

跟踪评级公告

联合[2016]685 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公开发行的“15 花样年”和“15 花样 02”进行跟踪评级，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）有限公司公开发行的“15 花样年”和“15 花样 02”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：

二零一六年六月二十日



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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

花样年集团（中国）有限公司 公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA

上次评级结果：AA

债项信用等级

评级展望：稳定

评级展望：稳定

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 花样年	20 亿元	5 年	AA	AA	2015 年 7 月 8 日
15 花样 02	11 亿元	5 年	AA	AA	2015 年 11 月 6 日

跟踪评级时间：2016 年 6 月 21 日

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	292.15	287.47
所有者权益（亿元）	83.07	96.68
长期债务（亿元）	35.31	40.94
全部债务（亿元）	64.99	54.63
营业收入（亿元）	74.77	76.04
净利润（亿元）	14.13	12.91
EBITDA（亿元）	20.69	19.72
经营性净现金流（亿元）	9.74	11.15
营业利润率（%）	20.89	22.36
净资产收益率（%）	19.40	14.36
资产负债率（%）	71.57	66.37
全部债务资本化比率（%）	43.90	36.11
流动比率（倍）	1.39	1.56
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.36
EBITDA 利息倍数（倍）	4.09	3.99
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.67	0.64

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

花样年集团（中国）有限公司（以下简称“公司”或“花样年集团”）作为国内房地产行业知名企业，花样年控股集团有限公司（以下简称“花样年控股”，证券代码 1777.HK）全资子公司，跟踪期内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；土地储备保持一定规模，并逐渐向一线城市转移；营业收入及盈利水平较为稳定，经营现金流状况较好，债务负担有所减轻；但联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）同时也关注到公司在建项目和库存规模相对较大，收入增速放缓；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等因素给公司信用水平带来的不利影响。

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。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 花样年”和“15 花样 02”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 跟踪期内，作为国内房地产行业知名企业，公司在土地储备、开发规模和销售收入方面竞争力依然较强。

2. 公司在建面积规模相对较大，且大部分位于二线城市区域中心地段，对持续经营及现金流具有较强支撑作用。

3. 跟踪期内，公司向轻资产转型成效显著，物管业务和酒店业务收入增速较快，对公司利润形成有效的补充。

4. 2015 年，公司营业收入及盈利水平均保持稳定，债务负担有所减轻。

关注

1. 公司库存规模较大，面临较大的去库存压力。
2. 公司在建项目规模较大，未来公司将面临一定的融资压力。
3. 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

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

罗星驰

电话：010-85172818

邮箱：luoxc@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：




联合信用评级有限公司

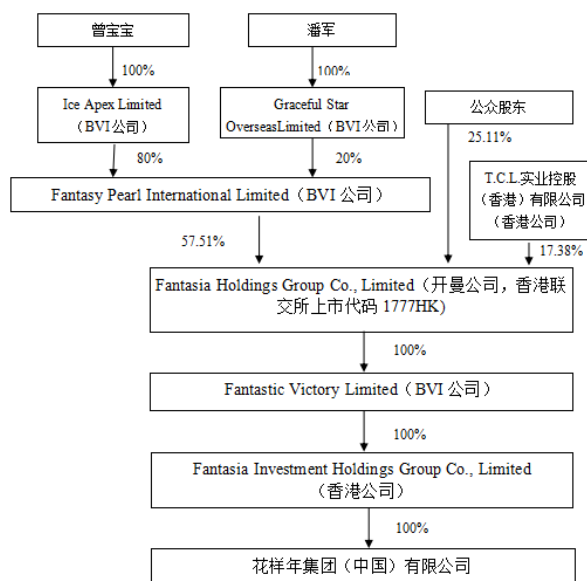
一、主体概况

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（以下简称“花样年控股”），并于2007年4月11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年底，公司注册资本162,484.35万元，实际控制人为自然人曾宝宝。

图1 截至2015年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围无变化；截至2015年底，公司下设战略管理部、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、金融发展部等11个部门（详见附件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79家；公司在职员工836人。

截至2015年底，公司合并资产总额287.47亿元，负债合计190.79亿元，所有者权益96.68亿元，其中归属于母公司所有者权益合计93.70亿元；2015年公司实现营业收入76.04亿元，净利润12.91亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计12.83亿元；经营活动产生的现金流量净额11.15亿元，现金及现金等价物净增加额0.87亿元。

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；法定代表人：潘

军。

二、债券发行及募集资金使用情况

1. “15 花样年”

经中国证监会证监许可【2015】2068 号文核准批复，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过 30 亿元（含 30 亿元）的公司债。公司发行工作于 2015 年 9 月 18 日结束，发行总额为 20 亿元，扣除发行费用后的净募集款项为 19.76 亿元，票面利率为 6.95%，期限为 5 年，附第三年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券于 2015 年 10 月 30 日在上海证券交易所上市，债券代码 122463.SH，债券简称“15 花样年”。

“15 花样年”债采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，付息日为每年的 9 月 16 日。截至本报告出具日，“15 花样年”尚未到第一个付息日。

跟踪期内，公司按照募集说明书的规定，已使用募集资金偿还银行借款 18.81 亿元，用于优化公司债务结构、偿还公司债务，同时补充流动资金 0.91 亿元，与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

2. “15 花样 02”

经中国证监会证监许可【2015】3014 号文核准批复，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过 15 亿元（含 15 亿元）的公司债。公司发行工作于 2016 年 1 月 4 日结束，发行总额为 11 亿元，扣除发行费用后募集资金 10.92 亿元，票面利率为 7.29%，期限为 5 年，附第三年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券于 2016 年 03 月 07 日在深圳证券交易所上市，债券代码 112309.SZ，债券简称“15 花样 02”。

