



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪072号

## 新城控股集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“新城控股集团股份有限公司公开发行2015年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会

二零一八年五月四日

## 新城控股集团股份有限公司 公开发行 2015 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2018）

发行主体	新城控股集团股份有限公司		
债券名称	新城控股集团股份有限公司公开发行 2015 年公司债券（第一期）		
债券简称	15 新城 01		
债券代码	136021		
发行规模	人民币 30 亿元		
存续期限	2015/11/03-2020/11/03		
上次评级时间	2017/03/30		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定

### 概况数据

新城控股	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	138.72	163.68	259.82
总资产（亿元）	678.02	1,031.71	1,835.27
总债务（亿元）	160.91	262.11	446.84
营业总收入（亿元）	235.69	279.69	405.26
营业毛利率（%）	26.81	27.87	35.56
净利润（亿元）	24.00	31.56	62.60
EBITDA（亿元）	35.64	48.19	90.38
所有者权益收益率（%）	17.30	19.28	24.10
资产负债率（%）	79.54	84.14	85.84
净负债率（%）	69.36	78.26	87.51
总债务/EBITDA（X）	4.51	5.44	4.94
EBITDA 利息倍数（X）	2.96	3.52	4.18

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、其他应付款中应付香港宏盛发展有限公司款项（扣除应付利息数）实为计息债务，将其调整至短期债务及相关指标计算；其他流动负债中将 2016 年公司债券（第一期）（品种二）调整至应付债券及相关指标计算。

### 分析师

樊博裕 cyfan@ccxr.com.cn

沈鹿菁 ljfan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 5 月 4 日

### 基本观点

2017 年，新城控股集团股份有限公司（以下简称“新城控股”或“公司”）积极应对市场环境变化，加大项目销售力度和开发节奏，全年实现了合同销售金额的较快增长。2017 年公司继续保持了长三角地区显著的竞争优势，销售业绩快速增长，项目储备充裕且优质。同时，公司具有良好的财务管控能力，获现能力对债务及利息的保障能力持续增强。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司财务杠杆水平提升、关联方往来款规模较大等因素可能对公司信用质量产生的影响。

综上，中诚信证评维持新城控股主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“新城控股集团股份有限公司公开发行 2015 年公司债券（第一期）”信用等级为 AAA。

### 正面

- 持续保持在长三角地区显著的竞争优势。近年来公司持续在长三角地区主要城市进行房地产项目开发，在上海、南京、苏州等长三角区域签约销售金额持续处于领先地位，区域市场竞争优势显著。
- 销售业绩快速增长。公司坚持高周转的经营策略，经营业绩实现快速提升，近三年销售金额年均复合增长率为 99.02%。2017 年公司实现签约销售金额 1,264.72 亿元，位列全国房地产开发商前列。
- 项目储备较为充裕且优质。目前公司基本完成全国重点城市群的布局，土地和项目储备规模保持增长，且主要分布在长三角地区核心城市，区域布局优势明显，能够为其未来发展提供有力保障。
- 良好的财务管控能力。受益于销售规模的扩大及较强的财务把控力度，公司货币资金较为充裕，对短期债务覆盖充分，获现能力对债务及利息的保障能力持续增强并处于很高水平。

## 关 注

- 债务规模不断提升。2017 年公司持续加快新增土地储备规模的力度，导致其债务规模继续呈较大幅度增长，公司未来或面临一定的资本支出压力。
- 关联方往来款情况。近年来公司规模大幅扩张，合营企业及项目明显增多，关联方往来款亦大幅增加，其他应收款的回收情况、其他应付款来源的稳定性及对合联营企业的担保情况或对公司的信用质量产生影响。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 募集资金使用情况

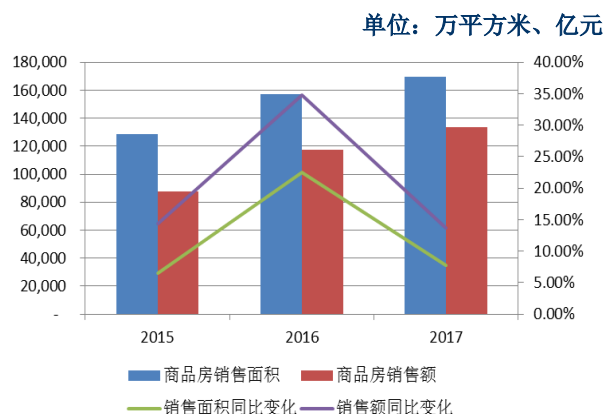
新城控股集团股份有限公司公开发行 2015 年公司债券（第一期）（5 年期，附第三年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，债券简称为“15 新城 01”、债券代码为“136021”，以下简称“本期债券”）于 2015 年 11 月 3 日发行，发行规模为 30 亿元，最终票面利率为 4.50%，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券募集总额人民币 29.77 亿元，已按募集说明书上列明的用途使用完毕。

