

信用等级公告

联合[2015] 356 号

花样年集团（中国）有限公司：

联合信用评级有限公司通过对花样年集团（中国）有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

花样年集团（中国）有限公司主体长期信用等级为 AA,评级展望为“稳定”

花样年集团（中国）有限公司拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一五年七月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

花样年集团（中国）有限公司

2015 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 30 亿元（含）

债券期限：不超过 5 年（含）

评级时间：2015 年 7 月 8 日

主要财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	179.71	225.26	292.15	295.37
所有者权益(亿元)	49.06	62.60	83.07	84.54
长期债务(亿元)	28.68	47.94	35.31	32.92
全部债务(亿元)	35.60	54.08	64.99	62.45
营业收入(亿元)	44.82	74.93	74.77	16.26
净利润(亿元)	9.35	12.03	14.13	1.41
EBITDA(亿元)	13.42	16.27	20.69	--
经营性净现金流(亿元)	13.88	5.88	9.74	4.56
营业利润率(%)	29.88	27.22	20.89	25.29
净资产收益率(%)	19.06	21.54	19.40	--
资产负债率(%)	72.70	72.21	71.57	71.37
全部债务资本化比率(%)	42.05	46.35	43.90	42.48
流动比率	1.57	1.77	1.39	1.38
EBITDA 全部债务比	0.38	0.30	0.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.07	4.28	4.09	--
EBITDA/本期发债额(倍)	0.45	0.54	0.69	--

注：①本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；②本报告财务数据及指标计算均为合并口径。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对花样年集团（中国）有限公司（以下简称“公司”或“花样年集团”）的评级反映了公司为香港上市公司香港花样年投资控股集团有限公司（以下简称“花样年控股”，证券代码 1777.HK）全资子公司，以花样年控股的多业务板块经营为依托，在房地产行业景气度下滑的背景下，盈利规模持续稳健增长；公司目前开拓成渝经济区、长三角区域、珠江三角洲区域及京津区域等地产业务板块，形成了良好的区域布局。同时，2014 年公司向轻资产转型成效显著，在房地产行业整体增速下滑的背景下保持稳健经营和实现持续盈利。同时，联合评级也关注到公司债务规模较大、资产负债率较高、在建项目和库存规模相对较大；同时 2014 年受宏观调控以及国家经济发展形势影响，公司收入增速放缓；而且营业利润对投资性房地产公允价值变动以及投资收益的依赖程度较大。

未来随着公司在建项目的开发完成和实现销售，公司经营规模和盈利水平有望继续提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是国内房地产行业知名企业，在土地储备、开发规模和销售收入等方面的竞争优势明显。

2. 公司建立了成熟高效的采购、经营、销售和管理体系，保障公司在建项目较快实现销售和回款，有利于公司经营和财务安全。

3. 公司以花样年控股上市公司为依托，以母公司彩生活住宅社区服务、社区金融服务等其他业务板块为助力，协同发展，确保地产

开发的轻资产化转型的成效。

关注

1. 房地产业面临全局性调整，虽然近期房地产政策出现放松迹象，但整体看房地产行业高速发展的阶段已经过去。公司作为全国布局的大型房地产开发企业，房地产市场调整对其经营状况影响较大。

2. 公司土地储备及库存规模较大，需关注公司在售项目的去化速度对公司现金流量的影响。

3. 公司债务规模较大，资产负债率较高，利息负担较重，需关注由此带来的风险。

4. 公司收入规模放缓，盈利能力有所下降；公司营业利润对投资性房地产公允价值变动以及投资收益的依赖程度较大。

分析师

刘洪涛

电话：010-85172818

邮箱：liuht@unitedratings.com.cn

刘 畅

电话：010-85172818

邮箱：liuc@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

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与花样年集团（中国）有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与花样年集团（中国）有限公司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，未因花样年集团（中国）有限公司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公司相关资料主要由花样年集团（中国）有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次公司债券信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，联合评级将持续关注发行人动态；若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

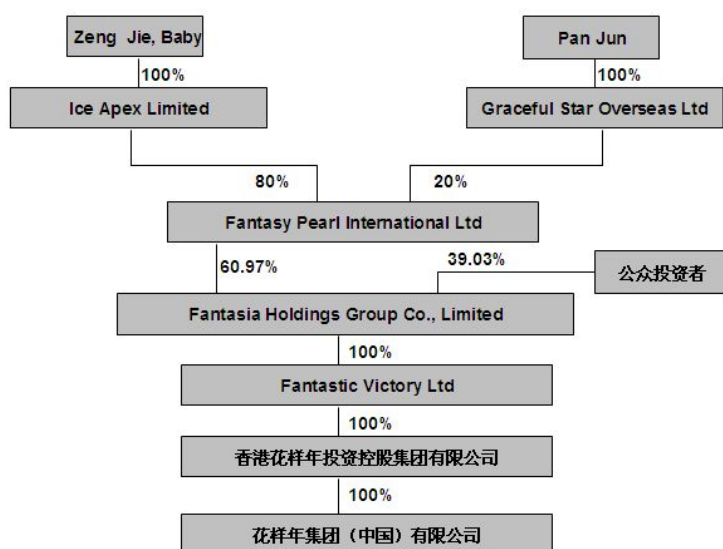
一、主体概况

花样年集团（中国）有限公司（以下简称“公司”或“花样年集团”）前身系深圳市花样年科技有限公司，系由曾宝宝和吕璘共同出资组建的有限责任公司，于2006年1月20日取得深圳市工商行政管理局核发的营业执照，初始注册资本5,000万元。

根据2006年9月4日深圳市贸易工业局“深贸工资复[2006]1783号”关于深圳市花样年集团有限公司股权并购设立为外资企业的批复，公司变更为外商独资企业，股东变更为香港花样年投资控股集团有限公司，并于2007年10月20日更名为“花样年集团（中国）有限公司”。

根据公司2007年9月12日的董事会决议和修改后的章程规定，公司申请增加注册资本人民币35,884.35万元，由股东花样年控股以货币出资。花样年控股以货币出资美元4,895万元，折合人民币35,887.69万元，其中35,884.35万元计入实收资本，折算后溢价部分3.34万元计入资本公积。2009年12月，股东第二次增资，注册资本由40,884.35万元增加至102,484.35万元。2010年5月，股东第三次增资，注册资本由102,484.35万元增加至162,484.35万元。截至2015年3月底，公司注册资本162,484.35万元，实际控制人为自然人曾宝宝（别名曾洁）。

图1 截至2015年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司目前设战略管理部、投资管理部、市场及品牌推广中心、投资者关系部、财务管理部、总裁办公室、人力资源部、法律事务部、审计监察部、信息部、互联网及大数据研究中心等12个部门（详见附件1-1）；拥有深圳市花样年地产集团有限公司、北京花样年房地产开发有限公司等直接或间接控股子、孙公司73家。截至2015年3月底，公司在职工995人。

公司经营范围：电子技术开发；软件开发及咨询；经济信息咨询；房地产信息咨询、房地产经济；在合法取得使用权的土地上才能够使房地产开发经营；物业管理；园林绿化；从事摄影及彩色扩印服务；建筑材料（不含钢材）与建筑机械设备的批发、佣金代理（不含拍卖）与进出口（涉及配额许可证管理、专项规定管理的商品按国家有关规定办理）。

截至2014年底，公司合并资产总额292.15亿元，负债合计209.08亿元，所有者权益（含少数股东权益）83.07亿元。2014年公司实现营业收入74.77亿元，净利润（含少数股东损益）14.13亿元，经营活动产生的现金流量净额9.74亿元，现金及现金等价物净增加额-4.36亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额295.37亿元，负债合计210.83亿元，所有者权益（含少数股东权益）84.54亿元。2015年1~3月公司实现营业收入16.26亿元，净利润（含少数股东损益）1.41亿元，经营活动产生的现金流量净额4.56亿元，现金及现金等价物净增加额-2.96亿元。

公司注册地址：深圳市福田区深南大道南泰然九路西喜年中心A座2801房；办公地址：深圳市福田保税区市花路与紫荆路交汇处福年广场A栋；法定代表人：潘军。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“花样年集团（中国）有限公司2015年公司债券”（以下简称“本次债券”），本次债券规模为不超过30亿元，期限为不超过5年（含5年）。本次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。本次债券票面利率由公司和保荐人（主承销商）通过市场询价协商确定。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金30亿元，其中80%将用于偿还银行贷款，剩余20%将用于补充流动资金。

三、行业分析

公司主要业务为房地产开发与销售、物业出租、物业管理以及其他服务，属于房地产行业。

1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。目前，我国房地产业主要体现以下特征：

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房地产企业普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房地产企业较难进入。

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

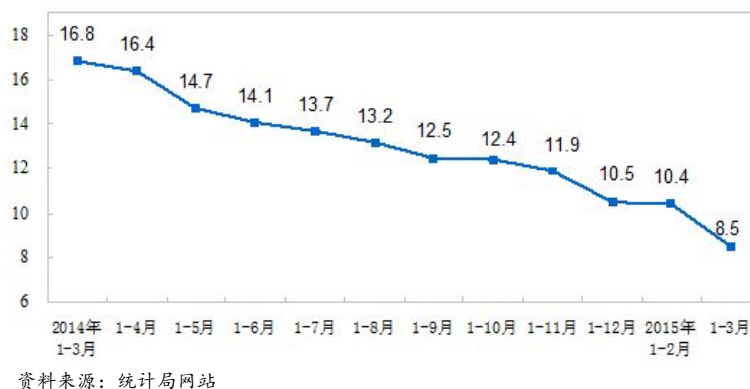
第三，高负债、高风险、波动性大。房地产企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地由政府相关部门发生种种联系。

从近年房地产业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控

的影响，表现低迷。后随着金融危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是2011年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年9月~11月一二线城市价格均出现一定程度的下跌。2012年，受2011年行业低迷影响，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓，全年房地产开发投资71,804亿元，比上年增长16.19%，增速较2011年放缓11.86个百分点；商品房施工面积57.3亿平方米，比上年增加13.2%，增幅同比减小12个百分点；新开工面积17.7亿平方米，比上年减少7.3%，增幅同比减小23.5个百分点。进入2013年，中国房地产市场景气度有所回升，2013年，全国房地产开发投资86,013.38亿元，同比增长19.79%，增速同比提高3.6个百分点。2014年以来，我国房地产行业增速不断放缓，2014年，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，全国房地产开发投资95,035.61亿元，名义同比增长10.49%，较2013年同期增速大幅下滑9.30个百分点。2015年1至3月份，全国房地产开发投资16,651亿元，同比名义增长8.5%（扣除价格因素实际增长9.5%）。其中，住宅投资11,156亿元，增长5.9%。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.0%。预计未来一段时间，房地产市场呈现一定的下降回调态势。

图2 2010~2014年我国房地产开发投资及其同比增速 单位：亿元、%



总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，但受宏观经济波动和调控政策影响，近年来发展波动较大。

2. 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。

2011年开始，受国家对房地产企业的严厉调控政策影响，土地市场呈现出明显低迷的态势，但当年全国土地出让收入却仍高达3.15万亿元，创历史新高，北京、上海等地已经进入土地收入“千亿俱乐部”。2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势。全国300个城市土地共成交近12亿平方米，较上年同期下降14.6%，其中，住宅用地成交3.8亿平方米，同比下降23.1%。同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2012年下半年以来，一线城市土地溢价率持续走高，也带动了住宅楼面均价结构性上涨。2012年全国300个城市住宅用地楼面均价为1,347元/平方米，同比上涨7.4%，其中12月达1,675元/平方米，为2010年4月调控以来最高值。

受供应量增加影响，2013年土地成交量较2012年增加，住宅类用地涨幅较明显。2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%；土地出让金总额为31,304.5亿元，同比增加50%。

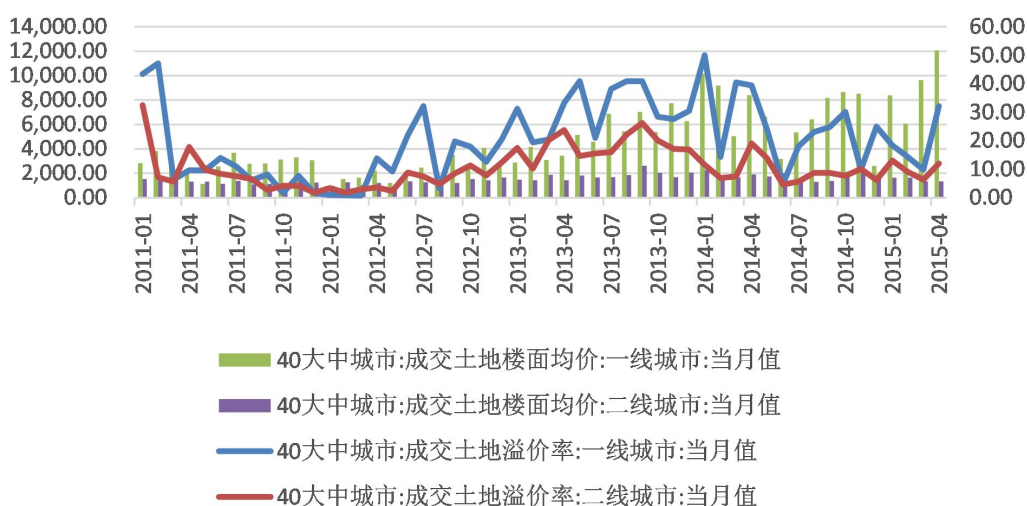
2013年重点城市地价升高，带动楼面均价整体水平明显高于上年。全国300个城市土地成交楼面均价1,174元/平方米，同比上涨27%。2013年重点城市“地王”频出，住宅类用地与商办类用地表现强势，楼面均价领涨。2013年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年同期上涨8个百分点。