“15 花样 02”债采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，付息日为每年的 12 月 30 日。截至本报告出具日，“15 花样 02”尚未到第一个付息日。

截至 2016 年 3 月 31 日，公司按照募集说明书的规定，全部用于补充流动资金和偿还公司债务，其中 9.60 亿元用于偿还银行借款，1.30 亿元用于补充流动资金。

三、行业分析

1. 行业概况

2015 年，全国房地产行业在持续宽松的货币政策和信贷政策等多项利好刺激下仍有所增长，但增速明显下滑；不同区域房地产市场明显分化；去库存成为房地产行业共识。

2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.0%，增速较上年同期下滑 9.5 个百分点，为近五年来的最低点。房屋新开工面积 154,454 万平方米，比上年下降 14.0%。全年土地购置面积 22,811 万平方米，比上年下降 31.7%。总体看，房地产行业波动较大，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。作为房地产市场景气度的前导指标，房地产开发投资增速的下降预示房地产开发商对未来房地产市场的谨慎态度和未来可售房源的下降。

土地供应出现一定的下滑趋势。2015 年，全国 300 个城市共推出土地 31,686 宗，同比减少 14%；土地面积 113,235 万平方米，同比减少 18%；出让金总额为 21,793 亿元，同比减少 10%。土地溢价率方面，2015 年，随着利好刺激政策的不断推出，房地产市场逐步转暖，但土地供应量有所减少，

土地市场溢价率相应有所好转，全国300个城市土地平均溢价率16%，较去年同期上升6个百分点。但土地市场分化明显，一线城市呈现上升态势，较同期上升2个百分点至27%；二线城市较上年同期上升10个百分点至17%；三四线城市较上年同期上升2个百分点至8%。楼面均价方面，一线城市同比大幅上涨19%至9,180元/平方米；二线城市同比上涨18%至1,565元/平方米；三四线城市同比上涨1%至751元/平方米。总体看，在去库存压力下，土地供求量均出现较大下滑；但城市分化比较明显，一、二线城市土地市场热度较高，三线城市土地市场相对较为疲软。

在开发资金来源状况上，2015年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015年，房地产开发企业到位资金125,203亿元，比上年增长2.6%。其中，国内贷款20,214亿元，下降4.8%；利用外资297亿元，下降53.6%；自筹资金49,038亿元，下降2.7%；其他资金55,655亿元，增长12.0%。总体看，2015年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

在市场供需上，2015年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。2015年下半年商品房销售面积开始由降转增，2015年全年商品房累计销售128,494.97万平方米，同比增长6.50%，增速较上年增加14.10个百分点。伴随房地产企业逐步意识到部分城市房产库存积压严重并做出区域性调整后，商品房待售面积增速自2015年有所下滑，2015年12月，全国拥有7.19亿平方米待售商品房，同比增长15.60%，增速较去年下滑10.50个百分点，其中，住宅待售面积4.52亿平方米，同比增长11.20%，增速较上年同期下滑14.40个百分点。总体上看，全国商品房库存增速放缓，但库存总量仍处高位。

销售价格上，2015年以来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12月，全国100个城市（新建）住宅平均价格为10,980元/平方米，环比上涨0.74%。全国楼市保持平稳回升态势，12月百城价格指数环比、同比连续第5个月双涨，且涨幅均继续扩大。其中，以深圳市为首的一线城市住宅平均价格仍呈快速增长态势，截至2015年底，一线城市房价为32,891.25元/平方米，同比增长17.20%。总体看，2015年随着利好政策逐步落地实施，房价走势有所回暖，一线城市房价呈快速增长态势。

从行业集中上看，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，房地产行业集中度进一步提升。2015年，房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为16.87%和22.82%，前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到11.31%和14.62%。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。

2. 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。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。2015年国家出台了一系列政策对房地产进行调控。

2015年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5

月、6月、9月、10月五次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于3月、8月和9月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，从长期供求关系进行调整。

2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016年2月份，政府即出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。

总体看，在我国房地产市场去库存的背景下，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产产业政策环境有所好转。但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。

3. 行业关注

（1）商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

（2）行业资产负债率较高，需防范潜在风险

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，2015年三季度，按Wind资讯整体法¹计算的房地产板块资产负债率为77.93%，较2014年底提高了3.18个百分点，房地产板块整体债务率较高。

（3）市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

（4）房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续。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。

4. 行业发展

（1）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产呈现金融化趋势。

（2）转变盈利模式，提升经营效益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，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。

¹ Wind 行业内标的公司：（成分股*总负债）/（成分股*总资产）。

综合来看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演更重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大。未来几年，预期龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化。目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。公司作为花样年控股的旗下核心企业，在公司治理、内部控制方面属花样年控股的一部分，各项管理制度执行情况良好。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为房地产开发与销售。受公司向轻资产转型带动其他业务²收入增长影响，使得公司在主营业务收入下降的情况下营业收入小幅上升，2015 年公司实现营业收入 76.04 亿元，较上年增长 1.70%。

2014~2015 年，公司实现主营业务收入 74.70 亿元和 73.67 亿元，占当期营业收入的比例为 99.90%和 96.88%，占比维持在较高水平。

从公司主营业务收入的构成来看，房屋销售业务仍是公司主要收入来源，2015 年，房地产开发业务收入占公司主营业务收入的比例为 95.92%，较上年略有下降，但公司房屋销售业务仍十分突出。2015 年，公司房屋租赁、物管业务和酒店业务收入规模较小，合计占主营业务收入的 4.08%，占比较 2014 年有所上升，但仍属较小，其中物管业务收入增长较快，主要系下属子公司深圳市美易家商务服务集团股份有限公司（以下简称“美易家”）物业管理规模扩大所致；房屋租赁收入较上年减少 49.05%，主要系公司向轻资产转型主动缩减自持物业面积所致。

