跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1290 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：

二〇一九年六月二十日

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 2019 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	债券余额	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	19.57 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2018/6/25
15 花样 02	10.86 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2018/6/25

跟踪评级时间：2019 年 6 月 20 日

主要财务数据

项　目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	478.59	684.33
所有者权益（亿元）	170.33	176.50
长期债务（亿元）	113.00	124.95
全部债务（亿元）	123.40	208.03
营业收入（亿元）	75.64	91.90
净利润（亿元）	11.22	18.89
EBITDA（亿元）	19.65	33.29
经营性净现金流（亿元）	1.69	8.02
营业利润率（%）	22.12	24.73
净资产收益率（%）	7.88	10.89
资产负债率（%）	64.41	74.21
全部债务资本化比率（%）	42.01	54.10
流动比率（倍）	1.88	1.56
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.16
EBITDA 利息倍数（倍）	3.12	2.34
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.65	1.09

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，公司应付债券一年内到期部分计入短期债务。

评级观点

跟踪期内，花样年集团（中国）有限公司（以下简称“公司”或“花样年（中国）”）作为花样年控股集团有限公司（简称“花样年控股”，证券代码：1777.HK）旗下的地产业务开发平台，在行业地位、品牌影响力等方面仍具备一定的竞争优势。2018 年，公司地产开发规模继续扩大，期末在建项目规模较大，对未来发展形成较好支撑；公司签约销售规模有所增加，且预收款项规模较大；货币资金较充裕、筹资活动前现金流为净流入。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司管理人员有所变动不利于经营的稳定性，业务扩张导致资金需求较大，有息债务增长较快，未来项目盈利空间可能收窄，非经常性损益对营业利润影响较大以及存在一定规模的关联方占款和关联担保等因素给公司信用水平带来的不利影响。

2018 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

1．2018年，公司作为花样年控股旗下的地产业务开发平台，在行业地位、品牌影响力等方面仍具备一定的竞争优势。

2．2018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；公司签约销售规模增长，为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；筹资前现金流转为净流入；债务负担仍处于适

中水平。

关注

1. 公司项目分布区域较集中且部分房地产项目位于三线城市，房地产调控政策及居民购买力的可持续性等因素可能对公司项目的去化速度和销售回款形成一定影响。

2. 目前，公司处于战略调整期，管理人员有所变动，需关注人员变动对其经营产生的影响；公司新开工项目增长较快，同时考虑到补库存需求，对公司资金周转和项目管理要求提升；未来随着新获取项目成本上升，公司盈利空间或收窄。

3. 公司存在一定规模的关联方往来款，对资金形成一定占用，同时，公司对关联方担保规模较大，若未来被担保企业经营恶化，公司将面临或有负债风险。

4. 公司债务规模增长较快；公允价值变动收益和投资收益对营业利润影响大，但可持续性一般。

分析师

罗星驰

电话：010-85172818

邮箱：luoxc@unitedratings.com.cn

曹梦茹

电话：010-85172818

邮箱：caomr@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：

联合信用评级有限公司

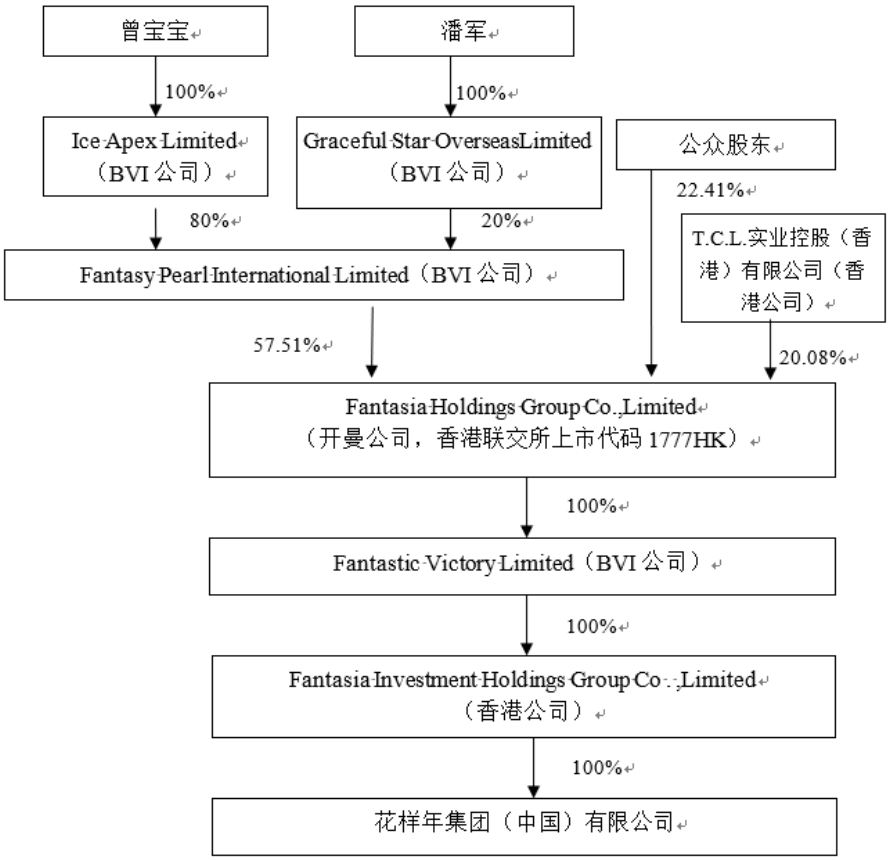
一、主体概况

花样年集团（中国）有限公司（以下简称“公司”或“花样年（中国）”）前身系成立于2006年1月的深圳市花样年科技有限公司（2006年6月更名为“深圳市花样年集团有限公司”，2007年4月更为现名），初始注册资本5,000万元，由曾洁和吕璘分别持股90.00%和10.00%。

根据2006年9月深圳市贸易工业局下发的《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》（深贸工资复【2006】1783号）批复，香港花样年投资控股集团有限公司（简称“香港花样年”）收购曾洁、吕璘所持有公司的全部股权，收购完成后公司变更为外商投资企业，注册资本仍为5,000万元。后历经多次增资，2010年11月，公司注册资本由10.25亿元增加至16.25亿元。

截至2018年底，公司注册资本和实收资本均为16.25亿元，香港花样年持有公司100%股份，为公司控股股东。香港花样年系上市公司花样年控股集团有限公司（2009年在香港联交所主板挂牌上市，股票代码：1777.HK，股票简称：花样年控股）旗下的子公司，花样年控股系由曾宝宝实际控制。因此，公司实际控制人为曾宝宝。

图1　截至2018年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2018 年底，随着实际控制人回归管理，公司在加强组织管控和提升运营效率方面加大力度，对组织架构进行了调整，下设审计部、内控合规、信息部、投资发展部、资金计划部、财务管理部、企划运营部、法律事务部、人力资源部和总裁办公室等部门（见附件 2）；经营范围无变化；公司纳入合并范围的子公司共计 165 家，公司总部员工合计 85 人。

