

信用等级公告

联合[2016]241 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公开发行的 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）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公开发行的 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年四月五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层

电话：010-85172818

传真：010-85171273

Http:// www.unitedratings.com.cn

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）

信用评级分析报告

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：本期基础发行规模为人民币 20 亿元，可超额配售不超过 20 亿元（含 20 亿元）

债券期限：品种一为不超过 5 年（3+2），品种二为不超过 7 年（5+2）

还本付息方式：按年付息、到期还本

评级时间：2016 年 4 月 5 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
资产总额(亿元)	729.98	878.79	948.75	1,031.45
所有者权益(亿元)	219.34	276.56	322.48	338.95
长期债务(亿元)	188.65	162.37	215.74	232.87
全部债务(亿元)	265.23	218.58	308.11	305.20
营业收入(亿元)	222.84	281.56	307.18	174.37
净利润(亿元)	40.57	49.56	55.91	28.61
EBITDA(亿元)	72.97	91.29	103.10	--
经营性净现金流(亿元)	71.48	71.98	-25.88	85.34
营业利润率(%)	36.97	34.80	35.36	33.54
净资产收益率(%)	20.27	19.99	18.67	8.65
资产负债率(%)	69.95	68.53	66.01	67.14
全部债务资本化比率(%)	54.74	44.15	48.86	47.38
流动比率	1.44	1.34	1.59	1.59
EBITDA 全部债务比	0.28	0.42	0.33	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.18	9.36	9.04	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.82	2.28	2.58	--

注：① 本报告财务数据及指标计算均是合并口径，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 长期债务计算包含融资租赁款；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“旅游+地产”的指导思路下，打造独特的综合成片开发模式。公司在经营规模、品牌知名度、全国性布局等方面具有较强的综合竞争优势。2015 年 11 月，公司非公开发行 A 股已获中国证券监督管理委员会批准，公司资本实力将会得以进一步补充。联合评级同时也关注到宏观经济周期变动、旅游项目经营风险较高、未来资本支出压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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。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，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很低。

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、盈利与资金回收等方面形成紧密联系和相互补充，产生明显的协同效应、集群优势和抗风险能力。

3. 公司是中国主题公园产业的开创者和

领跑者，目前已经形成了以旅游景区为主体，文化科技、文化演艺、旅游衍生品和旅行社等共同发展的文化旅游产业链条。

4. 受益于“旅游+地产”的发展模式，公司不同于传统的房地产企业，债务负担较轻、盈利能力较好。

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，优质旅游资源的稀缺程度和获取难度均有所上升。

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，而且需要公司垫付大量资金，且在建、拟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。

3. 公司实施的部分募投项目由于投资总金额较大，同时，若国家房地产行业政策发生不利变化，公司无法持续投入、费用控制不力、公司现金流压力和回款压力等因素会造成项目部分或全部无法实施或延期的风险。

4. 近年来，受宏观经济下行、银行收紧房地产信贷额度影响，房地产行业景气程度下降，对公司经营造成了不利影响。同时，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。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

刘晓亮

电话：010-85172818

邮箱：liuxl@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

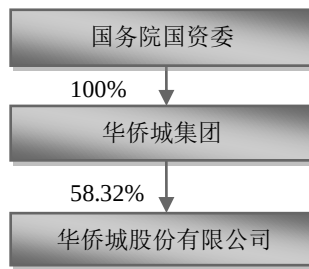
一、主体概况

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。

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 2015 年 9 月底，公司股本为 727,134.27 万股，其中公司的控股股东华侨城集团持有 424,057.07 万股，占公司总股本的 58.32%。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 2015 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，公司主营业务主要包括旅游综合业务、房地产业和纸包装业务。

截至 2015 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；截至 2015 年 9 月底，公司拥有全资子公司 39 家，控股子公司 68 家，此外，还有参股公司 7 家，联营公司 3 家，合营公司 4 家；在职员工 23,210 名。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 948.75 亿元，负债合计 626.28 亿元，所有者权益（含少数股东权益）322.48 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 281.19 亿元。2014 年公司实现营业收入 307.18 亿元，净利润（含少数股东损益）55.91 亿元，其中归属于母公司净利润 47.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额-25.88 亿元，现金及现金等价物净增加额 46.80 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额 1,031.45 亿元，负债合计 692.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益）338.95 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 299.79 亿元。2015 年 1~9

月，公司实现营业收入 174.37 亿元，净利润（含少数股东损益）28.61 亿元，其中归属于母公司净利润 24.91 亿元；经营活动产生的现金流量净额 85.34 亿元，现金及现金等价物净增加额 34.63 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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期公开发行债券概况

本期债券名称为“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）”。本期债券基础发行规模为人民币 20 亿元，可超额配售不超过 20 亿元（含 20 亿元），面向合格投资者公开发行。本期债券分为两个品种，其中品种一为 5 年期品种，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，品种二为 7 年期品种附第 5 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。两个品种之间可以双向回拨，回拨比例不受限制，由公司和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨权。本期债券票面利率由公司与主承销商通过市场询价协商确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利。利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期发行公司债券的募集资金扣除发行费用后拟用于偿还金融机构借款、补充流动资金及适用的法律法规允许的其他用途。

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

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、娱乐业和其他许多经营行业。与传统产业相比，旅游行业环境污染少、资源消耗低，是一个人与自然和谐共存、可持续发展的产业。

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 2011 年起，我国旅游总人数保持每年 10%以上的增长，旅游总收入亦基本保持每年 10%以上的增长，具体情况见下表。

表 1 2011~2014 年我国旅游总人数及收入情况

		2011 年		2012 年		2013 年		2014 年	
		人数	增长率	人数	增长率	人数	增长率	人数	增长率
旅游人数	国内（亿人次）	26.41	25.58%	29.57	11.97%	32.62	10.31%	36.11	10.70%
	入境（亿人次）	1.35	1.24%	1.32	-2.23%	1.29	-2.51%	1.28	-0.46%
	合计（亿人次）	27.76	24.13%	30.89	11.27%	33.91	9.76%	37.39	10.27%

		2011 年		2012 年		2013 年		2014 年	
		人数	增长率	人数	增长率	人数	增长率	人数	增长率
旅游收入	国内（亿元）	19,305.40	53.46%	22,706.20	17.62%	26,276.12	15.72%	30,311.90	15.36%
	旅游外汇收入（亿美元）	484.60	5.78%	500.30	3.24%	516.64	3.27%	569.10	10.16%

资料来源：国家统计局

2012~2014 年，中国国内游客分别为 29.57 亿人次、32.62 亿人次和 36.11 亿人次，同比分别增长 11.97%、10.31%和 10.70%，中国国内旅游业增速持续放缓，但国内居民出游欲望仍较为强烈，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，具体情况见下图。

图 2 2004~2014 年 GDP 与国内旅游收入



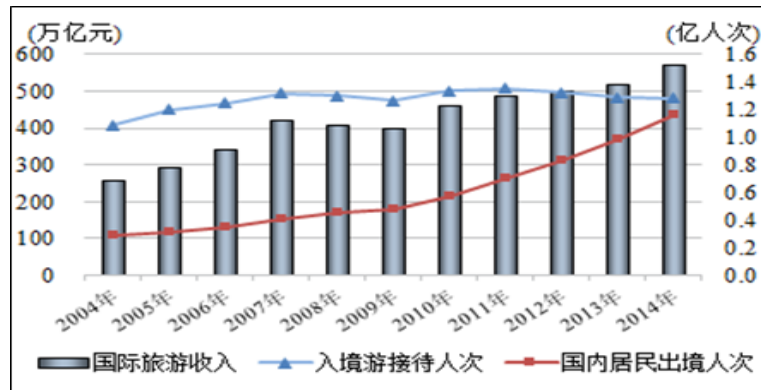
数据来源：国家旅游局和国家统计局

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，近五年得到快速发展。

入境游方面，金融危机深层次影响还在延续，周边国家放松签证政策等带来更大竞争。2012 年，随世界经济复苏不确定性增加，全年共计接待入境旅游者 1.32 亿人次，同比下降 2.23%；2013 年，全国入境游客 1.29 亿人次，同比下降 2.51%；2014 年，全国入境游客 1.28 亿人次，同比下降 0.45%。中国入境游正处于长时间高速发展之后逐渐复归常态化的阶段。

出境旅游方面，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，近年来出境旅游继续保持高速增长态势。2012~2014 年，中国出境旅游总人数分别为 0.83 亿人次、0.98 亿人次和 1.17 亿人次，分别同比增长 18.6%、18.1%和 18.7%。受此影响，中国旅游服务的贸易逆差不断扩大，中国旅游研究院研究显示，2014 年中国旅游外汇收入为 569 亿美元，而居民出境花费预计将达到 1,550 亿美元，旅游服务贸易逆差进一步扩大，预计达 1,000 亿美元，具体情况见下图。

图3 2004~2014年国际旅游收入及人数



数据来源：Wind 资讯

总体看，随着中国 GDP 的稳定增长，人民生活水平的提高，无论是国内旅游还是国际旅游都将成为中国居民常态化消费之一，中国旅游市场在未来将会保持稳定增长。

行业竞争

国内旅游业的竞争主要来自于国内和国外两个市场。由于我国国内旅游与出境旅游相比存在着比较明显的成本优势，虽然出境旅游有一定的分流作用，但是我国旅游业的竞争大部分来自于国内市场。目前，我国 31 个省区市都对旅游业作出明确的战略定位，28 个省区市定位为支柱产业或主导产业，其中 13 个省区定位为战略性支柱产业。全国各地不断涌现出旅游景区和旅游企业，正在加快产业扩张、创新经营模式、完善要素配置，在产品开发、产品特色、服务创新和营销策划等方面竞争日益激烈。由于我国旅游资源较为丰富，各旅游景区（点）都具有独特性且分布比较分散，各旅游景区（点）所占市场份额都较小。影响客源的因素包含旅游景区（点）的性质与知名度、地理位置与交通便利情况、接待能力与水平及宣传与推广等。在众多景区中，景区级别越高往往对游客的吸引力越大，特别是国家最高级别的 5A 级景区，在各类景区中具有较大的竞争优势。

总体看，旅游行业的竞争主要在于国内旅游，其中 5A 级景区具有较大的竞争优势。

行业政策

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。旅游业主要受国家旅游局、公安部、工商局按照“政府主导、属地管理、部门联动、行业自律、各司其职、齐抓共管”的原则联动管理。

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
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》	国务院
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》	
2012 年 1 月	《国务院关于进一步促进贵州经济社会又好又快发展的若干意见》	
2012 年 2 月	《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》	
2011 年 3 月	《中国国民经济和社会发展规划十二五规划纲要》	
2009 年 2 月	《旅行社条例》	
2002 年 7 月	《中国公民出国旅游管理办法》	
1999 年 5 月	《导游人员管理条例》	

发布日期	国家行业政策	发布单位
2013年10月	《旅行社责任保险投保信息报送和检查暂行办法》	国家旅游局
2013年5月	《旅游行政处罚办法》	
2011年6月	《大陆居民赴台湾地区旅游管理办法》	
2010年12月	《国家旅游局信访工作实施细则》	

资料来源：国家旅游局

目前旅游业发展仍然集中在北上广市场密集和四川、云南等资源密集地区，十三五规划中指出未来新的经济区必将催生新的市场，由此带来市场导向性的资源开发；同时明确在推进城乡发展一体化的过程中，开辟农村广阔发展空间，通过传统村落民居和历史文化名村培养一批新的发展点，并且通过深化土地制度改革增加农村开发的可控性，未来农村地区将是旅游发展的重点区域之一。此外，十三五规划中明确提出，建立一批国家公园，这将是未来旅游发展中需要考虑的重要区域。

总体看，旅游行业已成为产业结构优化的重要行业，为促进地方经济增长、加快经济发展方式转变做出了积极贡献，同时居民多样化、多层次的文化需求得到进一步满足。

行业关注

我国旅游行业在飞速发展的同时，仍然存在一些不足之处。

（1）旅游资源的开发不够，规划不当

我国拥有丰富的旅游资源，可供观光的旅游景区约1万余处，现在已开发并可以接待国内外游客的仅有1,800余处，不足1/5，文化旅游资源价值还没有得到充分的挖掘。同时也存在规划不当的问题。

（2）配套设施落后

旅游基础设施不仅包括传统意义上的交通业、餐饮业，也包括融入新技术的旅游信息化基础设施。我国基础设施建设方面还有着很多问题，如交通问题、餐饮问题、文化旅游信息化问题等，尤其在一些经济不发达的地区，缺乏相应的配套设施，也会导致文化旅游业受到限制。

（3）发展资金不足，投融资渠道单一

旅游以文化为底蕴，以历史文物景观及文化活动的浏览观光服务为核心，涉及到各个方面，它是一个产业集群，因此其发展需要大量的资金投入。

总体看，我国旅游行业目前尚处于发展的初级阶段，存在的问题较多。

未来发展

（1）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。

（2）老龄化提升旅游服务需求，促进旅游行业转型

国家统计局统计数据显示，截至2014年底，我国65周岁以上的老年人口达1.38亿，占总人口比重达约10.10%。我国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。

（3）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，深入挖掘游客的增量价值。

（4）“互联网+旅游”仍需深度融合

《2014年中国旅游上市企业发展报告》显示，国内上市的旅游企业，业态分布包括景区景点、宾馆酒店、旅行社几大类，其中在线旅行社企业占比40%。2014年全国在线旅游领域共发生160起投融资事件，在线旅游融资规模达到300亿元，为2013年的6倍。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。

总体看，我国旅游行业未来发展需因地制宜，迎来新一轮发展机遇的同时面临产业转型升级的压力。

主题公园概况

我国主题旅游行业的发展已有30余年的历史。80年代开始，随着深圳“锦绣中华”的建立，以华侨城和三国城为代表的主题旅游公园逐渐为游客所知。随后大型主题公园逐渐在中国开创了新局面，北京的“世界公园”、广州的“长隆欢乐世界”、江苏苏州的“苏州乐园”、浙江杭州的“宋城”和“杭州乐园”等都已达到较高水平。黑龙江省哈尔滨市在这几年冰雪节期间创建的“松花江冰雪大世界”为特定时间段内的大型主题旅游项目，其策划和经营管理水平也已大体与国际接轨。

按照产品类型分类，我国主题旅游产品可分为微缩景观类、民俗景观、仿古建筑、影视城、动物景观类和主题游乐园类等。不仅有以自然人文资源为基础衍生的各种公园，如各种森林公园、动植物园、地质公园、温泉公园、文化公园、海洋公园、历史文化公园和城市公园等，还有很多人为塑造的游乐园，如宋城、民俗文化村、科幻城、大观园，影视城等。主题旅游产品的类型基本涵盖了科学、历史、文化、生态、游乐等门类。与此同时，迪斯尼和环球影城进驻中国，打开了国际与本土主题公园的竞争格局；长隆、万达等民营企业发展势头迅猛，竞争对手日益增多。

