跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1183 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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“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

评级总监：

二零一八年 六 月二十五日

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

花样年集团（中国）有限公司
公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 花样年	20 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2017/6/27
15 花样 02	11 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2017/6/27

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

主要财务数据

项　目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	332.15	460.50	488.10
所有者权益（亿元）	114.53	150.89	149.53
长期债务（亿元）	85.02	111.43	111.43
全部债务（亿元）	92.30	121.82	130.49
营业收入（亿元）	78.15	72.44	10.24
净利润（亿元）	13.49	11.14	-1.63
EBITDA（亿元）	21.05	19.39	--
经营性净现金流（亿元）	28.83	3.17	11.95
营业利润率（%）	21.35	22.09	18.91
净资产收益率（%）	12.78	8.40	--
资产负债率（%）	65.52	67.23	69.36
全部债务资本化比率（%）	44.62	44.67	46.60
流动比率（倍）	1.99	1.77	1.61
EBITDA 全部债务比（倍）	0.23	0.16	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.40	3.08	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.68	0.63	--

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。4、2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

2017 年，花样年集团（中国）有限公司（以下简称“公司”或“花样年集团”）加大新开工力度，期末在建项目规模较大，对未来发展形成较好支撑；公司土地储备充裕，土地质量较好，房屋销售毛利率较高；货币资金较充裕，资产质量较好，债务负担适中。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到房地产行业仍将持续受政策调控影响、公司资金需求较大、存在一定的债务集中偿付压力、往来款对公司资金形成一定占用、营业收入和净利润规模均有所下降、公允价值变动收益对营业利润影响大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

2017 年，公司加大新开工力度，未来随着土地的陆续开发以及在建项目的完工和销售，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”，评级展望为“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．公司土地储备较充足，土地储备以二城市为主，土地质量较好。

2．2017年，公司加大新开工力度，期末在建项目规模较大，且大部分项目位于二线城市区域中心地段，对未来发展形成较好支撑；公司房屋销售毛利率较高，签约销售规模增长，对未来结转收入提供良好支撑。

3．公司货币资金较充裕，资产质量较好；经营性现金流持续净流入；债务负担仍处于适中水平。

关注

1. 公司房地产项目以二线城市为主，2017 年以来，全国楼市调控长期化，二线城市的限

售、限购等政策可能对公司项目的去化速度和销售回款情况形成一定影响。

2.2017年公司建设支出和购地支出较大，随着公司开发的持续推进，公司存在较大的资金需求。

3．2018年，公司债券面临回售，若投资者对公司债券全部行使回售权，公司将面临一定的债务集中偿付压力；公司其他应收款规模较大，往来款对公司资金形成一定占用。

4．2017年，公司营业收入和净利润规模均有所下降，整体盈利能力有所减弱；公允价值变动收益对营业利润影响大。

分析师

张兆新
电话：010-85172818
邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

李　镭
电话：010-85172818
邮箱：lil@unitedratings.com.cn

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

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：李镭

联合信用评级有限公司

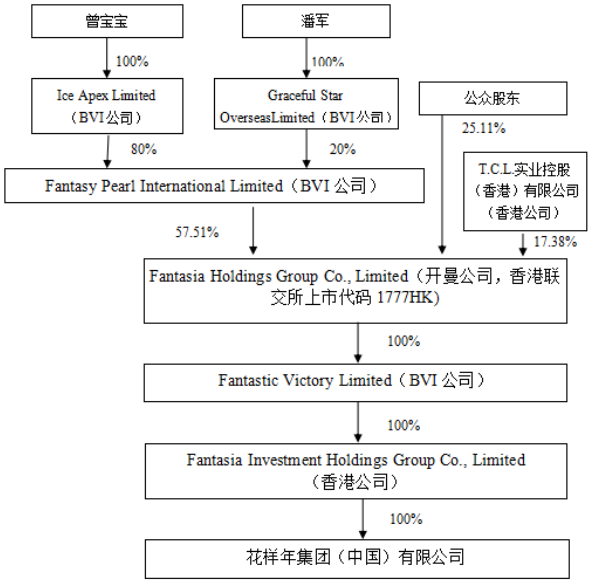
一、主体概况

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”。

公司系港股上市公司花样年控股集团有限公司（股票代码：1777.HK）的全资子公司，历经多次增资后，截至2018年3月底，公司注册资本16.25亿元，实际控制人为自然人曾宝宝。

图1　截至2018年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司经营范围与组织架构无变化；纳入合并范围子公司共计 125 家，拥有在职员工合计 30,754 人。

截至2017年底，公司合并资产总额460.50亿元，负债总额309.60亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计150.89亿元，其中归属于母公司的所有者权益120.70亿元。2017年，公司实现营业收入72.44亿元，净利润（含少数股东损益）11.14亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为9.74亿元；经营活动产生的现金流量净额3.17亿元，现金及现金等价物净增加额为20.72亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额488.10亿元，负债总额338.56亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计149.53亿元，其中归属于母公司所有者权益119.38亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入10.24亿元，净利润（含少数股东损益）-1.63亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-1.32亿元；经营活动产生的现金流量净额11.95亿元，现金及现金等价物净增加额为14.20亿元。

