跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1496 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：

二〇二〇年六月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
网址：www.unitedratings.com.cn

花样年集团（中国）有限公司
公司债券 2020 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	2019/6/20
15 花样 02	10.86 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2019/6/20

跟踪评级时间：2020 年 6 月 19 日

主要财务数据

项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	478.59	684.33	710.45
所有者权益（亿元）	170.33	176.50	198.71
长期债务（亿元）	113.00	124.95	97.12
全部债务（亿元）	123.40	208.03	176.59
营业收入（亿元）	75.64	91.90	143.83
净利润（亿元）	11.22	18.89	19.30
EBITDA（亿元）	19.65	33.29	36.13
经营性净现金流（亿元）	1.69	8.02	8.48
营业利润率（%）	22.12	24.73	22.58
净资产收益率（%）	7.88	10.89	10.29
资产负债率（%）	64.41	74.21	72.03
全部债务资本化比率（%）	42.01	54.10	47.05
流动比率（倍）	1.88	1.56	1.41
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.16	0.20
EBITDA 利息倍数（倍）	3.12	2.34	3.82
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.65	1.10	1.19

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；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；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；5. 因 15 花样 02 到账日期为 2016 年 1 月，截至 2019 年底，公司审计报告中未将该笔公司债调整至一年内到期的应付债券中，本报告中根据 15 花样 02 实际到期日期将其调整至短期债务

评级观点

2019 年，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。2019 年，公司地产开发规模继续扩大，公司签约销售规模有所增加，且预收款项规模较大，对未来结转收入形成一定支撑，债务负担处于较低水平。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司项目存在一定集中度，部分项目位于三线城市存在去化压力，存在一定资金支出压力，投资收益对营业利润影响较大以及 2020 年面对集中兑付压力等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司土地储备项目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. 公司具有一定品牌影响力。2019年，公司作为花样年控股旗下的地产业务开发平台，在品牌影响力等方面仍具备一定的竞争优势。

2. 公司销售情况较好。2019年，公司签约销售规模增长，且预收款项规模较大，为未来结转收入提供良好支撑。

3. 公司债务负担处于较低水平。公司债务规模有所下降，债务负担处于较低水平。

关注

1. 公司项目存在一定区域集中度。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形成一定影响。公司土地储备中位于武汉区域项目占比较高，需持续关注后续项目情况。

2．公司存在一定资金支出压力。公司在建项目拟建项目尚需投资规模较大，后续随着项目的陆续开发，同时考虑到公司有补库存的需求，未来存在一定的资金需求。

3．公司利润受投资收益影响较大且 2020 年存在集中兑付压力。公司投资收益对营业利润影响大，且可持续性一般；2020 年，公司债务到期规模较大，存在一定的集中兑付压力。

分析师

曹梦茹　登记编号（R0040218090002）
罗星驰　登记编号（R0040218050005）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：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他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

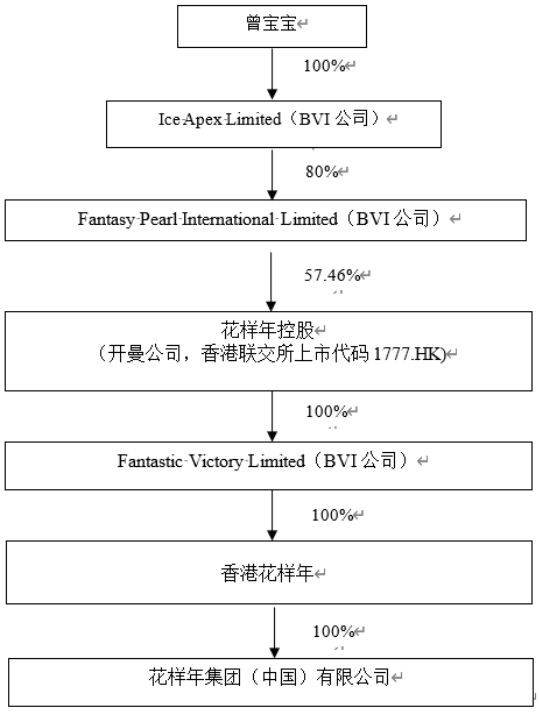
一、主体概况

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2019年末，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2019年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2019 年末，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，下设品牌中心、信息中心、财务资金中心、风控中心等（见附件 1）；经营范围无变化；共拥有 190 家并表子公司，公司总部员工合计 102 人。

截至2019年末，公司合并资产总额710.45亿元，负债合计511.73亿元，所有者权益198.71亿元，其中归属于母公司所有者权益154.84亿元。2019年，公司实现营业收入143.83亿元，净利润19.30亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润12.44亿元；经营活动产生的现金流量净额8.48亿元，现金及现金等价物净增加额-20.39亿元。

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 亿元，扣除发行费用后剩余募集资金 19.76 亿元，截至 2019 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 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。2019 年 9 月 9 日，公司已支付 2018 年 9 月 16 日至 2019 年 9 月 15 日期间利息。

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 2019 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，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。2019 年 12 月 25 日，公司支付 2018 年 12 月 30 日至 2019 年 12 月 29 日期间利息。

