

# 信用评级公告

联合〔2020〕4925号

联合资信评估股份有限公司通过对深圳华侨城股份有限公司及其拟发行的 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的信用状况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，深圳华侨城股份有限公司 2021 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，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层  
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing  
电话 (Tel): (010) 85679696 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com | 传真 (Fax): (010) 85679228  
网址 (Website): www.lhratings.com | 邮编 (Postal Code): 100022

# 深圳华侨城股份有限公司2021年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

## 评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

## 债项概况：

本期债券发行规模：不超过25亿元(含)

本期债券期限：品种一为5年期(3+2)；  
品种二为7年期(5+2)

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：拟全部用于偿还到期或回售的公司债券

评级时间：2020年12月17日

## 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.2001907
房地产企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.2001907

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

## 本次评级模型打分表及结果：

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

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

## 评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对深圳华侨城股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映公司作为全球领先的主题公园运营商，在“文化+旅游+城镇化”以及“旅游+互联网+金融”的创新发展模式下，形成了独特的综合成片开发的竞争优势。公司在经营规模、品牌知名度、业务布局和股东支持等方面具有较强的综合竞争优势，主营业务毛利率处于较高水平，整体盈利能力很强；公司新增一二线城市土地储备量较大，旅游项目也在不断扩充和开业，可为未来经营提供良好的支撑。同时，联合资信也关注到旅游项目经营风险较高、2020年爆发的新冠疫情对文旅行业冲击明显、未来资本支出压力较大、经营活动净现金流呈现净流出状态以及债务规模增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期债券的保障程度很高。

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；旅游项目品牌知名度较高，且不断有新项目的开业；控股股东仍然在资金方面保持较大的支持力度。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，联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

## 优势

- 战略地位显著，获得股东的支持力度较大。**公司是控股股东华侨城集团有限公司（以下简称“华侨城集团”）的核心子公司，承接了华侨城集团的发展战略和平台优势，在资源获取、产业互动、产融结合等方面获得了有力支持；此外，公司借款中来自华侨城集团的委托贷款规模很大，在资金方面亦获得了控股股东较大的支持。
- 文旅及房地产业务区域布局好，同时新增土储持续保持较大体量。**公司已在北京、上海、天津、重庆、成都、武汉、南京等十余个城市开发建设了文化旅游综合项目，城

分析师：支亚梅 王彦  
邮箱：lianhe@lhratings.com  
电话：010-85679696  
传真：010-85679228  
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号  
中国人保财险大厦17层（100022）  
网址：www.lhratings.com

市布局较好；房地产业务方面，近年来公司保持了较大的新增土储体量，且重点布局在一二线城市，具有较好的销售前景。

3. **资产质量好，主营业务盈利能力很强。**公司资产质量高，受限比例低，且投资性房地产采用成本法计量，具有一定的升值空间；主营业务毛利率维持在较高水平，盈利能力很强。

#### 关注

1. **文化旅游行业竞争激烈，同时2020年爆发的疫情对公司旅游综合业务冲击明显。**文化旅游市场的竞争较激烈，随着越来越多的企业进入该行业，公司的旅游综合业务面临一定的经营压力；此外，2020年爆发的新冠疫情对公司旅游及酒店等业务形成较大冲击。
2. **资金支出压力较大，债务规模快速攀升。**近年来，公司保持了较大规模的新增土地储备投入力度，在建、拟建项目投入仍然较大；旅游综合业务需要垫付大量资金，新增投资给公司带来一定的资金压力；经营活动净现金流持续呈现净流出状态。同时，公司债务规模快速增长，债务负担有所加重。

#### 主要财务数据：

合并口径				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
现金类资产（亿元）	293.83	272.81	376.05	433.82
资产总额（亿元）	2180.10	2955.26	3796.20	4326.91
所有者权益（亿元）	654.75	771.84	949.93	1035.52
短期债务（亿元）	155.69	218.77	352.92	394.44
长期债务（亿元）	481.98	705.48	826.12	1042.32
全部债务（亿元）	637.67	924.25	1179.03	1436.76
营业收入（亿元）	423.41	481.56	600.25	333.94
利润总额（亿元）	128.20	153.64	192.19	74.40
EBITDA（亿元）	167.18	202.59	244.46	--
经营性净现金流（亿元）	-79.14	-100.45	-51.88	-22.38
营业利润率（%）	31.46	39.26	35.29	32.96
净资产收益率（%）	14.23	14.60	15.10	--
资产负债率（%）	69.97	73.88	74.98	76.07
全部债务资本化比率（%）	49.34	54.49	55.38	58.11
流动比率（%）	161.80	161.05	148.79	156.87
经营现金流动负债比（%）	-7.66	-6.86	-2.59	--
现金短期债务比（倍）	1.89	1.25	1.07	1.10
EBITDA利息倍数（倍）	5.61	3.34	2.89	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.81	4.56	4.82	--
公司本部（母公司）				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
资产总额（亿元）	801.57	1097.59	1304.24	1348.52
所有者权益（亿元）	350.62	358.03	370.89	333.27

全部债务（亿元）	411.60	709.36	889.80	931.19
营业收入（亿元）	7.83	8.08	12.06	7.35
利润总额（亿元）	83.17	33.18	35.57	-2.45
资产负债率（%）	56.26	67.38	71.56	75.29
全部债务资本化比率（%）	54.00	66.46	70.58	73.64
流动比率（%）	72.32	95.97	182.86	99.01
经营现金流负债比（%）	-31.18	-20.13	-4.45	--

注：1. 公司 2020 年三季度财务报表未经审计；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. 2017 年及 2018 年数据以期初追溯调整数据为准

资料来源：公司年报及三季报，联合资信搜集整理

### 主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/06/18	支亚梅 宋莹莹	<a href="#">原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA	稳定	2016/04/05	周旭 刘晓亮	<a href="#">原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（2015 年）</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由深圳华侨城股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

# 深圳华侨城股份有限公司 2021 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

## 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 5000 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、资本公积转增股份等，截至 2020 年 9 月底，公司注册资本 82.02 亿元，华侨城集团有限公司（以下简称“华侨城集团”）直接持有公司 47.01% 的股权，同时通过深圳华侨城资本投资管理有限公司（以下简称“华侨城资本”）间接持有公司 0.39% 的股权，为公司控股股东；实际控制人为国务院国资委（详见附件 1-1）。

公司经营范围：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；旅游工艺品的销售；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）。

截至 2020 年 9 月底，公司内设董事会秘书处、督察审计部、总裁办公室（下设信息中心）、人力资源部、投资管理部、财务部（下设资金管理部）、法律合规部（下设采购中心）、企业文化部、纪委综合监督室、纪委执纪审查室、纪委案件审理室、党委巡视办公室、安全管理部、旅游管理部、企业管理部共计 15 个职能部门，深圳华侨城房地产公司（以下简称“华侨城房地产”）、

香港华侨城有限公司、欢乐谷文化旅游发展公司、深圳华侨城酒店发展公司、深圳华侨城物业商业发展公司、深圳华侨城华腾投资有限公司 6 个子公司以及北方事业部、华东事业部、中部事业部、西部事业部、深东事业部、深西事业部 6 个事业部，详见附件 1-2。

截至 2019 年底，公司资产总额 3796.20 亿元，所有者权益 949.93 亿元（含少数股东权益 263.56 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 600.25 亿元，利润总额 192.19 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司资产总额 4326.91 亿元，所有者权益 1035.52 亿元（含少数股东权益 332.12 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 333.94 亿元，利润总额 74.40 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、本期债券概况

经中国证券监督管理委员会证监许可（2019）63 号文核准，公司已于 2019 年 1 月获准公开发行面值不超过 88 亿元（含 88 亿元）的公司债券，并已于 2019 年 4 月发行第一期公司债券（债券简称：19 侨城 01，债券代码：112878.SZ，发行规模：25.00 亿元）。

本期债券名称为“深圳华侨城股份有限公司 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，拟发行规模为不超过 25 亿元（含 25 亿元）。本期债券包括两个品种，品种一为 5 年期，在第 3 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 7 年期，在第 5 年末附公司调整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选择权。本期债券每张面值为 100 元，按面值平价发行。本期债券为固

定利率债券，发行票面利率由公司与主承销商根据市场询价情况协商确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券募集资金在扣除发行费用后，拟全部用于偿还到期或回售的公司债券。

本期债券无担保。

### 三、宏观经济和政策环境分析

#### 1. 宏观经济运行

2020年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在

蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

**经济保持逐季复苏势头。**由于我国疫情控制迅速，经济在2020年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP累计同比增长0.7%，其中一季度同比下降6.8%、二季度同比增长3.2%、三季度同比增长4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长2.3%、0.9%和0.4%，全面实现正增长。

表1 2017-2020年前三季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年前三季度
GDP(万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP增速(%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速(%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速(%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速(%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速(%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速(%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI增幅(%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI增幅(%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率(%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速(%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速(%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速(%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和wind数据整理

**经济结构改善，消费贡献提升。**2020年三季度，消费支出对GDP增速拉动由第二季度的-2.35%回升4.06个百分点至1.71%，净出口对GDP增速拉动由第二季度的0.53%上升至0.64%，投资对GDP增速拉动由第二季度的5.01%下降至2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

**消费持续改善，季度增速由负转正。**2020年前三季度，社会消费品零售总额同比下降7.2%，降幅比上半年收窄4.2个百分点。其中三

季度社会消费品零售总额同比增长0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

**固定资产投资增速转正，制造业投资降幅收窄。**2020年前三季度，全国固定资产投资同比增长0.8%，实现年内首次转正，而1-8月份、上半年和一季度投资分别同比下降0.3%、3.1%和16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长

0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。

**进出口逐季回稳，出口韧性较强。**2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

**复工水平不断提升，工业生产逐季回升。**截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1-9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1-9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1-3 月下降 36.7%、1-6 月下降 12.8%的降幅大幅收窄。

**CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。**2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

**社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。**2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2

余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

**财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。**2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

**就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。**2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

## 2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防

控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

**积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。**2020年前三季度，全国实现减税降费累计2.09万亿元。其中，新增减税降费1.37亿元，翘尾新增减税降费7265亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020年前三季度，全国累计发行国债4.80万亿元，较上年同期（2.99万亿元）大幅增长；发行地方政府债券5.68万亿元，较上年同期（4.18万亿元）增长35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至2020年9月底，在实行直达管理的1.70万亿元资金中，各地已将1.57万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出1.02万亿元，占中央财政已下达地方资金的61.2%。

