44%），非流动负债较年初增长 29.73%至 934.15 亿元（占比 35.56%）。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 1,210.48 亿元，较年初增长 30.92%，以长期债务（占比 76.02%）为主。截至 2019 年 3 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 76.79%、60.39%和 53.68%，较年初分别

增长 3.02 个百分点、5.88 个百分点和 5.91 个百分点，整体债务负担有所加重但仍处于合理水平。

总体看，随着业务规模的扩大，公司整体负债规模快速扩张；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

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 771.62 亿元，较年初增长 17.85%，主要系未分配利润及少数股东权益增长的共同影响所致；其中，少数股东权益大幅增长 34.34%至 180.39 亿元，主要系公司房地产项目合作开发项目增加所致。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 591.23 亿元，其中，股本占 13.87%，资本公积占比 9.30%，盈余公积占 6.66%，未分配利润占 72.16%。公司所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性有待提升。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益较年初变动不大。

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

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 481.42 亿元，同比增长 13.70%，主要系我国消费升级对旅游行业的带动作用使得公司旅游综合收入增长以及公司房地产业务收入增长的共同影响所致；实现净利润 112.94 亿元，同比增长 21.20%，大于营业收入增幅主要系公司房地产业务毛利率大幅提升所致。

从期间费用方面来看，2018 年，公司期间费用增长 17.32%至 61.86 亿元，主要系财务费用增长所致；其中，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 27.78%、38.83%和 33.39%。2018 年，公司财务费用为 20.65 亿，较去年增长 29.25%，主要系 2018 年借款增加，计入财务费用的利息支出相应增长所致；管理费用同比增长 7.73%，主要系人工成本增加所致；销售费用较上年增加 18.93%，主要系市场开拓费用增加所致。

从利润构成来看，2018 年，公司实现投资收益 23.46 亿元，同比下降 51.13%，主要系公司处置长期股权投资产生的投资收益下降所致，占当年营业利润的比例为 15.59%，占比一般，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。

从各项盈利指标来看，2017~2018 年，公司营业利润率基本保持稳定，分别为 31.46%和 39.24%。2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 9.46%、7.13%和 15.84%，分别较上年下降 0.66、0.91 和 0.57 个百分点，基本保持稳定。

2019 年 1~3 月，公司营业收入同比增长 24.95%，为 79.20 亿元，净利润同比增长 21.11%，为 12.49 亿元。

总体看，公司收入和盈利规模有所增长，费用规模有所增加，投资收益对公司利润贡献一般，且可持续性较弱；公司整体盈利能力仍属很强。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2018 年，公司经营活动产生的现金流入为 819.62 亿元，同比增长 4.35%，主要系房地产项目销售回款增加所致；公司经营活动产生的现金流出为 919.46 亿元，同比增长 6.61%，主要系购地和开发支出增加所致。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-99.84 亿元，净流出规模持续扩大。

从投资活动情况来看，2018 年，公司投资活动产生的现金流入为 77.83 亿元，同比增长 6.91%，主要系收回委托贷款收到的现金增加所致；公司投资活动产生的现金流出为 246.11 亿元，同比增

长 48.13%，主要系公司委托贷款和股权投资增加所致。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-168.28 亿元，净流出规模进一步增加。

从筹资活动情况来看，2018 年，公司筹资活动产生的现金流入为 1,089.38 亿元，同比变动不大；公司筹资活动产生的现金流出为 855.67 亿元，同比增长 15.01%，主要系偿还债务和企业往来款增加所致。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 233.71 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-6.37 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-53.88 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 297.29 亿元。

总体看，受公司加大土地拓展力度积极拿地的影响，公司经营活动现金流量净流出规模增大；受收购股权的影响，公司投资活动仍呈现净流出状态；对筹资活动的依赖较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年，公司流动比率为 1.62 倍，同比未发生变化，速动比率由 2017 年的 0.60 倍下降为 0.51 倍；公司现金短期债务比由 2017 年的 1.88 倍下降至 1.25 倍，公司现金类资产对短期债务覆盖能力有所下降；公司经营性现金流为净流出，对流动负债和短期债务无覆盖能力。考虑到公司存货价值较大，且具有一定变现的能力，整体看公司短期偿债能力强。

