



信用等级通知书

信评委函字[2018]G089-X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拟发行的“新城控股集团股份有限公司2018年公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；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
二零一八年九月二十六日

新城控股集团股份有限公司 2018年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别 AAA
主体级别 AAA
评级展望 稳定
发行主体 新城控股集团股份有限公司
发行规模 本期债券发行总规模不超过人民币21.60亿元（含21.60亿元）。

债券期限 本期债券分为两个品种，品种一为5年期固定利率债券，附第3年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二为4年期固定利率债券，附第2年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和簿记管理将根据本期债券发行申购情况，在发行规模内，由发行人和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权。

债券利率 本期债券票面利率将由发行人和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定，在债券存续期内固定不变。其中本期债券品种一的票面利率在存续期内前3年固定不变；在存续期的第3年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前3年票面利率加调整基点，在债券存续期后2年固定不变。本期债券品种二的票面利率在存续期内前2年固定不变；在存续期的第2年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前2年票面利率加调整基点，在债券存续期后2年固定不变。

偿还方式 本期债券采用单利按年计息，不计复利。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。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“新城控股集团股份有限公司2018年公开发行公司债券（第一期）”信用等级为AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定新城控股集团股份有限公司（以下简称“新城控股”或“公司”）主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。该级别反映了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。中诚信证评肯定了新城控股长三角地区显著的竞争优势、销售业绩大幅增长、项目储备充裕且优质以及良好的财务管控能力等正面因素对公司信用水平的支持。同时，中诚信证评也关注到公司债务规模增长、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。

正面

- 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。目前公司基本完成了全国重点城市群布局，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

概况数据

新城控股	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益(亿元)	138.72	163.68	259.82	267.65
总资产(亿元)	678.02	1,031.71	1,835.27	1,947.87
总债务(亿元)	160.91	262.11	446.84	450.47
营业总收入(亿元)	235.69	279.69	405.26	51.79
营业毛利率(%)	26.81	27.87	35.56	36.41
EBITDA(亿元)	35.64	48.19	90.38	-
所有者权益收益率(%)	17.30	19.28	24.10	5.54
资产负债率(%)	79.54	84.14	85.84	86.26
净负债率(%)	69.36	78.26	87.51	105.44
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；
3、公司 2018.Q1 所有者权益收益率指标经年化处理。

利息的保障能力持续增强并处于很高水平。

关注

- 债务规模不断增长。近年来，公司新增土地储备规模快速提升，导致其财务杠杆比率持续上升，公司未来或面临一定的资本支出压力。
- 关联方往来款及对外担保情况。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、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。

分析师

樊馨裕 cxfan@ccxr.com.cn

范凌霄 lijfan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年9月26日

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）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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

发行主体概况

新城控股集团股份有限公司（以下简称“新城控股”或“公司”）原名为新城控股集团有限公司，成立于1996年6月，系由自然人股东王振华、王杏娣、汤宇平及武进市国洲经济开发总公司出资组建，初始注册资本为200万元。经多次股权变更及增资后，截至2014年12月31日，公司注册资本为110,000万元，股权结构变更为富域发展有限公司持股90.91%，常州德润咨询管理有限公司持股9.09%，实际控制人为王振华。2015年3月27日，经股东大会决议，原公司整体变更设立为股份有限公司，并更名为新城控股集团股份有限公司，注册资本为11.66亿元，变更前后各股东持股比例不变。

2015年5月8日，新城控股和江苏新城地产股份有限公司（以下简称“江苏新城”）（股票简称“新城B股”，股票代码900950.SH）分别召开董事会，审议通过新城控股向江苏新城除新城控股以外的全体股东发行A股股票，并以换股方式吸收合并江苏新城相关事宜。2015年7月29日，该换股吸收合并事宜获得中国证监会并购重组委审核通过，2015年9月21日，公司收到中国证监会出具的《关于核准新城控股集团股份有限公司吸收合并江苏新城地产股份有限公司的批复》（证监许可[2015]2144号），该换股吸收合并进入实施阶段，2015年11月23日，江苏新城股份有限公司收到上海证券交易所以自律监管决定书[2015]392号《关于江苏新城地产股份有限公司股票终止上市的决定》，自2015年11月23日起终止江苏新城股票上市交易。新城控股A股于2015年12月4日上市交易，股票简称“新城控股”，股票代码为601155。截至2018年3月31日，公司总股本为22.57亿股，其中富域发展有限公司（以下简称“富域发展”）持股61.04%，常州德润咨询管理有限公司（以下简称“常州德润”）持股6.10%，实际控制人王振华通过富域发展和常州德润间接持有公司67.14%股份。

公司主营业务为房地产开发与销售。公司产品主要包括住宅和综合体商业项目，项目资源储备以长三角的主要城市为主，目前已进入常州、上海、

南京、苏州、无锡、杭州、镇江、南通、台州等多个城市。同时，公司适时向包括武汉、长沙、长春、青岛、济南、南昌、安庆、成都和海口等珠三角、环渤海和中西部地区有潜力的城市拓展项目。

截至2017年12月31日，公司资产总额1,835.27亿元，所有者权益259.82亿元（含少数股东权益，下同），资产负债率为85.84%。2017年公司实现营业收入405.26亿元，净利润62.60亿元，经营活动现金净流量为-104.85亿元。

截至2018年3月31日，公司资产总额1,947.87亿元，所有者权益267.65亿元，资产负债率为86.26%。2018年1-3月，公司实现营业收入51.79亿元，净利润3.71亿元，经营活动现金净流量为-29.99亿元。

本期债券概况

表1：本期债券基本条款

基本条款	
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2018年公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本期债券发行规模不超过人民币21.60亿元（含21.60亿元）
债券期限	本期债券分为两个品种，品种一为5年期固定利率债券，附第3年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二为4年期固定利率债券，附第2年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和簿记管理将根据本期债券发行申购情况，在发行规模内，由发行人和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权
债券利率	本期债券票面利率将由发行人和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定，在债券存续期内固定不变。其中本期债券品种一的票面利率在存续期内前3年固定不变；在存续期的第3年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前3年票面利率加调整基点，在债券存续期后2年固定不变。本期债券品种二的票面利率在存续期内前2年固定不变；在存续期的第2年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前2年票面利率加调整基点，在债券存续期后2年固定不变
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。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
募集资金用途	扣除发行费用后拟用于偿还公司存续的公司债券

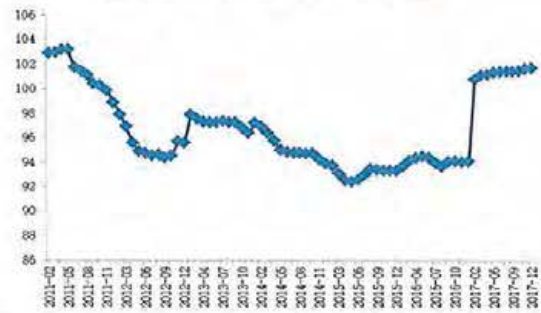
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

房地产行业概况

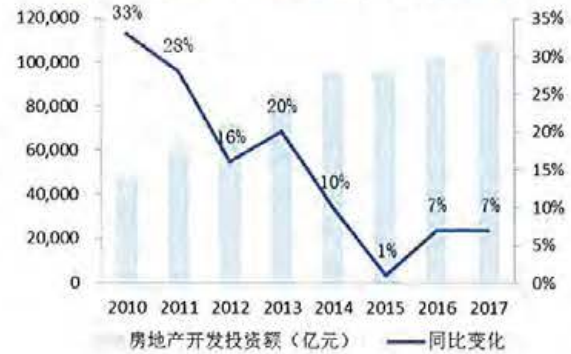
房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来，中国房地产行业得到快速发展，国房景气指数持续提升并于 2007 年 11 月达到历史顶点 106.59 点。此后，受 2008 年次贷危机和紧缩货币政策影响，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年随着国家出台的信贷宽松政策，商品房销售情况有所好转；2010 年，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；2012 年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升，2013 年房地产市场延续上升势头，期内国房景气指数呈波动上升态势；2014 年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑，国房景气指数亦随之下降；进入 2015 年，随着一系列宽松的行业政策出台，中国房地产市场总体上呈现回暖趋势，国房景气指数自 2015 年 6 月开始有所回升并于下半年企稳，上升态势延续至 2016 年上半年。2016 年 10 月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期均有所上升。2016 年房地产市场的明显回暖使得当年房地产业对 GDP 增长贡献率达 7.8%，较上年增加了 5.4 个百分点，房地产业增加值占 GDP 的比重亦达到历史最高位的 6.47%。2017 年以来国房景气指数持续上行，于 2017 年 12 月达到 101.72 点，但 3 月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响，景气指数上升增速出现明显回落。