2014年，受到房地产销售增速回落和各地限购影响导致房价下跌，各地土地出让情况出现恶化，土地出让溢价率明显回落，楼面地价涨幅收窄。2014年，全国300个城市共成交土地27,907宗，同比减少28%；成交面积104,032万平方米，同比减少31%；土地出让金总额为23,412亿元，同比减少27%。2014年，全国300个城市成交楼面均价为1,234元/平方米，较上年同期上涨6个百分点。

2015年一季度，在经济下行压力加大，楼市库存高企、市场信心不足的背景下，房地产方面则积极聚焦于促消费，鼓励自住和改善性需求，反映在土地供求方面：2015年1-3月，全国300个城市共成交土地4,849宗，同比减少36%；成交面积17,110万平方米，同比减少41%；土地出让金总额为4,068亿元，同比减少43%；土地平均溢价率9%，较上年同期下降4个百分点。2015年第一季度，一线城市供需同比跌幅居各线城市前列，出让金未达千亿，土地市场表现分化。二三线城市各项指标也以同比下降为主，出让金均减少四成左右，降幅较一线城市略小。

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。值得注意的是，2013年由于土地供应量较大，土地成本较高，造成大量房源同阶段上市，将给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

图3 2011年以来全国40个大中城市用地楼面均价及平均溢价率（单位：元/平方米、%）



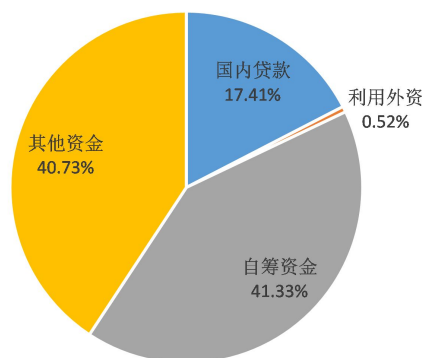
资料来源：Wind资讯

（2）开发资金来源状况

2008年以来，由于需求面观望情绪浓厚，商品房成交量大幅下降，订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降，而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。从房地产资金来源情况看，房地产开发企业资金来源总体增速增长。据国家统计局数据显示，2013年房地产开发企业本年资金来源122,122.47亿元，比上年增长26.5%，增速较上年增长13.8个百分点，其中，国内贷款19,672.66亿元，比上年增长33.1%，增速较上年增长19.9个百分点；利用外资534.17亿元，增长32.8%，增速已经由负转正；自筹资金47,424.95亿元，增长21.3%，较上年增长9.6个百分点；其他资金54,490.70亿元，增长28.9%，增速较上年增长14.2个百分点。

2014年国家经济增速放缓，固定资产投资增速下降，货币环境趋紧的情况下，房地产开发到位资金增速下降，利用外资增长较快。2014年，房地产开发企业到位资金121,991亿元，比上年下降0.1%，1-11月份为增长0.6%，2013年为增长26.5%。其中，国内贷款21,243亿元，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，下降8.8%。在其他资金中，定金及预收款30,238亿元，下降12.4%；个人按揭贷款13,665亿元，下降2.6%。

图4 2014年房地产行业资金来源构成

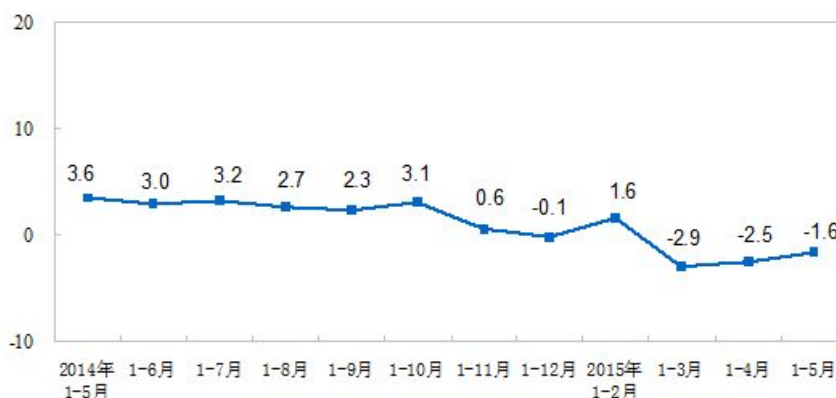


资料来源：国家统计局

2015年1-5月份经济增速放缓，经济存下行压力，政府继续实行宽松货币政策刺激经济，但房地产开发企业到位资金状况未得到明显改善。2015年1-5月份，房地产开发企业到位资金45,966亿元，同比下降1.6%。其中，国内贷款8,740亿元，下降6.8%；利用外资150亿元，同比持平；自筹资金18,389亿元，增长0.9%；其他资金18,688亿元，下降1.5%。在其他资金中，定金及预收款10,973亿元，下降4.2%；个人按揭贷款5,575亿元，增长4.4%。

总的来看，2014年偏紧的货币供应，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。步入2015年，央行实行适度宽松的货币政策，连续降准降息，同时降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，有利于缓解房地产业的资金压力。

图5 全国房地产开发企业本年资金到位增速 单位：%

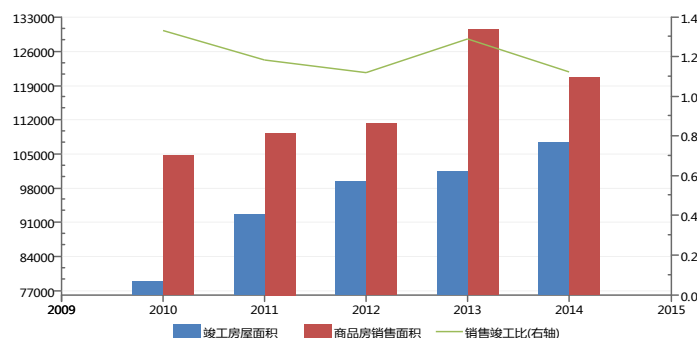


资料来源：国家统计局

(3) 市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2012年全国房地产开发企业房屋施工面积57.34亿平方米，比上年增长13.2%；房屋新开工面积17.73亿平方米，下降7.3%；房屋竣工面积9.94亿平方米，增长7.3%；其中，住宅竣工面积79,043万平方米，增长6.4%。与此同时，在一系列房地产市场调控政策作用下，全年商品房销售面积11.13亿平方米，比上年增长1.8%；其中，住宅销售面积增长2%，办公楼销售面积增长12.4%，商业营业用房销售面积下降1.4%。商品房销售额6.45万亿元，增长10%；其中，住宅销售额增长10.9%，办公楼销售额增长12.2%，商业营业用房销售额增长4.8%。2013年统计数据显示，房屋竣工面积10.14亿平方米，增长2.0%，增速下降0.5个百分点；其中，住宅竣工面积7.87亿平方米，下降0.4%。2013年，商品房销售面积13.06亿平方米，同比增长17.3%，增速较上年回落0.5个百分点。2013年房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。

图6 2010~2014年全国商品住宅供求情况 (单位：万平方米)



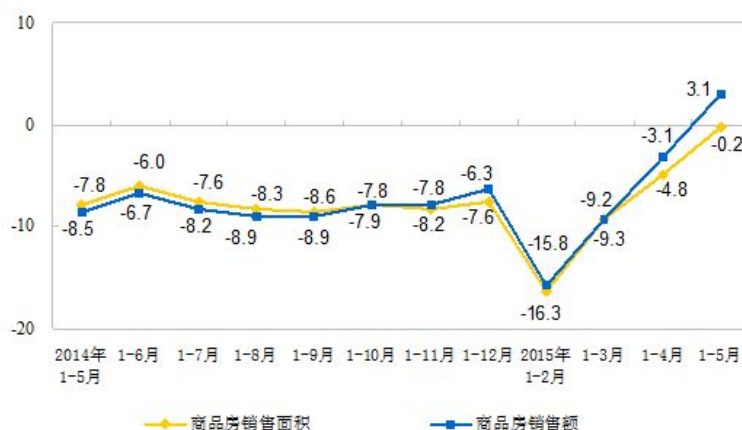
资料来源：国家统计局、联合评级整理。

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。

2014年以来，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，三季度房贷新政的出台，以及随后的公积金政策调整、央行降息等一系列利好政策使得市场企稳回升，但年末翘尾未能改变房地产市场的下行趋势，如图6所示；反观竣工面积增速放缓较小，房地产业供需状况较2013年以前有所改变。2014年统计数据显示，商品房销售面积12.06亿平方米，同比下降7.6%，其中住宅销售面

积下降9.1%；商品房销售额76,292亿元，同比下降6.3%，其中住宅销售额下降7.8%。从供给方面看，2014年房屋竣工面积10.75亿平方米，增长5.9%，增速回落2.2个百分点；其中，住宅竣工面积8.09亿平方米，增长2.7%，竣工面积增速虽有回落，但仍保持一定程度的增长。

图7 全国商品房销售面积和销售额增速情况 单位：%



资料来源：国家统计局

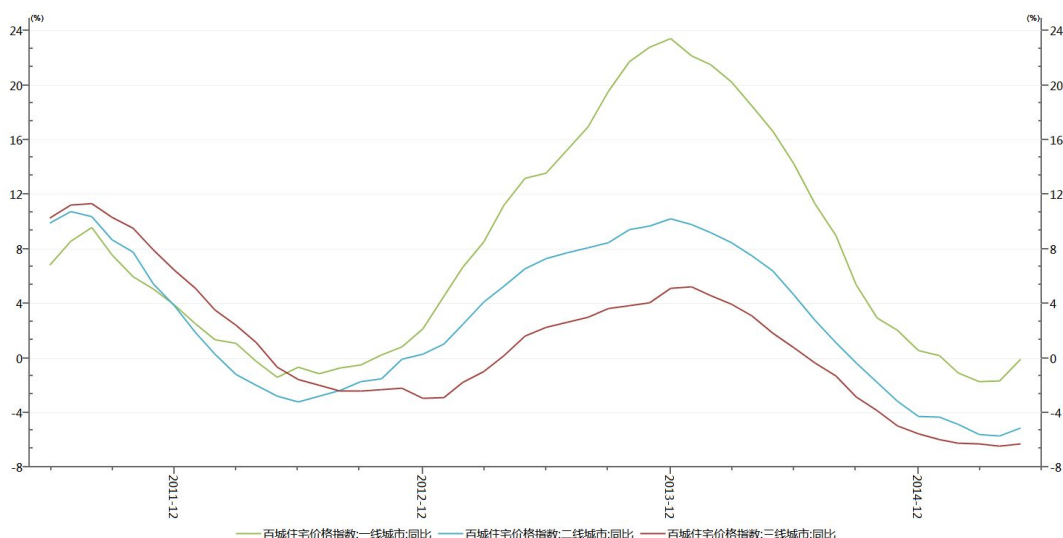
2015年1-5月房地产业受多重宽松政策调整影响，同时房地产开发公司主动把握政策改善机遇，以消化库存为主要运营目标。2015年1-5月份，商品房销售面积3.60亿平方米，同比下降0.2%，其中住宅销售面积同比持平，办公楼销售面积下降9.3%，商业营业用房销售面积增长3.9%；商品房销售额24,409亿元，增长3.1%，其中，住宅销售额增长5.1%，办公楼销售额下降12.4%，商业营业用房销售额下降1.4%。从供给方面看，因受房地产市场变化影响存在延迟性，房屋竣工面积2.66亿平方米，下降13.3%，降幅扩大2.8个百分点。其中，住宅竣工面积1.96亿平方米，下降16.2%。

整体来看，房地产行业经过2013年的爆发式增长后，2014至2015年进入白银时代，供求状况有改变的趋势。2015年1-5月房地产业政策利好，市场成交回升，但全年去库存依然是重点。

(4) 销售价格情况

从商品房销售价格看，2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、天津、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨，结束了连续9个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米，同比上涨11.51%。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，2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米，环比下跌0.44%，连续第8个月下跌，跌幅扩大0.06个百分点，与2013年相比，2014年百城住宅均价累计上涨城市数量明显减少，涨幅明显缩小。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：%



资料来源：Wind资讯

2015 年受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015 年一季度百城住宅价格为 10,523 元/平方米，延续去年四季度下跌态势，但跌幅明显收窄，累计小幅下跌 0.18%，各月份涨跌幅均在 0.25% 以内，表现较为平稳。

总的来看，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得以扭转。预计 2015 年随着利好政策逐步落地实施，需求将进一步释放，房价将继续稳中看涨。

3. 竞争格局

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

进入 2014 年，行业集中度进一步提升，2014 年销量下降，但前 100 大地产开发公司的品牌优势凸显，集中度比前几年上升速度更快，幅度更大。2014 年房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别提高到 17.49% 和 23.49%，较上年分别提高了 4.22 个和 5.24 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.26% 和 13.51%，较上年分别提高了 1.89 和 2.39 个百分点，2014 年新增统计前百强地产开发企业的行业集中情况（详见下表）。

