跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]552 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”和“16 侨城 02”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：

二零一七年六 月 五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http:// www.unitedratings.com.cn

深圳华侨城股份有限公司
公司债券 2017 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	25 亿元	5 年（3+2）	AAA	AAA	2016 年 6 月 22 日
16 侨城 02	10 亿元	7 年（5+2）	AAA	AAA	2016 年 6 月 22 日

跟踪评级时间：2017 年 6 月 5 日

主要财务数据

项　目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额（亿元）	1,152.66	1,463.45	1,579.44
所有者权益（亿元）	421.76	481.16	492.10
长期债务（亿元）	295.23	263.90	319.00
全部债务（亿元）	355.89	423.68	536.86
营业收入（亿元）	322.36	354.81	61.55
净利润（亿元）	52.43	73.11	8.12
EBITDA（亿元）	100.04	123.86	--
经营性净现金流（亿元）	-18.72	44.04	-75.11
营业利润率（%）	33.41	34.46	30.96
净资产收益率（%）	14.09	16.19	--
资产负债率（%）	63.41	67.12	68.84
全部债务资本化比（%）	45.76	46.82	52.17
流动比率（倍）	1.88	1.48	1.52
EBITDA 全部债务比（倍）	0.28	0.29	--
EBITDA 利息倍数（倍）	7.46	9.01	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.86	3.54	--

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、2017 年一季度数据未经审计。

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。2016 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。公司新增一二线城市土地储备量较大，新开发面积及期末在建面积较上年均有提升，可为未来销售提供良好支撑。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、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发展，公司旅游收入及利润水平有望维持稳定，并且公司房地产业务具有综合开发和地理位置的优势，新开发项目地理位置较好，能够保持一定的发展空间，公司整体信用状况将保持良好。

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”和“16侨城02”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．随着居民生活水平提高及相关政策的大力扶持，中国旅游业未来具有较大的发展潜力。

2．2016 年，公司新开发面积及期末在建面积较上年均有提升，且在建项目主要位于上海、深圳、南京和西安，区域位置较好，可为未来销售提供支撑。

3．公司资产质量高，未来升值空间大，整体资产质量较好。

4．2016 年，公司旅游及地产业务仍维持较高的毛利水平，净利润大幅增长，盈利能力强。

关注

1．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。2016 年公司在一二线城市购置土地规模较大，需关注未来房地产行业周期性变化对开发情况的影响。

2．2016 年公司旅游业务受天气、市场竞争等因素影响较大，旅游项目客流量、度假类酒店入住率均有下降。

3．公司房地产项目在建、拟建项目投入仍然较大，未来给公司带来一定的资本支出压力。

4. 公司资产负债率升高，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

候珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@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：侯

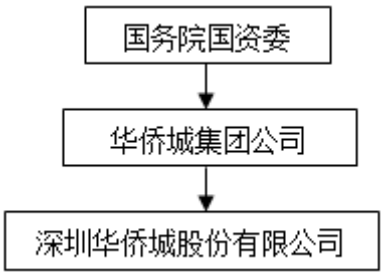
联合信用评级有限公司

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。2016 年及 2017 年 1~3 月，公司股本及股权结构均未发生变化。其中公司的控股股东华侨城集团公司（以下简称“华侨城集团”）持有 438,741.36 万股，占公司总股本的 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 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。2016 年及 2017 年 1~3 月，公司经营范围未发生变化；公司组织结构未发生变化，具体见附件 1。

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，其中归属于母公司净利润 68.88 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3月底，公司合并资产总额1,579.44亿元，负债合计1,087.33亿元，所有者权益（含少数股东权益）492.10亿元，其中归属于母公司所有者权益合计445.96亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入61.55亿元，净利润（含少数股东损益）8.12亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为7.57亿元；经营活动产生的现金流量净额-75.11亿元，现金及现金等价物净增加额为33.72亿元。

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。深圳华侨城股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）基础发行规模 20 亿元，可超额配售规模不超过 20 亿元（含人民币 20 亿元），发行价格为每张人民币 100 元。品种一（债券简称：16 侨城 01，上市代码：112376.SZ）期限为 5 年期，附第 3 年末发行人上调票面利率选

择权和投资者回售选择权；品种二（债券简称：16 侨城 02，上市代码：112377.SZ）期限为 7 年期，附第 5 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。两个品种可以相互回拨，回拨比例不受限制。

本期债券采取网下面向合格投资者询价配售的方式公开发行，发行工作已于 2016 年 4 月 14 日结束，“16 侨城 01”最终发行规模为 25 亿元，票面利率为 2.98%；“16 侨城 02”最终发行规模为 10 亿元，票面利率为 3.40%。本期债券募集金额合计 35 亿元。

公司已按募集资金用途使用，其中15亿元用于归还金融机构借款，20亿元用于补充公司流动资金。公司已于2017年4月13日偿还“16侨城01”和“16侨城02”2016年4月13日至2017年4月12日期间的利息。

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．房地产行业

（1）行业概况

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%。其中，住宅投资 68,704.00 亿元，增长 6.36%，全国办公楼开发投资额为 6,533.00 亿元，同比增长 5.20%；商业营业用房开发投资额为 15,838.00 亿元，同比增长 8.43%。