三、行业分析

公司目前主营业务以房地产开发销售为主，属于房地产行业。

1．行业概况

2019 年，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，土地市场趋于理性，销售面积出现负增长，行业集中度继续提升；2020 年一季度受新冠疫情影响，国内房地产市场下行明显。政策上仍然以“房住不炒”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2019 年，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二城市土地市场交易活跃，

土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，较上年下降 1.4 个百分点，全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点。2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，其中一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，二、三线城市住宅价格指数增速继续下探。

2020 年 1－3 月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就 2020 年 3 月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，降幅较前两月收窄 8.60 个百分点；房地产销售面积 21,978.32 万平方米，同比下降 26.30%，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点；房地产销售金额 20,364.86 亿元，同比下降 24.70%，降幅较前两月收窄 11.20 个百分点。

2019 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.28%和 37.14%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.95%和 27.07%，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

2019年，房住不炒和因城施策仍是主基调。2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。2020年4月17日，中共中央政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区、青岛等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

2. 行业关注

房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，且2020年突发的新冠疫情形成了较大的负面冲击，行业违约风险加大

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，房地产开发企业融资环境明显改善，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，对房地产开发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开发企业存续债务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。此外，2020 年突发的新冠疫情对房地产行业销售甚至整个宏观经济都形成了较大的冲击，房企现金流吃紧，进一步加剧了行业违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及近年来政治局会议上多次强调“房住不炒”看，房地产调控政策短时间不会退出，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。

中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、

规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

3. 未来发展

未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

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

跟踪期内，公司管理人员有所变动，需关注人员变动对其业务经营的影响；管理制度延续以往。

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、柯卡生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，任命陈新禹先生为公司 CFO。此外，公司其他董事、监事和高级管理人员未发生变化。公司管理制度连续。

陈新禹先生，52岁，曾任职于碧桂园控股有限公司担任金融部副总经理、中海亲颐养老服务有限公司担任投资总监、美国 Seagate Redondon Beach 的全球顾问有限责任公司担任分析师、Gose LLC., Elsegando 担任债券交易组合经理、中国建筑集团有限公司一局担任财务资金处处长等。现任职公司执行董事，分管财务资金中心、投资管理部，同时兼任公司财务资金中心总经理、投资管理部总经理。

吴庆斌先生，47岁，曾任职于北京国际信托有限公司。现任中泰信托有限责任公司董事长，2019年3月起，任职公司董事。

柯卡生先生，56岁，曾任职于中国人民银行广东省分行货币发行处副科长、科长、办公室副主任、综合计划处处长，中国人民银行汕头分行行长，中国人民银行广州分行内审处处长、副行长，中国银监会广东监管局筹备组成员、副局长，中国银监会非银行金融机构监管部主任，中国华融执行董事、总裁、党委副书记。2019年3月就任公司董事。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 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；受结转项目毛利率降低影响，房屋销售毛利率有所下降。

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）。2019 年，公司实现营业收入 143.83 亿元，同比增长 56.51%，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 19.30 亿元，较上年增长 2.20%，小幅增加，增幅小于营业收入增幅，主要系结转项目成本同比增加以及投资收益减少所致。

从主营业务收入构成看，2019年，公司主营业务收入占营业收入比为93.79%，主营业务仍突出。2019年公司房屋销售收入为123.81亿元，同比增长56.60%，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91.78%，仍为公司最重要的收入来源。2019年，公司物管业务收入为4.72亿元，同比增长14.86%，主要系公司物业管理面积增加所致，占主营业收入的比为3.50%；公司其他业务为文旅业务、工程结算、基金管理和商业管理等，收入较为稳定。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　2017－2019年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	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	123.81	91.78	29.25
房屋租赁	0.46	0.65	-44.01	0.64	0.73	-5.20	1.98	1.46	42.06
物管业务	2.42	3.41	42.69	4.32	4.92	19.30	4.72	3.50	13.51
酒店业务	0.47	0.66	4.58	1.12	1.27	-7.20	1.29	0.96	-11.23
其他	2.66	3.75	59.15	2.75	3.13	69.30	3.10	2.30	27.98
合计	**70.86**	**100.00**	**31.14**	**87.89**	**100.00**	**34.74**	**134.89**	**100.00**	**28.47**

资料来源：公司审计报告

2019年，公司主营业务毛利率有所下降，主要系结转的房屋销售业务毛利率降低所致，2019年，公司房屋销售毛利率为29.25%，同比下降6.05个百分点，主要系公司房地产结转区域毛利下降所致；公司物管业务毛利率大幅下降至13.51%，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下降至28.47%。

2. 土地储备

2019 年，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等地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；公司获取土地储备楼面均价整体较低。

2019 年，公司土地获取方式未变化，仍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。2019 年，公司新增规划建筑面积 66.37 万平方米，同比大幅下降 79.88%，主要系 2019 年公司获取土地集中在四季度，部分土储尚处于办证阶段；新增确权土储主要位于天津及张家口的非主城区域，新增土地均价 1,502.18 元/平方米，受获取土地区域差异影响有所下降。公司土地储备楼面价较低。

表2　2017－2019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	2019 年
新增规划建筑面积	219.32	329.80	66.37
新增土地价款	46.63	64.87	9.97
新增土地均价	2,126.12	1,966.94	1,502.18