表1 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%	17.49%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	23.49%
前 100 大企业销售额占比	--	--	--	--	38.37%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	10.26%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.51%
前 100 大企业销售面积占比	--	--	--	--	22.43%

资料来源：联合评级搜集整理

注：根据中房网上市地产开发公司排名，花样年控股分别位 2014 年房地产企业前百大销售额和销售面积排名的 66 位和 44 位。

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，

龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大；同时房地产开发企业的经营理念也正发生变化，不再单一关注规模，而是更多追求有质量的增长。

表2 2015年中国房地产开发公司测评前100强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团有限公司	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	--	-----
5	中国海外发展有限公司	68	花样年投资控股集团有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2011年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。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》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年1,000万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等等。2011年1月27日，中国财政部表示，自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。进入2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级政府地方在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。2009年以来主要的房地产调控政策如表3所示。

表3 2011年至今主要房地产调控政策

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

资料来源：联合评级搜集整理

2014年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。2014年4月至5月间，无锡、天津、宁波、武汉、郑州等城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展。

2015年全国两会期间，国务院总理李克强在《政府工作报告》中指出，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。2015年3月27日国土部、住建部联合下发通知优化今年住房及用地供应结构。3月30日，央行联合住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例：二套房商业性贷款最低首付款比例调整为不低于40%，同时调整了住房公积金贷款政策，首套普通自住房公积金贷款最低首付款比例为20%；对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的，最低首付款比例为30%。3月30日，财政部也联合国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限：个人将购买2年以上（含2年）的普通住房对外销售的，免征营业税。

总体看，为促进房地产行业的健康发展，2015年房地产行业调控政策已有所放宽，将在一定程度上缓解房价向下调整趋势。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，行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

5. 行业关注

资金链日趋紧张

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性。随着银行等金融机构贷款逐步收紧，房企更多地开始依靠项目销售等回款作为资金来源。但在长期的“限购”和“限贷”政策下，进入2014年我国房地产销售情况开始转淡，销量和价格均出现同比下降，影响房地产企业的回款能力和现金流，部分房企的资金链越发紧张。

资金成本上升

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2013年房地产行业平均负债率有所上升，139家房企的平均负债率为63.15%，相较于2012年的61.64%上升了近两个百分点，逾四成房企资产负债率超过70%。在宏观经济增速放缓，市场资金面偏紧常态化的情况下，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，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。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率下降

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。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；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

6. 行业发展

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。2013 年 5 月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。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。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

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。一方面，参股银行可以更好地满足企业客户在金融服务方面的需求，也是企业顺应未来房地产行业“金融业+加工业”发展趋势的有效转型；另一方面，参股银行可以使企业与银行间的业务关系更加紧密，为房企的融资创造便利条件。

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，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，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，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，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。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是花样年控股（证券代码 1777.HK）的全资子公司，是花样年控股在中国大陆房地产开发及相关产业运营的主体。自 1998 年始的多年开发建设中，公司逐步建立起标准化、科学化、系统化的质量管理体系，形成过程质量控制和创优机制。公司先后开发花郡、花样城、别样城等精品住宅系列，喜年、福年、香年等综合体系列项目近百个，累计开发面积 1,084 万平方米，连续 7 年荣获全国百强地产企业称号，2010 年荣获中国华南房地产品牌 TOP10，2011 年荣获综合价值（中资港股）TOP10 及最具投资潜力公司称号，自 2013 年始连续两年跻身全国房地产行业销售百亿军团。

截止 2014 年末，公司总资产 292.15 亿元，地产业务主要专注于珠三角、长三角、成渝、京津及华中地区，整体覆盖北京、上海、深圳、天津、东莞、惠州、成都、武汉、苏州、无锡、南京、桂林、大理、宁波等 16 个一、二线城市或区域核心城市，同时推进国际化业务，已经在香港、台北、新加坡、东京设立分公司，并在新加坡、美国、台湾投资了项目。公司项目所在城市基本为区域经济中心，近几年已经转移到一、二线城市，精品及刚需住宅并重，核心区域综合体项目具有较大潜力，项目规划配套完善、城市交通发达、升值潜力较大。

总体看，公司地产项目开发规模较大，土地储备丰富、优质，项目覆盖全国重要市场。

2. 股东支持

公司控股股东花样年控股作为香港上市公司，近年来的轻资产战略转型成效显著，房地产销售业绩稳健增长，轻资产业务发展迅速。同时，花样年控股旗下，地产开发运营、彩生活住宅社区服务、社区金融服务、国际商务物业、社区文化旅游、社区商业管理、社区养老和社区教育产业等八大板块全面发展，板块协同发展，经过整合后，搭建起中国最大的社区服务运营平台，树立起房企转型的“花样年模式”。八大板块形成完整的产业生态链，地产开发作为龙头，既为其他板块业务提供有力支撑，同时社区服务平台为公司的地产开发创造协同发展的效应。

按照花样年控股的战略转型规划，公司近年来摒弃传统房地产开发企业的盲目追求规模扩张的重资产开发理念，转向以提高经营效益和投资回报为核心指标，依托八大板块的布局，把业务分拆成地产基金和代理建设公司，建立全新的轻资产开发模式。

双资本平台，规模优势扩大

2014 年 6 月 30 日，花样年控股旗下彩生活服务集团（股份代号：1778）在香港联合交易所主板成功上市，截至 2014 年 12 月 31 日，彩生活拓展和管理的物业面积总量已经超过 2 亿平方米，签约管理项目超过 1200 个，共计覆盖城市数量超过 100 个，行业规模第一的优势不断扩大。彩生活更在 2014 年 11 月成功收购新加坡 SteadlinkAsset 公司，首度进入海外开拓社区物业服务。彩之云 APP 注册使用者数目前已超过 100 万，扩大了在线服务平台。2015 年 2 月份彩生活又宣布斥资人民币 3.3 亿元收购高端物业巨头开元国际 100% 股权，是迄今为止国内物业管理行业出现的规模最大的并购案。总体看彩生活的成功上市，开启了花样年控股的双资本平台时代，促进花样年控股资本运作效应和品牌溢价能力大幅提升。

外接能力迅速提升，商务社区平台逐步形成

在高端商务物业服务领域，花样年控股旗下国际商务物业板块 2014 年外接项目涵盖了重庆腾讯、深圳长富金茂大厦、成都壹中心、贵阳凯里东方文化大厦、拉萨中太城市广场、天津水岸唐宁、杭州新天地东方茂、东莞松山湖创意谷等 10 多个大型项目，实现拓展面积近 300 万平方米，商务社区平台逐步形成，在管项目遍布全国 16 个城市，16 家分公司，初步形成了覆盖西南、西北、华北、华东经济圈的全国化核心区域战略布局。总体看，在高端商务物业服务领域，花样年国际商务物业板块不断创新基础服务和提升增值服务能力的同时，业务拓展能力也迅速提升。

总体看，公司项目开发依托股东的社区服务运营平台，协同发展，具有较强的竞争优势。

3. 人员素质

公司现有主要管理人员包括总裁和副总裁共 4 人。公司管理人员均有丰富的行业经验和管理经验，充分了解行业的整体状况和公司的运营发展。

公司董事长、总裁潘军先生，1971 年出生，本科学历，2008 年获得清华大学高级工商管理硕士学位。2006 年 1 月至今任现职，同时兼任花样年地产集团有限公司总裁及多家子公司的董事。潘

军先生现为中国注册物业估价师及深圳市不动产估价学会的会员。

公司董事、财务总监林锦堂先生，1969年出生，本科学历，为香港会计师公会及英国特许公认会计师公会会员。林锦堂拥有14年财务管理专业经验，并在投资者关系管理、并购及海外融资方面拥有丰富经验；曾担任中国奥园地产股份有限公司执行董事、首席财务官等职务，曾在绿城中国控股有限公司任首席财务官兼公司秘书及合资格会计师等职务。林锦堂现兼任天马娱乐控股有限公司（该公司于联交所创业板上市）的独立非执行董事；2012年5月加入公司，任董事、财务总监等，并负责财务管理工作，同时分管下属物业国际公司，并担任彩生活服务集团有限公司（为花样年控股的社区服务上市子公司，以下简称“彩生活”，证券代码1778.HK）非执行董事。

截至2015年3月底，公司在职工995人，其中营销人员占8.94%，工程人员占23.12%、采购人员占2.61%、设计人员占9.85%、成本人员占7.54%、管理人员占9.85%（高管人员），其他人员占38.09%；从文化程度看，公司高中以下学历占0.30%，高中及中专学历占3.52%，大专及以上学历占96.18%。

总体看，公司主要管理人员从业时间较长，管理经验较为丰富，公司员工学历构成较合理，能够满足目前经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

香港花样年投资控股集团有限公司是公司的唯一股东；公司建立了由董事会、高管层等组成的法人治理结构，股东是公司的最高权力机构；公司设董事会，对股东负责。董事会由5名董事组成，包括董事长1人，董事4人；公司不设监事会及监事，但公司的实际控制人花样年控股作为港股上市公司设有监事会并对花样年集团行使其职能。公司设总裁1名，副总裁3名，由董事会聘任或解聘，总裁对董事会负责。

总体看，公司作为单一股东企业，法人治理结构较简单；公司未设置监事会及监事，法人治理结构尚需完善，但公司运作较为规范，能够为正常经营提供保障。

2. 管理体制

公司根据自身发展及业务需求，内设战略管理部、投资管理部、市场及品牌推广中心、投资者关系部、财务管理部、总裁办公室、人力资源部、法律事务部、审计监察部、信息部、互联网及大数据研究中心等职能部门，整体形成了定位清晰，权责明确，协同有序的运营管理体系。对于下属业务板块、城市公司及项目公司的管控，公司实行区域总经理负责制，同时公司相关部门对下进行垂直管理，并通过月度经营会议进行督导和管理。

公司对下属子公司财务进行管理，制定了《资金管理制度》，管理模式分为资金集中管理模式和资金独立管理模式；下属子公司银行账户管理权限集中于集团公司；资金预算采取零基预算的编制方法，以收定支，确保收支平衡；融资方面采取集中审批及统一管理、统一管理和分级实施的原则，资金计划按照年度经营计划和年度资金预算，制定融资预算上报审批；担保方面，担保业务由资金计划部统筹管理，下属公司一般不提供对外担保，确有必要时须经董事会批准。

针对招投标管理，公司制定了《招投标管理制度》，采取集中决策原则，规定凡招投标决策工作均需召开成本决策小组会议进行决策；同时在技术标先行原则基础上，以合理低价原则确定中标单位；采取公开招标、邀请招标、定向议标、直接委托四种形式，并针对不同金额招投标进行分级设置审核备案制度。

公司制定了相应的内控制度，有效落实各职能部门专业系统风险管理和流程控制，提高公司经营效率和盈利水平。公司内控制度涉及战略控制、业务控制、会计系统控制、内部审计控制等多个方面。公司各职能部门根据自身专业系统的特点和业务需要，制定各项业务管理规章、操作流程和岗位手册，以及针对各个风险点制定必要的控制程序等。

公司除业务控制以外，还制定了环境控制、战略控制、会计系统控制等多个方面的制度。具体来讲，环境控制包括授权管理和人力资源管理；战略控制包括战略环境的分析和公司战略的选择；会计系统控制包括会计核算控制和财务管理控制，由财务部依据《会计法》、《企业会计准则》、《企业会计制度》、《企业财务通则》和《会计基础工作规范》等法律法规制定。

总体看，目前公司内部管理规范，内部控制水平较高。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为房地产开发与销售。2012~2014年，公司营业收入规模呈现较快增长态势，三年复合增长率为29.15%，2014年实现营业收入74.77亿元，较上年轻微下降0.22%，主要系2014年受到房地产行业景气程度下降，公司采取降价走量的营销模式。

从公司营业收入的构成来看，房地产开发业务是公司主要收入来源，近三年占公司营业收入的比例均在95%以上，2014年房地产开发业务实现营业收入71.88亿元，占当年营业收入的96.14%，公司主营业务十分突出。公司其他业务主要包括物业管理服务、房屋租赁、酒店、其他房地产开发相关服务，具备一定规模，近三年其他业务收入增速较快，特别是2014年，公司其他业务收入2.89亿元，较上年增加80.18%，主要是由于公司向轻资产转型，相关物业及酒店等业务收入增加所致。

毛利率变化方面，公司近三年整体毛利率有所下降，主要系各年份中结转收入的地产项目中刚需住宅占比逐渐增高的影响。2014年整体毛利率为30.77%，较上年下降6.21个百分点。分业务来看，公司房地产开发业务毛利率呈现下降的态势，主要是受项目结算结构变化影响导致结算均价下降所致；2014年房地产开发业务毛利率为29.87%，较2013年同比下降7.11个百分点，主要系2014年度结转收入的项目以二、三线城市刚需住宅为主，毛利较高的城市综合体占营业收入比例较小；且2014年度地产行业整体形势进入下行通道，公司为确保现金流安全，对部分项目采取了降价促销走量的策略所致。公司其他业务毛利率近三年呈现波动上升态势，2014年为62.83%，较上年上升29.13个百分点，主要系受到公司加大轻资产转型力度的影响。详细情况参见下表。