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。公司于 2015 年 9 月 16 日发行“花样年集团（中国）有限公司公开发行 2015 年公司债券”，发行规模 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。本期债券于 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”。2017 年 9 月 13 日，公司按募集说明约定偿还利息 1.35 亿元。

“15 花样年”募集资金 20.00 亿元，扣除发行费用后剩余募集资金 19.76 亿元，截至 2017 年底，已使用 19.76 亿元；其中，偿还银行借款 18.80 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 0.96 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。公司于 2015 年 12 月 30 日发行“花样年集团（中国）有限公司 2015 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”，发行规模为 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。本期债券于 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”。2017 年 12 月 27 日，公司按募集说明书约定偿还利息 0.80 亿元。

“15 花样 02”募集资金 11.00 亿元，扣除发行费用后剩余募集资金 10.92 亿元，截至 2017 年底，已使用 10.92 亿元；其中，偿还银行借款 9.58 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 1.34 亿元，与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

三、行业分析

1．行业概况

2017 年，全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

土地供应方面，2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增加土地供给，稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较上年有所收窄，平均溢价率同比下降。除二线城市土地推出面积同比增加 8%外，一线城市和三线城市同比分别减少 20%和 6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增 3%，二线和三线城市同比分别减少 3%和 15%；一、二、三线城市的土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28%和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30%和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

资金来源方面，2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053

亿元，同比增长 8.20%，增速较上年下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

市场供需方面，2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%。其中，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

销售价格方面，2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

竞争格局方面，2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点。据克而瑞统计，2017 年千亿房企阵营增加到 17 家，销售额 Top10 的门槛提升到 1,500 亿元，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2017 年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升。

2．行业政策

在国内经济发展稳中向好和防范系统性金融风险的背景下，房地产行业从2016年10月开始密集出台调控政策，并在2017年持续加码，市场政策环境已经开始从注重去库存转向稳定房地产市场的方向发展。2017年，房地产行业政策坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”基调，整体延续分类调控、因城施策的思路：一方面高库存的三四线城市落实各种措施去库存；另一方面，一线城市和热点二、三线城市继续出台或升级以“限购、限贷、限价、限售”为核心的调控政策；此外，金融去杠杆持续推进，严格限贷同时，热点城市严查“消费贷”资金流向，严防资金违规流入房地产市场；同时，开始对房地产企业的非标融资和海外融资进行限制。

在加快建立“多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”的政策导向下，2017年下半年开始，政府积极推进租赁市场的建设发展，大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的基本住房制度。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

总体看，2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等

方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。

3．行业关注

（1）行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续期债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策不放松，实施差异化调控

2016年10月至2017年8月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线城市房地产明显降温。2017年末，兰州、武汉、南京等城市限购政策开始放松，但调控的整体基调未发生改变。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

4．行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产行业在供给侧改革与因城施策的背景下，2017年商品房销售金额和销售面积实现新的突破，但是不同区域城市分化进一步凸显；预计2018年热点城市供需下行局面仍将持续，三、四线城市平稳增长。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，行业兼并重组成为趋势；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

2017年，公司高层管理团队未发生重大变化，经营团队及核心技术团队保持稳定。各项管理制度连续、治理结构未发生变化，整体运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

公司主要从事房地产开发与销售，辅以房屋租赁、物管业务、酒店业务以及其他业务（含商业管理、小额贷、基金、服务、教育等）。2017 年，公司实现营业收入 72.44 亿元，较上年下降 7.31%，主要系公司房屋销售和其他业务收入减少所致；同期，公司实现净利润 11.14 亿元，较上年下降 17.40%，主要系投资收益减少所致，其中归属于母公司所有者的净利润 9.74 亿元。

从主营业务收入构成看，2017年，公司主营业务收入占营业收入的97.82%，主营业务仍很突出。2017年，公司房屋销售收入为64.85亿元，同比下降2.67%；房屋销售收入占主营业务收入的91.53%，同比提升4.72个百分点；公司物管业务收入2.42亿元，同比下降9.76%，主要系2016年公

司调增了上年漏结转的收入所致，占当期主营业收入的3.41%，变化不大；公司其他业务收入2.66亿元，同比减少3.80亿元，主要系2016年其他业务收入中贸易业务收入口径为未扣除贸易购买成本的收入，2017年已经消除该项影响，采用销售额减购货成本后的金额为贸易业务收入所致，占当期主营业收入的3.75%，较上年减少4.66个百分点。此外，公司房屋租赁和酒店业务收入占主营业务收入的比重不足1%，对公司营业收入贡献小。