毛利率方面，2015 年，公司整体毛利率稍有下降，较 2014 年下降了 0.34 个百分点。分业务来看，公司房地产开发业务毛利率有所上升，较 2014 年提高了 0.19 个百分点，主要系当年毛利率较高的城市综合体及高档住宅项目结转占比较高所致；房屋租赁和酒店物业毛利率大幅下降，分别较 2014 年下降了 20.38 个百分点和 39.65 个百分点，其中房屋租赁下降主要系部分酒店装修改造成本增加所致；酒店业务毛利率下降主要系 2015 年新增酒店装修改造成本增加所致；物管业务毛利率较 2014 年大幅提高了 21.35 个百分点，主要系 2015 年公司新增收购优质物业毛利率较高所致。

表1 2014~2015年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

细分板块	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房屋销售	718,824.36	96.23	29.87	706,607.87	95.92	30.06
房屋租赁	4,190.22	0.56	87.53	2,134.83	0.29	67.15
物管业务	8,221.56	1.10	36.44	11,580.88	1.57	57.79
酒店业务	6,012.24	0.80	46.99	9,826.98	1.33	7.34
其他	9,703.80	1.30	56.84	6,511.01	0.88	41.73

² 其他业务收入主要来自于小额贷款业务、P2P 业务、高尔夫球场业务及其他拓展服务等。

合计	746,952.18	100.00	30.75	736,661.57	100.00	30.41
----	------------	--------	-------	------------	--------	-------

资料来源：公司审计报告

总体看，近两年公司营业收入比较稳定，房屋销售依然是公司收入的主要来源；同时，受公司轻资产战略转型影响，自持物业产生的房屋租赁收入有所下降；但物管业务和酒店收入同比上升。公司盈利能力随整体房地产市场运行状况有所下滑，但随着公司在售楼盘的开发和销售渐次推进，预计公司销售收入及结转收入规模将保持稳健增长。

2. 土地储备

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。受一线城市土地资源稀缺的影响，近年来公司主要通过与政府或第三方公司合作，通过框架协议方式，承担预付前期拆迁等费用的义务，从而能够在未来取得拆迁后大部分的土地使用权。目前，公司与政府合作的项目多为城中村改造项目，此种方式已成为获取深圳市土地储备的重要途径。

截至 2015 年末，公司土地储备对应建筑面积中确权部分约 578.82 万平方米、框架协议部分约为 295.01 万平方米，如下表所示。已确权方面，2015 年，公司无新增土地购置面积，主要原因是公司坚持以清库存促销售为主基调的经营策略，在保证现金流、资金安全的情况下，在保证土地储备足够支撑公司未来业务的同时主动控制土地储备面积。整体看，2015 年房地产市场结构性供应过剩的矛盾仍然突出，在此前提下，公司主动控制土地储备量，确保现金流充裕的同时加快将地产业务转入一、二线城市。

表2 2014~2015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	2014 年	545,938.00	1,493,109.00	商住/城市综合体	24.46	7,395,403.00
	2015 年	--	--	--	--	5,788,236.00
框架协议部分	2014 年	230,097.00	1,006,306.00	商住/城市综合体	21.50	2,350,005.00
	2015 年	267,135.00	637,072.00	住宅及商业	12.43	2,950,123.00

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：2015 年末，公司共在 10 个城市拥有土地储备，其中公司进入了 2 个一线城市³，并进入了 6 个二线城市及 2 个三线城市；框架协议部分：一线城市为 2 个，二线城市为 3 个。土地储备面积上，确权部分：一线城市土地储备占 18.42%，二线城市土地储备占 47.40%，三线及以下城市土地储备占 34.18%；框架协议部分：一线城市土地储备占 75.52%，二线城市土地储备占 24.48%。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，具体如下表所示。

表3 2015年末公司土地储备地域分布情况

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（个）	2	6	2	10
土地储备面积（万平方米）	106.62	274.38	197.82	578.82

³ 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（包含毗邻深圳的惠州项目）；二线城市包括成都、天津、武汉、宁波、南京、东莞、苏州、无锡，三线城市指桂林。

面积占比 (%)	18.42	47.40	34.18	100
土储总价款 (亿元)	23.75	28.53	6.06	58.34
价款占比 (%)	40.71	48.90	10.39	100
土地储备均价 (元/平方米)	2,227	1,040	306	1,008
框架协议部分				
城市数量 (个)	2	3	--	5
土地储备面积 (万平方米)	222.79	72.23	--	295.01
面积占比 (%)	75.52	24.48	--	100
土储总价款 (亿元)	34.60	15.10	--	49.60
价款占比 (%)	69.76	30.44	--	100
土地储备均价 (元/平方米)	1,551	2,084	--	1,682

资料来源：公司提供

总体看，公司 2015 年土地获取速度有所放缓，公司土地储备规模适中，能够满足未来 2~3 年的开发需求。

3. 项目开发

从公司房地产开发建设情况看，2015 年内新开工面积 68.70 万平方米，较 2014 年下降 45.77%，主要系 2015 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；2015 年当期竣工面积为 181.12 万平方米，较 2014 年上升 12.64%，主要系 2012~2013 年开发规模较大所致。近两年，公司期末在建项目数量有所下降；截至 2015 年末，公司共有在建项目 20 个，较 2014 年末减少 11 个。

表4 2014~2015年公司项目开发情况

项目	2014 年	2015 年
当期新开工面积 (万平方米)	126.69	68.70
当期新开工项目数量 (个)	15	7
期末在建面积 (万平方米)	380.20	267.79
期末在建项目数量 (个)	31	20
当期竣工面积 (万平方米)	160.79	181.12

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 2015 年末，公司在建工程预计总投资 146.50 亿元，已完成投资 63.90 亿元，未来两年尚需完成投资 52.50 亿元。