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司按尚余可售面积口径的土地储备建筑面积 692.00 万平方米（全口径），从区域分布看，公司在一线城市（深圳、广州、上海）土地权益建筑面积占 8.48%，二线城市（成都、武汉、昆明等）占 60.09%，三线及以下城市（桂林、资阳、唐山、惠州、张家口等）占 31.43%。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等的土地储备占比亦较高。其中，成都、武汉和昆明合计占比为 47.16%。公司土地储备项目中位于武汉地区的项目占比较高，

受新冠肺炎疫情影响，项目开发进度受到一定影响。按照2019年公司销售情况来看，公司土地储备可满足其两年左右销售，公司存在一定补库存需求。

表3　截至2019年末公司土地储备情况（单位：平方米、%）

城市	全口径土地储备建筑面积	占比
成都	144.42	20.87
武汉	93.58	13.52
昆明	88.33	12.76
桂林	56.74	8.20
深圳	53.88	7.79
张家口	53.26	7.70
资阳	39.63	5.73
唐山	38.33	5.54
天津	31.78	4.59
惠州	22.00	3.18
南京	14.86	2.15
苏州	13.51	1.95
宁波	12.70	1.83
杭州	7.82	1.13
石家庄	6.37	0.92
保定	4.54	0.66
广州	2.86	0.41
合肥	2.54	0.37
上海	1.93	0.28
宜兴	1.68	0.24
无锡	1.23	0.18
合计	**692.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

3. 项目开发

2019年，公司新开工力度受房地产调控政策及房地产融资政策影响有所下降，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，公司仍存在一定的资金需求。

2019年，受房地产调控政策及房地产融资政策影响，当期新开工面积为187.86万平方米，较2018年大幅下降；竣工面积为204.88万平方米，较2018年大幅增长。截至2019年底，公司期末在建面积为711.46万平方米，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　2017－2019年公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2017年	2018年	2019年
新开工面积	199.73	443.86	187.86
竣工面积	98.04	134.27	204.88
期末在建面积	275.88	537.31	711.46

注：数据口径为全口径；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，主要系2018年有处置项目，2019年期初在建有些部分项目未列示，一类是已竣工未办理竣工备案的，一类是已拿地未确权的项目
资料来源：公司提供

从公司拟建在建项目的预计投入情况看，截至 2019 年末，公司在建拟建项目预计总投资额为 885.22 亿元，其中在建项目共计 32 个，预计未来三年合计投入 109.19 亿元。截至 2019 年末，公司拟建项目共计 19 个，预计未来三年合计投入 115.61 亿元。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，公司存在一定的资金需求。

表5　截至2019年末公司拟建在建项目开发情况（单位：亿元）

序号	状态	项目名称	城市	总投	已投	未投资	预计未来三年投入
1	拟建	成都大溪谷	成都	7.08	0.62	6.46	3.48
2	拟建	成都青白江江山	成都	39.59	21.39	18.20	9.79
3	拟建	成都君山	成都	6.32	2.32	4.00	2.15
4	拟建	桂林麓湖国际 G、A2 地块	桂林	7.39	0.71	6.68	3.59
5	拟建	天津花郡	天津	5.94	0.82	5.12	2.76
6	拟建	天津南湖锦上花	天津	12.81	7.11	5.70	3.07
7	拟建	天津营城湖项目	天津	9.71	1.15	8.55	4.60
8	拟建	武汉锦上花	武汉	--	--	--	--
9	拟建	武汉汉正街	武汉	74.59	30.33	44.26	23.80
10	拟建	武汉锦绣城	武汉	18.83	11.02	7.81	4.20
11	拟建	惠州家天下	惠州	11.37	6.55	4.82	2.59
12	拟建	惠州康城四季	惠州	3.71	0.79	2.92	1.57
13	拟建	昆明麓湖国际	昆明	33.62	5.63	28.00	15.05
14	拟建	宁波杭州湾锦城名仕	宁波	2.60	1.00	1.60	0.86
15	拟建	坪山世界塑胶厂一期（好时光）	深圳	49.72	12.81	36.91	19.85
16	拟建	苏州太仓太古城（太湖天城）	苏州	9.21	7.03	2.18	1.17
17	拟建	张家口怀来项目（幸福万象）	张家口	23.02	3.40	19.61	10.55
18	拟建	资阳花郡	资阳	11.65	2.73	8.92	4.80
19	拟建	石家庄领航国际	石家庄	4.38	1.09	3.29	1.77
20	在建	成都大溪谷	成都	29.87	18.42	11.45	4.32
21	在建	成都龙年国际中心	成都	3.82	1.20	2.63	0.99
22	在建	成都香门第（南区）	成都	20.65	10.97	9.67	3.65
23	在建	成都香门第（西区）	成都	10.43	6.09	4.34	1.64
24	在建	成都智荟城	成都	35.26	16.69	18.57	7.01
25	在建	成都看今朝	成都	11.47	8.15	3.32	1.25
26	在建	成都家天下	成都	76.11	33.39	42.72	16.13
27	在建	成都青白江江山	成都	--	--	--	--
28	在建	桂林麓湖国际 F 地块	桂林	4.59	2.73	1.86	0.70
29	在建	桂林麓湖国际 I 地块	桂林	14.93	5.43	9.50	3.59
30	在建	桂林麓湖国际 H 地块	桂林	8.76	2.04	6.72	2.54
31	在建	桂林麓湖国际 D2 地块	桂林	5.36	0.49	4.87	1.84
32	在建	天津家天下	天津	24.17	11.14	13.03	4.92
33	在建	天津花郡	天津	--	--	--	--
34	在建	天津南湖锦上花	天津	--	--	--	--
35	在建	武汉花好园	武汉	29.54	13.66	15.88	6.00
36	在建	武汉葛店江山	武汉	16.18	6.07	10.11	3.82
37	在建	武汉汉口幸福万象	武汉	3.58	1.31	2.27	0.86
38	在建	武汉碧云天	武汉	18.78	12.12	6.66	2.51