2016 年土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外，一、三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降 16%外，二、三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18%到 9,965/平方米和 45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34%到 2,696 元/平方米和 51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18%到 887 元/平方米和 26%。

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。

2016 年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016 年，全国商品房销售面积 157,349.00 万平方米，同比增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。2016 年，全国房屋竣工面积 106,128.00 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185.00 万平方米，同比增长 4.6%。

销售价格方面，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%。

目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，千亿房企阵营 12 家，2,000 亿房企增至 6 家，3,000 亿房企 3 家，2016 年恒大以 3,810 亿元的销售额超越万科

成为行业第一。

整体看，2016 年，房地产行业整体有所回暖，投资总额同比有所提升，但市场持续分化。一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大。2016 年，商品房销售面积较 2015 年有所回升，销售均价快速上涨。

（2）行业政策

进入2016年，政府出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。

为了应对房价快速上涨防止房地产市场泡沫化，2016年“十一假期”，全国一线及重点二线合计21个城市（包括：北京、广州、深圳、上海一线城市以及南京、苏州、武汉、天津、东莞等二线城市）陆续推出房地产调控政策，从限购、限贷和限价三个方面进行调控。2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017年3月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。

（3）行业关注

发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险及集中到期风险

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，在一定程度加大了房企违约风险。

房地产调控政策再度趋严

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。不排除后续存在政策继续出台的可能性，房地产行业可能再度面临进入行业紧缩期的可能。

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。

（4）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。

2．旅游行业

（1）行业概况

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。2016 年，中国国内游客 44.40 亿人次，同比增长 11.00%，国内旅游收入 3.9 万亿元，同比增长 14.00%。

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，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）有限公司合并重组万达集团股份有限公司旗下的北京万达旅业投资有限公司；携程国际有限公司投资北美3大地接社，并收购旅游百事通以及英国的机票搜索平台天巡。

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 1　2016 年旅游行业主要政策

发布日期	行业政策	主要内容
2016 年 9 月	《全国生态旅游发展十年规划》	全国生态旅游发展分为 8 个片区，依据生态旅游资源、交通干线和节点城市分布，以重要生态功能区为单元，培育 20 个生态旅游协作区，通过提升基础设施和公共服务水平，建设 200 个重点生态旅游目的地。
2016 年 9 月	《关于印发乡村旅游扶贫工程行动方案的通知》	“十三五”期间，力争通过发展乡村旅游带动全国 25 个省（区、市）2.26 万个建档立卡贫困村、230 万贫困户、747 万贫困人口实现脱贫。通过实施乡村旅游扶贫工程，使全国 1 万个乡村旅游扶贫重点村年旅游经营收入达到 100 万元，贫困人口年人均旅游收入达到 1 万元以上。
2016 年 4 月	《全国旅游标准化发展规划（2016~2020）》	到 2020 年，旅游标准化工作改革有效深化，体制机制进一步完善；支撑产业发展的旅游标准体系更加健全，标准质量水平显著提升；旅游标准实施效果明显增强，整体质量效益及其对旅游业发展的贡献大幅提升；旅游标准化发展基础更加坚实，标准创新能力和参与国际旅游标准化活动能力明显增强，我国迈入世界旅游标准强国行列。

资料来源：国家旅游局

整体看，2016年，我国旅游业收入和客流量继续保持较快增长。目前旅游企业众多，但规模较小，2016年行业的并购集中爆发，旅游公司的品牌化经营也将成为趋势。我国旅游业的发展得到了政策的大力支持，旅游行业未来前景较好。

（2）行业关注

旅游行业规模化、产业化层次较低

我国旅游业的发展已经开始从劳动密集型向资本技术密集型转变，全国很多景区，尤其是各个山区小景点，由于彼此间恶性竞争或者交通不便等原因，各自分散经营，相互合作少，不但造成资本和资源浪费，也很难形成规模化经济。

旅游产业品牌化多样化进程缓慢

国内旅游行业在品牌化多样化方面优势不足，在挖掘自身文化内涵、细化景观设计、更新旅游理念、扩大延伸旅游层次方面进程缓慢，仍面临产品重复性高、专业化和多样性服务水平低的问题，导致对“门票旅游经济”的严重依赖。

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

2016年11月，公司独立董事杜胜利、独立董事赵留安、独立董事谢朝华、监事长苏征、监事刘丹林5人因任期届满离任；2017年3月，董事、副总裁陈剑离任。公司于2016年11月分别选举宗坚为监事长、叶向阳为监事、郭金为职工监事，同时选举王久玲为董事，徐刚、吴安迪、周纪昌为独立董事，选举关山为董事会秘书。目前公司核心管理人员基本稳定，管理制度连续。

总体看，公司因换届选举独立董事和监事任职变动较大，但人员变动对公司经营情况和整体战略影响不大。

五、经营分析

公司形成了“旅游+地产”的业务结构，实现了“主题公园+高尚社区”的开发模式。2015~2016 年，公司营业收入分别为 322.36 亿元和 354.81 亿元。近两年公司净利润分别为 52.43 亿元和 73.11 亿元。