总体看，公司在建项目较多，在建面积较 2014 年有所下降，但依然保持较大规模，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，面临一定的融资压力。

4. 房产销售

2015 年，公司房产销售由二、三线城市转入一线城市，受一线城市土地较为稀缺，竞争激烈等因素影响，公司销售面积同比出现下滑，但得益于一线城市房价的快速上涨，公司销售金额和销售均价同比小幅上升。2015 年实现签约销售面积 121.37 万平方米，较 2014 年减少 6.49%；2015 年实现签约销售金额 104.97 亿元，较 2014 年增加 9.62%；2015 年签约销售均价为 8,648.84 元/平方米，较 2014 年上升 17.22%。截至 2015 年底，公司可售面积合计 69.33 万平方米，规模较大。公司尚余可售面积主要位于二线城市，规模相对较大、占比相对较高。考虑到我国房地产行业整体形势，未来房地产市场在一二三线城市之间出现分化的可能性较大，二线城市相较一线城市人

口相对较少，工商业相对较弱，整体上看抵抗行业景气波动的能力较低，公司存在一定的去化压力。

表5 2014~2015年公司项目销售情况

项目	2014 年	2015 年
签约销售面积（万平方米）	129.80	121.37
签约销售金额（万元）	957,645.00	1,049,721.00
签约销售均价（元/平方米）	7,378.00	8,648.84
结转收入面积（万平方米）	117.06	109.05
结转收入（万元）	718,824.36	709,981.00

资料来源：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6 公司预计未来三年销售及回款情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
预计签约销售面积（平方米）	1,277,923	1,444,900	2,033,367
预计签约销售金额（万元）	1,406,061	1,812,195	2,247,122
预计销售回款金额（万元）	1,251,332	1,628,518	2,035,648

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

总体看，2015 年来公司销售情况良好，考虑到公司期末在建面积规模较大，预计未来销售量及回款将继续保持增长态势，同时，公司存在一定的去化压力。

5. 自持物业及酒店服务

公司持有部分商业物业。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、桂林、南京；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。截至 2015 年底，公司自持物业建筑面积合计 40 万平方米，账面价值合计约 42 亿元，以公允价值计量，增值率均在 148%左右。

2015 年自持物业写字楼、商铺的租金收入达 0.21 亿元，酒店收入 0.98 亿元，其中写字楼、商品租金收入较 2014 年大幅下降 49.05%，主要系公司向轻资产转型处置了个别商业写字楼物业所致；酒店收入较 2014 年增加 63.47%，主要是一方面个别酒店 2015 年新装修使得经营业绩增长，另一方面个别酒店 2014 年中期开业，导致当年确认收入较少。

表7 截至2015年底公司主要自持物业情况（单位：平方米、%、万元）

序号	项目名称	建筑面积 (平方米)	物业概况 (商业、写字 楼、娱乐)	出租率 (%)	投资成本 (万元)	公允价值 (万元)
1	龙年中心 1.1 期(4#)1-5 层	66,634.00	商业	自营	55,347.68	73,297.40
2	深圳花郡花乡商业	8,453	商业(含车位)	100	5,631.68	60,040.80
3	深圳花好园裙楼	11,100.07	商业	100	5,679.08	31,230.80
4	南京花样生活广场	18,057.76	商业	98	25,623.37	41,089.00

5	桂林花样城集中商业 (不含2层)	61,982.66	商业	43	39,640.10	36,005.00
---	---------------------	-----------	----	----	-----------	-----------

资料来源：公司提供

总体看，公司自持物业主要为公司房地产开发的配套商业，2015 年公司主动缩减自持物业规模向轻资产转型，大力发展酒店业务。

6. 经营效率

2015 年公司流动资产周转率、存货周转率和总资产周转率分别为分别为 0.33 次、0.35 次和 0.26 次，2014 年分别为 0.35 次、0.37 次和 0.29 次，变化不大。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率处于行业中游水平。

表8 2015年房地产开发类上市公司经营效率指标（单位：次）

证券代码	简称	流动资产周转率	存货周转率	总资产周转率
600173.SH	卧龙地产	1.02	2.82	0.73
112281.SZ	中州控股	0.28	0.20	0.25
600208.SH	新湖中宝	0.18	0.16	0.15
112262.SZ	融安地产	0.18	0.16	0.16
--	花样年	0.33	0.35	0.26

资料来源：Wind 资讯；

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

总体看，公司经营效率一般，尚存在一定的提升空间。

7. 经营关注

（1）公司存货去化时间较长

公司尚余可售面积主要位于二线城市，规模相对较大、占比相对较高。考虑到我国房地产行业整体形势，未来房地产市场在一二三线城市之间出现分化的可能性较大，二线城市相较一线城市人口相对较少，工商业相对较弱，整体上看抵抗行业景气波动的能力较低，需要密切关注公司存在一定的存货去化压力。

（2）未来开发资金需求规模较大

公司在建项目规模较大，未来 2~3 年需要投入较大规模的资金，对公司资金流形成一定压力，存在一定的资金压力。

8. 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。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015 年度合并财务报表已经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司执行财政部 2006 年发布的新《企业会计准则》及财政部 2014 年修订后的企业会计准则。从合并范围变化上看，2015 年新增合并单位 2 家，均为非同一控制下企业合并；4 家子公司因协议转让不再纳入合并范围。考虑到公司主营业务未发生变化，新增及受让子公司资产规模较小，对公司收入未产生较大影响，相关会计政策连续，财务可比性较强。截至 2015 年底，共 79 家子公司纳入合并财务报表范围。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 287.47 亿元，负债合计 190.79 亿元，所有者权益 96.68 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 93.70 亿元；2015 年公司实现营业收入 76.04 亿元，净利润 12.91 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 12.83 亿元；经营活动产生的现金流量净额 11.15 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.87 亿元。