表2　2016~2017年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

细分板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房屋销售	666,310.14	86.81	27.49	648,519.15	91.53	30.29
房屋租赁	2,554.39	0.33	65.18	4,617.10	0.65	-44.01
物管业务	26,785.88	3.49	55.17	24,172.51	3.41	42.69
酒店业务	7,334.78	0.96	7.90	4,670.66	0.66	4.58
其他	64,555.16	8.41	9.23	26,572.31	3.75	59.15
合计	**767,540.34**	**100.00**	**26.85**	**708,551.74**	**100.00**	**31.14**

资料来源：公司审计报告

从毛利率看，2017年公司房屋销售收入毛利率为30.29%，同比增加2.80个百分点，主要系公司房地产结转区域毛利不同所致；公司物管业务毛利率为42.69%，较上年减少12.48个百分点，主要系2016年公司调增了上年漏结转的收入，该部分收入对应的成本已经结转所致；其他业务毛利率为59.15%，较上年提升49.92个百分点，主要系2017年基金业务和贷款业务收入在其他业务收入中占比较大，但成本极小而毛利高所致；房屋租赁和酒店业务收入规模不大，对公司盈利影响有限。受公司房地产业务毛利率小幅增加影响，公司主营业务收入毛利率提升至31.14%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.24 亿元，同比下降 40.49%，主要系公司当期交房面积减少导致营业收入减少所致；实现净利润-1.63 亿元，净利润亏损主要系达到结转条件的项目较少所致。

总体看，2017 年，公司营业收入主要来自房屋销售；营业收入规模有所下降；整体毛利率有所提升。

2．土地储备

2017 年，公司土地获取方式没有变化。受一线城市土地资源稀缺的影响，公司主要通过与政府签订框架协议，承担预付前期拆迁等费用，从而在未来拆迁后取得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，且土地获取成本较低。

2017 年，公司土地购置的力度有所减弱，确权部分土地购置面积 57.80 万平方米，对应建筑面积 219.32 万平方米，购置支出 46.63 亿元；框架协议部分土地购置面积 29.55 万平方米，对应建筑面积 65.76 万平方米，购置支出 45.49 亿元。截至 2017 年底，公司土地储备对应建筑面积中确权部分约 480.20 万平方米、框架协议部分约为 275.88 万平方米。从近年来公司新开工面积看，公司土地储备可满足公司未来几年的开发需求。

表3 2016~2017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	2016 年	396,195.00	1,480,286.00	住宅及商业	19.00	4,147,118.00
	2017 年	577,961.47	2,193.233.43	住宅及商业	46.63	4,801,977.97
框架协议部分	2016 年	671,721.00	1,902,509.00	住宅及商业	50.00	4,847,814.00
	2017 年	295,541.90	657,567.00	住宅及商业	45.49	2,758,800.69

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：截至 2017 年底，公司共在 13 个城市拥有土地储备，其中公司进入了 2 个一线城市，并进入了 7 个二线城市及 3 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，三线城市 2 个。土地储备面积方面，确权部分：一线城市土地储备占 1.68%，二线城市土地储备占 77.09%，三线城市土地储备占 21.23%；框架协议部分：一线城市土地储备占 64.36%，二线城市土地储备占 20.06%，三线城市土地储备占 15.57%。整体看，公司土地储备主要集中在一二线城市，土地储备质量较好。

从土地储备的均价来看，确权部分的土地成本相对较低，主要系大多数项目于 2013 年前购入，未来具备一定升值空间；框架协议部分的一二三线城市土地储备均价高于确权部分对应的的一二三线城市土地储备均价，主要系框架协议部分主要是新项目，且还有较多的并购项目，除了土地价格上涨，还有溢价存在，因此均价相对较高。具体如下表所示。

表4 截至2017年底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）	3	7	3	13
土地储备对应建筑面积（万平方米）	8.09	370.18	101.93	480.20
对应建筑面积占比（%）	1.68	77.09	21.23	100.00
土储总价款（亿元）	1.78	20.83	4.37	26.98
价款占比（%）	6.60	77.21	16.20	100.00
土地储备均价（元/平方米）	2,198.03	562.64	428.74	561.77
框架协议部分				
城市数量（个）	2	3	2	7
土地储备对应建筑面积（万平方米）	177.56	55.35	42.96	275.88
对应建筑面积占比（%）	64.36	20.06	15.57	100.00
土储总价款（亿元）	169.84	20.29	11.93	202.06
价款占比（%）	84.05	10.04	5.90	100.00
土地储备均价（元/平方米）	9,565.23	3,665.09	2,777.42	7,324.35

资料来源：公司提供
注：1、上表土地储备指尚未开发的土地。2、上表中，一线城市含北京、上海和深圳；二线城市含成都市、武汉市、南京市、天津市、苏州市、东莞市、宁波市；三线城市含桂林市、昆明市、惠州市。

总体看，2017 年，公司土地获取速度有所减缓，公司期末土地储备较充足，能够满足未来几年的开发需求；若考虑框架协议部分土储，则公司土地储备以一二线城市为主，土地质量较好。

3．项目开发

从公司房地产开发建设情况看，2017 年，公司加大当年新开工力度，新开工面积 199.73 万平方米，同比增长 5.90 倍；当期竣工面积为 98.04 万平方米，同比增长 23.87%。截至 2017 年底，

