

克而瑞地产研究中报点评系列（一）

花样年：大湾区土储价值待释放，物管规模持续扩张

文 / 研究员 朱一鸣、李丹

【合同销售金额增长 16.5%，长三角与成渝区域销售贡献度高】2019 年上半年，花样年实现合同销售金额 131.7 亿元，同比增长 16.5%。销售去化率为 78.5%，保持在行业较高水平。从区域分布来看，上半年花样年于长三角区域的销售业绩显著攀升，占比迅速扩大，较去年全年提升 16.2 个百分点至 29.5%。成渝经济区作为花样年最早进入的重要战略区域之一，销售贡献依然占据主导优势，上半年实现销售金额 54.2 亿元，占整体销售金额的 41.1%。

【拓展战略合作，城市更新潜力巨大】2019 年上半年，花样年继续围绕都市圈深耕重点区域，以 10 亿元的总投资金额新增 2 幅土地，同时与旭辉集团达成了战略合作。截至 2019 年 6 月末，花样年规划总土地储备建筑面积 3320 万平方米，较去年年末的 2091 万平方米增长了 58.8%。其中已签订框架协议的城市更新项目 1672 万平方米，较去年年末增长 88.2%，对应货值约 3526 亿元。

【收入与利润双增长，债务结构稳定】2019 年上半年，花样年实现营业收入 85.8 亿元，同比增长 65.1%，其中出售开发物业实现的收入占比 66.8%；毛利润同比增长 92.5% 至 25.37 亿元，增速远高于同等规模房企平均水平；净利润 2.4 亿元，同比增长 35.6%。债务结构稳定，现金短债比和长短期债务比分别为 2.21 和 2.61，均优于同等规模房企平均水平。

【平台化与智能化推进物管竞争力的提升】除了房地产开发主业，围绕轻资产模式的物业管理也是花样年的主营业务之一，花样年旗下主要拥有两家物业管理公司，分别为彩生活和美易家。两者在不同市场领域的物业管理上持续深耕，实现地产主业产业链的延伸，期内业绩持续增长。

免责声明

数据、观点等引用请注明“由易居·克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。



正文：

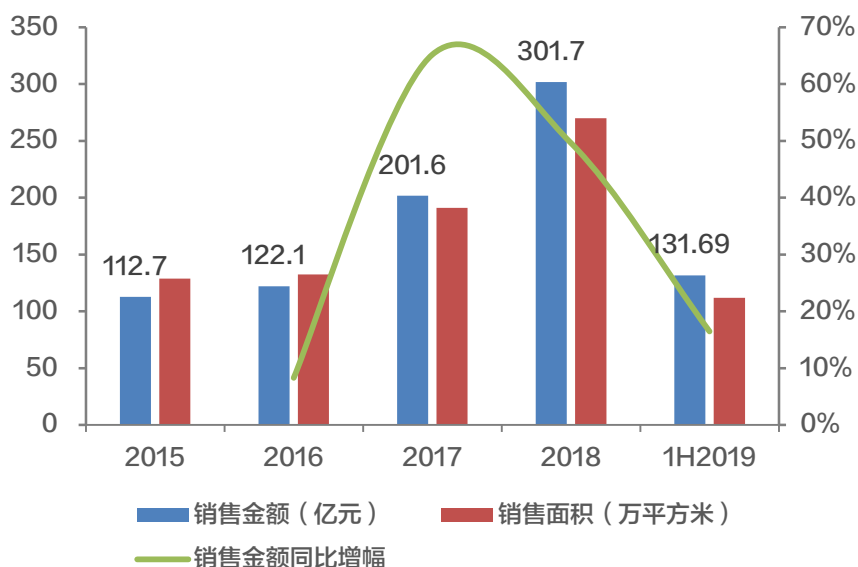
销售：合同销售金额增长 16.5%，长三角业绩贡献度提升

1

2019 年上半年，花样年实现合同销售金额 131.7 亿元，同比增长 16.5%；合同销售面积 111.9 万平方米，同比小幅下降 4%；销售均价 11172 元/平方米，同比增长 21.3%。销售去化率为 78.5%，保持在行业较高水平。根据克而瑞销售排行榜，排名由去年年末的 81 位上升至 76 位。**值得注意的是，花样年上半年 16.5% 的销售金额增速，高于同等规模房企的平均水平，但相比于其全年增长 20%-30%，即至少 362 亿的销售目标，尚存一定差距。**