39	在建	惠州花好园	惠州	5.48	5.06	0.42	0.16
40	在建	惠州家天下	惠州	--	--	--	--
41	在建	昆明麓湖国际	昆明	18.39	7.37	11.03	4.16
42	在建	南京溧水家天下	南京	26.20	17.37	8.84	3.34
43	在建	南京高淳花郡	南京	18.91	16.86	2.05	0.77
44	在建	慈溪界牌四季珑玥府	宁波	20.10	15.35	4.75	1.80
45	在建	深圳家天下	深圳	86.91	27.55	59.36	22.42
46	在建	苏州碧螺湾项目（太湖天城）	苏州	12.11	7.75	4.36	1.65
47	在建	张家口怀来项目（幸福万象）	张家口	6.84	1.35	5.49	2.07
48	在建	资阳花郡	资阳	11.98	6.06	5.93	2.24
49	在建	杭州 360 项目	杭州	22.05	4.01	18.04	6.81
50	在建	保定满城	保定	3.97	1.34	2.63	0.99
51	在建	上海国邦花园	上海	7.24	4.38	2.87	1.08
合计				**885.22**	**380.85**	**504.40**	**224.91**

注：数据口径为全口径；拟建项目已投资部分为土地款，加总数据存在尾差
资料来源：公司提供

4. *房产销售*

2019 年，公司签约销售金额及签约销售面积均有所增长；公司部分在售商业项目及位于三线城市项目去化较慢，需持续关注后续去化情况。

2019 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 320.71 万平方米；签约销售金额为 361.64 亿元；签约销售均价随二线城市销售占比提升而有所增长，为 1.13 万元/平方米。2019 年，公司结转面积 118.22 万平方米，结转收入 123.81 亿元，均较 2018 年有所增长。销售回款率来看，2019 年销售回款率 72%，比 2018 年有所提升，但仍较低，主要系 2019 年公司项目集中 4 季度销售所致。

表6　2017－2019年公司项目销售情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
签约销售面积（万平方米）	128.04	241.48	320.71
签约销售金额（亿元）	124.67	236.54	361.64
签约销售均价（万元/平方米）	0.97	0.98	1.13
销售回款率（%）	68.52	65.00	72.00
结转面积（万平方米）	79.12	82.17	118.22
结转金额（亿元）	64.85	79.06	123.81

注释：公司销售回款率统计口径为当年签约销售回款/当年销售额
资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司在售项目的总可售建筑面积 886.54 万平方米，剩余可售建筑面积为 299.24 万平方米，部分项目去化较慢，主要系部分项目规模较大，分批取得预售证，但核算去化率时未取得预售证部分也考虑在内所致。截至 2019 年底，竣工项目中惠州花好园、惠州家天下、成都龙年国际中心、武汉汉口幸福万象去化率较低，主要系惠州地区及商业项目因市场原因去化相对较慢所致，主要为车位、底商、尾盘等。考虑到公司在售项目部分位于三线城市，未来可能存在一定的去化压力。

5. 自持物业

2019 年，受公司自持物业面积增加影响，租金收入大幅提升，但对公司营业收入的贡献依然很小。

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 2019 年底，公司自持物业建筑面积合计 85.22 万平方米。2019 年，公司自持物业租金收入 1.98 亿元，同比大幅增长 209.38%，主要系公司 2019 年新增开业三家商业，包括南京喜年花生唐、太仓花生唐、成都红唐所致。从评估单价看，自持物业估值较为合理。

表7 截至2019年底公司自持物业情况（万平方米、万元、元/平方米）

项目	位置	建筑面积	期末公允价值	评估单价
南京中储房地产开发有限公司	南京	6.09	71,860.00	11,802.01
武汉中森华永红房地产开发有限公司	武汉	5.55	53,600.00	9,657.80
深圳市越华创新科技工业城有限公司	深圳	2.99	28,532.50	9,533.85
四川瀚锋置业有限公司	四川	16.16	59,950.00	3,710.47
太仓起浩商贸有限公司	苏州	3.26	35,543.70	10,911.19
成都新达远房地产开发有限公司	成都	0.37	4,835.70	13,059.33
桂林万豪房地产开发有限公司	桂林	0.72	6,837.30	9,559.65
杭州奇飞花创科技有限公司	杭州	23.39	52,740.00	2,254.70
苏州银庄置地有限公司	苏州	11.11	215,587.80	19,397.47
武汉华通置业发展有限公司	武汉	6.38	104,069.00	16,312.45
桂林帝豪房地产开发有限公司	桂林	6.20	59,522.90	9,603.15
深圳市花样年地产集团有限公司	深圳	3.00	51,364.20	17,117.24
合计	**--**	**85.22**	**744,443.10**	**8,736.00**