## 行业分析

**受房地产调控政策持续升级影响，2017 年以来我国房地产行业步入阶段性下行周期，商品房销售增速下滑明显，三四线城市成为新增长点。**

自 2016 年 10 月以来，我国房地产市场调控政策持续收紧，房地产市场步入阶段性下行周期。根据国家统计局数据显示，2017 年房地产企业累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.0%，增速与上年基本持平；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.66% 和 13.67%，增速分别较上年下降 14.84 个百分点和 21.13 个百分点。办公楼及商业营业用房销售增长速度高于住宅，其中住宅销售面积及销售额分别同比增长 5.3% 和 11.3%；办公楼销售面积及销售额分别同比增长 24.3% 和 17.5%；商业营业用房销售面积及销售额分别同比增长 18.7% 和 25.3%。从价格来看，2017 年以来全国房价增速有所下降，但整体价格水平依然保持向上趋势，12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 13,967 元/平方米，较上年同期增长 7.15%。分城市能级来看，2017 年 12 月末，一线城市住宅均价达 41,202 元/平方米，较上年同期增长 1.43%；同期二线城市住宅均价达 12,684 元/平方米，较上年同期增长 7.70%；而三线城市住宅均价达 8,335 元/平方米，较年初增长 12.48%。受房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2017 年三四线热点城市房地产销售增速高于一二线城市。

图 1：2015~2017 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，2017 年全国土地成交金额大幅上涨，但不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。2017 年房企购置土地面积 25,508 万平方米，同比上升 15.81%；房地产建设用地成交款约 13,643 亿元，同比上涨 49.45%，成交均价涨至 5,348.52 元/平方米。分城市能级来看，受土拍限价影响，2017 年一线城市土地成交均价涨幅及溢价率均有所回落，同比分别下降 6.49 个百分点和 32.76 个百分点，为 9.49% 和 14.30%；二线城市地成交均价涨幅及溢价率亦有所回落，分别较上年下降 57.43 个百分点和 23.22 个百分点，为 12.33% 和 29.33%；而三四线城市成交土地均价涨幅及溢价率近年来均有所上升，分别为 48.37% 和 37.05%，同比分别上升 35.01 个百分点和 17.20 个百分点。

**2017 年房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策的主基调，重点城市调控效果显现，同时长效机制也加速推进。**

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在此背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涞水县、河北省张家口市崇礼区等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至 2017 年末，共有 46 城相继落地限售令，承德、

西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。受此影响，2017 年我国房地产销售增速放缓，其中一、二线城市销售增速回落显著。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017 年 7 月，《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中，选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等 12 个城市作为住房租赁首批试点。同年 10 月，十九大报告明确坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

**2017 年以来房企内外部流动性来源收紧，融资成本上升，资金平衡能力面临更高挑战。同时，行业内的兼并收购现象加剧了行业集中度进一步提升，具有规模优势的房企可获得更多的流动性补充。**

受 2017 年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017 年房地产开发资金来源于房产销售的定金预收款及个人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，较上年同期增速下降 25.51 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。从融资成本来看，2017 年以来随着房企融资政策的紧缩，房企融资成本不断被抬高。从房地产信用债到期分布来看，2018~2023 年为房地产债券到期高峰，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多。与此同时，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均进一步提升。2017 年 TOP100 房企销售金额集中度提升 11.58 个百分点至

55.50%；TOP20 房企销售金额集中度则上升 7.77 个百分点至 32.50%；而 TOP10 房企销售额的比重达到 24.10%，较上年提升 5.75 个百分点，千亿房企已达 17 家。2017 年以来房地产行业集中度进一步提升，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业凭借较强的销售及筹资能力，可获得更多的流动性补充。