公司在建面积 275.88 万平方米，较上年末增长 58.38%，在建项目主要分布在成都、桂林、上海和武汉等区域。

表5　2016~2017年公司项目开发情况

项目	2016 年	2017 年
当期新开工面积（万平方米）	33.84	199.73
当期新开工项目数量（个）	3	11
期末在建面积（万平方米）	174.19	275.88
期末在建项目数量（个）	19	19
当期竣工面积（万平方米）	79.15	98.04

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 2017 年底，公司在建工程预计总投资 153.66 亿元，已完成投资 93.66 亿元，2018~2020 年尚需完成投资分别为 37.66 亿元、15.10 亿元和 7.24 亿元，考虑到公司土地储备规模较大，后续随着土地的陆续开发，公司仍存在较大的资金需求。

总体看，2017 年，公司加大了新开工力度，竣工面积和期末在建面积均有所扩大；公司在建项目和土地储备规模较大，随着公司项目开发的持续推进，公司存在较大的资金需求。

4．房产销售

2017 年，公司房产销售主要分布在成都、苏州、桂林、惠州、武汉、宁波等城市。2017 年，随着公司推盘力度加大以及项目销售区域分布的差异，公司签约销售均价、签约销售面积及签约销售金额较上年均有所增长，分别为 0.97 万元/平方米、128.04 平方米和 124.64 亿元。2017 年，公司结转面积 79.12 万平方米，结转收入 64.85 亿元，较上年末均有所下降。

表6　2016~2017年公司项目销售情况

项目	2016 年	2017 年
签约销售面积（万平方米）	119.68	128.04
签约销售金额（亿元）	99.98	124.64
签约销售均价（万元/平方米）	0.83	0.97
销售回款率（%）	--	68.52
结转收入面积（万平方米）	92.00	79.12
结转收入（亿元）	66.63	64.85

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司完工项目建筑面积 228.45 万平方米，除深圳花样年乐年广场因工业用地性质（已建为公寓和别墅）无法办理产权过户，公司拟打算出租而去化率为 28.2%以外，其他项目去化基本完成或去化率在 80%以上，公司完工项目去化情况整体较好。截至 2017 年底，公司在建项目建筑面积为 275.88 万平方米，除个别项目因销售周期短等原因去化率较低外，大多数项目去化率较高；其中，慈溪悦城玖号花园去化率为 25%，主要系该项目于 2017 年 9 月 27 日开盘入市，销售周期较短；赣州云鼎公馆去化率为 45%，主要系该项目于 2017 年 1 月并购并入市，项目体量较大。整体看，公司大多数项目去化情况良好。

截至 2017 年底，公司已经拿到预售证的剩余可售面积合计 63.54 万平方米，主要位于成都（占 15.48%）、桂林（占 25.50%）和南京（占 34.56%），剩余可售面积规模较大，主要系部分项目于 2017 年底入市，销售周期较短导致。

总体看，2017 年，公司销售情况良好，考虑到公司 2017 年新增土地储备较多，在建面积规模依然较大，未来随着土地储备的陆续开发以及在建项目的完工和销售，公司销售规模将保持增长态势；但公司位于三线城市存货待售面积较大，部分项目可能存在一定的去化压力。

5．自持物业

公司自持物业主要由商铺、写字楼、酒店、会所和车位构成。从自持物业的分布区域来看，自持物业主要分布在苏州、武汉、桂林和上海等城市。截至 2017 年底，公司自持物业建筑面积合计 117.40 万平方米，对应公允价值合计 80.56 亿元，累计增值率 48%。公司自持的苏州喜年广场和武汉汉正街 1 号喜年中心因尚处于招租阶段，出租率较低。2017 年，公司自持物业租金收入 0.46 亿元，同比增长 80.75%，主要系自持物业可租面积增加所致。

表7　截至2017年底公司主要自持物业情况（单位：平方米、%、万元）

项目名称	建筑面积	物业类型	出租率	公允价值
苏州喜年广场	113,953.22	商业	35%	219,570.00
武汉汉正街 1 号喜年中心	65,526.79	商业	33%	92,326.00
苏州太仓太古城	64,399.76	商业	--	66,052.90
上海国邦花园及车位	6,627.14	商业	--	41,252.80
桂林花样城集中商业（不含 2 层）	61,982.66	商业	71.21%	40,178.00
合　计	**312,489.57**	**--**	**--**	**459,379.70**

资料来源：公司提供
注：苏州太仓太古城和上海国邦花园及车位尚未达到出租条件，出租率为0。

总体看，2017 年，公司自持物业规模扩大，租金收入大幅提升，但对公司营业收入的贡献依然很小。

6．经营关注

（1）公司部分存货去化时间较长

截至 2017 年底，公司已经拿到预售证的剩余可售面积合计 63.54 万平方米，其中，桂林剩余可售面积为 16.20 万平方米，占剩余可售面积 25.50%，剩余可售面积规模较大，考虑到三线城市购买力的可持续性，未来部分项目可能存在一定的去化压力。