截至2018年底，公司合并资产总额684.33亿元，负债总额507.83亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计176.50亿元，其中归属于母公司的所有者权益141.12亿元。2018年，公司实现营业收入91.90亿元，净利润（含少数股东损益）18.89亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为16.10亿元；经营活动产生的现金流量净额8.02亿元，现金及现金等价物净增加额为58.44亿元。

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”。

“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 2018 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。2018 年 9 月 17 日，公司支付 2017 年 9 月 16 日至 2018 年 9 月 16 日期间利息。2018 年 9 月 4 日，公司发布《花样年集团（中国）有限公司关于“15 花样年”公司债券回售实施结果的公告》，“15 花样年”回售金额为 0.43 亿元，回售完成后，债券余额 19.57 亿元。

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”。

“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 2018 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。2019 年 1 月 2 日，支付 2017 年 12 月 30 日至 2018 年 12 月 29 日期间利息。2019 年 1 月 2 日，公司发布《花样年集团（中国）有限公司关于“15 花样 02”票面利率调整及投资者回售结果公告》，在 15 花样 02 存续的第 3 年末，公司选择调整票面利率为 7.95%，并在第 4 年、第 5 年维持不变；“15 花样 02”回售数量 1,400.80 万元，回售完成后，债券余额 10.86 亿元。

三、行业分析

公司主营业务仍是房地产开发销售与商业物业租赁，属于房地产行业。

1．行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速高于 2017 年水平；其中，住宅投资 85,192 亿元，增长 13.40%，比上年提高 4 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 70.80%；办公楼投资 5,996 亿元，同比下降 11.30%；商业营业用房投资 14,177 亿元，同比下降 9.40%。整体看，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长背景下，房地产开发投资增速继续维持在高位。

土地供应方面，2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

资金来源方面，2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松；首套房及二套房房贷利率 2019 年以来连续下降，2019 年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。

市场供需方面，2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1~11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

销售价格方面，2018 年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

竞争格局方面，从市场集中度来看，2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。从房企销售额来看，据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿阵营，另有 20 家房企世茂房地产、招商蛇口、华夏幸福、阳光城等销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2018 年，全国房地产开发投资保持较高增速；土地供应量继续上扬，成交楼面均价及溢价率继续走低；商品房销售增速在持续调控下继续回落；货币政策结构性宽松，房企融资环境有

所改善；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。

2019年3月，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

总体看，2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年两会定调房地产市场平稳发展，继续推进房地产税长效机制。

3．行业关注

（1）行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

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）房地产调控政策短期内不会退出

进入2019年，从“政府工作报告”及住建部副部长倪虹近期在中国发展高层论坛上的发言来看，“房住不炒”的定位没变，房地产调控不会动摇，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。总体看，房地产调控政策短期内难以出现实质性放松。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿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，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。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，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

2019年4月9日，因职务安排调整原因，林锦棠先生、李传玉女士不再担任公司董事职务，公司股东香港花样年投资控股集团有限公司另任命吴庆斌先生、柯卡先生担任公司董事职务，任命张其明先生、谢湘女士担任公司监事职务。林锦堂先生不再担任公司副总裁职务，公司另任命张惠明先生为公司副总裁兼 CFO。此外，公司其他董事、监事和高级管理人员未发生变化。

总体看，公司目前处于战略调整期，管理人员有所变动，需关注人员变动对其业务经营的影响。

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）。2018 年，公司实现营业收入 91.90 亿元，同比增长 21.50%，主要系完工确认的房屋销售收入增加所致；同期，公司实现净利润 18.89 亿元，较上年增长 68.34%，主要系投资收益增加所致，其中归属于母公司所有者的净利润 16.10 亿元。

从主营业务收入构成看，2018年，公司主营业务收入占营业收入比为95.64%，主营业务仍突出。2018年公司房屋销售收入为79.06亿元，同比增长21.91%，主要系结转项目收入增加所致；房屋销售收入占主营业务收入的比为89.95%，仍为公司最重要的收入来源。2018年，公司物管业务收入为4.32亿元，同比增长78.51%，主要系公司物业管理面积增加所致，占主营业收入的比为4.92%；公司其他业务、房屋租赁和酒店业务收入占主营业务收入的比重较小，对公司营业收入贡献不显著。

表1　2017~2018年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			营业收入较上年变化	毛利率较上年变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
房屋销售	64.85	91.53	30.29	79.06	89.95	35.30	21.91	上升 5.01 个百分点
房屋租赁	0.46	0.65	-44.01	0.64	0.73	-5.20	39.13	上升 38.81 个百分点
物管业务	2.42	3.41	42.69	4.32	4.92	19.30	78.51	下降 23.39 个百分点
酒店业务	0.47	0.66	4.58	1.12	1.27	-7.20	138.30	下降 11.78 个百分点
其他	2.66	3.75	59.15	2.75	3.13	69.30	3.38	上升 10.15 个百分点
合计	**70.86**	**100.00**	**31.14**	**87.89**	**100.00**	**34.74**	**24.03**	**上升 3.60 个百分点**

资料来源：公司审计报告

从盈利水平看，2018年，公司主营业务毛利率有所上升，主要受益于结转的房屋销售业务毛利率提高，2018年，公司房屋销售毛利率为35.30%，同比上升5.01个百分点，主要系公司房地产结转区域毛利较高所致；公司物管业务毛利率大幅下降至19.30%，主要系人工、外包等各类成本上升所致；综合以上因素影响，公司主营业务毛利率提升至34.74%。

总体看，2018 年，公司营业收入仍主要来自房屋销售；营业收入规模随公司房屋销售结转规模增加而有所扩大；受益于结转项目毛利率较高，房屋销售毛利率有所提升。

2．土地储备

2018 年，公司土地获取方式未变化。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。

2018 年，公司新增土地面积 121.07 万平方米，同比增长 38.60%；其中，确权部分 109.69 万平方米，同比增长 89.78%；框架协议部分 11.39 万平方米，同比下降 61.46%；新增规划建筑面积 348.00 万平方米，同比增长 22.07%；确权部分的土地规划建筑面积 329.80 万平方米，同比增长 50.37%；新增框架协议部分土地规划建筑面积 18.19 万平方米，同比下降幅度较大；当年公司新增的框架协议部分土地楼面均价大幅高于新增的确权部分土地楼面均价，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。

表2　2017~2018年公司土地储备获取情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2017 年	2018 年
占地面积	87.35	121.07
其中：确权部分	57.80	109.69
框架协议部分	29.55	11.39
规划建筑面积	285.08	348.00
其中：确权部分	219.32	329.80
框架协议部分	65.76	18.19
新增土地价款	92.12	75.48
其中：确权部分	46.63	64.87
框架协议部分	45.49	10.61
新增土地楼面均价	3,231.37	2,169.08
其中：确权部分	2,126.12	1,966.94
框架协议部分	6,917.58	5,832.48