## 业务运营

**公司积极应对房地产市场环境变化，全年合同销售金额大幅增长；同时，凭借其在商场选址及运营方面的经验，商业物业租金逐渐成为公司利润的补充。**

2017 年在房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策的背景下，公司积极应对市场变化，及时调整开发节奏和销售策略，当年经营业绩大幅增长。公司全年合同销售面积 928.28 万平方米，同比增长 61.44%，实现合同销售金额 1,264.72 亿元，同比大幅增长 94.39%，行业排名持续巩固并处于领先水平。从产品构成来看，随着公司不断加大对商业项目的投资开发，2017 年公司商业项目实现销售金额 405.47 亿元，占当年合同销售总额的比重为 32.06%。销售区域方面，2017 年对公司房地产销售贡献较大的主要包括杭州、苏州、南京、常州和上海等城市，2017 年公司在上述五大城市实现的合同销售金额占比分别为 14.08%、11.60%、7.77%、7.57% 和 6.29%。

从结算情况来看，受益于待结算资源的增长，公司 2017 年实现房地产项目结算面积 507.78 万平方米（含合营项目，下同），同比增长 55.76%；结算金额 537.37 亿元（含合营项目，下同），同比增长 67.36%。从结算产品来看，2017 年公司住宅产品结算面积 249.30 万平方米，占当年结算总面积的比重为 49.10%，结算金额 330.28 亿元，占当年结算总金额的比重为 61.46%；商业项目结算面积 258.48 万平方米，占当年结算总面积的比重为 50.90%，较上年度上升 9.34 个百分点，结算金额 207.09 亿元，占当年结算总金额的比重为 38.54%，较上年度增长 4.62 个百分点。从结算区域来看，

2017年，苏州、杭州、南京和青岛等4个城市对公司结算收入的贡献较大，以上四个城市结算金额合计占当年结算总金额的比重为45.08%。

项目运营方面，2017年公司项目开发节奏明显加快，当年新开工面积2,066.26万平方米，同比大幅增长143.08%，其中住宅项目新开工面积为1,207.35万平方米，同比增长166.75%，商业项目新开工面积为858.91万平方米，同比增长116.13%；当年竣工面积724.07万平方米，同比增长80.36%。截至2017年末，公司在建项目共有131个，在建面积合计为2,665.62万平方米，同比增长103.89%。

商业地产方面，公司不断加大对综合体商业项目的投资，2017年新开业12座吾悦广场，截至2017年末，公司在苏州、常州、宁波、南京、成都等城市已开业吾悦系列广场23座，可出租面积合计为142.55万平方米，平均出租率为97.91%，已基本接近满足状态。2017年公司吾悦广场租金和管理费收入为10.19亿元，同比大幅增长131.07%，商业物业逐渐成为公司收入的重要补充。

表1：2015~2017年公司开竣工情况

	单位：万平方米、个		
	2015	2016	2017
新开工面积	741.22	850.02	2,066.26
竣工面积	386.53	401.45	724.07
在建项目数量	103	59	131
在建面积	897.82	1,307.36	2,665.62

注：上述指标均含合营项目。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017年公司新增土地节奏明显加快，项目储备规模继续扩大且区域布局趋于分散，为未来业务发展提供有力保障。

2017年公司在审慎研究各城市及区域的市场规律的基础上，把握土地市场调整机遇，坚持住宅地产和商业地产双核驱动的战略模式，一方面在巩固现有长三角核心区域布局的基础上进行深耕，另一方面按照既定的投资战略布局进行区域扩张。土地储备方面，2017年公司拿地节奏明显加快，当年新增土地122幅，主要分布在常州、成都、长沙和惠州、苏州等城市，新增总建筑面积3,392.80万平方米，其中新增住宅地产2,446.02万平方米，新增商业项目建筑面积946.78万平方米。截至2017年

末，公司拥有已签订土地出让合同的项目已竣工但尚未出售或租赁的建筑面积610.86万平方米，在建的建筑面积2,665.62万平方米，待开发的建筑面积3,568.65万平方米，合计6,845.13万平方米。

