

花样年集团（中国）有限公司 2018 年公开发行公司 债券（第一期）、2019 年公开发行公司债券（第 一期、第二期）跟踪评级报告（2021）

项目负责人：应治亚 zyying@ccxi.com.cn

项目组成员：刘旭冉 xrliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 28 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 2025 号

花样年集团（中国）有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“18 花样年”、“19 花样年”、“19 花样 02”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持花样年集团（中国）有限公司（以下简称“花样年集团”或“公司”）主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“18 花样年”、“19 花样年”、“19 花样 02”的债项信用等级为 **AA⁺**。中诚信国际肯定了花样年集团销售业绩增长以及土地储备具有一定的成本优势等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到房地产行业政策、花样年集团区域布局分散性有待改善、存货去化和资本支出压力以及期间费用率较高、利润总额依赖于非经常性损益等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

花样年集团	2018	2019	2020
总资产（亿元）	684.33	727.74	748.69
所有者权益合计（亿元）	176.50	210.14	241.22
总负债（亿元）	507.83	517.61	507.48
总债务（亿元）	208.03	176.79	171.42
营业总收入（亿元）	91.90	151.49	181.79
净利润（亿元）	18.89	18.86	17.35
EBITDA（亿元）	33.29	35.67	37.74
经营活动净现金流（亿元）	8.02	7.65	14.59
营业毛利率(%)	34.41	28.75	28.63
净负债率(%)	36.84	20.23	8.36
总债务/EBITDA(X)	6.25	4.96	4.54
EBITDA 利息倍数(X)	4.71	3.76	3.37

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告财务报表整理。2018 年财务数据为 2019 年审计报告期初数；2019 年财务数据为 2020 年审计报告期初数；2020 年财务数据为当期审计报告期末数。

正面

■ **销售业绩增长。**2020 年花样年集团加快推盘节奏，销售业绩增长较为明显，签约销售金额同比增长 33.29%。

■ **土地储备具有一定的成本优势。**近年来花样年集团通过并购及框架协议的方式获取深圳、成都及武汉等城市土地，多样化的土地获取方式使得公司土地平均成本较低，为其未来经营业绩的保持提供一定支撑。

关注

■ **房地产行业政策。**在“房住不炒”行业政策的基调下，房地产企业在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环

境变化，同时加上宏观经济增速下滑及行业竞争加剧的影响，房地产企业盈利空间不断收窄，行业环境及政策的变化将对房地产企业经营战略的实施提出更高要求。

■ **区域布局分散性有待改善。**目前公司开发及储备项目主要集中于成都、武汉、深圳、张家口和佛山等城市，2020 年末，上述城市土地储备建筑面积合计占比为 60.37%，公司或面临一定区域集中风险。

■ **存货去化情况。**截至 2020 年末，公司完工开发的开发产品 77.73 亿元，占当期末存货总额的比例为 24.07%，主要集中于南京、成都、桂林、惠州和资阳等城市，已完工开发产品占存货的比例较高。

■ **资本支出压力。**截至 2020 年末，公司土地储备建筑面积 636.33 万平方米，以公司目前销售节奏来看，公司面临一定土地储备获取需求，由此带来的资本支出压力值得关注。

■ **期间费用率较高，利润总额依赖于非经常性损益。**2020 年，公司期间费用率处于较高水平，同时利润总额主要依赖于投资收益，利润总额的结构有待改善。

评级展望

中诚信国际认为，花样年集团（中国）有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**签约销售金额大幅增长，区域分布均衡性显著提升，盈利能力显著提升且具有可持续性，现金流平衡能力大幅提升。

■ **可能触发评级下调因素。**签约销售金额的增长趋势发生不利变化，土地储备策略激进带来杠杆比例显著增长，流动性压力加大，盈利水平及现金流平衡能力明显弱化。

同行业比较

2020 年部分房地产开发企业主要指标对比表

公司名称	全口径签约销售金额（亿元）	总资产（亿元）	净负债率（%）	货币资金/短期债务(X)	营业总收入（亿元）	净利润率(%)	存货周转率(X)
中骏集团*	1,015	1,706.14	63.07	1.52	325.73	13.65	0.32
路劲基建*	440.47	1,032.81	72.35	1.05	241.96	11.50	0.41
花样年控股*	492.07	1,055.50	78.01	1.53	217.59	8.05	0.48
花样年集团	482.04	748.69	8.36	2.12	181.79	9.54	0.42

注：“中骏集团”为“中骏集团控股有限公司”简称；“路劲基建”为“路劲基建有限公司”简称，路劲基建销售数据币种为人民币，财务指标数据币种为港币；“花样年控股”为“花样年控股集团有限公司”简称。带“*”公司财务报表按照香港会计准则编制。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
18 花样年	AA+	AA+	2020/5/28	10.00	9.49	2018/12/17~2021/12/17 (2+1)	调整票面利率、回售
19 花样年	AA+	AA+	2020/5/28	8.00	8.00	2019/07/05~2022/07/05 (2+1)	调整票面利率、回售
19 花样 02	AA+	AA+	2020/5/28	7.30	7.30	2019/11/29~2022/11/29 (2+1)	调整票面利率、回售