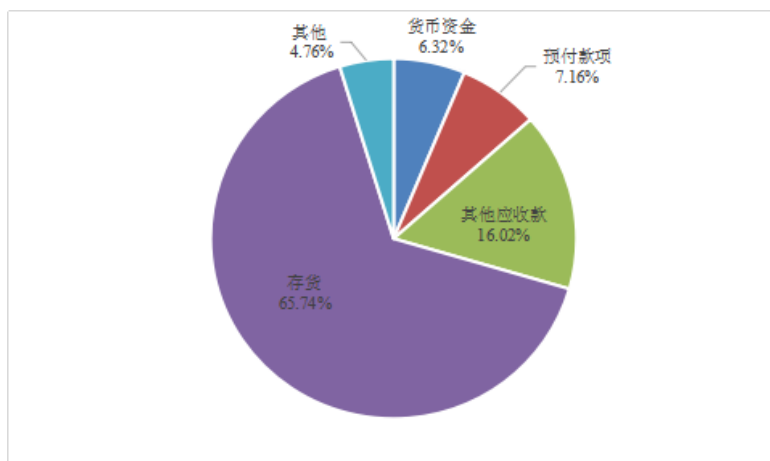
2. 资产质量

截至 2015 年底，公司合并资产总额 287.47 亿元，较年初减少 1.60%，主要系其他应收款减少所致，其中流动资产和非流动资产占比分别为 78.39%和 21.61%，资产构成以流动资产为主，和上年相比资产结构变化不大。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产合计 225.34 亿元，较年初减少 4.18%，主要系其他应收款和预付款项减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占比 6.32%）、预付款项（占比 7.16%）、其他应收款（占比 16.02%）和存货（占比 65.74%）构成。

图 2 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司货币资金为 14.24 亿元，较年初增长 6.44%，主要系公司发行公司债券所致；其中银行存款占比 96.77%、现金占比 0.05%和其他货币资金占比 3.19%。公司货币资金中使用受限的资金为 2.61 亿元（占比 18.35%），占比适中，主要为使用受到限制的银行存款。

截至 2015 年底，公司预付款项为 16.14 亿元，较年初减少 4.44%，主要系 2015 年新开工及在建项目有所减少，需预付的拆迁的补偿款和工程建设款减少所致。截至 2015 年底，预付账款账龄在一年以内的占比为 55.12%，一年以上的占比为 44.88%，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。

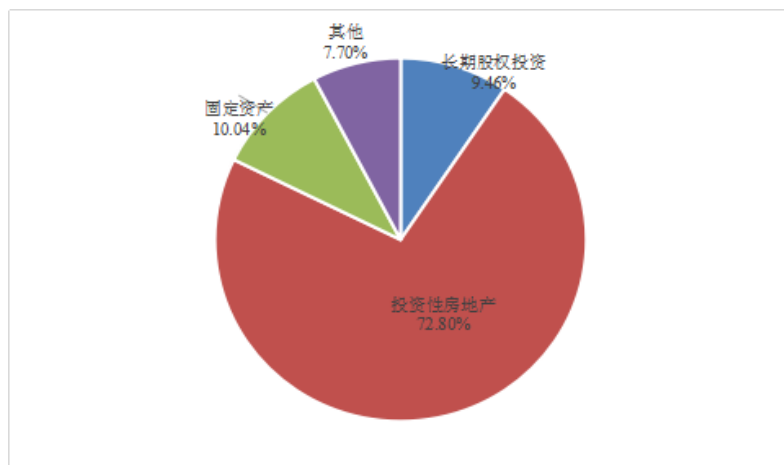
截至 2015 年底，公司其他应收款为 36.10 亿元，较年初减少 25.17%，主要系收回部分关联企业之间的往来款所致。公司其他应收款主要为关联公司资金往来款、代垫费用以及各类保证金和押金。从账龄上看，一年期以下的占比为 77.83%，一年以上的占比为 22.17%，公司其他应收款账龄较短。公司未对其他应收款计提坏账准备，存在一定风险。

截至 2015 年底，公司存货为 148.14 亿元，较年初小幅增长 0.60%。公司存货中，完工开发产品占比 30.75%、在建开发产品占比 69.24%，未计提存货跌价准备。考虑到公司存货规模较大，且产品多位于二三线城市，可能存在一定的跌价风险和去化压力。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 62.13 亿元，较年初增长 9.05%，主要系投资性房地产和固定资产增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占比 9.46%）、投资性房地产（占比 72.80%）和固定资产（占比 10.04%）构成。

图3 截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司长期股权投资为 5.88 亿元，较年初小幅减少 2.10%，主要受权益法下确认的投资损失影响。

投资性房地产主要包括公司自持物业及酒店。截至 2015 年底，公司投资性房地产采用公允价值计量，账面价值合计 45.23 亿元，较年初增加 8.93%，主要系公允价值变动所致。

截至 2015 年底，公司固定资产账面价值合计 6.24 亿元，较年初增加 49.00%，主要系购买办公楼所致。固定资产主要由房屋建筑物（占比 93.86%）、运输工具（占比 1.29%）和办公设备及其他（占比 4.25%）构成，固定资产累计折旧 2.53 亿元，固定资产成新率 67.57%，成新率一般。