（2）二线城市调控措施不断推出，地产价格上涨空间有限

近年来，受房地产行业持续调控及房地产市场供需关系调整等因素的影响，公司房地产项目的销售单价上涨有限。由于公司的土地储备以二线城市为主，限购、限价等调控措施的推出，限制了物业价格的上涨空间，可能对公司项目的去化速度和销售回款情况形成一定影响。

（3）未来开发资金需求规模较大

公司在建项目较多，规模较大，2017 年公司土地储备得到补充，随着公司开发的持续推进，公司存在较大的资金需求。

7．未来发展

（1）继续在珠三角快速增长的经济区拓展业务，有选择性地收购低成本土地

公司坚持以严谨的方式在珠三角地区取得更多低成本土地。公司会作出综合深入的市场调查及分析，经过严格的内部审核后才会决定是否收购土地。同时，公司计划继续凭借在物业代理服

务领域的洞察力及专业知识来评估及收购潜在物业。

（2）专注于进一步提升公司的房地产产品及服务的固有协同效应

公司计划继续集中精力开发城市综合体及精品高档住宅，并计划在所开发的物业项目中增加精品酒店，以拓展物业投资组合。

（3）持续提升公司物业经营服务及酒店服务的能力，同时进一步增加物业吸引力及价值

公司未来拟继续加强物业经营服务，致力于向租户及住户提供最优质的服务并达到行业领先的客户满意度。

（4）不断提高公司的品牌资本

公司将继续与国内外一流的建筑公司保持密切合作，在整个开发过程实施严格的质量控制标准，密切监控产品质量及承包的工艺，继续积极地参与筛选项目所用的材料，以达到理想的质量水平，并维持物业的品牌形象。继续严格监控、保护及注册公司认为对公司的品牌形象而言至关重要的商标。

（5）通过不断培训及具有吸引力的薪酬福利条件吸引、留用及培养人才

公司致力于组建经验丰富且执行能力强的高级专业人员团队。公司努力通过不断培训员工及提供具有吸引力的薪酬福利条件吸引、留用及培养人才。

整体看，公司战略符合自身发展情况和当前行业环境，能够为公司未来的可持续发展提供支持。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的2017年度合并财务报表已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和具体企业会计准则、企业会计准则应用指南、2017年最新会计准则、企业会计准则解释及其他相关规定编制财务报表。从合并范围变化上看，2017年，公司发生非同一控制下企业合并9家，发生同一控制下企业合并1家，处置子公司2家，新设子公司22家，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2017年底，公司合并资产总额460.50亿元，负债总额309.60亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计150.89亿元，其中归属于母公司的所有者权益120.70亿元。2017年，公司实现营业收入72.44亿元，净利润（含少数股东损益）11.14亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为9.74亿元；经营活动产生的现金流量净额3.17亿元，现金及现金等价物净增加额为20.72亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额488.10亿元，负债总额338.56亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计149.53亿元，其中归属于母公司所有者权益119.38亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入10.24亿元，净利润（含少数股东损益）-1.63亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-1.32亿元；经营活动产生的现金流量净额11.95亿元，现金及现金等价物净增加额为14.20亿元。

2．资产质量

截至2017年底，公司合并资产总额460.50亿元，较年初增长38.64%，系流动资产和非流动资产均增长所致；其中，流动资产和非流动资产占比分别为73.55%和26.45%，公司资产结构仍以流动资产为主，和上年相比资产结构变化不大。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 338.71 亿元，较年初增长 32.83%，主要系存货大幅增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占 24.02%）、预付款项（占 5.32%）、其他应收款（占 11.72%）和存货（占 53.91%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金为 81.34 亿元，较年初增长 36.77%，主要系公司子公司吸收少数股东投资收到的现金增加以及公司取得银行借款增加所致；其中，银行存款占比 96.08%；公司货币资金中使用受限的资金为 3.18 亿元，为保证金和房地产预售监管资金，占货币资金总额 3.90%，占比较低。

截至 2017 年底，公司预付款项为 18.03 亿元，较年初增长 5.62%；预付款项账龄在一年以内的占比为 29.39%，一年以上的占比为 70.61%，一年以上的预付账款主要系预付拆迁补偿款。

截至 2017 年底，公司其他应收款为 39.68 亿元（主要为往来款及其他，占比 95.05%），较年初下降 6.96%，主要系往来款及其他有所减少所致；从账龄来看，一年期以下的占比 78.55%，一年以上的占比 21.45%，其他应收款账龄较短，公司未计提坏账准备；其他应收款余额前五名合计占比 45.23%，占比较大；公司往来款规模较大，对资金形成一定的占用。