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

花样年集团（中国）有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）（债券简称为“18 花样年”、债券代码为“155092.SH”）于 2018 年 12 月 17 日发行，发行规模为 10 亿元，到期日为 2021 年 12 月 17 日。本期债券期限为 2+1 年，在债券存续的第 2 年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。2020 年 12 月 17 日，公司未调整票面利率，回售金额为 0.51 亿元，债券余额 9.49 亿元。截至 2020 年 12 月 31 日，本期债券募集资金的使用与募集说明书的相关承诺一致。

花样年集团（中国）有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）（债券简称为“19 花样年”、债券代码为“155493.SH”）于 2019 年 7 月 5 日发行，发行规模为 8 亿元，到期日为 2022 年 7 月 5 日。本期债券期限为 2+1 年，在债券存续的第 2 年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。截至 2020 年 12 月 31 日，本期债券募集资金的使用与募集说明书的相关承诺一致。

花样年集团（中国）有限公司 2019 年公开发行公司债券（第二期）（债券简称为“19 花样 02”、债券代码为“163025.SH”）于 2019 年 12 月 29 日发行，发行规模为 7.3 亿元，到期日为 2022 年 12 月 29 日。本期债券期限为 2+1 年，在债券存续的第 2 年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。截至 2020 年 12 月 31 日，本期债券募集资金的使用与募集说明书的相关承诺一致。

宏观经济与政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后

的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，

大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

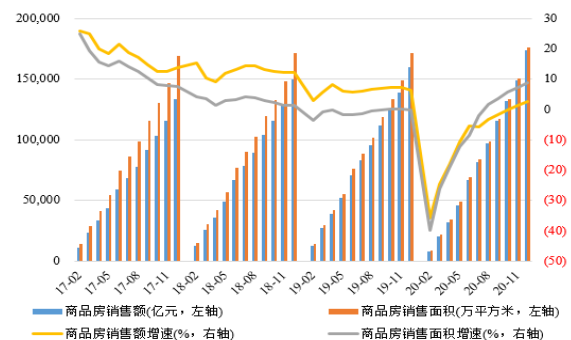
近期关注

2020年4月以来房地产行业逐步从疫情影响中恢复并于9月恢复至上年同期水平，在房企年底加速去化的带动下全年商品房销售超越上年水平，房地产行业展现出较强韧性

2020年第一季度全国房地产销售受疫情冲击较大，全国商品房销售额和面积分别同比下降24.70%和26.30%，均降至2017年以来同期最低水平。4月以来，市场需求不断释放叠加房企加快推盘节奏，商品房销售逐月恢复，并于9月恢复至2019年同期水平。进入四季度以来，房企加速去化，带动全年销售面积和金额超越上年，全年商品房销售额和面积分别同比增长2.6%和8.7%；房地产行业表现出较强韧性。

图1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从商品房去化情况看，近年来我国商品房整体库存周期处于较低水平，2020年疫情爆发初期商品房去化速度受到显著影响，待售面积环比增幅明显提升，2020年二、三季度疫情得到控制后，去化明显提速，商品房待售面积逐月下降并快速恢复至上年同期水平。但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市库存压力仍然较大。

中诚信国际认为，2020年上半年受新冠疫情冲击，房地产销售增速大幅受挫，但随着国内疫情逐步得到控制叠加房企加速去化，全年销售已超过

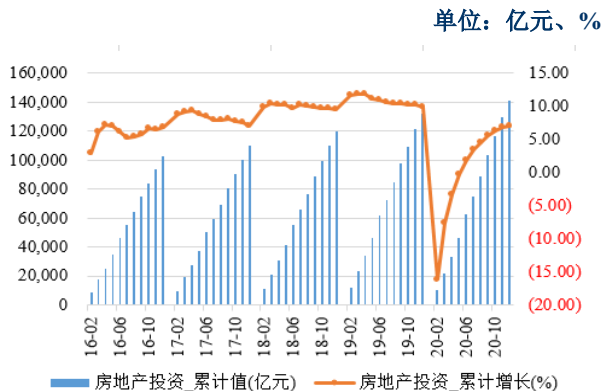
2019年全年水平，房地产行业展现出较强韧性。

2020年在疫情影响下房地产投资短期内呈先抑后扬的态势，下半年在房企追赶开发进度推动下，全年房地产投资额同比增长

2020年初在疫情影响下，多地发布了延迟复工通知，导致开发受阻，新开工面积自2016年以来首次出现负增长；4月以来随着疫情得到有效控制，各地逐步复工、土地供应力度增加、叠加房企追赶开发进度及拿地需求逐步释放，全国新开工面积降幅逐月回落，全国新开工面积同比下降1.2%。