图 1：2011~2017 年国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图 2：2010~2017 年全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，近年来房地产开发投资额保持增长，但增速有所放缓。根据国家统计局数据显示，2015 年房地产行业投资增速延续回落态势，当年全国房地产开发投资 95,979 亿元，同比增长仅 1.0%；2016 年，良好的销售情况提振了房企信心，当年房地产投资增速有所提升，全年累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.9%，增速较上年上涨 5.9 个百分点。自 2016 年 10 月以来，各地房地产市场调控政策持续收紧，但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平，2017 年全国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。

房地产开发投资资金的到位情况方面，近年来我国房地产开发企业的到位资金规模逐年增长，2015~2017 年房地产开发企业到位资金分别为 125,203 亿元、144,214 亿元和 156,053 亿元，年均复合增长率 11.64%；同期增速分别为 2.63%、15.18%和 8.21%。从资金来源来看，随着房地产市场的回暖，房企资金来源中其他来源（包括定金及预收款和个人按揭贷款）规模及其占比呈快速上升态势，2015~2017 年房企资金来源中定金及预收款

和个人按揭贷款合计分别为 49,182 亿元、66,355 亿元和 72,600 亿元，占比从 2015 年的 39.28% 上升至 2017 年的 46.52%；但受按揭贷款利率持续上升影响，2017 年定金及预收款和个人按揭贷款增速仅为 9.41%，较 2016 年下降 25.51 个百分点。2015-2017 年房企自筹资金和国内贷款规模呈上升趋势，分别为 69,252 亿元、70,645 亿元和 76,114 亿元，占比分别为 55.31%、48.99% 和 48.77%，近年来房企自筹资金比例不断下降，房企融资渠道逐步由直接融资转向银行贷款、信托等传统融资渠道。

表 2：2015~2017 年房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%			
指标	2015	2016	2017
资金来源合计	125,203	144,214	156,053
同比增长	2.6	15.2	8.2
其中：			
自筹资金	49,038	49,133	50,872
占比	39.17	34.07	32.60
同比增长	-2.7	0.2	3.5
国内贷款	20,214	21,512	25,242
占比	16.14	14.92	16.18
同比增长	-4.8	6.4	17.3
利用外资	297	140	168
占比	0.24	0.10	0.11
同比增长	-53.6	-52.6	19.8
其他来源	55,655	73,428	79,770
占比	44.45	50.92	51.12
同比增长	12	31.9	8.6
其中：定金及预收款	32,520	41,952	48,694
同比增长	7.5	29.0	16.1
个人按揭贷款	16,662	24,403	23,906
同比增长	21.9	46.5	-2.0

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，近年房地产新开工面积呈现波动下滑态势。具体来看，2015 年房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎态度，有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出，当期房地产开发企业房屋新开工面积 154,454 万平方米，同比下降 14.0%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下，房地产新开工面积同比下降导致短期内新增

供给量的下滑，有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。2016 年，在一、二线重点城市房地产市场景气度明显提升的带动下，房企纷纷加速开发节奏以及时补充可售货源，全国房地产当年累计新开工面积 166,928 万平方米，同比上升 8.1%。2017 年，房地产开发企业房屋新开工面积为 178,654 万平方米，同比上升 7.0%，较上年下降 1.1 个百分点，随着房地产政策的持续收紧，房地产开发企业新开工面积增速有所放缓。从新开工面积与销售面积的差额来看，近年来商品房新开工面积始终高于同年商品房销售面积，但新开工面积与销售面积差额呈逐年收窄态势。2017 年，全国商品房新开工面积与销售面积差额（差额=新开工面积-销售面积）为 9,246 万平方米，同比下降 3.48%，商品房库存去化压力下降。

图 3：2010~2017 年商品房新开工与销售面积差额



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从销售情况看，得益于频出的利好政策，2015 年全国商品房销售面积与销售金额分别为 128,495 万平方米和 87,281 亿元，同比分别增长 6.5% 和 14.4%；其中商品住宅销售面积和销售金额分别同比增长 6.9% 和 16.6%。2016 年，在宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，当年全国商品房销售面积与销售金额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元，分别同比增长 22.4% 和 34.8%；其中商品住宅销售面积和销售金额分别同比增长 22.4% 和 36.1%。2017 年，全国商品房销售面积和销售金额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.66% 和 13.67%，受 2016 年 10 月及 2017 年 3 月连续出台的房地产调控政策影响，增速均有较

大幅度放缓。值得注意的是，2017年办公楼及商业营业用房销售增长速度均高于住宅，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%。

图4：2010~2017年商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

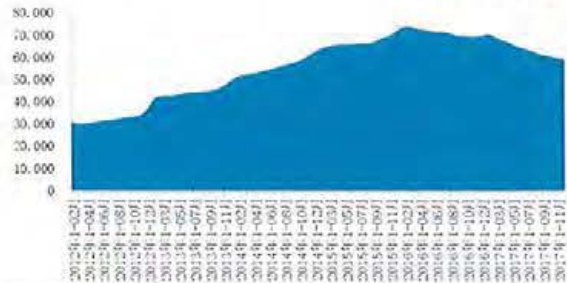
不同区域的销售情况来看，东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域，2017年东部地区商品房销售额74,439亿元，同比增长6.2%，销售额占比达55.68%；同期中部地区商品房销售额28,665亿元，同比增长24.1%；西部地区商品房销售额25,231亿元，同比增长25.9%；东北部地区商品房销售额为5,367亿元，同比增长21.8%。2017年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售情况明显改善。从价格来看，2017年以来全国房价增速有所下降，但整体价格水平依然持续向上，2017年1~12月全国100个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，2017年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%¹。受2016年10月

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；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、

以来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5：2012~2017年全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

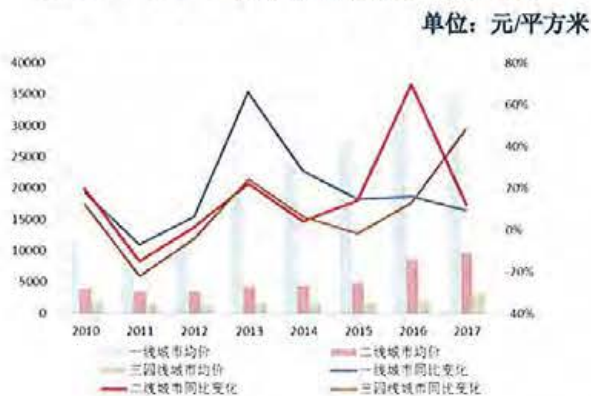
商品房库存方面，2015年以来，尽管房地产投资速度有所放缓，同时销售情况有所回升，房地产市场供需差有所收窄，但供过于求的局面继续存在，截至2015年末，全国商品房待售面积7.19亿平方米，同比增长15.58%，增速较上年末收窄10.54个百分点。2016年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品房库存出现近年来首次下降。截至2016年末，全国商品房待售面积6.95亿平方米，环比增加444万平方米，但较上年末减少2,314万平方米。2017年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品房库存持续下降，截至2017年末，全国商品房待售面积5.89亿平方米，环比减少683万平方米，较上年末减少10,616万平方米。从去化周期来看，以2017年商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期约4.17个月，较2016年缩短1.13个月，但不同城市分化情况仍较为明显，部分三、四线城市仍存在库存压力。

土地市场方面，2015~2017年我国房地产业开发企业购置土地面积分别为22,811万平方米、22,025万平方米和25,508万平方米，同期土地成交价款分别为7,622亿元、9,129亿元和13,643亿元。2017年房地产企业土地购置成本涨至5,348.52元/平方米，近三年年均复合增长率为26.52%。从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。其中，一线城市土地