资料来源：公司审计报告

6. 经营关注

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，项目分布区域较集中，有一定的项目区域集中风险。同时，公司尚余可售项目中位于三线城市的规模较大，需持续关注该部分项目去化情况；公司位于武汉地区的项目占比较高，受新冠肺炎疫情影响项目进度或存在一定不确定性。

公司存在一定的资金支出压力

截至 2019 年末，公司在建拟建项目尚需投资规模较大，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，同时 考虑到公司可售项目规模较小，存在补库存需求，未来公司存在一定的资金支出压力。

7. 未来发展

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。

（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。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年度合并财务报表已经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司根据实际发生的交易和事项，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、企业会计准则解释及其他相关规定进行确认和计量，在此基础上，编制财务报表。公司 2019 年审计报告针对 2018 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，2019 年，公司纳入合并财务报表范围的主体较上期相比，增加 39 户，减少 10 户；新增子公司中，通过并购取得的有 2 户，新设 37 户。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 2019 年末，公司合并资产总额 710.45 亿元，负债合计 511.73 亿元，所有者权益 198.71 亿元，其中归属于母公司所有者权益 154.84 亿元。2019 年，公司实现营业收入 143.83 亿元，净利润 19.30 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 12.44 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.48 亿元，现金及现金等价物净增加额-20.39 亿元。

2. 资产质量

2019 年，公司资产规模小幅增长，资产结构仍以流动资产为主，其中，货币资金较充裕，存货规模较大存在一定的去化压力；受限资产占比较低，整体资产质量尚可。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 710.45 亿元，较年初增长 3.82%。其中，流动资产占 78.32%，非流动资产占 21.68%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

（1）流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产 556.39 亿元，较年初下降 0.62%，较年初变化不大。公司流动资

产主要由货币资金（占 23.71%）、其他应收款（占 6.02%）和存货（占 56.69%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金 131.91 亿元，较年初下降 7.77%，主要系偿还债务支付的现金规模较大所致；其中，银行存款占 96.60%；货币资金中有 15.04 亿元受限资金，受限比例为 11.40%，主要为预售监管资金和质押存款。

截至 2019 年末，其他应收款 33.50 亿元，较年初增长 17.87%，主要系往来款增加所致。计提坏账准备 55.38 万元，计提比例 0.02%；其他应收款前五名金额合计 15.63 亿元，占其他应收款总额比例 46.83%。公司其他应收款中关联方往来款占比较高，主要为合作项目的往来款。

表 8　截至 2019 年末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
北京花样年房地产开发有限公司	往来欠款	48,727.87	14.60	一年以内
宁波奉化花祺置业有限公司	土地保证金	32,692.03	9.80	一年以内
南京市土地矿产市场管理办公室	土地保证金	31,000.00	9.29	一年以内
武汉市祥云锦瑞房地产开发有限公司	往来欠款	28,297.70	8.48	一年以内
安宁博欣房地产开发有限公司	往来欠款	15,543.52	4.66	一年以内
合计	**--**	**156,261.12**	**46.83**	**--**

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年末，存货账面价值 315.40 亿元，较年初下降 4.89%；存货主要由开发成本（占比 66.07%）和开发产品（占比 33.25%）构成，累计计提跌价准备 78.28 万元，考虑到公司部分项目位于三线城市且开发产品占比较高，存在一定去化压力。

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 154.06 亿元，较年初增长 23.78%，公司非流动资产主要由长期应收款（占 9.05%）、长期股权投资（占 14.05%）、投资性房地产（占 63.48%）、固定资产（占 9.48%）构成。

截至 2019 年末，公司固定资产账面价值 14.61 亿元，较年初增长 47.76%，主要系存货及在建工程转入所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占比 85.25%）和机器设备（占比 8.18%）构成，累计计提折旧 3.54 亿元；固定资产成新率 80.48%，成新率较高。

截至 2019 年末，长期应收款 13.94 亿元，较年初增长 686.26%，主要系新增应收郫县政府、关联公司款项和应收股权转让款所致，其中，关联公司款项主要为应收北京花样年房地产开发公司、武汉祥云锦瑞公司的往来款，主要系 2019 年上述两家公司由子公司变为联合营公司所致。

截至 2019 年末，投资性房地产账面价值 97.79 亿元，较年初增长 16.35%，主要系存货、固定资产、在建工程转入所致。公司投资性房地产按公允价值计量，项目主要集中在杭州、苏州、南京、武汉、桂林等地。公司期末投资性房地公允价值业经仲量联行企业评估及咨询有限公司评估，并出具报告号为 2019 年 CON000474798RE-1 号的《花样年控股集团有限公司下属子公司投资性物业估值报告》。