建设投资方面，主要受新开工规模同比下降影响，1~5月房地产开发投资额增速出现负增长；6月以来，在房企逐步恢复投资的推动下，房地产开发投资额同比增速由负转正，全年房地产开发投资额同比实现7%增长。

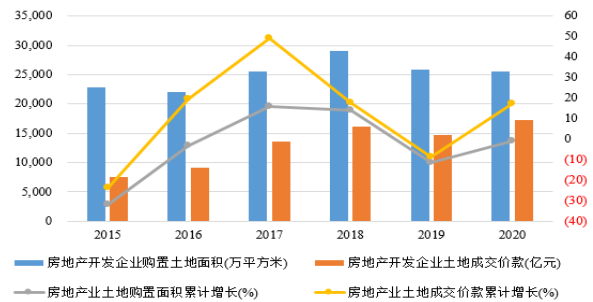
图 2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2020年1~5月，在疫情影响下国内土地市场购置价款同比增速为负；4月以来土地供给力度明显加大，叠加热点城市优质地块集中入市，房企拿地逐步恢复，6月以来国内土地市场购置价款增速由负转正，全年国内土地市场购置价款同比增长17%。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额（万平方米、亿元、%）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

在“房住不炒”行业政策的基调下，房企在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，对其经营战略的实施提出更高的要求

2016年中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的、不是用来炒的”，随后三年的中央经济工作会议中均反复强调“房住不炒”的定位。各城市通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控。本轮调控力度严厉、参与调控的城市范围不断扩大且表现出很强的政策延续性。从坚持住房居住属性的政策大基调来看，未来严监管的政策环境或将延续，但部分地方政府或将根据当地市场情况对调控政策进行调整。

2020年上半年，在国内疫情爆发的背景下，货币政策放松带来流动性宽裕，房地产行业融资环境有所改善；下半年房地产行业融资政策明显收紧，尤其在8月“三道红线”¹出台后，国内贷款增速明显回落。中诚信国际认为，如“三道红线”按照行业预期全面执行，将对未来几年房地产行业融资环境形成较为深远的影响，一方面由于对新增融资的限制和表内外融资渠道的全面监控，高度依赖杠杆发展的房地产行业在未来几年内行业竞争格局将较难发生重大改变；另一方面，在融资环境趋严的条件下，马太效应将愈发凸显，全行业集中度或将

¹ 2020年8月20日，住建部和人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制并提出资金监测和融资管理规则（简称“三道红线”）。“三道红线”是指剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、货币资金短债比

小于1倍三个阈值设置为“三条红线”，根据房企财务指标对“三道红线”“踩线”的数量不同，将其分为“红、橙、黄、绿”四档，每降低一档，融资规模上限增加5%。

进一步提升。

2020年12月末，央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称“《通知》”），划定银行房地产贷款集中度“红线”，《通知》明确对7家中资大型银行、17家中资中型银行、中资小型银行和非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行，共5档机构分类分档设置明确的房地产贷款占比上限、个人住房贷款占比上限，《通知》旨在防止房地产贷款在银行体系全部贷款中的比重偏离合理水平，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。**中诚信国际认为**，未来银行资源将进一步向优质房企集中，资质偏弱的房企或将面临较大融资及回款压力。

此外，2021年2月自然资源部组织召开“全国2021年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，22座重点城市或将实施住宅供地“两集中”政策，中诚信国际将对未来土地供应政策的变化保持关注。

房地产行业梯队分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势

随着房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度持续提升，房地产行业梯队分化格局持续凸显。

2020年疫情加剧房企间分化，房地产行业集中度进一步提升。TOP30房企竞争力增强，集中度稳中有升；相比之下TOP50房企的增速更为显著。在目前的市场背景下，规模房企的竞争优势日益凸显，随着资源加速向头部企业集聚，行业集中度将继续走高。而对于100强之后的房企而言，面对激烈的行业竞争，该梯队房企的增长空间或将进一步受限。

表 1：2017~2020 年国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019	2020
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%	9.8%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%	21.3%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%	36.1%
TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%	44.7%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%	54.4%

资料来源：克而瑞信息集团，中诚信国际整理

中诚信国际认为，在行业增速放缓及调控政策持续的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

2020 年公司开发节奏有所加快，得益于推盘力度的加大及所布局城市的良好表现，当年签约销售规模实现较快增长

项目开发方面，公司根据房地产市场环境变化和自身经营情况调整开发节奏。2020 年公司开发节奏有所加快，当年新开工面积同比大幅增长 107.41%。随着在建项目的陆续完工，公司竣工面积保持增长。截至 2020 年末，公司在建面积 797.83 万平方米。

表 2：2018~2020 年公司房地产业务开工竣工情况

单位：万平方米

指标	2018	2019	2020
新开工面积	443.86	187.86	389.64
竣工面积	134.27	204.88	296.46
期末在建面积	537.31	711.46	797.83