表4 2012年~2014年公司营业收入情况 单位：万元、%

业务板块	2012年			2013年			2014年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
房地产开发	438,482.91	97.82	39.37	733,315.36	97.86	36.98	718,824.36	96.14	29.87
其他业务	9,756.57	2.18	39.17	16,017.94	2.14	36.77	28,860.68	3.86	53.15
合计	448,239.48	100.00	39.37	749,333.30	100.00	36.98	747,685.04	100.00	30.77

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从公司房地产开发业务的具体构成看，刚需住宅及城市综合体项目占比较高，其中刚需住宅增速较快，近三年复合增长率为74.52%；城市综合体项目增速有所下降，近三年复合下降12.20%。2014年刚需住宅业务收入50.68亿元，占公司房地产开发业务的70.51%，刚需住宅业务收入逐年上升，且占比大幅度上升，主要为公司2014年地产开发类型以刚需住宅为主；2014年刚需住宅

业务收入较 2013 年上升 121.95%，主要系 2014 年刚需项目陆续结转收入，如东莞市江山花园三期、惠州别样城 3 期、苏州别样城 1 期等项目陆续开盘确认收入。2014 年城市综合体项目收入为 16.46 亿元，占比为 22.90%，近年来城市综合体项目收入波动下滑，较 2013 年下降 162.29%，主要系 2013 年成都福年广场、香年广场等项目结转收入较多，2014 年城市综合体项目结转收入金额减少所致。高档住宅项目近年来占比较低，收入波动下降，主要系结转收入的项目减少所致。

从房地产开发业务的毛利率来看，刚需住宅 2012~2013 年毛利较高，2014 年毛利率为 22.62%，较 2013 年下降 3.1 个百分点，主要是受房地产行业调控影响所致，公司为保证现金流量采用降价走量的销售措施。城市综合体项目毛利率较高且相对稳定，近三年均保持在 48% 左右。高档住宅毛利率波动较大，2013 年毛利率较低为 13.14%，主要系当年结转收入的天津花郡 1.1 期因附送面积较多，导致成本较高，同时为打开当地市场，价格优惠力度较大所致。

2015 年 1~3 月，受国家宏观调控的利好因素及公司城市综合体项目占营业收入比例较 2014 年占比较高的影响，公司实现营业收入 16.26 亿元，利润总额 2.28 亿元，实现净利润 1.41 亿元，营业利润率为 25.29%，较上年上升 4.39 个百分点，盈利能力有所提升。

表5 公司房地产开发业务细分情况（单位：万元，%）

细分板块	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
高档住宅	58,523.39	13.35	33.84	73,147.51	9.97	13.14	47,379.12	6.59	42.53
城市综合体	213,565.47	48.71	51.74	431,817.67	58.89	46.96	164,633.07	22.90	48.54
刚需住宅	166,394.04	37.95	25.43	228,350.18	31.14	25.72	506,812.17	70.51	22.62
合计	438,482.91	100.00	39.37	733,315.36	100.00	36.98	718,824.36	100.00	29.87

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，近三年公司营业收入规模较大，住宅开发业务增长较快；城市综合体项目业务是公司主营业务收入的重要补充，但受公司营销策略影响，近三年业务规模波动较大。2014 年收入规模较上年轻微下滑，盈利能力随整体房地产市场运行状况有所下滑，但未来随着国内房地产市场环境逐步好转，以及公司在售楼盘的开发和销售渐次推进，预计公司营业收入规模将保持稳健增长。

2. 土地储备

公司房地产项目开发的主要环节包括土地获取、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地获取、规划设计等前期准备和后期的房产销售是实现预期收入和利润规模最为重要的环节。

从成本构成来看，公司项目开发成本主要包括土地成本（土地转让款及相关交易税费）、前期工程费用（含勘察费、设计费、报批报建费、造价咨询费、工程监理费等）、建安成本（含建安工程、安装装饰工程、红线内外市政配套工程等）、开发间接费用（含项目现场管理费及项目开发贷款可资本化财务利息），其中土地成本和建安成本占比较高，合计约占 85% 以上。土地出让金的支付一般为先期支付 50%，并在项目开工前结清款项；建安成本相对固定，建安费用的支付通常根据项目工程进度而定，完成主体结构前支付款项不超过总价款的 65%，竣工验收前支付款项不超过总价款的 85%，项目决算后一般付至总价款的 95%-97%，剩余 3%-5% 作为工程质保金。

公司土地储备策略方面，从 2013 年起，公司已全面回归一线及有竞争力的二线城市，不片面追求量的增长更侧重质的增长。2014 年公司通过加强同 TCL 地产集团的合作，收购惠州 TCL 房

地产公司股权，成功开拓了以武汉为核心的华中地区业务板块，丰富了区域的战略布局；同时公司地产业务转型在一线城市为核心方向，2013~2014 年通过框架协议方式增加深圳市的土地储备，

公司土地储备的决策流程方面，分为机会识别阶段、立项审批阶段、合同谈判阶段、尽职调查阶段和项目移交。机会识别阶段针对不同类型项目分为城市公司和业务发展部主导，针对地块进行信息获取和筛选整理，并进行立项调研，经过城市公司总经理审批或业务发展部总经理审批后提交总裁会议进行决策，其后由上述业务部门和城市公司撰写《立项可行性研究报告》提交房地产项目委员会立项评审；立项审批阶段，由房地产项目委员会将审议通过的项目通过法律事务部和财务部设计交易方案，并对拟定的合同进行三轮审核后，交由公司高层进行评审。针对评审通过后的地产项目授权城市公司和业务发展部进行合同谈判和尽职调查，完成后通过项目移交会议汇集运营管理部、营销中心等相关部门对于项目进行评定，并将项目资料建档移交至相关部门。

目前，公司土地获取方式主要为直接参与土地竞拍以及收购项目公司两种方式，近年来，收购项目公司是公司获取土地的主要方式。受到深圳市土地资源有限，土地出让主要以城中村改造为主的独特，自 2013 年以来公司为将地产业务转入一、二线城市，通过框架协议方式，承担预付前期拆迁等费用的义务，拥有未来取得拆迁后的地块的权利，该模式逐渐作为获取深圳市土地储备的重要途径。

截至 2014 年末，公司土地储备建筑面积中确权部分约 739.54 万平方米、框架协议部分约为 235.00 万平方米，如下表所示，公司近三年土地购置面积有所上升，特别是 2014 年，公司实际购置土地面积（含框架协议）77.60 万平米，较 2013 年上升了 27.79%，主要系公司针对市场潜力大、资金回报丰厚的一二线城市布局，同时根据公司开发状况保持合理的土地储备水平。整体看，公司土地储备仍很充足。

表6 近三年公司土地储备获取情况 单位：平方米，亿元

	时间	土地购置面积	对应建筑面积	用途	购地支出	期末土地储备 对应建筑面积
已确权部分	2012 年	221,201	978,231	商住/城市综合体	22	7,417,096
	2013 年	319,185	1,235,959	商住/城市综合体	18	7,463,855
	2014 年	545,938	1,493,109	商住/城市综合体	24	7,395,403
框架协议部分	2012 年	--	--	--	--	--
	2013 年	288,107	1,343,699	商住/城市综合体	39	1,343,699
	2014 年	230,097	1,006,306	商住/城市综合体	22	2,350,005

数据来源：公司提供

从 2014 年末公司土储的结构上看，确权部分：2014 年末土地储备中 2010 年及 2011 年获得的土地面积占比较高，分别为 21.18%和 33.96%，2014 年获取的建筑面积为 145.5 万平方米，占年末土地储备的 19.67%；框架协议部分：2013 至 2014 年签订的协议开发面积，截止 2014 年底尚未动工。从公司土地储备的价格情况来看，确权部分：由于 2012 年收购花万里投资（北京）有限公司（以下简称“花万里”），新增北京市土地储备，导致当年获取地块均价较高；2013 至 2014 年通过布局二线城市，确权部分的土地储备价格有所下降。2014 年确权部分土地采购均价¹为 1,131 元/平米，公司确权部分土地储备均价为 1,029 元/平米，整体看处于较低水平。框架协议部分，主要为签订深圳市土地合作开发的框架协议，导致获取均价较确权部分较高。

¹ 本文中土地均价均指楼面价格。

表7 2014年末公司土地储备获取时间分布情况 单位：平方米，亿元，元/平方米

获取时间	2009年及以前	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	合计
已确权部分							
获取面积	1,566,011	2,511,246	--	633,088	1,230,088	1,454,970	7,395,403
面积占比	21.18%	33.96%	--	8.56%	16.63%	19.67%	100.00%
土储总价款	12.3	11.6	--	17.3	18.4	16.5	76.1
获取均价	783	463	--	2,734	1,500	1,131	1,029
框架协议部分							
获取面积	--	--	--	--	1,343,699	1,006,306	2,350,005
面积占比	--	--	--	--	18.17%	13.61%	31.78%
土储总价款	--	--	--	--	38.5	21.5	60.0
获取均价	--	--	--	--	2,866	2,137	2,553

资料来源：公司提供

从公司土地储备的区域分布来看，确权部分：2014年末，公司共在11个城市拥有土地储备，其中公司进入了2个一线城市²，并进入了7个二线城市及2个三线城市；框架协议部分：一线城市及二线城市均为1个。其中以面积计，确权部分：一线城市土地储备占4.98%，二线城市土地储备占55.85%，三线及以下城市土地储备占39.17%；框架协议部分：主要为位于深圳市签订的框架协议，占框架协议部分土地储备的93.83%。从土地储备的均价来看，二三线城市土地储备成本相对较低，未来具备一定升值空间；同时一线城市土地开发前景较好，成为公司地产业务转型的核心方向。如下表所示。

表8 2014年末公司土地储备地域分布情况 单位：平方米，亿元，元/平方米

城市分类	一线城市	二线城市	三线城市	合计
确权部分				
城市数量	2	7	2	11
土地储备面积	368,650	4,130,036	2,896,718	7,395,403
面积占比	4.98%	55.85%	39.17%	100.00%
土储总价款	17.5	46.0	12.7	76.10
价款占比	22.93%	60.42%	16.65%	100.00%
土地储备均价	4,734	1,113	437	1,029
框架协议部分				
城市数量	1	1	--	2
土地储备面积	2,204,985	145,020	--	2,350,005
面积占比	93.83%	6.17%	--	100.00%
土储总价款	57	4	--	60.01
价款占比	94.17%	5.83%	--	100.00%
土地储备均价	2,563	2,413	--	0

资料来源：公司提供

总体看，公司土地储备规模较大，以二、三线城市为主，土地获取价格合理，具备一定升值空间；近年来由于公司战略转型和区域布局的考虑，土地储备量（含框架协议部分）有所上升，能够满足未来几年开发需求。

² 本文中根据公司项目所在地，一线城市指北京、上海、广州、深圳；二线城市包括成都、天津、武汉、南京、东莞、苏州，三线城市指桂林、惠州、宜兴。

3. 原材料采购

公司将采购分为工程总承包、专业分包、甲供材料、甲供设备、甲指乙供等不同方式，但采购方式基本相同。公司采用集中采购与分散采购相结合、以集中采购为主的采购模式。近年来公司集中采购量占公司每年采购量的 70% 左右。

土建、装修和园林采购

土建、装修和园林采购是公司发包量最大的采购项目。由于该等供应商主要提供建造和装修等服务，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和与其建立深入稳定的合作关系的方式控制施工质量。

供应商筛选方面，公司关注供应商的经营战略方向，管理理念，成本与品牌价值，质量保障体系，服务体系。通过对供应商的企业合法性文件、商务履约能力、财务状况、近三年业绩、项目匹配度等情况进行筛查，同时进行实地现场考察、合作背景及履约能力调查，对供应商进行全方位综合评估，经评估合格后，作为备选供应商。截止 2014 年末集团供应商共计四大类、78 个专业 1,250 家供应商，其中战略级供应商 26 家、普通级供应商 599 家、试用级供应商 620 家、黑名单 5 家。

供应商管理方面，公司建立标准供应商信息库，对供应商进行集中管理，分为三个层面：供应商资源管理层面，按专业、产品及合作等级三个维度对供应商进行分类管理，并采取资质预审与现场考察相结合的审核入库的管理机制，同时采取基于过程评价与结果导向相结合的综合评估退出机制；供应商的评估管理层面，过程中建立供应商履约过程中全方位、综合评估体系，并在竣工验收后，质保期内供应商履约评估体系；供应商的关系维护与应用层面，针对不同合作等级的供应商采取差异化管理机制，相应建立建立供应商关系维护及冲突管理机制，同时在招投标、合同履行过程及售后服务三个阶段建立投诉调查机制。

2014 年末，公司共有建筑承包商约 32 个，前五名供应商占建筑发包量的 41.61%，集中度尚可，如下表所示。

表9 2014年度公司建筑承包商集中度情况 单位：亿元

序号	公司名称	发包金额	占当期同类发包量比重
1	南京建工集团有限公司	6.65	11.96%
2	江苏省华建建设股份有限公司	4.62	8.31%
3	中联世纪建设集团有限公司	4.36	7.85%
4	中建三局集团有限公司	3.89	7.00%
5	中国华西企业有限公司	3.61	6.49%
	合计	23.13	41.61%