从收入细分板块看，2015~2016 年，公司旅游综合收入分别为 123.21 亿元和 160.06 亿元，占比分别为 38.42%和 45.24%，2016 年收入和占比均有较大增长，主要系旅游地产销售增长所致；房地产收入近两年分别为 192.01 亿元和 189.44 亿元，占比分别为 59.87%和 53.54%，2016 年受结转进度影响，收入和占比略有下降，但较上年基本保持稳定；纸包装收入近两年分别为 8.23 亿元和 7.39 亿元，占比分别为 2.57%和 2.09%，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，2015~2016年公司综合毛利率分别为52.97%和53.15%，基本稳定。其中，旅游综合板块近两年毛利率分别为42.51%和40.71%，变化较小，2016年仍保持在较高水平；房地产板块近两年毛利率分别为60.13%和63.39%，2016年小幅上升，主要系部分盈利能力强的房地产项目占结转收入比重较高所致；纸包装板块近两年毛利率分别为11.44%和7.63%，2016年大幅下降，但收入占比较小，影响不大。

表 2　2015~2016 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
旅游综合收入	123.21	38.42	42.51	160.06	45.24	40.71
房地产收入	192.01	59.87	60.13	189.44	53.54	63.39
纸包装收入	8.23	2.57	11.44	7.39	2.09	7.63
减：内部抵消数	2.72	0.85	--	3.09	0.87	--
合计	**320.73**	**100.00**	**52.97**	**353.81**	**100.00**	**53.15**

资料来源：公司年报

2017年1~3月，公司实现主营业务收入61.55亿元，同比增长11.91%；综合毛利率45.57%，较2016年有所下降，主要系房地产业务中毛利率较低的项目结转所致；公司实现净利润8.12亿元，同比增长26.92%。

总体看，2016年公司营业收入有所增长，毛利率维持较高水平，经营情况良好。

1．旅游综合业务

2016 年，公司旅游业务开发模式未发生变化。

（1）主题公园开发情况

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，包括主体公园板块、旅游地产板块、商用物业板块三大业务。

截至 2016 年底，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 2016 年底，公司华侨城主体旅游综合项目有东部华侨城、泰州华侨城、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 11 个项目。除重庆华侨城项目外，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%，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；商用物业板块，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%。

（2）单体主题公园运营情况

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。从接待游客数来看，2016 年，受旺季时天气较差、市场竞争等影响，除武汉欢乐谷、锦绣中华、长沙世界之窗接待游客量有所增长外，其他几家接待游客量呈现小幅下降情况；长沙世界之窗及锦绣中华作为传统的主题公园，由于开园时间较早，已进入平稳放缓发展阶段所致。从门票收入来看，2016 年，除天津欢乐谷、长沙世界之窗和锦绣中华有所增长外，其他主体公园门票收入受游客量下降同比均略有下降。

表 3　2015~2016 年各单体主题公园接待游客人数及收入情况（单位：万人次、亿元）

景区名称	2015 年		2016 年	
	接待游客	其中：门票收入	接待游客	其中：门票收入
深圳欢乐谷	325.00	3.27	311.00	3.04
天津欢乐谷	145.00	0.94	142.00	0.96
成都欢乐谷	259.00	2.36	218.00	2.08
北京欢乐谷	374.00	3.84	365.00	3.41
上海欢乐谷	297.00	3.62	292.00	3.40
武汉欢乐谷	261.00	2.65	263.00	2.55
深圳世界之窗	344.00	4.02	323.00	3.79
锦绣中华	165.00	1.45	173.00	1.47
长沙世界之窗	114.00	1.36	130.00	1.33
合计	**2,284.00**	**23.52**	**2,216.00**	**22.02**

资料来源：公司提供

（3）综合旅游项目运营情况

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。从门票收入来看，2016 年，受旺季天气较差、市场竞争等影响，云南华侨城、深圳东部华侨城及泰州华侨城接待游客数量和门票收入均有小幅下降。具体情况如下表所示。

表 4　2015~2016 年各综合旅游项目接待游客人数及收入情况（单位：万人次、万元）

景区名称	2015 年		2016 年	
	接待游客	其中：门票收入	接待游客	其中：门票收入
云南华侨城	23.00	3,547.21	20.00	2,562.97
深圳东部华侨城	394.00	32,919.59	380.00	31,181.62
泰州华侨城	72.00	100.66	68.00	97.01
合计	**489.00**	**36,567.46**	**468.00**	**33,841.60**

资料来源：公司提供

（4）酒店经营情况

2016 年，公司酒店主要运营模式未发生变化。

从酒店平均房价来看，公司酒店涉及各个价位水平，从 139.17~1,127.41 元不等，能够满足不同层次的消费需求，从酒店入住率来看，部分酒店的入住率不足 50%（具体情况如下表），主要原因如下：（1）酒店群度假式经济明显，普遍周末入住率高，平日会议团不足，导致整体平均入住率不高；（2）周边同等级别的酒店较多，价格灵活型客人选择较广泛；（3）各酒店较分散，大型会议交通不便利，交通运输成本较高。从 2016 年公司主要酒店入住率来看，度假型酒店如茵特拉根酒店、瀑布酒店、房车酒店、菩提宾舍酒店等入住率受景区客流量下降影响下降较多，市内酒店如深圳华侨城大酒店、深圳威尼斯酒店等入住率均较上年无明显变化。考虑到同类型同区域内的酒店同业运营状况，公司酒店运营状况较好。