从主题旅游行业发展的内外条件来看，主题旅游产品的成熟化依赖两个条件：一是经济发展水平；二是自然人文资源的稀缺性。因此，我国主题公园的分布呈以下三级阶梯结构：东部沿海分布较多规模较大；中部分布次多且规模不大，西部分布较少且规模较小。

主题旅游行业相对于其他传统旅游行业而言，初始投资规模较大，进入壁垒较高。主题旅游行业客户粘性较高，品牌是促使多数游客做出选择的根本原因，直接影响主题旅游产品在市场上的影响力和感召力。同时，品牌所有者还可以通过品牌经营实现高额回报。成熟的主题旅游产品大多通过品牌连锁经营的发展模式实现快速发展，即通过特定品牌的连锁经营，逐步扩大市场份额。

目前，经营状况较好的主题公园大多分布在珠江三角洲地区和长江三角洲等经济发达地区，该等主题公园的运营商已拥有丰富的主题公园运营经验，形成了具有市场影响力的品牌，因此获得了较大的竞争优势，该等运营商未来的地域扩张将压缩中小型主题公园的盈利空间，未来行业面临大规模的整合和重组。

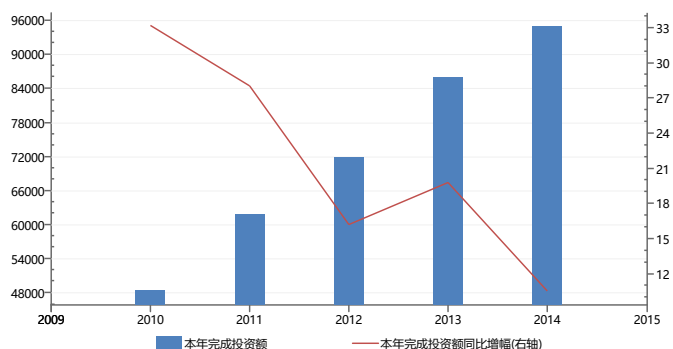
总体看，我国主题公园自80年代以来不断发展壮大，但初始投资较高，品牌效果明显，因此未来可能面临大规模的整合重组。

2. 房地产行业

行业概况

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。2010~2014年我国房地产开发投资及其同比增速具体情况如下图所示。

图4 2010~2014年我国房地产开发投资及其同比增速(单位:亿元、%)



资料来源: Wind 资讯

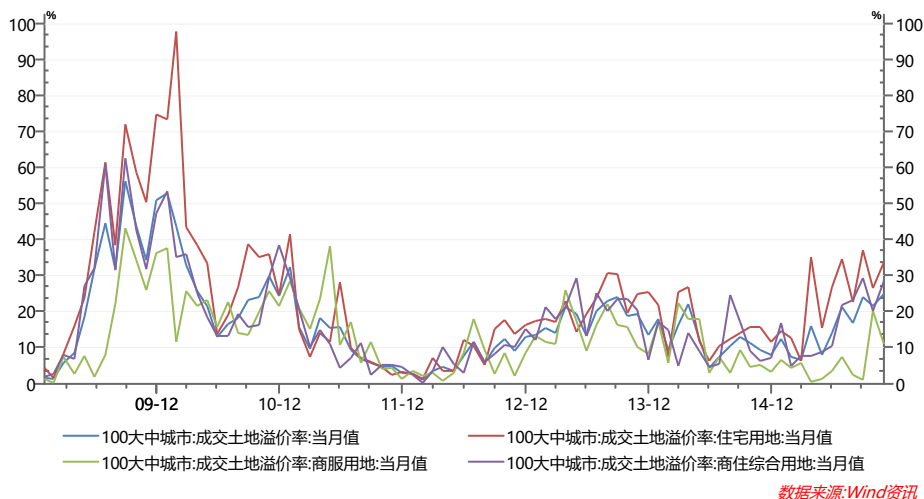
总体看,房地产业作为国民经济的重要支柱产业,近几年行业发展较快,但受宏观经济波动和调控政策影响,近年来发展波动较大。

市场供需

(1) 土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源,会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。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,加之需求端的限购等政策,导致部分房地产企业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。2009年以来全国100个大中城市土地成交溢价率见下图。

图5 2009年以来全国100个大中城市土地成交溢价率(单位:%)



资料来源: Wind 资讯

2015年以来,土地市场整体下行,成交量及出让金均低于去年同期,仅楼面均价小幅上调。从各线城市来看,各线城市推出土地面积及成交土地面积同比均有大幅下降。

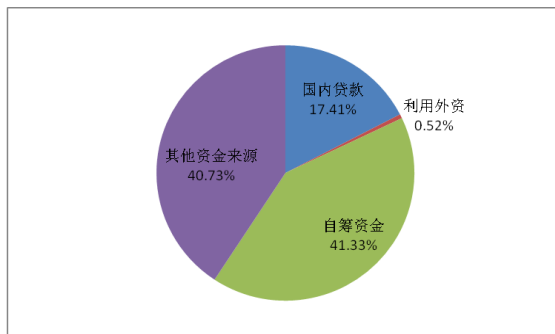
总体看,土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素,近年受宏观调控和市场供需影响,土地价格有所波动,但整体保持在较高水平。

(2) 开发资金来源状况

2009年以来,房地产行业资金来源呈快速增长态势,2009~2013年平均增速22.26%,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了多年来的高速增长态势，首次出现负增长。据国家统计局数据显示，2014年房地产开发企业本年资金来源121,991亿元，比上年减少0.1%，增速较上年下降26.6个百分点，其中，国内贷款21,243亿元，比上年增长8.0%；利用外资639亿元，增长19.7%；自筹资金50,420亿元，增长6.3%；其他资金49,690亿元，较上年减少8.8%，具体情况如下图所示。

图6 2014年房地产行业资金来源构成



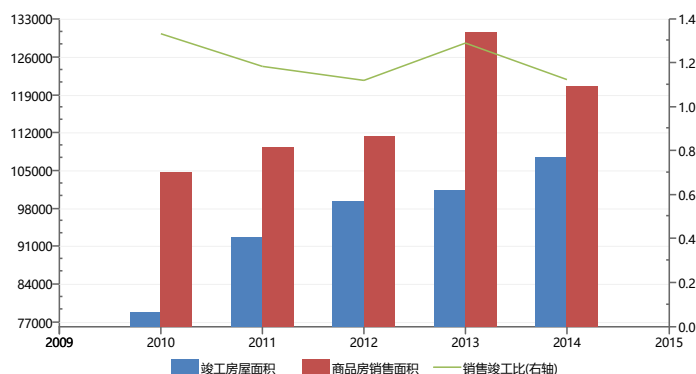
资料来源：国家统计局

总体看，偏紧的货币供应，使房地产业的资金来源更为紧张，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力已经显现。

（3）市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2014年，商品房销售面积120,649万平方米，同比下降7.6%，2014年，住宅竣工面积107,459万平方米，同比增长5.9%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

图7 2008~2014年全国商品住宅供求情况（单位：亿平方米）



资料来源：国家统计局、联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于1说明供不应求，小于1说明供大于求。

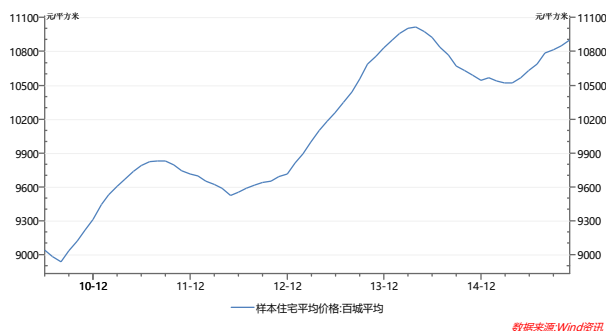
2015年以来，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。

总体看，在经历了几年来的景气后，2014年以来，随着限购限贷等政策的逐步产生效果，行业增速放缓、景气度有所下降。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2014年以来，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，但2015年以来，住宅销售价格正在逐渐提高，具体情况如下图所示。

图 8 近年来年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：元）



资料来源: Wind 资讯

总体看，从2008年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013年也已经基本确立了持续上涨趋势，但2014年以来房价上涨趋势出现波动，未来房价走势仍待进一步观察。

行业竞争

从2003年至今，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。2014年以来，行业集中度进一步提升，具体情况见下表。

表 3 2010~2014 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%	16.92%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	22.79%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	8.79%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.65%

资料来源: 联合评级搜集整理

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。

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。进入2015年，国家房地产调控政策相继出台，下调基准利率等一系列相关政策反映出国家层面对房地产行业的支持，对房地产行业形成利好。2011年以来主要的房地产调控政策如下表所示。

表 4 2011 年至今主要房地产调控政策汇总

年份	调控政策
2011 年 1 月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011 年 1 月	国务院“新国八条”
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》
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 9 月	住房城乡建设部、财政部、中国人民银行三部门再度下调二套房公积金贷款首付比例

资料来源: 联合评级搜集整理

总体看，目前房地产行业调控压力依然较大，调控方向将从行政手段逐渐转变为长效的经济手段。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望在不断调整中完善和改进。

行业关注

（1）房地产行业处于调整周期，行业风险加大

作为资金密集、高杠杆行业，房地产企业往往通过增加外部融资扩大开发规模，如果遇到加息、人民币贬值等因素，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

（2）市场格局持续分化

近些年国内房地产市场出现了明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。

（3）房企利润率下降

在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的 60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外部分资金成本被金融机构获得。单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。

总体看，房地产行业面临国家宏观调控政策变化和融资成本等不确定性风险，土地储备质量以及资金成本的控制成为房地产行业的关键竞争力。

未来发展

（1）调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。

（2）参股商业银行，转型金融化地产公司

由于近年来受调控政策影响，国内信贷环境偏紧，众多房地产企业纷纷拓展新的融资渠道，参股银行便成为了一种新的尝试。

（3）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式。

总体看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。

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，2014年，公司年接待旅客人次首次达到3,000万人次，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2014年全球主题公园游客量数据报告显示，公司连续两次进入世界主题公园集团四强，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。

2004年，华侨城被国家文化部授予首批“全国文化产业示范基地”；2007年8月，又被文化部授予首批仅有的两家“国家级文化产业示范园区”之一；曾多次被中宣部授予“文化企业三十强”称号。

公司的全资子公司深圳华侨城房地产有限公司为住建部批准的一级房地产开发企业，承担房

地产项目的建设规模不受限制，可以在全国范围承揽房地产开发项目。公司房地产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，已覆盖北京、上海、深圳、天津、武汉、成都、西安、重庆等经济发达的核心城市，并积极向泰州、宁波、佛山等具有良好市场环境和经济潜力的二、三线城市拓展。

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。

公司各业务板块相互融合，文化旅游景区、酒店、住宅和商业类地产以多种形式组成有机整体，在业态布局、产品功能、盈利与资金回收等方面形成紧密联系和相互补充，产生明显的协同效应和集群优势。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产生更好的效益，具备更强的抗风险能力。

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

公司现有董事长 1 名，董事 2 名，独立董事 5 名，监事 3 名，高级管理人员 7 名（包含两位董事），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。现任华侨城集团总经理、党委副书记，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，公司党委委员、副总裁。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 2015 年 9 月底，公司在职员工 23,210 人。从岗位构成看，管理人员占 9.50%，工程技术人员占 8.73%，专职审计人员占 0.09%，市场营销和销售人员占 4.85%，其他人员¹占 76.84%；从文化程度看，中专以下学历人员占 57.73%，大专学历人员占 23.15%，本科以上学历占 19.11%；从年龄构成看，20~30 岁的人员占 53.60%，30~40 岁的人员占 23.85%，40~50 岁的人员占 17.56%，

¹ 一线工作人员，包括酒店、公园等的清洁人员、服务人员等。

50 岁以上的人员占 4.99%。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，具备多年的行业生产和管理经验，有利于公司的长远发展；公司员工学历构成较合理，能够满足目前经营需要。

3. 政策扶持

所得税优惠

根据深圳市创新科技委员会、深圳市财政委员会、深圳市国家税务局、深圳市地方税务局的批准，华侨城文化旅游科技有限公司文旅科于 2012 年 11 月 05 日取得高新技术企业证书（证书编号：GR201244200612），按 15% 税率征收企业所得税。华侨城及其他控股子公司无其他享受所得税优惠的情况。

政府补贴收入

2012~2014 年，公司获得的政府补助为 1,725.36 万元、36,591.05 万元和 44,320.92 万元，2015 年 1~9 月，公司获得的政府补助为 1,031.25 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。

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，能够在一定程度上支持公司的业务拓展和资金需求。

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。

公司已按照中国证监会、深交所关于上市公司内部控制等有关规定，全面修订了内控制度，建立了以《公司章程》和“三会”议事规则为核心的公司治理相关制度，在《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》和《对外担保制度》中明确规定了公司股东大会、董事会关于对外担保的审批权限，以及对外担保的基本原则、对外担保对象的审查、审批、管理程序等。

根据公司章程，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，任期届满可连选连任。董事会现有董事 8 名，其中独立董事 5 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；监事会现有 3 名监事，其中职工监事 1 名，设 1 名监事长。其中，职工监事由职工代表大会选举，任期 3 年，任期届满可连选连任。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 and 公司章程履行职责，保证公司的经营运作独立于控股股东。

公司根据自身实际情况和内部控制的要求，建立并逐步完善了与管理职能及业务规模相适应的组织结构。按照科学、高效、制衡的原则，合理设置内部职能机构，明确各机构的职责权限，避免职能交叉、缺失或者权责过于集中，形成各司其职、各负其责、相互制约、相互协调的工作机制，将权利和责任落实到各责任单位。

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，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。

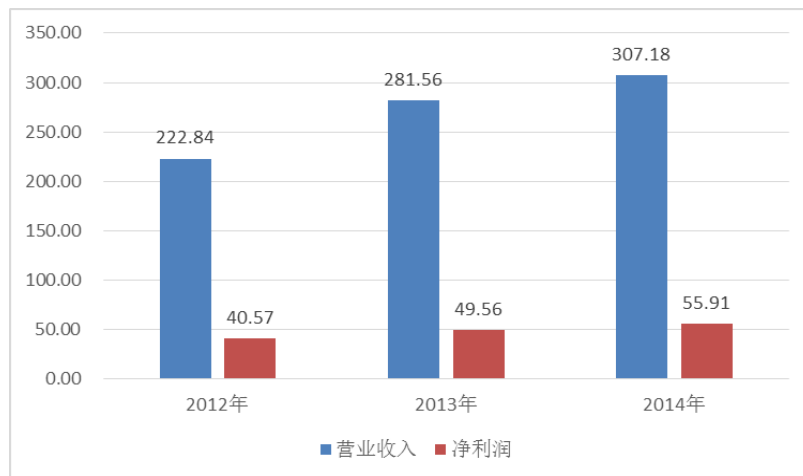
六、经营分析

1. 经营概况

公司是一家以文化为核心、以旅游为主导、中国领先的现代服务业开发与运营商，主营业务包括旅游综合业务、房地产业务以及纸包装业务。其中，旅游综合业务及房地产业务收入合计占比在 95%以上，是公司主营业务收入的最重要来源。目前，公司已形成了以“旅游+地产”为核心的发展战略，实现了“主题公园+高尚社区”的开发模式。

