



信用等级通知书

信评委函字[2013] 068号

江苏新城地产股份有限公司：

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“江苏新城地产股份有限公司2013年公司债券”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**AA**，评级展望稳定；本期债券的信用等级为**AA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会

二零一四年三月二十四日

江苏新城地产股份有限公司 2013 年公司债券信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	江苏新城地产股份有限公司
申请规模	人民币20亿元
债券期限	不超过10年
债券利率	固定利率，采取网上与网下相结合的发行方式，票面年利率将根据网下询价结果，由发行人与联席保荐机构（联席主承销商）按照国家有关规定共同协商确定。
偿还方式	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。

概况数据

新城地产	2011	2012	2013
所有者权益（亿元）	40.80	53.76	68.78
总资产（亿元）	290.26	292.81	338.82
总债务（亿元）	79.82	67.83	83.73
营业总收入（亿元）	92.22	143.00	165.84
营业毛利率（%）	37.09	26.94	28.16
EBITDA（亿元）	16.47	18.78	22.88
所有者权益收益率（%）	28.64	25.06	23.80
资产负债率（%）	85.94	81.64	79.70
总债务/EBITDA（X）	4.85	3.61	3.66
EBITDA 利息倍数（X）	2.67	2.69	3.49

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；

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“江苏新城地产股份有限公司 2013 年公司债券”信用等级为 **AA**，该级别反映了本期债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定发行主体江苏新城地产股份有限公司（以下简称“新城地产”或“公司”）主体信用等级为 **AA**。该级别反映了发行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。中诚信证评肯定了公司丰富的项目资源储备和明显的区位优势、快速增长的业务规模、以及领跑行业的资产周转效率等因素对公司信用水平的支持。另外，中诚信证评关注到房地产行业调控政策的持续、高周转的经营模式使公司面临一定的资金压力、区域分布集中度偏高以及自有资本规模有待进一步充实等因素可能对公司信用质量产生的影响。

正 面

- 项目资源储备充裕且区位优势明显。近年来公司持续在长三角沪宁经济走廊沿线的主要城市进行土地储备，充裕的项目资源储备为其长远发展奠定了良好基础；且项目所在地较强的经济实力和经济发展水平亦为项目的开发及销售的顺利实施提供了有力保障。
- 快速增长的业务规模。公司近年以契合政策导向和市场需求的产品精准定位、高周转的经营策略和较高的产品质量赢得了营收规模的快速增长，近三年其营业收入的复合增长率达到 34.10%，竞争实力不断增强。
- 领跑行业的资产周转效率。公司致力于研究标准化开发程序，不断提高项目的开发和销售效率。近年来公司产品从开发到销售均保持了较快的速度，2013 年其存货周转率和总资产周转效率分别为 0.54 次和 0.53 次，周转效率处于行业领先水平。

分 析 师

刘 冰 liu@ccxr.com.cn
田红霞 htian@ccxr.com.cn
樊春裕 cylan@ccxr.com.cn

Tel: (021)51019090

Fax: (021)51019030

www.ccxr.com.cn

2014 年 3 月 24 日

关 注

- 房地产调控政策的持续。从严从紧的房地产调控政策使得房地产市场一改过去十多年高成长的趋势性增长格局，目前调控政策延续，对公司房地产开发运营、产品销售等方面提出了更高的要求。
- 资金压力有所加大。公司高周转的经营模式对财务杠杆依赖程度较高，财务结构稳健性有待加强，且随着项目建设的持续推进，公司融资压力或将增加，使其面临一定的资金压力。
- 区域分布集中度较高。公司目前储备项目和开发项目均位于长三角区域，业务对单一市场区域的依赖程度过高，存在一定的区域集中风险。
- 自有资本规模有待充实。公司自上市以来未进行过股权融资，多年经营对外部融资的依赖程度较高，根据未来公司的发展规划，其业务规模仍将维持高速增长，自有资本规模相对较低可能对其业务发展形成一定制约。

发债主体概况

江苏新城地产股份有限公司（以下简称“新城地产”或“公司”）前身为江苏五菱柴油机股份有限公司，是由武进柴油机厂作为主要发起人设立的股份有限公司。1997年10月，公司在上海证券交易所挂牌上市，股份代码900950，控股股东为武进柴油机厂，占公司股份总数的58.86%。2001年公司实施重大资产重组，武进柴油机厂与江苏新城实业集团有限公司（以下简称“新城集团”）、常州环球房地产发展有限公司（以下简称“环球房产”）及常州泛华科技投资有限公司（以下简称“泛华投资”）分别签署《股权转让协议》，将其持有的58.86%股权分别转让予新城集团29.36%、环球房产22%以及泛华投资7.5%。同年，公司更名为江苏新城房产股份有限公司，主营业务从柴油机业务转型为房地产开发。2005年8月，新城集团收购了环球房产和泛华投资所持有的全部公司股权，股权转让完成后，公司控股股东为新城集团，持股比例为58.86%。2009年1月，公司再次更名为江苏新城地产股份有限公司。2012年11月，公司间接控股股东新城发展控股有限公司在香港联合交易所主板上市。截至2013年12月31日，公司总股本159,318.72万股，控股股东为新城控股集团有限公司（原名江苏新城实业集团有限公司，以下简称“新城控股”），持股比例为58.86%。公司实际控制人为自然人王振华先生。