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司拥有尚未开发的已确权的土地储备规划建筑面积 507.98 万平方米，其中土地储备权益建筑面积为 417.67 万平方米；从区域分布看，公司在一线城市（上海）土地权益建筑面积占 0.16%，二线城市（天津、武汉、杭州、成都、石家庄）占 74.16%，三线及以下城市（惠州、桂林、唐山、保定）占 19.54%，其中，武汉、成都和桂林的土地储备权益建筑面积分别为 111.04 万平方米（占土地储备权益建筑面积的 26.59%）、136.56 万平方米（占土地储备权益建筑面积的 32.69%）和 52.03 万平方米（占土地储备权益建筑面积的 12.46%）。公司土地储备主要集中于武汉和成都等二线城市，同时位于三线城市桂林的土地储备占比亦较高，公司土地储备项目分布区域较集中，存在一定的项目区域集中风险。从楼面均价来看，公司有较大规模的土地储备于 2011 年及以前获得，未来具备一定的升值空间，从土地储备楼面均价看，公司土地储备楼面均价整体较低。从近年来公司新开工面积看，公司土地储备可满足公司 1~2 年的开发需求，规模一般。

表 3　截至 2018 年底公司土地储备情况（单位：平方米、元/平方米）

项目名称	所在城市	土地取得时间	规划建筑面积	权益建筑面积	物业类型	楼面均价
惠州康城四季	惠州仲恺工业区	2008 年 12 月	47,144.00	47,144.00	住宅	1,518.06
国邦花园	上海静安区	2014 年 4 月	6,561.00	6,561.00	住宅	57,915.62
麓湖国际 G 地块	桂林临桂新区	2008 年 9 月	220,118.63	220,118.63	住宅/商业	1,024.70
麓湖国际 A2 地块	桂林临桂新区	2008 年 9 月	16,687.37	16,687.37	住宅/商业	1,024.70
麓湖国际 D2、I2 地块	桂林临桂新区	2008 年 9 月	405,027.00	283,518.90	住宅/商业	355.52
君山剩余分期	成都新津县老君山	2007 年 8 月	130,642.00	130,642.00	住宅	1,318.15
大溪谷剩余分期	成都浦江县	2009 年 9 月	587,248.00	587,248.00	住宅	444.62
成都家天下	成都双流区	2016 年 9 月	115,301.00	62,954.35	住宅/商业	1,158.71
智荟城	成都崇州	2017 年 7 月	88,092.00	88,092.00	商业	619.19
资阳花郡	成都青白江区	2017 年 12 月	283,468.00	283,468.00	住宅	800.79
花样清江	资阳市高阳新区	2018 年 4 月	213,152.00	213,152.00	住宅	3,349.53
天津花郡	天津武清区	2011 年 11 月	37,711.00	37,711.00	住宅	1,081.24
天津营城湖	天津汉沽区	2004 年 10 月	168,339.00	168,339.00	住宅	68.31
石家庄领航国际	石家庄裕华区	2018 年 3 月	63,740.00	32,507.40	商业	1,405.71
唐山国际旅游岛	唐山乐亭县	2018 年 4 月	427,714.00	218,134.14	住宅/商业	658.12
汉正街一号	武汉硚口区	拆迁中	338,700.00	233,703.00	商业	10,966.94
武汉花好园	武汉后湖汉口	2018 年 3 月	188,987.00	188,987.00	住宅	6,664.30
武汉锦上花	武汉后湖汉口	2018 年 3 月	55,600.00	55,600.00	住宅	6,664.30
光谷东葛店项目	武汉葛店高新区	2018 年 8 月	357,567.00	357,567.00	住宅/商业	2,149.74
东西湖碧云天项目	武汉东西湖区	2018 年 4 月	251,158.00	251,158.00	住宅	4,021.37
保定满城	保定满城	2018 年 8 月	60,037.00	30,618.87	住宅	2,831.59
昆明麓湖	昆明太平新城	2018 年 8 月	925,559.00	583,102.17	住宅	989.29
博译名门（沙湖项目）	武汉武昌	2018 年 7 月	34,963.00	23,425.21	住宅	9,667.36
太湖 2#地	苏州太湖国家旅游度假	2018 年 7 月	56,253.76	56,253.76	酒店	2,764.68
合计	--	--	**5,079,770.96**	**4,176,692.80**	--	**2,267.47**

资料来源：公司提供
注：数据口径为公司合并范围内

总体看，公司土地储备规模一般，未来具有一定的土地购置需求；公司目前的土地储备主要集中于武汉及成都的非核心城区，同时位于三线城市桂林的土地储备占比亦较高，土地储备存在一定的区域集中风险；部分较早购入的土地未来具备一定的升值空间，土地储备楼面均价整体较低。

3．项目开发

从公司房地产开发建设情况看，随着公司战略由“轻资产”向“轻重并举”调整，2018年，公

司加大开发力度，新开工项目较多，当期新开工面积为443.86万平方米，竣工面积为134.27万平方米。截至2018年底，公司期末在建面积为537.31万平方米，期末在建面积规模较大，在建项目主要分布在成都、天津、南京和惠州等区域。

表4　2017~2018年公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年
新开工面积	199.73	443.86
竣工面积	98.04	134.27
期末在建面积	275.88	537.31

资料来源：公司提供
注：数据口径为公司合并范围内；2018 年有处置项目，故不满足上期期末在建面积+当期新开工面积-当期竣工面积=当期期末在建面积

从公司在建工程的预计投入情况看，截至 2018 年底，公司在建项目 19 个，在建项目预计总投资 241.93 亿元，已完成投资 78.48 亿元，剩余尚需投资金额 163.45 亿元，考虑到公司土地储备规模一般，后续随着项目的陆续开发以及补库存需求，公司存在一定的资金需求。