近三年，公司营业收入分别为 222.84 亿元、281.56 亿元和 307.18 亿元，年均复合增长率为 17.41%，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的共同影响所致。近三年，公司净利润分别为 40.57 亿元、49.56 亿元和 55.91 亿元，年均复合增长率为 17.40%，呈现持续增长的趋势，与营业收入变动趋势保持一致，具体情况如下图所示。

图 9 公司近三年营业收入及净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司年报

从收入细分板块看，近三年公司旅游综合收入分别为 104.60 亿元、132.89 亿元和 151.50 亿元，占比分别为 47.13%、47.33%和 49.46%，收入年均复合增长率为 20.35%，主要系武汉欢乐谷及天津欢乐谷正式开业、北京欢乐谷及上海欢乐谷欢乐海洋新建项目对外开放，同时公司加快业务创新转型，进一步丰富旅游景区产品线所致；房地产收入分别为 112.56 亿元、142.95 亿元和 149.10 亿元，占比分别为 50.72%、50.91%和 48.68%，收入年均复合增长率为 15.09%，但 2014 年增速减缓，主要系 2014 年我国房地产市场景气指数逐月下滑，公司房地产项目销售受到一定影响所致；纸包装收入分别为 8.31 亿元、7.60 亿元和 8.32 亿元，占比分别为 3.74%、2.71%和 2.72%，收入年均复合增长率为 0.06%，基本保持稳定。

从毛利率来看，近三年公司综合毛利率分别为 51.90%、53.00%和 56.85%，呈现逐年上升的趋势，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

45.38%、49.24%和49.39%，基本保持稳定；房地产板块近三年毛利率分别为59.86%、58.02%和66.08%，出现波动上涨，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13.76%、9.30%和11.80%，呈现波动式变化，但占比较小，影响不大。

表 5 近三年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	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	104.60	47.13	45.38	132.89	47.33	49.24	151.50	49.46	49.39	81.43	46.92	43.08
房地产收入	112.56	50.72	59.86	142.95	50.91	58.02	149.10	48.68	66.08	87.56	50.45	60.09
纸包装收入	8.31	3.74	13.76	7.60	2.71	9.30	8.32	2.72	11.80	5.86	3.38	6.10
减：内部抵消数	3.55	1.60	--	2.68	0.95	--	2.62	0.86	--	1.29	0.74	--
合计	221.92	100.00	51.90	280.76	100.00	53.00	306.30	100.00	56.85	173.56	100.00	49.15

资料来源：公司提供

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56.16%、48.57%和56.00%，公司销售区域集中度较高。

表 6 近三年一期公司主营业务销售区域分布（单位：亿元、%）

业务地区	2012 年度		2013 年度		2014 年度		2015 年 1~9 月	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
华北地区	10.99	4.95	31.24	11.13	30.42	9.93	9.76	5.62
西北地区	8.35	3.76	13.03	4.64	4.94	1.61	4.79	2.76
西南地区	25.15	11.33	19.85	7.07	20.34	6.64	11.68	6.73
华东地区	40.41	18.21	55.44	19.75	46.56	15.20	38.08	21.94
华中地区	15.95	7.19	27.50	9.80	35.15	11.48	22.14	12.76
华南地区	124.63	56.16	136.37	48.57	171.52	56.00	88.40	50.93
内部抵消	-3.55	-1.60	-2.68	-0.95	-2.62	-0.86	-1.29	-0.74
合计	221.92	100.00	280.76	100.00	306.30	100.00	173.56	100.00

资料来源：公司提供

2015年1~9月，公司实现营业收入174.37亿元，同比下降9.16%；利润总额38.78亿元，同比下降12.81%；净利润28.61亿元，同比下降9.75%，其中归属于母公司所有者的净利润为24.91亿元，同比下降11.46%，主要系受宏观经济下滑以及公司因前期签约销售的房地产项目尚未结转的共同影响所致。2015年1~9月，公司主营业务综合毛利率为49.15%，主要系2014年我国房地产市场处于较为低迷的状态，房地产业务收入确认具有滞后性，并且旅游综合业务受到宏观经济不景气的负面影响所致。

总体看，公司营业收入呈现逐年增长的趋势，“旅游+地产”的模式取得了较为明显的效果，毛利率水平较高；同时，联合评级也注意到公司收入分布较为集中且主营业务受到宏观经济或宏观政策的影响较高。

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，以及文化演艺、文化科技、旅行社、儿童体验等能给公司的景区、酒店等业务带来增值服务的派生业务，由公司旅游事业部、欢

乐谷事业部、酒店物业事业部和新业务拓展部运营管理。其中，旅游事业部管理范围包括东部华侨城、泰州华侨城、云南华侨城、锦绣中华、深圳世界之窗、长沙世界之窗、华侨城旅行社、宁波华侨城等子（分）公司；欢乐谷事业部管理范围包括深圳欢乐谷、北京华侨城、上海华侨城、成都华侨城、武汉华侨城、重庆华侨城等子（分）公司；酒店物业事业部管理范围包括酒店管理公司、威尼斯酒店、华侨城大酒店、海景酒店、酒店置业公司、资产管理公司、物业管理公司等子（分）公司；新业务拓展部管理范围包括文旅科技、哈克文化、传媒演艺、歌舞团演艺公司等子（分）公司。

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。

公司“文化产业+旅游产业+城镇化”的模式具有较强的生命力和市场空间，公司文化旅游景区、酒店、住宅和商业类地产以多种形式融合组成了优势的竞争力和抗风险能力。公司已经形成了以旅游景区为主体，文化科技、文化演艺、旅游衍生品和旅行社等共同发展的文化旅游产业链，并带动了公司房地产业务板块的发展。

（1）主题公园

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，公司稳居中国主题旅游业的领先地位。

从项目选址来看，旅游项目的选址需要考虑多重因素，包括人口数量、经济发达程度、交通便利程度以及同一类别的旅游项目辐射半径，推进深圳、北京、上海、成都各旅游项目的建设及布局，在重点一线城市和比较成熟的二线城市储备项目。其中，公司旅游项目一般为综合开发项目，包括景区及配套设施，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。

从采购模式来看，公司主要是针对营运物资、工程物资及游乐设备采购两大类。对于营运物资采购，公司旗下各旅游项目分公司对价值 10 万元以上的采购项目实行招标采购制度，在采购过程中对竞标机构进行打分评估，同时由纪检监察部门全程监督，形成会议纪要，由分管领导审批通过后进行交易，确保公司利益不受损害；对于工程物资及游乐设备采购，公司针对工程物资和游乐设备采购采取与营运物资类似的招标采购制度。但是，公司针对价值较高的进口物资和设备专门设立了进口游乐设备引进办公室，专门负责进口物资和设备的采购管理工作，并且提出采购申请的分（子）公司需提交详尽的采购可研报告，由公司审核通过后方可实施。

从定价方式来看，公司针对旗下旅游项目进行市场化的定价。每个旅游项目开业前，由专业市场团队负责进行市场问卷调查，并对目标客户群体（青年客户、家庭等）进行访谈，最后通过市场同业比价、问卷访谈、投资收益测算三种方式结合评估，确定最终旅游产品定价。旅游项目进行更新改造、升级、扩容后，由专业市场团队针对当地市场购买力、市场反响、竞争情况等进行评估后确定是否对定价进行调整。

从销售方式来看，公司旅游业务的销售渠道主要分为线下渠道和线上渠道两种。线下销售渠道主要包括现场购票窗口、旅行社渠道、学校渠道、企事业单位渠道等；线上渠道包括公司自有线上销售渠道，以及第三方线上平台（去哪儿、驴妈妈、携程等）渠道。近年来，线下渠道销售稳步增长；与此同时，受益于移动互联网的迅速发展以及公司与第三方线上平台的紧密合作，线

上销售量增长较快、占比逐年提升，已成为公司重要的销售渠道。

从内部管理来看，目前公司主要是针对各自的特色进行有针对性的管理，没有统一模式。旅游项目由于工作人员类别、性质等不同，管理难度较高，有一定的挑战性。

从安全控制来看，公司鼓励各景区通过国家安全生产标准化二级评审，目前成都欢乐谷和深圳欢乐谷已经通过该项评审；公司及下属各分（子）公司均设有安全委员会，聘用专职安全生产管理人员进行安全生产管理；对游乐设备操作人员实行严格的持证上岗制度。

从公司各个主题旅游综合项目总投资额来看，公司各个旅游项目前期投资较高，占地面积较广，地理位置较好，若将成本摊销至各年度则除去泰州华侨城和云南华侨城，其余主体旅游综合项目基本在第一年即可实现盈利，具体情况如下表所示。

表 7 截至 2015 年 9 月底华侨城主题旅游综合项目开发情况（单位：亿元、万平方米、%）

项目名称	总投资	总占地面积	主题公园板块		旅游地产板块			商用物业板块	
			位置	开园日期	总建筑面积	销售比率	建设进度	商业租赁面积	租赁比率
东部华侨城	97.80	837.40	深圳盐田大梅沙	于 2007 年 9 月 28 日正式开始运营；大侠谷项目于 2009 年 5 月 1 日对外试营业，8 月 1 日全面开业	14.48	81.33	天麓 1、2、7、6、8、9、3、5 区地块已全部完工。		
泰州华侨城	32.22	207.00	江苏省泰州市姜堰区溱湖大道 2 号	公园练习场已于 2010 年 1 月 1 日试业并于 4 月 28 日正式开业；公园球场及会所已于 2010 年 10 月 1 日对外试业；古寿圣寺景区已于 2011 年 7 月 23 日竣工并试业；温泉 VIP 加建洋楼主体完工。	41.13	12.10	地产一期(一、二批)、地产二期(一批)已全部完工，地产二期(二批)、三期、四期还未开工。	0.47	65.43
云南华侨城	80.00	389.65	昆明阳宗海北岸	温泉大馆于 2013 年 10 月试营业，室外水乐区将于 2014 年上半年投入使用；体育公园于 2013 年 5 月试营业；生态花谷、人工湖及湿地公园、滇越铁路等项目，正在进行前期工程。	50.00	9.08	天麓一区已竣工验收完成，天麓二区目前处于在售，工程于 2012 年 12 月竣工验收完成；群樱荟已于 2013 年 12 月竣工验收完成。		
天津华侨城	160.11	204.60	天津市东丽区东丽湖	已于 2013 年 7 月 27 日正式营业	134.93	15.86	高层三期 A：1、分户验收完成、2、节能验收完成 3、档案验收完成 4、人防竣工验收完成。高层三期 B：外檐装修完成；结算备案完成；防雷验收完成；消防检测完成；竣工初验完成。A3 地块别墅：1~11 号楼三层砼全部浇筑完成；12~26 号全部达到正负零。小学：室外景观收尾完成；消防验收完成		
欢乐海岸	42.87	56.00		现已全部正式对外营业				5.91	100.00
上海华侨城	33.99	65.50	松江区佘山镇国家旅游度假区	2009 年 9 月 12 日正式营业	无	-	-	0.79	94.30
深圳欢乐谷	12.83	35.00	深圳华侨城西街	1998 年 10 月对外开放		-	-	1.206	96.83
北京欢乐谷	58.00	76.29	北京朝阳区小武基	于 2006 年 7 月 9 日正式营业	71.70	99.00	已全部竣工	4.5	98

			北路						
武汉华侨城	165.97	211.81	东湖风景区北岸中北路延长线与二环线交会处	于 2012 年 4 月 29 日正式营业	139.31	51.92	二期低密（A7 地块一标段）2015 年 9 月 24 日竣工验收。二期低密（A7 地块二标段）2015 年 8 月 25 日完成竣工备案、9 月 28 日~30 日入伙交付。二期高层 T31、T34 物业接管验收及移交；2015 年 5 月 7 日竣工验收、8 月 25 日完成竣工备案。二期高层 T32~T33 物业接管验收及移交；2015 年 5 月 28 日竣工验收、8 月 25 日完成竣工备案。二期高层 T26~T28，2015 年 5 月 7 日竣工验收；6 月 19 日竣工备案；9 月 28~30 日入伙交付。二期高层 T29~T30 物业接管验收及移交；2015 年 5 月 28 日竣工验收、8 月 25 日完成竣工备案。地产三期 2015 年 8 月 28 日监理招标开标；9 月 15 日总包招标完成发出中标通知；9 月 25 日施工许可办理完成、桩基进场施工。欢乐谷二期 1.完成施工图图审和消防图审。2.公开招投标完成开标准备工作 3.地下二层结构全部完成，地下室顶板完成 50%。	4.64	80.04
重庆华侨城	200.00	161.00	重庆市北部新区	预计于 2017 年 6 月正式营业	170.00	0.00	售楼处于 2015 年 7 月开工，2015 年 10 月封顶。主体未开工。		
成都华侨城	139.00	171.84	交大立交外华侨城项目 C 地块内	已于 2009 年 1 月 18 日正式营业	130.29	88.92	1、五期高层 120-123#：主楼及地下室进行收尾阶段，内外装施工完成 100%；软景完成 50%，雨污管网完成约 95%，硬质景观完成约 70%。12 月通过单位工程竣工验收，总坪规划验收具备实体条件，进行收尾清理整改工作。2、六期高层：降水井降水，护壁修复完善，锚杆施工完成，目前正在进行报建资料准备，基坑观测，基坑降水。等待施工设计图纸。3、A4 地块写字楼：外墙灯光、室外绿化景观、外幕墙的整改工作已完成 100%，并已完成竣工验收交付使用。	7.77	95.70

资料来源：公司提供

非主题公园板块

公司华侨城系列的旅游综合开发项目还有部分的旅游地产和商用物业。其中，旅游地产板块以销售为主，除去云南华侨城和泰州华侨城外，其余项目地产销售比率尚可且处于滚动开发的状态；商用物业板块以出租为主，深圳欢乐谷、泰州华侨城、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拥有商用物业板块，除泰州华侨城由于开业时间较短尚未成熟外，其余项目出租比率基本能够达到 90%以上。

单体主题公园

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、武汉和天津开业运营六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。