表 5　2015~2016 年主要酒店经营状况（单位：间、万人次、%、元）

	2015 年					2016 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	20.27	47.69	1,026.67	五星	287	16.42	34.75	1,077.93
瀑布酒店	五星	326	12.36	52.13	454.09	五星	326	9.69	40.72	493.95
房车酒店	四星	180	6.08	46.59	415.65	四星	180	5.27	40.13	430.23
菩提宾舍酒店	五星	21	0.6	42.02	909.38	五星	21	0.43	28.23	1,089.96
黑森林酒店	四星	312	10.48	46.60	502.34	四星	312	9.20	40.46	586.58
咖酷旅馆	--	180	7.77	31.89	531.74	--	180	7.13	29.40	492.00
泰州温泉酒店	--	252	6.12	37.37	312.42	--	252	5.51	33.96	318.23
云南群樱荟酒店	--	138	1.59	26.6	389.23	--	138	2.64	33.80	308.00
深圳华侨城大酒店	五星	540	76.81	84	1,044.29	五星	540	76.19	78.49	1,022.23
深圳威尼斯酒店	五星	376	42.66	79.02	788.5	五星	376	40.18	76.86	781.85
深圳海景奥思廷酒店	四星	435	45.07	84.38	501.08	四星	435	43.69	82.71	494.50
深圳万豪酒店	五星	356	19.87	34.94	712.91	五星	356	44.82	73.06	661.74
武汉玛雅海滩酒店	--	215	18.52	53.56	412.75	--	215	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。

整体看，2016 年，公司各旅游开发项目持续开发，旅游地产结转收入有较大增长。公司主题公园类别的旅游项目因天气较差、市场竞争等因素客流量下降，门票收入总体略有下滑。2016 年，受景区客流量减少影响，公司度假型酒店入住率下降幅度大，市内酒店入住率较上年基本保持平稳。

2．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。此板块分析除了土地储备均不包括旅游地产板块业务。

（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，根据年报公布数据，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。

2016 年，公司新增权益土地储备 105.66 万平方米，新增规划建筑面积 198.45 万平方米。截至 2016 年底，公司土地储备主要集中在上海、广东顺德、深圳和西安四个地区，且纯住宅用地较少，土地储备区域较为集中，土地储备楼面地价水平较低。

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上海、深圳、西安等地，外部经济环境较好，但有一定的业务集中风险。

（2）项目建设开发

从公司房地产开发建设情况来看，2015~2016 年新开工项目数均为 3 个，但 2016 年新开工面积同比增长幅度较大，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。近两年，公司竣工面积分别为 8.78 万平方米和 40.66 万平方米，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，期末在建面积分别为 148.92 万平方米和 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 6　2015~2016 年公司项目开发情况

项目	2015 年	2016 年
新开工项目数（个）	3	3
新开工面积（万平方米）	47.42	72.28
竣工项目数（个）	2	1
竣工面积（万平方米）	8.78	40.66
在建项目数（个）	8.00	10.00
在建面积（万平方米）	148.92	180.54

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、联营项目按权益占比计算。

总体看，2016 年，公司新开发面积及期末在建面积较上年均有提升，且在建项目主要位于上海、深圳、南京和西安，区域位置较好，可为未来销售提供支撑。

（3）房产销售情况

公司房地产业务销售模式和销售定价模式较上年均未发生变化。2016 年，公司房地产业务收入仍以住宅地产为主（187.06 亿元），商业地产为辅（2.38 亿元）。

从销售情况看，2016 年公司达到预售状态的项目 3 个，协议销售面积较上年无明显变化。从协议销售均价来看，受一二线城市房价上涨较快的影响，2016 年公司住宅、商铺、写字楼销售均价大幅提升至 5 万元/平方米以上，较上年大幅增长；公司的结转收入略有下降，主要系个别结转项目均价相对较低所致。

表 7　2015~2016 年公司销售概况

项目	2015 年	2016 年
达预售项目（个）	4	3
协议销售面积（万平方米）	37.08	37.07
协议销售金额（亿元）	179.31	221.11
协议销售均价（元/平方米）	48,357.61	59,644.42
结转收入面积（万平方米）	32.59	33.84
结转收入（亿元）	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，协议销售均价大幅上涨；2016 年公司协议销售面积较上年基本无变化；公司目前在建项目较多，未来可结转收入有望增长。

（4）持有物业

截至 2016 年底，公司的投资性房地产包括商铺、厂房、住宅、写字楼、餐饮、公寓和停车场等多种业态，位于深圳、西安和佛山，地理位置优越，且部分投资性房地产位于旅游景区内部，升值空间大。深圳地理位置较好的商铺公司各个项目出租率基本都在 90%以上，发展较为成熟；从租金收入来看，2015~2016 年公司持有物业租金收入分别为 5.81 亿元和 6.14 亿元，2016 年租金收入稳定增长。　总体看，2016 年，公司自持物业租金有一定增长，考虑到地理位置优越，未来具有一定的升值空间。