表 5　截至 2018 年底公司在建房地产项目基本情况（单位：平方米、%、万元）

项目名称	施工证开工时间	所在城市	总建筑面积	权益占比	预计总投资额	截至 2018 年底已投资额	尚需投资额
惠州秋长项目	2018 年 9 月	惠州	241,091.00	75.00	90,755.07	15,525.59	75,229.48
看今朝	2018 年 7 月	成都	136,151.00	100.00	117,376.92	56,306.20	61,070.73
花样清江	2018 年 8 月	成都	251,486.00	100.00	190,819.23	90,958.55	99,860.67
唐山国际旅游岛	2018 年 10 月	唐山	69,289.00	51.00	37,342.10	1,251.78	36,090.33
杭州 360 项目	2018 年 9 月	杭州	233,911.00	49.00	176,485.27	28,042.91	148,442.36
花好园（紫金华府）	2016 年 4 月	惠州	80,396.00	100.00	55,399.37	41,306.24	14,093.13
桂林麓湖国际	2013 年 12 月	桂林	991,060.00	75.00	265,744.03	55,857.83	209,886.20
成都龙年国际	2017 年 11 月	成都	134,961.00	100.00	63,006.20	18,874.85	44,131.35
成都香门第	2018 年 4 月	成都	353,632.00	100.00	191,504.49	74,745.05	116,759.44
成都君山	--	成都	5,342.00	100.00	3,257.18	202.18	3,055.00
大溪谷	2016 年 12 月	成都	179,152.00	100.00	133,010.34	28,630.88	104,379.46
成都家天下	2017 年 6 月	成都	853,078.00	54.60	266,066.95	84,730.21	181,336.75
智荟城	2018 年 1 月	成都	655,574.00	100.00	233,752.10	40,236.48	193,515.62
资阳花郡	2018 年 5 月	成都	241,227.00	100.00	110,902.85	26,957.30	83,945.55
天津花郡	--	天津	3,600.00	100.00	1,703.92	1,199.92	504.00
天津花乡	2018 年 3 月	天津	326,792.00	100.00	202,447.83	61,060.72	141,387.11
太仓太古城	2017 年 7 月	上海	82,734.00	100.00	62,371.27	44,472.44	17,898.83
南京家天下（溧水项目）	2018 年 4 月	南京	316,507.00	100.0	155,375.28	87,680.13	67,695.14
昆明麓湖	2018 年 10 月	昆明	217,088.00	63.00	61,959.36	26,755.93	35,203.43
合计	--	--	**5,373,071.00**	--	**2,419,279.76**	**784,795.19**	**1,634,484.57**

资料来源：公司提供
注：数据口径为公司合并范围内

总体看，2018 年，公司加大新开工力度，竣工面积和期末在建面积均有所扩大；公司在建项目规模较大，后续随着项目的陆续开发以及补库存需求，公司仍存在一定的资金需求。

4．房产销售

2018 年，公司持续加大推盘力度，签约销售面积和金额均有所增长，签约销售面积为 241.48 万平方米；签约销售金额为 236.54 亿元；签约销售均价较为平稳，为 0.98 万元/平方米。2018 年，公司结转面积 82.17 万平方米，结转收入 79.06 亿元，均较 2017 年有所增长。

表6　2017~2018年公司项目销售情况

项目	2017 年	2018 年
签约销售面积（万平方米）	128.04	241.48
签约销售金额（亿元）	124.67	236.54
签约销售均价（万元/平方米）	0.97	0.98
销售回款率（%）	68.52	65.00
结转面积（万平方米）	79.12	82.17
结转金额（亿元）	64.85	79.06

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司在售项目的总可售建筑面积 636.12 万平方米，已售建筑面积 408.67 万平方米，剩余可售建筑面积为 227.45 万平方米，按 2018 年公司销售情况来看，可满足公司未来 1 年销售需求。截至 2018 年底，公司部分项目去化较慢，主要为成都家天下、成都看今朝、成都龙玖项目、成都美年广场、成都智荟城、慈溪界牌项目、慈溪悦城、南京喜年广场、太仓幸福万象、天津花郡花乡、唐山国际旅游岛、花好园（紫金华府）、武汉碧云天、南京家天下、资阳花郡，主要系取得预售证时间较晚使销售周期短、高端住宅及商业楼盘去化较普通住宅慢导致去化率不高。公司在售项目中，按城市能级分，位于一线城市（上海）的剩余可售项目建筑面积 3.66 万平方米（占 1.61%），二线城市（成都、天津、武汉、南京等城市非核心城区）的剩余可售项目建筑面积 175.95 万平方米（占 77.36%），三线及以下城市（慈溪、唐山、桂林、惠州）的剩余可售项目建筑面积 47.84 万平方米（占 21.03%）。考虑到公司部分项目位于三线城市，未来可能存在一定的去化压力。

表 7　截至 2018 年底公司房地产在售项目情况（单位：万平方米、%）

项目名称	所在城市	开盘时间	总可售面积	已取得预售证面积	已售面积	剩余可售面积	去化率
成都家天下	成都	2018 年 11 月	743,479.00	688,839.28	436,901.00	306,578.00	63.43
成都看今朝	成都	2018 年 11 月	129,559.00	118,124.26	3,231.89	126,327.11	2.74
成都龙玖项目	成都	2018 年 7 月	40,969.55	40,969.55	16,676.44	24,293.11	40.70
成都龙年国际	成都	2016 年 9 月	397,574.34	397,574.34	298,388.30	99,186.04	75.05
成都龙吾项目	成都	2018 年 4 月	44,368.61	44,368.61	42,455.69	1,912.92	95.69
成都美年广场	成都	2018 年 2 月	255,243.04	58,939.89	45,122.18	210,120.86	76.56
成都香门第	成都	2018 年 12 月	589,513.67	589,513.67	524,026.74	65,486.93	88.89
成都智荟城	成都	2018 年 10 月	579,352.00	392,177.90	247,860.95	331,491.05	63.20
慈溪界牌项目	慈溪	2018 年 12 月	196,816.00	196,816.00	42,311.45	154,504.55	21.50
慈溪悦城	慈溪	2017 年 9 月	152,319.14	152,319.14	84,376.47	67,942.67	55.39
大溪谷	成都	2018 年 11 月	434,849.73	434,849.73	388,299.61	46,550.12	89.30
桂林麓湖项目	桂林	2018 年 12 月	898,825.68	898,825.68	861,403.08	37,422.60	95.84
惠州康城四季	惠州	2017 年 12 月	588,868.34	588,868.34	481,143.74	107,724.60	81.71
南京喜年广场	南京	2017 年 3 月	195,786.06	195,786.06	106,937.02	88,849.04	54.62
太仓幸福万象	上海	2017 年 11 月	63614.00	63614.00	26,995.30	36,618.70	42.44
天津花郡花乡	天津	2018 年 12 月	239,957.86	239,957.86	161,819.02	78,138.84	67.44

武汉白沙洲花园	武汉	2017 年 11 月	187,704.44	187,704.44	173,522.77	14,181.67	92.44
唐山国际旅游岛	唐山	2018 年 12 月	59,650.51	10,228.00	0.00	59,650.51	0.00
花好园（紫金华府）	惠州	2018 年 12 月	58,951.76	58,630.74	7,841.42	51,110.34	13.37
武汉碧云天	武汉	2018 年 12 月	106,942.00	106,942.00	14,130.00	92,812.00	13.21
南京家天下	南京	2018 年 12 月	163,876.00	163,876.59	102,062.41	61,813.59	62.28
资阳花郡	成都	2018 年 11 月	232,965.00	77,210.52	21,203.43	211,761.57	27.46
合计	--	--	**6,361,185.73**	**5,706,136.60**	**4,086,708.91**	**2,274,476.82**	--

资料来源：公司提供
注：数据口径为合并范围口径

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、杭州和上海等城市。截至 2018 年底，公司自持物业建筑面积合计 30.95 万平方米，对应公允价值合计 47.82 亿元，累计增值率 40.53%。公司自持的武汉汉正街 1 号喜年中心因尚处于招租阶段，出租率较低。2018 年，公司自持物业租金收入 0.64 亿元，主要系自持物业可租面积增加所致。