2018年，公司EBITDA为202.17亿元，同比增长20.92%，其中，折旧占比7.93%、摊销占比1.86%、计入财务费用的利息支出占比14.08%、利润总额占比76.13%。从长期偿债能力指标看，2018年公司EBITDA利息倍数由2017年的5.61倍下降至3.37倍，下降较多但仍处于较高水平，公司EBITDA全部债务比由2017年的0.26倍下降至0.22倍，EBITDA对全部债务覆盖程度尚可。公司长期偿债能力较好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（G10440305001834903），截至 2019 年 5 月 6 日，公司已结清和未结清信贷信息中均不存在关注类和不良类信息。

截至 2019 年 3 月底，公司及控股子公司已获银行授信额度 1,659.28 亿元，已使用 728.92 亿元，剩余授信额度 930.36 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 3 月底，公司对关联方提供担保余额为 32.61 亿元，规模较小。

截至 2019 年 3 月底，公司及其下属子公司不存在尚未了结的或可预见的、根据上市规则需做披露并可能对公司的财务状况、经营成果产生实质性不利影响的重大诉讼、仲裁或行政处罚。

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

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值变动计量的金融资产、应收票据）达 491.50 亿元，约为“16 侨城 01”、“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（136.67 亿元）的 3.60 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达 793.92 亿元，约为债券待偿本金合计（136.67 亿元）的 5.81 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 2018 年 EBITDA 为 202.17 亿元，约为债券待偿本金合计（136.67 亿元）的 1.48 倍，EBITDA 对债券待偿本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2018 年，公司经营活动现金流入 919.46 亿元，约为债券待偿本金合计（136.67 亿元）的 6.73 倍，公司经营活动现金流入规模较大，对债券本金覆盖程度较好。

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 01”、“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”的偿还能力依旧极强。

八、综合评价

跟踪期内，公司仍以旅游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。2018 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。联合评级同时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经营活动和投资活动现金流净流出规模较大、债务规模增长等因素给公司信用水平带来的不利影响。

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

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01”、“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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	1,463.45	2,174.63	2,941.67	3,421.17
所有者权益（亿元）	481.16	654.76	771.62	793.92
短期债务（亿元）	159.78	155.69	218.77	290.27
长期债务（亿元）	263.90	482.00	705.83	920.21
全部债务（亿元）	423.68	637.68	924.60	1,210.48
营业收入（亿元）	354.81	423.41	481.42	79.20
净利润（亿元）	73.11	93.18	112.94	12.49
EBITDA（亿元）	123.86	167.19	202.17	--
经营性净现金流（亿元）	44.04	-77.00	-99.84	-6.37
流动资产周转次数（次）	0.38	0.31	0.24	--
存货周转次数（次）	0.28	0.24	0.14	--
总资产周转次数（次）	0.27	0.23	0.19	--
现金收入比率（%）	130.95	133.85	137.48	275.36
总资本收益率（%）	9.85	10.12	9.46	--
总资产报酬率（%）	7.97	8.04	7.13	--
净资产收益率（%）	16.19	16.41	15.84	--
营业利润率（%）	34.46	31.46	39.24	35.83
费用收入比（%）	11.74	12.45	12.85	7.57
资产负债率（%）	67.12	69.89	73.77	76.79
全部债务资本化比率（%）	46.82	49.34	54.51	60.39
长期债务资本化比率（%）	35.42	42.40	47.77	53.68
EBITDA 利息倍数（倍）	9.01	5.61	3.37	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.29	0.26	0.22	--
流动比率（倍）	1.48	1.62	1.62	1.64
速动比率（倍）	0.53	0.60	0.51	0.58
现金短期债务比（倍）	0.98	1.88	1.25	1.69
经营现金流动负债比率（%）	6.13	-7.49	-6.89	-0.38
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.91	1.22	1.48	--

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、2019 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

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	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
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）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。