太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它74个城市。

成交均价涨幅在 2013 年达到近年顶点后，2014 年和 2015 年呈现下降态势，而 2016 年一线城市土地成交均价涨幅小幅回升，同时平均溢价率达 47.06%，较上年提升 19.16 个百分点，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，分别下降 6.49 个百分点和 32.76 个百分点，为 9.49% 和 14.30%；二线城市土地成交均价涨幅 2013-2015 年间小幅波动，而 2016 年则大幅增加 70.2%，较 2015 年提升了 56.2 个百分点，且平均溢价率同比上升 34.84 个百分点至 52.55%，土地市场热度明显上涨，同样受土拍限价影响，2017 年二线城市土地成交均价涨幅及溢价率亦有所回落，分别为 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，2017 年土地均价涨幅提升至 48.37%，较上年上升 35.01 个百分点，平均溢价率升至 37.05%，较上年上升 17.20 个百分点。

图 6：2010~2017 年各能级城市成交土地成交情况



资料来源：中指数据，中诚信证评整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大，随着一系列宽松的行业政策出台，近年来房地产市场总体上呈现回暖趋势，商品房销售均价齐升，库存量持续走低，但随着 2016 年四季度以来一系列房地产调控政策出台，一二线城市商品房销售均价增速有所放缓。

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产市场景气度下行，房价有所下降，随着国家陆续出台救市政策，房价止跌并快速回升。2010 年以

来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个大幅增加近 50 个。2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台“央五条”、定向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。2015 年以来，“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。

2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导。从全国层面来看，依旧维持去库存的政策目标，2016 年 2 月份，政府新出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至 20%，同时调整契税税率，降低购房成本等；3 月份，政府出台二手房营改增政策，以降税的方式引导改善性住房需求；6 月份国家又出台新政鼓励租赁业务的发展，进一步推动房地产市场的去化进程。在全国层面陆续出台宽松的房地产政策的同时，部分重点城市推出了严格的楼市调控政策以抑制房价的过快上涨，2016 年 3 月，上海和深圳率先出台房地产调控政策，提高购房首付比例及非本市户籍居民购房门槛。而其他三四线城市则继续以“去库存”为主基调。2016 年上半年整体房地产政策较为宽松，进入下半年房地产政策开始收紧。2016 年 8 月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，9 月杭州、南京、天津亦重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌等 21 个城市相继出台了限购限贷政策。

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。从

全国层面来看,2017年2月份,中国人民银行、银监会公布通知,在不实施限购措施的城市,家庭首套房的商业性个人住房贷款首付款比例可向下浮动5个百分点;对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭,二套房再次申请商业性个人住房贷款的最低首付款比例调整为不低于30%。在国家因城施策、分类调控的背景下,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、河北省保定市主城区、河北省廊坊市等;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。就各能级城市而言,一线城市仅广州针对居民家庭

施行限售,北京、上海和深圳居民家庭不限售。

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,住房城乡建设部、国家发展改革委、公安部、财政部、国土资源部、人民银行、税务总局、工商总局、证监会等九部门在《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》中指出,人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业,鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展,并选取了广州、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。2017年8月,国土资源部和住房城乡建设部印发《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》,确定将在13个城市,开展集体建设用地建设租赁住房试点。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,多层次住房体系的加速推进,有助于促进房地产市场平稳健康发展。

表3:2016年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2016.02	财政部、国家税务总局、住房城乡建设部	财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》调减房地产契税营业税,对个人购买家庭唯一住房,面积为90平方米及以下的,减按1%的税率征收契税;面积为90平方米以上的,减按1.5%的税率征收契税。
2016.03	财政部、国家税务总局	自5月1日起,个人购买不足2年的住房对外销售的,按照5%的征收率全额缴纳增值税,个人将购买2年以上(含2年)的住房对外销售的,免征增值税。对北上广深四市,个人将购买不足2年的住房对外销售的,按照5%的征收率全额缴纳增值税;个人将购买2年以上(含2年)的非普通住房对外销售的,以销售收入减去购买住房价款后的差额按照5%的征收率缴纳增值税;个人将购买2年以上(含2年)的普通住房对外销售的,免征增值税。
2016.03	上海、深圳市政府	上海、深圳市政府率先出台楼市调控政策,调整非本地居民购房资格要求,上海将缴纳社保年限由3年调增至5年,深圳由1年调增至3年;两地均调增居民购房首付比例。
2016.03-06	沈阳、大连等市政府	以沈阳、大连市为代表的各地政府陆续推出购房优惠政策以实现去库存目标,具体包含大学生购房补贴、公积金贷款额度上涨、农民购房补贴、购房税费减免等利好政策。
2016.06	国务院办公厅	《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》指出,实行购租并举,培育和发展住房租赁市场,是深化住房制度改革的重要内容,是实现城镇居民住有所居的重要途径。要以建立购租并举的住房制度为主要方向,健全以市场配置为主、政府提供基本保障的住房租赁体系,支持住房租赁消费,促进住房租赁市场健康发展。
2016.08-09	武汉、厦门、苏州、杭州、南京市政府	部分重点二线城市出台限购、限贷以及土地调控等政策以抑制房价、地价的过快上涨。
2016.10	北京、天津、苏州、郑州等21个城市政府	十一期间一、二线重点城市密集出台房地产调控政策,在土地、购房资格、首付比例等方面出台严格调控政策,部分城市在前期调控政策的基础上加大调控力度。
2016.11-12	上海、杭州、武汉、郑州、成都等市政府	在前期调控政策的基础上,部分重点城市继续加大调控力度,上海在首套房的认定上认房又认贷,普通住房首付比例增至五成,非普通住房首付增至七成;杭州扩大限购范围,对不能提供自购房之日起前2年内在本市连续缴纳1年以上个人所得税或社会保险证明的非本市户籍居民家庭全面限购。
2017.02	中国人民银行、银监会	中国人民银行、中国银监会要求在不实施“限购”的城市,居民家庭购买首套普通住房的商业性个人住房贷款,在最低首付25%的基础上可再下浮5个百分点;对拥有1套住房且房贷未结清的家庭,再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房,最低首付款比例调

		整为不低于 30%。
2017.03	国务院办公厅	《2017 年两会政府工作报告》指出，因城施策去库存，坚持住房的居住属性，落实地方政府主体责任，加快建立和完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制；加强房地产市场分类调控，房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地，规范开发、销售、中介等行为。
2017.03-06	南京、广州、青岛、厦门、福州、珠海、惠州、成都等市政府及海南省住建厅	继地方政府相继出台限购、限贷政策后，部分城市出台限售令，规定新购买住房的，取得不动产权证未满 2 年的，不得上市交易，不得办理转让公证手续；或新购买的住房须在取得不动产权证满 3 年之后才能上市交易。
2017.07	住房和城乡建设部、国家发展改革委等九部门	《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》指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，以充分发挥国有企业在稳定租金和租期，积极盘活存量房屋用于租赁，增加租赁住房有效供给等方面的引领和带动作用。
2017.08	国土资源部和住房城乡建设部印发《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》	确定将在 13 个城市（第一批包括北京市，上海市，辽宁沈阳市，江苏南京市，浙江杭州市，安徽合肥市，福建厦门市，河南郑州市，湖北武汉市，广东广州市，佛山市，肇庆市，四川成都市），开展集体建设用地建设租赁住房试点。
2017.08	全国土地利用管理工作会议	大力实施节约集约用地，以盘活利用“批而未供土地、闲置土地、城镇低效用地”为主攻方向，推动节约集约用地向纵深发展。
2017.10	十九大报告	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，让全体人民住有所居。
2017.12	中央经济工作会议	促进房地产市场平稳健康发展。要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业关注

在房地产行业政策及融资环境趋于收紧的背景下，房地产企业内外部流动性来源收紧，融资成本上升。随着房企信用债到期高峰的来临，其资金平衡能力面临更高挑战。

2016 年，在相对宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，房地产企业签约销售金额增长明显，为其带来了较为充足的内部流动性来源。2016 年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额占比由上年的 39.28% 上升为 46.01%，金额为 66,355.08 亿元，同比增长 34.92%，较上年同期增速上升 22.89 个百分点。但受 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及预收款和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，房地产企业内外部流动性来源呈收紧趋势。