表8　截至2018年底公司前五大自持物业情况（单位：平方米、%、万元）

项目名称	建筑面积	物业类型	出租率	投资成本	2018 年底公允价值	增值率
苏州喜年广场	111,492.89	商业、车位	--	134,523.11	216,451.40	60.90
武汉汉正街 1 号喜年中心	65,526.79	写字楼	70.00	93,441.00	104,146.00	11.46
苏州太仓太古城	63,868.97	商业	--	63,731.06	74,659.80	17.15
上海国邦花园及车位	6,627.14	商业	--	16,202.88	42,605.60	162.95
桂林花样城集中商业（不含 2 层）	61,982.66	商业	90.00	32,348.92	40,294.90	24.56
合计	**309,498.45**	--	--	**340,246.97**	**478,157.70**	**40.53**

资料来源：公司提供
注：空缺项目出租率，公司未进行统计。

总体看，2018 年，公司自持物业租金收入有所提升，但对公司营业收入的贡献依然很小。

6．关联交易

2017~2018年，公司向关联方购买商品、接受劳务金额分别为0.09亿元和0.20亿元，主要为公司向深圳市彩生活服务集团有限公司接受的物业管理服务，占当年公司购买商品、接受劳务金额比重均较小。从关联担保情况来看，截至2018年底，公司对关联方担保28.93亿元，占净资产比重16.39%。从关联方资金拆借情况来看，截至2018年底，公司其他应收款中关联方往来款金额为8.44亿元，占其他应收款的29.69%；公司其他应付款中关联方往来款金额为11.16亿元，占其他应付款的21.43%。

总体看，公司关联采购占比很小，但存在一定规模的关联担保和关联方往来款，对资金形成一定的占用。

7．经营效率

2017~2018 年，公司流动资产周转率为 0.25 次和 0.20 次，总资产周转率为 0.19 次和 0.16 次，存货周转率分别为 0.32 次和 0.23 次，指标均有所下降，主要系土地储备和新开发项目增加所致。

从同行业公司比较情况看（详见下表），公司流动资产周转率和总资产周转率处于行业较低水平，存货周转率处于行业一般水平。

表9　2018年公司与房地产开发类公司经营效率指标比较（单位：次）

公司简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
信达地产	0.26	0.25	0.22
广宇发展	0.43	0.52	0.48
中粮地产	0.27	0.24	0.20
公司	**0.32**	**0.24**	**0.18**

资料来源：Wind
注：上表数据除公司外，均引自 Wind。

总体看，公司经营效率有所下降。

8．经营关注

（1）项目区域集中风险和去化风险

公司房地产项目以二线城市非核心区域为主，同时位于三线城市桂林的土地储备占比亦较高，项目分布区域较集中，有一定的项目区域集中风险。未来，二线城市的限售、限购等政策及三线城市购买力的可持续性等因素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）公司存在一定的资金支出压力

公司由轻资产向轻重并举转型，新开工面积逐年增加，期末在建面积规模较大，同时考虑到补库存需求，公司存在一定的资金需求。未来随着公司获取项目及持续推进项目开发建设，开发规模不断提升，对其项目管理能力和资金筹措运用能力的要求提高。

（3）未来盈利空间收窄风险

公司目前旧改项目尚未释放，同时公司尚处于转型期，考虑到公司存在补库存需求，且新获取土储面临价格上升压力，未来项目盈利空间或收窄。

9．未来发展

（1）在规模稳健提升的基础上，持续提升盈利能力，坚持有质量的增长。

公司坚持核心城市布局战略。始终围绕粤港澳湾区、珠三角地区、京津都市圈、成渝经济区和武汉为中心长江中游城市群进行深耕。基于城市深耕策略，公司通过对城市的长期经营，一方面建立起对该区域政府政策、城市定位和土地信息有着深入了解，在审慎的投资策略指导下，在深耕区域获取更多低成本土地，合理增加土地储备和开发规模；一方面长期贴近市场，对深耕市场的客户、产品需求及消费习惯有深刻洞察与认知，能不断推出满足客户真实需求的合适产品。

坚持有质量增长理念，强调销售、回款和利润水平，努力提升现金总额及利润率，严控各项成本及费用支出，不断优化组织架构和管理体系，提升整体运营管理效率，实现公司在规模稳健增长的基础上盈利能力的持续提升。

（2）社区服务不断拓宽收入来源，强化稳回报、抗周期能力。

公司旗下拥有多家社区服务公司，构建了涵盖中高端住宅、写字楼、商业、产业园区及政府物业等多业态的、完善的社区服务体系，增强了社区服务的协同效应和规模效应，同时，稳定的收入来源和现金流为公司穿越经济周期提供有力保障。

（3）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，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。

（4）优化组织架构，引入优秀人才，为公司发展搭建良好的运作体系。

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，通过组织架构调整，业界优秀人才引进，为公司搭建了良好的运作体系。同时，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。

总体看，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 2018 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、2018 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。公司 2018 年审计报告针对 2017 年末相关数据进行了追溯调整，因此，部分财务数据有所变化。合并范围方面，2018 年，公司纳入合并范围的子公司较上年增加 46 家，减少 4 家。公司合并范围变动较大，但考虑到公司主营业务未发生变化，新增子公司主要为项目公司，资产规模不大，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 2018 年底，公司合并资产总额 684.33 亿元，负债总额 507.83 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 176.50 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 141.12 亿元。2018 年，公司实现营业收入 91.90 亿元，净利润（含少数股东损益）18.89 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 16.10 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.02 亿元，现金及现金等价物净增加额为 58.44 亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司合并资产总额 684.33 亿元，较年初增长 42.99%，主要系流动资产增长所致；公司流动资产和非流动资产占比分别为 81.81%和 18.19%，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 2018 年底，公司流动资产合计 559.87 亿元，较年初增长 57.90%，主要系存货和货币资金大幅增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占 25.54%）、其他应收款（占 5.08%）和存货（占 59.23%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 143.02 亿元，较年初增长 74.41%，主要系公司销售回款以及取得银行借款增加所致；其中，银行存款占 71.15%；公司货币资金中使用受限的资金为 5.76 亿元，为质押存款和按揭保证金，占货币资金总额 4.03%，占比较低。

截至 2018 年底，公司新增以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 20.59 亿元，主要系公司新增持有对北京盘古氏投资有限公司的债权，根据仲联量行出具的评估报告该债权资产于 2018 年 12 月 31 日的公允价值为 20.59 亿元。

截至 2018 年底，公司其他应收款为 28.42 亿元，较年初减少 34.62%，主要系企业往来款及其他

减少所致；计提坏账准备 78.70 万元，计提比例 0.03%；其他应收款前五名金额合计 8.31 亿元，占其他应收款总额比例 29.34%。公司其他应收款中关联方往来款占比较高，对资金形成一定占用。