资料来源：公司提供

2014年末，公司共有装修工程承包商约58个，前五位供应商占装修工程发包量的7.73%，集中度较低。

表10 2014年度公司装修承包商集中度情况 单位：亿元

序号	公司名称	发包金额	占当期同类发包量比重
1	深圳广田装饰集团股份有限公司	2.12	3.82%
2	深圳市中航装饰设计工程有限公司	1.19	2.13%
3	湖北创富装饰工程有限公司	0.39	0.71%
4	深圳市中建南方装饰工程有限公司	0.3	0.54%
5	深圳市极尚建筑装饰设计工程有限公司	0.29	0.53%
	合计	4.29	7.73%

资料来源：公司提供

工程结算方面，公司制定结算管理制度，以工程竣工验收合同为前提的总体原则，建立多级审核制度。工程完工竣工验收合格后，6个月内完成结算，剩余3%~5%工程款于2~5年质保期后支付。

材料采购

公司材料采购发包量年均在15亿元左右。公司材料供应分为甲供和乙供两类。甲供材料是指由公司采购并运至项目现场使用的材料，乙供材料是指由总包方采购的材料。公司甲供材料包括电梯、管线、电缆、墙砖地砖、洁具等，乙供材料主要是需要在项目当地采购的钢筋、混凝土和石材等。甲供材料在材料采购中占主要部分。

对于甲供材料供应商的筛选、管理、考核和淘汰，公司采用于上述土建供应商类似的模式。但由于公司材料供应商众多，供应产品分散，因此供应商集中度不高。

公司对甲供材料采取集中采购，部分甲供材料由公司下设城市公司进行采购的模式。集中采购方面，由公司采购部按公司季度和月度的生产计划，制定采购计划，并经过运营部门对供应商考察入围审核，采取招标方式进行采购。供应商定标后签订集中采购协议，按照合同约定进行备货和运输。材料到达项目所在地后，由项目总包方负责验收，验收合格后公司确认收货，并于下个月结算支付材料款。城市公司采购方面，单项工程合约规划金额大于等于500万元，其招标入围单位须按规定向公司成本控制部、采购合约部进行报批。

成本控制是公司集中采购模式的优势所在。通过于行业内排名靠前的供应商合作，公司获得了稳定和高质量的货源；同时由于花样年集团体量较大，其订单在供应商的生产体系中占有重要位置，因此能够获得相对优惠的价格，对于公司控制建安成本起到重要作用。

乙供材料方面，由施工单位负责材料进场，建立建设单位、施工单位、监理三方验收的机制，对每批乙供材料进行抽样送检，保证材料质量。

整体看，公司采用集中采购为主的采购模式，公司对供应商的筛选、管理和评价有具体有效的措施方法，供应商合作关系稳定，采购成本具有一定优势。

4. 项目建设开发情况

公司采用总公司、城市公司、项目公司的三层管理架构，公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体，日常的管理主要由城市公司完成，公司对城市公司及下属项目的建设、销售等执行垂直管理，并通过月度经营会议进行分析和督导。

公司对工程建设进度进行严密计划，由运营管理中心执行巡检制度，巡检内容分为制度落实情况、内业资料、实测实量、观感质量、安全生产及文明施工五个方面，共计设置145个考核项。通过总裁办召集月度经营会议，配合月度建设计划制定相应的设计、招标和采购计划，以确保土建工作顺利进行，供货量能够保证销售进度。公司定期根据在售楼盘的户型、去化情况等对现有项目进行分析，动态调整建设计划，以适应市场变化，减少资金占压。

从公司房地产开发建设情况看，近三年公司年度新开发建设规模波动下降，2014年内新开工面积126.69万平方米，较2013年下降82.95%，主要系2014年受到国家宏观调控的影响，为调整经营计划，公司减少当年开工规模所致；近三年公司竣工面积大幅度增加，2014年当期竣工面积为160.79万平方米，较2013年上升33.31%，主要系用2012~2013年开发规模较大所致；同时近三年公司在建项目均在300万平方米以上，在建项目数量逐步提升；截至2014年末，公司共有在建项目31个，较2013年末增加6个，如下表所示。

表11 近三年一期公司项目开发情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
当期新开工面积（平方米）	1,413,899	2,317,831	1,266,930	105,372
当期新开工项目数量（个）	12	17	15	2
期末在建面积（平方米）	3,031,289	4,142,975	3,802,016	3,709,208
期末在建项目数量（个）	20	25	31	30
当期竣工面积（平方米）	918,772	1,206,145	1,607,889	198,180

资料来源：公司提供

从公司在建工程的预计投入情况看，截至 2014 年末，公司在建工程预计总投资 208.51 亿元，已完成投资 85.90 亿元，未来三年尚需完成投资 122.61 亿元。

总体看，公司在建项目较多，但在建面积较 2013 年有所下降，考虑到公司目前存货规模较大，能够保证公司未来销售的需要，同时公司未来开发资金的需求规模较大。

5. 房产销售情况

公司下辖项目的销售采用代理销售和自主销售相结合的方式，以自主销售为主，约占公司销售量的 78%。代理销售的主要代理商是中原、易居、博宏，代理费用约 0.8-0.9%。公司对代理销售进行监督管理，合作前期即确定年度销售目标及代理佣金区间，需代理公司每月制定相应的营销策略计划，根据每月、每周目标制定、执行、调整常规营销动作，定期进行市场竞品调研，根据业绩达成情况进行相应的惩罚措施，营销团队成员根据业绩进行优胜劣汰。

销售计划的制定落实方面，公司每年初根据各城市的货量及市场竞争情况，制定各项目的年度销售计划，并对年度营销报告进行评审。每年 7 月，根据项目上半年的销售结果，重新梳理并铺排各项目下半年的销售目标，对下半年整体销售执行报告进行审核。同时，每月根据项目实际情况下发月度销售目标，并审核月度销售计划，每周根据实际销售情况迅速调整营销动作。每年底，根据项目当年的销售情况进行总结，铺排可售货量，指导制定下一年的销售计划。

从公司近三年销售情况看，公司销售面积呈现上升态势，2014 年实现签约销售面积 129.80 万平方米，较 2013 年增加 2.53%，增长速度较缓，主要受到 2014 年国家对房地产市场宏观调控的影响；2014 年实现签约销售金额 95.76 亿元，较 2013 年下降 2.23%，主要系刚需项目占比有所上升，导致签约销售金额在签约销售面积上升的情况下，反而有所下降。近年来结转收入面积同签约销售面积的差额逐步减少，主要系 2012~2013 年施工规模较大，以前年度的在建项目于 2014 年交付所致。从销售价格上看，近三年，由于房地产价格波动下降，主要为公司开发项目类型不同，毛利率较高的城市综合体项目占比有所下降，导致销售均价有所下降，2014 年签约销售均价为 7,378 元/平方米，如下表所示。

表12 公司近三年一期销售概况

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
签约销售面积（平方米）	920,915	1,265,961	1,297,991	216,342
签约销售金额（万元）	703,030	979,478	957,645	146,692
签约销售均价（元/平方米）	7,634	7,737	7,378	6,781
结转收入面积（平方米）	520,538	828,473	1,170,627	165,071
结转收入（万元）	438,482.91	733,315.36	718,824.36	156,485.14

资料来源：公司提供

从公司可售项目情况来看，公司可售项目规模较大，2014 年末合计尚余可售面积 130.95 万平

方米。从区域分布看，公司可售项目大部分位于二线城市和三线及以下城市，分别占 2014 年末公司可售项目面积的 69.05%和 28.46%。从公司 2014 年的销售情况看，公司尚余可售项目规模一般，公司抓住 2014 年第三季度的市场窗口期，采取多种渠道和策略重点突破存货的区划，但仍需关注项目去化对公司资金的占用以及在此期间房地产市场波动对公司存货价值的影响。

表13 公司2014年末可售项目情况 单位：个，平方米

城市分类	一线城市	二线城市	三线城市	合计
项目数	3	26	11	40
尚余可售面积	32,673	904,147	372,644	1,309,464
可售面积占比	2.50%	69.05%	28.46%	100.00%

数据来源：公司提供

从公司提供的未来三年销售计划来看，未来三年公司将继续加大销售力度，提升公司产品去化能力，预计未来销售回款能够保持上升趋势，如下表所示。

表14 公司预计未来三年销售及回款情况 单位：平方米，亿元

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
预计签约销售面积	1,221,143	1,277,923	1,444,900
预计签约销售金额	1,048,519	1,406,061	1,812,195
预计销售回款金额	1,007,155	1,251,332	1,628,518

数据来源：公司提供

注：表中数据不代表公司对于未来经营情况的承诺

整体看，公司销售组织有序、管理得当、执行情况良好；近年来公司销售情况良好，预计未来销售量及回款将继续保持增长态势。

6. 自持物业情况

公司持有部分商业物业。截至 2014 年末，公司共持有商业物业 33.52 万平方米，入账成本 22.96 亿元，公允价值 46 亿元，整体增值率 200.44%。从公司自持物业的构成看，主要集中在二线及以下城市；从自持物业的增值情况看，一线城市增值率较高，达到 710.02%，二三线城市自持物业的增值率均在 148%左右，如下表所示。

表15 2014年末公司自持物业情况 单位：平方米，万元

城市类别	一线城市	二线城市	三线城市	合计
建筑面积	64,293	151,299	119,656	335,248
入账成本	19,849	129,318	80,396	229,563
公允价值	140,930	191,747	127,461	460,137
增值率	710.02%	148.27%	158.54%	200.44%

数据来源：公司提供

从自持物业业态构成上看，公司自持物业主要由商铺、写字楼、酒店、会所构成。从自持物业的分布区域来看，自持物业主要分布在深圳、成都、天津、桂林、南京、惠州（其中深圳的自持物业有 6 万多平米，评估值将近 14 亿元）；从经营情况看，公司统一进行标准化的规划和运营，通过经营租赁方式获取收益，因此经营成本可控、运营效率较高，因此盈利能力良好。2014 年自

持物业写字楼、商铺的租金收入达 0.38 亿元，酒店收入 0.59 亿元。

表16 公司2014年末公允价值前五位自持物业情况 单位：平方米，万元

序号	物业名称	位置	建筑面积	业态	入账成本	公允价值	情况
1	桂林花样城集中商业	桂林市临桂新区万福路与西城大道交汇处	69,292	城市综合体	42,975.46	59,626.75	已出租
2	龙年中心 1.1 期 (4#) 1-5 层	成都郫县郫筒镇郫花路 299 号	66,634	城市综合体	55,347.68	72,936.74	已出租
3	深圳 TCL 厂房	深圳市南山区蛇口	40,511	厂房	4,964.76	53,130.30	已出租
4	桂林花样城福朋喜来登酒店	桂林市临桂区西城南路 1 号	28,647	酒店	27,749.98	47,729.96	自营
5	成都喜年广场酒店及裙楼	成都锦江区下东大街 216 号喜年广场	20,536	酒店	21,864.72	38,000.00	自营

资料来源：公司提供

整体上看，公司自持物业主要为城市综合体及酒店项目，公司自持物业主要集中于二、三线城市，整体经营管理比较成熟，增值率较高，且盈利水平较高，能够为公司带来稳定的现金流入。

7. 经营效率

2014 年公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率分别为分别为 11.90 次、0.37 次和 0.29 次，均较上年有所下降，主要是公司因企业并购事项导致应收账款和存货快速增长。

表17 房地产开发类上市公司2014年经营效率指标 单位：次

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
招商地产	597.69	0.30	0.30
世茂股份	14.02	0.34	0.23
万科 A	58.87	0.32	0.30
阳光城	29.23	0.35	0.35
保利地产	38.39	0.29	0.32
花样年	11.90	0.35	0.37

资料来源：Wind资讯

注：花样年指标采用报告中数据，其他上市公司数据引自Wind资讯。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司应收账款周转率处于行业较低水平，存货周转率处于行业中等偏上水平，总资产周转率处于行业较高水平。整体看公司经营效率一般。

8. 重要事项

公司 2014 年实现投资收益总额为 5.53 亿元，占利润总额的 27.93%，主要系 2014 年公司受成都郫县政府委托进行土地一级整理、成都市五桂桥一期旧城改造以及处置至卓飞高线路板（深圳）有限公司（以下简称“至卓飞公司”）股权等相关事项影响。

郫县望丛文化园项目，位于郫县郫筒镇西南部，用地面积约 2.67 平方公里，受郫县人民政府，公司负责该区域集体土地征收、城市配套建设、安置房建设等以及土地整理项目，投资额为 27.6 亿元，投资年回报率为投资本金的 12%，以区域经营用地出让收益为还款保障。2014 年公司同当地政府确认 4.12 亿元收益，其中 1.39 亿元冲销成本，2.73 亿元计入投资收益。

五桂桥一期市场旧城改造项目，根据 2015 年签订的补充协议，公司同项目委托方等达成一致意见，就五桂桥一期市场旧城改造项目签订的原协议及原补充协议予以解除，项目委托方成都市新客站乘机商旅城市管理委员会将公司前期投入按照新签订的协议予以分期返还，并按照 5% 的利率