**货币政策回归，融资成本有所回升。**2020年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9月份三次降准释放长期流动性1.75万亿元，开展中期借贷便利MLF操作，净投放中期流动性4100亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率LPR均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020年9月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.34%、5.21%和4.52%，较6月（分别为4.14%、5.11%和4.04%）均明显回升。

### 3. 宏观经济前瞻

**牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。**2020年7月30日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

**投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。**2020年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但8月制造业投资单月增速或已经是2020年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自7月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020年尚剩余407亿元一般债券和1848亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的

必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

**消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。**冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及GDP增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

**进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。**一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测2020年第四季度全球贸易同比增长将下降3%，较三季度收窄4个百分点；从主要发达经济体制造业PMI来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

#### 四、行业及区域环境分析

##### 1. 旅游度假行业

###### (1) 行业概况

近年来，**旅游行业呈现平稳较快发展的态势，旅游投资规模逐年快速增长；酒店行业增速有所放缓，但随着中国旅游业的持续发展，且新的消费需求将继续推动旅游城市由单一的“观光旅游”向多位一体的“休闲度假目的地”转型升级，旅游度假行业面临良好的发展机遇。**

旅游产业是世界第一大产业，其中，休闲度假是一种重要的旅游模式。世界旅游组织资料表明，自上世纪90年代开始，国际旅游收入在世界出口收入中所占比重达到8.25%，超过石油、汽车和机电的出口收入占比。自此，旅游产

业正式确立了世界第一大产业的地位并保持至今。据统计，法国度假旅游者已占全国人口的58%，英国这一比例高达70%多，而美国的度假旅游者占全国人口的60%左右。到了20世纪后半期，随着亚太地区经济的快速发展，休闲度假也成为该区域的新时尚。时至今日，休闲度假模式已日趋全球化。近年来，我国旅游业总体保持健康较快发展，国内旅游市场规模长期保持在15%左右的增长速度，GDP的增长和人均可支配收入的增加是旅游业发展的根本动力。2011—2019年，中国旅游业迎来高速发展的黄金时期，旅游收入从1.93万亿元增长至6.63万亿元；2019年，国内旅游人数60.06亿人次，比上年同期增长8.4%，全国旅游业对GDP的综合贡献占比达11.05%。

从行业发展特点来看，旅游业正由“观光旅游”向“休闲度假”转型。国际旅游业的经验显示，随着人均GDP的增长，人们对于旅游的需求逐渐从单纯的景点观光游而转向休闲度假游。中国人均GDP超过6000美元后，第三产业进入快速发展期，国民的消费结构也发生了巨大的变化，从单一的物质消费转向更高层次的精神文化消费，中国正在全面步入体验经济时代，休闲度假游将更为普及。随着中产阶级成为旅游的主力军，中产阶级的崛起对旅游度假产品整体品质提出了更高要求。此外，旅游已经成为中国家庭重要的休闲方式和消费方式，家庭度假已经超越商务会议市场成为现今旅游市场客户中规模基数较大，增长速度最快的市场。家庭度假所具有的度假时间较长、重游率高等特点对休闲度假需求总量的增长有加倍的促进作用。而人口老龄化带来的养老度假需求增长也将是促进休闲度假游总量增长的重要推动力。

其中，主题公园是现代旅游业发展的主体内容之一，也是未来旅游业发展的重要趋势。中国的主题公园拥有广阔的发展前景。2010年开始的中国大型主题公园发展新时期，有如下突出特点，一是市场竞争激烈：随着中国经济的崛起和中国城市化进程的加快，主题公园这种都市型旅游休闲产品将逐渐成为人们闲暇游憩的

主要消费对象。中国将成为世界主题公园巨头竞争的主场地，粤港地区、以上海为中心的长三角地区和国内主要城市，是业界主要争夺的市场。二是民族品牌的崛起：中国主题公园市场的崛起大大激发了本土品牌发展壮大的愿望，国内大型旅游公司、主题公园公司将加速发展。主题公园发展的趋势上，除了国内品牌国际化、国际品牌国内化之外，在产品上也呈现多元化的趋势，集中为三个大的产品方向：一是出现大型的主题公园；二是出现生态、会议展览、休闲、体育相结合的度假区；三是出现接近国际市场又体现民族化的大型演艺“秀”。各地不仅营造了良好的招商引资环境，而且对国际品牌和国内大型旅游企业给予空前的优惠条件，并在基础设施投入等方面进行大力配合。此外，国内还采取“大旅游”等先进的开发理念，将旅游发展与城市发展结合在一起，将大型旅游项目规划与城市规划结合在一起，非常注重对资源的利用和对环境的保护。

度假酒店行业系旅游业的细分子行业。在旅游业快速发展的推动下，我国酒店行业整体保持增长态势，但近年来整体增速放缓；高档酒店却保持较快的增长态势。2017—2019年底，全国星级饭店数量分别为10645家、10249家和10003家，总体呈减少趋势；五星级饭店数量分别为846家、843家和845家，基本保持稳定。全国8920家星级饭店2019年营业收入合计1907.77亿元。其中餐饮收入占营业收入的38.19%；客房收入占营业收入的42.49%。

### (2) 行业供给

由于前些年的快速扩张，目前度假酒店行业处于供大于求的状态，酒店分布呈现出区域集中的特征；但融合多种业态为一体的度假目的地体验式旅游综合体已日益成为全球休闲度假产业的主流模式，具有较大的发展空间。

从全球旅游度假产业运营模式来看，集酒店、会展、休闲娱乐、餐饮、购物等多种业态为一体的超大规模度假目的地体验式旅游综合体已经日益成为全球休闲度假产业的主流模式。尤其在旅游业起步较早的发达国家地区，由文

化创意、会议会展、休闲娱乐及时尚潮流等新兴产业协同拉动的品牌度假酒店综合体已验证了这种商业模式的市场前景及盈利空间。当前国内现有的一些高端度假业务模式，普遍存在着业态单一、业务模式复制性较差、品牌建立遇阻力和无法规模化等缺点，高端经营管理人才的缺乏也制约着国内旅游度假产业的发展。

从度假酒店的星级分布来看，我国低星级酒店的数量有所下降，高星级酒店的数量有所提升，五星级酒店数量呈现较强的增长态势。根据国家旅游局公布的数据统计，2019年，共有8920家星级饭店通过省级文化和旅游行政部门审核，其中一星级37家，二星级1268家，三星级4350家，四星级2443家，五星级822家。从长期来看，根据Wind资讯统计的全国星级酒店新开业情况，近15年来，五星级酒店每年的新开业的数量最多，平均每年新增10家左右；四星级酒店平均每年新增5家左右；三星级及以下酒店的数量略有下降。

### (3) 行业竞争

**我国旅游度假产业发展模式单一，产业形态落后，产业集中度低，行业秩序混乱，与国外有竞争力的旅游企业相比还存在较大的差距，旅游市场的竞争在一段时期内仍将较为激烈。**

从国内旅游市场的竞争格局看，虽然中国旅游业的总体规模已经位居世界前列，但发展模式单一、产业形态落后、产业集中度低、行业秩序混乱、产品质量不高等深层结构问题依然存在，中国旅游企业的实力和规模也相对弱小。与国外有竞争力的旅游企业相比，中国旅游企业无论从资产规模、营业收入规模、盈利能力角度看，还是从业务地点分布、业务类型多样性角度看，都还存在相当巨大的差距。仅从上市旅游公司的数量来看，中国有超过2000家A股上市公司，但其中旅游类上市公司仅有25家，占比不到2%。旅游类上市公司比重较低的现象与旅游业在国民经济中的重要地位不太相称，在一定程度上也说明目前旅游类公司的整体实力偏弱。整体来看，受到旅游行业经营模式特殊性的影响，旅游企业之间既是相互依存的合作伙

伴,又为相互排斥的竞争对手,旅游市场的竞争在一段时期内仍将较为激烈。相对其他行业,旅游业竞争优势主要在于持续而旺盛的需求以及旅游资源获取及整合能力提高了行业进入门槛。而资源获取、整合能力、所处子行业的规模及前景将决定旅游企业的竞争优势。

#### (4) 行业关注

##### 行业规模化、产业化层次较低

我国旅游度假行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。

##### 受 2020 年突发新冠疫情影响严重

受突发疫情冲击,国内宏观经济下行等多重压力叠加,国外疫情压力尚未缓解,行业经营环境更加复杂。而文化旅游作为直接面向消费者的行业,受本次突发疫情的冲击是直接且严重的;游客出于对出游、出行安全等方面的顾虑,需求将持续受到抑制,短期内对行业形成较大不利影响。

#### (5) 行业发展

随着旅游度假行业的增长,定位于不同细分市场的业态类型将不断丰富,新兴业态的发展将丰富行业的盈利模式;随着消费需求的升级,主题公园日益兴起,旅游度假行业面临良好的发展机遇。但受突发疫情影响,短期内行业下滑已成定局,行业面临较大挑战。

从发展趋势来看,旅游度假产品形式趋于多样化,主题公园将进入快速发展的时期,我国旅游业正处于消费升级和旅游产品升级换代的转变阶段。旅游产品发展到观光旅游与休闲度假旅游共同发展的格局;自驾车旅游、游船游艇、

房车营地、网络旅游、旅游俱乐部、旅游传媒等旅游新业态大量出现。为了积极引导休闲度假旅游产品的开发和旅游度假景区的建设,国家旅游局提出了要拓展现有产品休闲度假功能,突出特色,提升档次,提高质量;积极推动海洋旅游、温泉旅游、健康旅游、文化旅游、科技旅游、自驾车旅游等专项旅游产品的建设。

此外,当前经济形势复杂、严峻,疫情冲击、国内宏观经济下行等多重压力叠加,旅游行业短期内将会面临较大挑战。

## 2. 房地产行业

### (1) 行业概况

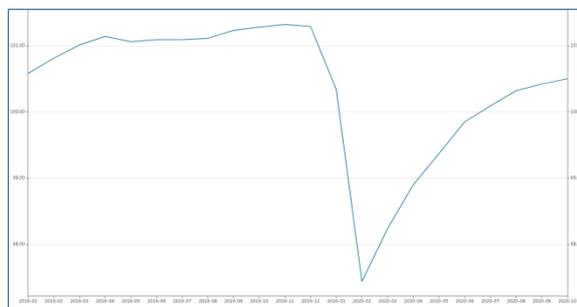
2019 年以来,中央坚持房地产调控政策的总基调不变,新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄,整体市场趋稳。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响,自 2020 年 3 月陆续复工以来,景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一,2019 年以来,各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看,中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来,促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野,压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。从具体调控方式上来看,有别于前期从“需求端”进行调控的思路,2019 年以来,调控政策加强了从“供给端”调控的力度,房地产行业实施了全面的融资政策调控,对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控,虽然 2019 年底政策面出现小幅宽松和边际调整,但在 2020 年初,“房住不炒”再次被明确,确立了稳地价、稳房价、稳预期的调控核心目标。