截至 2017 年底，公司存货为 182.61 亿元，较年初大幅增长 48.02%；公司存货中，完工开发产品占比 35.09%，在建开发产品占比 64.25%，未计提存货跌价准备；公司存货规模较大，考虑到二线城市限购、限价等调控政策，以及三线城市购买力的可持续性等因素，未来部分项目可能存在一定的去化压力和跌价风险。截至 2017 年底，公司用于借款担保的存货账面价值 51.69 亿元，占存货账面价值 28.31%，占比一般。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 121.79 亿元，较年初增长 57.85%，主要系长期股权投资和投资性房地产增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 6.70%）、长期股权投资（占 18.41%）和投资性房地产（占 66.14%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产合计 8.16 亿元，较年初增长 58.22%，主要系新增对嘉年稳赢一号基金、嘉兴方宴、厦门信托国邦花园项目贷款信托保障基金、嘉年创富一号产业并购私募基金、嘉年天成一号产业并购私募基金、创世嘉年 1 号项目基金、前海金鹰穗融 2 号的投资所致。

截至 2017 年底，公司长期股权投资为 22.42 亿元，较年初增长 62.23%，主要系对苏州林甲岩房产发展有限公司追加投资，新增对北京亚新科天纬油泵油嘴股份有限公司和南京花样城房地产开发有限公司等的投资所致；权益法下确认的投资损益为-0.21 亿元。

截至 2017 年底，公司投资性房地产采用公允价值计量，账面价值合计 80.56 亿元，较年初增长 72.01%，主要系在建工程转入、非同一控制下的企业合并和公允价值变动所致；公司投资性房地产累计增值率为 48%，增值率不高。截至 2017 年底，用于借款担保的投资性房地产账面价值 10.47 亿元，占投资性房地产账面价值总额的 13.00%，占比一般。

截至 2017 年底，公司因保函保证金、房地产预售款和借款抵押而所有权或使用权受限资产合计 65.34 亿元（其中货币资金 3.18 亿元、存货 51.69 亿元和投资性房地产 10.47 亿元），占总资产 14.19%，受限比例一般。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 488.10 亿元，较年初增长 5.99%；其中，公司流动资产占比 72.55%，非流动资产占比 27.45%，构成较年初变动不大。

总体看，2017 年，公司存货大幅增长带动资产规模整体增长，资产结构仍以流动资产为主，

其中，关联方往来款对资金形成一定的占用，货币资金较充裕，存货规模较大存在一定的去化压力和跌价风险；随着投资性房地产的大规模增加，公司非流动资产增长明显；受限资产规模一般，整体资产质量较好。

3．负债及所有者权益

截至 2017 年底，公司负债合计为 309.60 亿元，较年初增长 42.27%，系流动负债和非流动负债均增长所致；公司流动负债占 61.87%，非流动负债占 38.13%，负债结构较年初变化不大，公司负债结构仍以流动负债为主。

流动负债

截至 2017 年底，公司流动负债合计 191.57 亿元，较年初增长 49.64%，主要系应付账款和预收款项增加所致；流动负债主要由应付账款（占 26.76%）、预收款项（占 31.57%）、应交税费（占 10.74%）和其他应付款（占 24.28%）构成。

截至 2017 年底，公司应付账款合计 51.27 亿元，较年初增长 74.61%，主要系应付工程款增加所致。

截至 2017 年底，公司预收款项为 60.48 亿元，较年初增长 66.31%，主要为预收房屋销售款增加所致。

截至 2017 年底，公司应交税费为 20.58 亿元，较年初增长 57.98%，主要系应交土地增值税和企业所得税费增加所致。

截至 2017 年底，公司其他应付款为 46.51 亿元，较年初增长 16.27%，主要系往来款及其他增加所致；公司其他应付款主要以往来款及其他为主，占 93.14%。

非流动负债

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 118.04 亿元，较年初增长 31.74%，主要系长期借款大幅增长所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 43.22%）、应付债券（占 51.18%）和递延所得税负债（占 5.60%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款余额为 51.02 亿元，较年初增长 104.88%，主要系新增借款补充经营流动资金所致。公司长期借款中质押借款占 31.01%，抵押借款占 68.99%；其中，2019 年到期 36.66 亿元（占 71.85%），2020 年到期 0.40 亿元（占 0.78%），2022 年到期 11.55 亿元（占 22.54%），2023 年到期 2.46 亿元（占 4.80%），公司长期借款集中偿付压力不大。

截至 2017 年底，公司应付债券为 60.41 亿元，较年初增长 0.48%，变化很小。若投资者全部行使回售权，公司债券将全部于 2018 年到期。

截至 2017 年底，公司递延所得税负债为 6.61 亿元，较年初增长 44.39%，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扩大所致。

截至 2017 年底，公司全部债务为 121.82 亿元，较年初增长 31.99%，主要系公司长期借款增加所致；其中短期债务和长期债务占比分别为 8.53%和 91.47%；若将应付债券计入短期债务测算，公司短期债务和长期债务占比分别为 58.12%和 41.88%。截至 2017 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 67.23%、44.67%和 42.48%，较年初分别增加 1.71 个百分点、增加 0.05 个百分点和减少 0.13 个百分点，公司债务规模虽然扩大，但所有者权益规模亦增幅较大，公司债务负担变化不大，仍处于适中水平。