截至 2019 年末，长期股权投资 21.65 亿元，较年初增长 23.71%，主要系公司增加对深圳市玉石房地产开发有限公司、深圳市康年科技有限公司等投资所致。2019 年，公司长期股权投资按照权益法确认的投资损益-1,059.76 万元。

截至2019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134.15亿元，占资产总额的比重为18.88%，受限比例较低。

表9 截至2019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	保证金、房地产预售款受限资金等	15.04	2.12
存货	提供借款担保	75.19	10.58
投资性房地产	提供借款担保	40.69	5.73
固定资产	提供借款担保	3.24	0.46
合计	**--**	**134.15**	**18.88**

资料来源：公司审计报告

3. 负债及所有者权益

（1）负债

公司债务规模有所下降，债务负担有所减轻，整体债务负担处于较低水平；但公司 2020 年债务到期规模较大，存在一定短期兑付压力，同时需要关注境外股东花样年控股美元债债务规模及融资成本。

截至 2019 年末，公司负债总额 511.73 亿元，较年初增长 0.77%，较年初变化不大。其中，流动负债占 76.85%，非流动负债占 23.15%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至 2019 年末，公司流动负债 393.25 亿元，较年初增长 9.85%，主要系随着公司加大销售力度，预收房屋销售款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 5.31%）、应付票据及应付账款（占 13.66%）、其他应付款（占 11.09%）、预收款项（占 47.34%）和一年内到期的非流动负债（占 9.68%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款 20.88 亿元，较年初增长 96.07%，主要系日常经营所需资金增加所致；短期借款主要为质押借款和保证借款。应付票据及应付账款 53.71 亿元，较年初下降 11.71%，主要系应付工程款减少所致。预收款项 186.18 亿元，较年初增长 32.14%，主要系预收房屋销售款增加所致；预收款项主要由预收房屋销售款构成。其他应付款 43.59 亿元，较年初下降 16.32%，主要系应付往来款减少所致。一年内到期的非流动负债 38.06 亿元，较年初下降 30.18%，主要系一年内到期的长期借款减少所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债 118.49 亿元，较年初下降 20.92%，主要系公司应付债券减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 60.64%）、应付债券（占 30.47%）和递延所得税负债（占 8.83%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款 71.85 亿元，较年初下降 15.26%，主要系抵押借款减少所致；长期借款主要由质押借款和抵押借款构成。

截至 2019 年末，公司应付债券 36.10 亿元，较年初下降 34.90%，主要系公司偿付“16 花样 01”“16 花样 02”“16 花样 03”“16 花样 04”和“16 花样 05”及将一年内到期的公司债券转入“一年内到期的非流动负债”所致。

债务规模方面，截至 2019 年末，公司全部债务 176.59 亿元，较年初下降 15.12%，主要系公司偿还到期债券所致。其中，短期债务占 45.00%，长期债务占 55.00%，短期债务规模较大。截至 2019 年末，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 72.03%、47.05%和 32.83%，较年初分别下降 2.18 个百分点、下降 7.05 个百分点和下降 8.62 个百分点。公司债务负担有所减轻，整体债务负担处于较低水平。从债务到期情况来看，公司 2020 年债务到期规模较大，存在一定短期兑付压力。“15 花样 02”到账日期为 2016 年 1 月，截至 2019 年底，公司审计报告中未将该笔公司债调整至一年内到期的应付债券中，本报告中根据 15 花样 02 实际到期日期将其调整至

短期债务。公司全部债务下降，一方面系公司偿还部分借款所致，另一方面系境外股东花样年控股通过发行美元债等方式提高有息负债平均还款期限，并将资金以往来款的形式注入公司，适当降低公司开发贷等有息借款余额所致。此外，境外股东花样年控股美元债规模持续扩大，2019 年新增美元债 21.49 亿美元，控股股东花样年控股层面债务规模有所增长，考虑到控股股东花样年控股的债务偿债来源本质主要来自于公司，其债务规模及融资成本需予以关注。

表10　截至2019底公司债务期限情况（单位：亿元）

项目	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	债务合计
2020 年	20.88	9.69	38.06	2.63	10.84	**82.10**
2021 年	--	--	--	23.68	9.98	**33.66**
2022 年	--	--	--	40.71	15.28	**55.99**
2023 年及以后	--	--	--	4.83	--	**4.83**
合计	**20.88**	**9.69**	**38.06**	**71.85**	**36.10**	**176.58**

注：应付债券部分考虑回售金额
资料来源：公司提供、联合评级整理

（2）所有者权益

随着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；公司所有者权益中少数股东权益及未分配利润占比较高，所有者权益稳定性弱。

截至 2019 年末，公司所有者权益为 198.71 亿元，较年初增长 12.59%，主要系少数股东权益及未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 77.92%，少数股东权益占比为 22.08%。归属于母公司所有者权益 154.84 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 10.49%、9.84%、0.82%和 78.85%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性弱。

4. 盈利能力

2019 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下滑；投资收益对营业利润影响大且可持续性较弱。