表 10　截至 2018 年底公司其他应收款期末余额前五名单位情况（单位：万元、%）

名称	款项性质	其他应收款期末余额	占其他应收款总额的比例	账龄
平安银行股份有限公司昆明分行	往来欠款	29,663.50	10.47	一年以内
深圳前海邻里乐商业服务有限公司	往来欠款	20,454.02	7.22	一年以内
何光营	往来欠款	12,563.22	4.44	一年以内
天津松江花样年置业有限公司	往来欠款	10,450.46	3.69	一年以内
深圳市前海花样年金融服务有限公司	往来欠款	9,984.02	3.52	一年以内
合计	**--**	**83,115.22**	**29.34**	**--**

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司存货为 331.63 亿元，较年初大幅增长 71.43%，主要系开发产品和开发成本大幅增加所致；其中，开发产品占 25.16%，开发成本占 73.68%。截至 2018 年底，公司存货计提跌价准备 112.84 万元，考虑到公司部分项目位于三线城市，存在一定去化压力和跌价风险。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 124.47 亿元，较年初增长 0.37%。公司非流动资产主要由投资性房地产（占 67.53%）、长期股权投资（占 14.06%）和固定资产（占 7.94%）构成。

截至 2018 年底，公司投资性房地产账面价值合计 84.05 亿元，较年初增长 4.34%，主要系公允价值变动所致。公司投资性房地产项目主要集中在杭州、苏州、南京、武汉、桂林等地。

表 11　截至 2018 年底公司投资性房地产主要项目情况（单位：平方米、亿元、%）

项目名称	所处区域	建筑面积	期末公允价值	期初公允价值	公允价值变动幅度
武汉华通置业有限公司	武汉	65,526.79	10.41	9.23	12.80
南京星润置业有限公司	南京	70,423.70	1.86	--	--
杭州奇飞花创科技有限公司	杭州	233,911.00	4.03	--	--
四川瀚锋置业有限公司	四川	30,209.00	3.83	2.98	28.77
苏州银庄置地有限公司	苏州	111,492.89	21.65	22.46	-3.62
太仓起浩商贸有限公司	苏州	63,868.97	7.47	6.72	11.07
上海粤商投资有限公司	上海	5,765.59	4.26	4.24	0.48
桂林帝豪房地产开发有限公司	桂林	61,982.66	4.03	4.02	0.29
南京花样年房地产开发有限公司	南京	18,057.76	3.46	3.60	-3.81
深圳市花样年地产集团有限公司	深圳	11,100.07	5.16	5.00	3.20
合计	**--**	**672,338.43**	**66.17**	**58.24**	**--**

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司长期股权投资 17.50 亿元，较年初减少 21.93%，主要系减少对北京亚新科天纬油泵油嘴股份有限公司的投资款所致。2018 年，公司长期股权投资按照权益法确认的投资损益 -57.80 万元。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 9.89 亿元，较年初增长 29.77%，主要系购置房屋和机器设备、非同一控制下企业合并增加所致；公司固定资产累计折旧 3.10 亿元，成新率为 76.16%，成新率尚可。

截至2018年底，公司受限资产包括货币资金、存货、投资性房地产和固定资产，具体情况如下表所示；受限资产合计84.61亿元，占资产总额的比重为12.36%，受限比例较低。

表12　截至2018年底公司资产受限情况（单位：亿元、%）

项目	受限原因	受限金额	占总资产的比例
货币资金	保函保证金、房地产预售款	5.76	0.84
存货	提供借款担保	59.06	8.63
投资性房地产	提供借款担保	18.71	2.73
固定资产	提供借款担保	1.09	0.16
合计	**--**	**84.61**	**12.36**

资料来源：公司审计报告

总体看，2018 年，公司货币资金和存货大幅增长带动资产规模增长，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；受限资产占比较低，整体资产质量尚可。

3．负债及所有者权益

截至 2018 年底，公司负债合计为 507.83 亿元，较年初增长 64.74%，系流动负债和非流动负债均增长所致；公司流动负债占 70.49%，非流动负债占 29.51%，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 2018 年底，公司流动负债合计 357.99 亿元，较年初增长 89.77%，主要系预收款项和一年内到期的非流动负债增加所致；流动负债主要由应付账款（占 16.26%）、预收款项（占 39.36%）、应交税费（占 10.33%）、其他应付款（占 14.23%）和一年内到期的非流动负债（占 15.23%）构成。

截至 2018 年底，公司应付账款合计 58.23 亿元，较年初增长 10.54%，主要系公司贸易板块应付账款增加所致；公司应付账款主要为应付工程款（占 87.96%）。

截至 2018 年底，公司预收款项为 140.90 亿元，较年初增长 125.13%，主要为预收房屋销售款增加所致。公司预收款项主要为预收房款，其中期限在 1 年以内的 123.95 亿元，期限在 1 年以上的 17.85 亿元。

截至 2018 年底，公司应交税费为 36.97 亿元，较年初增长 79.58%，主要系应交企业所得税和土地增值税大幅增加所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款为 52.10 亿元，较年初增长 25.67%，主要系往来款和保证金增加所致。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 54.51 亿元，较年初大幅增长 808.56%，主要系一年内到期的长期借款增加所致，公司长期债务集中到期增加了公司流动性压力。

非流动负债

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 149.84 亿元，较年初增长 25.27%，主要系长期借款和递延所得税负债大幅增长所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 56.59%）、应付债券（占 37.01%）和递延所得税负债（占 6.33%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款余额 84.80 亿元，较年初增长 61.24%，主要系质押借款大幅增加所致。公司长期借款中质押借款占 79.36%，抵押借款占 20.64%，以质押借款为主。截至 2018 年底，公司长期借款于 2020 年到期金额为 24.12 亿元（占 28.45%）、2021 年到期金额 36.40 亿元（占 42.93%）、

2022 年及以后到期金额为 24.28 亿元（占比 28.63%），到期期限较为分散。

截至 2018 年底，公司应付债券为 55.46 亿元，较年初减少 8.20%，变化不大，主要系部分公司债回售所致。2019 年，“16 花样 02”、“16 花样 03”、“16 花样 04”和“16 花样 05”将集中到期，债券余额合计 15.30 亿元，公司存在一定集中偿还压力。

表 13　截至目前公司存续债券情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券代码	发行日期	到期日	发行规模	债券余额	发行期限	利率
15 花样年	122463.SH	2015 年 09 月 15 日	2020 年 09 月 16 日	20.00	19.57	5（3+2）	7.95
15 花样 02	112309.SZ	2015 年 12 月 30 日	2020 年 12 月 30 日	11.00	10.86	5（3+2）	7.95
16 花样 02	118735.SZ	2016 年 07 月 15 日	2019 年 07 月 15 日	3.31	3.31	3（2+1）	8.50
16 花样 03	118803.SZ	2016 年 08 月 17 日	2019 年 08 月 17 日	13.00	3.50	3（2+1）	8.50
16 花样 04	118821.SZ	2016 年 08 月 23 日	2019 年 08 月 23 日	3.00	2.90	3（1+1+1）	9.00
16 花样 05	118853.SZ	2016 年 09 月 07 日	2019 年 09 月 07 日	5.69	5.59	3（2+1）	9.00
18 花样年	155092.SH	2018 年 12 月 13 日	2021 年 12 月 17 日	10.00	10.00	3（2+1）	7.50
合计	--	--	--	**61.00**	**55.73**	--	--