3．纸包装业务

公司的纸包装业务主要为各类中高档瓦楞纸板、纸箱、彩盒、纸货架、缓冲材料等纸制品的生产及销售。公司与中国纸制品研发检测中心合作组建“中国包装华南地区纸制品研发检测中心”，是全国仅有的三家研发检测中心之一，且为唯一的企业合作项目，标志着公司已能参与国家级别纸包装行业标准的制定和修改。2015~2016 年，公司纸包装业务的营业收入分别为 7.23 亿元和 7.39 亿元，稳定中略有增长。

总体看，2016 年公司纸包装业务收入稳定增长，对公司营业收入形成一定补充。

4．在建工程

截至 2016 年底，公司主要在建项目共计 24 个，总投资合计 595.91 亿元，已完成投资 327.69 亿元（其中 2016 年全年共完成投资 84.88 亿元），尚需投资 268.22 亿元。公司在建项目主要是房地产的建设等项目，资金缺口较大，面临一定的外部融资需求。

总体看，公司在建项目较多，房地产未来收入将有一定程度的保障；同时，公司主要在建项目在未来两年内计划投资规模较大，面临一定程度的外部融资需求。

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。

公司房地产业务存在区域集中风险

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。

公司在建项目未来投资支出较大，存在一定资本支出压力

公司业务未来的投资主要是两部分，一是对旅游产业的投资和投入，包括欢乐谷和华侨城的前期开发支出；二是对房地产业务发展必须的土地储备和房地产开发的支出。根据公司投资计划，在建项目投入仍然较大，新增投资可能给公司带来一定的资本支出压力。

6．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。

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 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，出具了标准无保留意见的审计报告。公司根据财政部 2014 年发布的《企业会计准则第 2 号—长期股权投资（2014 年修订）》等八项会计准则变更了相关会计政策并对比较财务报表进行了追溯重述。截至 2016 年底，公司合并报表范围有 31 家二级子公司，较年初增加 2 家，对财务数据可比性影响不大。

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，其中归属于母公司净利润 68.88 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3月底，公司合并资产总额1,579.44亿元，负债合计1,087.33亿元，所有者权益（含少数股东权益）492.10亿元，其中归属于母公司所有者权益合计445.96亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入61.55亿元，净利润（含少数股东损益）8.12亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为7.57亿元；经营活动产生的现金流量净额-75.11亿元，现金及现金等价物净增加额为33.72亿元。

2．资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 1,463.45 亿元，较年初增长 26.96%，主要系存货、预付土地

款以及长期股权投资的增长所致。其中流动资产占比 72.56%，非流动资产占比 27.44%，仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产为 1,061.90 亿元，较年初增长 29.62%，主要系存货增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占比 14.68%）、存货（占比 64.01%）和预付账款（占比 16.78%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金余额为 155.90 亿元，较年初增长 3.05%，变化较小；其中，公司货币资金中受限资金占比为 1.44%，受限规模小。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 2016 年底，预付款项余额为 178.23 亿元，较年初增加 34.44%，主要系公司增加土地储备使得预付的土地款增加所致。截至 2016 年底，公司存货为 679.71 亿元，较年初增长 32.78%，增长主要系房地产项目扩张所致；主要由房地产存货和非房地产存货构成，包括在建开发产品（开发成本）、已完工开发产品等以及原材料、库存商品、低值易耗品、生产成本、建造合同形成存货等；截至 2016 年底，公司已计提存货跌价准备 0.50 亿元，考虑到房地产开发项目主要位于一线城市，存货减值可能性较低，存货跌价准备计提较为合理；用于债务担保的存货余额为 44.76 亿元。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产规模 401.55 亿元，较年初增长 20.44%，主要系长期股权投资和在建工程增加所致。截至 2016 年底，公司非流动资产主要由长期股权投资（占比 13.25%）、投资性房地产（占比 10.57%）、固定资产（占比 36.37%）、在建工程（占比 7.83%）、无形资产（占比 10.85%）和递延所得税资产（占比 13.32%）构成。

截至 2016 年底，公司长期股权投资 53.22 亿元，较年初增长 531.03%，主要系投资联营企业以及合营企业所致，长期股权投资未计提资产减值准备。截至 2016 年底，公司投资性房地产 42.45 亿元，较年初增长 26.86%，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。截至 2016 年底，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。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 146.04 亿元，略有下降，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，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 57.41%）、机器设备（占比 27.74%）、运输工具（占比 1.26%）、电子设备（占比 6.94%）构成，累计计提折旧 101.71 亿元，固定资产成新率 60.64%，成新率一般。公司在建工程主要是公园景区、商业地产等项目，2016 年底为 31.42 亿元，较年初增加 71.42%，主要系武汉华侨城项目、成都华侨城项目以及西安置地项目增加投资金额所致，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跌价准备。截至 2016 年底，公司无形资产为 43.58 亿元，较年初基本保持稳定，截至 2016 年底，公司无形资产中土地使用权（旅游产品用地、商业用地、自用和工业用地）占比 99.57%，未计提跌价准备。

截至 2016 年底，公司使用权受限制的资产共计 49.51 亿元，包括用于抵押的账面价值为 44.76 亿元的存货、2.50 亿元的投资性房地产及 2.24 亿元的货币资金。受限资产占总资产比重为 3.38%，受限比例较低。