2020 年初,新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆,对房企一季度销售进度产生较大影响。同时,对在建项目开复工产生一定影响,大部分房企自三月底陆续部分恢复建设,整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解

房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。自2020年3月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图1 2019年-2020年10月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind，联合资信整理

房地产投资开发方面，2019年，全国房地产开发投资完成额13.22万亿元，累计同比增长9.90%，增速较2018年提升0.40个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额9.71万亿元，累计同比增长13.90%，增速相较于2018年提升0.50个百分点；办公楼完成投资额0.62万亿元，累计同比增长2.80%，增速相较于2018年提升14.10个百分点；商业营业用房完成投资额1.32万亿元，累计同比下降6.70%，相较于2018年降幅收窄2.70个百分点。2020年1—9月，全国房地产开发投资完成额10.35万亿元，累计同比增长5.6%，增速较2019年下降4.90个百分点。其中，住宅开发投资完成额7.66万亿元，累计同比增长6.1%。

施工方面，2019年以来，新开工增速较2018年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019年，房屋新开工面积22.72亿平方米，同比增长8.50%，增幅较2018年收窄8.70个百分点；在2018年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019年全国房屋施工面积达89.38亿平方米，同比增长8.70%，增速相较2018年

提升3.50个百分点；同期全国房屋竣工面积9.59亿平方米，同比增长2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于2018年增速提升10.40个百分点。2020年以来，受年初新冠肺炎疫情的影响，施工进度较2019年进一步放缓。具体来看，2020年1—9月，全国房屋新开工面积16.01亿平方米，同比下降3.4%，其中住宅新开工面积为11.72亿平方米，同比下降4.2%。全国房屋施工面积85.98亿平方米，同比增长3.1%，其中住宅施工面积60.70亿平方米，同比增长4.0%。全国房屋竣工面积4.13亿平方米，同比下降11.6%，其中住宅竣工面积2.96亿平方米，同比下降10.5%。

从销售情况来看，2019年，商品房销售面积17.16亿平方米，同比下降0.10%，销售面积增速自2015年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积15.01亿平方米（占87.47%），同比增长1.50%，增速于2019年2月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于2019年8月转正，全年增速相较于2018年下滑0.70个百分点。2019年，商品房销售金额为15.97万亿元，同比增长6.50%，增速较2018年下滑5.70个百分点。其中，住宅销售金额13.94万亿元（占87.29%），同比增长10.30%，增速较2018年下降4.40个百分点。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线城市购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。2020年1—9月，商品房销售面积11.71亿平方米，同比下降1.8%；商品房销售额11.56万亿元，同比增长3.7%。

## （2）土地市场与信贷环境

**2019年，土地市场降温明显，受信贷政策维持紧缩影响，房企到位资金增速虽有所回升，**

但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款项为主的其他资金为主。

土地市场方面，2019年，房地产开发企业土地购置面积2.58亿平方米，同比下降11.40%，相较2018年累计同比增长14.20%的增速下滑25.60个百分点；土地成交价款14709.28亿元，累计同比下降8.70%，相较于2018年累计同比增长18.00%的增速下滑26.70个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019年1—3月，土地市场较为冷清；4月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之在房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6月开始随着小阳春行情的消退以及行业融资的再度收紧，土地市场同步降温。2020年1—9月，房地产开发企业土地购置面积1.50亿平方米，同比下降2.87%；

土地成交价款9315.51亿元，同比增长13.80%。

从资金来源上看，2019年，房地产开发到位资金合计17.86万亿元，同比增长7.60%，增速相较2018年回升1.20个百分点。其中，国内贷款合计2.52万亿元，同比增长5.10%，国内贷款增速于2018年全年维持负增长，于2019年3月增速开始转正，全年增速较2018年回升10.00个百分点；自筹资金合计5.82万亿元，同比增长4.20%，增速较2018年下滑5.50个百分点；其他资金合计9.50万亿元，同比增长10.49%，增速较2018年提升2.65个百分点。2020年1—9月，房地产开发到位资金合计13.64万亿元，同比增长4.45%；从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占33.10%）、自筹资金（32.62%）、个人按揭（占15.97%）和国内贷款（15.02%）为主。

表2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2017年		2018年		2019年		2020年1—9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18	24004.52	14.46	25228.77	14.13	20484.26	15.02
利用外资	168.19	0.11	107.98	0.07	175.72	0.10	93.71	0.07
自筹资金	50872.22	32.60	55830.65	33.64	58157.84	32.56	44485.11	32.62
其他资金	79770.46	51.12	86019.74	51.83	95046.26	53.21	71313.39	52.29
其中：定金及预收款	48693.57	31.20	55418.17	33.39	61359.00	34.35	45144.52	33.10
个人按揭	23906.31	15.32	23705.89	14.28	27281.00	15.27	21783.24	15.97
合计	156052.62	100.00	165962.89	100.00	178608.59	100.00	136376.47	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

### （3）政策环境

**中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。**

从2019年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9月全面降准+LPR降息，11月MLF降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019年11月16日，央行发布《2019年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因

城施策”，短期政策出现边际调整。

2020年以来，“房住不炒”再次被强调，在3月召开的金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会以及4月召开的中央政治局会议中，均重提坚持房子是用来住的、不是用来炒的，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2019年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见下表。

表3 2019年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2019年3月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019年4月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019年4月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019年7月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019年9月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019年11月	央行	强调“因城施策”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2020年2月	央行	2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020年5月	央行	央行发布《2020年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年5月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020年7月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在

高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2019年以来房地产融资相关政策具体内容见下表。

表4 2019年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2019年5月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监会发〔2019〕23号文《关于开展“巩固治乱成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019年7月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019年7月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率
2019年8月	银保监会	银保监会决定在32个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019年9月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域
2020年1月	央行	2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本

2020年4月	银保监会	4月22日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020年8月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020年10月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围

资料来源：联合资信整理

2020年8月20日，央行、住建部等召开房企座谈会，会上提出了“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，即扣除预收款项后的资产负债率不得高于70%、净负债率不得高于100%、现金对短期债务的覆盖倍数不得低于1倍，根据指标完成情况将房企按照“红-橙-黄-绿”四档进行管理，三项指标均超出管理规则的红线要求，则企业对应为红档，超出两项即为橙档，超出一项即为黄档，若均低于红线要求则对应为绿档。根据企业的分档表现，给予不同的负债增长限额，从红至绿四档对应的有息负债增速上限分别为0%、5%、10%和15%。该管理规则计划对12家企业进行试点，并根据试点情况向全国推广。在管理规则颁布后，监管部门下发《试点地产企业主要经营、财务指标统计监测表》，要求试点房企每月报送监测财务指标数据情况，此外还要求填报参股未并表住宅地产项目、明股实债项目融资等数据，反映出监管部门对房地产表内表外融资全覆盖的强监管思路。房企资金监测和融资管理规则预计于2021年1月1日起在全行业全面推行，该项政策的推行将对红档和橙档企业的融资产生较大影响。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2020年9月底，公司注册资本为82.02亿元，华侨城集团直接持有公司47.01%的股权，同时通过华侨城资本间接持有公司0.39%的股权，为公司控股股东；国务院国资委为公司实际控制人。

### 2. 企业规模和竞争力

**公司在主题公园领域有着独特的领先优势，具有房地产开发一级资质，综合成片开发优势**

**明显。**

公司构筑了成熟的成片综合开发模式，用主题旅游公园提升房地产开发水准，推出风格独特的地产项目；利用主题公园改善环境、提升地价；用房地产的快速回收资金方式支持主题旅游业发展。公司的地产项目主要位于旅游项目周边地段，受益于旅游景区所带来的规划合理、环境优美、交通便利等综合溢出效益，公司的房地产业务具有一定的盈利空间。这种综合开发模式既有利于资源获取和统筹规划，又解决了长短期收益不均衡和短期现金回流的问题，具备更强的抗风险能力。

公司是中国主题旅游公园的开先河者，在国内主题旅游领域占有绝对优势。公司旗下的锦绣中华、深圳世界之窗、欢乐谷、东部华侨城等产品均处于主题旅游产品领域的领先地位。据国际主题景点权威组织TEA及顾问集团AECOM联合发布的全球主题公园游客量数据报告显示，公司连续多次进入世界主题公园集团五强，并且公司旗下的东部华侨城、北京欢乐谷、深圳欢乐谷、深圳世界之窗、成都欢乐谷和上海欢乐谷均进入了亚太主题公园20强。

公司的全资子公司华侨城房地产为住建部批准的一级房地产开发企业，以珠三角为基地、长三角、环渤海湾以及中部、西南区域为战略区域，重点布局一二线城市；产品以中高端住宅为主，建筑形态包括高层住宅、超高层住宅及低密度住宅等，曾多次获得鲁班奖等设计类奖项。截至2020年9月底，公司旅游综合及房地产业务土地储备总占地面积合计2981.68万平方米，总建筑面积合计5698.48万平方米，剩余可开发建筑面积合计2879.38万平方米，规模体量较大，多为文旅综合项目。

### 3. 人员素质

公司高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验；员工岗位构成较为合理，能够满足日常经营需求。

公司现有董事、监事和高级管理人员共16人，公司现有高管从业时间较长，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况非常熟悉，具有丰富的管理经验。

公司董事长段先念先生，1958年出生，硕士研究生学历，高级经济师；历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；现任华侨城集团董事长、党委书记，公司董事长、党委书记，兼任中华文化促进会常务副主席、中国旅游协会第六届理事会副会长、广东省政协第十二届常委。

公司董事兼总裁王晓雯女士，1969年出生，本科学历；历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，康佳集团股份有限公司（以下简称“康佳集团”）监事，深圳华侨城酒店发展有限公司董事长，香港华侨城有限公司董事长，华侨城（亚洲）控股有限公司（以下简称“华侨城亚洲”）董事局主席，公司副总裁；现任公司总裁、党委副书记、董事，华联发展集团有限公司董事，兼任中国上市公司协会副会长。