目前，公司主营业务为房地产开发运营和自有物业管理、出租等。公司产品主要为住宅地产，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、南通等7大城市。

截至2013年12月31日，公司资产总额338.82亿元，所有者权益68.78亿元（含少数股东权益），负债总额270.04亿元，资产负债率为79.70%。2013年，公司实现营业收入165.84亿元，取得净利润16.37亿元，经营活动现金净流量为-2.14亿元。

本期债券概况

表1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	江苏新城地产股份有限公司
债券名称	江苏新城地产股份有限公司2013年公司债券
发行规模	人民币20亿元
债券期限	不超过10年
债券利率	固定利率，采取网上与网下相结合的发行方式，票面年利率将根据网下询价结果，由发行主体与联席主承销商按照国家有关规定共同协商确定
偿还方式	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	偿还公司债务及补充营运资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

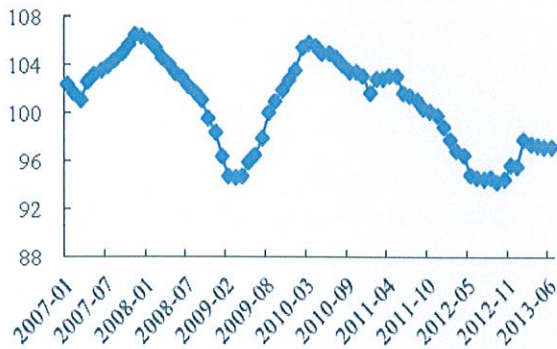
行业分析

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1998年房地产改革以来，中国房地产行业得到快速发展；2008年在次贷危机和紧缩货币政策的影响下，国内房价出现十年来的首次下跌；2009年后，信贷宽松政策刺激了房地产行业的复苏，商品房市场呈现量价齐升的态势；2010年以来，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台了新“国十条”、“新国八条”、“新国五条”等多项调控政策，房地产市场再次进入调整阶段。

从“国房景气指数”运行趋势来看，该指数上一轮的波动是在2007年11月触顶，达到106.59；至2009年3月探底，至94.74。本轮在2010年3月触顶，达到105.89后，在严厉的调控政策影响下，“国房景气指数”从高位开始回落，并于2011年12月份跌落至98.89。2012年以来，前9个月房地产景气程度承接上年下行态势继续走低，截至2012年9月国房景气指数为94.39，较2011年末降低4.5。随着九、十月房地产传统销售旺季的到来，加之开发商资金状况有所改善，开工能力增强，房地产景气程度缓慢回升。截至2012年12月国房景气指数为95.59。进入2013年，国房景气指数承接回升势头，截至6月已上升至97.29。

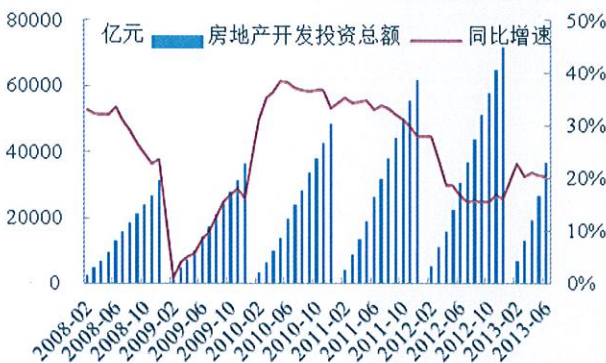
图 1：2007~2013.H1 我国房景气指数



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

2008~2012 年间，我国房地产投资总额逐步增长，五年复合增长率达到 23.16%。具体来看，2008 年受全球金融危机的影响，房地产行业深幅调整，房地产开发投资增速下降。2009 年以来，为稳定经济增长，中国政府出台了多项信贷、消费政策，支持房地产行业平稳调整。2010 年全年房地产开发投资 48,259 亿元，同比增长 33.20%。伴随着房价的过快上涨，政府对房地产的政策取向由支持逐步转向收紧，房地产行业投资增速放缓。根据国家统计局数据显示，2011 年全国共完成房地产开发投资 61,780 亿元，同比增长 27.90%，增速下降 5.3 个百分点。

图 2：2008~2013.H1 全国房地产开发投资情况

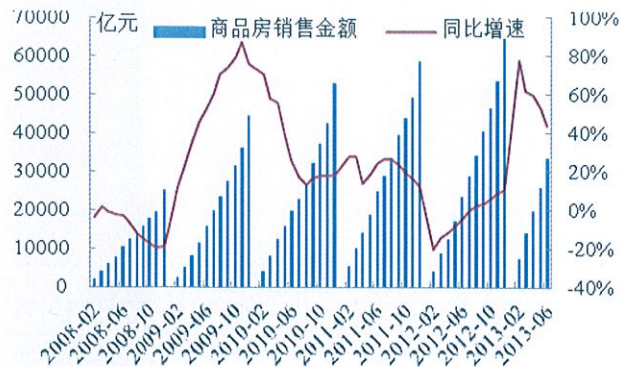


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

2012 年全国房地产开发投资 71,804 亿元，同比增长 16.2%，增速回落 11.9 个百分点。其中，住宅投资 49,374 亿元，增长 11.4%，占房地产开发投资的比重为 68.8%。同期，房地产开发企业房屋施工面积 573,418 万平方米，比上年增长 13.2%；其中，住宅施工面积 428,964 万平方米，增长 10.6%。2012 年，房地产开发企业土地购置面积 35,667 万平方米，比上年下降 19.5%，土地成交价款 7,410 亿元，下降 16.7%。2012 年房地产开发投资和新开