总体看，2015 年公司资产规模小幅下降，以流动资产为主；流动资产中存货占比较高，可能

存在一定的去化压力和减值风险，非流动资产中投资性房地产占比较大，整体资产质量一般。

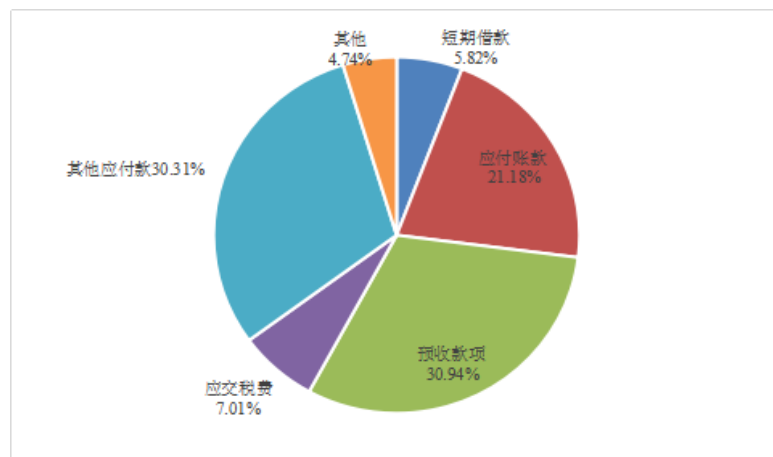
3. 负债及所有者权益

截至 2015 年底，公司负债合计为 190.79 亿元，较年初减少 8.75%，主要系流动负债的减少所致，流动负债和非流动负债分别占比 75.93%和 24.07%，负债仍以流动负债为主。

流动负债

截至 2015 年底，流动负债合计 144.86 亿元，较年初减少 14.27%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债减少所致；流动负债主要以短期借款（占比 5.82%）、应付账款（占 21.18%）、预收款项（占比 30.94%）、应交税费（占比 7.01%）和其他应付款（占比 30.31%）构成。

图 4 截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，短期借款余额为 8.44 亿元，较年初增加 17.48%，主要系公司战略转型带动融资需求上升所致；公司短期借款全部为质押借款。

截至 2015 年底，公司应付账款合计 30.68 亿元，较年初增加 25.46%，主要系 2015 年新建项目增加，部分在建项目加快建设进程，应付施工方费用增加所致；从账龄上看，一年以内应付账款占比 74.77%，一年以上占比 25.23%。

截至 2015 年底，公司预收款项为 44.82 亿元，较年初增加 21.35%，主要为预收房屋销售款的增加所致。考虑到公司预收款主要为预收房屋销售款，未来无实际偿付压力。

截至 2015 年底，公司应交税费为 10.15 亿元，较年初增加 41.17%，主要系应交企业所得税费增加所致。

截至 2015 年底，公司其他应付款为 43.90 亿元，较年初减少 34.91%，主要系公司加大关联企业往来款支付力度所致；公司其他应付款主要由关联公司往来款、代业主收款、认筹诚意金和保证金等构成。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 3.38 亿元，较年初减少了 84.52%，主要系公司偿还了 1 年内到期的长期借款所致。公司一年内到期的非流动负债全部为银行抵押借款。

非流动负债

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 45.93 亿元，较年初增加 14.54%，主要系公司发行 20 亿元“15 花样年”公司债所致。截至 2015 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占比 46.08%）、应付债券（占比 43.06%）和递延所得税负债（占比 10.87%）构成。

截至 2015 年底，公司长期借款余额为 21.16 亿元，较年初减少 40.08%，主要系公司偿还部分抵押借款所致。公司长期借款全部为抵押借款，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 年底，公司新增应付债券为 19.77 亿元，系公司于 2015 年 9 月 16 日公开发行公司债券“15 花样年”，票面利率 6.95%，期限为 5 年。

截至 2015 年底，公司递延所得税负债为 4.99 亿元，较年初小幅增加 4.36%，主要系投资性房地产公允价值变动产生的应纳税暂时性差异增加所致。

截至 2015 年底，公司全部有息债务为 54.63 亿元，较年初下降 15.94%，主要系短期债务减少所致；其中短期债务和长期债务分别占比 25.07%和 74.93%。截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 66.37%、36.11%和 29.75%，较年初分别下降了 5.20 个百分点、7.79 个百分点和 0.08 个百分点，公司整体债务负担有所减轻。若将 2014 年公司发行的永续债视为长期债务考虑，截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.80%、40.73%和 34.83%，债务规模增长有限，影响较小。若将“15 花样 02”债本金（11 亿元）计入长期债务，截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.61%、40.44%和 34.95%，债务负担有所增加，但幅度较小。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，较年初结构变化不大，从有息债务来看，债务规模较年初下降幅度较大，债务负担有所减轻。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 96.68 亿元，较年初增加 16.39%，归属于母公司所有者权益为 93.70 亿元，占所有者权益比重为 96.91%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比 17.34%、其他权益工具（永续债）占比 7.47%、和未分配利润占比 75.19%，结构较年初变化不大。公司所有者权益中未分配利润占比较高，稳定性较弱。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性有待提高。

4. 盈利能力

受公司向轻资产转型带动其他业务收入增长影响，公司在主营业务收入下降的情况下营业收入小幅上升，2015 年公司实现营业收入 76.04 亿元，较上年增长 1.70%；2015 年，公司营业成本 51.68 亿元，较年初小幅减少 0.16%。2015 年，公司实现营业利润 18.00 亿元，较年初下降 9.14%，主要系投资性房地产公允价值变动收益和土地整理收益较上年减少所致；公司实现净利润 12.91 亿元，较年初减少 8.67%，其中归属于母公司所有者的净利润 12.83 亿元，占比 99.39%。

期间费用方面，2015 年，公司三项费用合计 8.07 亿元，较年初增加 13.88%，主要系管理费用和财务费用上升所致，公司费用总额中，销售费用、管理费用、财务费用分别占比 29.84%、61.51%和 8.65%。2015 年，公司销售费用 2.41 亿元，同比增长 3.27%，主要系人工成本上升、广告宣传费用、售楼处运营费用增加所致；公司管理费用 4.97 亿元，同比增长 18.85%，主要系公司扩大员工编制导致工资性费用上升所致；公司财务费用 0.70 亿元，同比增长 20.79%，主要系利息支出费用上升所致。2015 年，公司费用收入比为 10.63%，较 2014 年下降 1.14 个百分点，公司费用控制能力有所提升。