深圳欢乐谷位于深圳市南山区，于 1998 年建成开放，占地面积 35 万平方米，园区共分为九

大主题区，含 100 多个游乐项目。自开业来，深圳欢乐谷共接待海内外游客超过 4,645 万人次。

武汉欢乐谷位于武汉东湖风景区，于 2012 年建成开放，占地面积 35 万平方米，园区共分为 8 大主题区，含 100 多个游乐项目。自开业来，武汉欢乐谷共接待海内外游客超过 899 万人次。

天津欢乐谷位于天津东丽湖畔，于 2013 年建成开放，占地面积 35 万平方米，园区共分为 6 大主题区，含 60 多个游乐项目。自开业来，天津欢乐谷共接待海内外游客超过 361 万人次。

北京欢乐谷位于朝阳区东四环四方桥东南，于 2006 年建成开放，占地面积 56 万平方米，园区共分为 7 大主题区，含 100 多个游乐项目。自开业来，北京欢乐谷共接待海内外游客超过 2,600 万人次。

成都欢乐谷位于交大立交外华侨城项目 C 地块，于 2009 年建成开放，占地面积 51 万平方米，园区共分为八大主题区，含 100 多个游乐项目。自开业来，成都欢乐谷共接待海内外游客超过 1,637 万人次。

上海欢乐谷位于上海佘山国家旅游度假区，于 2009 年建成开放，占地面积 65 万平方米，园区共分为七大主题区，含 100 多个游乐项目。自开业来，上海欢乐谷共接待海内外游客超过 1,565 万人次。

锦绣中华位于深圳市南山区，于 1989 年建成开放，占地面积四百五十亩，园区共 82 个经典。自开业来，锦绣中华共接待海内外游客超过 5,863 万人次。

深圳世界之窗位于深圳市南山区，于 1994 年建成开放，占地面积 48 万平方米，园区共分为八大主题区，含 130 个景点。自开业来，世界之窗共接待海内外游客超过 5,859 万人次。

长沙世界之窗位于长沙市浏阳河大桥东金鹰影视文化城，于 1997 年建成开放，占地面积 40 万平方米，含 100 多个景点。自开业来，长沙世界之窗共接待海内外游客超过 1,623 万人次。

从接待游客数来看，六家欢乐谷近三年接待游客次数呈现持续上升的趋势，经营状况良好；世界之窗及锦绣中华作为传统的主题公园，呈现略有下降的趋势，主要系开园时间较早，已进入平稳放缓发展阶段所致。

从人均票价来看，公司各主题公园人均票价基本上呈现上升的趋势，但天津欢乐谷人均票价持续下降、上海欢乐谷及武汉欢乐谷人均票价 2013 年出现低谷。具体来看，天津欢乐谷 2013 年由于开业效应存在，全价票入园占比较高且开业首年售卖年卡较多，因此人均票价较高；上海欢乐谷 2013 年推出了“50 岁以上免费入园”政策并且 2013 年水公园开业，共同拉低了平均票价；武汉欢乐谷 2013 年夜场开放时间较长且电商促销力度较大并且 2013 年水公园夜场票收入占比较大共同拉低平均票价。2015 年 1~9 月，天津欢乐谷同程网特约权门票付款 500 万元和约 30 万元场租费用在报表中计入其他营业收入；截至 2015 年 8 月底朗钜温泉谷入园约 2.4 万人次，政府按全价票补贴，收入 432 万元。若将上述两部分收入加回，实际门票收入 8,462 万元，实际人均票价同去年相比基本持平略有增长。具体情况如下表所示。

表 8 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）

序号	景区名称	2012 年		2013 年		2014 年		2015 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
1	深圳欢乐谷	321.21	3.41	328.48	3.35	329.77	3.43	214.75	2.89
2	天津欢乐谷	--	--	94.39	0.78	154.15	1.13	112.32	0.75
3	成都欢乐谷	244.47	1.96	255.55	2.28	257.51	2.51	182.80	1.87
4	北京欢乐谷	305.50	3.08	310.43	3.20	334.43	3.48	304.69	3.10
5	上海欢乐谷	195.99	2.78	284.56	3.22	288.80	3.53	220.01	3.01
6	武汉欢乐谷	197.36	2.12	267.08	2.40	268.51	2.76	213.23	2.18
7	深圳世界之窗	359.85	3.29	325.11	3.46	316.97	3.95	251.78	3.09

8	锦绣中华	157.77	1.10	145.08	1.21	147.65	1.34	120.71	1.09
9	长沙世界之窗	111.74	0.99	105.10	1.16	101.47	1.24	81.65	1.07
	合计	1,893.89	18.73	2,115.78	21.06	2,199.26	23.37	1,701.94	19.05

资料来源：公司提供

综合旅游项目

公司的东部华侨城、泰州华侨城、云南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。宁波华侨城包括欢乐海岸和桃源湾两个项目，目前正在建设过程中。其中，生态旅游主题公园的主要客户群体为以家庭为单位的休闲度假型客户；都市休闲综合体的主要客户群体为以日常休闲为目的城市居民。

东部华侨城，坐落于中国广东省深圳市大梅沙，占地近 9 平方公里，是国内首个集休闲度假、观光旅游、户外运动、科普教育、生态探险等主题于一体的大型综合性国家生态旅游示范区，主要包括大侠谷生态公园、茶溪谷休闲公园、云海谷体育公园、大华兴寺、主题酒店群落、天麓大宅等六大板块。以“让都市人回归自然”为宗旨，定位于建设成为集生态旅游、娱乐休闲、郊野度假、户外运动等多个主题于一体的综合性都市型山地主题休闲度假区。

云南华侨城于 2013 年开业，旅游项目主要包括滇越铁路主题旅游、生态旅游小镇、体育公园、国际会议中心、顶级温泉 SPA、温泉水公园、生态湿地及森林休闲公园等，致力于将该项目建设成一个融旅游、观光、娱乐、度假为一体的高标准的国际化旅游度假胜地。云南华侨城将立足昆明，服务云南，辐射东南亚，力争成为云南旅游二次创业的代表之作，引领昆明乃至云南旅游产业从观光旅游型向休闲度假型转变。

泰州华侨城，坐落于国家 5A 级风景区—江苏省泰州市溱湖湿地公园西侧，总投资 25 亿元，占地 3,000 多亩。该项目是公司进行第二轮全国布局的重点项目，依托优美的湿地景观与珍稀的温泉资源，整体规划以水为灵魂，重构了原始的湿地生态肌理和水系脉状分布，形成了“蓝脉绿网、水城小镇”的特色风景。

从门票收入来看，云南华侨城和深圳东部华侨城门票收入基本保持稳中有升的态势，经营状况良好；从人均票价来看，泰州华侨城目前经营状况一般，收入较低，但近三年呈现持续上升的趋势。公司为了开拓泰州华侨城的业务，也出台了一系列措施，调整产品线，三年内做到减亏²50%以上，具体情况如下表所示。

表 9 近三年一期各综合旅游项目接待游客人数及收入情况（单位：万元、万人次）

序号	景区名称	2012 年		2013 年		2014 年		2015 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
1	云南华侨城	--	--	1.77	132.27	19.35	2,306.70	15.00	2,273.22
2	深圳东部华侨城	419.58	33,530.93	394.48	29,077.66	378.15	31,879.14	279.44	24,964.81
3	泰州华侨城	71.61	75.12	72.16	91.35	72.20	112.77	46.68	77.29
	合计	491.19	33,606.05	468.41	29,301.28	469.7	34,298.61	341.12	27,315.32

资料来源：公司提供

总体看，公司主题公园类别的旅游项目经营较好，门票收入总体呈现持续上升的趋势，接待游客人次不断上涨。同时，联合评级注意到旅游业务对于项目的选址要求较高，具有一定的难度。

（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

² 泰州华侨城近三年亏损金额分别为 1.38 亿元、1.71 亿元和 1.79 亿元。

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。酒店物业事业部负责公司旗下主题酒店的管理运营。

从酒店定位来看，公司注重引入主题文化元素，包括以西班牙文化为主题的华侨城洲际大酒店、以意大利文化为主题的威尼斯酒店、以瑞士文化为主题的东部华侨城茵特拉根酒店、以东南亚文化为主题的海景奥思廷酒店、都市经济型城市客栈连锁酒店等，目前已建成运营超过 20 家主题酒店，各酒店主题鲜明，差异化竞争优势明显。

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³；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。

从酒店品牌宣传和销售来看，公司主要通过整体推广和造节等方式。主要包括：万圣节等节日配合旅游做活动；整合酒店和景区联合；整合酒店和周边商家，形成客源互换；忠诚客户奖励计划等。

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，各酒店平均房价下降主要体现在平日下降来提高入住率并且“八项规定”的政策对部分高端酒店入住率造成影响；从酒店入住率来看，存在一定的季节性和波动性，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。但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 10 近三年主要酒店经营状况（单位：间、万人次、%、元）

	2012 年					2013 年					2014 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	星级	客房数	游客人数	入住率	平均房价
茵特拉根酒店	五星	288	17.85	41.49	1,431.25	五星	288	18.28	40.13	1,414.36	五星	288	19.64	44.65	1,144.65
瀑布酒店	五星	331	7.88	33.46	550.26	五星	331	9.01	38.50	518.02	五星	331	10.21	42.46	456.59
房车酒店	四星	180	5.21	41.12	397.12	四星	180	5.76	45.72	398.50	四星	180	5.70	43.84	391.52
菩提宾舍酒店	五星	21	0.30	22.16	1,104.02	五星	21	0.55	37.82	933.64	五星	21	0.35	38.72	886.03
黑森林酒店	四星	312	10.15	45.98	559.16	四星	312	9.90	44.40	605.98	四星	312	8.94	40.61	581.59
咖酷旅馆		180	8.73	34.60	360.11		180	8.35	33.57	396.54		180	7.81	30.23	399.34
泰州华侨城有限公司温泉酒店分公司		255	7.16	43.56	423.94		253	6.58	37.26	414.34		252	6.24	35.85	460.39
云南华侨城群樱荟酒店							40	0.03	19.79	451.09		134	1.23	33.48	354.30
深圳华侨城大酒店有限公司	五星	540	60.17	69.47	1,143.92	五星	540	68.44	72.47	1,104.75	五星	540	72.95	75.32	1,057.74
深圳威尼斯酒店	五星	376	43.00	66.29	840.69	五星	376	43.17	71.31	805.90	五星	376	43.88	74.54	782.00
深圳海景奥思廷酒店	四星	435	44.27	76.39	488.28	四星	435	46.09	81.70	493.05	四星	435	47.19	85.00	495.66

³ GOP 是“Gross Operating Profit”的简称，常用来衡量酒店运营情况。

深圳华侨城酒店置业有限公司万豪酒店	五星					五星					五星				
武汉华侨城实业发展有限公司玛雅海滩酒店分公司		215	1.27	11.60	387.93		215	15.68	38.55	371.21		215	16.67	49.39	388.91

资料来源：公司提供

公司酒店业务存在以下发展优势，首先，酒店地理位置良好；其次，主题类酒店的概念比较先行；最后，配套资源优势明显，依托旅游景区或者其他综合配套设施。

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、文化概念以及相关旅游配套的优势比较明显，但同时酒店业务也会有一定的季节性波动、商业活动（会展等）不确定性和国家政策变动等不利因素。

（3）旅游业务创新

公司旅游业务的创新拓展主要包括旅游科技产品、儿童体验、文化演艺等在内的多种业务形态，为各景区提供增值服务。其中，华侨城文化旅游科技有限公司（以下简称“文旅科”）开发的影视动画、网络游戏、娱乐终端等数字文化衍生产品已经在相关领域处于领先地位，为欢乐谷等华侨城主题公园、度假区产品创新提供了内容原创及设备制造支持；传媒演艺、歌舞团演艺公司负责大型文化演艺节目，旅游演艺的整体规模位居全国前列；哈克文化打造的麦鲁小城是新型儿童职业体验乐园，小朋友可以体验不同的角色扮演。麦鲁小城作为创新的儿童职业体验乐园项目，目前已经布局深圳、成都、武汉三地。2014年，公司旅游创新业务实现营业收入3.34亿元，实现净利润0.70亿元。

文旅科拥有七十余项专利、软件著作权及影视作品著作权等自主知识产权，是国家高新技术企业、深圳市重点软件企业、深圳市文化创意百强企业、深圳市文化旅游优秀新兴业态企业。

公司重视文化与旅游的融合及协同，积极推进文化演艺业务，以增加各旅游景区的文化内涵。公司1991年成功推出第一台大型旅游文化晚会《艺术大游行》，目前旅游演艺的整体规模位居全国前列。

麦鲁小城是公司旗下的新型儿童职业体验乐园，由深圳华侨城哈克文化有限公司进行开发，目前已经布局深圳、成都、武汉、东莞、天津、淄博、赣州等城市。

总体看，公司旅游业务的创新拓展正在不断进行中，取得了一定的成绩和品牌效果，对于继续带动公司旅游产业的发展具有一定的积极意义。

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。公司秉承“优质生活的创想家”的品牌理念，把“创想文化”和“优质生活”作为核心战略。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。

公司房地产开发过程的主要阶段包括选址、收购土地、融资、项目设计、采购及建设、质量控制、销售及营销和交付及售后客户服务等，其中土地收购、建设施工和房产销售是影响收入和利润规模最为重要的环节。

公司房地产开发成本主要包括土地成本、前期费用（包括前期设计费、报批报建费用等）、建安成本（建筑成本费）、相关配套设施成本（景观绿化）、开发解决成本（含税费、利息费用等财务成本）和基建费（含管理费用、销售费用）。

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。公司非传统的纯地产企业，整个过程就是配套开发的过程。具体来讲，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。

从土地出让金的支付来看，一般为中标签订合同缴纳 50%，完成交付土地时支付 50%。

从 2015 年 9 月底公司土地储备的结构上看，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；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；从储备面积来看，公司土地储备的建筑面积仍有 133.76 万平方米，有较好的土地储备保障。