截至2019年底，公司在职工25003人。从文化程度看，中专生及以下学历占比48.21%，大专生学历占比24.25%，本科生学历占比

23.41%，硕士研究生及以上学历占比4.04%，博士研究生占比0.09%；从岗位构成看，生产人员占55.37%，销售人员占8.26%，技术人员占19.41%，财务人员占5.00%，行政人员占11.97%，以生产人员为主。

### 4. 外部支持

公司控股股东资产实力雄厚，知名度较高，能够为公司整体开发经营、资源获取及资金等方面提供较大支持力度。

公司控股股东华侨城集团是隶属于国务院国资委管理的大型国有中央企业；其直接或间接持有4家上市公司，分别是华侨城股份（股票代码：000069.SZ，持股比例47.01%）、康佳集团（股票代码：000016.SZ（A股）、200016.SZ（B股），直接持股比例21.75%）、华侨城亚洲（股票代码：3366.HK，持股比例70.94%）和云南旅游股份有限公司（股票代码：002059.SZ）。截至2020年9月底，华侨城集团资产总额为6234.36亿元，所有者权益合计1847.03亿元；2020年1—9月，华侨城集团营业收入达682.45亿元，净利润68.02亿元。

公司在“主题公园领导者、旅游产业领军者、城镇化价值实现者”战略定位引导下，承接了华侨城集团的发展战略和平台优势，在资源获取、产业互动、产融结合等方面获得了股东的有力支持；此外，华侨城集团对公司在资金上予以支持，公司可以向华侨城集团申请委托贷款，用以支持公司运营发展。

### 5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2020年11月18日，公司已结清和未结清信贷记录中均无关注类和不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

## 六、管理分析

### 1. 法人治理结构

按照《公司法》等相关法律法规，公司设立了股东大会、董事会和监事会，建立了相对完善的法人治理结构，能够较好地规范重大经营决策程序。

公司根据《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》等法律法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

公司股东大会是公司的最高权力机构，由全体股东构成，依法行使决定公司经营方针和投资计划、选举和更换非由职工代表担任的董事、监事、审议批准董事会及监事会报告等职权。

公司设董事会，对股东大会负责；董事会由7~9名董事组成，设董事长1名，董事长由董事会全体董事过半数选举产生。董事任期3年，任期届满可连选连任。董事会现有董事7名，其中独立董事4名（由国务院国资委批准）。

公司设监事会，监事会由3名监事组成，设监事长1人，监事长由全体监事过半数选举产生。监事任期3年，任期届满可连选连任。监事会现有3名监事，其中职工监事1名，由公司职工通过职工代表大会或职工大会民主选举产生。

公司设总裁1名，由董事长提名，董事会聘任或解聘，对董事会负责；设副总裁若干名，由总裁提名，董事会聘任或解聘。总裁任期3年，可连聘连任。公司现有总裁1名，副总裁4名，董事会秘书1名，总会计师1名。

### 2. 管理水平

**公司建立了规范的管理制度，内部控制制度健全，管理风险较低。**

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各个环节。公司本部、各职能部门、分公司和子公司在

重大生产经营方面的决策权限划分清晰，各业务部门均制订有规范的管理手册，并随着内外部业务环境的变化适时调整业务管理环节和流程。

子公司管理方面，公司对投资、融资、非经营性债权债务、资产处置、诉讼及其他日常经营管理活动，实行财务授权管理，加强了对子公司、重大项目在资本运作、资金往来、资产等重大财务事项的管理和控制。公司对下属子公司实行资金有偿占用制度。2007年起，公司下属子公司的考核标准与国资委考核体系接轨，公司管理效率得到提高。

投资管理方面，公司制定了相关制度以确保投资决策和资产管理的合法化和程序化。投资管理部负责制订投资计划，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，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，对负有的保密义务的董事、监事及高级管理人员和报送的外部人员应作为内幕知情人登记备案，并对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，公司对有关事项作出了规

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。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

**公司营业收入规模持续增长, 受益于商业模式所带来的低成本资源获取和高溢价市场销售, 公司综合毛利率略有波动但始终维持在较高水平, 经营状况良好。**

2017—2019年, 公司分别实现营业收入423.41亿元、481.56亿元和600.25亿元, 年均复合增长率为19.07%, 2018年增幅主要来自于房地产业务, 2019年增幅主要来自于旅游综合业

务; 分别实现净利润93.18亿元、112.67亿元和143.42亿元, 年均复合增长率为24.07%。

从收入细分板块看, 2017—2019年, 公司旅游综合收入呈持续增长态势, 其中2019年增幅较大主要系旅游地产销售部分结转收入规模增长所致; 房地产收入亦呈现持续增长态势, 但增幅有所放缓, 主要系竣工项目结转规模增速放缓所致; 纸包装业务已于2018年进行剥离, 2019年不再产生该收入, 具体情况如下表所示。

从毛利率来看, 2017—2019年, 公司旅游综合业务毛利率呈波动下降态势, 主要系旅游地产部分结转项目毛利率不同所致; 房地产业务毛利率呈持续增长态势, 主要系结转项目毛利率差异所致。受益于公司商业模式所带来的低成本资源获取和高溢价市场销售, 公司综合毛利率虽然有所波动, 但始终维持在较高水平, 具体情况如下表所示。

表5 2017—2019年及2020年1—9月公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2017年			2018年			2019年			2020年1—9月		
	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)									
旅游综合收入	185.30	43.93	42.32	196.57	41.40	46.34	302.63	50.95	40.63	205.87	62.25	51.00
房地产收入	233.59	55.38	55.24	280.45	59.07	68.79	291.34	49.05	74.60	124.83	37.75	71.10
纸包装收入	7.70	1.83	13.23	4.07	0.86	24.30	--	--	--	--	--	--
减: 内部抵消数	4.78	1.13	--	6.33	1.33	--	--	--	--	--	--	--
<b>合计</b>	<b>421.82</b>	<b>100.00</b>	<b>50.12</b>	<b>474.76</b>	<b>100.00</b>	<b>59.92</b>	<b>593.97</b>	<b>100.00</b>	<b>57.29</b>	<b>330.70</b>	<b>100.00</b>	<b>58.59</b>

注: 此处合计数据为主营业务收入, 占比为各业务板块在主营业务收入中的占比。

资料来源: 公司年报及三季报

2020年1—9月, 公司实现营业收入333.94亿元, 同比增长11.83%; 实现利润总额74.40亿元, 同比下降16.63%, 主要系投资收益较上年同期大幅减少所致。

### 2. 旅游综合业务

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; 其旅游综合业务主要为各类景区、酒店的管理及经营, 以及能给景区、酒店等业务带来增值服务的派生业务(如旅游地产等)。公司旅游项目(景区及配套设施)重点分布在一线城市和比较成熟的二线城市, 由于各个旅游项目前期投资较

高, 因此一般配套设施建设会先于景区的开发, 可产生一定的现金流用以支持景区的开发。公司旅游综合业务主要收入来源包括景区门票收入、园区内销售收入、文化演艺项目收入及园区配套物业租售收入等。

#### (1) 主题公园运营

**公司主题公园类别的旅游项目经营较好, 接待游客数量和旅游综合收入有所增长; 但同类产品市场竞争激烈, 并且需关注配套的旅游地产的销售情况以及主要在建项目的投资需求。此外, 2020年爆发的新冠疫情对公司旅游综合业务形成较大冲击。**

截至2019年底, 公司华侨城主题旅游综合

项目有东部华侨城、云南华侨城、天津华侨城、欢乐海岸、上海华侨城、深圳欢乐谷、北京欢乐谷、成都华侨城、武汉华侨城、重庆华侨城和顺德华侨城共11个项目，各主题公园项目均已营业。此外，截至2019年底，公司在建的主要旅游综合项目合计15个，其中单个投资体量较大的包括西安沛东华侨城文旅综合项目、襄阳华侨城和南昌华侨城项目等。

从接待游客情况来看，2018年，公司共接待游客人数4696万人次，同比增长16%；旅游综合收入为196.57亿元，同比增长6.08%。2019年，公司旗下18家景区、24家酒店、1家旅行社以及2家开放式旅游区累计接待游客5209万人次，同比增长12%；旅游地产处于持续滚动开发中，以销售为主，存在较大的资金支出需求，2019年该部分实现收入249.58亿元，主要为重庆华侨城、南京置地、武汉华侨城、顺德、宁波等旅游地产项目的结转，但由于旅游地产毛利率的波动性较强，需关注未来高毛利率的可持续性；从商用物业租赁来看，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。

2020年以来，由于新冠疫情的爆发，国内外经济形势和疫情防控发生重大变化；而文化旅游作为直接面向消费者的产业受疫情冲击最为

直接，全年经营受疫情影响较大，需求受到一定抑制。整体看，本次疫情短期内对公司旅游业务形成较大冲击，但目前正在逐步恢复中。

#### (2) 酒店运营

**公司酒店业务地理位置及相关旅游配套的优势比较明显，但部分酒店入住率仍然有所不足；2020年，公司酒店业务受疫情冲击客流量明显下滑，公司酒店运营业务一般。**

公司先后投资建设了20多家酒店，覆盖深圳、成都、北京、武汉、泰州、昆明等城市。

从酒店平均房价来看，公司酒店涉及各个价位水平，能够满足不同层次的消费需求。从酒店入住率来看，个别酒店的入住率仍不足50%，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2019年公司主要酒店入住率来看，部分酒店的入住率与去年相比都出现了下滑，主要系周边酒店竞争激烈所致；2020年以来，受疫情影响，公司酒店业务受冲击较大，客流量同比明显下滑，全年经营预计受到较大影响，总体看，公司酒店运营状况一般。

表6 2017-2019年公司部分主要酒店经营状况(单位:万人次、%、元/间/晚)

酒店名称	星级	2017年			2018年			2019年		
		游客人数	入住率	平均房价	游客人数	入住率	平均房价	游客人数	入住率	平均房价
茵特拉根酒店	五星	26.27	57.18	913.10	31.74	57.83	693.98	37.69	48.99	684.21
深圳华侨城大酒店	白金五星	78.40	84.78	1078.29	77.29	83.82	1118.23	77.59	82.24	1225.16
深圳威尼斯酒店	五星	40.15	78.80	795.90	38.43	78.96	791.83	41.55	80.62	881.12
深圳海景奥思廷酒店	四星	44.45	83.40	497.62	46.02	84.85	498.69	42.95	81.42	552.86
深圳万豪酒店	--	47.89	81.67	740.02	44.95	82.00	875.93	5.59	88.01	1718.80
武汉玛雅海滩酒店	--	23.02	67.22	383.37	21.58	66.10	396.39	26.61	64.13	390.65
上海宝格丽酒店	--	--	--	--	8.76	52.42	4905.49	14.44	54.26	4755.00
昆山铂尔曼酒店	--	7.47	47.17	627.82	23.54	59.92	629.91	25.57	65.21	567.26