截至2018年3月底，公司负债合计338.56亿元，较年初增长9.35%，主要系预收款项增加所致；负债结构较年初变动不大。截至2018年3月底，公司全部债务130.49亿元，较年初增长7.12%，主

要系短期借款和应付票据增加；其中短期债务19.06亿元（占14.61%）、长期债务111.43亿元（占85.39%）；若将应付债券计入短期债务测算，公司短期债务和长期债务占比分别为60.90%和39.10%。截至2018年3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69.36%、46.60%和42.70%，较年初分别增加2.13个、1.93个和0.22个百分点。

总体看，2017 年，随着公司应付账款、预收款项和长期借款的增长，公司负债规模扩大；公司债务规模较年初增长明显，但债务负担仍处于适中水平；若投资者对公司债券全部行使回售权，公司将于 2018 年面临一定的债务集中偿付压力。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 150.89 亿元，较年初增长 31.75%，主要系资本公积、未分配利润和少数股东权益增长所致；其中归属于母公司所有者权益为 120.70 亿元，占所有者权益比重为 79.99%；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 13.46%，资本公积占 9.23%，未分配利润占 77.31%，资本公积占比较年初增加 7.55 个百分点，主要系少数股东增资，资本溢价所致。公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益稳定性较弱。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 149.53 亿元，与年初基本持平，归属母公司所有者的权益为 119.38 亿元，占 79.83%，归属于母公司所有者权益构成较年初变化较小。

总体看，随着公司资本公积、未分配利润和少数股东权益的增长，公司所有者权益规模扩大；公司所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性弱。

4．盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 72.44 亿元，较上年下降 7.31%，主要系公司房屋销售和其他业务收入减少所致；2017 年，公司实现营业利润 15.35 亿元，较年初下降 16.80%，主要系投资收益减少所致；公司实现净利润 11.14 亿元，较年初下降 17.40%，与营业利润变动趋势一致，其中归属于母公司所有者的净利润 9.74 亿元。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用合计 9.58 亿元，较年初增长 18.22%，主要系财务费用增长；其中，销售费用、管理费用、财务费用分别占 23.42%、41.17%和 35.41%。2017 年，公司销售费用 2.24 亿元，同比增长 31.52%，主要系公司人工费用和销售代理费增加所致；公司管理费用 3.94 亿元，同比下降 17.69%，主要系工资性费用、税费及规费减少所致；公司财务费用 3.39 亿元，同比增长 111.23%，主要系公司长期借款增加导致利息支出增加所致。

从利润构成来看，2017 年，公司实现投资收益 1.01 亿元，同比下降 85.65%，主要系处置长期股权投资产生的投资收益大幅减少所致；公允价值变动收益为 8.14 亿元，同比增长 149.57%，主要系投资性房地产公允价值变动收益增加所致。2017 年，公司投资收益和公允价值变动收益占营业利润的比重分别为 6.59%和 52.98%，公司投资收益对营业利润有一定影响，公允价值变动收益对营业利润影响大。

从盈利指标来看，2017 年公司营业利润率为 22.09%，较年初变化不大；随着公司利润规模的减少、债务和所有者权益规模的增长，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.85%、4.68%和 8.40%，各项指标与上年相比分别减少 2.43 个百分点、1.74 个百分点和 4.38 个百分点，公司盈利能力有所下降。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.24 亿元，同比下降 40.49%，主要系公司当期交房面积减少导致营业收入减少所致；实现净利润-1.63 亿元。

总体看，2017 年，公司营业收入和净利润规模均有所下降，公司整体盈利能力有所减弱；公

允价值变动收益对营业利润影响大。

5．现金流

经营活动方面，2017 年，公司经营活动现金流入 193.36 亿元，同比增长 29.19%，主要系预收售楼款增加以及收到往来款增加所致；经营活动现金流出 190.19 亿元，同比增长 57.38%，主要系购地支出、建安支出和往来款支出增长所致；受以上综合影响，公司经营活动现金流量净额为 3.17 亿元，同比下降 89.00%。

投资活动方面，2017 年，公司投资活动现金流入 11.55 亿元，同比下降 19.97%，主要系收回基金和理财产品等投资收到的现金减少所致；投资活动现金流出 30.61 亿元，同比下降 17.88%，主要系支付基金、理财产品等以及联营企业投资的现金减少所致；受以上综合影响，公司投资活动现金流量净额为-19.06 亿元，呈持续净流出状态。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流入 67.48 亿元，同比下降 24.56%，主要系 2016 年公司发行债券收到募集款 40.80 亿元，2017 年无债券筹资所致；筹资活动现金流出 30.86 亿元，同比下降 37.79%，主要系偿还债务支付的现金减少和 2016 年子公司花万里投资（北京）有限公司归还厦门国际银行永续债 7 亿元，2017 年无此现金流出所致；受以上综合影响，公司筹资活动现金流量净额为 36.62 亿元，同比下降 8.08%，仍呈较大规模净流入状态。