支付资金成本利息。2014 年，公司同项目委托方确认投资收益 0.97 亿元。

出售至卓飞公司股权，公司于 2014 年以 3.48 亿元的股权转让价格，将持有的 61% 至卓飞公司股权全部转让给深圳华拓置业投资有限公司，股权转让款项分三期收取，分别于 2014 年 12 月 31 日、2015 年 1 月 29 日和 2015 年 6 月 30 日前收回美元 0.1 亿元、人民币 1.64 亿元和人民币 1.21 亿元。标的公司移交日定为 2014 年 12 月 31 日前，将相关公司证照及合同移交至变更后的至卓飞公司董事会，并于第二笔付款支付时协助完成工商登记。据此公司 2014 年确认投资收益 1.73 亿元。

总体来看，2014 年公司因土地整理收益及股权转让导致投资收益数额较大，投资收益在利润总额占比较高，盈利能力存在一定的不稳定性。

9. 经营关注

政策风险

房地产行业经历过去十几年的快速增长后，总体来看，各城市房地产市场形势出现分化，部分二三线城市供需严重失衡；同时，政府对房地产市场的调控方法也逐步从行政手段转向市场手段，各地限购限贷政策逐步退出，不动产登记及房产税等市场调节方式提上议事日程。房地产项目受政策及市场形势影响较大，公司所开发的项目也在所难免，存在一定程度的政策及市场风险。

融资风险

房地产业是资金密集型行业，充足的现金流对企业的发展至关重要。随着公司业务的高速发展，经营规模快速扩张，对公司的融资能力提出了更高的要求。公司土地储备规模较大，在建项目未来三年需要投入较大规模的资金，对公司资金流形成一定压力，需要关注由此带来的经营和财务风险。

经营风险

公司作为中型房地产开发企业，2014 年收入规模受到市场环境的影响较大，收入规模增速放缓，存货规模较大，同时公司盈利中对投资性房地产公允价值变动及投资收益的依赖程度较高，需要关注其存货去化情况及盈利能力的稳定性。

10. 未来发展

公司作为花样年控股的全资子公司，为其金融服务、社区服务、物业管理、地产开发、商业管理、酒店管理、文化旅游、以及养生养老等八大领域的重要组成部分，以“成为有趣、有味、有料的生活空间及体验的引领者”为愿景，以“通过资源整合和模式创新，为有价值追求的客户提供品位独特、内涵丰富的生活空间及体验”为企业使命。

未来公司将以一、二线城市为核心发展方向，坚持以精品及刚需住宅并重的理念，并依托强大的资本与专业实力，探索以管理和品牌输出为主的轻资产发展模式，形成从设计、规划、招商、运营等项目“一条龙”服务和营销策划等“模块化”服务综合能力。

公司依托母公司在客户基础(入口)、社区的停留属性(黏度)以及多元化的需求(平台)的综合优势，并同花样年控股旗下社区制造(传统开发业务)、社区金融、社区文旅和社区教育等平台，形成客户协同发展，开辟了客户变现的新途径；以及自身通过房地产轻资产化的尝试，提升花样年刚需和商务社区的建设规模。

整体看，公司战略结合自身发展历史和当前行业环境，符合未来房地产行业发展方向，能够支持公司的可持续发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2012~2014 年度合并财务报表由天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见的审计报告，公司 2015 年 1~3 月财务报表未经审计。公司执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》及其后颁布的相关规定（“新会计准则”）的要求。

近三年公司合并报表范围发生变化，但由于主营业务以地产为主，实际核心业务变化较小，整体看，合并报表范围的变化对公司财务数据可比性影响较小。截至 2014 年底，公司合并报表的子公司 73 家，其中 2012 年新增 1 家合并子公司；2013 年新增 8 家合并子公司；2014 年新增 11 家合并子公司，处置 2 家合并子公司。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 292.15 亿元，负债合计 209.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）83.07 亿元。2014 年公司实现营业收入 74.77 亿元，净利润（含少数股东损益）14.13 亿元，经营活动产生的现金流量净额 9.74 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.36 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 295.37 亿元，负债合计 210.83 亿元，所有者权益（含少数股东权益）84.54 亿元。2015 年 1~3 月公司实现营业收入 16.26 亿元，净利润（含少数股东损益）1.41 亿元，经营活动产生的现金流量净额 4.56 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.96 亿元。

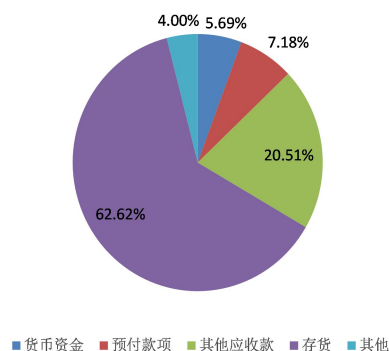
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模逐年上升，年均复合增长率达 27.50%，截至 2014 年底，公司资产总额为 292.15 亿元，其中流动资产合计占 80.50%，非流动资产合计占 19.50%。公司资产构成以流动资产为主，符合房地产开发企业的特征。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产合计 235.17 亿元，以货币资金（占比 5.69%）、预付账款（占比 7.18%）、其他应收款（占比 20.51%）、存货（占比 62.62%）为主，如下图所示。

图9 截至2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

近三年，随着公司房地产开发及建设规模扩大，公司货币资金总额下降，截至 2014 年底，公司货币资金总额 13.38 亿元，年均复合减少 16.44%，主要系近三年业务开发规模增加，所需开发资金逐年增加所致。截止 2014 年底，公司货币资金主要由银行存款以及其他货币资金为主，其中银行存款占比 80.78%；其他货币资金主要为房屋按揭保证金以及用于拆迁补偿的保证金，属使用受到限制的货币资金，占比为 19.19%。

近三年，公司应收账款规模年均复合增加 19.20%，主要为应收商品房销售款。截至 2014 年

底公司应收账款余额为 6.76 亿元，较 2013 年底上升 15.49%，应收账款账龄以 1 年以内为主。公司对应收账款按账龄分析法计提坏账准备，截至 2014 年底公司针对账龄在 1 年以上的应收账款累计提取 0.11 亿元坏账准备。应收账款主要为个人购房客户，预计未来存在回款风险的可能性较低。

近三年，公司预付账款规模年均复合增加 54.93%，主要为预付深圳项目的拆迁补偿款、工程建设款等；截至 2014 年底，预付款项余额为 16.90 亿元，较 2013 年底增加 67.50%，主要包括预付深圳市玉石物业管理有限公司拆迁补偿款 4.20 亿元、预付深圳市冠地控股有限公司拆迁补偿款 4.05 亿元、预付江苏中程建筑有限公司成都分公司、正太集团有限公司和中建四局第六建筑工程有限公司等单位的业务款项 2.96 亿元等。截至 2014 年底，预付账款账龄在一年以内的占比为 54.32%，一年以上的占比为 45.66%，一年以上的预付账款主要系预付拆迁补偿款以及地产业务预付款项。

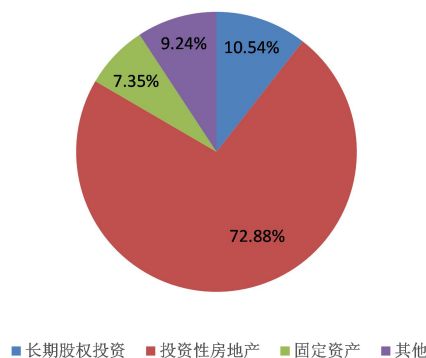
近三年，公司其他应收款规模年均复合增加 89.85%。截至 2014 年底，公司其他应收款主要为关联公司资金往来款、代垫费用以及各类保证金和押金；公司其他应收款按账龄来分，一年期以下的占比为 32.39%，一年以上的占比为 67.61%。

近三年，随着公司房地产开发项目的增加及持续建设，存货规模逐年增加，复合增长 16.26%。存货构成主要为开发成本和开发产品，主要是无锡花郡、天津花郡、成都君山、龙城国际商业、康城四季等项目。截至 2014 年底，公司存货账面余额为 147.26 亿元，其中开发成本占比 69.23%，开发产品占比 30.77%。

非流动资产

截至 2014 年底，公司非流动资产合计 56.98 亿元，近三年年均复合增加 53.65%。公司非流动资产以长期股权投资（占比 10.54%）、投资性房地产（占比 72.88%）和固定资产（占比 7.35%）为主。

图10 截至2014年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

近三年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增加 57.27%。截至 2014 年底，公司长期股权投资余额为 6.00 亿元，较 2013 年底上升 165.59%，主要系 2014 年公司为完成地产项目布局，对南京中储房地产开发有限公司投资 3.62 亿元。

近三年，公司投资性房地产余额年均复合增加 56.51%。截至 2014 年底，公司投资性房地产余额 41.52 亿元，包括房屋建筑物和土地使用权，较 2013 年底增加 89.81%，主要是 2014 年子公司 TCL 王牌电子深圳公司办公厂房，转入投资性房地产；另外，公司 2014 年确认投资性房地产公允价值收益为 5.85 亿元。

近三年，公司固定资产年均复合增长 112.61%。截止 2014 年底，公司固定资产余额为 4.19 亿元，其中 2014 年末较 2013 年末增长 241.84%，增长主要原因是 2014 年成都花样年办公楼和南京花样年生活广场因部分自用结转为固定资产所致。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总计 295.37 亿元，比年初增加 1.10%，资产结构较年初变动较小。

总体看，公司资产规模较大，资产结构以流动资产为主，资产构成较为稳定；流动资产中以房地产项目开发成本为主的存货占比较大，需关注未来期间其存货去化情况；非流动资产以长期股权投资、投资性房地产和固定资产为主，公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

近三年公司负债规模增长较快，年均复合增长 26.50%，主要系公司现有在建项目较多，尚未实现工程结算，导致负债规模较大。截至 2014 年底，公司负债合计 209.08 亿元，其中流动负债占比较大（占比 80.82%）。

截至 2014 年底，公司流动负债合计 168.98 亿元，近三年年均复合增长 30.74%。公司流动负债主要以银行短期借款（占比 4.25%）、应付账款（占比 14.47%）、预收款项（占比 21.86%）、其他应付款（占比 39.91%）、一年内到期的非流动负债（占比 12.93%）为主。

近三年，公司应付账款年均复合增长 43.74%，增长幅度较大。截至 2014 年底公司应付账款余额为 24.45 亿元，较 2013 年上升 41.23%，主要系在建项目规模较大，应付工程款较多所致。

近三年，公司预收款项年均复合减少 12.44%，原因主要系部分开发项目逐渐达到销售收入结转条件所致。截至 2014 年底，公司预收款项余额为 36.94 亿元，较年初下降 25.34%，主要受到以前年度开发的项目集中于 2014 年完工交付相应确认收入，以及 2014 年银行针对住房按揭贷款额度收紧、审批时间较长的影响；其中账龄为 1 年以内的占比为 85.93%。公司预收款项大部分将在结算条件满足时结转为营业收入，不存在实际偿付压力。

近三年，公司其他应付款年均复合增长 54.95%，主要为关联公司往来款、土地拆迁补偿金和土地开发款等。截至 2014 年底，公司其他应付款合计 67.45 亿元，较年初大幅增加 106.12%，主要系 2014 年公司为确保现金流量稳定，应付关联方往来款项增加所致。

2012~2013 年公司应付股利余额为 0。截至 2014 年底，应付股利余额 2.14 亿元，主要是收购惠州 TCL 时应付其原股东 TCL 集团股份有限公司和 TCL 实业控股（香港）有限公司的股利共计 1.98 亿元。

近三年，公司一年内到期的非流动负债年均复合增长 110.74%，主要系一年内到期的长期借款转入所致。截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 21.85 亿元，全部为一年内到期的长期借款，全部为抵押借款。

随着公司规模扩大所需资金不断增加，近三年，公司长期借款年均复合增长 10.97%，主要为伴随地产项目的土地储备及建设规模不断增加，公司增加融资规模所致。但长期借款 2014 年较 2013 年下降 26.33%，主要为部分长期借款将于一年内到期转入一年内到期的非流动负债所致。截至 2014 年底，公司长期借款合计 35.31 亿元，全部为抵押借款。长期借款中绝大部分为开发贷，均以所开发物业为抵押，待回款后偿还。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 210.83 亿元，较年初上涨 0.84%。从负债结构上看，流动负债占比为 82.12%，占比较年初上升 1.30 个百分点，其中短期借款、预收账款及一年内到期流动负债分别较年初增加 130.92%、12.20%和 179.25%；非流动负债合计为 37.70 亿元，其中长期借款

较年初减少 6.78%。

近三年，公司有息债务随公司负债规模扩大而逐年有所上升，三年复合增长率为 35.12%。截至 2014 年底，公司全部有息债务为 64.99 亿元，其中短期债务和长期债务分别占比 45.67%和 54.33%。截至 2015 年 3 月底，公司有息债务规模因部分债务到期下降至 62.45 亿元，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 71.38%、42.48%和 28.03%，均较年初有小幅下降，公司整体债务负担适中；若将 2014 年公司发行的永续债视为长期债务考虑，截止 2015 年 3 月底，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 73.75%、44.60%和 29.79%，债务规模增长有限，影响较小。