表2：2015~2017年公司土地储备和新增项目情况

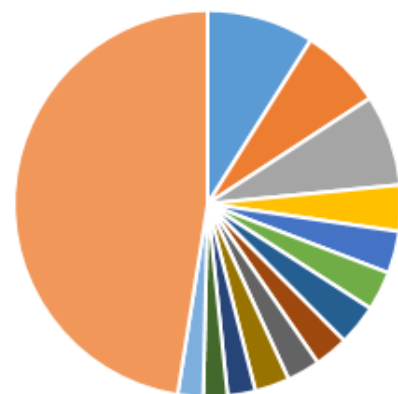
	单位：万平方米、个、亿元		
	2015	2016	2017
新增土地储备	950.68	1,424.22	3,392.80
新增项目数	42	35	122
年末拥有项目建筑面积	2,175.80	3,531.21	6,845.13
新增土地储备支出金额	237.52	535.81	893.55

注：上述指标均含合营项目。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从公司拥有的项目储备来看，截至2017年末，公司拥有房地产项目建筑面积合计6,845.13万平方米，主要分布于全国59个城市。从在建及拟建项目区域分布来看，其中项目建筑面积占比较大的主要是苏州、常州、青岛三个城市，占比分别为8.94%、7.62%和6.88%，区域布局趋于分散。中诚信证评也关注到，尽管公司2017年住宅、商业地产项目新开工、在建及储备项目规模较大，其中商业地产主要位于长三角的三、四线城市，其后续的建设开发及运营亦对公司资金运作能力、统筹管理能力提出更高要求。

图2：截至2017年末公司在建及拟建项目区域分布



■ 苏州 ■ 青岛 ■ 常州 ■ 成都 ■ 上海 ■ 天津 ■ 惠州  
■ 南京 ■ 长沙 ■ 台州 ■ 南通 ■ 杭州 ■ 济南 ■ 其他

注：其他城市包括：宿迁、扬州、淮安、徐州、镇江、合肥、金华、绍兴、武汉、鄂州、黄石、荆州、德州、湘潭、东莞、肇庆、唐山、西安、郑州、重庆、宝鸡、汉中、长春、桂林、淮北、昆明、佛山、南京、淮南、宁波、连云港、上饶、滁州、嘉兴、湖州、安庆、廊坊、海口、临沂、瑞安、南昌、钦州、太原、晋江

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 财务分析

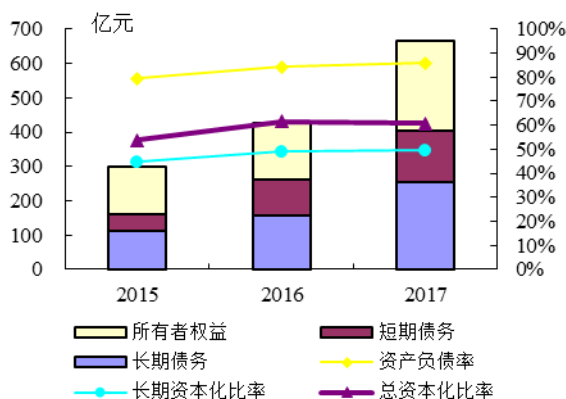
下列财务分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年度审计报告。

### 资本结构

2017年，受益于良好的销售业绩，公司货币资金大幅增长，同时受公司开发规模扩大和新增土地储备增加带来的存货和应收关联方款项的增长，公司总资产规模同比增长77.89%至1,835.27亿元。同期末，公司负债总额为1,575.45亿元，同比增长81.50%，主要源于公司当年待结算资源、关联方之间往来款、应付建筑工程款增长带来的预收款项、其他应付款、应付账款金额的上升，以及债务规模的增加。

债务方面，截至2017年末，公司总债务规模为446.84亿元，同比增长70.48%；长短期债务比为0.68倍，较上年同期增加0.02倍。自有资本方面，受益于经营所得的留存、股东投入的普通股及公司收购子公司带来的少数股东权益的大幅增加，公司自有资本实力不断增强，2017年末所有者权益合计259.82亿元，同比大幅增长58.74%。财务杠杆比率方面，2017年末公司资产负债率和净负债率分别为85.84%和87.51%，较上年同期分别上升1.71个百分点和9.25个百分点。

图 3：2015~2017 年公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，随着公司项目开发和新增土地储备规模的扩大，2017 年公司资产及负债规模均明显增长。

## 流动性

公司流动资产规模持续保持增长，2017 年末较上年末大幅增长 76.68% 至 1,416.53 亿元，占总资产的比重为 77.18%。从流动资产的构成来看，2016 年公司流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金构成，2017 年末上述三项占流动资产的比重分别为 53.92%、20.13% 和 15.49%。