2019 年，公司实现营业收入 143.83 亿元，同比增长 56.51%，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 19.30 亿元，较上年增长 2.20%，小幅增加，主要系结转项目成本同比增加以及投资收益减少所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 21.87 亿元，较上年增长 32.68%，主要系销售费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 35.63%、38.95%和 25.41%。其中，销售费用为 7.79 亿元，较上年增长 82.76%，主要系销售规模扩大相关费用增加所致；管理费用为 8.52 亿元，较上年下降 3.59%；财务费用为 5.56 亿元，较上年增长 64.30%，主要系债务规模增加以及融资利率相对提高所致。

2019 年，公司实现投资收益 18.46 亿元，较上年下降 10.16%，主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益减少所致。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为公司对嘉兴方宴合伙企业的投资，主要系对北京盘古氏投资有限公司投资的不良债权资产，该等债权在北京三中院处于司法执行阶段，抵押物为盘古大观（北京市朝阳区北四环中路 27 号院 3 号楼 1、2、3 单元）项下 42 套公寓资产，对该等抵押物为首抵、首封。投资收益占营业利润比重为 61.43%，对营业利润影响大。2019 年，公司投资收益主要为处置子公司股权及丧失控制权后

剩余股权按公允价值重新计量产生的利得以及处置长期股权投资产生的投资收益，主要为公司将深圳的玉石新村城市更新项目中50%股权出售给平安不动产，该项收益可持续性较弱。

从盈利指标看，2019年，公司营业利润率为22.58%，较上年下降2.15个百分点，较上年变化不大；2019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6.53%、5.06%和10.29%，较上年分别下降0.07个百分点、下降0.43个百分点和下降0.60个百分点。公司各盈利指标小幅下降。

5. 现金流

2019年，受收回和支付往来款规模变动影响，经营活动产生的现金流量净额持续呈净流入状态且净流入规模有所增加；公司投资活动净现金流净额持续为正；受偿债规模增加影响，公司筹资活动产生的现金流量净额由正转负，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。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入307.92亿元，较上年下降12.42%，主要系收到往来款减少所致；经营活动现金流出299.45亿元，较上年下降12.85%，主要系往来款支出增加所致。2019年，公司经营活动现金净流入8.48亿元，较上年增长5.65%，持续净流出。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入30.75亿元，较上年增长33.23%，主要系收回投资现金大幅增长所致，包括处置长期股权投资资产以及其他交易性金融资产产生的现金流；投资活动现金流出7.90亿元，较上年下降51.11%，主要系对外投资规模减少所致。2019年，公司投资活动现金净流入22.85亿元，较上年增长229.93%。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入103.74亿元，较上年下降15.01%，主要系借款规模减少所致，公司筹资活动现金流入主要来自借款、发行债券收到的现金；筹资活动现金流出155.45亿元，较上年增长97.85%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。2019年，公司筹资活动现金净流出51.71亿元，由上年净流入转为净流出。

6. 偿债能力

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。

从短期偿债能力指标看，截至2019年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的1.56倍和0.64倍分别下降至1.41倍和下降至0.61倍，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至2019年末，公司现金短期债务比由年初的1.98倍下降至1.86倍，现金类资产对短期债务的保障程度较好。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为36.13亿元，较上年增长8.53%，主要系利润总额增加所致。从构成看，公司EBITDA由计入财务费用的利息支出（占15.24%）、利润总额（占82.40%）构成。2019年，公司EBITDA利息倍数由上年的2.34倍提高至3.82倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司EBITDA全部债务比由上年的0.16倍提高至0.20倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

截至2019年末，公司授信总额度为403.50亿元，已使用授信额度为63.76亿元，未使用授信额度为339.75亿元。公司间接融资渠道畅通。

截至2019年末，公司无重大诉讼仲裁事项；公司及下属房地产经营子公司按照房地产经营惯例

为商品房购房人提供按揭担保，公司提供的阶段性担保债务金额为 114.84 亿元，担保金额为贷款本金、利息（包括罚息）及银行为实现债权而发生的有关费用。截至 2019 年末，公司对关联方担保额 13.60 亿元，占净资产比重 6.84%。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1044030402195450V），截至2020年2月25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。

7. 母公司财务分析

母公司为融资主体，有息债务规模大；主要业务集中于下属子公司，母公司收入规模较小，母公司财务实力一般。

截至 2019 年末，母公司资产总额 353.66 亿元，较年初增长 5.52%。其中，流动资产 320.67 亿元（占 90.67%），较年初增长 4.77%；非流动资产 32.99 亿元（占 9.33%），较年初增长 13.39%，母公司资产构成以流动资产为主。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 5.56%）、其他应收款（占 94.33%），非流动资产主要由可供出售金融资产（占 8.57%）和长期股权投资（占 90.81%）构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 17.83 亿元。

截至 2019 年末，母公司负债合计 329.90 亿元，较上年末增长 5.27%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债 293.79 亿元（占 89.06%），较上年末增长 13.91%；非流动负债 36.10 亿元（占 10.94%），较年初下降 34.90%，主要系应付债券减少所致。截至 2019 年末，母公司全部债务为 61.92 亿元，规模较大；母公司资产负债率为 93.28%，全部债务资本化率为 72.27%。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 23.77 亿元，较上年末增长 9.10%，主要系未分配利润的增长。其中，实收资本为 16.25 亿元（占 68.37%）、未分配利润合计 7.52 亿元（占 31.63%）。