外部流动性方面，一直以来银行贷款是房企融资的主要方式之一，2016 年和 2017 年房地产开发资金来源于银行贷款资金分别为 18,158 亿元和 20,485 亿元，分别同比上升 4.3% 和 12.80%。2016 年前三季度房企公司债发行政策仍相对宽松，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，2016 年融资环境相对宽松，融资成本整体均处于较低水平。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。在融资渠道收紧、融资成本上升及债券到期高峰到来的背景下，其房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

近年来房地产企业利润空间不断被压缩，行业内兼并收购现象明显，房地产行业集中度进一步提升，具有规模优势的房地产企业可获得更多的流动性补充。

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。据不完全统计，2016 年销售额在 300 亿元以上百亿房企已完成及正在进行中的并购案例已近 100 起，占行业并购数量的 70% 以上，资金、项目及资源等逐步向大型房企聚集。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%，占比超过一半；TOP20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。

表4：2015~2017年国内房企销售额集中度

	2015	2016	2017
TOP3	7.67%	8.88%	12.00%
TOP10	17.05%	18.35%	24.10%
TOP20	23.06%	24.73%	32.50%
TOP50	32.07%	34.59%	45.90%
TOP100	40.05%	43.92%	55.50%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信证评整理

竞争实力

长三角地区领先的市场地位

新城控股自1993年开始房地产开发与经营业务，并迅速成为常州市市场的领先者，在常州市房地产市场占有率保持了领先水平，多年来公司稳居常州市销售冠军。2001年B股上市后，公司项目成功拓展至长三角区域，实现了城市公司向区域公司的跨越；2009年公司战略重心转移至上海，依照深耕长三角地区的战略，多年来公司在长三角地区积累了较强的品牌影响力和市场知名度。2017年，新城控股在苏州、南京、杭州等长三角城市的签约销售金额均位列当地房企销售前10名，行业排名持续巩固。

充足且优质的土地储备

公司依照“以上海为中枢，长三角为核心，并向珠三角、环渤海和中西部地区扩展”的“1+3”原则，深耕长三角的主要城市，已进入常州、上海、南京、苏州、无锡、杭州、镇江、南通、台州等多个经济发达城市，为其持续发展搭建了重要平台。同时，公司适时审慎向珠三角、环渤海和中西部地区有潜力的城市拓展，目前已进入武汉、长沙、长春、青岛、济南、南昌、安庆、成都和海口等多个

城市，进一步优化公司项目区域布局，近年来公司加快扩张速度，目前已基本完成全国化战略布局。

从在建项目来看，截至2017年末，公司在建项目共计127个，在建项目建筑面积为2,665.62万平方米，且公司在建项目主要集中在长三角区域，在建面积为1,734.76万平方米，占总在建面积的65.08%。从拟建项目来看，公司拟建项目建筑面积2,538.61万平方米，其中长三角地区项目建筑面积为1,870.28万平方米，占总建筑面积的52.41%，土地及项目储备充足且区域布局优势明显。

商业物业租金逐渐成为利润的补充

公司以建设“有情怀、不复制、具规模”的高品质购物中心为目标，建立了“新城吾悦广场”商业品牌。截至2017年末，公司在常州、苏州、宁波、南京、成都、海口等城市拥有开业的吾悦系列广场23座，可出租面积合计为142.55万平方米，整体出租率达到97.91%，已基本接近满足状态。随着公司自持物业数量增多，其租金收入保持逐年增长态势，2015~2017年公司分别实现租金收入2.98亿元、4.41亿元和10.19亿元，近三年年均复合增长率为84.92%，商业物业逐渐成为公司收入的重要补充。同期，公司商业物业毛利润分别为2.36亿元、3.51亿元和7.08亿元，近三年年均复合增长率为73.21%。另截至2017年底，公司在建及拟建的商业物业共计48个，预计将于2018~2020年内陆续开业运营，凭借其在商场选址及运营方面累积的经验，可以保证其持有物业租赁收入稳步增长，并成为公司利润的重要补充。

业务运营

得益于较好的品牌影响力、高周转的经营模式，以及长三角地区较强的经济实力和经济发展水平，同时公司坚持以住宅地产与商业地产双轮驱动的模式运营，近年来其收入规模整体保持稳定增长。2015~2017年公司营业收入分别为235.69亿元、279.69亿元和405.26亿元，主要来自于物业销售，近三年公司物业销售收入占营业收入的比例分别为97.48%、96.71%和95.72%，主业运营稳定。2018年一季度，公司实现营业收入51.79亿元，其中物

业销售金额为 46.98 亿元。

表 5：2015~2018.Q1 公司营业收入分板块情况

单位：亿元				
业务类型	2015	2016	2017	2018.Q1
物业销售	229.74	270.49	387.93	46.98
物业出租及管理	2.98	4.41	10.19	4.09
其他业务收入	2.96	4.79	7.13	0.72
合计	235.69	279.69	405.26	51.79

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

房地产项目开发运营

近年来公司坚持“区域聚焦、快速周转、产品多元化”的房地产开发业务发展战略。公司以上海为中枢，长三角为核心，继续深耕已进入的常州、上海、南京、苏州、无锡、杭州、镇江、南通和台州等多个长三角城市。同时，公司亦适时审慎向珠三角、环渤海和中西部地区有潜力的城市拓展，以优化区域布局。公司坚持“高周转”的经营模式，不断推进标准化运营模式，优化公司各条产品线，以缩短土地获取、预售和物业竣工等环节之间的周期，持续提高资产运营效率。

从项目的签约销售来看，受益于合理的产品定位和快速周转的运营模式，近年来，公司坚持住宅和商业地产双核驱动的模式，及时调整开发节奏和销售策略，经营业绩持续快速增长。2015~2017 年公司分别实现销售面积 345.98 万平方米、575.00 万平方米和 928.28 万平方米；同期分别实现合同销售金额 319.29 亿元、650.60 亿元和 1,264.72 亿元。2018 年一季度，公司实现签约销售面积 304.95 万平方米，签约销售金额 378.69 亿元。

产品结构方面，目前公司销售收入主要来自于住宅项目，2015~2017 年住宅项目销售收入占比分别为 65.49%、68.48%和 67.94%。同时，随着公司不断加大对商业项目的投资开发，近年来商业项目销售收入占比有所提升，近三年分别为 34.51%、31.52%和 32.06%。从区域来看，公司房地产销售收入主要来自于长三角地区，杭州、苏州、南京、常州和上海是公司主要的销售收入贡献来源。2017 年公司在上述城市的合同销售金额占当年合同销售总额的比例分别为 14.08%、11.60%、7.77%、7.57%和 6.29%。

表 6：2015~2018.Q1 公司业务运营情况

单位：万平方米、亿元				
指标	2015	2016	2017	2018.Q1
销售面积	345.98	575.00	928.28	304.95
销售金额	319.29	650.60	1,264.72	378.69
结算面积	296.42	326.00	507.78	-
结算金额	249.40	321.08	537.37	-

注：1、上述金额及面积均包含合营项目；

2、商业地产销售面积、销售金额数据不包含车位，住宅地产销售面积、销售金额数据包含车位。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从结算情况来看，受益于待结算资源的增长，近三年公司结算面积和结算金额整体保持稳定增长。2015~2017 年公司房地产项目结算面积分别为 296.42 万平方米、326.00 万平方米和 507.78 万平方米，年均复合增长率 24.80%；同期结算金额分别为 249.40 亿元、321.08 亿元和 537.37 亿元。从结算区域来看，2017 年公司结算项目主要集中在苏州、杭州、南京、青岛 4 个城市，以上城市结算金额合计占比为 45.08%。此外，近年公司已售待结算资源较丰富，截至 2017 年底公司预收账款 508.14 亿元，对公司未来的经营业绩形成了较好保障。

项目运营方面，近年公司适时加大了项目尤其是商业地产项目的开发节奏。2015~2017 年，公司新开工面积分别为 741.22 万平方米、850.02 万平方米和 2,066.26 万平方米；年末在建面积分别为 866.03 万平方米、1,307.36 万平方米和 2,665.62 万平方米。持续扩大的在建面积为公司未来经营业绩的提升提供了较好保障，但同时也需要大量资金投入，需要公司保持良好的流动性。竣工方面，2015~2017 年，公司竣工面积分别为 386.53 万平方米、401.45 万平方米和 724.07 万平方米。2018 年 1~3 月，公司新开工面积和竣工面积分别为 647.65 万平方米和 16.24 万平方米。