截至上半年，花样年的去化率为 56%，预计下半年 7-10 月将集中供货，下半年供货量将占到全年的 66%，全年的目标去化率为 75%。

图：花样年 2015-1H2019 销售金额及面积情况

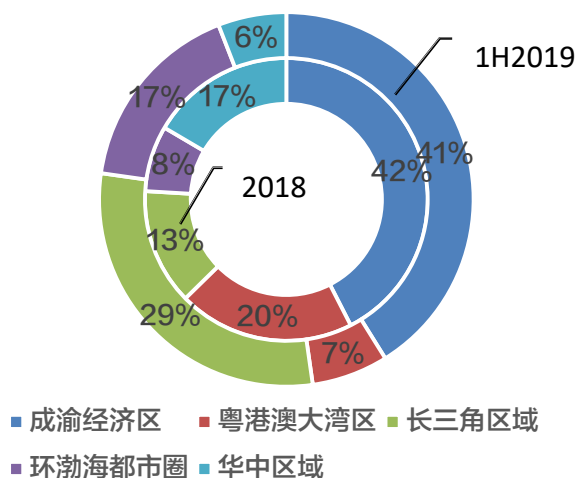


数据来源：企业业绩公告、CRIC

从产品布局来看，花样年以精品高档住宅为主，销售金额占比 65.2%，此外中高端住宅与城市综合体销售金额占比占到 18.5%和 16.3%。

从区域分布来看，上半年花样年于长三角区域的销售业绩显著攀升，占比迅速扩大，较去年全年提升 16.2 个百分点至 29.5%，销售贡献主要来源于江苏、上海和南京的 10 个项目。**成渝经济区作为花样年最早进入的重要战略区域之一，销售贡献依然占据主导地位**，上半年实现销售金额 54.2 亿元，占整体销售金额的 41.1%。此外京津冀都市圈上半年也加速项目的推进与去化，贡献销售金额 22.2 亿元，占比 16.9%。

图：花样年 2018 及 1H2019 销售金额区域分布



数据来源：企业业绩发布、CRIC

投资：拓展战略合作，推进投资策略

2

2019 年上半年，花样年继续围绕都市圈深耕重点区域，以 10 亿元的总投资金额新增 2 幅土地，分别位于张家口和天津，合计权益建筑面积 43 万平方米。

与此同时，上半年花样年与旭辉集团达成了战略合作，双方都看好一二线核心都市圈机会，在区域布局上各有侧重，在此基础上相互入股对方的优质项目，共同扩大市场影响力。截至目前已落地三个项目，分别为武汉碧云天项目、武汉汉正街项目和深圳坪山项目。

此外，花样年的“5+N”投资策略稳步推进，即五大重点城市群中，核心选择 20+ 深耕及机会进入城市进行布局，将有限的资金、资源尽可能合理分布，实现投资价值的优化。

表：花样年“5+N”投资策略城市布局

区域	深耕城市	机会进入城市
粤港澳	深圳、广州、惠州、东莞	佛山、中山
成渝	成都、重庆、昆明、桂林	西安、贵阳、南宁
长三角	上海、南京、苏州、杭州	宁波、合肥
京津冀	北京、天津、青岛、石家庄	大连、烟台、济南
华中	武汉	长沙、郑州、南昌