工面积增长速度均有所回落，投资趋于平稳。2013 年 1~6 月，全国房地产投资 36,828 亿元，同比增长 20.3%，增速基本保持稳定。未来房地产调控政策将更注重长期化、制度化，这有助于稳定房地产企业的投资预期。

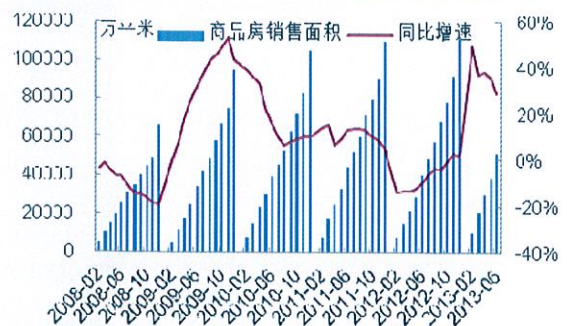
图 3：2008~2013.H1 全国商品房销售金额及增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从需求情况看，2010 年以来我国商品房销售面积及销售金额保持逐年上升态势，但随着政策效益的显现，房地产市场需求出现萎缩，商品房销售增长缓慢。2010 年全国商品房销售面积 104,764 万平方米，同比增长 10.1%；销售金额 52,721 亿元，同比增长 18.3%，增速较 2009 年大幅下降。2011 年全国商品房销售面积和销售额增速分别较上年度下降 5.2 个百分点、6.2 个百分点。

图 4：2008~2013.H1 全国商品房销售面积及增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

2012 年全国商品房销售面积 111,304 万平方米，同比增长 1.8%，增速降低 3.1 个百分点；商品房销售额 64,456 亿元，同比增长 10%，增速降低 2.1 个百分点。从月度数据看，全国商品房销售在前三季度依旧呈现出低迷态势，房屋销售面积同比降低 4.0%，而销售额仅增长 2.4%。而四季度以来随着开发商积极推盘，当期成交量上涨，并导致全年整体的商品房销售量微增。2013 年上半年全国实

现商品房销售面积 51,433 万平方米，同比增长 28.7%；销售金额 33,376 亿元，同比增长 43.20%。一方面是延续去年年底的回暖态势；另一方面是由于国务院发布“国五条”至各地地方细则出台的一个月时间里，赶末班车效应促使交易量陡然上涨。

货币政策方面，2012年我国货币政策在稳健的基调下，中国人民银行两次利率下调、两次存准率下调，相比2011年，货币供给总体缓慢放松。尽管相关部门仍然严格执行“差别化房贷”政策，但2012年房地产贷款的上升势头比较强劲，个人购房贷款、地产开发贷款增速有所回升。截至2012年末，主要金融机构及主要农村金融机构、城市信用社、外资银行人民币房地产贷款余额12.11万亿元，同比增长12.8%。其中，地产开发贷款余额8,630亿元，同比增长12.4%；房产开发贷款余额3万亿元，同比增长10.7%；个人购房贷款余额8.1万亿元，同比增长13.5%。

表2：2010~2012年房地产开发投资资金来源

	单位：亿元		
	2010	2011	2012
资金来源合计	72,944	83,246	96,538
增速%	26.20	14.10	12.7
其中：			
自筹资金	26,637	34,093	39,083
占比%	36.52	40.96	40.48
增速%	48.40	28.00	11.7
国内贷款	12,564	12,564	14,778
占比%	17.22	15.09	15.31
增速%	10.60	0.00	13.2
利用外资	790.68	813.63	402
占比%	1.08	0.98	0.42
增速%	64.90	2.90	-48.8
其他来源	32,952	35,775	42,275
占比%	45.17	42.98	43.79
增速%	17.70	8.60	14.7

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

据国家统计局统计，2012年，房地产开发企业本年资金来源累计9.65万亿元，比上年增长12.7%，增速比上年回落1.4个百分点。从资金来源结构来看，2012年房地产开发资金来源中自筹资金占比40.48%，其他资金占比43.79%；在其他资金中，定金及预收款2.66万亿元，增长18.2%，个人按揭贷

款1.05万亿元，增长21.3%。由此可见，内部融资和销售回款仍为房地产开发最主要资金来源。

总体来看，中国房地产行业在经历了快速发展后进入目前调整阶段，随着国家宏观调控政策的加强，房价上涨和销售量增速均将回落并逐渐回归理性。

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波动较大的行业。2008年受金融危机的影响，房地产行业出现短暂衰退，国家出台刺激性救市政策，此期间房价经历由跌到飞速上涨的V字型走势。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，同时1,000万套保障性住房建设提前实现。