存货方面，2017 年受公司在建规模不断提升影响，年末公司存货规模同比大幅增长 93.40% 至 763.79 亿元。从存货的构成来看，2017 年公司积极应对市场变化，加大销售去化力度，当年末房地产开发产品为 54.11 亿元，占年末存货账面价值的比重为 7.09%，同比下降 6.41 个百分点；房地产开发成本和拟开发土地合计 709.67 亿元，同比大幅增长 107.74%，占年末存货账面价值的 92.91%，较上年末上升 6.41 个百分点。较大规模的在建项目开发成本和拟建项目的土地储备，为公司未来业绩增长提供保障，但同时亦给公司带来了一定的资金压力。

表 3：公司 2015~2017 年周转率相关指标

	2015	2016	2017
存货周转率（次/年）	0.55	0.56	0.45
总资产周转率（次/年）	0.40	0.33	0.28

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产周转率方面，凭借标准化、规模化的设计生产和契合市场需求的产品定位，公司产品从开发到销售均保持了较快的速度。2017 年，公司的存货周转率和总资产周转率分别为 0.45 次和 0.28 次，较上年末周转速度有所减缓，但仍处于行业较高水平。

从现金获取能力来看，2017 年公司加大了拿地节奏，导致当年经营性现金流呈大额净流出状态，为-104.85 亿元。同期，公司收到关联方资金往来较去年增加较多，当年投资性现金流净额同比增长 102.81% 至 2.44 亿元。公司 2017 年新发行债券以及借款增加，导致其当年筹资性现金流净额同比大幅增长 185.74% 至 189.70 亿元，为其项目开发提供资金支持。但同时中诚信证评也关注到，公司在建、拟建项目规模较大，随着各项项目的推进加之土地储备款的支付，公司仍面临一定的资金压力。

货币资金方面，受益于预收账款的大幅增加及



筹资性活动现金的大幅流入，2017 年末公司货币资金余额为 219.47 亿元，同比增长 63.77%，加之债务期限结构的改善，公司年末货币资金/短期债务为 1.21 倍，货币资金能够对其短期债务形成较好覆盖。

**表 4：2015~2017 年公司部分流动性指标**

	2015	2016	2017
货币资金（亿元）	64.69	134.01	219.47
经营活动现金流净额（亿元）	-9.57	80.97	-104.85
经营净现金流/短期债务（X）	-0.20	0.78	-0.58
货币资金/短期债务（X）	1.32	1.29	1.21

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司年末手持货币资金规模对短期债务的覆盖程度较好，同时考虑到公司领跑行业的资产周转速度，充裕的项目储备资源，对短期债务的保障能力较强。

## 盈利能力

受益于本期确认收入的销售面积较上期增加、商业物业出租及管理收入的增长，公司 2017 年实现营业收入 405.26 亿元，同比增长 44.89%，其中房地产开发销售收入为 387.93 亿元，物业出租及管理收入 10.19 亿元。此外，公司 2017 年末预收款项金额为 508.14 亿元，同比大幅增长 70.36%，其占同期营业收入的 125.39%，较上年度上升 18.74 个百分点，能够为其未来经营业绩的提升提供支撑。从毛利空间来看，近年公司营业毛利率较为稳定，2017 年为 35.56%，较上年同期增长了 7.69 个百分点。期间费用方面，2017 随着公司建设规模的扩大，新增较多项目公司，同时受公司良好的销售情况及借款余额的增长，期间费用规模上升较快，同比增长 63.34% 至 42.06 亿元；三费收入占比为 10.38%，较上年度小幅增长 1.17 个百分点。

公司利润总额主要由经营性业务利润、公允价值变动收益和投资收益构成，2017 年公司实现利润总额 83.71 亿元，同比增长 95.12%。受益于收入规模的提升，公司 2017 年取得经营性业务利润 69.39 亿元，同比大幅增长 99.49%；公允价值变动收益 9.11 亿元，同比增长 53.30%，主要系投资性房地产公允价值增值所致；投资收益 5.39 亿元，同比大幅增长 237.05%，主要来自公司合营企业权益法下确认的长期股权投资收益以及合营企业转子公司投

资收益。2017 年公司实现净利润 62.60 亿元，同比增长 98.37%，盈利能力较强。

总体来看，公司契合市场需求的产品定位以及领跑行业的周转效率，带动了其经营业绩的持续增长。此外，公司较大规模的已售待结转资源、新开工面积的大幅增长，亦对公司未来经营业绩的提升形成了支撑。