注：不包含城市更新

数据来源：企业业绩公告、CRIC

土地储备：优质土储充裕，大湾区城市更新潜力巨大

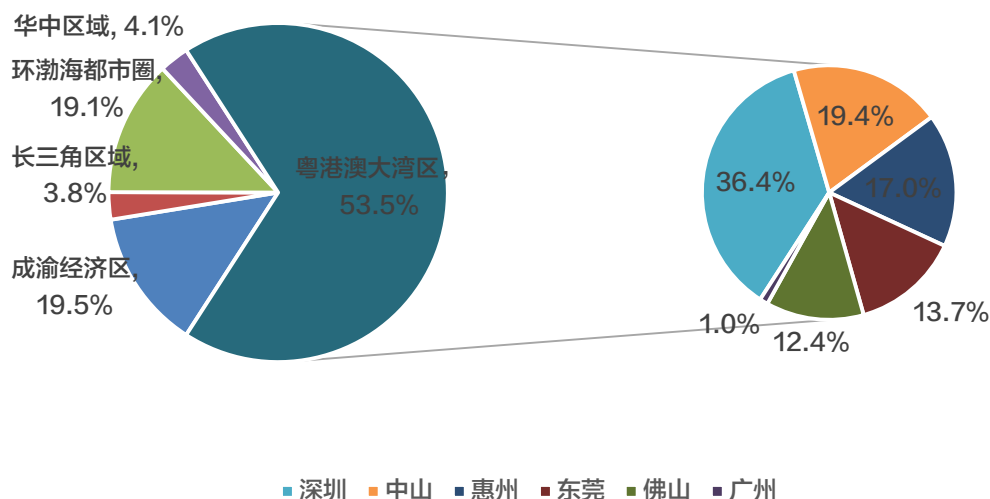
2019 年上半年，花样年在城市更新上加速推进。截至 2019 年 6 月末，花样年规划总土地储备建筑面积 3320 万平方米，较去年年末的 2091 万平方米增长了 58.8%。其中已签订框架协议的城市更新项目 1672 万平方米，较去年年末增长 88.2%；在建及待建的土地储备 1205 万平方米；另包括 488 万平方米的未并表项目。

从区域分布来看，**花样年的土地储备（包含城市更新）集中于全国五大城市群，其中一二线城市土储占比超过 90%**。在五大城市群中，粤港澳大湾区的土地储备建筑面积占比超过五成，其中深圳单城市占比 19.4%，未来受政策红利可期；此外环渤海都市圈和成渝经济区分别占比近 20%。

城市更新方面，花样年经过 20 年来的沉淀积累，已经在本土化、经验、团队、专业、资源方面建立起五大核心优势。截至 2019 年上半年，花样年在大湾区拥有 39 个城市更新项目，总建筑面积约 1672 万平方米，对应货值约 3526 亿元。这些项目覆盖于深圳、中山、惠州、佛山和广州五个城市，其中深圳占有 22 个项目，预计货值占到城市更新项目总货值的 46%。未来 3 年，花样年预计推出 20 个城市更新项目，可转化为 631 万平方米的土储，供地货值约 1334 亿元，分布于深圳、惠州和东莞。

城市更新一方面受大湾区政策利好，且具有低成本、高毛利优势。以深圳坪山项目为例，平均土地成本为 12500 元/平方米，而周边销售均价达 40000 元/平方米，预计结转毛利率可达 50%以上，有助于提升公司整体的毛利率；**另一方面也存在周期长，不确定因素大等风险，对企业的资金稳定性要求较高**，还需不断优化模式，做好风险防范工作。