总体看，公司负债规模较大，负债构成以非流动负债为主，债务负担适中。

所有者权益

近三年，公司所有者权益年均复合增长 30.12%，主要源自于未分配利润和 2014 年发行永续债 7.00 亿元计入其他权益工具的影响。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 83.07 亿元，其中归属于母公司所有者权益 80.87 亿元，占所有者权益比例为 97.35%。归属于母公司所有者权益中股本占比 20.09%，其他权益工具永续债占比 8.66%，未分配利润占比 71.25%，公司权益结构稳定性一般。

2014 年新增其他权益工具永续债为长城嘉信资产管理有限公司（以下简称“长城嘉信”）与公司下属子公司花万里投资（北京）有限公司（以下简称“花万里投资”）签订投资协议，长城嘉信向花万里投资提供资管贷款 7 亿元，用于物业开发；花万里投资有权单方面宣布该贷款部分或全部到期，或根据协议规定于花万里投资清算时到期并偿还本金及利息。该资管贷款利率条款为：首年及第二年资金成本率为每年 9%，第三年及往后年度将增加至每年 24%，资金成本率以每年 24%为限。公司、曾宝宝、潘军为以上资管贷款项下所有债务承担连带责任保证担保；并以公司持有的花万里投资的全部股权质押给受托银行，以及将花万里投资名下京朝国用 2012 出第 00004 号地块土地使用权抵押担保，作为以上资管贷款项下所有债务偿还的担保。总体看，永续债的利差跳升机制倾向于花万里投资两年内进行赎回，将永续债视为长期债务更符合其实质。

2015 年 3 月底，公司所有者权益为 84.54 亿元，受公司未分配利润和少数股东权益增加影响，所有者权益较年初增加了 1.77%，公司所有者权益结构变化不大。

总体看，得益于未分配利润的逐年大幅增加，以及 2014 年公司发行永续债的影响，公司所有者权益逐年增长，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

近三年，公司营业收入整体呈上升态势，2012~2014 年公司分别实现营业收入 44.82 亿元、74.93 亿元和 74.77 亿元，三年年均复合增长 29.15%；2012~2014 年公司因投资性房地产升值，公允价值变动损益分别为 4.36 亿元、0.99 亿元和 5.85 亿元，三年年均复合增长 15.75%；2012~2014 年公司投资收益分别为-0.07 亿元、-0.17 亿元和 5.53 亿元，2014 年投资收益大幅增加主要系成都花港和郫县的 BOT 项目收益。公司营业利润规模不断扩大，2012~2014 年公司分别实现营业利润 13.10 亿元、15.67 亿元和 19.81 亿元，年均复合上升 23.28%，但对公允价值变动损益及投资收益依赖程度较大，营业利润存在不稳定性。2012~2014 年净利润分别为 9.35 亿元、12.03 亿元及 14.13 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润分别为 9.39 亿元、12.10 亿元及 14.09 亿元。

公司期间费用总额分别为 4.63 亿元、5.54 亿元、7.10 亿元，年均复合上涨 23.78%，主要系因社区化转型营运规模扩大导致管理费用上升所致。期间费用中销售费用、管理费用、财务费用

年均复合变动分别为-8.37%、64.09%和 39.40%。2014 年，公司期间费用总额 7.10 亿元，其中销售费用占比 32.90%、管理费用占比 58.94%、财务费用占比 8.16%。2012~2014 年，公司费用收入比分别为 10.34%、7.39%及 9.50%，费用收入比有一定波动，但整体费用控制能力较强。

从利润构成情况来看，公司利润主要来自于房产销售，另有少量物业租赁及管理、酒店管理等业务。2014 年，公司实现利润总额 19.81 亿元，主要是前期预售的房地产项目在近两年逐渐确认收入规模较大的影响；另外受投资性房地产增值以及项目投资收益增加所致。截至 2014 年底，公司房地产业务期末在建项目约 380 万平方米，预计未来收入规模有所扩大。

从盈利指标来看，2012~2014 年，公司营业利润率大幅度波动，分别为 29.88%、27.22%和 20.89%，呈逐年下降态势，主要系毛利较高的城市综合体占项目收入比例有所下降，另外受到国家对房地产市场宏观调控的影响，售价有所调整所致；总资本收益率从 2012 年的 11.09%小幅下降到 2014 年的 11.06%；净资产收益率伴随盈利波动，分别为 19.06%、21.54%和 19.40%。公司盈利指标与其他大型房地产上市公司对比，处于较好水平。

表18 2014年部分房地产上市公司相关指标比较 单位：%

企业简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
招商地产	37.33	14.75	6.38
世茂股份	41.40	12.50	6.50
万科 A	29.94	19.08	5.24
阳光城	29.14	27.30	4.82
保利地产	32.03	21.56	5.93
花样年	30.75	19.40	7.85

资料来源：wind资讯

注：花样年集团数据来自子公司2012~2014年连审审计报告

2015年1~3月，公司共实现营业收入16.26亿元，实现净利润1.41亿元，收入情况良好。

总体看，公司战略定位清晰，2012~2013年收入规模增长较快；2014年公司受到整体房地产市场运营情况的影响，收入增速放缓；随着公司在建项目实现大规模销售，为公司未来的收入实现提供了有力保障。但公司盈利对于投资性房地产增值及项目投资收益依赖程度较大，盈利能力存在不稳定性。

5. 现金流

从经营活动来看，2012~2014 年公司经营活动现金流量净额分别为 13.88 亿元、5.88 亿元和 9.74 亿元，近两年经营活动现金流出量较大，主要是部分项目开工建设，前期投入较大及支付工程进度款增加所致。从现金收入质量来看，近三年公司现金收入比有所下降，主要受到项目结转时点和预售时点的影响，2012~2014 年分别为 148.61%、104.85%和 84.48%；2013~2014 年现金收入比在收入规模较上年轻微下降的情况下，仍出现大幅度下滑，主要受到 2014 年房地产市场形势较差，银行针对住房按揭抵押额度收紧，公司现金回款较以前年度存在下滑的影响。

从投资活动来看，2012~2014 年，投资活动现金流净额分别为-8.77 亿元、-24.10 亿元和-20.83 亿元，投资活动现金流量净流出规模较大，主要系公司近三年长期股权投资逐年大幅增加所致。

从筹资活动来看，近三年公司筹资活动现金流呈净流入状态，2012~2014 年分别为 5.52 亿元、14.44 亿元及 6.73 亿元，2013 年公司筹资活动现金流量净额大幅增加主要系公司新取得房地产开发项目，资金需求较大而增加借款所致；2014 年公司筹资活动现金流量净额较 2013 年有所下降，主要系长期借款到期予以偿还的影响。

2015年1~3月，公司经营活动现金流净额为4.56亿元；公司投资活动产生的现金流量净额为-3.09亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为-4.43亿元。

总体看，近年来公司现金收入质量水平有所下降，随着未来房地产市场政策放宽，现金收入质量将有所好转；同时，随着公司房地产项目的增加，公司筹资需求有所增加。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，由于资产构成中流动资产占比较高，公司流动比率处于较高水平。但由于公司新获取的储备土地和项目开发成本增加，存货在流动资产中占比较大，导致公司速动比率较低。近三年公司流动比率、速动比率和现金短期债务比的加权平均值分别为1.54倍、0.53倍以及1.54倍。2014年底，公司流动比率和速动比率分别为1.39倍和0.52倍，较平均值基本持平；公司现金短期债务比为0.45倍，较平均值大幅下降，主要系短期借款及部分长期借款将于一年内到期，导致短期债务大幅度上升所致。扣除预收款及关联往来款后，公司流动负债较低，但货币资金对于短期债务覆盖程度一般，存在一定短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年公司资产负债率分别为72.70%、72.21%和71.57%；2014年底，公司EBITDA利息倍数和EBITDA全部债务比分别为4.09倍和0.32倍，EBITDA对全部债务的保障能力较弱。若将永续债视为长期债务，2014年公司资产负债率为73.96%，EBITDA全部债务比为0.29倍，长期偿债能力将会轻微下降。随着公司项目陆续开发及销售，公司获取的现金流将用于偿还金融机构借款，资产负债率有望下降，公司长期偿债能力尚可。

截至2014年末，公司及子公司在银行等金融机构获得总授信额度为265亿元，尚未使用的授信额度为216.7亿元，间接融资能力较强。

截至2015年6月末，公司为商品房承购人向银行提供抵押贷款担保的余额为50.55亿元，公司或有负债占比很低，对公司财务状况影响很小。

截至2015年3月底，公司担保合计59.08亿元，被担保企业主全部是下属子公司，公司担保期限将于2015年底及2024年初陆续到期。

截至2015年3月底，公司不存在对财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生较大影响的未决诉讼或仲裁事项。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（被查询企业组织机构代码78525124-7），截至2015年3月底，公司不存在不良或关注类的信贷业务。

总体看，公司目前债务规模较大，资产负债率较高，但公司房地产开发项目盈利前景良好，未来公司偿债能力继续增强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至2015年3月，公司债务总额为62.45亿元，本次拟发行债券规模为30亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度较大。

以2015年3月财务数据为基础，假设募集资金净额为30亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，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42.67%、52.23%和74.02%，债务负担有所加重，但仍属可控水平。考虑到本次债券募集资金中80%将用于偿还银行贷款，本次债券的发行对公司整体债务负担的影响有限，且有利于公司改善债务结构。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2014 年的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 93.01 亿元，对本次债券发行额度（30 亿元）的保护倍数为 3.10 倍；公司 2014 年 EBITDA 为 20.69 亿元，对本次债券发行额度（30 亿元）的保护倍数为 0.69 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本次债券的保护程度尚可。

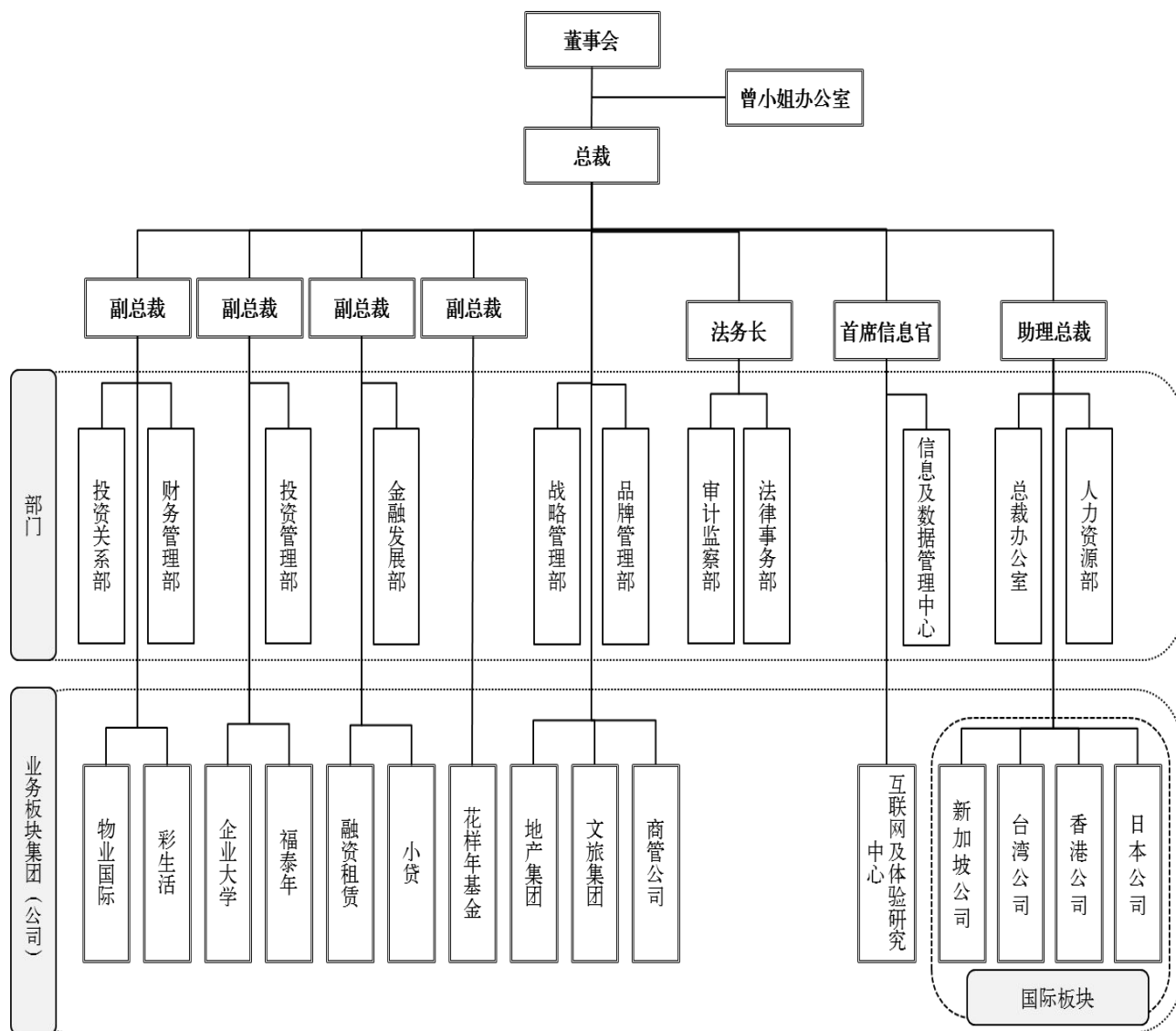
综合以上分析，联合评级认为，公司作为国内规模较大的房地产开发企业，土地储备相对充足，能满足一定时期内开发需要，且目前公司可售房源较为充足，能够通过持续经营取得较高的盈利水平，总体看，公司对本次债券的偿还能力较强。