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产销售方面，2020 年公司加大推盘力度，当年签约销售面积同比增长 3.53%；销售价格方面，受益于所布局城市的良好表现，2020 年公司销售均价同比增长 28.75%。2020 年公司全口径签约销售金额 482.04 亿元，同比增长 33.29%，权益比例为 75.09%，全口径签约销售金额占花样年控股集团有限公司（以下简称“花样年控股”）的 97.96%。2021 年，花样年控股的签约销售目标为全口径 600 亿元。2021 年 1~5 月，花样年控股实现全口径签约销售金额 219.06 亿元，同比增长 90.39%。

表 3：2018~2020 年公司房地产业务销售情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2018	2019	2020
销售面积	241.48	320.71	332.03
销售金额	236.54	361.64	482.04
销售均价	9,795	11,276	14,518
结算面积	82.17	118.22	174.57
结算金额	79.06	123.81	162.49

注：表中销售面积、销售金额为全口径数据；结算面积、结算金额为并表口径数据，2019 年结算面积及结算金额未追溯调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从签约销售区域分布来看，公司销售主要分布在成都、宁波、武汉、南京和青岛等城市，2020 年上述城市销售金额合计占比为 65.00%。从城市能级来看，2020 年公司来源于一二线城市²的签约销售金额合计 423.74 亿元，占当期销售金额比重为 87.91%，较上年变化不大。

表 4：2020 年公司房地产业务销售区域分布情况

单位：亿元、%

	签约金额	占比
成都	124.59	25.85
宁波	69.78	14.48
武汉	49.76	10.32
南京	34.60	7.18
青岛	34.59	7.18
深圳	24.85	5.16
上海	22.39	4.64
桂林	18.41	3.82
合肥	16.10	3.34
天津	14.56	3.02
苏州	13.75	2.85
惠州	12.23	2.54
昆明	12.05	2.50
北京	9.40	1.95
杭州	8.77	1.82
南通	8.61	1.79
绍兴	4.88	1.01
张家口	1.29	0.27
无锡	0.82	0.17
郑州	0.60	0.13
合计	482.04	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，随着项目的交付，2020 年公司结算面积及结算金额均有所增加。从结算区域来看，2020 年公司房地产开发板块结算收入主要来自于

² 二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州 22 个城市。

成都，当年结转收入占比为 54.37%，占比较上年有所下降。

2020 年公司加大拿地力度，期末土地储备仍具有一定成本优势；但 2020 年公司新获取土地的权益比例和并表比例较低，同时土地储备集中度有待改善及未来补货带来的资本支出压力等情况仍值得关注

从新增土地情况来看，2020 年，公司加大了拿地力度，新增土地储备建筑面积 357.92 万平方米，其中权益面积 197.40 万平方米，权益比例为 55.15%。公司新增土地储备位于成都、绍兴、宁波、杭州、佛山、北京、重庆、南京、南通和郑州，由于公司主要通过招拍挂获取土地且新获取项目城市能级有所提升，当期新增土地储备成本大幅增长。同时，值得注意的是，2020 年公司共新增 22 个项目，其中并表项目 9 个，并表项目建筑面积占比为 39.21%，需关注公司对合联营项目的管理。

表 5：近年来公司新增土地储备情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2018	2019	2020
新增规划建筑面积	329.80	66.37	357.92
新增土地价款	64.87	9.97	247.78
新增土地均价	1,966.94	1,502.18	6,922.79

注：1、新增土地均价=新增土地价款/规划建筑面积；2、2019 年，公司主要集中于四季度拿地，因未取得土地证，故未纳入当年新增土地储备统计，2019 年公司新获取土地储备规划建筑面积 127.49 万平方米。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年末，公司拥有土地储备面积³636.33 万平方米，其中权益比例为 70.02%，土地储备楼面地价为 3,264.89 元/平方米，相较近年来公司签约销售均价，期末土地储备具有一定成本优势。以 2020 年公司签约销售面积来计算，公司土地储备规模不足，未来补货需求带来的资本支出压力值得关注。从城市布局来看，公司土地储备主要分布在成都、武汉、深圳、张家口和佛山等城市，以上城市全口径土地储备面积合计占比为 60.37%，公司或面临一定区域集中风险。

³ 土地储备面积为总可售面积减去已签约面积。

此外，公司在深圳、中山、惠州、东莞、佛山等城市拥有较多的城市更新项目，可为未来可供开发土地的获取提供资源基础。但中诚信国际亦注意到以框架协议获取土地的方式受当地城市更新政策影响较大，且前期谈判及拆迁难度大、周期长，未来土地获取或面临一定不确定性。

表 6：截至 2020 年末公司土地储备区域分布明细

单位：万平方米、%

城市	未售面积（全口径）	未售面积（权益口径）	全口径占比
成都	197.89	137.92	31.10
武汉	80.36	42.84	12.63
深圳	39.94	13.25	6.28
张家口	33.01	18.16	5.19
佛山	32.93	14.06	5.17
绍兴	32.71	16.03	5.14
南京	27.66	21.25	4.35
桂林	27.62	26.22	4.34
宁波	23.91	17.52	3.76
天津	23.16	23.16	3.64
北京	17.23	4.82	2.71
重庆	16.20	16.20	2.55
青岛	15.09	15.09	2.37
郑州	12.66	6.45	1.99
南通	11.93	3.98	1.88
惠州	8.92	8.92	1.40
昆明	6.87	39.89	1.08
其他	28.25	19.78	4.44
总计	636.33	445.54	100.00