图：花样年 2019 年上半年土地储备分布





注：不包含新加坡项目，占比约 0.1%

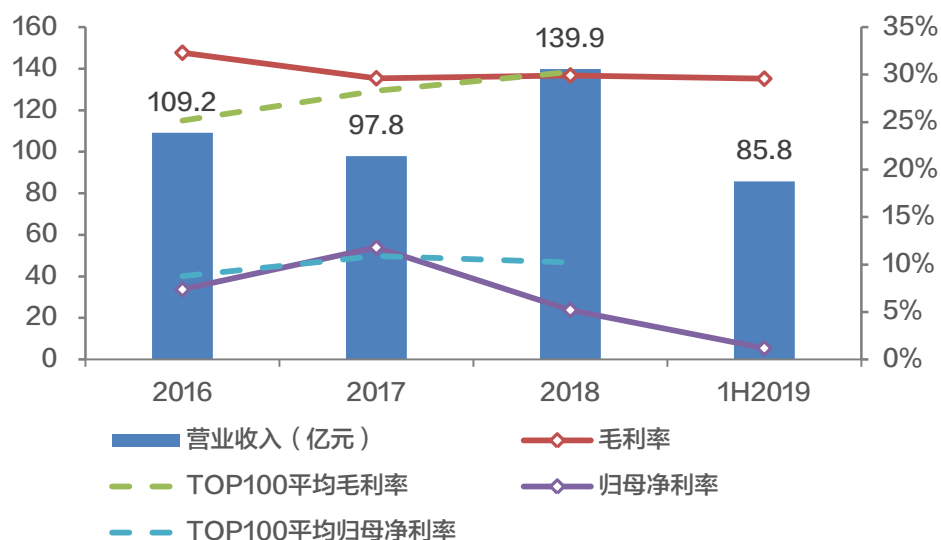
数据来源：企业业绩公告、CRIC

盈利表现：收入与利润双增长，归母净利率下滑

4

2019 年上半年，花样年实现营业收入 85.8 亿元，同比增长 65.1%，其中出售开发物业实现的收入占比 66.8%，主要来自于位于成都的五个项目，合计贡献收入占出售开发物业收入的 68.2%。毛利润同比增长 92.5%至 25.37 亿元，增速远高于同等规模房企平均水平；净利润 2.4 亿元，同比增长 35.6%。毛利率 29.6%，同比增加 4.2 个百分点；而归母净利率进一步下降至 1.2%，低于同等规模房企平均水平，主要由于其他非控股权益股东所占公司净利润的明显增长，致使归属于母公司的净利润占比下降。

图：花样年 2016-1H2019 盈利表现



数据来源：企业业绩公告、CRIC

偿债表现：净负债率保持合理，债务结构稳健

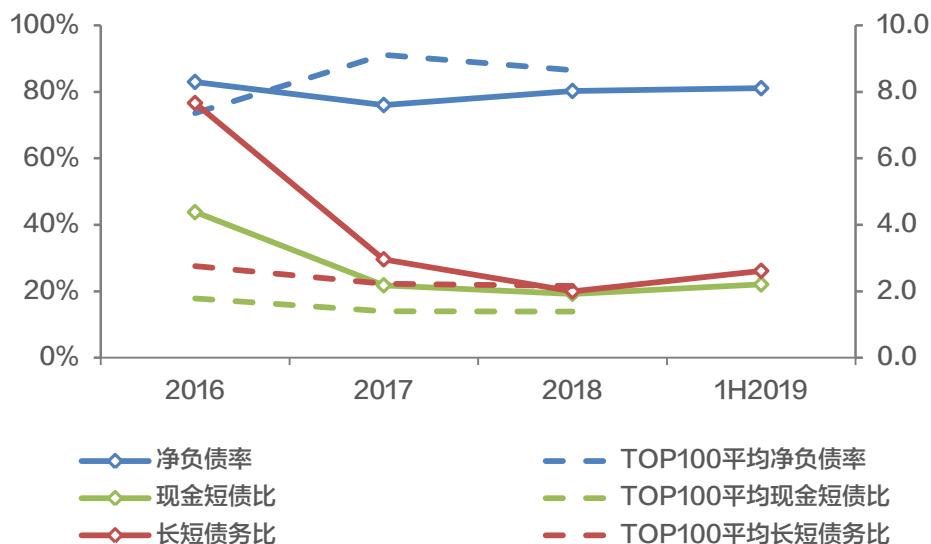
5

截至 2019 年 6 月末，花样年持有现金 247.5 亿元，较去年年末小幅下降 11.7%。净负债率 81.1%，稳定在行业中低水平。现金短债比和长短债务比分别为 2.21 和 2.61，均优于同等规模房企平均水平，且分别较去年年末提升 0.28 和 0.62，短期偿债无压力，债务到期结构合理。