2012年中央及相关部委继续坚持房地产调控从紧的方向。一方面不放松二套房首付比例，限制、停贷三套以上房屋的贷款，通过严格执行差异化信贷政策和限购政策，抑制投资投机性需求，并通过督查等方式确保政策落实到位；另一方面，多个地方政府为支持合理自住需求，调整公积金制度，提高购置首套房贷款额度，使得合理自住需求得到一定释放。此外，中央继续推进土地市场管理和改革，加大土地供应，特别是加大保障房土地供应量及相应资金支持力度，以增加市场有效供给。与此同时，随着我国税收制度改革的逐步推进，房产税扩大试点范围的预期也不断增强。

2013年初，国务院出台“新国五条”，进一步明确了支持自住需求、抑制投机投资性购房是房地产市场调控必须坚持的一项基本政策。3月1日发布的《关于继续做好房地产市场调控工作通知》（即“国五条细则”），在“国五条”的基础上进一步明确中央政府对房地产的调控决心与力度，旨在稳定房价、抑制投机性购房，并结合供给端的调整以期建

立与完善房地产健康发展的长效机制。

表3：2012年以来房地产行业相关政策一览

时间	政策	主要内容
2012.01	国务院常务会议	继续严格执行并逐步完善抑制投资性需求的政策措施，促进房价合理回归，采取有效措施增加普通商品房供给。
2012.02	中国人民银行金融市场工作座谈会	继续落实差别化住房信贷政策，加大对保障性安居工程和普通商品住房建设的支持力度，满足首次购房家庭的贷款需求。
2012.02	国土资源部《关于做好2012年房地产用地管理和调控重点工作的通知》	科学合理地编制2012年住房用地供应计划，计划总量原则上不低于过去5年平均实际供应量，其中保障性住房、棚户区改造住房和中小套型普通商品住房用地不低于总量的70%，确保保障性安居工程住房用地。
2012.03	政府工作报告	继续搞好房地产市场调控和保障性安居工程建设，严格执行并逐步完善抑制投机、投资性需求的政策措施，进一步巩固调控成果，促进房价合理回归。增加普通商品住房公积，加快建设城镇住房信息系统，改革房地产税收制度，促进房地产市场长期平稳健康发展。
2012.04	中国银行监督管理委员会	2012年银行业监管重点：防范房地产贷款风险，健全和完善差别化信贷政策，加强对保障性安居工程建设的信贷支持。
2012.06	国土部、发改委发布禁止用地目录	国土部、发改委联合印发《限制用地项目目录（2012年本）》和《禁止用地项目目录（2012年本）》。别墅类房地产项目首次列入目录。
2012.07	国土部、住建部紧急通知	坚持房地产调控不放松，密切配合做好各项工作，不断巩固调控成果，坚决防止房价反弹。
2012.09	住建部：对房价过快上涨地区问责	继续坚定不移地贯彻执行房地产市场调控政策，适时对执行调控政策不力、放松调控政策，造成房价过快上涨的地区实行问责。
2012.11	四部委《关于加强土地储备与融资管理的通知》	国土部、财政部、央行和银监会四部委联合发布《关于加强土地储备与融资管理的通知》要求加强土地储备管理，强化土地储备融资风险管控。
2012.12	中央政治局会议	大力保障和改善民生，健全城乡公共就业服务体系，加强房地产市场调控和住房保障工作。
2013.02	国务院常务会议	“国五条”：完善稳定房价工作责任制；坚决抑制投机投资性购房；增加普通商品住宅及用地供应；加快保障性安居工程规划建设；加强市场监管。
2013.03	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关的通知》	二手房交易的个人所得税由交易总额的1%调整为按差额20%征收。
2013.05	国务院批转发改委《2013年深化经济体制改革重点工作的意见》	深入推进政治体制改革，积极推动民生保障、城镇化和统筹城乡相关改革；扩大个人住房房产税改革试点范围；健全保障性住房分配制度。
2013.06	国务院出台措施加快棚户区改造	增加财政投入，引导金融机构加大对棚户区改造的信贷支持，落实相关政策，鼓励和引导民间资本通过投资参股，委托代建等形式参与棚区改造。

资料来源：中诚信证评整理

整体来看，鉴于房地产行业在国民经济中的重要地位，国家不断加大对其调控力度。目前在坚持房地产调控不放松的前提下，中央也在加紧完善房地产调控的长效机制，重点研究在推进新型城镇化的背景下，加强不动产登记、房地产税收、差别化信贷等手段，并通过土地制度改革、保障房建设调整供需结构，有效平衡经济增长与抑制投资投机，为房地产市场长期健康发展提供保障。

行业关注

房企分化更趋明显，行业集中度持续上升；同时，行业利润水平逐渐回落，且未来继续回落的趋势基本确立

近年来，持续偏紧的政策调控、紧缩的信贷政策和日益高企的土地价格压缩了行业内中小企业的生存空间，行业集中度逐步提高，行业竞争的重心将倾向于资本实力及品牌影响力。据国家统计局数据显示，2012年全国行业排名前10的房产企业销售额占全国市场的比例达12.46%，较上年同期增长了2.03个百分点；行业排名前20的房企销售金额占比为17.31%，同比增长了2.77个百分点。未来资本实力较强且具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合