注：其他城市包括资阳、合肥、杭州、保定、广州、苏州和上海。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年度审计报告，经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年度和 2020 年度审计报告。其中 2018 年及 2019 年财务数据分别为 2019 年及 2020 年审计报告期初数；2020 年财务数据为当期审计报告期末数。

2020 年，公司收入规模保持增长，但公司期间费用率仍保持较高水平，同时利润总额对投资收益的依赖度较大

2020 年公司营业收入同比增长 20.00% 至 162.49 亿元，其中房屋销售收入占比提升至 89.38%。同时，房屋租赁及酒店业务受疫情影响小幅减少，此外公司物业管理及其他业务仍能为公司收入形成较大补充。毛利率方面，2020 年公司整体毛利率水平变化不大，其中受限价等市场因素及不同毛利率项目结转时点差异等因素综合影响，2020 年房地产销售业务毛利率水平小幅下降。截至 2020 年末，公司预收款项 172.31 亿元，占当年营业总收入的比重为 94.79%，待结转资源一般。

表 7：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)

收入	2018	2019	2020
房屋销售	79.06	131.47	162.49
房屋租赁	0.64	1.98	1.85
物管业务	4.32	4.72	5.89
酒店业务	1.12	1.29	1.16
其他	2.75	3.10	7.94
主营业务	87.89	142.56	179.32
其他业务	4.01	8.94	2.46
合计	91.90	151.49	181.79
毛利率	2018	2019	2020
房屋销售	35.30	27.94	26.68
房屋租赁	-5.20	42.06	35.94
物管业务	19.31	13.51	27.54
酒店业务	-7.17	-11.23	-3.36
其他	69.32	27.98	63.59
主营业务	34.74	27.30	28.25
其他业务	27.27	51.87	56.98
合计	34.41	28.75	28.63

注：酒店业务包括客房服务和餐饮，2018 年和 2019 年主营业务中的其他业务主要为大宗商品贸易（包括螺纹钢、铝合金和水泥等）产生的收入，2020 年大宗商品贸易业务不再纳入公司合并报表范围；其他业务收入为公司 100% 持股的北油电控燃油喷射系统（天津）有限公司的油嘴油泵业务收入、物业公司的案场服务收入以及向合作地产项目收取的咨询管理费等收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

随着公司业务规模的扩大，近年来管理费用和销售费用均呈增长态势；此外部分融资利息支出无法资本化，公司财务费用同比增长 28.52%。公司期间费用率仍处于较高水平，对期间费用把控能力较弱。

2020年受益于收入规模的增长,公司经营性业务利润同比增长39.81%。2020年公司公允价值变动收益大幅减少,其中投资性房地产公允价值变动损失2.43亿元,金融资产公允价值变动收益0.56亿元。投资收益方面,2020年投资收益主要来源于处置长期股权投资和处置金融资产,当年分别取得投资收益8.76亿元和6.79亿元。近年来,公司利润总额对投资收益依赖度较大,利润结构的稳定度仍有待改善。

由于财务性利息支出的增加,2020年公司EBITDA保持增长态势,但EBITDA利润率和净资产收益率均有所下降。

表8: 近年来公司盈利能力相关指标(亿元、%)

	2018	2019	2020
销售费用	4.26	8.14	9.06
管理费用	8.84	8.62	9.91
财务费用	3.38	5.58	7.17
期间费用率	17.94	14.75	14.38
经营性业务利润	6.68	10.67	14.92
资产减值损失	0.14	0.01	-0.07
公允价值变动收益	1.90	0.61	-2.38
投资收益	20.55	18.30	16.69
营业外损益	-0.56	-0.29	-0.20
利润总额	28.43	29.29	28.96
EBITDA	33.29	35.67	37.74
净利润	18.89	18.86	17.35
EBITDA利润率	36.23	23.55	20.76
净资产收益率	10.89	9.75	7.69

资料来源:公司财务报表,中诚信国际整理

2020年公司资产规模保持增长,财务杠杆水平仍处于合理水平;随着联合营项目的增多,公司与关联方往来规模快速增长

随着业务规模的扩张,2020年公司资产保持增长。公司资产主要由货币资金、其他应收款、存货、长期股权投资和投资性房地产等构成。具体来看,货币资金主要为银行存款,2020年末货币资金余额同比增加12.64%,其中受限货币资金35.46亿元,受限比例为23.44%,较上年末增加12.24个百分点。其他应收款主要为往来款及其他,2020年末同比大幅增加121.92%,主要系当年对联合营公司的投入款项及拍地保证金增加所致;期末其他应收款金额