与此同时，花样年融资方式多元化，成本管控能力较强。截至目前的融资中，境外债券占比 43.6%，银行贷款占比 27.4%，境内债券占比 15%，融资成本保持在 8.94% 的合理水平。

图：花样年 2016-1H2019 负债情况



注：现金不包括非流动资产中的已抵押银行存款

数据来源：企业业绩公告、CRIC

物业管理：平台化与智能化推进物管竞争力的提升

6

除了房地产开发主业，围绕轻资产模式的物业管理也是花样年的主营业务之一，花样年旗下主要拥有两家物业管理公司，分别为彩生活和美易家。两者在不同市场领域的物业管理上持续深耕，实现地产主业产业链的延伸，结合互联网和科技的发展，平台化与智能化不断升级，打造新的盈利增长点。

彩生活主要聚焦社区服务，在管面积保持快速增长。截至 2019 年 6 月末，彩生活的合约管理建筑面积达 5.64 亿平方米，较去年年末增长 0.1 亿平方米；服务社区 2824 个，较去年年末增加 115 个。**与此同时，彩生活生态圈体系不断升级，平台服务规模不断扩张。**截至 2019 年上半年末，平台服务面积达 12.06 亿平方米，同比增长 22.9%；累计注册用户达 3200 万，平台交易金额累计达 55.47 亿元。

成立于 2010 年的美易家则专注于为城市综合体、写字楼、度假式物业等提供物业管理和物业经营服务，已在深圳、长沙、成都、重庆、郑州、合肥、无锡、天津、桂林等 100 多个核心城市成立分支机构，通过超强的智慧化、科技感，打造细腻、情调、



品味、时尚的新生活方式，为客户带去个性化体验，期内业绩持续增长，同时形成独特的市场竞争力。



表：2017–2019 年上半年企业财务指标

	财务指标	2017 年	2018 年	1H2018	1H2019	同比/百分点变动
规模指标	确认收入（亿元）	97.8	139.9	52.0	85.8	65.1%
	物业销售营业额（亿元）	66.0	85.5	25.6	57.3	123.6%
	总资产（亿元）	689.6	944.5	807.3	951.2	17.8%
	毛利润（亿元）	29.0	41.8	13.2	25.4	92.5%
	净利润（亿元）	14.1	11.7	1.8	2.4	35.6%
	核心净利润（亿元）	-3.6	-90.2	-5.6	-0.5	-91.4%
盈利及运营指标	毛利率	29.6%	29.9%	25.4%	29.6%	4.2pts
	净利率	14.4%	8.4%	3.5%	2.8%	-0.6pts
	归母净利率	11.8%	5.2%	2.0%	1.2%	-0.8pts
	核心净利率	-3.7%	-64.5%	-10.7%	-0.6%	10.1pts
	每股收益（元/股）	0.20	0.13	0.02	0.02	-0.6%
	营销及管理费用率	11.4%	6.1%	8.3%	0.6%	-7.7pts
现金及偿债能力指标	现金（亿元）	164.4	280.1	226.1	247.5	9.5%
	短期负债（亿元）	75.5	145.7	100.1	112.2	12.1%
	长短期债务比	2.96	1.99	2.73	2.61	-0.11
	现金短债比	2.18	1.92	2.26	2.21	-0.05
	平均借债利息率	8.8%	10.4%	0.0%	0.0%	0pts
	净负债率	76.0%	80.2%	82.9%	81.1%	-1.8pts
	净负债率（永续债作为负债）	76.0%	80.2%	82.9%	81.1%	-1.8pts
资本效率指标	总资产收益率	2.4%	1.4%	0.2%	0.3%	0.02pts
	股东权益回报率	9.8%	5.7%	0.8%	0.8%	0pts
	资产杠杆率	3.90	4.85	4.56	4.88	0.33

备注：股东净利润(核心)= 股东净利润-(资产重估增值+出售资产收益+兑汇损失+其它重大调整)*0.75

营销及管理费用率：2019 年按操盘销售金额计算

数据来源：企业业绩报、CRIC 研究中心整理