中占据优势和主动地位，通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额，综合实力将有望得到进一步提升，行业集中度将持续上升。

随着行业深度调整，房地产企业普遍采取以价换量的策略来加快销售周转，同时提升企业土地储备周转率以提高盈利水平，房价上涨趋势明显放缓。因此，通过土地溢价来获得较高利润的时代已经过去，整个行业的利润水平逐渐回落，未来继续回落的趋势基本确立。

房地产市场区域性分化加剧，一二线城市短期受限于政策，但中长期优势依然突出；三四线城市潜在供应过剩风险不容忽视

一、二线城市自2010年以来深受调控影响，市场需求被严重积压，而随着2012年政策效应基本释放完毕，需求得以集中显现；而三、四线城市未在本轮调控政策的覆盖区域，由于近年来在整个行业层面上出现了进军三、四线的浪潮，导致前期诸多热点三、四线城市市场快速膨胀，市场有效需求正遭遇阶段性低谷。从全国24个样本城市中看，2012年一、二线城市的销售面积同比分别上涨33%和32%，而三、四线城市涨幅较2011年大幅收窄。

未来我国房地产市场运行将呈现更加明显的区域性分化特征，一线城市潜在需求尤其是刚性需求强劲，但供应量不足，住房供需矛盾进一步突出，房价上涨压力加大；二线城市供求基本平衡，价格未来的走势取决于经济和人口的辐射力和吸引力；三、四线城市的供应量较大但潜在需求不足，供应过剩风险不容忽视。

竞争实力

作为区域房地产开发龙头企业，公司具备快周转开发模式、标准化开发程序以及产品质量较高等优势，并建立了一定的品牌影响力

作为长三角地区房地产开发龙头企业，公司连续8年获江苏省房地产业综合实力“五十强”第一位；自2007年起在“中国华东房地产公司品牌价值TOP10”中排名第一位，在长三角地区亦处于行业领先地位。目前，公司对房地产开发项目采取“快速周转”的业务模式，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，形成了快速开发项目的出色执行能力。与此相应地，公司制定了标准化开发程序，使用标准化程序、组件和单位开发物业。公司产品标准化模式已自成体系，目前住宅产品线分为“幸福启航”、“幸福乐居”、“幸福圆梦”、“幸福尊享”四个系列共计25类产品，匹配市场中的各类客户需求。产品组合多样化方面，公司开发和销售各式住宅物业，包括高层住宅，多层住宅，联排住宅等，为目标客户提供多样住宅物业，在区域市场中建立了良好的品牌影响力。

房地产开发经验丰富，土地储备地理位置优越

公司管理团队在房地产开发行业拥有丰富经验，主要高管人员均有近二十年的房地产开发运作经验，为公司发展战略的架构、经营策略的制定、项目运营管理能力的提升奠定了良好的基础。近年来，公司依照“有选择性的区域聚焦”原则，在长三角的主要城市进行土地储备，已进入常州、上海、南京、苏州、无锡、杭州、南通等7大经济发达城市，为其持续发展搭建了重要平台。目前，公司拥有土地储备规划建筑面积达692.31万平方米，现有土地储备能够满足其未来2至3年的开发需求；且项目资源所在地区较强的经济实力和经济发展水平亦有利于项目开发及销售的顺利实施。

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，公司近年来收入规模保持稳定增长态势。2011~2013年公司营业收入分别为92.22亿元、143.00亿元和165.84亿元，近三年复合增长率达到34.10%。目前公司营业收入主要包括房屋销售收入和物业管理及其他收入，其中房屋销售收入是其营业收入的主要来源，2011~2013年房屋销售收入占营业收入的比例分别为99.12%、99.13%和99.00%，主业运营稳定。

表 4: 2011~2013 公司营业收入分板块情况

单位: 亿元			
业务类型	2011	2012	2013
房屋销售收入	91.41	141.77	164.17
物业管理及其他	0.81	1.24	1.67
合计	92.22	143.00	165.84

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

近年来公司采取高周转的经营策略, 在房地产调控政策的影响下, 近几年项目新开工及在建面积呈现振荡增长趋势。2011~2013 年, 公司新开工面积分别为 206.76 万平方米、169.85 万平方米和 270.17 万平方米。其中 2012 年新开工面积有所回落, 主要受调控政策导致行业整体景气度下滑的影响, 相应的在建面积也有所回落。2013 年以来, 随着房地产景气程度缓慢回升, 公司继续加大项目开发建设力度, 2013 年末公司在建面积为 339.45 万平方米, 新开工面积的增长为公司未来经营业绩的增长提供了较好保障, 但快速增长的新开工项目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, 公司近三年竣工面积呈现稳定增长态势。2013 年全年, 公司竣工面积为 241.44 万平方米, 高于年初计划水平。