前五名对象金额合计27.68亿元,占其他应收款总额比例为31.69%。公司存货主要由开发成本构成,2020年公司加大去化力度,同时公司新增项目多为非并表,期末存货规模有所减少。随着公司加大对合作项目的投入,2020年末长期股权投资规模大幅增加182.60%,主要系当年对深圳市奥启富投资发展有限公司、中交花创(绍兴)置业有限公司、成都花样清江房地产开发有限公司、深圳市前海嘉年鼎盛投资管理有限公司和深圳前海花万里供应链管理服务有限公司分别新增投资20.00亿元、3.92亿元、3.86亿元、3.67亿元和2.01亿元;投资性房地产主要为位于深圳、武汉、苏州和成都等地的自持物业,业态主要包括商业、写字楼、车位等,采用公允价值模式计量,2020年公司处置账面价值合计30.58亿元的持有型物业,期末投资性房地产账面余额有所减少。

2020年公司负债总额有所减少,公司负债主要由应付账款、其他应付款、预收款项、应交税费和有息负债等构成。其中应付账款主要为应付工程款,受并表项目减少影响,2020年末应付账款同比减少13.85%;其他应付款主要为往来款、保证金等,2020年末公司其他应付款同比增加31.82%,主要系往来款增加所致;预收款项主要为预收购房款,其中2020年末较上年下降8.58%;此外,2020年由于公司并表项目有所减少,导致债务规模较上年末减少3.03%。

公司所有者权益同比主要由未分配利润、实收资本和少数股东权益等构成,2020年同比增长14.79%。具体来看,公司近年来加大合作开发力度,2020年末少数股东权益同比增长66.75%,占所有者权益比重达30.40%,较上年末增加9.47个百分点;得益于公司利润积累,2020年末未分配利润保持增长;实收资本维持稳定。

表9: 近年来公司主要资产负债表科目情况(亿元)

	2018	2019	2020
总资产	684.33	727.74	748.69
货币资金	143.02	134.28	151.26
其他应收款	28.42	39.58	87.83
存货	331.63	322.94	288.87

长期股权投资	17.50	18.12	51.19
投资性房地产	84.05	99.94	84.77
总负债	507.83	517.61	507.48
短期债务	67.78	68.83	71.49
长期债务	140.25	107.96	99.94
总债务	208.03	176.79	171.42
应付账款	58.23	45.69	39.36
其他应付款	52.10	44.66	58.87
预收款项	140.90	188.48	172.31
应交税费	36.97	49.61	57.36
所有者权益	176.50	210.14	241.22
实收资本	16.25	16.25	16.25
未分配利润	109.64	122.60	134.32
少数股东权益	35.37	43.98	73.34
资产负债率 (%)	74.21	71.12	67.78
净负债率 (%)	36.84	20.23	8.36

注：2020 年末“其他应收款”科目包括“应收利息”，“其他应付款”科目包括“应付利息”和“应付股利”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

由于 2020 年所有者权益规模的提升和有息债务规模的较好控制，以及期末手持货币资金规模较为充裕，公司财务杠杆仍控制在合理水平。

公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成，存货及总资产周转表现良好，但需关注其已完工开发产品的去化情况

2020 年公司流动资产规模小幅增加，占总资产的比重保持在 78% 以上。公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成，其中存货和货币资金余额合计占流动资产的比重较上年下降 4.51 个百分点至 75.00%。

表 10：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2018	2019	2020
流动资产/总资产	81.81	79.02	78.39
存货/流动资产	59.23	56.16	49.22
货币资金/流动资产	25.54	23.35	25.77
其他应收款/流动资产	5.08	6.88	14.97
(存货+货币资金)/流动资产	84.78	79.51	75.00
完工开发产品	83.44	106.52	77.73
完工开发产品/存货	25.16	32.98	24.07
在建开发产品	244.36	214.29	211.14
在建开发产品/存货	73.68	66.36	65.38

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司货币资金主要为银行存款，其中 2020 年

末受限货币资金占比为 23.44%，受限资金主要为质押存款和预售监管资金，可动用资金仍较为充足。

从存货构成来看，公司存货主要由在建开发产品和完工开发产品构成。公司完工开发产品账面价值逐有所波动，截至 2020 年末，公司完工开发产品账面价值为 77.73 亿元，占存货的比重较上年下降至 24.07%，主要集中在南京、成都、桂林、惠州和资阳等地，应持续关注其后续去化情况。资产周转效率方面，近年来公司运营效率有所提升，整体周转率水平持续提升。

表 11：近年来公司周转率相关指标

	2018	2019	2020
存货周转率（次/年）	0.23	0.33	0.42
总资产周转率（次/年）	0.16	0.21	0.25

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年公司经营活动净现金流规模仍较小，同时融资成本处于较高水平；但 EBITDA 对债务本息的保障程度良好，同时公司手持货币资金对短期债务可形成充分覆盖