2018年1~3月，公司经营活动现金流净额为11.95亿元；投资活动产生的现金流量净额为-1.40亿元，公司筹资活动产生的现金流量净额为3.65亿元。

总体看，2017 年，受往来资金影响和购地支出的增加，公司经营现金净流入同比大幅下降但仍为净流入状态；投资规模不大，仍存在一定的外部融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017 年底，公司流动比率由年初的 1.99 倍下降至 1.77 倍，速动比率由年初的 1.03 倍下降至 0.81 倍，主要系应付账款和预收款项等增长所致。2017 年，公司经营现金流动负债比率为 1.65%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护程度较弱；公司现金短期债务比为 7.82 倍，较上年的 8.19 倍变化不大，现金类资产对短期债务保护程度高。整体看，公司短期偿债能力有所下降，但整体仍属较强。

从长期偿债能力指标来看，2017 年，公司 EBITDA 为 19.39 亿元，同比下降 7.92%，主要系利润总额下降所致。公司 EBITDA 由利润总额（占 80.84%）、折旧（占 2.97%）、摊销（占 1.37%）和计入财务费用的利息支出（占 14.82%）构成；EBITDA 利息倍数为 3.08 倍，较上年的 5.40 倍有所下降，EBITDA 对利息的保障能力仍属较好；公司 EBITDA 全部债务比为 0.16 倍，较上年的 0.23 倍有所下降，EBITDA 对全部债务的覆盖能力尚可。

截至 2018 年 3 月底，公司已获银行授信额度 81.20 亿元，尚有 71.78 亿元额度未使用，公司间接融资渠道通畅。

截至 2018 年 3 月底，公司无重大诉讼仲裁事项；公司对外担保金额为 13.71 亿元，占公司所有者权益的比例为 9.17%，全部为对关联方提供的担保，被担保方资信情况良好，公司待偿风险不大。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1044030402195450V），截至2018年5月23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。

总体看，公司短期偿债能力仍较强，EBITDA 对债务的覆盖程度尚可。考虑到公司土地储备充足，在建规模较大，且主要分布在二线城市等经济发展良好地区，整体看，公司偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年3月底，公司现金类资产（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）达97.13亿元，约为“15花样年”和“15花样02”待偿本金合计（31亿元）的3.13倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达149.53亿元，约为“15花样年”和“15花样02”待偿本金合计（31亿元）的4.82倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对上述债券的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司EBITDA为19.39亿元，约为“15花样年”和“15花样02”待偿本金合计（31亿元）的0.63倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度一般。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动产生的现金流入193.36亿元，约为“15花样年”和“15花样02”待偿本金合计（31亿元）的6.24倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，考虑到公司在土地储备、开发规模和销售收入方面具备一定的竞争优势，公司对“15花样年”和“15花样02”的偿还能力很强。

八、综合评价

2017 年，公司加大新开工力度，期末在建项目规模较大，对未来发展形成较好支撑；公司土地储备充裕，土地质量较好，房屋销售毛利率较高；货币资金较充裕，存货规模较大，资产质量较好，债务负担适中。同时，联合评级也关注到房地产行业仍将持续受政策调控影响、公司资金需求较大、存在一定的债务集中偿付压力、往来款对公司资金形成一定占用、营业收入和净利润规模均有所下降、公允价值变动收益对营业利润影响大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

2017 年，公司加大新开工力度，未来随着土地的陆续开发以及在建项目的完工和销售，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”，评级展望为“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
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	332.15	460.50	488.10
所有者权益（亿元）	114.53	150.89	149.53
短期债务（亿元）	7.27	10.40	19.06
长期债务（亿元）	85.02	111.43	111.43
全部债务（亿元）	92.30	121.82	130.49
营业收入（亿元）	78.15	72.44	10.24
净利润（亿元）	13.49	11.14	-1.63
EBITDA（亿元）	21.05	19.39	--
经营性净现金流（亿元）	28.83	3.17	11.95
流动资产周转次数(次)	0.33	0.24	--
存货周转次数（次）	0.42	0.32	--
总资产周转次数（次）	0.25	0.18	--
现金收入比率（%）	101.90	140.97	310.02
总资本收益率（%）	8.27	5.85	--
总资产报酬率（%）	6.42	4.68	--
净资产收益率（%）	12.78	8.40	--
营业利润率（%）	21.35	22.09	18.91
费用收入比（%）	10.37	13.22	27.63
资产负债率（%）	65.52	67.23	69.36
全部债务资本化比率（%）	44.62	44.67	46.60
长期债务资本化比率（%）	42.61	42.48	42.70
EBITDA 利息倍数（倍）	5.40	3.08	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.23	0.16	--
流动比率（倍）	1.99	1.77	1.61
速动比率（倍）	1.03	0.81	0.71
现金短期债务比（倍）	8.19	7.83	5.10
经营现金流动负债比率（%）	22.52	1.65	5.42
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.68	0.63	--

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。4、2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 2　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+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务+长期应付款

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 3　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。