表 5: 2011~2013 年公司开竣工情况

单位: 万平方米			
	2011	2012	2013
新开工面积	206.76	169.85	270.17
竣工面积	140.08	198.15	241.44
在建面积	336.31	307.97	339.45

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

销售方面, 得益于合理的产品定位和快速周转的运营模式, 公司总体销售呈现增长趋势。2013 年, 公司销售面积和销售金额分别为 170.22 万平方米和 171.09 亿元, 分别同比增长 16.43% 和 30.44%。产品毛利方面, 2011~2013 年, 公司房地产销售毛利率¹分别为 37.79%、27.34% 和 28.37%, 其中 2013 年毛利水平略有回升主要受结转项目结构变化以及降价项目部分消化完毕的推动。

¹ 房地产销售毛利率 = (主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入

表 6: 2011~2013 年公司业务运营情况

单位: 亿元、万平方米、元/平方米			
指标	2011	2012	2013
销售面积	113.43	146.20	170.22
销售金额	116.67	131.16	171.09
结算面积	117.78	157.21	183.53
结算金额	91.41	141.77	164.17
已售未结算面积	144.55	133.54	118.63
已售未结算金额	123.60	112.99	116.20

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从结算情况来看, 随着业务规模的增长, 2011~2013 年公司结算面积和结算金额亦呈现稳定增长态势。2013 年, 公司房地产项目结算面积 183.53 万平方米, 同比增长 16.74%; 结算金额 164.17, 同比增长 15.80%。2013 年公司结算金额稳步增长, 主要由于结算面积有所增加的影响。截至 2013 年 12 月 31 日, 公司已销售未结算资源面积达到 118.63 万平方米, 对应的合同金额合计约为 116.20 亿元, 较年初小幅增长, 较好地保障了公司 2014 年的业绩。

项目区域分布方面, 公司房地产销售收入主要来自于长三角地区。具体来看, 常州市和上海市是公司最主要的销售收入贡献来源, 2011~2013 年, 常州市和上海市销售金额合计占当年销售收入的比例分别为 77.19%、78.89% 和 79.72%。从在建项目的区域分布来看, 近年来公司在建项目中常州地区的在建项目约占当年在建面积的 36.18%, 较上年明显下降, 公司对单一区域的依赖性逐渐减弱, 区域多元化效果逐渐呈现。公司在区域扩张上依照审慎原则, 持续深耕现有区域, 同时环渤海地区、中部地区亦将成为未来公司重点发展地区。

表 7: 2011~2013 公司在建项目分布情况

单位: 万平方米			
区域	2011	2012	2013
常州	172.97	150.14	122.80
南京	18.74	39.90	64.97
上海	92.91	52.86	49.99
苏州	34.17	49.79	78.49
无锡	17.51	15.28	23.20
合计	336.31	307.97	339.45

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

土地储备

在房地产政策调控不放松、土地市场持续调整

的背景下，公司在新项目获取上保持了相对审慎的态度，2011年以来公司拿地及项目合作节奏有所放缓。2011~2013年，公司当年新增项目分别为4个、7个和10个，新增土地规划建筑面积分别为48.15万平方米、76.83万平方米和176.55万平方米。截至2013年末，公司共有待开发宗地面积合计166.01万平方米，规划建筑面积达352.86万平方米。按照目前新开工面积计算，公司现有土地储备能够满足其未来2-3年开发需求。

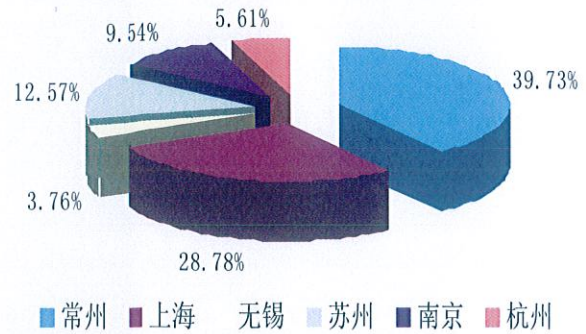
表8：2011~2013年公司土地储备和新增项目情况

	单位：万平方米		
	2011	2012	2013
新增土地储备	48.15	76.83	176.55
当年土地储备	749.83	684.83	692.31
新增项目数（个）	4	7	10

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从土地储备的区域分布来看，目前公司主要在长三角沪宁经济走廊沿线的主要城市进行土地储备。2013年公司新增土地储备项目10个，总占地面积70.15万平方米，土地成本合计64.03亿元，包含上海金山新城B-17地块、南京九龙湖地块、苏州吴江经济开发区清树湾WJ-J-2013-023、024两个地块、杭州余杭经济开发区地块和杭州申花蓝孔雀地块、杭州未来科技城地块、松江区永丰街道中山西路一号B地块和南通通宁大道西、永兴大道北地块，适量充足的土地储备，为公司后续项目的持续开发提供了有力保障。从产品类型来看，公司目前以住宅开发项目为主，少量产品为住宅配套商业地产项目。截至2013年末，公司土地储备的规划建筑面积为352.87万平方米，其中常州市的土地储备占比为39.73%，占比较上年明显下滑。未来，公司将密切关注土地市场变化，多渠道获取土地，除以全资招拍挂方式获取项目外，继续通过项目合作等方式，不断增加公司土地资源储备和不断优化土地储备区域分布。