资料来源：Wind，公司债券年度报告
注：“16 花样 02”、“16 花样 03”、“16 花样 04”、“16 花样 05”将于 2019 年到期，本报告已将其到期金额计入短期债务中。

截至 2018 年底，公司递延所得税负债为 9.48 亿元，较年初增长 43.46%，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。

债务规模方面，截至 2018 年底，公司全部债务为 208.03 亿元，较年初增长 68.59%，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 39.93%和 60.07%；截至 2018 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 74.21%、54.10%和 41.45%，较年初分别上升 9.80 个百分点、12.09 个百分点和 1.57 个百分点，公司债务规模较年初有所增长，债务负担有所加重。

总体看，公司负债总额有所扩大，其中有息债务规模增长明显，债务负担有所加重，但整体债务负担仍处于适中水平。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 176.50 亿元，较年初增长 3.62%，主要系未分配利润增长所致；其中归属于母公司所有者权益为 141.12 亿元，占所有者权益比重为 79.96%；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 11.51%，资本公积占 10.79%，未分配利润占 77.69%。公司 2018 年底资本公积较年初减少 38.00%，主要系资本溢价减少所致。公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益稳定性较弱。

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

2018 年，公司实现营业收入 91.90 亿元，同比增长 21.50%，主要系完工确认的房屋销售收入增加所致；同期，公司实现净利润 18.89 亿元，较上年增长 68.34%，主要系投资收益增加所致，其中归属于母公司所有者的净利润 16.10 亿元。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用合计 16.48 亿元，较上年增长 61.17%，主要系管理费用增加所致；期间费用中销售费用、管理费用、财务费用分别占 25.87%、53.61%和 20.52%。2018 年，公司销售费用 4.26 亿元，同比增长 83.60%，主要系公司人工费用和售楼处运营费用增加所致；公司

管理费用 8.84 亿元，同比增长 107.73%，主要系合并范围增加、管理人员增加导致工资性费用增加以及办公费增加所致；公司财务费用 3.38 亿元，同比减少 7.35%，主要系公司手续费减少所致。

从利润构成来看，2017~2018 年，公司实现投资收益 1.01 亿元和 20.55 亿元，占营业利润的比分别为 6.55%和 70.86%，主要系处置长期股权投资产生的投资收益（7.90 亿元）、以公允价值计量的金融资产持有期间的投资收益（9.59 亿元）和购买日之前原持有长期股权按照公允价值重新计量产生的利得（3.29 亿元）大幅增加所致，此收益可持续性一般；公允价值变动收益分别为 8.13 亿元和 1.90 亿元，占营业利润的比分别为 52.72%和 6.56%，主要系投资性房地产公允价值变动收益。公司公允价值变动收益和投资收益对营业利润影响较大。

从盈利指标来看，2017~2018 年公司营业利润率分别为 22.12%和 24.73%，随结转项目毛利率增加而有所上升。2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.60%、5.49%和 10.89%，各项指标与上年相比分别上升 0.97 个百分点、0.90 个百分点和 3.01 个百分点，盈利指标有所回升。与同行业公司相比，公司销售毛利率和总资产报酬率处于较高水平，净资产收益率处于一般水平（见下表）。

表14　2018年公司与房地产开发类公司盈利指标比较（单位：%）

公司简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
信达地产	7.00	10.72	3.93
广宇发展	27.87	36.33	6.67
中粮地产	12.35	15.10	4.77
公司	**34.74**	**10.89**	**5.49**

资料来源：Wind
注：上表数据除公司外，均引自Wind。

总体看，2018 年，公司营业收入和净利润规模均有所增长，公司整体盈利能力有所上升；公允价值变动收益和投资收益对营业利润影响大。

5．现金流

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入 351.60 亿元，同比增长 76.41%，主要系预收售楼款增加以及收到往来款增加所致；其中，销售商品、提供劳务收到的现金 184.36 亿元，同比增长 74.55%；收到其他与经营活动有关的现金 166.96 亿元，同比增长 79.07%。2018 年，经营活动现金流出 343.58 亿元，同比增长 73.85%，主要系购地支出、建安支出和往来款支出增长所致；其中，购买商品、接受劳务支付的现金 173.93 亿元，同比增长 95.78%；支付其他与经营活动有关的现金 149.58 亿元，同比增长 57.47%。受上述综合影响，2018 年，公司经营活动现金流量净额为 8.02 亿元，持续净流入。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入 23.08 亿元，同比增长 99.81%，主要系处置子公司及其他营业单位收到的现金净额增长所致；公司投资活动现金流出为 16.15 亿元，同比下降 47.35%，主要系投资支付的现金减少所致。受上述综合影响，2018 年，公司投资活动现金流量净额为 6.93 亿元，由 2017 年净流出 19.13 亿元转为净流入。

筹资活动方面，2018 年公司筹资活动现金流入为 122.06 亿元，同比增长 74.13%，主要系借款增加所致；筹资活动现金流出 2018 年为 78.57 亿元，同比增长 149.89%，主要系偿还债务和利息支付的现金增加所致；受以上综合影响，2018 年，公司筹资活动现金流量净额 43.49 亿元，仍呈持续较大规模净流入状态。

总体看，受预收售楼款增加和往来款增加影响，公司经营现金净流入规模有所增加，经营活动产生的现金流量净额持续呈净流入状态；2018 年，公司投资活动净现金流净额由负转正；公司筹资活动产生的现金流量净额持续保持净流入状态，考虑到公司后续补库存需求以及在建项目规模较大，未来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，2017~2018 年，公司流动比率分别为 1.88 倍和 1.56 倍，速动比率分别为 0.85 倍和 0.64 倍，2018 年底公司流动比率与速动比率均有所下降，主要系应付账款和预收款项等增长所致。同期，公司经营现金流动负债比率分别为 0.89%和 2.24%，2018 年较上年增长 1.35 个百分点，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分别为 7.90 倍和 1.98 倍，2018 年较上年大幅下降，现金类资产对短期债务保护程度逐年减弱。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 33.29 亿元，同比增长 69.45%，主要系利润总额增长所致。公司 EBITDA 由利润总额（占 85.41%）、折旧（占 2.92%）、摊销（占 1.14%）和计入财务费用的利息支出（占 10.53%）构成；2017~2018 年，EBITDA 利息倍数分别为 3.12 倍和 2.34 倍，2018 年较上年有所增长，EBITDA 对利息的保障能力较强；2017~2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.16 倍和 0.16 倍，保持稳定，EBITDA 对全部债务的覆盖能力尚可。整体看，公司长期偿债能力指标较强。