## 偿债能力

从债务规模来看，随着在建项目及新增土地储备需求的上升，公司外部融资规模逐年增长，截至 2017 年末，公司总债务规模增至 446.84 亿元，同比增长 70.48%。债务期限结构方面，2017 年末，公司长短期债务比为 0.68 倍，较上年有所提升。从应付债券的期限来看，公司 1 年内到期的应付债券金额为 77.18 亿元，1~2 年到期金额为 53.01 亿元，2~5 年到期金额为 110.32 亿元，短期偿债压力较为可控。

从主要偿债能力指标来看，受益于利润规模的扩大，公司 2017 年 EBITDA 为 90.38 亿元，同比增长 87.56%；2017 年公司总债务/EBITDA 由上年的 5.44 倍下降至 4.94 倍，EBITDA 利息倍数由上年的 3.52 倍上升至 4.18 倍，EBITDA 对债务利息的保障能力持续增强。

**表 5：2015~2017 年公司部分偿债指标**

指标	2015	2016	2017
EBITDA（亿元）	35.64	48.19	90.38
总债务/EBITDA（X）	4.51	5.44	4.94
长期债务/EBITDA（X）	3.14	3.28	2.93
EBITDA 利息倍数（X）	2.96	3.52	4.18
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.06	0.31	-0.23
经营活动净现金流利息保障系数（X）	-0.79	5.91	-4.85
资产负债率（%）	79.54	84.14	85.84
总资本化比率（%）	53.70	61.56	63.23
净负债率（%）	69.36	78.26	87.51

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2017 年末，公司对外担保余额为 411.78 亿元，其中对公司合营企业提供的担保金额为 245.57 亿元，占净资产的比重为 94.52%，考虑到被担保对象和主要为公司子公司和合营公司，或有负债风险相对可控。

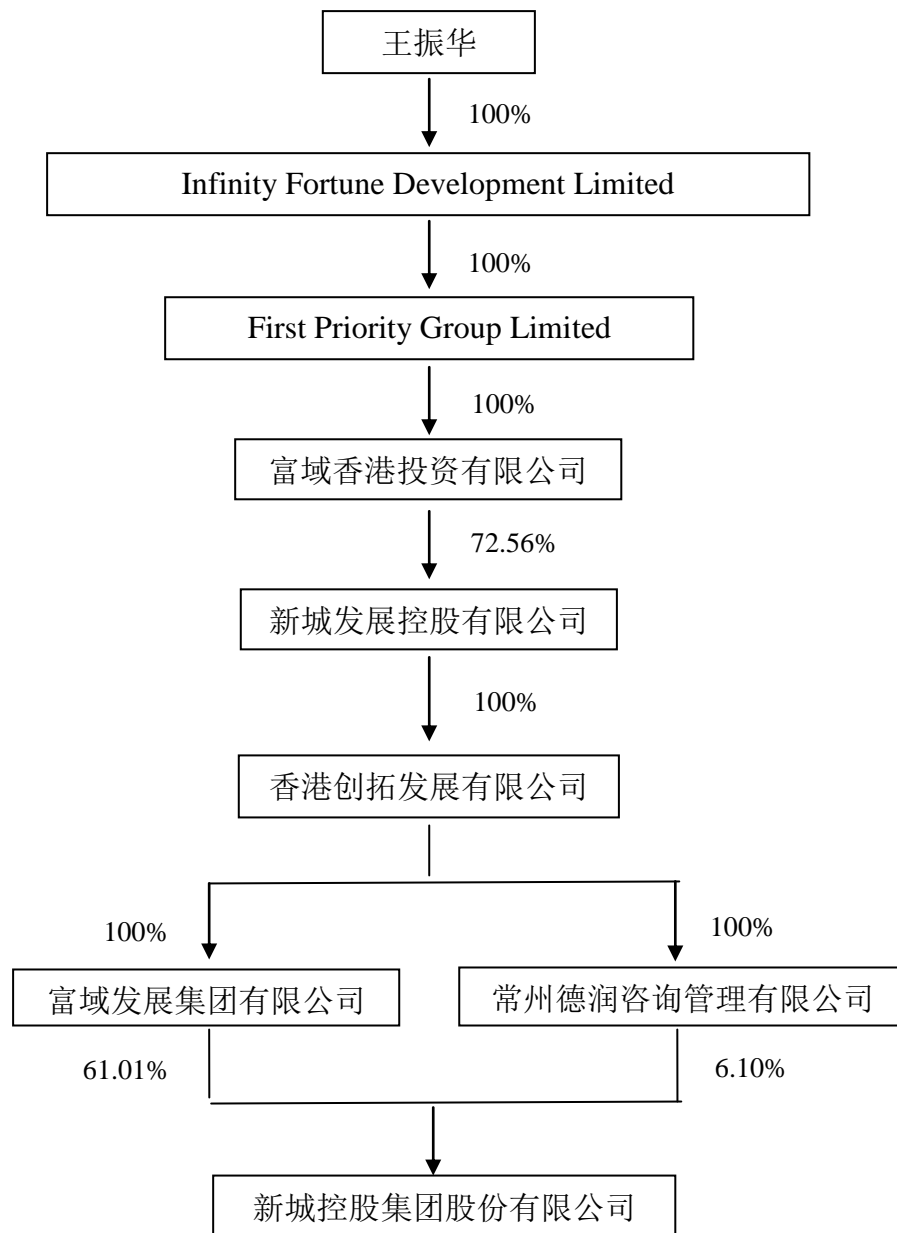
融资渠道方面，公司与中信银行、农业银行、建设银行、上海浦发银行等多家银行机构建立了良好的合作关系。截至 2017 年末，公司获得中国银行等银行给予的集团授信总额度为 653 亿元，其中已使用授信额度 107.55 亿元，尚未使用授信额度为 545.45 亿元，备用流动性较为充足。