表 11 截至 2015 年 9 月底公司土地储备情况（单位：万平方米、元/m²）

序号	项目名称	物业类型 (住宅/商业/酒店/ 写字楼)	土地面积	土地取得时间	楼面地价	储备面积
1	上海天祥华侨城投资发展有限公司 122-5 项目	商务、办公、商业金融 用地	3.28	2010 年	3,515.38	8.27
2	上海天祥华侨城投资发展有限公司 122-15 项目	商务、办公、商业金融 用地	4.85	2010 年	4,451.26	9.70
3	上海天祥华侨城投资发展有限公司 122-3 项目	商住办公用地	4.92	2010 年	3,868.12	7.30
4	广东顺德华侨城实业发展有限公司 天鹅湖一期项目	城镇住宅用地，批发零 售用地，住宿餐饮用地	9.63	2014 年	3,671.00	11.56
5	广东顺德华侨城实业发展有限公司 天鹅湖二期、三期项目	城镇住宅用地，批发零 售用地，住宿餐饮用地	9.72	2014 年	3,671.00	11.67
6	广东顺德华侨城实业发展有限公司 天鹅湖三期、四期项目	城镇住宅用地，批发零 售用地，住宿餐饮用地	9.53	2014 年	3,671.00	11.43
7	西安曲江华侨城投资发展有限公司 天鹅堡五期项目	住宅	0.64	2013 年	3,300.00	4.69
8	深圳华侨城房地产有限公司 燕晗山苑三期项目	二类居住用地	4.02	2013 年	3,250.00	16.79
9	深圳华侨城房地产有限公司 中心花园（西）项目	商品配套	0.50	2013 年	11,303.00	0.50
10	深圳华侨城房地产有限公司 西北片区项目	二类居住用地	6.28	2013 年	4,948.04	43.06
11	深圳招商华侨城投资有限公司 龙华项目	商业用地	5.49	2014 年	17,294.35	8.79
合计			58.88	--	--	133.76

注：1、合营项目按权益占比计算。

2、土地储备面积=总建筑面积-已预售的面积。

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、西安和广东顺德，虽然一线城市的土地储备对未来盈利有一定的保障，但仍有一定的集中度风险。

（2）土建招标和采购

土建招标

土建招标由于该等供应商主要提供建造服务，公司并不直接管理供应商的内部流程，因此公司主要通过管理供应商等方式控制施工质量。

从建筑承包商的选择方式来看，公司严格按照规定在各地区招标中心完成公开招标。对于有过合作且质量较好的建筑承包商，公司一般会建议该类建筑承包商参与竞标，但是整个招标流程完全交由招标中心负责。

从工程造价管理来看，公司依据各地区历史项目数据，并参考周边地区相应的施工造价情况，能够较为准确的确定公司的合理造价范围。公司依据该造价范围与建设方沟通，确定最终工程价格，并签订包干协议。建设方依据工程造价控制自身成本，一般情况下不会出现因建设方原因的成本上调。

经过多年经营，公司积累了较多的土建承包商的资源，目前公司与全国多家建筑企业合作。工程结算方面，公司与施工承包商采用按照合同协议进行结算。截至 2014 年底，公司前五名建筑承包商占建筑发包量的 62.86%，集中度较高，具体情况如下表所示。

表 12 2014 年度公司建筑承包商集中度情况（单位：万元、%）

年份	建筑承包商名称	发包金额	占当期同类发包量比重
2014 年	1.中兴建设有限公司	62,149.66	3.52
	2.上海西部企业（集团）动拆迁置业有限公司	29,850.46	1.69
	3.泰兴市第一建筑安装工程有限公司	24,918.22	1.41
	4.中建三局建设工程股份有限公司	22,709.13	1.29
	5.江苏省华建建设股份有限公司深圳分公司	18,668.71	1.06
合计		158,296.18	8.97

资料来源：公司提供

注：此处统计范围为总包，发包金额是指当年实际支出。

采购

公司房地产业务的采购主要包括公开招标、内部招标、直接采购和战略合作四种模式。其中，公开招标是指政府规定的必须公开招标的工程材料采购，按照政府相关规定进行公开招标；内部招标是指合同金额在 10 万元以上的材料采购；直接采购主要针对五种情况：①因不可预见的工程急需的材料或设备。②合同金额在 10 万元以下的材料采购。③专业性强、复杂程度高、供应范围有限，甚至只有一家合格供应商或需专门订做的特殊材料或设备。④同一项目后续的材料或设备，及其配套或改型产品、维修的零部件。⑤为了保证独特的效果和风格，不具备招标采购条件的装饰工程材料、家具及摆设品等；战略合作模式是指对工程项目经常使用的通用材料或设备（如：电梯）与供应商建立长期的集团采购关系⁴，以保证产品和服务质量，保证供货价格最优惠。

公司房地产业务板块主要有深圳市通力楼宇升降设备有限公司、深圳市艾力威尔新材料技术有限公司和上海皇冠电力工程有限公司等设备材料采购商，由于一般实行建筑施工商总包制度，公司设备材料采购金额远远低于建筑承包商发包金额且比较分散，故本报告不再具体列示。

总体看，公司房地产业务采购金额远远低于建筑承包商发包金额，较为分散，对公司的经营影响不大。

⁴ 连续三年为公司项目供货，且产品和服务质量能够满足公司要求的，可与供应商建立战略合作。

（3）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。

从工程质量控制来看，在项目立项及设计阶段，工程经理根据项目经理指示组织各专业工程师编制工程进度计划以配合项目进度计划的编制；在工程招投标阶段，工程经理组织专业工程师对招标文件及合同做出评审；在工程施工阶段，工程经理安排施工单位编制详细施工进度计划，每月对比实际进度和计划进度。工程经理组织专业工程师督促和检查监理单位的工作，确保工程质量满足设计要求。

从安全生产来看，采取“安全检查和隐患整治相结合”的安全治理模式，建立了常态化的安全检查长效管理机制；采取多样化的安全检查形式，坚持以各部门和单位自查为主，自查与上级督查相结合的方式，主要形式有：日常检查、定期督查、不定期督查、专业性检查、综合大检查、节日前检查、季节性检查、重大活动检查等。针对重大安全隐患项目，公司安委会组织相关部门和单位研究整改方案，进行四定（定责任部门或单位、定整改责任人、定整改方案和费用、定完成时间），立即立项整改。

从环保节能来看，公司在房地产项目建设过程中，按照国家绿色建筑标准进行设计、施工和运营，通过科学的整体设计，集成绿化配置、自然通风、自然采光、低能耗围护结构、太阳能利用、雨水利用、智能化控制管理、建筑材料节约与优化利用等技术，实现节地、节能、节材、节水和环境保护的绿色建筑目标。

从公司房地产开发建设情况来看，公司近三年新开工项目数分别为 9 个、10 个和 9 个，基本保持稳定；公司近三年竣工面积分别为 54.52 万平方米、68.89 万平方米和 83.56 万平方米，呈现持续上升的趋势；公司近三年在建面积分别为 157.07 万平方米、124.08 万平方米和 110.28 万平方米，呈现持续下降的趋势。具体情况如下表所示。

表 13 近三年一期公司项目开发情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
新开工项目数（个）	9	10	9	1
新开工面积（万平方米）	55.96	35.90	69.76	14.93
竣工项目数（个）	8	9	7	1
竣工面积（万平方米）	54.52	68.89	83.56	7.39
在建项目数（个）	9	10	12	12
在建面积（万平方米）	157.07	124.08	110.28	117.82

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，合营、联营项目按权益占比计算。

从公司房地产在建项目情况来看，公司截至 2015 年 9 月底共计 12 个在建地产项目，已售面积 29.84 万平方米，待售面积达 120.04 万平方米，具体情况见下表。

表 14 截至 2015 年 9 月底公司在建地产项目基本情况 (单位: 万平方米、%)

序号	项目名称	开工时间	开发进度	总建筑面积	总可售面积	已完工面积	已销售面积	待售面积
1	华房燕晗山苑	2012/12/26	90%	4.77	3.34	4.77	2.44	0.90
2	华房天鹅湖花园一期	2014/5/14	60%	15.93	11.61			11.61
3	华侨城大厦	2014/3/15	10%	20.30	15.08			15.08
4	华房天鹅湖花园二期	2014/8/30	10%	15.46	11.12			11.12
5	华房香山美墅花园三区	2014/3/10	80%	6.54	4.92			4.92
6	华房香山里花园三期	2014/7/1	60%	12.39	7.57			7.57
7	上海万锦合利坊 3#楼	2014/10/22	结构封顶, 内外粉完成 90%	0.96	0.74			0.74
8	上海天祥 123-4#8000 方	2013/5/3	完成总工程的 90%, 目前在安排验收工作	0.82	0.74			0.74
9	顺德天鹅湖花园一期	2014-04	约 9 成完成主体及外墙装修, 剩余部分接近主体封顶	14.24	8.54		4.83	3.71
10	顺德天鹅湖花园二期	2015-04	基础施工	19.39	13.55			13.55
11	西安曲江华侨城天鹅堡项目	2011 年	50%	63.00	45.68	24.31	15.57	30.11
12	上海置地华侨城苏河湾	2010 年	85%	27.00	27.00	14.00	7.00	20.00
合计				200.80	149.88	43.08	29.84	120.04

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。

总体看, 公司加快项目开发节奏和周转速度, “短平快”已经成为公司房地产主要的开发原则。

(4) 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 (单位: 万元、元/m²)

项目	住宅	其他 (商铺、写字楼等)	合计
2012 年			
收入 (万元)	1,118,741.77	6,882.58	1,125,624.35
均价 (元/m ²)	30,179.92	53,432.56	30,192.45
2013 年			
收入 (万元)	1,396,756.25	54,257.64	1,429,490.55
均价 (元/m ²)	37,350.28	28,590.69	35,370.02
2014 年			
收入 (万元)	1,436,044.48	88,424.13	1,490,993.93
均价 (元/m ²)	45,589.97	61,144.37	43,155.75
2015 年 1~9 月			
收入 (万元)	842,221.52	33,398.89	875,620.41
均价 (元/m ²)	60,363.51	34,572.92	58,693.45

资料来源: 公司提供

从公司销售情况看, 公司达到预售的项目呈现波动式变化, 主要系开发周期节点变动所致; 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 3 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; 从结转收入情况来看, 公司的结转收入持续上升, 主要系销售均价不断上涨且 2014 年公司深圳华侨城片区的房地产项目占结转收入比重较大所致。具体情况如下表所示。

表 16 公司近三年一期销售概况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
达预售项目（个）	13	8	10	4
协议销售面积（万平方米）	39.53	35.74	26.18	33.48
协议销售金额（亿元）	144.68	146.30	122.05	149.66
协议销售均价（元/平方米）	36,603.50	40,939.27	46,617.58	44,703.51
结转收入面积（万平方米）	30.04	38.03	25.82	14.92
结转收入（亿元）	112.56	142.95	149.10	87.56

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。

（5）持有物业

从公司的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，发展的较为成熟；从租金收入来看，近三年公司持有物业租金收入波动上涨；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的地段均位于深圳，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，公司持有性物业与公司房地产业务及旅游景区紧密相关，具有较好的产业联动性。

表 17 截至 2014 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	2012 年租金收入	2013 年租金收入	2014 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	295.35	542.19	569.04
深圳华侨城房地产有限公司 厂房	深圳	22.96	厂房 ⁵	33,094.68	7,159.68	7,929.76	9,869.82
深圳华侨城房地产有限公司 住宅	深圳	9.18	住宅	23,004.37	1,615.04	1,596.41	1,547.03
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	1,014.02	732.16	864.99
深圳华侨城房地产有限公司 配套	深圳	5.50	配套	2,315.84	466.91	390.00	600.00
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	-	53.16	40.75
都市娱乐曲水湾	欢乐海岸	4.59	餐饮	27,795.03	5,732.10	8,375.34	8,602.48
都市娱乐蓝楹国际商务中心	欢乐海岸	1.13	写字楼	7,085.76		1,506.98	2,326.98
都市娱乐地景商业	欢乐海岸	0.19	商场	886.46			
都市娱乐购物中心	欢乐海岸	6.85	商场	31,625.26		0.60	2,085.92
都市娱乐西区度假公寓	欢乐海岸	5.98	度假公寓	57,456.13	50,600.00	53,700.00	43,579.47
合计		109.66		212,165.83	66,883.1	74,826.60	70,086.48

资料来源：公司提供

注：投资性房地产公允价值按照成本法统计。

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

⁵ 公司在建设华侨城创意园时，建设了相应的厂房，后将其出租。

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。近三年，公司纸包装业务的营业收入分别为 8.31 亿元、7.60 亿元和 8.32 亿元；净利润分别为 7.17 亿元、6.89 亿元和 7.34 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。

从生产设备来看，公司目前拥有配套齐全的世界一流的包装、印刷设备以及先进的印前设备和产品开发质量检验设备。

从采购模式来看，公司纸包装业务采购包括统一招标采购和分散采购。对于金额在 100 万元以上的新建、扩建、改建、装修工程的设计、施工、监理、金额在 100 万元以上的单台或成套生产设备的采购和原纸（纸箱和彩印用纸）及淀粉的采购，公司采用统一招标采购模式，由华侨城亚洲或统一采购部按照“货比三家”的竞价原则确认供应商；除符合统一采购标准的物资外，其他物资采用分散采购模式，通过招标或议价程序，进行物资采购。

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. 重大事项

近三年，公司通过收购等方式积极拓展了业务经营实力，并且完成了非公开定向增发股票，主要情况如下：

重要收购

2015 年 6 月，公司实施完成了深圳市恒祥基房地产开发有限公司（以下简称“恒祥基”）的 51% 股权收购，公司房地产业务拓宽了获取土地资源的新模式。

恒祥基是一家民营企业，主要业务集中在深圳的旧村、旧城改造，多年来积累了丰富的城市更新及旧改经验，土地资源丰富。通过此次收购，公司参与了城市更新业务，开拓了华侨城在深圳获取优质土地资源的一种新模式，是公司业务拓展的新尝试；公司此次与民营企业的合作，也是探索混合经济的有益尝试，实现了优势互补，为公司长远发展提供了新的机会。

总体看，公司收购恒祥基 51% 的股权有利于公司获取优质的土地资源，发展房地产业务。

股权激励计划

公司的限制性股票激励计划于 2015 年 9 月 24 日经国务院国资委批准、于 2015 年 9 月 28 日经深交所备案无异议后，于 2015 年 9 月 28 日经公司 2015 年第三次临时股东大会审议通过。根据《深圳华侨城股份有限公司限制性股票激励计划（草案）》（2015 年 9 月修订），待股东大会审议通过后，公司将向激励对象定向发行 9,100 万股 A 股普通股，该等限制性股票授予后的锁定期为 24 个月，锁定期满后将在 36 个月内解锁。2015 年 10 月 15 日，公司第六届董事会第十七次会议审议通过了《关于调整公司股权激励计划授予对象、授予数量及授予价格的决议》和《关于向

激励对象授予限制性股票的决议》，公司以 2015 年 10 月 19 日为授予日向 271 名激励对象（包括任职的高级管理人员、中层管理干部及核心管理和技术骨干）授予 8,265 万股限制性股票。

总体看，本期增发限制性股票所筹集资金将全部用于补充公司流动资金，且激励计划有利于刺激公司的经营团队，有利于长远发展。

非公开发行 A 股

公司非公开发行 A 股股票申请于 2015 年 11 月 6 日经中国证券监督管理委员会发行审核委员会审核并获得无条件通过。公司本期非公开发行股票拟募集资金总额为人民币 58 亿元，扣除相关发行费用后的净额将用于收购由公司控股股东华侨城集团持有的武汉华侨城 15.15%股权、上海华侨城 9.87%股权、酒店管理公司 38.78%股权，投资于西北片区 2 号地项目、西北片区 3 号地项目、重庆华侨城一号地块项目以及偿还借款。