截至 2018 年底，公司已获银行授信额度 292.00 亿元，已使用 65.13 亿元，尚有 226.87 亿元额度未使用，公司间接融资渠道畅通。

截至 2018 年底，公司无重大诉讼仲裁事项；公司对外担保金额为 28.93 亿元，占公司所有者权益的比例为 16.39%，全部为对关联方提供的担保，公司对关联方担保规模较大，若未来关联方经营情况恶化，公司将面临或有负债风险。

表 15　截至 2018 年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	债务开始日	债务到期日	担保金额	是否关联方
深圳市花样年房地产开发有限公司	2016/1/11	2024/1/10	26,000.00	是
南京花样城房地产开发有限公司	2018/1/14	2021/2/14	9,635.00	是
南京花样城房地产开发有限公司	2018/3/15	2021/2/14	10,000.00	是
南京花样城房地产开发有限公司	2018/4/15	2021/2/14	10,000.00	是
万象美物业管理有限公司	2018/1/23	2019/1/23	100,000.00	是
彩生活服务集团有限公司	2017/5/19	2020/5/18	6,666.67	是
万象美物业管理有限公司	2017/10/20	2019/4/20	50,000.00	是
深圳市彩生活服务集团有限公司	2016/1/29	2019/1/28	20,000.00	是
万象美物业管理有限公司	2017/9/7	2018/3/7	12,000.00	是
深圳市彩生活服务集团有限公司	2016/9/9	2019/9/9	30,000.00	是
深圳市彩生活服务集团有限公司	2017/11/10	2020/11/9	15,000.00	是
合计	--	--	**289,301.67**	--

资料来源：公司提供

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1044030402195450V），截至2019年1月2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，公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力指标较强。考虑到公司在建项目规模较大，随

着未来相关项目开发销售及结转收入，公司未来收入和净利润规模有望持续增长，整体偿债能力有望得到提高。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年底，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164.90亿元，约为“15花样年”和“15花样02”待偿本金合计（30.43亿元）的5.42倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达176.50亿元，约为“15花样年”和“15花样02”待偿本金合计（30.43亿元）的5.80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，2018年，公司EBITDA为33.29亿元，约为“15花样年”和“15花样02”待偿本金合计（30.43亿元）的1.09倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入351.60亿元，约为“15花样年”和“15花样02”待偿本金合计（30.43亿元）的11.55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，考虑到公司在行业地位、品牌影响力等方面仍具备一定的优势，公司期末在建项目规模较大，未来随着项目开发销售，公司对“15花样年”和“15花样02”的偿还能力很强。

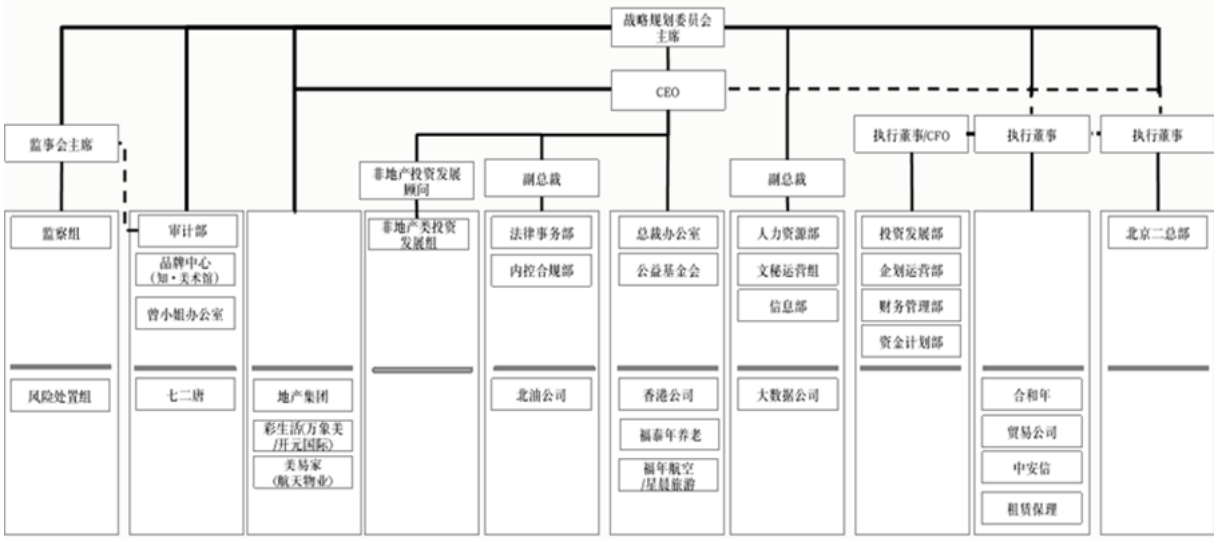
八、综合评价

跟踪期内，公司作为花样年控股旗下的地产业务开发平台，在行业地位、品牌影响力等方面仍具备一定的竞争优势。2018 年，公司地产开发规模继续扩大，期末在建项目规模较大，对未来发展形成较好支撑；公司签约销售规模有所增加，且预收款项规模较大；货币资金较充裕、筹资活动前现金流为净流入。同时，联合评级也关注到公司管理人员有所变动、不利于经营的稳定性，业务扩张导致资金需求较高，有息债务增长较快，未来项目盈利空间可能收窄，非经常性损益对营业利润影响较大以及存在一定规模的关联方占款和关联担保等因素给公司信用水平带来的不利影响。

2018 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
组织结构图



附件 2　花样年集团（中国）有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	478.59	684.33
所有者权益（亿元）	170.33	176.50
短期债务（亿元）	10.40	83.08
长期债务（亿元）	113.00	124.95
全部债务（亿元）	123.40	208.03
营业收入（亿元）	75.64	91.90
净利润（亿元）	11.22	18.89
EBITDA（亿元）	19.65	33.29
经营性净现金流（亿元）	1.69	8.02
流动资产周转次数(次)	6.26	8.11
存货周转次数（次）	0.32	0.23
总资产周转次数（次）	0.19	0.16
现金收入比率（%）	139.64	200.62
总资本收益率（%）	5.63	6.60
总资产报酬率（%）	4.59	5.49
净资产收益率（%）	7.88	10.89
营业利润率（%）	22.12	24.73
费用收入比（%）	13.52	17.94
资产负债率（%）	64.41	74.21
全部债务资本化比率（%）	42.01	54.10
长期债务资本化比率（%）	39.88	41.45
EBITDA 利息倍数（倍）	3.12	2.34
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.16
流动比率（倍）	1.88	1.56
速动比率（倍）	0.85	0.64
现金短期债务比（倍）	7.90	1.98
经营现金流动负债比率（%）	0.89	2.24
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.65	1.09

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，公司应付债券一年内到期部分计入短期债务。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本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 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。