资料来源：公司提供

### 3. 房地产业务

房地产业务是公司的主营业务之一，其中，

全资子公司华侨城房地产是国家一级房地产综合开发企业。本小节所论述的房地产业务不包

括公司旅游综合开发项目中的地产板块，但由于公司统计原因，土地储备数据使用公司全板块合并口径。随着公司战略和定位的调整，公司对于地产业务强调高周转，通过对土地的股权转让以及引入合作开发商的模式来进行加快周转。

#### (1) 土地储备

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；2017年以来公司积极获取土地储备，规模较大且成本较低，同时公司的土地储备区域较分散，有助于抵御单一区域政策变动风险，但需要关注新增土地储备能级下滑风险，未来获取优质地块难度在不断提升。

由于公司旅游综合业务及房地产业务均涉及到土地储备，无法完全拆分，公司土地储备情况采用全板块合并口径。2017年，公司新增权益土地储备面积269.11万平方米，权益规划建筑面积580.12万平方米，主要集中在重庆、成都、南昌、宜宾等城市，新增土地储备楼面均价为7121.79元/平方米。2018年，公司新增土地储备面积630.98万平方米，权益规划建筑面积853.23万平方米，主要集中在太原、襄阳、重庆、武汉等城市，新增土地储备楼面均价为5317元/平方米。2019年，公司新增项目合计47个，新增土地储备面积624.70万平方米，计容建筑面积1208.07万平方米，权益计容建筑面积836.84万平方米，主要分布在济南、西安和武汉等城市，新增土地储备楼面均价为6163.25元/平方米，同比有所增长，主要系公司在粤港澳大湾区、长三角和长江经济带等国家重点战略区域加大投资力度所致，但仍处于较低水平；其中28个项目以底价摘牌，有效降低了资源获取成本。2020年1—9月，公司新增项目23个，占地面积479.14万平方米，建筑面积1000.44万平方米，主要以襄阳、茂名、湛江、西安等城市为主，城市能级有所下滑从而带动新增土地储备楼面均价亦有所

下滑，主要系襄阳项目体量占比较大所致。

截至2020年9月底，公司土地储备合计149块（由于数量较多，不再列表展示），总占地面积合计2981.68万平方米，总建筑面积合计5698.48万平方米，剩余可开发建筑面积合计2879.38万平方米，规模体量较大；主要集中在重庆、武汉、成都、襄阳、南昌和章丘等地区，纯住宅用地较少，多为文旅综合项目。

#### (2) 项目开发建设

公司期末在建面积较大，且在建项目主要位于杭州、深圳、武汉、南京等地区，区域位置较好，可为未来销售提供支撑；同时，公司开发规模较大，土地获取成本、在建及拟建项目建设支出使得公司存在一定的资金需求，需关注由此带来的资金支出和债务攀升压力。

从公司房地产开发建设情况来看，2019年，公司新开工面积为168.86万平方米，较上年基本保持稳定；竣工面积为85.69万平方米，较上年增长24.55%，主要系公司自2018年开始加大开发力度使得2019年竣工面积增长所致。2020年1—6月，公司继续加大开工力度，具体情况如下表所示。

表7 2017-2019年及2020年1-6月公司房地产开发主要指标

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-6月
新开工面积（万平方米）	65.52	173.67	168.86	104.47
竣工面积（万平方米）	2.00	68.80	85.69	40.56
期末在建面积（万平方米）	187.67	227.02	241.39	--

注：1. 上表数据口径为并表口径，且对2017年及2018年数据进行了追溯调整，不含旅游综合业务相关数据；2. 公司无法提供2020年1-9月数据  
资料来源：公司提供

截至2020年9月底，公司主要开发项目（土地成交金额大于50亿元）有14个，计划总投资额为1946.91亿元，已完成投资额1145.91亿元，尚需投资额801.00亿元。公司大部分在建项目位于一二线城市和区域中心城市，具有较好的销售前景，去化压力尚可，具体情况如下表所示。

表 8 截至 2020 年 9 月底公司主要项目开发情况 (单位: %、万平方米、亿元)

序号	城市	项目名称	项目业态	权益比例	开工时间	完工进度	土地面积	规划计容建筑面积	累计竣工面积	预计总投资金额	累计投资总金额
1	天津市	天津翡翠嘉和项目	住宅	60	2018 年 2 月	32	19.82	33.92	4.40	76.89	60.37
2	上海市	苏河湾一期项目	住宅+商业	100	2012 年 5 月	94	7.10	28.22	21.68	145.57	137.01
3	南京市	南京欢乐海岸	住宅+商业	51	2015 年 12 月	54	46.61	115.98	5.64	240.00	129.26
4	杭州市	钱江世纪城项目	住宅	20	2018 年 5 月	87	10.79	29.63	--	141.71	122.65
5	杭州市	杭州丁桥项目	住宅+商业	100	2018 年 1 月	73	12.01	31.38	--	89.85	65.55
6	武汉市	武汉华侨城欢乐天际中央区	住宅+商业	100	2018 年 12 月	2	16.09	90.46	--	146.16	65.32
7	武汉市	武汉华侨城滨江商务区红坊项目	住宅+商业	100	2020 年 6 月	0	26.59	54.40	--	129.21	33.22
8	南昌市	南昌华侨城象湖文化旅游综合项目	住宅+商业	100	2017 年 11 月	26	105.93	144.11	14.14	193.38	105.78
9	成都市	信和御龙山项目	住宅	80	2012 年 1 月	19	24.84	124.02	73.87	66.73	12.91
10	昆明市	呈贡启平项目	住宅	17	2019 年 1 月	45	83.89	106.41	--	171.17	77.57
11	深圳市	深圳招华会展项目	其他	50	2017 年 7 月	62	21.81	53.80	14.06	235.98	130.94
12	深圳市	深圳渔人码头项目	商业	60	2018 年 9 月	31	2.51	21.44	--	128.60	65.43
13	深圳市	华侨城创想大厦	商业	100	2017 年 9 月	91	1.60	16.03	--	95.34	82.64
14	佛山市	佛山南海三山新城项目	住宅	50	2019 年 11 月	25	11.14	35.65	--	86.31	57.25
合计							390.73	885.45	133.80	1946.91	1145.91

注: 该表统计口径为土地成交金额大于 50 亿元的项目  
资料来源: 公司三季报

截至2020年9月底,公司重点拟建项目主要集中在济南、西安等城市。此外,公司未来也将根据业务战略、土地市场机会以及公司的实际资金情况,酌情继续在土地市场获取新的土地资源;从拟建、在建项目以及新增土地储备的资金需求来看,公司房地产开发业务的资金来源主要包括金融机构借款、直接债务融资及销售回款等方式,虽然控股股东华侨城集团对公司有较大力度的资金支持,但公司仍存在一定的外部资金需求。

### (3) 房产销售

公司房地产业务市场定位明确,地域分布战略清晰;同时,公司房地产开发业务主要集中于一二线城市,能够为未来销售提供较好的外部环境支撑。

从销售模式来看,公司采用自有团队和第三方销售团队相结合的方式,主要以第三方销

售团队为主。其中,第三方团队销售奖励提成发放时点是以销售回款为准,能够更加有效的管理控制房地产回款质量。

从协议销售情况来看,2018年,公司协议销售均价有所下滑,主要系政府限价调控以及销售区域分布的共同影响所致;协议销售金额也有所下滑,主要系公司达预售状态的项目减少以及销售均价下滑的共同影响所致;结转收入280.45亿元,同比增长20.06%。2019年,公司协议销售均价明显提升,且始终处于较高水平,体现了公司房地产开发业务集中于一线和强二线城市的地域分布战略;公司实现签约销售414.55亿元,同比大幅增长,主要系当年华侨城大厦项目整售实现销售额109.76亿元所致;结转收入291.34亿元,同比增长3.88%,具体情况如下表所示。

表 9 2017 - 2019 年公司房地产销售概况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
达预售项目 (个)	3	5	9
协议销售面积 (万平方米)	68.68	57.57	70.93

协议销售金额（亿元）	344.61	264.75	414.55
协议销售均价（万元/平方米）	5.02	4.60	5.84
结转收入面积（万平方米）	80.91	58.75	65.01
结转收入（亿元）	233.59	280.45	291.34

注：1. 不包含公司未纳入合并报表范围合营及联营公司所持项目数据，2017年及2018年为口径追溯调整数据；2. 表格中数据为房地产业务，不包含旅游综合业务；2. 公司无法提供2020年1-9月数据

资料来源：公司提供

#### 4. 经营效率

**公司经营规模持续扩张，虽然经营效率指标有所下滑，但整体经营效率尚可。**

从经营效率指标看，2017—2019年，公司存货周转次数分别为0.24次、0.14次和0.15次；总资产周转次数分别为0.23次、0.19次和0.18次。上述指标在2018年均呈现明显下滑态势，主要系公司近年来经营规模快速扩张，明显加大土地获取规模和在建项目投入力度所致；2019年基本较上年持平，主要系公司自2019年开始执行“以收定投”的投资策略所致。

#### 5. 未来发展

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

在华侨城集团“文化+旅游+城镇化”的战略布局下，公司以“主题公园领导者、旅游产业领军者、城镇化价值实现者”为战略定位，以文化旅游、房地产为主营业务，不断在文化旅游发展新模式、房地产业务差异化构造、旅游与互联网融合等方面进行探索与实践。

文化旅游业务方面，公司以“文化+旅游”为内核，采用“旅游+”为载体的协同发展模式，业态上以主题公园、文化主题酒店、旅行社、旅游综合体为核心，涵盖规划、设计、建设、运营全产业链。

房地产业务方面，公司秉承“优质生活创想家”的品牌定位和“在花园中建城市”的开发理念，以文化内涵融入房地产开发，形成了文化旅游、酒店、住宅和商业类地产业务融合发展的独特优势，以人文社区、花园社区、品质社区为居民提供优质生活及人文体验。

## 八、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的2017—2018年财务报告由瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2019年财务报告由信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见；公司2020年前三季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至2018年底，公司纳入合并范围的子公司共199户，较上年底增加65户，减少13户；截至2019年底，公司纳入合并范围的子公司共237户，较上年底增加58户，减少20户，但对合并数据影响不大，财务数据的可比性较强。