2017 年 3 月底，公司资产总额为 1,579.44 亿元，同比增长 26.96%，主要系流动资产中存货规模大幅增加所致，其中流动资产占比 73.91%，仍以流动资产为主。

总体看，2016 年公司资产规模有所扩大，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，但固定资产成新率一般。公司

资产主要以成本法计量，未来升值空间大，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债总额为 982.29 亿元，较年初增长 34.39%，主要系预收账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债的增加所致。截至 2016 年底，公司流动负债和非流动负债分别占比 73.09%和 26.91%。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 717.93 亿元，较年初增长 64.95%；截至 2016 年底，公司流动负债主要由短期借款（占比 8.02%）、应付账款（占比 13.85%）、预收款项（占比 21.00%）、应交税费（5.38%）、其他应付款（占比 35.98%）和一年内到期的非流动负债（占比 14.06%）构成。

截至 2016 年底，公司短期借款 57.56 亿元，较年初增长 32.68%，主要系委托借款以及担保借款大幅增加所致。截至 2016 年底，公司应付账款 99.45 亿元，较上年增加 15.39%，主要系公司应付未结算工程款项增加所致。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 2016 年底，公司预收款项 150.79 亿元，较年初上升 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。公司其他应付款主要为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 2016 年底，其他应付款余额 258.34 亿元，较年初增长 32.06%，主要系公司基于清算口径计提的土地增值税余额增加；公司根据国税发[2006]187 号文《国家税务总局关于房地产开发企业土地增值税清算管理有关问题的通知》基于清算口径计提了土地增值税，2015~2016 年公司土地增值税余额分别为 130.76 亿元和 158.66 亿元。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 100.98 亿元，较年初增长 541.24%，主要系长期借款将于一年内到期重分类所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债 264.36 亿元，较年初下降 10.59%，主要系长期借款下降所致；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。

截至 2016 年底，公司长期借款余额 228.98 亿元，较年初下降 18.54%，主要系临到期借款调整至流动负债所致。公司长期借款于 2017 年到期 102.25 亿元，2018 年到期 71.56 亿元，有一定集中偿付的压力。截至 2016 年底，公司应付债券余额为 34.90 亿元，较年初增加 248.95%，主要系 2016 年华侨城股份发行“16 侨城 01（3+2 年）”以及“16 侨城 02（5+2 年）”所致。

截至 2016 年底，公司全部债务为 423.68 亿元，较年初增长 19.05%，基本稳定，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。截至 2016 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率分别为 67.12%、46.82%，较年初分别增长 3.71 个百分点和 1.06 个百分点；公司长期债务资本化比率较上年下降 5.76 个百分点至 35.42%。整体上债务负担处于合理水平。

截至 2017 年 3 月底，公司负债规模 1,087.33 亿元，较年初增长 10.69%，主要系非流动负债增长所致，其中流动负债占比 70.62%，仍以流动负债为主。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务为 536.86 亿元，较年初增长 26.71%，仍以长期债务为主。截至 2016 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率分别为 68.84%、52.17%和 39.33%，较年初分别增长 1.72 个百分点、5.35 个百分点和 3.91 个百分点。

总体看，随着公司业务规模的扩大，公司整体负债规模快速增长，以流动负债为主；债务以长期债务为主，整体债务负担规模仍属合理水平。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 481.16 亿元，较年初增长 14.08%，主要为未分配利润的增长。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 437.17 亿元，少数股东权益为 43.99 亿元；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%。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 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 492.10 亿元，较年初增长 2.27%，主要为未分配利润的增长。

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

2015~2016 年，公司的营业收入分别为 322.36 亿元和 354.81 亿元，主要系旅游综合项目的收入不断增加所致；净利润分别为 52.43 亿元和 73.11 亿元，主要系主营业务规模扩大所致。

从期间费用方面来看，2016 年公司期间费用同比下降 0.14%，变化较小，为 41.65 亿元，销售费用、管理费用和财务费用在三项费用合计中的占比分别为 30.00%、47.71%和 22.29%，管理费用和销售费用占比较高。其中，财务费用同比增长 16.76%，主要系 2016 年借款增加；管理费用同比下降 8.16%，主要系 2016 年行政费用以及租赁费用下降所致；销售费用较上年变动较小。2015~2016 年公司费用收入比分别为 12.94%和 11.74%，有所下降，费用控制能力尚可。

从利润构成来看，2015~2016 年，公司投资收益及公允价值变动损益分别占当年营业利润的 5.22%和 7.27%，占比较低，公司净利润受公允价值变动及投资收益变动的影响不大。营业外收入方面，2015~2016 年，公司营业外收入分别占当年利润总额的 6.57%和 9.62%，增长主要来源于新增政府补助，营业外收入对利润有一定影响。

从各项盈利指标来看，2015~2016 年，公司营业利润率保持稳定，分别为 33.41%和 34.46%。2016 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 9.85%、7.97%和 16.19%，总资本收益率、净资产收益率总资产报酬率较上年分别提高 1.14 个百分点、0.15 个百分点和 2.10 个百分点，基本保持稳定。