从利润构成来看，2015 年，公司实现投资收益 4.63 万元，较年初减少 16.29%，主要原因是 2014 年成都花港和郫县的 BOT 项目土地整理收益使得当年收入大幅增加而 2015 年此部分收益随着项目逐渐结束而减少所致；公允价值变动收益为 4.35 亿元，较年初减少 25.58%，主要系投资性

房地产公允价值变动收益减少所致。2015 年，公司投资收益和公允价值变动损益占营业利润的比例分别为 25.27%和 24.17%，占比较高，公司营业利润对其依赖程度较大。

从盈利指标来看，2015 年公司营业利润率为 22.36%，较 2014 年上升了 1.47 个百分点，主要系公司在营业收入小幅上升的情况下营业成本下降所致；主营业务毛利率小幅下降，为 30.41%，较 2014 年下降了 0.35 个百分点，主要系房屋租赁和酒店物业毛利率下降所致。2015 年公司总资产报酬率、净资产收益率分别为 6.48%和 14.36%，各项指标与上年相比分别下降了 7.42 个百分点和 5.04 个百分点，主要系投资收益和公允价值变动损益减少导致公司利润总额和净利润下降所致。与房地产上市公司比较来看，公司处于行业上游水平，盈利能力较好，见下表：

表 9 2015 年主要房地产上市公司盈利指标情况（单位：%）

证券代码	简称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
600173.SH	卧龙地产	2.95	3.73	25.75
112281.SZ	中州控股	4.13	9.00	39.87
600208.SH	新潮中宝	2.88	5.36	25.70
112262.SZ	融安地产	1.83	0.16	0.16
--	花样年	6.45	14.70	32.03

资料来源：Wind 资讯

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

总体看，2015 年公司营业收入小幅增长，但净利润呈下滑态势，整体盈利能力有所减弱。营业利润对投资收益和公允价值变动收益的依赖程度较大

5. 现金流

公司经营活动产生的现金流量净额为 11.15 亿元，较 2014 年增加 14.52%，主要系销售商品提供劳务收到的现金增加，购买商品接受劳务支付的现金减少所致。2015 年，公司支付其他与经营活动相关的现金 42.56 亿元，主要是公司各项销售、管理等期间费用以及清理支付上市体系范围内关联方余额支付的现金。从收入质量上看，2015 年公司的现金收入比为 105.90%，较 2014 年提高了 21.24 个百分点，处于尚可水平。

投资活动方面，2015 年，公司投资活动现金流量净额为 4.59 亿元，由 2014 年净流出转为净流入，主要系公司 2015 年处置了 4 家子公司（TCL 王牌电子（深圳）有限公司、深圳市合和年投资咨询有限公司、深圳市合保盈商业保理有限公司、成都凯镇有限公司）收到的现金净额增加所致。

筹资活动方面，2015 年，公司筹资活动现金流量净额为-14.87 亿元，由 2014 年净流入转为净流出，主要系偿还到期借款支付的现金增加所致。

总体看，公司经营现金流呈净流入状态，收入实现质量较上年明显提高；投资力度较上年有所减轻；筹资活动现金流呈净流出状态，随着房地产项目的增加，公司筹资需求将进一步上升。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.56 倍和 0.53 倍，均高于年初的 1.39 倍和 0.52 倍。2015 年，公司经营现金流流动负债比率为 7.70%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护程度较高。2015 年公司现金短期债务比为 1.04 倍，较上年初有所上升，现金类资产对短期债务保护程度较高。整体看，公司短期偿债能力有所提高，短期偿债能力

较强。

从长期偿债能力指标来看，2015 年，公司 EBITDA 为 19.72 亿元，较上年减少 4.71%，主要系利润总额的减少所致。公司 EBITDA 主要由利润总额（占 91.69%）构成，折旧（占 2.99%）和摊销（占 1.74%）、计入财务费用的利息支出（占 3.58%）构成；2015 年 EBITDA 利息倍数为 3.99 倍，EBITDA 对利息的保障能力较强；2015 年公司 EBITDA 全部债务比为 0.36 倍，较上年变化不大，处于良好水平。若将永续债视为长期债务，2015 年公司资产负债率为 68.80%，EBITDA 全部债务比为 0.32 倍，长期偿债能力将会微下降。整体看，公司长期偿债能力较强。若将“15 花样 02”债本金（11 亿元）计入长期债务，2015 年公司 EBITDA 全部债务比为 0.30。

截至 2015 年底，公司无重大诉讼仲裁事项。

截至 2015 年底，公司对外担保金额为 8.21 亿元，占公司所有者权益的比例为 8.49%，全部为对关联方提供的担保，公司存在一定或有负债风险。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1044030402195450V），截至 2015 年 12 月 31 日，公司不存在未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

公司与各商业银行建立了良好的合作关系，截至 2015 年 12 月 31 日，公司已获银行授信额度 227.50 亿元，已使用金额 45 亿元，公司间接融资能力强。

总体看，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 14.29 亿元，约为“15 花样年”债和“15 花样 02”债本金合计（31 亿元）的 0.46 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度尚可；净资产达 96.68 亿元，约为债券本金合计（31 亿元）的 3.12 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15 花样年”债和“15 花样 02”债的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 19.72 亿元，约为债券本金合计（31 亿元）的 0.64 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较强。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 116.52 亿元，约为债券本金合计（31 亿元）的 3.76 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较强。

综合以上分析，并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方面竞争力较强。联合评级认为，公司对“15 花样年”债和“15 花样 02”债的偿还能力很强。