表 7：2015~2018.Q1 公司开竣工情况

单位：万平方米、个				
	2015	2016	2017	2018.Q1
新开工面积	741.22	850.02	2,066.26	647.65
竣工面积	386.53	401.45	724.07	16.24
在建项目数量	52	59	127	146
在建面积	897.82	1,307.36	2,665.62	3,321.92

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

从在建项目来看，截至 2017 年末，公司在建项目共计 127 个，在建项目建筑面积为 2,665.62 万平方米。从区域分布来看，公司在建项目主要集中在长三角区域，在建面积为 1,700.74 万平方米，占总在建面积的 63.80%。其中苏州、上海、常州、台州、南京及杭州等城市在建面积占比分别为 10.68%、7.62%、6.98%、5.65%、5.24%和 4.11%。产品结构方面，公司住宅项目在建面积为 1,613.26 万平方米，综合体及商业项目在建面积为 1,052.36 万平方米。另截至 2018 年 3 月末，公司在建项目共计 146 个，在建面积为 3,321.92 万平方米。整体来看，公司目前在在建项目建设体量较大且区域优势明显，较为充足的项目资源可为公司未来业绩增长提供有力支撑，但同时也对公司资金支出提出较高要求。未来公司在区域扩张上依照审慎原则，持续深耕现有长三角区域，同时珠三角、环渤海地区、中部地区亦将成为未来公司重点发展地区。

商业地产方面，近年公司不断加大对综合体商业项目的投资，建立了“吾悦”品牌，涵盖主打国际精品的吾悦国际广场、缤纷动感塑造区域型时尚商业中心的吾悦广场、便捷社区生活中心的吾悦生活广场三大产品线。截至 2017 年末，公司在常州、苏州、张家港、宁波、南京、长春、成都、海口等城市已开业 23 座吾悦系列广场，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。随着公司自持物业数量增多，其租金收入保持逐年增长态势，2015-2017 年公司分别实现租金收入 2.98 亿元、4.41 亿元和 10.19 亿元，近三年年均复合增长率为 84.92%，商业物业租金逐渐成为公司收入的重要补充。另截至 2017 年底，公司在建及拟建的综合体及商业物业共计 48 个，规划建筑面积 1,729.26 万平方米，预计将于 2018-2020 年内陆续开业运营，为公司未来商业物业的持续发展提供较好的支撑。

表 8：截至 2017 年末公司商业物业中已开业的吾悦广场等运营及收入情况

单位：平方米、元

项目名称	开业时间	总建筑面积	可供出租面积	出租率	已出租面积	2017 年出租收入
武进吾悦广场	2012.04	142,226	99,937	99.56%	99,497	145,004,148
吾悦国际广场	2012.12	102,367	61,642	98.15%	60,500	115,128,998
青浦吾悦广场	2014.12	86,349	62,693	99.96%	62,668	101,693,415
吴江吾悦广场	2015.06	110,834	61,628	94.65%	58,332	35,568,271
张家港吾悦广场	2015.09	108,517	61,269	91.73%	56,200	59,365,579
丹阳吾悦广场	2015.12	103,919	67,619	99.26%	67,117	60,128,814
海口吾悦广场	2016.10	111,582	65,634	99.78%	65,488	65,915,875
南昌吾悦广场	2016.11	89,685	60,979	96.22%	58,673	47,983,294
金坛吾悦广场	2016.12	87,225	62,465	100.00%	62,465	52,138,470
安庆吾悦广场	2016.12	100,085	66,124	97.80%	64,666	45,388,314
成都吾悦广场	2016.12	78,315	52,102	100.00%	52,102	48,604,766
桐乡吾悦广场	2017.05	86,046	54,656	99.06%	54,141	43,354,816
衢州吾悦广场	2017.06	86,983	58,540	99.75%	58,396	32,416,849
长春吾悦广场	2017.07	129,581	68,128	96.50%	65,743	41,930,746
诸暨吾悦广场	2017.07	137,089	78,723	92.08%	72,484	14,771,779
镇江吾悦广场	2017.08	81,607	52,843	100.00%	52,843	27,472,122
青岛吾悦广场	2017.07	136,787	79,924	95.35%	76,208	25,535,125
嵊州吾悦广场	2017.10	85,003	56,910	100.00%	56,910	16,549,470
如皋吾悦广场	2017.11	85,195	54,595	100.00%	54,595	12,229,414
宁波吾悦广场	2017.11	92,151	65,976	93.46%	61,659	11,542,127
南京吾悦广场	2017.12	46,022	27,086	100.00%	27,086	3,914,444
成都武侯吾悦广场	2017.12	92,122	53,625	98.51%	52,828	7,925,497
晋江吾悦广场	2017.12	86,748	52,425	100.00%	52,425	5,474,219
新城控股大厦 B 座	2015.12	33,297	31,740	96.57%	30,652	45,876,480
合计	-	2,299,735	1,457,263	-	1,423,678	1,065,913,033

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备

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,公司开启住宅地产和商业地产双核驱动的战略模式。在土地获取方面,公司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。在投资方式上,公司以招拍挂为主,同时辅以合作开发、兼并收购等其他投资方式。

2015~2017年,公司新增土地42宗、35宗和122宗,新增土地建筑面积分别为950.68万平方米、1,424.22万平方米和3,392.80万平方米。2017年以来,公司拿地节奏明显加快,新增项目主要集中在供需关系较为均衡、人口吸附能力较强的省会城市和已布局城市周边的三四线城市,同时土地储备支出金额亦大幅提升,公司未来可能存在一定的资本支出压力。2018年1~3月,公司新增27宗地块,新增项目主要位于江苏、陕西等区域,新增土地建筑面积712.82万平方米,上述区域建筑面积占比分别为14.20%和44.22%,新增土地储备支出金额135.76亿元。

项目储备方面,截至2017年末,公司拟建项目面积为3,568.65万平方米,其中住宅项目面积为2,323.72万平方米,商业项目面积为1,244.93万平方米,其中,青岛、常州、苏州、惠州及成都等城市占比较高,以上城市拟建面积合计占比为35.95%。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,拟建的建筑面积3,568.65万平方米,合计6,845.13万平方米。截至2018年3月末,公司已竣工但尚未出售或租赁的建筑面积672.86万平方米,在建的建筑面积3,321.92万平方米,拟建的建筑面积3,577.00万平方米,合计7,571.78万平方米。

表9: 2015~2018.Q1公司土地储备和新增项目情况

单位: 万平方米、个、亿元

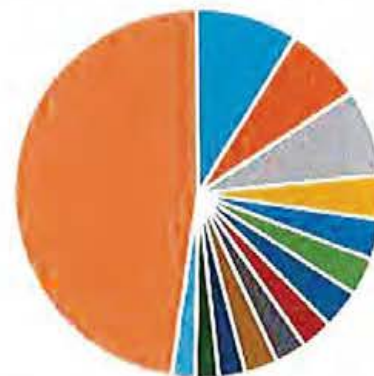
	2015	2016	2017	2018.Q1
新增土地储备	950.68	1,424.22	3,392.80	712.82
新增项目	42	35	122	27
年末拥有项目 建筑面积	2,175.80	3,531.21	6,845.13	7,571.78
新增土地储备 支出金额	237.52	535.81	893.55	135.76

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

从公司拥有项目的储备来看,截至2017年末,公司拥有房地产项目建筑面积²合计6,845.13万平方米,主要分布于全国59个城市。在建及拟建项目区域分布方面,公司项目布局趋于分散,其中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%。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7: 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

² 公司拥有房地产项目建筑面积包括在建的建筑面积、拟建的建筑面积和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。

总体来看,新城控股近年来业务规模呈现稳定增长势头,具备丰富的土地储备且项目资源分布在经济发达的长三角地区,并逐步拓展珠三角、环渤海和中西部区域,区域布局优势明显,未来公司经营业绩有望进一步得到提升。但我们也关注到,公司较大规模商业地产在建、拟建项目对其资金运作能力提出了更高要求。