2017年1~3月，公司实现主营业务收入61.55亿元，同比增长11.91%；实现净利润8.12亿元，同比增长26.92%。

总体看，2016 年公司收入和盈利规模有所增长，费用控制能力尚可，整体盈利能力较强。

5．现金流

从经营活动情况来看，2015~2016 年，公司经营活动产生的现金流入分别为 363.23 亿元和 524.88 亿元，大幅增长，主要系扩大房地产以及旅游项目规模所致；2015~2016 年，公司经营活动产生的现金流出分别为 381.96 亿元和 480.84 亿元，与经营活动现金流入的变化方向相同。近两年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-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，主要系房地产项目预售收入增加所致。受项目结转时点和房地产市场波动影响，近两年公司现金收入比分别为 107.34%和 130.95%。

从投资活动情况来看，2015~2016 年，公司投资活动产生的现金流入分别为 8.40 亿元和 19.18 亿元，2016 年流入增多主要系收到其他与投资活动有关的现金增加所致；2015~2016 年，公司投资活动产生的现金流出分别为 56.66 亿元和 93.48 亿元，增长较快，主要系投资性房地产、在建工程投入、购买银行保本理财产品及保证金等投资增加所致。近两年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-48.26 亿元和-74.30 亿元。

从筹资活动情况来看，2015~2016 年，公司筹资活动产生的现金流入分别为 256.01 亿元和 362.64 亿元，呈持续上升态势，主要系公司取得借款和 2016 年发行公司债共同影响所致；2015~2016 年，公司筹资活动产生的现金流出分别为 178.96 亿元和 329.05 亿元，大幅增长，主要系偿还债务增加所致。2015~2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 77.05 亿元和 33.59 亿元。

2017 年第一季度，公司经营活动现金流量净额为-75.11 亿元，投资活动现金流量净额为-3.39 亿元，筹资活动现金流量净额为 112.16 亿元。

总体看，2016 年，受益于房地产预售收入增加，公司经营活动现金流量净额由负转正，收现质量提升；公司筹资能力较强，但考虑到目前在建项目对现金的需求量较大，仍存在一定外部融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2016 年，公司流动比率分别为 1.88 倍和 1.48 倍，速动比率分别为 0.71 倍和 0.53 倍，均有所下降。近两年，公司现金短期债务比分别为 2.51 倍和 0.98 倍，公司现金类资产对短期债务覆盖能力有所弱化但仍属较强；经营现金流动负债比率分别为-4.30%和 6.13%，经营活动现金流量净额对债务的保障能力有所提升。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。

2015~2016年，公司EBITDA分别为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%。从长期偿债能力指标看，近两年EBITDA利息倍数分别为7.46倍和9.01倍，有所上升，且处于较高水平；EBITDA全部债务比分别为0.28倍和0.29倍，处于较好水平，EBITDA对全部债务和利息的覆盖程度较高，公司长期偿债能力强。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（编号：G10440305001834903），截至 2017 年 4 月 27 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 2016 年底，公司及子公司（合并口径）银行授信共计 698.86 亿元，已使用 136.62 亿元，尚未使用 562.24 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 2016 年底，公司对武汉首贸城置业有限公司提供担保，担保余额为 17.82 亿元，担保到期日为 2021 年 11 月 29 日。武汉首贸城置业有限公司系于 2016 年 9 月成立的房地产开发公司，当年亏损 217.12 万元。目前开发的杨春湖 C 地块项目正在进行方案设计，一期预计 2017 年开工，2018 年预售；二期预计 2019 年开工，2020 年预售。由于武汉首贸城置业有限公司尚处于前期开发阶段，未来经营情况尚不确定。

截至 2016 年底，公司及其下属子公司不存在尚未了结的或可预见的、根据上市规则需做披露并可能对公司的财务状况、经营成果产生实质性不利影响的重大诉讼、仲裁或行政处罚。

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 2016 年底，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 157.01 亿元，约为“16 侨城 01”、“16 侨城 02”待偿本金合计（35.00 亿元）的 4.49 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达 492.10 亿元，约为债券待偿本

金合计（35.00 亿元）的 14.06 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16 侨城 01”、“16 侨城 02”按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，公司 2016 年 EBITDA 为 123.86 亿元，约为“16 侨城 01”、“16 侨城 02”待偿本金合计（35.00 亿元）的 3.54 倍，EBITDA 对债券待偿本金的覆盖程度较高。公司经营活动现金流入 524.88 亿元，约为债券待偿本金合计（35.00 亿元）的 15.00 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。