截至2019年底，公司资产总额3796.20亿元，所有者权益949.93亿元（含少数股东权益263.56亿元）；2019年，公司实现营业收入600.25亿元，利润总额192.19亿元。

截至2020年9月底，公司资产总额4326.91亿元，所有者权益1035.52亿元（含少数股东权益332.12亿元）；2020年1—9月，公司实现营业收入333.94亿元，利润总额74.40亿元。

### 2. 资产质量

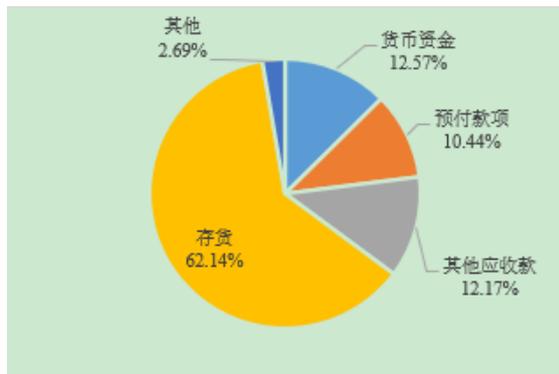
**公司资产规模较大，以流动资产为主。流动资产中货币资金较充裕，存货占比较大且地理位置较好；非流动资产中投资性房地产以成本法计量，有一定升值空间。公司资产受限比例低，整体资产质量好。**

2017—2019年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长31.96%，主要系流动资产增长所致。截至2019年底，公司资产总额3796.20亿元，较年初增长28.46%。其中，流动资产占78.57%，非流动资产占21.43%。

(1) 流动资产

2017—2019年底，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长33.56%。截至2019年底，公司流动资产2982.83亿元，较年初增长26.56%，主要系存货及预付款项增加所致；主要由货币资金（占12.57%）、预付款项（占10.44%）、其他应收款（占12.17%）和存货（占62.14%）构成。

图2 截至2019年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司年报整理

2017—2019年底，公司货币资金波动增长，年均复合增长13.29%。截至2018年底，公司货币资金余额为272.29亿元，较年初下降6.78%，主要系购地支出和资金往来支出款增加所致。截至2019年底，公司货币资金374.87亿元，较年初增长37.67%，主要系公司加强去化力度、增加现金回流所致。其中，受限货币资金合计20.01亿元，受限比例为5.34%，主要为不可随时支取的各类保证金存款。

2017—2019年底，公司预付款项波动增长，年均复合增长35.26%。截至2018年底，公司预付款项为106.70亿元，较年初下降37.28%，主要系预付土地款规模减少所致。截至2019年底，公司预付款项311.28亿元，较年初增长191.73%，主要系预付土地款（年末余额为303.89亿元）规模大幅增加所致。

2017—2019年底，公司其他应收款持续增长，年均复合增长79.09%。截至2019年底，公司其他应收款363.13亿元，较年初增长17.98%，主要系支付投资款及关联方往来增加所致；从计提坏账准备情况来看，年末计提坏账准备余额

为0.73亿元；从集中度来看，年末余额前五名合计占比40.90%，集中度尚可。

2017—2019年底，公司存货持续增长，年均复合增长32.40%。截至2019年底，公司存货1,853.44亿元，较年初增长14.71%，主要系土地储备及项目建设开发投入增加所致；主要由开发成本（占比90.79%）和开发产品（占比9.13%）构成；公司已计提存货跌价准备0.96亿元，考虑到公司房地产开发项目的地理位置，存货减值可能性较低，存货跌价准备计提较为合理。

(2) 非流动资产

2017—2019年底，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长26.53%。截至2019年底，公司非流动资产813.37亿元，较年初增长35.91%，主要系投资性房地产和其他非流动资产增加所致；主要由长期股权投资（占17.57%）、投资性房地产（占16.35%）、固定资产（占19.55%）、在建工程（占比5.75%）、无形资产（占10.99%）、递延所得税资产（占比13.69%）和其他非流动资产（占10.63%）构成。

图3 截至2019年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司年报整理

2017—2019年底，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长46.71%。截至2019年底，公司长期股权投资142.88亿元，较年初增长29.16%，主要系原子公司成都地润置业发展有限公司（以下简称“成都地润”）转让51%股权、云南华侨城置业有限公司转让50%股权等操作使得原子公司成为联营公司及参与联营公司投资所致；2019年，公司对合联营企业确认投资收益5.68亿元。

2017—2019年底，公司投资性房地产持续

增长,年均复合增长56.09%,采用成本法计量,具有一定升值空间。截至2019年底,公司投资性房地产账面价值133.00亿元,较年初增长98.37%,主要系公司存货、固定资产、在建工程转入所致,其中,尚未办妥产权证书的房屋建筑账面价值为25.16亿元。

2017—2019年底,公司固定资产持续增长,年均复合增长6.35%。截至2019年底,公司固定资产账面价值158.98亿元,较年初增长9.24%,主要系部分在建工程转入所致;主要由房屋及建筑物(占70.29%)和机器设备(占20.70%)构成,累计计提折旧125.10亿元;固定资产成新率54.57%,成新率较低。

2017—2019年底,公司在建工程持续增长,年均复合增长48.07%。截至2019年底,公司在建工程46.77亿元,较年初增长48.94%,主要系部分旅游综合项目投入建设增加所致,其中体量较大的包括南京华侨城项目等。

2017—2019年底,公司无形资产持续增长,年均复合增长20.09%。截至2019年底,公司无形资产89.40亿元,较年初增长17.90%,主要系自持商业增加所致,其中土地使用权(旅游产品用地、商业用地、自用和工业用地)占98.96%。

2017—2019年底,公司递延所得税资产持续增长,年均复合增长27.11%,主要来自于可抵扣暂时性差异。截至2019年底,公司递延所得税资产为111.38亿元,较年初增长24.36%。

2017—2019年底,公司其他非流动资产波动增长,年均复合增长21.71%。截至2018年底,公司其他非流动资产为33.40亿元,较年初下降42.75%,主要系公司委托贷款减少所致。截至2019年底,公司其他非流动资产86.42亿元,较年初增长158.74%,主要系委托贷款增加所致。

截至2019年底,公司受限资产209.27亿元,占总资产的比例为5.51%,受限比例低;控股股东华侨城集团未对持有公司的股权进行质押。

截至2020年9月底,公司资产总额4326.91亿元,较上年底增长13.98%,主要系存货的增加所致。其中,流动资产占80.91%,非流动资产占19.09%。

### 3. 资本结构

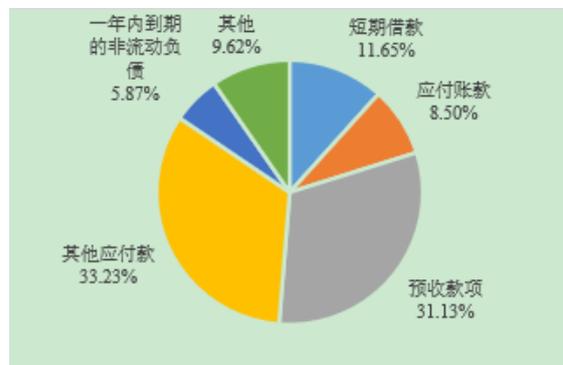
#### (1) 负债

随着业务规模的扩大,公司整体负债规模有所增长;负债结构仍以流动负债为主,债务负担有所加重,但仍属合理水平。

2017—2019年底,公司负债规模持续增长,年均复合增长36.60%。截至2019年底,公司负债总额2846.27亿元,较年初增长30.36%,主要系流动负债增加所致。其中,流动负债占70.43%,非流动负债占29.57%,以流动负债为主。

2017—2019年底,公司流动负债持续增长,年均复合增长39.28%。截至2019年底,公司流动负债2004.71亿元,较年初增长36.99%,主要系预收款项、短期借款和其他应付款增加所致;主要由短期借款(占11.65%)、应付账款(占8.50%)、其他应付款(占33.23%)、预收款项(占31.13%)和一年内到期的非流动负债(占5.87%)构成。

图4 截至2019年底公司流动负债构成



资料来源:联合资信根据公司年报整理

2017—2019年底,公司短期借款持续增长,年均复合增长35.28%。截至2019年底,公司短期借款233.49亿元,较年初增长77.81%,主要系公司经营规模扩大、为满足公司流动性安排的短期借款同时增加所致。其中,信用借款占48.61%、委托借款占46.62%。

2017—2019年底,公司应付账款持续增长,年均复合增长22.28%。截至2019年底,公司应付账款170.32亿元,较年初增长21.08%,主要系随着业务规模的扩大,应付及预计工程款增加

所致。

2017—2019年底，公司预收款项持续增长，年均复合增长42.10%。截至2019年底，公司预收款项624.12亿元，较年初增长47.60%，主要系销售规模扩大所致。

2017—2019年底，公司其他应付款持续增长，年均复合增长31.98%。公司其他应付款主要为资金往来款、收取的工程保证金和按照清算口径预提的土地增值税。截至2019年底，公司其他应付款666.20亿元，较年初增长19.42%，主要系关联方往来款增加所致。其中，关联方往来287.75亿元，计提的土地增值税291.07亿元。

2017—2019年底，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长105.40%。截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债117.71亿元，较年初增长36.77%。

2017—2019年底，公司非流动负债持续增长，年均复合增长30.79%。截至2019年底，公司非流动负债841.56亿元，较年初增长16.87%，主要系长期借款增加所致；主要由长期借款（占82.75%）和应付债券（占15.42%）构成。

2017—2019年底，公司长期借款持续增长，年均复合增长24.81%。截至2019年底，公司长期借款696.38亿元，较年初增长17.21%，主要系经营规模扩大使得借款需求增加所致；如将一年内到期的长期借款加总回来，保证借款为355.45亿元、信用借款为253.80亿元、抵押贷款为84.83亿元、委托贷款（均为公司向母公司华侨城集团的借款）为119.73亿元。

2017—2019年底，公司应付债券持续增长，年均复合增长92.75%。截至2019年底，公司应付债券129.74亿元，较年初增长16.49%，主要系“19侨城01”的发行所致。

截至2020年9月底，公司负债总额3291.39亿元，较上年底增长15.64%，主要系预收售楼款增加以及经营规模扩大从而使得长期借款增加的共同影响所致。其中，流动负债占67.81%，非流动负债占32.19%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