公司治理

治理结构

目前公司已按照《公司法》、《证券法》、《证券公司监督管理条例》、《上市公司治理准则》以及监管部门的相关要求,建立了以股东大会、董事会、监事会及管理层为主体结构的决策与经营管理体系;并结合公司的实际情况,先后制订和完善了公司《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《独立董事工作制度》、《监事会议事规则》、《总经理工作细则》等一系列公司治理的规章制度,并逐步构建了较为完善的法人治理结构,以提升公司整体的风险管理水平。

公司股东大会由全体股东组成,是新城控股的权力机构,决议以股东决定的形式出具;董事会是新城控股经营决策的常设机构,由7名董事组成,依法行使企业的经营决策权,对股东大会负责;公司设3名监事,是公司常设的监督机构,根据《公司法》、《公司章程》、《监事会议事规则》等规定,负责对董事会及其成员,以及高级管理人员进行监督,依法维护公司和公司全体股东的合法权益,对股东负责并报告工作;管理层负责组织实施股东大会、董事会决议事项,主持企业日常经营管理工作。

内部控制

为适应房地产开发业务特点,公司对内部机构设置进行了调整,强化了集中管控。在生产经营和成本控制方面,突出房地产项目开发各环节的集中统一管理,增强项目开发竞争能力,制订了《项目工程管理规程》、《采购及供应商管理规程》和《项目成本管理规程》等规章制度。

在财务管理方面,公司加大了资金管控力度,规范系统会计核算,制订了《现金业务管理规范》、

《银行票据管理规范》、《金蝶 EAS 财务系统管理规范》等规章制度。同时,公司本部对项目公司的资金需求、调配和使用进行综合控制,以提高资金使用的安全性和效率。

在信息披露方面,公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司信息披露管理办法》、《上海市证券交易所股票上市规则》等相关法律、法规、规范性文件及《公司章程》的有关规定,结合新城控股实际情况,制定了《信息披露事务管理制度》,并根据中国证监会、股票上市地证券交易所关于信息披露的有关要求,按照统一、真实、准确、完整、及时、公开的信息披露原则披露信息。

总体看,公司各项规章制度较为完善,目前已建立了较健全的治理结构和内控体系,能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化,为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

战略规划

根据新城控股制定的发展规划,公司坚持住宅地产与商业地产双核驱动的战略模式,即以住宅开发为主,同时理智选取优质地块进行商业综合体的开发和运营。在住宅地产方面,公司计划形成以“上海为中枢,长三角为核心,并向珠三角、环渤海和中西部地区扩张”的“1+3”战略布局。在商业地产方面,公司计划在全国范围内选择性地获取优质地块进行开发,建立起具有公司特色的商业开发和运营的标准化模型,进一步完善“吾悦”品牌的全国化布局,提升其影响力。在销售方面,公司将在积极去化库存的前提下,把握客户的需求变化,以灵活的销售方式稳步推进合约销售。

在产品与服务创新方面,公司将继续深化产品线研究,实现百年住宅技术标准化、产业化、品牌化布局。在企业管理方面,公司将建立与业务发展相适应的组织结构,加强总部战略规划、项目运营、投融资方案、项目定位、规划设计、成本控制能力,压缩管理层级,最终完成战略总部+区域(城市)事业部+项目三级组织体系和绩效管理体系,形成人才梯队和核心能力。

为进一步提高收益、促进公司快速发展,公司建立了合伙人跟投管理制度,并于2018年3月开

始正式实施，该制度适用于新城控股住宅开发事业部的所有投资项目，跟投人员适用于公司总部及住宅事业部全体正式员工，并分为强制跟投和自愿跟投人员。跟投的具体实施方案由新城控股合伙人委员会负责制定，跟投人员遵循“共创、共担、共享”和“同股同权”的原则参与。

总体看，公司结合自身实际制定的战略规划比较稳健和清晰，其发展战略有望逐步实现。

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年审计报告，以及未经审计的2018年一季度财务报表³。

资本结构

近年来随着公司房地产开发规模的增长及商业地产的投入增加，其资产规模快速提升。2015~2017年末，公司总资产规模分别为678.02亿元、1,031.71亿元和1,835.27亿元，三年复合增长率为64.52%。同期，在项目开发过程中，公司对外融资和预收款项规模较大，致使其负债规模逐年提高，2015~2017年末公司负债总额分别为539.31亿元、868.03亿元和1,575.45亿元，三年年均复合增长率为70.92%。所有者权益方面，得益于公司换股吸收合并江苏新城地产股份有限公司、股东增资、多年利润积累以及少数股东权益的上升，公司所有者权益保持增长，2015~2017年，公司所有者权益（包含少数股东权益）合计分别为138.72亿元、163.68亿元和259.82亿元，三年复合增长率为36.86%。

图8：2015~2018.Q1公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务杠杆方面，受到负债水平增长较快影响，公司财务杠杆水平亦有所上升，2015~2017年，公司资产负债率分别为79.54%、84.14%和85.84%；同期公司净负债率分别为69.36%、78.26%和87.51%。

截至2018年3月31日，公司总资产和负债总额分别为1,947.87亿元和1,680.22亿元，所有者权益合计267.65亿元，资产负债率和净负债率分别为86.26%和105.44%。

从资产构成来看，公司资产主要以流动资产为主。2015~2017年末，公司流动资产分别为514.35亿元、801.74亿元和1,416.53亿元，占总资产的比例分别为75.86%、77.71%和77.18%。公司流动资产主要由货币资金、存货及其他应收款构成。2015~2017年末，公司货币资金余额分别为64.69亿元、134.01亿元和219.47亿元，2016年以来，公司货币资金大幅增长主要系项目预收款增加所致；同期，公司合联营企业增长较多，其他应收款分别为38.41亿元、171.73亿元和285.20亿元，三年复合增长率为172.49%。公司存货主要由开发成本和开发产品构成，2015~2017年末，公司存货余额分别为327.28亿元、394.93亿元和763.79亿元。截至2018年3月末，公司货币资金、存货、其他应收款、长期股权投资、投资性房地产余额分别为168.26亿元、879.37亿元、338.28亿元、131.92亿元和237.43亿元。

³ 公司于2018年1月1日起执行《企业会计准则14号-收入》、《企业会计准则第22号-金融工具确认和计量》、《企业会计准则第23号-金融资产转移》、《企业会计准则第24号-套期会计》、《企业会计准则第37号-金融工具列报》五项会计准则，并进行会计报表披露，不重述2017年比较期间数据。

图 9：2015~2018.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

负债构成方面，公司负债主要由预收款项、其他应付款和计息债务构成。2015~2017 年，公司预收款项分别为 158.49 亿元、298.28 亿元和 508.14 亿元，主要为预收售楼款，2017 年公司销售业绩快速提升，预收款项增幅较大；同期，其他应付款分别为 112.76 亿元、154.98 亿元和 353.32 亿元，主要系与合作方往来款，2016 年以来，随着公司项目的快速推进，应付关联方款项呈较快增长，其他应收款的回收情况及其他应收款来源的稳定性或对公司的信用质量产生影响。截至 2018 年 3 月末，公司合同负债⁴、其他应付款分别为 607.53 亿元、329.88 亿元。

从债务规模来看，随着业务规模的扩大，公司近年来外部融资规模亦逐年增长，2015~2017 年末，公司总债务分别为 160.91 亿元、262.11 亿元和 446.84 亿元，其中 2017 年末公司债务增长主要系短期借款大幅增加所致。债务期限结构方面，2015~2017 年末，公司长短期债务比分别 0.44 倍、0.66 倍和 0.68 倍。截至 2018 年 3 月末，公司债务总额为 450.47 亿元，长短期债务比为 0.37 倍。

总体来看，随着公司项目开发和新增土地储备规模的扩大，公司负债水平随之增长，财务杠杆比率有所提升。

流动性

近年来公司流动资产逐年增长，2015~2017 年末，公司流动资产分别为 514.35 亿元、801.74 亿元

和 1,416.53 亿元，三年复合增长率为 65.95%，占资产总额的比重保持在 75%以上。从流动资产的结构看，公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成，截至 2018 年 3 月末，公司货币资金、存货和其他应收款占流动资产的比例分别为 11.03%、57.64%和 22.17%。