表 18 募集资金使用计划情况（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金
1	收购武汉华侨城 15.15%股权 ⁶	59,678.76	59,678.76
2	收购上海华侨城 9.87%股权 ⁷	9,929.76	9,929.76
3	收购酒店管理公司 38.78%股权 ⁸	28,909.06	28,909.06
4	西北片区 2 号地项目	174,743.34	70,000.00
5	西北片区 3 号地项目	220,857.27	100,000.00
6	重庆华侨城一号地块项目	458,878.42	231,482.41
7	偿还借款	80,000.00	80,000.00
	合计	1,032,996.62	580,000.00

资料来源：公司提供

总体看，随着募投项目的合理实施，公司的业务收入和盈利能力将得以提升，从而改善公司的现金流状况。

6. 经营效率

2012~2014 年，公司应收账款周转次数持续上升，分别为 65.23 次、67.77 次和 61.39 次，保持在较高水平，公司对应收账款的回款管理较为有效；2012~2014 年，公司存货周转次数分别为 0.32 次、0.33 次和 0.29 次，基本保持稳定，主要系 2013 年公司加大房地产业务的拓展力度，在建项目投资规模及土地储备规模有较大提升所致；2012~2014 年，公司总资产周转次数分别为 0.33 次、0.35 次和 0.34 次，基本保持稳定。

从同行业上市公司的相关指标来看，由于公司部分业务为主题公园门票收入，不同于传统的房地产企业，因此公司的应收账款周转率明显高于一般房地产企业。存货周转率与总资产周转率基本与房地产行业水平持平，具体情况如下表所示。

表 19 2014 年部分房地产上市公司相关指标比较（单位：次）

证券代码	证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
000069.SZ	华侨城 A	0.29	67.32	0.34
000002.SZ	万科 A	0.32	58.87	0.30
600048.SH	保利地产	0.29	38.39	0.32
000024.SZ	招商地产	0.30	597.69	0.30
上述平均值		0.30	190.57	0.32

资料来源：wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

⁶ 华侨城集团已对武汉华侨城股东全部权益价值评估结果进行备案并出具了《国有资产评估项目备案表》（备案编号 253720150030491）

⁷ 华侨城集团已对上海华侨城股东全部权益价值评估结果进行备案并出具了《国有资产评估项目备案表》（备案编号 253720150020490）

⁸ 华侨城集团已对酒店管理公司股东全部权益价值评估结果进行备案并出具了《国有资产评估项目备案表》（备案编号 253720150010489）

总体看，公司经营规模持续扩张，营业收入不断增加；同时，公司对应收账款的回款管理较为有效，有明显的优势。

7. 在建项目

截至 2015 年 9 月底，公司主要在建项目共计 19 个，总投资合计 379.62 亿元，已完成投资 213.35 亿元，尚需投资 166.27 亿元。公司在建项目主要是重庆欢乐谷和房地产的建设等项目，公司在建工程资金缺口较大，公司面临一定的外部融资需求。

表 20 截至 2015 年 9 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

序号	项目命名名称	公司持股占比	预计项目总投资	截至 2015 年 9 月底 累计已投	仍需投资
1	华房燕晗山苑	100%	3.77	2.75	1.02
2	华房天鹅湖花园一期	100%	16.79	6.45	10.34
3	华侨城大厦	100%	44.38	18.14	26.25
4	华房天鹅湖花园二期	100%	22.83	11.52	11.31
5	华房香山美墅花园三区	100%	10.85	5.30	5.55
6	华房香山里花园三期	100%	17.21	8.19	9.02
7	上海万锦合利坊 3#楼	100%	3.62	2.42	1.20
8	上海天祥 123-4#8000 方	86%	1.03	0.90	0.12
9	顺德天鹅湖花园一期	70%	13.75	8.60	5.15
10	顺德天鹅湖花园二期	70%	15.23	4.76	10.47
11	曲江华侨城天鹅堡项目	60%	45.00	22.87	22.13
12	天津高层三期 A	100%	2.42	0.88	1.55
13	天津高层三期 B	100%	1.62	0.44	1.18
14	天津 A3 地块别墅	100%	1.06	0.03	1.03
15	上海置地华侨城苏河湾	100%	138.00	117.00	21.00
16	上海华侨城圣托里尼酒店	70%	5.60	2.28	3.33
17	武汉欢乐谷二期项目	100%	1.79	0.16	1.63
18	武汉纯水岸东湖地产三期	100%	12.65	0.51	12.14
19	重庆欢乐谷	100%	22.00	0.15	21.85
合计			379.62	213.35	166.27

资料来源：公司提供

注：按公司权益占比计算

总体看，公司在建项目能够积极拓展公司收入来源，如能顺利完工，房地产未来收入将有一定程度的保障。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。

8. 关联交易

公司关联交易的定价主要按照成本加合理利润定价和市场价格的原则，交易双方根据关联交易事项的具体情况确定定价方法及结算方式，并在具体的关联交易合同中予以明确。

2012~2014 年，公司向关联方采购商品、接受劳务的规模分别为 2,419.53 万元、3,704.24 万元和 3,260.37 万元，占营业成本的比例分别为 0.23%、0.28%和 0.25%，基本保持稳定。其中，公司与华侨城集团之间的关联交易采购主要是公司向华侨城集团租赁办公楼的支出；公司与康佳集团及其子公司和联营公司之间的关联交易采购主要是公司向其采购电子产品的支出。

2012~2014 年，公司向关联方销售商品、提供劳务的规模分别为 10,109.14 万元、9,944.60 万元和 10,266.87 万元，占营业收入的比例分别为 0.45%、0.35%和 0.33%，基本保持稳定。其中，

关联交易内容主要是子公司深圳华侨城水电有限公司向关联方销售的水电、公司向康佳集团及其子公司和联营公司销售的包装纸箱等。

表 21 近三年公司关联交易情况（单位：万元）

年份	向关联方采购商品、接受劳务		向关联方销售商品、提供劳务	
	金额	占营业成本的比例	金额	占营业收入的比例
2012 年	2,419.53	0.23%	10,119.63	0.45%
2013 年	3,704.25	0.28%	9,959.71	0.35%
2014 年	3,260.37	0.25%	10,266.88	0.33%

资料来源：公司提供。

总体看，公司的关联交易占比较小，主要为经营所需，且定价公允，公司的关联交易风险可控。

9. 经营关注

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，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，将对公司未来业绩增长造成不利影响。

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，而迪斯尼 2015 年进驻上海亦将对公司潜在游客产生分流。

房地产市场风险

近年来，受宏观经济下行、银行收紧房地产信贷额度影响，房地产行业景气程度下降，对公司经营造成了不利影响。未来房地产行业的发展仍存在不确定性。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。

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，2016 年~2017 年，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。

10. 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“文化产业+旅游产业+城镇化”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。

明确发展战略，积极参与新型城镇化建设

以“文化产业+旅游产业+城镇化”为发展战略，继续坚持“旅游+地产”的业务模式，积极参与中国新型城镇化建设。

加强专业能力，提升产出效率

对于旅游业务而言，公司重点提升四方面专业运作能力：一是提高软硬件品质、增强产品吸

引力；二是提高资源整合能力、强化整合营销；三是提高景区管理能力；四是提高市场经营能力。

对于房地产业务而言，公司重点提升三方面专业运作能力：一是加快周转速度；二是提高成本控制能力；三是提高多点运作能力，奠定经营布局扩张的基础。

扩张经营布局，储备优质资源

加快欢乐谷综合性项目布局，加快培育大型综合旅游度假区，加快文化旅游新业务布局；重视布局城市选择，加大“短平快”小型住宅项目拓展力度，优化项目储备结构，提高资金周转效率；以深圳、北京、上海为代表的一线城市，重点研究房地产市场相对成熟、投资风险相对较小的长三角、珠三角等区域中心城市，作为重点目标区域；尝试利用旧城改造、旧村改造等方式获取新的资源。

拓展多元渠道，突破融资瓶颈

公司探索多元化融资渠道，依托集团公司平台，充分利用银行间市场，发行中票、短券等债务融资工具，扩大直接融资规模；以多种方式推行股本融资，扩大净资产规模；以酒店、物业租赁、景区门票收入等基础较好、现金流稳定的资产为试点，推进资产证券化工作；尝试以合作开发、信托、私募基金等创新形式解决旅游、房地产项目中遇到的资金问题，减少对传统融资渠道的依赖。

加强统筹协调，增强协同效益

公建立统一采购平台，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，推广资金池管理；加强整合营销力度，整合公司各业务板块产品资源，进行整合营销规划。

总体看，公司致力于打造以文化为核心、旅游为主导，中国领先的现代服务业集聚型开发与运营商，并且在业务运营、融资渠道、协调统一、经营布局等方面明确了发展战略。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012 年年度财务报告经中瑞岳华会计师事务所(特殊普通合伙)审计，2013~2014 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 2015 年 1~9 月财务报告未经审计。公司遵循财政部发布的《企业会计准则—基本准则》(财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订)、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 41 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定(以下合称“企业会计准则”)。同时根据财政部 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。

随着经营规模的扩大，近三年公司合并报表范围有所变化，但主要是新设项目公司，对财务数据可比性影响不大。公司主要经营主体是合营和联营企业，上述企业的相关资产及收益主要以权益法核算反映在合并报表的长期股权投资、投资收益等项目。2012~2014 年，公司财务报表合并范围变化情况如下表所示。

表 22 2012~2014 年公司合并范围变化情况

序号	名称	变动时间	方向	变动原因
1	宁波华侨城	2013 年	增加	新设
2	顺德华侨城	2013 年	增加	新设
3	景区管理公司	2013 年	增加	新设
4	深圳华侨城国际旅行社湖北有限公司	2013 年	增加	新设

5	招商华侨城	2013 年	增加	非同一控制下企业合并
6	华港企业有限公司	2013 年	增加	新设
7	深圳特区华侨城培训中心	2013 年	减少	注销
8	深圳市华侨城人力资源服务有限公司	2013 年	减少	注销
9	创意文化酒店	2014 年	增加	新设
10	重庆华侨城置地有限公司	2014 年	增加	新设
11	重庆华侨城	2014 年	增加	新设
12	福州华侨城	2014 年	增加	新设
13	江苏华侨城控股有限公司	2014 年	增加	新设
14	豪力有限公司	2014 年	增加	新设
15	资汇控股有限公司	2014 年	增加	新设
16	苏州华力	2014 年	增加	新设
17	城市客栈	2014 年	减少	挂牌转让
18	天津天潇	2014 年	减少	仲裁处置

资料来源：公司年报

截至 2014 年底，公司合并资产总额 948.75 亿元，负债合计 626.28 亿元，所有者权益（含少数股东权益）322.48 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 281.19 亿元。2014 年公司实现营业收入 307.18 亿元，净利润（含少数股东损益）55.91 亿元，其中归属于母公司净利润 47.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额-25.88 亿元，现金及现金等价物净增加额 46.80 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额 1,031.45 亿元，负债合计 692.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益）338.95 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 299.79 亿元。2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 174.37 亿元，净利润（含少数股东损益）28.61 亿元，其中归属于母公司净利润 24.91 亿元；经营活动产生的现金流量净额 85.34 亿元，现金及现金等价物净增加额 34.63 亿元。

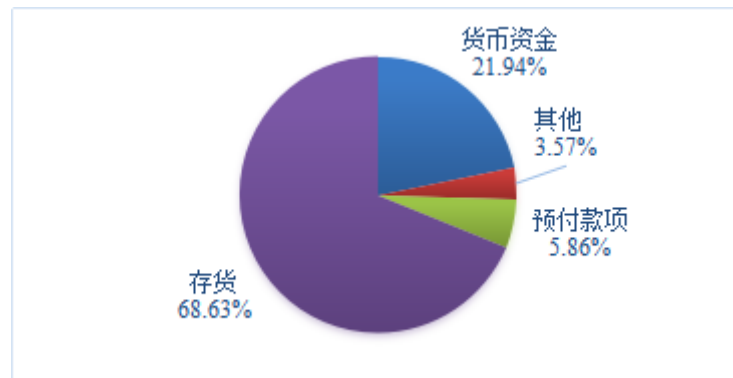
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模逐年增加，年均复合增长率为 14.00%，主要系存货和货币资金的增加所致。截至 2014 年底，公司资产总额 948.75 亿元，其中流动资产占比 68.75%，非流动资产占比 31.25%，公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产分别为 463.04 亿元、585.85 亿元和 652.29 亿元，年均复合增长率为 18.69%，主要系存货的增加所致。截至 2014 年底，公司流动资产为 652.29 亿元，较年初增长 11.34%，主要是货币资金和预付款项的增加所致。其中，公司流动资产以货币资金（占比 35.09%）、存货（占比 33.34%）、应收账款（占比 15.19%）和其他流动资产（占比 8.15%）为主，具体情况如下图所示。

图 10 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2012~2014 年，公司货币资金余额分别为 91.80 亿元、94.09 亿元和 143.14 亿元，年均复合增长率为 24.87%，呈现持续增长的趋势。截至 2014 年底，公司货币资金余额较年初增长 52.13%，主要系 2014 年公司规模扩大，销售回款增加和公司为快速把握市场机会增加土地储备预留资金所致。公司货币资金中受限资金占比为 2.06%，其中银行承兑汇票保证金 2.70 亿元，保函保证金 0.17 亿元，按揭保证金 0.08 亿元。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、卢布），但占比较低（占比 6.37%），其余为人民币。

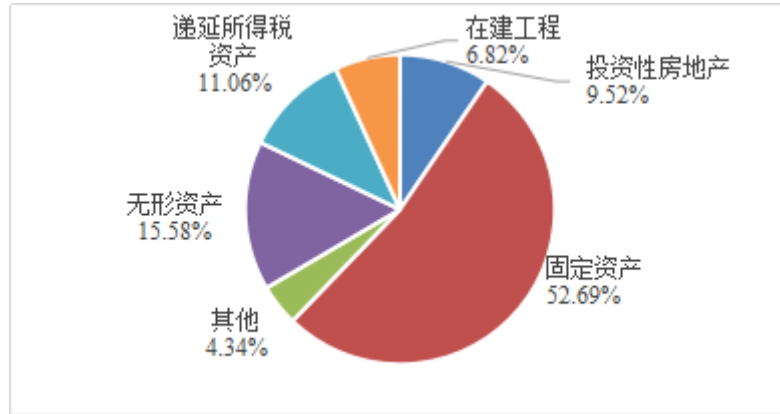
2012~2014 年，公司预付款项主要是预付购买土地诚意金和预付工程款等，预付款项余额分别为 11.87 亿元、5.47 亿元和 38.21 亿元，年均复合增长率为 79.44%，呈现波动式变化。其中，公司 2013 年末预付款项余额较年初降低 53.88%，主要系公司下属企业天津天潇投资发展有限公司 2012 年预付天津金建益利投资有限公司的 5.34 亿元土地整理费于当年结转为存货所致；2014 年末公司预付款项余额较年初增加 598.19%，主要系公司于重庆、深圳地区增加土地储备，预付的土地款增加所致。从账龄来看，截至 2014 年底，公司预付款项账龄一年以内的占比 96.55%，1~2 年的占比 0.46%，2~3 年的占比 0.14%，3 年以上的占比 2.85%，账龄较短。