未来，随着在建房地产项目逐步竣工及结转收入，公司经营规模、盈利水平将保持良好，公司对本期债券的偿还能力极强

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，公司对本期债券的偿还能力依旧极强。

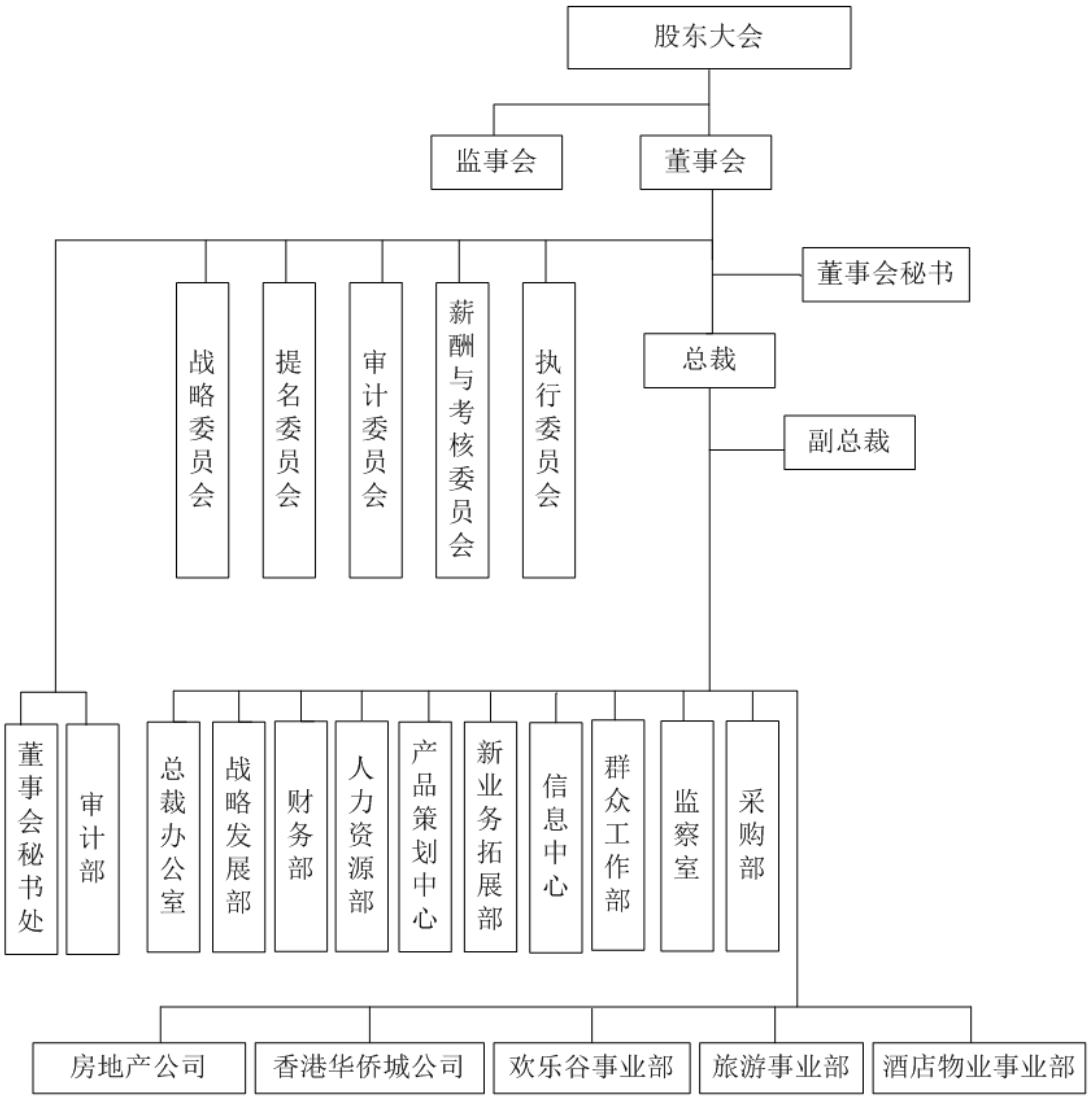
八、综合评价

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。2016 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。公司新增一二线城市土地储备量较大，新开发面积及期末在建面积较上年均有提升，可为未来销售提供良好支撑。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、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发展，公司旅游收入及利润水平有望维持稳定，并且公司房地产业务具有综合开发和地理位置的优势，新开发项目地理位置较好，能够保持一定的发展空间，公司整体信用状况良好。

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”和“16侨城02”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　深圳华侨城股份有限公司
组织结构图



附件2 深圳华侨城股份有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	1,152.66	1,463.45	1,579.44
所有者权益（亿元）	421.76	481.16	492.10
短期债务（亿元）	60.66	159.78	217.85
长期债务（亿元）	295.23	263.90	319.00
全部债务（亿元）	355.89	423.68	536.86
营业收入（亿元）	322.36	354.81	61.55
净利润（亿元）	52.43	73.11	8.12
EBITDA（亿元）	100.04	123.86	--
经营性净现金流（亿元）	-18.72	44.04	-75.11
应收账款周转次数(次)	58.69	73.22	--
存货周转次数（次）	0.31	0.28	--
总资产周转次数（次）	0.31	0.27	--
现金收入比率（%）	107.34	130.95	--
总资本收益率（%）	8.70	9.85	--
总资产报酬率（%）	7.82	7.97	--
净资产收益率（%）	14.09	16.19	--
营业利润率（%）	33.41	34.46	30.96
费用收入比（%）	12.94	11.74	13.52
资产负债率（%）	63.41	67.12	68.84
全部债务资本化比率（%）	45.76	46.82	52.17
长期债务资本化比率（%）	41.18	35.42	39.33
EBITDA 利息倍数（倍）	7.46	9.01	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.28	0.29	0.02
流动比率（倍）	1.88	1.48	1.52
速动比率（倍）	0.71	0.53	0.64
现金短期债务比（倍）	2.51	0.98	0.87
经营现金流动负债比率（%）	-4.30	6.13	-9.78
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.86	3.54	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径。
2、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。
3、2017 年一季度数据未经审计。

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 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