表 10：2015~2018.Q1 公司流动资产分析

项目	单位：%			
	2015	2016	2017	2018.Q1
流动资产/总资产	75.86	77.71	77.18	78.32
存货/流动资产	63.63	49.26	53.92	57.64
货币资金/流动资产	12.58	16.72	15.49	11.03
其他应收款/流动资产	7.47	21.42	20.13	22.17

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，土地储备和项目规模不断提升公司存货规模持续保持增长。2015~2017 年，公司存货净额分别为 327.28 亿元、394.93 亿元和 763.79 亿元，三年年均复合增长率为 52.77%。从存货的构成来看，公司存货主要由拟开发土地、开发成本以及开发产品构成。2017 年末公司存货中拟开发土地、开发成本和开发产品占存货总额的比例分别为 25.71%、67.20%和 7.08%。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 11：2015~2017 年公司存货结构分析

	2015	2016	2017
存货 (亿元)	327.28	394.93	763.79
存货同比增长率	9.72%	20.67%	93.40%
开发成本 (亿元)	257.10	298.75	513.27
开发成本/存货	78.56%	75.65%	67.20%
开发产品 (亿元)	61.60	53.31	54.11
开发产品/存货	18.82%	13.50%	7.09%
拟开发土地 (亿元)	8.57	42.87	196.40
拟开发土地/存货	2.62%	10.85%	25.71%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，公司较早开始致力于研究标准化、模块化的产品设计与开发，并在行业中率先建立了标准化研究基地，不断提高项目的执行能力和管控能力。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。2015~2017 年公司存货周转

⁴ 根据《企业会计准则第 14 号—收入》，合同负债是指企业已收或应收客户对价而应向客户转让商品的义务，截至 2018 年 3 月 31 日，公司预收款项科目余额为 0。

率分别为 0.55 次、0.56 次和 0.45 次；总资产周转率分别为 0.40 次、0.33 次和 0.28 次，周转效率处于行业领先水平。2018 年 1~3 月，公司存货周转效率和总资产周转率分别为 0.16 次和 0.11 次。

表 12: 2015~2018.Q1 公司周转率相关指标

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
存货周转率 (次/年)	0.55	0.56	0.45	0.16
总资产周转率 (次/年)	0.40	0.33	0.28	0.11

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从现金获取能力来看，2015~2017 年，公司经营现金流净额分别为 -9.57 亿元、80.97 亿元和 -104.85 亿元，其中，受到公司在建规模较大和新增大宗地块影响，2015 年公司经营性现金流呈净流出状态，2016 年受预收房款大幅增加影响，公司经营现金流呈较大增长，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。投资活动现金流方面，2015~2017 年，公司投资性现金流净额分别为 -7.98 亿元、-87.07 亿元和 2.44 亿元，2015~2016 年，受公司吾悦系列项目自持物业增加，以及合营企业增加影响，投资性现金流呈净流出态势，2017 年公司收到关联方往来款增多，当年投资性现金流同比增长 102.81%。2018 年一季度，公司经营现金流为 -29.99 亿元，投资性现金流净额为 -78.14 亿元，筹资性现金流净额为 61.38 亿元。

货币资金方面，2015~2017 年末，公司货币资金余额分别为 64.69 亿元、134.01 亿元和 219.47 亿元；同期公司货币资金/短期债务分别为 1.32 倍、1.29 倍和 1.21 倍，公司货币资金能够对短期债务形成较好覆盖。截至 2018 年 3 月末，公司货币资金为 168.26 亿元，货币资金/短期债务为 1.39 倍。

表 13: 2015~2018.Q1 公司部分流动性指标

	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金 (亿元)	64.69	134.01	219.47	168.26
经营活动现金流净额 (亿元)	-9.57	80.97	-104.85	-29.99
经营净现金流/短期债务 (X)	-0.20	0.78	-0.58	-0.99
货币资金/短期债务 (X)	1.32	1.29	1.21	1.39

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

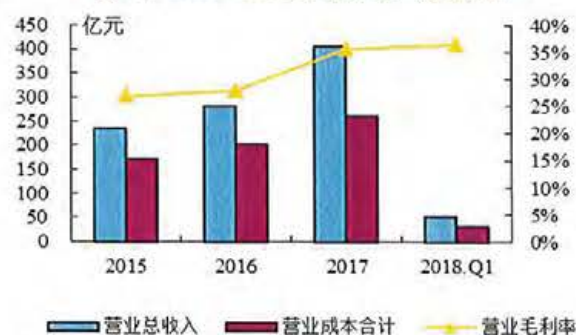
总体来看，公司年末手持货币资金规模对短期

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

公司营业收入主要由物业销售、物业出租构成，以物业销售为主。近年受益于待结算资源的增长，公司营业收入规模整体保持增长态势，2015~2017 年营业收入分别为 235.69 亿元、279.69 亿元和 405.26 亿元。营业毛利率方面，近年公司毛利率水平较为稳定，2015~2017 年分别为 26.81%、27.87% 和 35.56%。此外，截至 2017 年末，公司预收款项金额为 508.14 亿元，较 2016 年末大幅增长 70.35%，对其未来经营业绩的保持提供了较好保障。另 2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 51.79 亿元，营业毛利率为 36.41%。

图 10: 2015~2018.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2015~2017 年公司期间费用分别为 17.92 亿元、25.75 亿元和 42.06 亿元，其中 2017 年，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%；2015~2017 年，公司三费收入占比分别为 7.60%、9.21% 和 10.38%，总体来看，公司期间费用管控能力尚可。

表 14: 2015~2018.Q1 公司三费分析

	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用 (亿元)	7.87	10.32	17.76	3.34
管理费用 (亿元)	8.73	12.70	19.83	4.99
财务费用 (亿元)	1.31	2.72	4.47	1.23
三费合计 (亿元)	17.92	25.75	42.06	9.56
营业总收入 (亿元)	235.69	279.69	405.26	51.79
三费收入占比 (%)	7.60	9.21	10.38	18.46

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润、公允价值变动损益构成。2015~2017年，公司经营性业务利润分别为25.81亿元、34.78亿元和69.39亿元，保持稳定快速增长；公允价值变动收益分别为8.15亿元、5.94亿元和9.11亿元，主要为投资性房地产公允价值。综上，公司近三年分别实现利润总额32.91亿元、42.90亿元和83.71亿元；净利润24.00亿元、31.56亿元和62.60亿元。同期，公司所有者权益收益率分别为17.30%、19.28%和24.10%。此外，2018年1~3月，公司利润总额和经营性业务利润分别为4.84亿元和4.88亿元，公司利润总额低于经营性业务利润主要系当期产生一定资产减值损失所致。



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

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, 公司近年来外部融资规模逐年增长, 2015~2017年末公司总债务分别为160.91亿元、262.11亿元和446.84亿元, 年均复合增长率为66.64%。债务期限结构方面, 2015~2017年末, 公司长短期债务比分别0.44倍、0.66倍和0.68倍。从应付债券的期限来看, 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, 短期偿债压力较为合理。

获现能力方面, 公司 EBITDA 主要由利润总额

构成, 2015~2017年分别为35.64亿元、48.19亿元和90.38亿元, 与利润总额同趋势波动。从主要偿债能力指标表现来看, 2015~2017年公司总债务/EBITDA分别为4.51倍、5.44倍和4.94倍; EBITDA利息保障倍数分别为2.96倍、3.52倍和4.18倍, 公司经营所得对其债务本息的偿还提供了较好保障。

表 15: 2015~2018.Q1 公司部分偿债指标

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
短期债务 (亿元)	49.05	104.20	181.61	120.88
总债务 (亿元)	160.91	262.11	446.84	450.47
EBITDA (亿元)	35.64	48.19	90.38	-
总债务/EBITDA (X)	4.51	5.44	4.94	-
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	-0.27
净负债率 (%)	69.36	78.26	87.51	105.44
资产负债率 (%)	79.54	84.14	85.84	86.26
总资本化比率 (%)	53.70	61.56	63.23	62.73

资料来源: 公司定期报告, 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%, 合联营公司的经营业绩或将对公司担保代偿情况产生影响。

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, 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，中诚信证评评定新城控股集团股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“新城控股集团股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**。