2012~2014 年，公司存货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，存货余额分别为 351.36 亿元、460.93 亿元和 447.68 亿元，年均复合增长率为 12.88%，呈现波动式变化。2013 年末公司存货净额较 2012 年末增长 109.58 亿元，主要为公司子公司华侨城房地产以 66.26 亿元的交易对价受让华侨城集团土地使用权，武汉华侨城、西安华侨城房地产项目建设投入增加以及将深圳招商华侨城投资有限公司纳入合并范围所致；2014 年末公司存货净额较 2013 年末减少 13.26 亿元，主要系房地产销售相对较好所致。截至 2014 年底，公司存货余额为 447.68 亿元，较上年减少 2.88%，存货依然以房地产开发项目为主，占比为 99.44%。公司存货中用于担保的存货余额 54.24 亿元。公司按照成本与可变现净值孰低计提存货跌价准备，2014 年底已经计提跌价准备 0.26 亿元，来自于开发产品、原材料和库存商品跌价形成的减值，由于公司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。截至 2014 年底，用于债务担保的存货余额为 54.24 亿元。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产规模分别为 266.94 亿元、292.94 亿元和 296.46 亿元，年均复合增长率为 5.38%，主要系固定资产和递延所得税资产增加所致。截至 2014 年底，公司非流动资产主要以固定资产（占比 52.69%）、无形资产（占比 15.58%）、递延所得税资产（占比 11.06%）投资性房地产（占比 9.52%）和在建工程（占比 6.82%）为主，具体情况如下图所示。

图 11 截至 2014 年底公司非流动资产构成



数据来源：公司年报

2012~2014 年，公司投资性房地产分别为 20.03 亿元、23.35 亿元和 28.23 亿元，年均复合增长率为 18.72%，主要系存货、固定资产和在建工程转入所致。公司投资性房地产均采用成本计量模式，截至 2014 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 17.97 亿元。截至 2014 年底，公司无使用权受限的投资性房地产。

2012~2014 年，公司固定资产余额分别为 126.00 亿元、143.64 亿元和 156.20 亿元，年均复合增长率为 11.34%，呈现持续增长的趋势，主要系景区内部在建工程转入所致。截至 2014 年底，公司固定资产原值 234.19 亿元，主要由房屋及建筑物（占比 57.74%）、机器设备（占比 27.09%）、运输工具（占比 1.27%）、电子设备（占比 7.25%）构成。2014 年末，公司固定资产累计计提折旧 77.78 亿元，固定资产成新率 66.79%，成新率一般。

2012~2014 年，公司在建工程主要是公园景区、商业地产等项目，在建工程余额分别为 40.86 亿元、39.65 亿元和 20.21 亿元，年均复合减少 29.68%。截至 2014 年底，公司在建工程余额较上年同比减少 49.03%，主要系欢乐海岸项目、云南华侨城项目及酒店装修项目涉及的部分在建工程竣工转为固定资产所致。由于商业房地产开发项目保值增值的能力较强，且近几年商业房地产开发项目发生减值的风险较小，故公司未对在建工程计提跌价准备。

2012~2014 年，公司无形资产分别为 46.69 亿元、46.92 亿元和 46.19 亿元，年均复合减少 0.53%。截至 2014 年底，公司无形资产中土地使用权（旅游产品用地、商业用地、公司自用和工业用地）占比 99.57%，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。

2012~2014 年，公司递延所得税资产余额分别为 16.49 亿元、27.23 亿元和 32.79 亿元，年均复合增长 41.01%，主要系公司按照清算口径预提的土地增值税不断提升，但公司和税务局采取不同的确认方式导致可抵扣暂时性差异增加所致。

截至 2015 年 9 月底，公司资产总额为 1,031.45 亿元，较年初增长 8.72%，主要来自于流动资产的增长，系公司货币资金及存货等增加所致。其中，流动资产占比 70.82%，非流动资产占比 29.18%，公司资产仍以流动资产为主。

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；公司持有较大数额的货币资金；非流动资产以固定资产为主，固定资产成新率较高。公司资产价值减值风险较低，流动性较强，公司整体资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

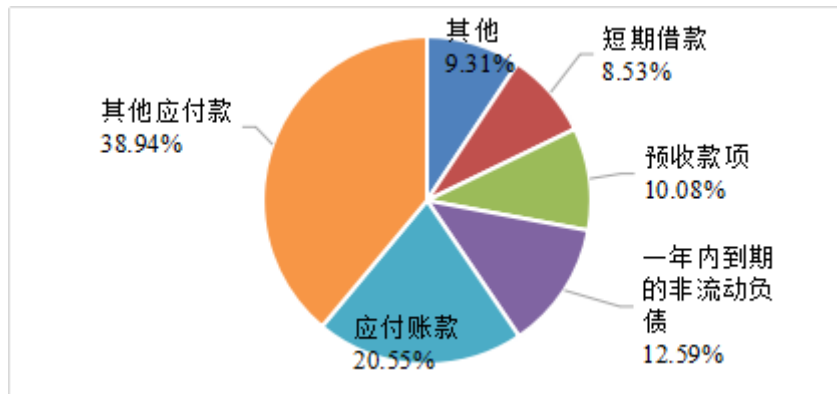
负债

2012~2014 年，公司负债总额分别为 510.64 亿元、602.23 亿元和 626.28 亿元，年均复合增长

10.75%，主要系其他应付款和长期借款的增加所致。截至 2014 年底，公司流动负债和非流动负债分别占比 65.43%和 34.57%，公司负债构成以流动负债为主。

2012~2014 年，公司流动负债分别为 321.56 亿元、438.28 亿元和 409.78 亿元，年均增长率为 12.89%。截至 2014 年底，公司流动负债以其他应付款（占比 38.94%）、应付账款（占比 20.55%）、一年内到期的非流动负债（占比 12.59%）、预收款项（占比 10.08%）和短期借款（占比 8.53%）为主，具体情况如下图所示。

图 12 截至 2014 年底公司流动负债构成



数据来源：公司年报

2012~2014 年，公司短期借款余额分别为 62.65 亿元、34.02 亿元和 34.97 亿元，年均复合减少 25.29%，主要系 2013 年公司归还信用借款所致。截至 2014 年底，公司短期借款中抵押借款占比 4.24%，担保借款占比 5.72%，委托借款占比 1.43%，信用借款占比 88.61%。

2012~2014 年，公司应付账款余额分别为 58.35 亿元、119.16 亿元和 84.20 亿元，年均复合增长率为 20.12%，呈现波动式变化。其中，2013 年较上年增加 104.20%，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；2014 年较上年末减少 29.34%，主要系公司偿还应付华侨城集团的土地使用权收购对价所致。从账龄来看，公司应付账款中一年内的占比 72.42%，1~2 年内的占比 16.59%，2~3 年内的占比 2.13%，3 年以上的占比 8.85%。其中，一年以内的主要为应付华侨城集团的土地使用权款项，1 年以上的主要是未结算的工程款。

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。2012~2014 年，公司预收款项分别为 56.42 亿元、88.93 亿元和 41.31 亿元，年均复合减少 14.42%，呈现波动变化的趋势。其中，2013 年末公司预收款项较上年增加 57.64%，主要系 2013 年以来国内商品房市场成交活跃，量价平稳增长所致；2014 年末公司预收款项较上年减少 53.54%，主要系公司 2014 年新开盘销售的部分房地产项目销售当年即结转收入且公司新开盘数量减少所致。2015 年，随着公司在建项目实现大规模销售，截至 2015 年 9 月底，预收款项较年初上升 25.39%，为公司未来的收入实现提供了有力保障。

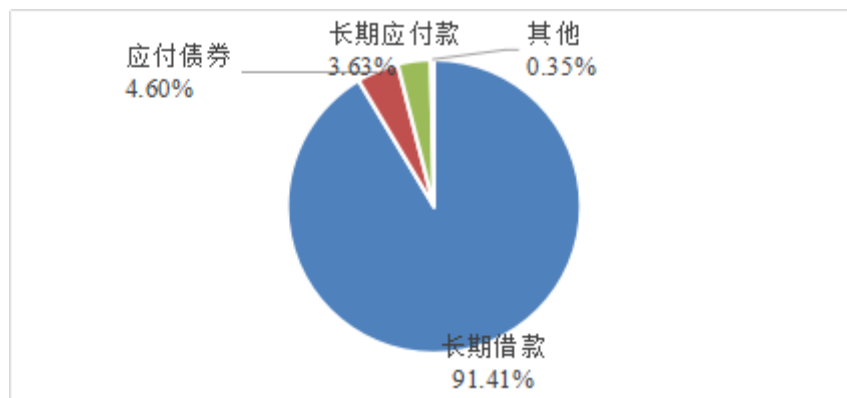
2012~2014 年，其他应付款主要为计取的工程保证金和按照清算口径预提的土地增值税，公司其他应付款余额分别为 110.24 亿元、149.13 亿元和 159.57 亿元，年均复合增长率为 20.31%，主要系公司基于清算口径计提的土地增值税余额增加所致。公司根据国税发[2006]187 号文《国家税务总局关于房地产开发企业土地增值税清算管理有关问题的通知》基于清算口径计提了土地增值税，2012~2014 年公司土地增值税余额分别为 47.62 亿元、83.96 亿元和 104.99 亿元。

2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 11.21 亿元、19.32 亿元和 51.59 亿元，年均复合增长 114.48%，主要系 2014 年公司两笔长期借款即将到期所致。截至 2014 年底，公司

一年内到期的非流动负债占负债总额的 8.24%，届时将面临一定的偿付压力。

2012~2014 年，公司非流动负债分别为 189.08 亿元、163.95 亿元和 216.50 亿元，年均复合增长率为 7.01%，呈现波动增长的趋势，主要系长期借款的增加所致。截至 2014 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占比 91.41%）、应付债券（占比 4.60%）和长期应付款（占比 3.63%）构成。

图 13 截至 2014 年底公司非流动负债构成



数据来源：公司年报

2012~2014 年，公司长期借款余额分别为 164.09 亿元、151.06 亿元和 197.91 亿元，年均复合增长率为 9.82%，呈现波动式增长。截至 2014 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 66.75%）和保证借款（占比 19.46%）构成。其中，委托借款均为公司向母公司华侨城集团的借款，主要借款方为深圳华侨城房地产有限公司（占比 50.55%）、武汉华侨城实业发展有限公司（占比 13.04%）、深圳东部华侨城有限公司（占比 12.23%）、泰州华侨城有限公司（占比 8.97%）和重庆华侨城实业发展有限公司（占比 8.89%）；保证借款（占比 19.46%）主要为子公司股东按其持股比例为其借款提供贷款担保；抵押借款主要为上海天祥华侨城投资有限公司、华侨城（上海）置地有限公司和西安曲江华侨城投资发展有限公司以其持有的土地使用权及在建项目做抵押签订贷款合同。公司长期借款将于 2016 年、2017 年集中到期，到期款项分别长期借款余额的 33.40%和 38.36%，有一定集中偿付的压力。

表 23 截至 2014 年底公司长期借款的构成 (单位：亿元、%)

项目	2014 年末余额	占比
委托借款	164.25	66.75
保证借款	47.88	19.46
抵押借款	17.10	6.95
信用借款	16.83	6.84
小计	246.05	100.00
减：一年内到期的长期借款	48.14	--
合计	197.91	--

资料来源：公司年报

2012~2014 年，公司应付债券余额分别为 9.99 亿元、0.00 亿元和 9.97 亿元，呈现波动式变化。其中，2013 年公司应付债券余额为零，主要系子公司香港华侨城有限公司 2011 年发行 3 年期 10 亿元人民币债券在 2013 年全部转入一年内到期的应付债券所致；2014 年公司应付债券余额增加 9.98 亿元，主要系 2014 年子公司香港华侨城有限公司发行 3 年期 10 亿元人民币债券所致。

2012~2014 年，公司长期应付款主要为应付欢乐谷公园入园凭证专项资产管理计划优先级受

益凭证本金，长期应付款余额分别为 14.57 亿元、11.32 亿元和 7.87 亿元，年均复合减少 26.52%，呈现持续下降的趋势。2012 年 12 月，公司将深圳欢乐谷、北京华侨城、上海华侨城的欢乐谷主题公园在 2013~2017 年特定数量的入园凭证证券化，发行优先级受益凭证和次级受益凭证，其中优先级收益凭证规模为 17.50 亿元，次级收益凭证规模为 1.00 亿元，次级收益凭证全部由公司持有，公司在 2013~2017 年逐年偿付期限为 1~5 年的专项资产管理计划优先级受益凭证本金。

2012~2014 年，公司有息债务规模增速较快，近三年年均增长 7.78%。截至 2014 年底，公司全部债务为 308.11 亿元，其中短期债务和长期债务分别占比 29.98%和 70.02%，以长期债务为主。截至 2014 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率分别为 66.01%、48.86%和 40.08%，公司债务处于合理水平。

截至 2015 年 9 月底，公司负债合计 692.50 亿元，较年初增长 10.57%；公司流动负债占比 66.28%，非流动负债占比 33.72%，负债仍以流动负债为主，非流动负债占比略有上涨，主要是长期借款和应付债券增加所致。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 67.14%、47.38%和 40.72%，与年初相比，上述指标均保持稳定，未发生显著变化，较为稳定。

总体看，近三年，随着公司业务规模的扩大，公司整体负债规模快速增长，公司负债以流动负债为主，债务负担有所加重，但仍属合理水平；公司长期借款到期时点较为集中，届时公司将面临一定的偿付压力。

所有者权益

近三年公司所有者权益年均复合增率为 21.25%，主要系未分配利润的增加所致。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 322.48 亿元，较上年末增长 16.60%。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 281.19 亿元，少数股东权益为 41.29 亿元。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 25.86%，资本公积占比 2.49%，盈余公积占 7.71%，未分配利润占 64.11%。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 2015 年 9 月底，公司所有者权益较年初增长 5.11%，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