2020 年公司经营活动净现金流同比增长 90.63%，其中销售商品、提供劳务收到的现金同比小幅增长，但受土地支出以及工程款支出规模较大影响，公司经营活动现金流净流入规模始终偏小，对债务本息的覆盖能力较弱。

2020 年公司并表项目有所减少，期末债务规模有所降低。公司融资结构包括银行借款、债券融资和其他借款，2020 年末银行借款和债券融资（含资产证券化）占比约 81%。与此同时，公司短期债务在总债务中占比持续上升，2020 年末短期债务在总债务中占比为 41.70%，债务期限结构有待优化。2020 年，花样年控股的平均融资成本为 8.9%，较 2019 年全年下降 0.21 个百分点，但仍处于较高水平。

从主要偿债指标来看，2020 年公司总债务/EBITDA 有所降低，EBITDA 利息保障倍数尚可。同时，公司手持货币资金对短期债务的覆盖能力较

好。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2018	2019	2020
经营活动净现金流	8.02	7.65	14.59
销售商品、提供劳务收到的现金	184.36	200.29	208.23
货币资金/短期债务	2.11	1.95	2.12
总债务	208.03	176.79	171.42
短期债务/总债务	32.58	38.93	41.70
总债务/EBITDA	6.25	4.96	4.54
经营活动净现金流/总债务	0.04	0.04	0.09
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.13	0.88	0.82
EBITDA 利息保障倍数	4.71	3.76	3.37
经营活动净现金/利息支出	1.14	0.81	1.30

注：带*指标经年化调整。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

较为充足的银行授信余额可为公司流动性提供一定支持

截至 2020 年末，公司与多家商业银行保持良好合作关系，获得银行授信额度合计人民币 426.48 亿元，未使用额度 231.08 亿元，备用流动性较充足。此外，公司还可借助香港上市母公司发行债券及取得银行借款等多种方式进行融资，进一步提升其财务弹性。

截至 2020 年末，公司受限资产合计为 123.91 亿元，其中因存款质押、保证金、房地产预售款等而受限货币资金 35.46 亿元，因借款担保而被抵押的存货、投资性房地产和固定资产分别为 103.51 亿元、39.86 亿元和 2.69 亿元，受限资产合计占当期末总资产的 24.24%。

或有事项方面，截至 2020 年末，公司对外担保余额 28.26 亿元，全部为对关联公司提供的担保，对外担保金额占期末净资产比重为 11.71%。此外，公司为银行向购房客户发放的抵押贷款提供的阶段性担保余额为 128.43 亿元。截至 2020 年末，公司无重大诉讼。

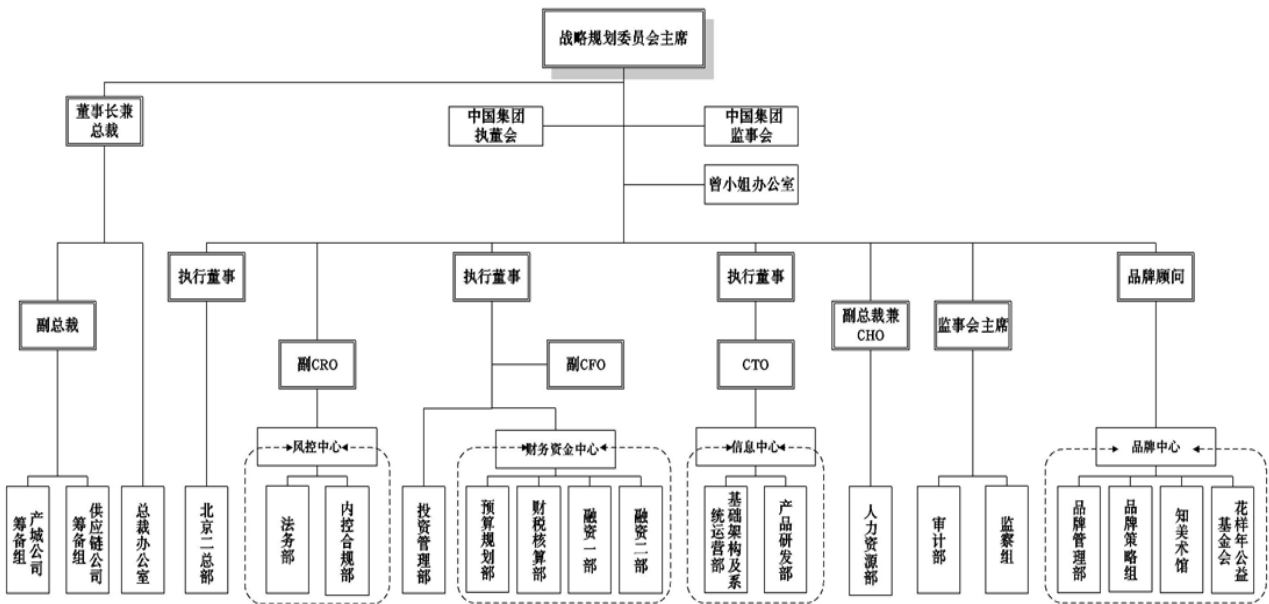
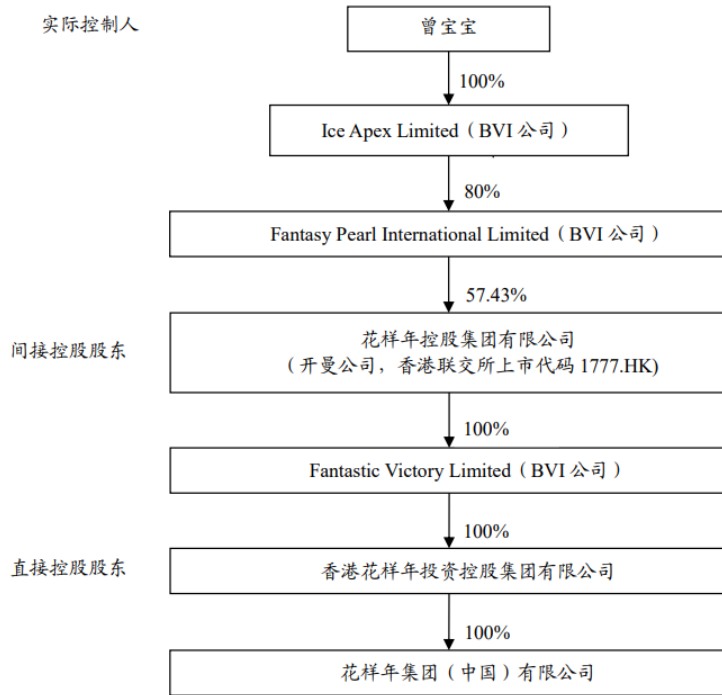
过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2018~2021 年 3 月 3 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支