图5：截至2013年末公司土地储备区域分布情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

物业管理及其他业务

公司其他业务主要包括房地产开发项目配套的物业管理业务，以及极少量物业出租业务。目前公司旗下共拥有2家物业管理公司，管理住宅小区近52个，面积达1,319万平方米。随着公司房地产竣工交付项目的持续增加以及近年来公司持续加大物业费清缴力度，公司物业管理业务收入呈现稳步增长态势，2011~2013年，公司共实现物业管理收入0.70亿元、0.99亿元和1.32亿元。公司物业出租收入主要来自于房地产开发项目尾盘的出租收入，业务收入占营业收入比重较低。

作为房地产开发重要的配套产业，公司近年来致力于提升物业管理的服务水平，总体服务能力不断提升。2010年，公司物业蝉联“2012中国物业服务百强企业”，并同时荣获“2012中国物业服务百强企业服务质量TOP10”及“2012中国物业服务百强满意度领先企业TOP10”。随着物业服务能力的不断提升和规模的持续扩大，未来公司物业管理收入亦将有所增长。

总体来看，作为区域地产龙头企业，公司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，未来公司经营业绩有望得到进一步提升。但我们也关注到，公司大量的在建、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》、《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《章程》、《董事会审计委员会年报工作规程》、《独立董事年报工作制度》等一系列公司治理的规章制度。公司强化了总部管理，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。

公司在业务、人员、资产、机构和财务五方面独立完整，不存在控股股东占用、支配公司资产等问题，控股股东与公司各自职能部门之间无从属关系，公司财务部门具有独立的会计核算体系和财务管理体系，其管理模式和流程符合现代企业规范。

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，公司制订了《信息披露管理办法》、《重大信息内部报告制度》等相关制度。同时，为进一步规范公司内幕信息管理，保护广大投资者利益，公司根据监管部门要求，进一步完善了内幕信息知情人管理制度，并严格履行《内幕信息知情人登记管理制度》。

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

根据公司制定的 2013~2017 年发展规划，其将以住宅地产业务为核心，坚持房地产主业与资本运

营协调发展和良性互动的发展模式。同时，公司未来将继续巩固其既有区域市场地位，以市场为导向，以经济效益为核心，坚持“有选择性的区域聚焦”原则，在已进入城市开发多种产品，并有选择性地进入其他区域。

具体而言：在产品类型上，公司的产品定位以开发高性价比的住宅产品为主，重点关注首次置业和首次改善性需求。在项目区域上，公司将继续关注一线城市资源项目，重点转向二线城市的广阔市场，到 2017 年完成江苏、上海、浙江、安徽、山东等 10 个省市的战略布局。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。

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。

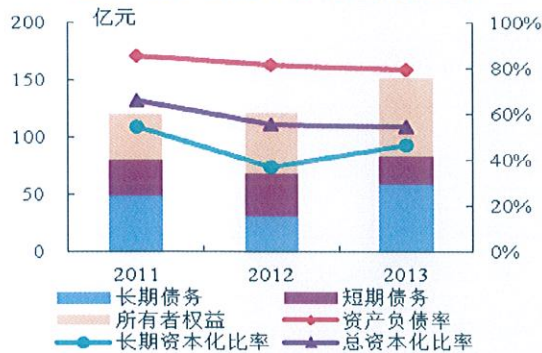
财务分析

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 2011-2013 年审计报告。

资本结构

近年来随着公司房地产开发规模的增长，资产规模稳步提升。截至 2013 年末，公司资产总额达到 338.82 亿元，近三年复合增长率为 8.04%。同期，在项目开发过程中，公司对外部融资和上游商业信用依赖程度较高，加之预收款项规模较大，致使其负债规模持续处于较高水平。2011~2013 年公司负债总额分别为 249.46 亿元、239.04 亿元和 270.04 亿元。所有者权益方面，虽然公司近三年无股权融资充实自有资本，但得益于多年利润积累，自有资本实力不断增强。截至 2013 年末，公司所有者权益合计 68.78 亿元，近三年复合增长率为 29.84%。

图 6: 2011~2013 年公司资本结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

财务杠杆方面, 受益于持续增强的自有资本实力, 近年来公司财务杠杆比率呈逐年下降态势。截至 2013 年 12 月 31 日, 公司资产负债率和总资本化比率分别为 79.70% 和 54.90%, 剔除预收账款后资产负债率为 72.13%, 但与行业内其他上市房地产企业相比, 公司财务杠杆比率仍处于较高水平。