九、综合评价

近年来，尤其在 2014 年房地产行业景气度下滑的背景下，公司营业收入保持稳定，盈利逐步提升。公司业务覆盖全国一、二、三线城市，土地储备充足，开发规模很大，成本控制能力较强。公司以地产项目开发轻资产化的经营模式，有利于公司在房地产行业整体增速下滑的背景下保持稳健经营和实现持续盈利。同时，联合评级也关注到公司债务规模较大、负债率较高，以及公司在建项目和库存规模相对较大等不利因素；同时公司盈利对于投资收益及投资性房地产公允价值变动的依赖程度较高，盈利能力存在一定不稳定性。

基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 花样年集团（中国）有限公司组织机构图



附件 2-1 花样年集团（中国）有限公司
 2012~2015 年一季度合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动资产：					
货币资金	191,567.58	156,270.76	133,757.03	-16.44	102,001.54
交易性金融资产					
应收票据					
应收账款	47,581.15	58,540.98	67,607.26	19.20	93,686.61
预付款项	70,390.59	100,869.38	168,958.23	54.93	185,084.21
应收利息					0.23
应收股利					
其他应收款	133,825.26	299,883.82	482,371.27	89.85	502,462.07
存货	1,089,508.38	1,321,968.05	1,472,585.43	16.26	1,478,968.02
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	22,912.80	28,197.60	26,425.09	7.39	26,159.58
流动资产合计	1,555,785.76	1,965,730.59	2,351,704.31	22.95	2,388,362.26
非流动资产：					
发放委托贷款及垫款	--	8,362.55	15,578.35	--	12,883.13
可供出售金融资产	31,545.93	12,775.93	10,833.93	-41.40	10,833.93
持有至到期投资					
长期应收款	--	--	17,537.81	--	17,537.81
长期股权投资	24,267.98	22,600.32	60,024.58	57.27	59,701.84
投资性房地产	169,507.30	218,756.50	415,215.70	56.51	415,215.70
固定资产	9,261.09	12,246.75	41,864.66	112.61	40,834.03
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程					
工程物资					
固定资产清理					
无形资产	4,646.93	9,681.08	4,827.82	1.93	4,681.47
开发支出					
商誉	338.96	338.96	520.09	23.87	520.09
长期待摊费用	1,510.51	1,813.16	2,976.56	40.38	2,541.17
递延所得税资产	267.05	281.25	371.03	17.87	577.05
其他非流动资产					
非流动资产合计	241,345.74	286,856.49	569,750.54	53.65	565,326.23
资产总计	1,797,131.49	2,252,587.09	2,921,454.85	27.50	2,953,688.49

附件 2-2 花样年集团（中国）有限公司
2012~2015 年一季度合并资产负债表（负债及所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动负债：					
短期借款	20,000.00	19,000.00	71,800.00	89.47	165,800.00
交易性金融负债					
应付票据	0.00	0.00	6,500.00	--	14,071.05
应付账款	118,332.86	173,119.56	244,502.17	43.74	243,377.60
预收款项	481,731.86	494,723.85	369,362.50	-12.44	414,411.24
应付职工薪酬	5,619.03	6,876.75	11,033.53	40.13	4,158.86
应交税费	32,580.91	49,782.66	71,904.82	48.56	87,928.46
应付利息	232.38	452.67	315.81	16.58	118.82
应付股利	--	--	21,404.22	--	21,404.22
其他应付款	280,934.10	327,223.75	674,479.07	54.95	664,581.31
一年内到期的非流动负债	49,200.00	42,400.00	218,508.33	110.74	115,408.33
其他流动负债					
流动负债合计	988,631.13	1,113,579.24	1,689,810.46	30.74	1,731,259.89
非流动负债：					
长期借款	286,771.00	479,364.00	353,134.82	10.97	329,194.64
应付债券					
长期应付款					
专项应付款					
预计负债					
递延收益	31,135.55	33,618.69	47,815.54	23.92	47,815.54
其他非流动负债					
非流动负债合计	317,906.55	512,982.69	400,950.36	12.30	377,010.18
负债合计	1,306,537.68	1,626,561.93	2,090,760.82	26.50	2,108,270.07
所有者权益：					
股本	162,484.35	162,484.35	162,484.35	--	162,484.35
资本公积	1,828.92	--	--	-100.00	--
其他权益工具	--	--	70,000.00	--	70,000.00
减：库存股					
专项储备					
盈余公积					
未分配利润	315,721.17	435,237.35	576,180.07	35.09	590,232.08
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	480,034.43	597,721.70	808,664.42	29.79	822,716.43
少数股东权益	10,559.38	28,303.46	22,029.61	44.44	22,701.99
所有者权益合计	490,593.82	626,025.15	830,694.03	30.12	845,418.42
负债和所有者权益总计	1,797,131.49	2,252,587.09	2,921,454.85	27.50	2,953,688.49

附件 3 花样年集团（中国）有限公司

2012~2015 年一季度合并利润表

（单位：人民币万元）

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)	2015 年 1~3 月
一、营业收入	448,239.48	749,333.30	747,685.04	29.15	162,602.70
减：营业成本	272,607.58	473,744.15	517,631.39	37.80	108,470.21
营业税金及附加	41,698.12	71,650.49	73,838.22	33.07	13,016.38
销售费用	27,821.30	28,776.13	23,360.84	-8.37	4,494.28
管理费用	15,542.84	23,918.54	41,849.54	64.09	9,081.51
财务费用	2,980.59	2,688.35	5,791.81	39.40	3,077.55
资产减值损失	154.77	157.74	856.83	135.29	1,423.77
加：公允价值变动收益	43,632.44	9,932.60	58,457.13	15.75	--
投资收益	-721.22	-1,667.66	55,298.28	--	-322.74
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-721.22	-1,667.66	550.47	--	-322.74
汇兑收益					
二、营业利润	130,345.50	156,662.85	198,111.82	23.28	22,716.26
加：营业外收入	2,459.95	3,943.83	541.83	-53.07	206.41
减：营业外支出	198.26	660.30	663.40	82.92	81.47
其中：非流动资产处置损失	3.09	--	--	-100.00	--
三、利润总额	132,607.19	159,946.38	197,990.26	22.19	22,841.21
减：所得税费用	39,122.14	39,695.25	56,660.69	20.35	8,716.82
四、净利润	93,485.05	120,251.12	141,329.56	22.95	14,124.39
其中：归属于母公司所有者的净利润	93,892.46	121,003.77	140,942.72	-93.58	14,052.01
少数股东损益	-407.42	-752.64	386.84	--	72.38

附件 4 花样年集团（中国）有限公司

2012~2015 年一季度合并现金流量表

（单位：人民币万元）

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)	2015 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量：					
销售商品、提供劳务收到的现金	666,108.49	785,671.84	631,652.08	-2.62	172,646.06
收到的税费返还					
收到其他与经营活动有关的现金	29,222.57	7,148.53	298,463.61	219.59	15,034.12
经营活动现金流入小计	695,331.06	792,820.37	930,115.69	15.66	187,680.77
购买商品、接受劳务支付的现金	438,784.96	568,006.40	620,044.51	18.87	100,027.58
支付给职工以及为职工支付的现金	17,292.60	27,938.55	48,381.78	67.27	12,935.53
支付的各项税费	65,708.68	97,533.56	102,994.03	25.20	14,062.33
支付其他与经营活动有关的现金	34,704.93	40,566.36	61,295.99	32.90	15,031.40
经营活动现金流出小计	556,491.18	734,044.87	832,716.31	22.33	142,056.84
经营活动产生的现金流量净额	138,839.88	58,775.51	97,399.38	-16.24	45,623.93
二、投资活动产生的现金流量：					
收回投资收到的现金	--	--	972.00	--	--
取得投资收益收到的现金	--	--	134.82	--	--
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	2.73	384.00	2.08	-12.72	0.03
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	--	--	3,120.18	--	460.33
投资活动现金流入小计	2.73	384.00	4,229.08	3,836.33	460.35
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	921.23	1,744.14	1,725.66	36.87	39.30
投资支付的现金	8,972.00	68,271.66	128,878.31	279.01	14,718.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	77,846.03	105,567.23	0.00	-100.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	--	65,790.50	81,921.06	--	16,640.00
投资活动现金流出小计	87,739.27	241,373.53	212,525.03	55.64	31,397.31
投资活动产生的现金流量净额	-87,736.54	-240,989.53	-208,295.95	54.08	-30,936.95
三、筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金	460.00	--	166.70	-39.80	--
取得借款收到的现金	228,830.00	457,151.45	384,405.45	29.61	101,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	--	--	70,000.00	--	--
筹资活动现金流入小计	229,290.00	457,151.45	454,572.15	40.80	101,000.00
偿还债务支付的现金	144,664.00	272,358.45	335,496.40	52.29	134,040.17
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	26,812.85	38,247.83	50,785.78	37.63	11,237.40
支付其他与筹资活动有关的现金	2,644.65	2,177.19	997.74	-38.58	
筹资活动现金流出小计	174,121.50	312,783.47	387,279.92	49.14	145,277.57
筹资活动产生的现金流量净额	55,168.50	144,367.98	67,292.23	10.44	-44,277.57
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-0.38	37.80	9.01	--	--
五、现金及现金等价物净增加额	106,271.46	-37,808.24	-43,595.33	--	-29,590.59
加：期初现金及现金等价物余额	82,663.34	188,934.80	151,126.56	35.21	107,531.23
六、期末现金及现金等价物余额	188,934.80	151,126.56	107,531.23	-24.56	77,940.64

附件 5 花样年集团（中国）有限公司
 2012~2015 年一季度合并现金流量表补充资料
 （单位：人民币万元）

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量：				
净利润	93,485.05	120,251.12	141,329.56	22.95
加：资产减值准备	154.77	157.74	856.83	316.29
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	821.98	947.25	2,682.03	--
无形资产摊销	--	213.95	221.94	--
长期待摊费用摊销	369.25	733.19	874.28	53.87
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-7.24	10.11	125.16	--
固定资产报废损失				
公允价值变动损失	-43,632.44	-9,932.60	-58,457.13	15.75
财务费用	2,644.27	2,214.99	1,006.75	-38.30
投资收益	721.22	1,667.66	-55,298.28	--
递延所得税资产增加	-38.25	-14.20	-89.79	53.21
递延所得税负债减少	10,908.11	2,483.15	14,196.84	14.08
存货的增加	-286,398.19	243,459.68	-150,843.32	-27.43
经营性应收项目的减少	-9,794.68	-436,424.31	-81,260.59	188.03
经营性应付项目的增加	369,606.04	133,007.78	282,055.10	-12.64
其他				
经营活动产生的现金流量净额	93,485.05	120,251.12	141,329.56	22.95

附件 6 花样年集团（中国）有限公司

主要财务指标

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
经营效率				
应收账款周转次数（次）	9.42	13.98	11.66	--
存货周转次数（次）	0.25	0.39	0.37	--
总资产周转次数（次）	0.25	0.37	0.29	--
现金收入比率（%）	148.61	104.85	84.48	106.18
盈利能力				
总资本收益率（%）	11.09	12.03	11.06	--
总资产报酬率（%）	7.40	7.94	7.85	--
净资产收益率（%）	19.06	21.54	19.40	--
主营业务毛利率（%）	39.17	36.77	30.75	33.28
营业利润率（%）	29.88	27.22	20.89	25.29
费用收入比（%）	10.34	7.39	9.50	10.24
财务构成				
资产负债率（%）	72.70	72.21	71.57	71.38
全部债务资本化比率（%）	42.05	46.35	43.90	42.48
长期债务资本化比率（%）	36.89	43.37	29.83	28.03
偿债能力				
EBITDA 利息倍数（倍）	6.07	4.28	4.09	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.38	0.30	0.32	--
经营现金债务保护倍数（倍）	0.39	0.11	0.15	0.07
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数（倍）	0.14	-0.34	-0.17	0.02
流动比率（倍）	1.57	1.77	1.39	1.38
速动比率（倍）	0.47	0.58	0.52	0.53
现金短期债务比（倍）	2.77	2.55	0.45	0.35
经营现金流动负债比率（%）	14.04	5.28	5.76	2.64
经营现金利息偿还能力（倍）	6.28	1.55	1.92	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力（倍）	2.31	-4.79	-2.19	--
本期公司债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.45	0.54	0.69	--

注：1、2015 年 1-3 月财务报告未经审计，相关指标未年化。

2、公司未提供 2015 年 1-3 月现金流量表补充材料，相关指标未计算。

附件 7 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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 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 8 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 花样年集团（中国）有限公司 2015 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年花样年集团（中国）有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

花样年集团（中国）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。花样年集团（中国）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花样年集团（中国）有限公司的相关状况，如发现花样年集团（中国）有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如花样年集团（中国）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，直至花样年集团（中国）有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布，并同时报送花样年集团（中国）有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年七月八日