盈利能力方面，2019 年，母公司实现营业收入 4.28 亿元，同比大幅增加 4.15 亿元。2019 年，母公司实现营业利润 2.65 亿元，利润总额 2.64 亿元。

现金流方面，母公司经营活动产生的现金流量净额持续净流入，为 14.32 亿元；投资活动现金净流量转为净流出，净流出规模-3.68 亿元；筹资活动前现金净流量为 3.18 亿元；筹资活动净现金流持续净流出。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，从资产情况来看，截至2019年末，公司现金类资产为147.71亿元，约为“15花样年”和“15花样02”待偿本金合计（30.43亿元）的4.86倍，公司现金类资产对本期债券的覆盖程度较高；截至2019年末，公司净资产为198.71亿元，约为“15花样年”和“15花样02”待偿本金合计（30.43亿元）的6.54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，2019年，公司EBITDA为36.13亿元，约为“15花样年”和“15花样02”待偿本金合计（30.43亿元）的1.19倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，2019年，公司经营活动产生的现金流入为307.92亿元，约为“15花样年”和“15花样02”待偿本金合计（30.43亿元）的10.13倍，公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度较高。

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。

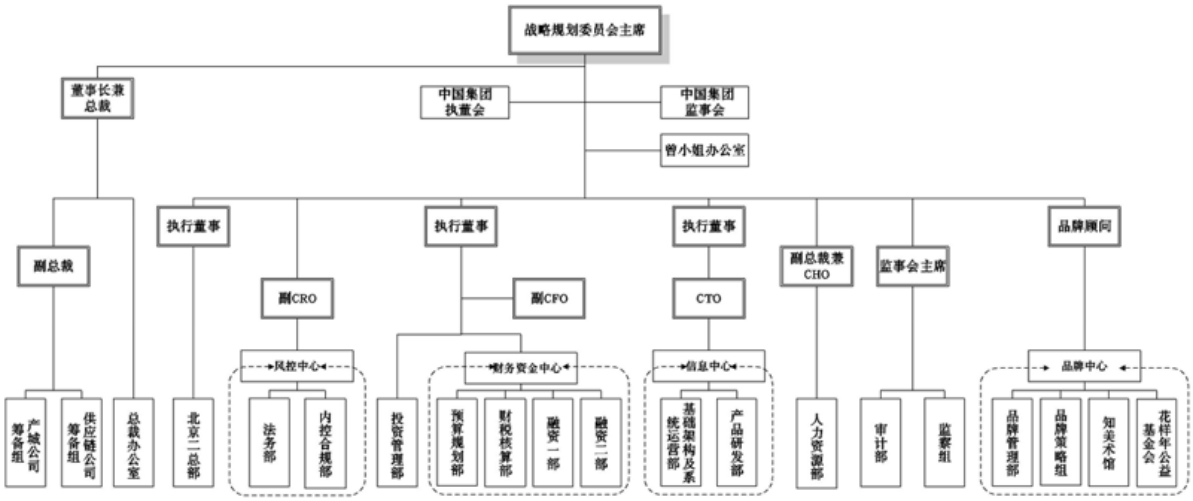
八、综合评价

2019 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。2019 年，公司地产开发规模继续扩大，公司签约销售规模有所增加，且预收款项规模较大，对未来结转收入形成一定支撑，债务负担处于较低水平。同时，联合评级也关注到公司项目存在一定集中度，部分项目位于三线城市存在去化压力，存在一定资金支出压力，投资收益对营业利润影响较大以及 2020 年面对集中兑付压力等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司土地储备项目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	2019 年
资产总额（亿元）	478.59	684.33	710.45
所有者权益（亿元）	170.33	176.50	198.71
短期债务（亿元）	10.40	83.08	79.47
长期债务（亿元）	113.00	124.95	97.12
全部债务（亿元）	123.40	208.03	176.59
营业收入（亿元）	75.64	91.90	143.83
净利润（亿元）	11.22	18.89	19.30
EBITDA（亿元）	19.65	33.29	36.13
经营性净现金流（亿元）	1.69	8.02	8.48
流动资产周转次数(次)	0.21	0.16	0.26
存货周转次数（次）	0.32	0.23	0.31
总资产周转次数（次）	0.19	0.16	0.21
现金收入比率（%）	139.64	200.62	134.71
总资本收益率（%）	5.63	6.60	6.53
总资产报酬率（%）	4.59	5.49	5.06
净资产收益率（%）	7.88	10.89	10.29
营业利润率（%）	22.12	24.73	22.58
费用收入比（%）	13.52	17.94	15.20
资产负债率（%）	64.41	74.21	72.03
全部债务资本化比率（%）	42.01	54.10	47.05
长期债务资本化比率（%）	39.88	41.45	32.83
EBITDA 利息倍数（倍）	3.12	2.34	3.82
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.16	0.20
流动比率（倍）	1.88	1.56	1.41
速动比率（倍）	0.85	0.64	0.61
现金短期债务比（倍）	7.90	1.98	1.86
经营现金流动负债比率（%）	0.89	2.24	2.16
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.65	1.10	1.19

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；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；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+销售费用+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。