整体来看，公司高周转的经营模式对财务杠杆较依赖，且随着土地储备及项目开发规模的进一步加大，公司未来将面临一定资本支出压力。但考虑到公司领跑行业的周转效率，持续增长的销售收入规模，持续向好的偿债能力指标表现以及充足且区位优势明显的土地储备资源，公司未来经营业绩仍有较大的提升空间，亦可对其债务的偿还形成有力保障。

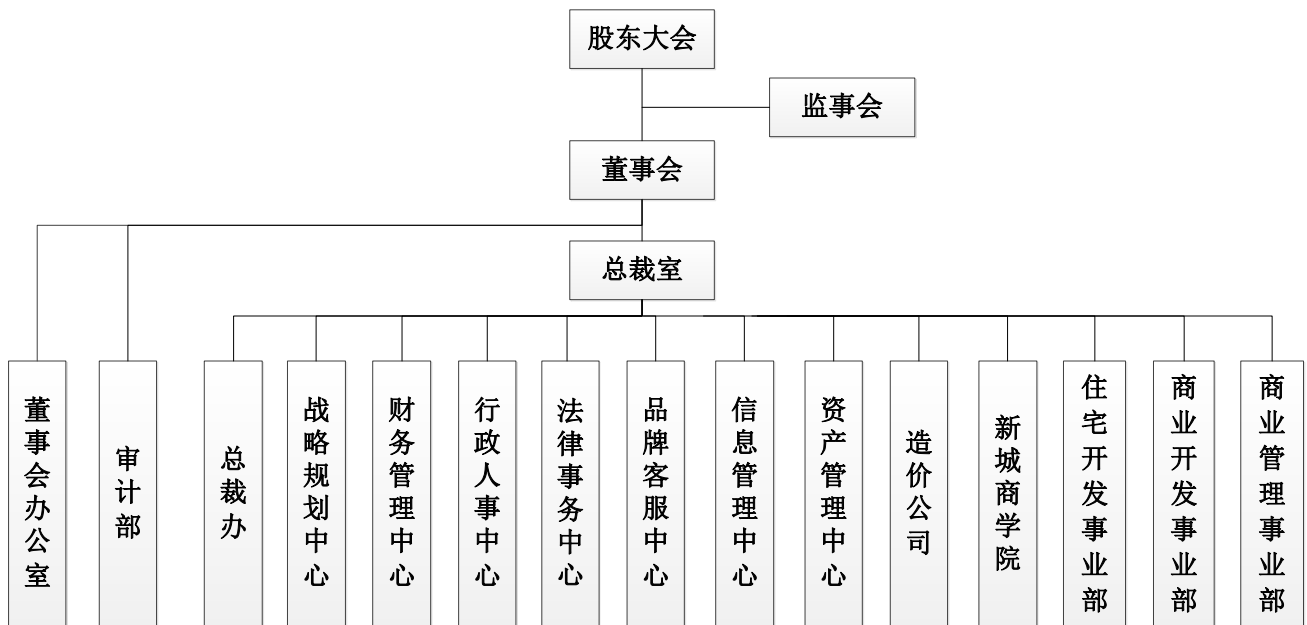
## 结 论

综上所述，中诚信证评维持新城控股主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“新城控股集团股份有限公司公开发行2015年公司债券（第一期）”信用等级为**AAA**。