关于新城控股集团股份有限公司 2018年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

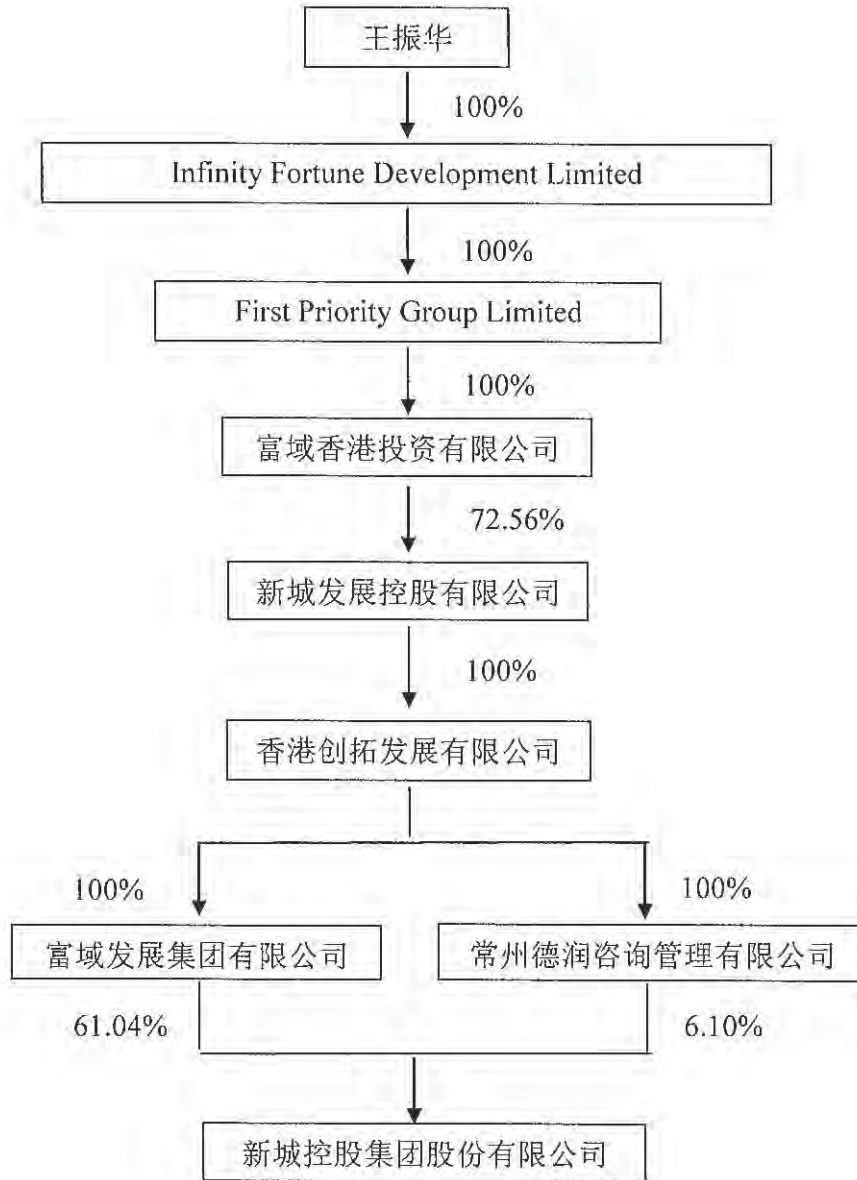
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本期评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

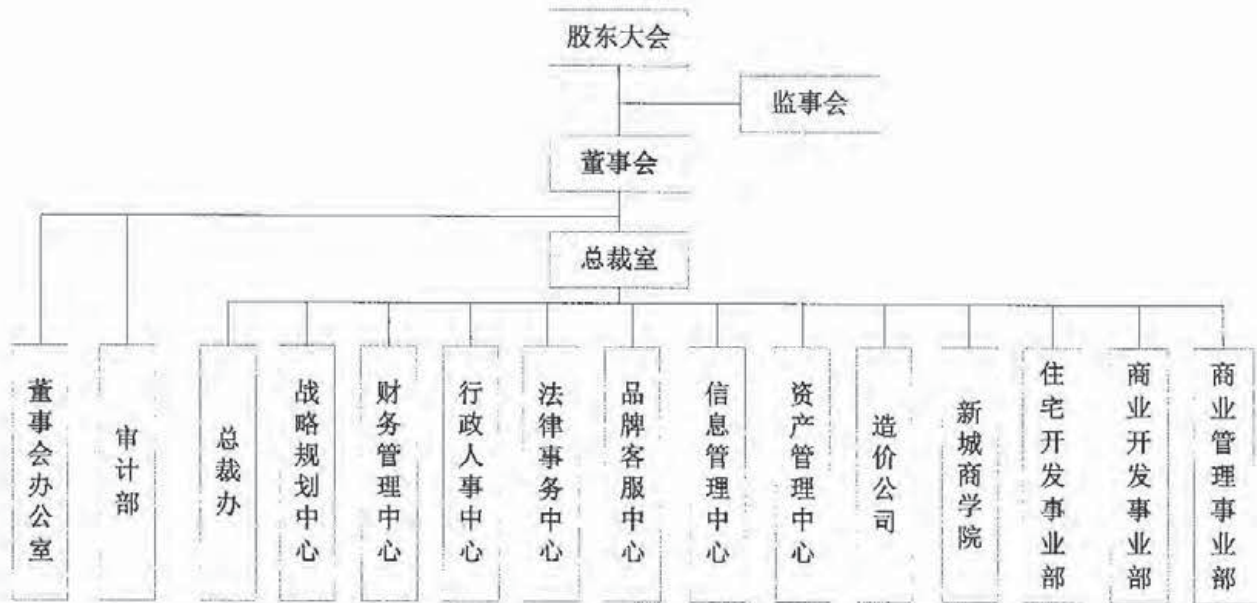
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：新城控股集团股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



附二：新城控股集团股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 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	2018.Q1
货币资金	646,942.08	1,340,140.49	2,194,732.13	1,682,594.60
应收账款净额	560.57	2,591.27	6,887.59	8,569.03
存货净额	3,272,772.69	3,949,255.28	7,637,908.36	8,793,735.37
流动资产	5,143,526.87	8,017,434.39	14,165,326.61	15,255,507.56
长期投资	242,334.56	484,294.54	1,371,175.95	1,319,157.98
固定资产合计	1,278,273.48	1,539,269.00	2,567,946.37	2,589,035.24
总资产	6,780,211.56	10,317,060.75	18,352,666.14	19,478,733.96
短期债务	490,480.77	1,042,019.82	1,816,128.05	1,208,800.41
长期债务	1,118,618.05	1,579,049.02	2,652,314.56	3,295,870.50
总债务	1,609,098.82	2,621,068.85	4,468,442.60	4,504,670.91
总负债	5,393,058.62	8,680,265.32	15,754,488.71	16,802,184.28
所有者权益	1,387,152.94	1,636,795.43	2,598,177.43	2,676,549.68
营业总收入	2,356,879.31	2,796,928.25	4,052,568.48	517,877.95
三费前利润	437,255.47	605,307.13	1,114,458.04	144,345.36
投资收益	11,864.13	15,977.27	53,851.06	5,096.40
净利润	239,960.47	315,593.83	626,036.27	37,133.12
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	-299,861.11
投资活动产生现金净流量	-79,793.27	-870,730.56	24,428.93	-781,428.77
筹资活动产生现金净流量	303,214.43	663,920.10	1,897,010.57	613,751.10
现金及现金等价物净增加额	126,255.48	602,981.29	873,057.23	-467,538.78
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	26.81	27.87	35.56	36.41
所有者权益收益率（%）	17.30	19.28	24.10	5.54*
EBITDA/营业总收入（%）	15.12	17.23	22.30	-
速动比率（X）	0.45	0.58	0.50	0.48
经营活动净现金/总债务（X）	-0.06	0.31	-0.23	-0.27*
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.20	0.78	-0.58	-0.99*
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	86.26
总资本化比率（%）	53.70	61.56	63.23	62.73
净负债率（%）	69.36	78.26	87.51	105.44

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、公司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，故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；

3、2018 年第一季度带“*”指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（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））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

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

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

附五：信用等级的符号及定义
主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	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
AA	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
A	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
BBB	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
BB	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	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
CCC	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
CC	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
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，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。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。