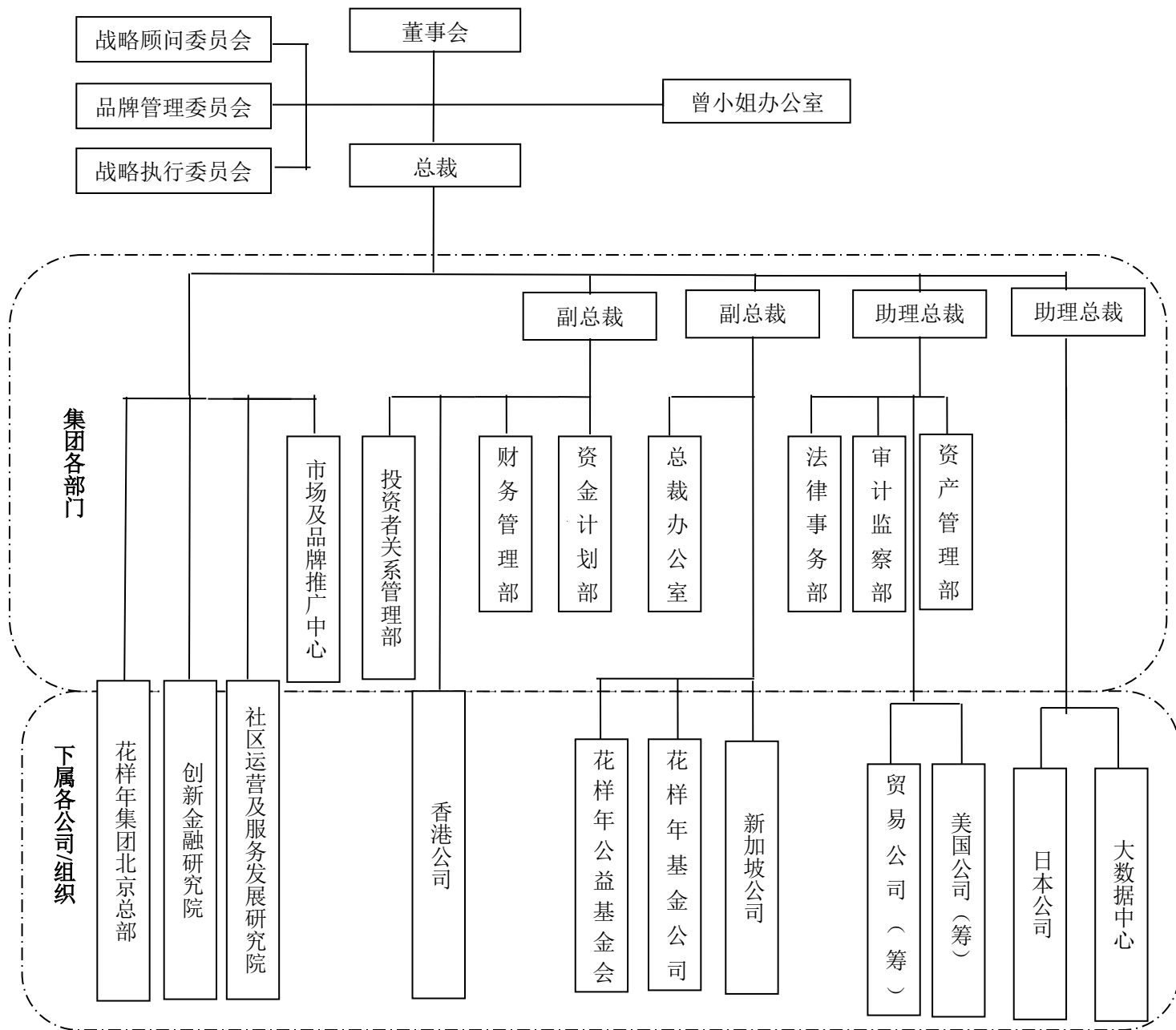
八、综合评价

花样年集团作为国内房地产行业知名企业，花样年控股全资子公司，跟踪期内，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；土地储备保持一定规模，并逐渐向一线城市转移；营业收入及盈利水平较为稳定，经营现金流状况较好，债务负担有所减轻；但联合评级同时也关注到公司在建项目和库存规模相对较大，收入增速放缓；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等因素给公司信用水平带来的不利影响。

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。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 花样年”和“15 花样 02”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 花样年集团（中国）有限公司组织机构图



附件 2 花样年集团（中国）有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	292.15	287.47
所有者权益（亿元）	83.07	96.68
短期债务（亿元）	29.68	13.70
长期债务（亿元）	35.31	40.94
全部债务（亿元）	64.99	54.63
营业收入（亿元）	74.77	76.04
净利润（亿元）	14.13	12.91
EBITDA（亿元）	20.69	19.72
经营性净现金流（亿元）	9.74	11.15
应收账款周转次数（次）	11.66	9.69
存货周转次数（次）	0.37	0.35
总资产周转次数（次）	0.29	0.26
现金收入比率（%）	84.48	105.90
总资本收益率（%）	11.06	9.09
总资产报酬率（%）	7.88	6.48
净资产收益率（%）	19.40	14.36
主营业务毛利率（%）	30.75	30.41
营业利润率（%）	20.89	22.36
费用收入比（%）	9.50	10.63
资产负债率（%）	71.57	66.37
全部债务资本化比率（%）	43.90	36.11
长期债务资本化比率（%）	29.83	29.75
EBITDA 利息倍数（倍）	4.09	3.99
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.36
流动比率（倍）	1.39	1.56
速动比率（倍）	0.52	0.53
现金短期债务比（倍）	0.45	1.04
经营现金流动负债比率（%）	5.76	7.70
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.67	0.64

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
333 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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次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 / 本次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 / 本次公司债券到期偿还额

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

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

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。