附一：新城控股集团股份有限公司股权结构图（截至2017年12月31日）



附二：新城控股集团股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



**附三：新城控股集团股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	646,942.08	1,340,140.49	2,194,732.13
应收账款净额	560.57	2,591.27	6,887.59
存货净额	3,272,772.69	3,949,255.28	7,637,908.36
流动资产	5,143,526.87	8,017,434.39	14,165,326.61
长期投资	242,334.56	484,294.54	1,371,175.95
固定资产合计	1,278,273.48	1,539,269.00	2,567,946.37
总资产	6,780,211.56	10,317,060.75	18,352,666.14
短期债务	490,480.77	1,042,019.82	1,816,128.05
长期债务	1,118,618.05	1,579,049.02	2,652,314.56
总债务（短期债务+长期债务）	1,609,098.82	2,621,068.85	4,468,442.60
总负债	5,393,058.62	8,680,265.32	15,754,488.71
所有者权益（含少数股东权益）	1,387,152.94	1,636,795.43	2,598,177.43
营业总收入	2,356,879.31	2,796,928.25	4,052,568.48
三费前利润	437,255.47	605,307.13	1,114,458.04
投资收益	11,864.13	15,977.27	53,851.06
净利润	239,960.47	315,593.83	626,036.27
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	356,447.94	481,859.67	903,791.57
经营活动产生现金净流量	-95,715.56	809,720.46	-1,048,516.36
投资活动产生现金净流量	-79,793.27	-870,730.56	24,428.93
筹资活动产生现金净流量	303,214.43	663,920.10	1,897,010.57
现金及现金等价物净增加额	126,255.48	602,981.29	873,057.23
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	26.81	27.87	35.56
所有者权益收益率（%）	17.30	19.28	24.10
EBITDA/营业总收入（%）	15.12	17.23	22.30
速动比率（X）	0.45	0.57	0.50
经营活动净现金/总债务（X）	-0.06	0.31	-0.23
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.20	0.78	-0.58
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.79	5.91	-4.85
EBITDA 利息倍数（X）	2.96	3.52	4.18
总债务/EBITDA（X）	4.51	5.44	4.94
资产负债率（%）	79.54	84.14	85.84
总债务/总资本（%）	53.70	61.56	63.23
净负债率（%）	69.36	78.26	87.51

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、其他应付款中应付香港宏盛发展有限公司款项（扣除应付利息数）实为计息债务，将其调整至短期债务及相关指标计算；其他流动负债中将 2016 年公司债券（第一期）（品种二）调整至应付债券及相关指标计算。

**附四：基本财务指标的计算公式**
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业总收入} - (\text{营业成本} + \text{利息支出} + \text{手续费及佣金支出} + \text{退保金} + \text{赔付支出净额} + \text{提取保险合同准备金净额} + \text{保单红利支出} + \text{分保费用})) / \text{营业总收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{合同销售收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{当期净利润} / \text{期末所有者权益 (含少数股东权益)}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$
$$\text{净负债率} = (\text{总债务} - \text{货币资金}) / \text{所有者权益}$$

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	债券信用质量极高，信用风险极低
<b>AA</b>	债券信用质量很高，信用风险很低
<b>A</b>	债券信用质量较高，信用风险较低
<b>BBB</b>	债券具有中等信用质量，信用风险一般
<b>BB</b>	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
<b>B</b>	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
<b>CCC</b>	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
<b>CC</b>	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
<b>C</b>	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	受评主体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
<b>AA</b>	受评主体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
<b>A</b>	受评主体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
<b>BBB</b>	受评主体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
<b>BB</b>	受评主体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>B</b>	受评主体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
<b>CCC</b>	受评主体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
<b>CC</b>	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
<b>C</b>	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

<b>正面</b>	表示评级有上升趋势
<b>负面</b>	表示评级有下降趋势
<b>稳定</b>	表示评级大致不会改变
<b>待决</b>	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。