付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持花样年集团（中国）有限公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“18 花样年”、“19 花样年”、“19 花样 02”的债项信用等级为 **AA+**。

附一：花样年集团（中国）有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附二：花样年集团（中国）有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020
货币资金	1,430,151.83	1,342,840.40	1,512,637.22
其他应收款	284,232.70	395,762.14	878,286.64
存货净额	3,316,311.53	3,229,356.82	2,888,710.88
长期投资	248,914.37	193,300.16	521,482.03
固定资产	98,868.39	146,111.41	81,520.55
在建工程	27,697.80	7,656.48	25.66
无形资产	3,137.01	3,588.02	3,193.35
投资性房地产	840,504.20	999,449.70	847,721.20
总资产	6,843,303.01	7,277,438.38	7,486,946.60
预收款项	1,408,962.99	1,884,801.06	1,723,055.41
其他应付款	520,975.93	446,596.43	588,703.39
短期债务	677,766.20	688,281.81	714,879.57
长期债务	1,402,533.71	1,079,576.33	999,369.13
总债务	2,080,299.91	1,767,858.15	1,714,248.70
净债务	650,148.08	425,017.75	201,611.48
总负债	5,078,328.13	5,176,066.74	5,074,774.39
费用化利息支出	35,043.67	55,302.74	71,209.48
资本化利息支出	35,589.29	39,496.43	40,772.58
所有者权益合计（含少数股东权益）	1,764,974.87	2,101,371.64	2,412,172.21
营业总收入	918,974.02	1,514,922.04	1,817,853.44
经营性业务利润	66,819.71	106,684.03	149,155.61
投资收益	205,491.43	183,006.12	166,862.81
净利润	188,887.22	188,579.96	173,470.66
EBIT	319,387.35	348,169.73	360,797.05
EBITDA	332,911.13	356,738.82	377,351.54
销售商品、提供劳务收到的现金	1,843,638.56	2,002,856.23	2,082,298.87
经营活动产生现金净流量	80,227.52	76,549.18	145,928.69
投资活动产生现金净流量	69,257.63	226,918.81	-261,996.63
筹资活动产生现金净流量	434,884.83	-499,779.25	81,655.18

财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率（%）	34.41	28.75	28.63
期间费用率（%）	17.94	14.75	14.38
EBITDA 利润率（%）	36.23	23.55	20.76
净利润率（%）	20.55	12.45	9.54
净资产收益率（%）	10.89	9.75	7.69
存货周转率(X)	0.23	0.33	0.42
资产负债率（%）	74.21	71.12	67.78
总资本化比率（%）	54.10	45.69	41.54
净负债率（%）	36.84	20.23	8.36
短期债务/总债务（%）	32.58	38.93	41.70
经营活动净现金流/总债务（X）	0.04	0.04	0.09
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.12	0.11	0.20
经营活动净现金流/利息支出（X）	1.14	0.81	1.30
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	1.13	0.88	0.82
总债务/EBITDA（X）	6.25	4.96	4.54
EBITDA/短期债务（X）	0.49	0.52	0.53
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.71	3.76	3.37
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	5.03	4.09	3.59

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
盈利能力	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。