2017—2019年底，公司全部债务持续增长，

年均复合增长35.98%，主要系业务规模扩大使得资金需求增加所致；截至2019年底，公司全部债务1179.03亿元，较年初增长27.57%；其中，短期债务占29.93%，长期债务占70.07%，以长期债务为主。2017—2019年底，公司资产负债率分别为69.97%、73.88%和74.98%，呈现持续增长态势；全部债务资本化比率分别为49.34%、54.49%和55.38%，呈现持续增长态势，整体债务负担有所加重但仍处于合理水平；长期债务资本化比率分别为42.40%、47.75%和46.51%，呈现波动增长态势。

截至2020年9月底，公司全部债务1436.76亿元，较上年底增长21.86%，主要系经营规模继续扩大所致。其中，短期债务占27.45%，长期债务占72.55%。截至2020年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为76.07%、58.11%和50.16%，较上年底分别提高1.09个百分点、提高2.73个百分点和提高3.65个百分点。从债务期限结构来看，虽然公司债务在未来1~3年到期占比相对较高，但公司再融资能力很强，不存在实质集中偿付压力，具体情况如下表所示。

表 10 截至 2020 年 9 月底公司全部债务期限结构  
(单位: 亿元、%)

期限	账面余额	占比
1 年以内	394.44	27.45
1~3 年 (含 3 年)	756.79	52.67
3~5 年 (含 5 年)	116.54	8.11
5 年以上	169.00	11.76
合计	1436.76	100.00

资料来源：公司提供

## (2) 所有者权益

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

2017—2019 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 20.45%。截至 2019 年底，公司所有者权益为 949.93 亿元，较年初增长 23.07%，主要系未分配利润增加及少数股东权益增长(房地产项目合作开发增加)的共同影响

所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为72.25%，少数股东权益占比为27.75%。归属于母公司所有者权益686.37亿元；其中股本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占11.95%、7.55%、-1.76%、6.25%和76.01%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至2020年9月底，公司所有者权益合计1035.52亿元，较上年底增长9.01%，主要系少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为67.93%，少数股东权益占比为32.07%。归属于母公司所有者权益703.39亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占11.66%、7.40%、-1.89%、6.10%和78.01%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

#### 4. 盈利能力

**公司收入规模有所增长，投资收益对公司利润贡献有一定影响，但可持续性一般；公司整体盈利能力很强。**

2017—2019年，公司营业收入持续增长，年均复合增长19.07%，其中，2018年增幅主要来自于房地产业务，2019年增幅主要来自于旅游综合业务；分别实现净利润93.18亿元、112.67亿元和143.42亿元，年均复合增长率为24.07%。

从期间费用看，2017—2019年，公司期间费用总额持续增长，年均复合增长10.81%；2019年，公司期间费用总额为64.74亿元，较上年增长4.02%，其中，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为29.43%、42.86%和27.71%。2017—2019年，公司销售费用持续增长，年均复合增长率14.84%，主要系销售规模扩大所致；管理费用持续增长，年均复合增长12.01%，主要系业务规模扩大所致；财务费用波动增长，年均复合增长5.93%，主要系2018年借款增加、2019年利息资本化及委贷利息收益增加的共同影响所致。

从非经常性损益看，2017—2019年，公司分别实现投资收益48.00亿元、23.46亿元和44.77亿元，年均复合下降3.42%，主要系2018年处置长

期股权投资收益下滑、2019年丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量的利得增加以及处置长期股权投资产生的投资收益增加的共同影响所致；投资收益占营业利润比重分别为39.33%、15.62%和23.28%，对营业利润有一定影响，但可持续性不强。公司资产减值损失、公允价值变动收益和营业外收入对利润的影响不大。

从盈利指标方面来看，2017—2019年，公司总资本收益率分别为8.60%、8.36%和8.23%；净资产收益率分别为14.23%、14.60%和15.10%，均基本保持稳定，且处于较好水平。

2020年1—9月，公司实现营业收入333.94亿元，同比增长11.83%；营业利润率为32.96%，同比下降3.17个百分点。2020年1—9月，公司实现营业利润73.82亿元，同比下降17.29%，实现利润总额74.40亿元，同比下降16.63%，主要系投资收益较上年同期大幅减少所致。

#### 5. 现金流

**受公司加大存货去化力度的影响，公司经营现金流有所改善，但仍然持续呈现净流出状态；公司通过“以收定投”的政策逐步改善投资活动现金流；但公司对筹资活动的依赖较大，持续保持了较大的净流入规模。**

表 11 2017—2019 年及 2020 年 1—9 月公司现金流量情况

(单位：亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	788.37	819.81	1227.78	819.40
经营活动现金流出小计	867.51	920.25	1279.66	841.78
<b>经营现金流量净额</b>	<b>-79.14</b>	<b>-100.45</b>	<b>-51.88</b>	<b>-22.38</b>
投资活动现金流入小计	72.80	78.09	168.76	60.13
投资活动现金流出小计	166.15	247.97	217.01	124.94
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-93.35</b>	<b>-169.88</b>	<b>-48.25</b>	<b>-64.81</b>
筹资活动前现金流量净额	-172.49	-270.33	-100.12	-87.19
筹资活动现金流入小计	1039.93	1091.37	1018.23	1107.11
筹资活动现金流出小计	743.99	855.90	805.40	957.13
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>295.94</b>	<b>235.47</b>	<b>212.83</b>	<b>149.98</b>
现金收入比	133.85	137.47	154.36	197.89

资料来源：公司年报

经营活动方面，2017—2019年，公司经营现金流入持续增长，年均复合增长24.79%，主要系公司销售规模扩大所致；经营活动现金流出持续增长，年均复合增长21.45%，主要系开发支出增加所致。2017—2019年，公司经营现金净额分别为-79.14亿元、-100.45亿元和-51.88亿元，其中2019年净流出情况略有好转主要系公司加大了存货的去化力度所致。

投资活动方面，2017—2019年，公司投资现金流入年均复合增长52.25%，其中2019年增幅较大主要系处置上海华合房地产开发有限公司、成都地润等子公司股权以及企业往来款增加的共同影响所致；投资活动现金流出波动增长，年均复合增长14.29%，主要系对外投资规模有所波动。2017—2019年，公司投资现金净额分别为-93.35亿元、-169.88亿元和-48.25亿元，主要系2019年以来公司通过“以收定投”的政策逐步改善公司现金流所致。2017—2019年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-172.49亿元、-270.33亿元和-100.12亿元，对筹资活动依赖程度较高。

筹资活动方面，2017—2019年，公司筹资活动现金流入年均复合下降1.05%，基本保持稳定。2017—2019年，公司筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长4.05%。2017—2019年，公司筹资活动现金净额分别为295.94亿元、235.47亿元和212.83亿元，持续保持较大的净流入规模。

2020年1—9月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为-22.38亿

元（上年同期为-36.99亿元）、-64.81亿元（上年同期为-71.55亿元）和149.98亿元（上年同期为265.43亿元）。

#### 6. 偿债能力

**公司主营业务获现能力及盈利能力很强，融资渠道畅通，长短期偿债指标表现好；同时，考虑到公司综合开发的业务模式以及土地储备的区域分布情况，公司整体偿债能力极强。**

从短期偿债能力指标看，2017—2019年底，公司流动比率分别为161.80%、161.05%和148.79%；速动比率分别为59.48%、50.64%和56.34%，公司流动资产对流动负债的保障程度强。2017—2019年底，公司现金短期债务比分别为1.89倍、1.25倍和1.07倍，虽然呈现持续下降态势，但现金类资产对短期债务的保障程度仍然处于较好水平。截至2020年9月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为156.87%、50.39%和1.10倍。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA分别为167.18亿元、202.59亿元和244.46亿元，持续增长，主要由计入财务费用的利息支出和利润总额构成。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数分别为5.61倍、3.34倍和2.89倍，持续下降，但EBITDA对利息的覆盖程度仍处于较好水平；全部债务/EBITDA分别为3.81倍、4.56倍和4.82倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

表12 公司偿债能力指标

项目	项目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
短期偿债能力指标	流动比率（%）	161.80	161.05	148.79	156.87
	速动比率（%）	59.48	50.64	56.34	50.39
	现金类资产/短期债务（倍）	1.89	1.25	1.07	1.10
长期偿债能力指标	全部债务/EBITDA（倍）	3.81	4.56	4.82	--
	EBITDA利息倍数（倍）	5.61	3.34	2.89	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年6月底，公司及其子公司对外担

保情况余额为62.85亿元，主要为对关联方武汉

首茂城置业有限公司、武汉誉天红光置业有限公司、深圳市招华国际会展发展有限公司等的担保，规模较小，或有负债风险较低。

截至2020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。

截至2020年9月底，公司合并口径已获银行授信额度2464亿元，已使用1076亿元，间接融资渠道畅通；同时，考虑到公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

### 7. 母公司财务分析

**母公司资产构成主要为持有的子公司股权和债权，母公司债务负担较重，投资收益为其主要利润来源。**

截至2019年底，母公司资产总额1304.24亿元，较年初增长18.83%，主要系债权投资增加所致。其中，流动资产占29.42%，非流动资产占70.58%。从构成来看，母公司资产主要由债权投资（占35.83%）和长期股权投资（占30.39%）构成。

截至2019年底，母公司负债总额为933.35亿元，较年初增长26.20%，主要系长期借款增加所致。其中，流动负债占22.48%，非流动负债占77.52%。从构成来看，母公司负债主要由长期借款（占63.62%）、短期借款（占15.89%）和应付债券（占13.90%）构成。截至2019年底，母公司全部债务889.80亿元，资产负债率71.56%，全部债务资本化比率70.58%。

截至2019年底，母公司所有者权益370.89亿元，较年初增长3.59%，基本保持稳定。

2019年，母公司实现营业收入12.06亿元，利润总额35.57亿元。同期，投资收益为37.35亿元，主要为持有联、合营企业股权产生的投资收益。投资收益为母公司主要利润来源。

2019年，母公司经营活动现金流净额为-9.34亿元，投资活动现金流净额为-69.97亿元，筹资活动现金流量净额为124.69亿元。

截至2020年9月底，母公司资产总额1348.52亿元，所有者权益为333.27亿元，负债总额1015.25亿元；母公司资产负债率75.29%，全部债务资本化比率73.64%。2020年1—9月，母公司营业收入7.35亿元，利润总额-2.45亿元；经营活动现金流净额、投资活动现金流净额、筹资活动现金流净额分别为51.58亿元、-70.96亿元、-18.19亿元。