2012~2014 年，公司的营业收入分别为 222.84 亿元、281.56 亿元和 307.19 亿元，年均复合增长率为 17.41%；净利润分别为 40.57 亿元、49.56 亿元和 55.91 亿元，年均复合增长率为 17.40%，主要系旅游综合项目的收入不断增加所致。2014 年公司实现利润总额 78.07 亿元，近三年年均增长 20.91%，实现净利润 55.91 亿元，归属于母公司所有者的净利润 47.74 亿元，占当期净利润的 85.40%。公司营业收入增长较快，与此同时，净利润保持同等增速，净利润率较为稳定。

从期间费用方面来看，2012~2014 年公司期间费用逐年增长，年均复合增长率为 9.25%。其中，财务费用年均复合增长率为 33.16%，主要系 2013 年部分项目进入运营期从而利息支出费用化、2014 年投资新项目的借款增加且可资本化的项目减少所致；管理费用年均复合增长率为 8.34%，主要系新项目开业费用相应增加所致；销售费用年均复合增长率为 1.90%，呈现波动式增长，主要系 2013 年天津、云南、欢乐海岸、酒店置业等旅游酒店地产项目进入运营期，费用相应增加所致。2014 年公司销售费用、管理费用和财务费用在三项费用合计中的占比分别为 37.31%、48.71%和 13.98%，管理费用和销售费用占比较高，对公司盈利水平影响较大。同时，公司积极开展降本增效活动，费用整体得到合理控制，增长幅度低于收入增长幅度。近三年，公

司费用收入比分别为 14.32%、12.73%和 12.40%，呈现逐年下降的趋势，公司费用控制能力尚可。

从利润构成来看，2012~2014 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 8.27%、6.65%和 5.85%，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，2012~2014 年，公司营业外收入分别占当年利润总额的 1.02%、6.77%和 6.41%，增长主要来源于新增政府补助，总体来说，公司营业外收入对于利润总额占比较低，公司净利润受营业外收入影响不大。

从各项盈利指标来看，2012~2014 年，公司营业利润率保持稳定，近三年分别为 36.97%、34.80%和 35.36%。2014 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 11.37%、9.43%和 18.67%，总资本收益率和净资产收益率较上年分别下降 0.09 个百分点和 1.32 个百分点，总资产报酬率较上年提高 0.02 个百分点，基本保持稳定。从与国内大型房地产上市公司盈利指标比较来看，由于公司 46.92%的收入来源于旅游综合业务，该版块盈利能力较强，毛利率较高，同时资产负债率略低于房地产企业，公司毛利率和总资产报酬率较高，净资产收益率略低于可比上市公司，具体情况如下表所示。

表 24 2014 年部分房地产上市公司相关指标比较（单位：%）

证券代码	证券简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
000069.SZ	华侨城股份有限公司	56.97	18.37	9.27
000002.SZ	万科 A	29.94	19.08	5.24
600048.SH	保利地产	32.03	21.56	5.93
000024.SZ	招商地产	37.33	14.75	6.38
上述平均值		33.08	22.61	6.04

资料来源：wind资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 174.37 亿元，实现净利润 28.61 亿元，归属于母公司所有者的净利润为 24.91 亿元。

总体看，公司盈利规模较大，增长较快，同时营业利润率和净利润率保持稳定，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，2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 71.48 亿元、71.98 亿元和-25.88 亿元。2014 年公司经营活动产生的现金流量净额由净流入转为净流出，主要系 2014 年公司房地产业务土地投资支出有所提升，偿还 2013 年收购华侨城集团公司的土地使用权对价款以及公司 2014 年度部分盈利较强的房地产项目结转收入达到土地增值税清算条件，使得当年支付的税费较 2013 年度有所增加所致。公司现金收入比率的波动变化主要受项目结转时点和房地产市场波动影响，近三年公司现金收入比分别为 110.86%、108.81%和 85.83%，2014 年收入实现质量一般。

从投资活动情况来看，2012~2014 年度公司投资活动产生的现金流量净额分别为-26.84 亿元、-17.34 亿元和 2.82 亿元。其中，2013 年公司投资活动产生的现金净流出额较 2012 年度减少 35.40%，主要系公司 2013 年度处置固定资产收回现金、取得子公司收到现金以及购建固定资产的支出也较 2012 年有所降低所致；2014 年公司投资活动产生的现金流净额较 2013 年度增加主要系公司 2014 年度处置子公司天津天潢投资发展有限公司等的股权收到现金、收回北京广盈房地产开发有限公司的往来款和购置固定资产的支出较 2013 年减少所致。

从筹资活动情况来看，2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-14.84 亿元、-51.98 亿元和 69.81 亿元。公司筹资活动现金流出主要系偿付债务及支付分红款，筹资活动现金流入主要系取得委托借款和发行债券。2014 年，公司筹资活动现金流入 175.17 亿元，较上年增长 30.31%，筹资活动现金流出 105.36 亿元，较年初增长 43.53%。由于公司取得大额委托借款，公司筹资活动产生的现金净流量较上年由负变正。

2015 年 1~9 月，公司经营活动净现金流量为 85.34 亿元，呈现大额净流入态势，主要系公司房地产项目销售良好且购地支出减少所致；投资活动产生的现金流量净额-30.94 亿元，主要系公司当期收购成都文化旅游 33%股权、收购恒祥基 51%股权及对深圳市钻石毛坯交易中心有限公司增加投资所致；筹资活动产生的现金流量净额为-20.19 亿元，主要系当期公司未向华侨城集团贷款且偿还债务支出增加所致。

总体看，近三年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。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年公司流动比率分别为 1.44 倍、1.34 倍和 1.59 倍，速动比率分别为 0.35 倍、0.29 倍和 0.50 倍，均呈现波动式变化，主要系 2013 年公司扩张导致应付工程款的增加所致。上述两个指标呈现较大差异，主要系公司房地产业务存货规模较大所致。近三年公司现金短期债务比分别为 1.22 倍、1.70 倍和 1.56 倍，表明公司现金类资产对短期债务覆盖能力较强；经营现金流动负债比率分别为 22.23%、16.42%和-6.32%，经营活动现金流量净额对债务的保障能力逐渐下降。但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较强。

2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 72.97 亿元、91.29 亿元和 103.10 亿元，主要以利润总额和折旧为主。2014 年，公司 EBITDA 中折旧占比 13.86%、摊销占比 2.56%、计入财务费用的利息支出占比 7.86%、利润总额占比 75.72%。

从长期偿债能力指标看，近三年 EBITDA 利息倍数分别为 12.18 倍、9.36 倍和 9.04 倍，呈持续下降的趋势，但仍属较高水平；EBITDA 全部债务比分别为 0.28 倍、0.42 倍和 0.33 倍，处于较好水平；资产负债率分别为 69.95%、68.53%和 66.01%，处于一般水平。近三年公司经营现金债务保护倍数、筹资活动前现金流量净额债务保护倍数均在 2014 年出现恶化，由正转负，2014 年经营现金债务保护倍数、筹资活动前现金流量净额债务保护倍数分别为 -0.08 倍和 -0.07 倍，主要系公司 2014 年经营活动现金流净额出现波动所致。但考虑到公司 EBITDA 规模较大，对全部债务和利息的覆盖程度较高，公司长期偿债能力强。

截至 2015 年 9 月底，公司在银行的授信额度共计 174.00 亿元，全部未使用，公司间接融资渠道畅通；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，直接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（编号：B201511240107003565），截至 2015 年 11 月 24 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 2015 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 25.45 亿元，公司不存在其他提供对外担保情形。

截至 2015 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。

总体看，公司主营业务获现能力较强，盈利水平较高，能对债务偿还形成了保障，公司整体

偿债能力强。

八、本期公司债偿债能力分析

1. 本期公司债的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 9 月底，公司债务总额为 305.20 亿元，本期拟发行公司债规模不超过 40.00 亿元。本期债券发行后，公司债务负担有所增加。但考虑到本期债券拟部分用于偿还金融机构借款，公司的债务结构将得到改善。

以 2015 年 9 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 40.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 44.60%、50.46%、68.37%，债务负担虽然有所加重但仍然较为适中。

2. 本期公司债偿债能力分析

以 2014 年的财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 103.10 亿元，为本期债券拟发行额度（40.00 亿元）的 2.58 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。公司 2014 年经营活动产生的现金流入 295.11 亿元，为本期债券发行额度（40.00 亿元）的 7.38 倍，公司经营活动现金流入规模较大，对本期债券覆盖程度较好。

未来，随着在建华侨城项目的改进实施和房地产的业务扩展，公司经营规模、盈利水平将有望得以改善，公司对本期债券的偿还能力有望得到进一步增强。

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。

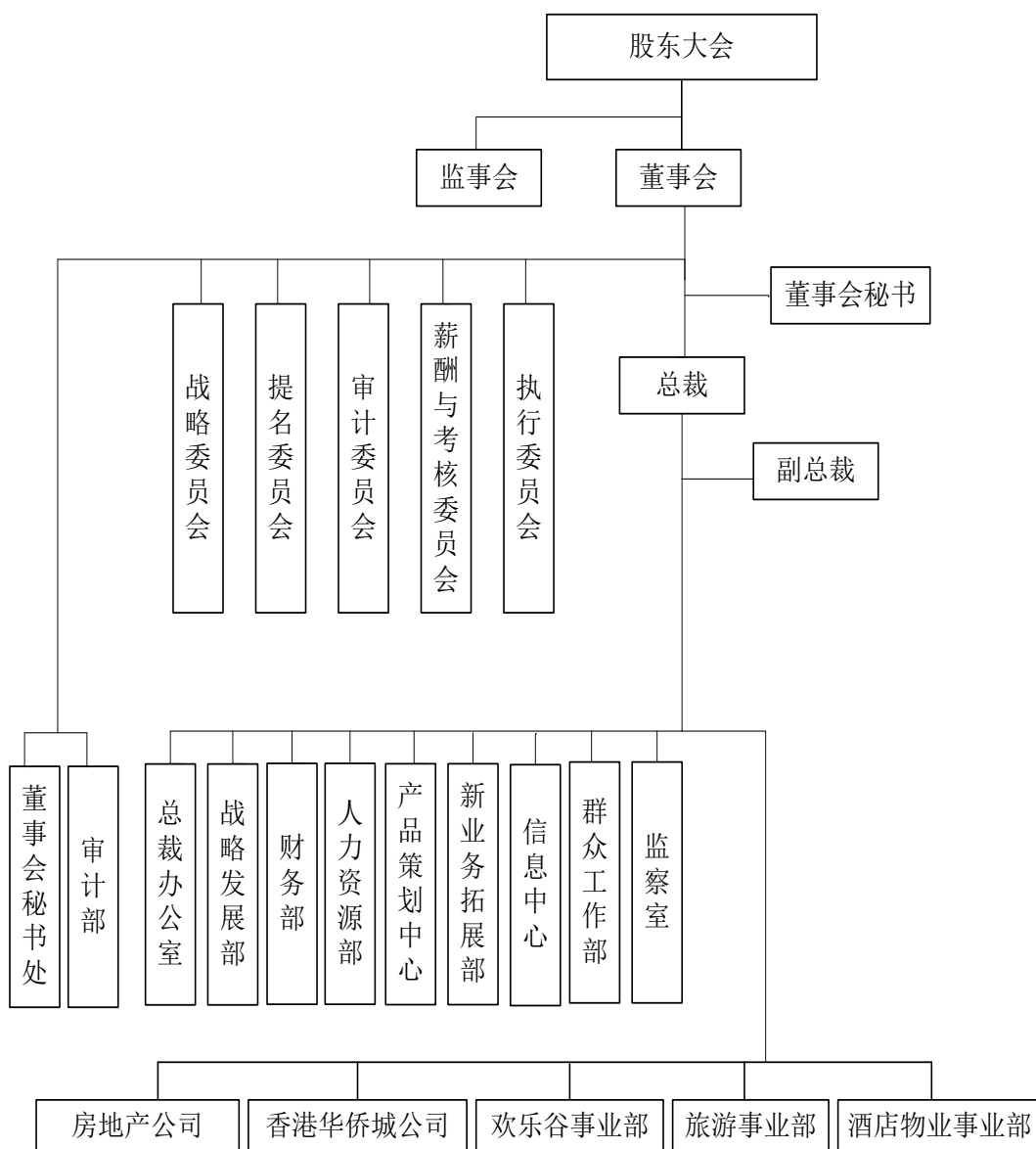
九、综合评价

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；从控股、参股企业来看，公司涉及到主题公园、酒店运营、房地产、纸包装等业务，具备全面覆盖的优势，根据公司“文化+旅游+地产”的发展模式，未来公司的协同效应会更加明显。同时，联合评级也关注到宏观经济变动等因素对公司旅游和房地产业务带来的负面影响。

未来随着公司规模的继续扩张、全国性战略布局的开展以及公司体系的不断完善，公司的经营规模和品牌影响力有望继续保持增长。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很低。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
资产总额 (亿元)	729.98	878.79	948.75	1,031.45
所有者权益 (亿元)	219.34	276.56	322.48	338.95
短期债务 (亿元)	76.58	56.21	92.37	72.33
长期债务 (亿元)	188.65	162.37	215.74	232.87
全部债务 (亿元)	265.23	218.58	308.11	305.20
营业收入 (亿元)	222.84	281.56	307.18	174.37
净利润 (亿元)	40.57	49.56	55.91	28.61
EBITDA (亿元)	72.97	91.29	103.10	--
经营性净现金流 (万元)	71.48	71.98	-25.88	85.34
应收账款周转次数 (次)	65.23	67.77	61.39	30.76
存货周转次数 (次)	0.32	0.33	0.29	0.18
总资产周转次数 (次)	0.33	0.35	0.34	0.18
现金收入比率 (%)	110.86	108.81	85.83	147.88
总资本收益率 (%)	9.68	11.46	11.37	4.49
总资产报酬率 (%)	8.53	9.41	9.43	3.92
净资产收益率 (%)	20.27	19.99	18.67	8.65
营业利润率 (%)	36.97	34.80	35.36	33.54
费用收入比 (%)	14.32	12.73	12.40	13.59
资产负债率 (%)	69.95	68.53	66.01	67.14
全部债务资本化比率 (%)	54.74	44.15	48.86	47.38
长期债务资本化比率 (%)	46.24	36.99	40.08	40.72
EBITDA 利息倍数 (倍)	12.18	9.36	9.04	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.28	0.42	0.33	--
流动比率 (倍)	1.44	1.34	1.59	1.59
速动比率 (倍)	0.35	0.29	0.50	0.49
现金短期债务比 (倍)	1.22	1.70	1.56	2.44
经营现金流动负债比率 (%)	22.23	16.42	-6.32	18.59
EBITDA/本期发债额度 (倍)	1.82	2.28	2.58	--

注：1、由于 2015 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 2016 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）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两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本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经营管理状况及相关信息，如发现深圳华侨城股份有限公司或本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。