## 九、本期债券偿还能力分析

**本期债券的发行对公司债务结构影响不大，公司经营活动现金流入和EBITDA对本期债券保障能力很强。**

### 1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券拟发行规模为不超过25亿元（含25亿元），按发行金额上限25亿元测算，本期债券分别占2020年9月底公司长期债务和全部债务的2.40%和1.74%，对公司现有债务结构影响不大。截至2020年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为76.07%、58.11%和50.16%，本期债券发行后上述指标将分别上升至76.21%、58.53%和50.76%，发行后公司债务负担有所加重。但考虑到本期债券募集资金拟全部用于偿还到期或回售的公司债券，公司实际债务负担或将低于预测值。

### 2. 本期债券偿还能力分析

2017—2019年，公司经营活动现金流入和EBITDA对本期债券覆盖倍数均处于较高水平，公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期债券保障能力很强。

表 13 本期债券保障能力测算

指标	2017年	2018年	2019年
经营活动现金流入量（亿元）	788.37	819.81	1227.78
<b>经营活动现金流入量保障倍数（倍）</b>	<b>31.53</b>	<b>32.79</b>	<b>49.11</b>
经营活动现金流量净额（亿元）	-79.14	-100.45	-51.88
<b>经营活动现金流量净额保障倍数（倍）</b>	<b>-3.17</b>	<b>-4.02</b>	<b>-2.08</b>
EBITDA（亿元）	167.18	202.59	244.46
<b>EBITDA保障倍数（倍）</b>	<b>6.69</b>	<b>8.10</b>	<b>9.78</b>

注：数据略有差异系四舍五入造成

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 十、结论

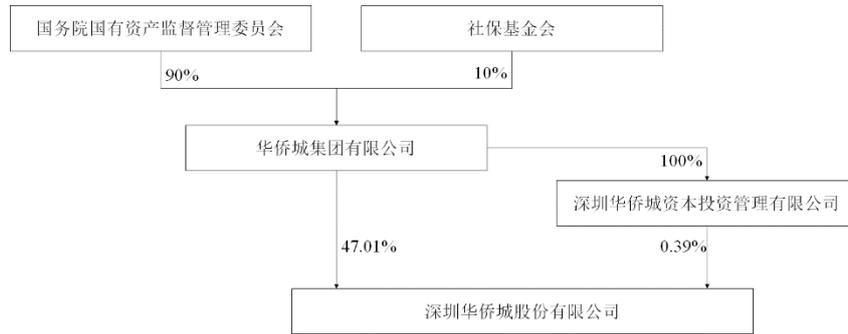
公司作为全球领先的主题公园运营商，在“文化+旅游+城镇化”以及“旅游+互联网+金融”的创新发展模式下，形成了独特的综合成片开发的竞争优势。公司在经营规模、品牌知名度、业务布局和股东支持等方面具有较强的综合竞争优势，主营业务毛利率处于较高水平，整体盈利能力很强；公司新增一二线城市土地储备量较大，旅游项目也在不断扩充和开业，可为未来经营提供良好的支撑。同时，联合资信也关注到旅游项目经营风险较高、2020年爆发的新冠疫情对文旅行业冲击明显、未来资本支出压力较大、经营活动净现金流呈现净流出状态以及债务规模增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期债券的保障程度很高。

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；旅游项目品牌知名度较高，且不断有新项目的开业；控股股东仍然在资金方面保持较大的支持力度。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，联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

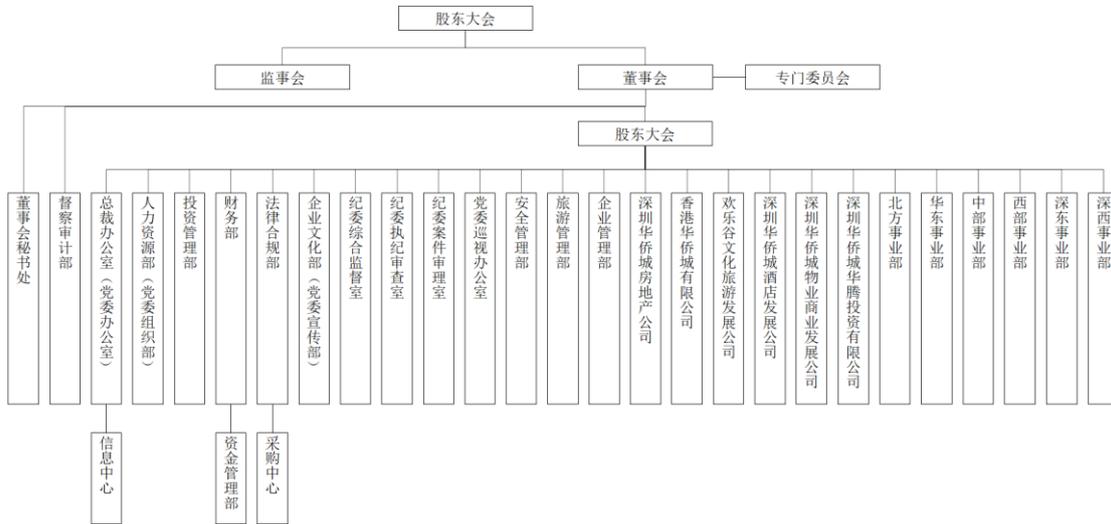
基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

### 附件 1-1 截至 2020 年 9 月底深圳华侨城股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

### 附件 1-2 截至 2020 年 9 月底深圳华侨城股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

### 附件 1-3 截至 2020 年 9 月底深圳华侨城股份有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	实收资本 (亿元)	持股比例 (%)	表决权比例 (%)	取得方式
1	深圳华侨城房地产有限公司	房地产及旅游综合开发	100.00	100	100	公司设立
2	深圳东部华侨城有限公司	房地产及旅游综合开发	22.00	100	100	公司设立
3	香港华侨城有限公司	房地产及旅游综合开发	97.19	100	100	公司设立
4	武汉华侨城实业发展有限公司	房地产及旅游综合开发	11.79	100	100	公司设立
5	宁波华侨城投资发展有限公司	房地产及旅游综合开发	10.00	100	100	公司设立
6	上海天祥华侨城投资有限公司	房地产及旅游综合开发	7.13	85	85	公司设立
7	信和置业(成都)有限公司	房地产及旅游综合开发	24.93	80	80	收购
8	南京华侨城实业发展有限公司	房地产及旅游综合开发	10.00	100	100	公司设立
9	上海华侨城投资发展有限公司	房地产及旅游综合开发	4.44	100	100	公司设立
10	北京世纪华侨城实业有限公司	房地产及旅游综合开发	5.19	63.25	63.25	公司设立
11	云南华侨城实业有限公司	房地产及旅游综合开发	10.00	100	100	公司设立
12	重庆华侨城实业发展有限公司	房地产及旅游综合开发	10.00	100	100	公司设立
13	深圳市招华会展实业有限公司	房地产及旅游综合开发	8.00	100	100	公司设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	293.83	272.81	376.05	433.82
资产总额 (亿元)	2180.10	2955.26	3796.20	4326.91
所有者权益 (亿元)	654.75	771.84	949.93	1035.52
短期债务 (亿元)	155.69	218.77	352.92	394.44
长期债务 (亿元)	481.98	705.48	826.12	1042.32
全部债务 (亿元)	637.67	924.25	1179.03	1436.76
营业收入 (亿元)	423.41	481.56	600.25	333.94
利润总额 (亿元)	128.20	153.64	192.19	74.40
EBITDA (亿元)	167.18	202.59	244.46	--
经营性净现金流 (亿元)	-79.14	-100.45	-51.88	-22.38
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	73.33	91.17	175.29	--
存货周转次数 (次)	0.24	0.14	0.15	--
总资产周转次数 (次)	0.23	0.19	0.18	--
现金收入比 (%)	133.85	137.47	154.36	197.89
营业利润率 (%)	31.46	39.26	35.29	32.96
总资本收益率 (%)	8.60	8.36	8.23	--
净资产收益率 (%)	14.23	14.60	15.10	--
长期债务资本化比率 (%)	42.40	47.75	46.51	50.16
全部债务资本化比率 (%)	49.34	54.49	55.38	58.11
资产负债率 (%)	69.97	73.88	74.98	76.07
流动比率 (%)	161.80	161.05	148.79	156.87
速动比率 (%)	59.48	50.64	56.34	50.39
经营现金流动负债比 (%)	-7.66	-6.86	-2.59	--
现金短期债务比 (倍)	1.89	1.25	1.07	1.10
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.61	3.34	2.89	--
全部债务/EBITDA (倍)	3.81	4.56	4.82	--

注: 1. 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; 2. 2017 年及 2018 年数据以期初追溯调整数据为准; 3. 由于计算公式不一致, 本报告部分财务指标与公司年报可能存在不一致的情况

资料来源: 公司年报及三季度报, 联合资信搜集整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	54.32	54.91	98.28	63.24
资产总额 (亿元)	801.57	1097.59	1304.24	1348.52
所有者权益 (亿元)	350.62	358.03	370.89	333.27
短期债务 (亿元)	301.88	293.60	166.30	214.26
长期债务 (亿元)	109.72	415.76	723.50	716.93
全部债务 (亿元)	411.60	709.36	889.80	931.19
营业收入 (亿元)	7.83	8.08	12.06	7.35
利润总额 (亿元)	83.17	33.18	35.57	-2.45
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	-103.99	-65.18	-9.34	51.58
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	--	--	--	--
存货周转次数 (次)	--	--	--	--
总资产周转次数 (次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比 (%)	109.59	107.90	66.58	51.50
营业利润率 (%)	57.92	54.78	41.86	--
总资产收益率 (%)	10.50	3.11	2.82	--
净资产收益率 (%)	22.83	9.27	9.57	--
长期债务资本化比率 (%)	23.84	53.73	66.11	68.27
全部债务资本化比率 (%)	54.00	66.46	70.58	73.64
资产负债率 (%)	56.26	67.38	71.56	75.29
流动比率 (%)	72.32	95.97	182.86	99.01
速动比率 (%)	72.29	95.94	182.80	98.97
经营现金流动负债比 (%)	-31.18	-20.13	-4.45	--
现金短期债务比 (倍)	0.18	0.19	0.59	0.30
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

资料来源: 公司年报及三季报, 联合资信搜集整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	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	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

# 联合资信评估股份有限公司关于 深圳华侨城股份有限公司 2021 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资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年深圳华侨城股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

深圳华侨城股份有限公司应按联合资信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或本次（期）债券如发生重大变化，或发生可能对深圳华侨城股份有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的重大事项，深圳华侨城股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注深圳华侨城股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债券相关信息，如发现深圳华侨城股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对深圳华侨城股份有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如深圳华侨城股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对深圳华侨城股份有限公司或本次（期）债券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送深圳华侨城股份有限公司、监管部门等。