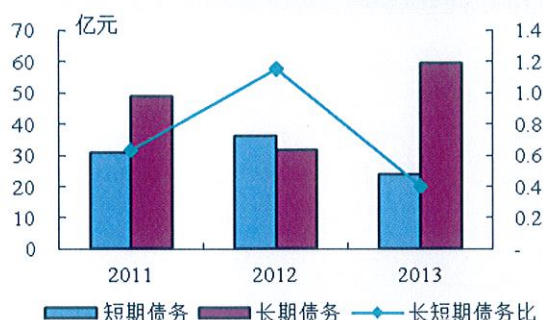
表 9: 截至 2013 年 12 月 31 日部分房地产上市公司资本结构比较

公司	总资产 (亿元)	资产负债率	剔除预收账款后资产负债率
万科 A	4,792.05	78.00%	67.43%
招商地产	1,340.40	70.97%	59.68%
金融街	760.71	67.85%	61.87%
荣盛发展	594.05	78.99%	69.09%
世茂股份	500.88	67.61%	64.51%
新城地产	338.82	79.70%	72.13%

资料来源: Wind 资讯, 中诚信证评整理

从债务期限结构看, 2011~2013 年公司长短期债务比分别为 0.63、1.15 和 0.40。鉴于住宅项目的开发周期较长, 长期债务为主的融资结构将更有利于运营资金的稳定性, 2013 年以来, 公司新增债务以长期贷款为主, 使得其当年末长短期债务比下降至 0.40。本期债券成功发行后, 公司债务期限结构将得到进一步优化。

图 7: 2011~2013 年公司债务结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司财务杠杆比率长期处于行业较高水平。未来公司仍有较大规模的项目开发及土地储备支出的资金需求, 或将推动其杠杆比率的上升, 中诚信证评对公司财务结构的稳健性及可能面临的债务压力给予持续关注。

流动性

近年来公司流动资产规模逐年增长, 截至 2013 年末, 公司流动资产为 325.27 亿元, 近三年复合增长率为 8.04%, 占资产总额的比重保持在 96% 左右。从流动资产的结构看, 公司流动资产主要由存货和货币资金构成, 两项合计占流动资产的比重保持在 80% 以上, 在同行业中处于合理水平。

表 10: 2011~2013 年公司流动资产分析

	2011	2012	2013
流动资产/总资产	96.01%	95.90%	96.00%
存货/流动资产	75.12%	69.91%	74.59%
货币资金/流动资产	13.52%	13.35%	15.37%
(存货+货币资金)/流动资产	88.64%	83.26%	89.96%

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

表 11: 2013 年末部分房地产上市公司流动资产分析

公司	流动资产/总资产	货币资金/流动资产	存货/流动资产
万科 A	92.25%	10.04%	74.91%
招商地产	91.65%	19.73%	63.88%
金融街	79.26%	16.21%	70.97%
荣盛发展	96.57%	8.06%	68.72%
世茂股份	62.60%	17.28%	66.36%
新城地产	96.00%	15.37%	74.59%

资料来源: Wind 资讯, 中诚信证评整理

存货方面, 在建面积的提升使得公司存货规模增长较快。截至 2013 年末, 公司存货净额为 242.62 亿元, 同比增长 23.58%。从存货的构成来看, 2013 年末公司存货中开发成本、拟开发土地和开发产品占存货总额的比例分别为 71.14%、6.38% 和 22.48%。近年来公司存货中开发产品占比有所增加, 但考虑到竣工项目绝大部分位于长三角沪宁沿线, 现房销售压力可控。此外, 较大规模的在建项目开发成本和拟建项目的土地储备成本, 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 12: 2011~2013 年公司存货结构分析

	2011	2012	2013
存货 (亿元)	209.35	196.32	242.62
存货同比增长率	32.01%	-6.23%	23.58%
开发成本 (亿元)	166.96	143.02	172.60
开发成本/存货	79.75%	72.85%	71.14%
开发产品 (亿元)	18.76	38.26	54.54
开发产品/存货	8.96%	19.49%	22.48%
拟开发土地 (亿元)	23.64	15.03	15.48
拟开发土地/存货	11.29%	7.66%	6.38%

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。2011~2013 年公司存货周转率分别为 0.32 次、0.52 次和 0.54 次; 总资产周转率分别为 0.35 次、0.49 次和 0.53 次, 周转效率处于行业领先水平。

表 13: 2013 年部分房地产上市公司运营相关指标

公司	存货周转率 (次)	总资产周转率 (次)	货币资金/短期债务
万科 A	0.32	0.32	0.94
招商地产	0.25	0.27	2.29
金融街	0.31	0.27	1.33
荣盛发展	0.38	0.38	0.44
世茂股份	0.33	0.23	1.26
新城地产	0.54	0.53	2.08

资料来源: Wind 资讯, 中诚信证评整理

现金流方面, 2011~2013 年, 公司经营性现金流净额分别为 1.04 亿元、19.98 亿元和 -2.14 亿元。尽管近年来公司持续加大销售力度, 加速回笼资金, 但由于新开工面积增长及在建项目持续推进, 公司资本支出规模快速增长, 导致其 2013 年度经营性现金流呈现净流出的状态。货币资金方面, 近年来公司年末货币资金余额稳中有升, 截至 2013 年 12 月 31 日, 公司货币资金余额 50 亿元, 同比增长 33.39%。得益于债务期限结构的优化以及年末手持现金规模的增长, 货币资金与短期债务的比率提升至 2.08, 公司货币资金对短期债务的覆盖较为充分。

表 14: 2011~2013 年公司部分流动性指标

	2011	2012	2013
货币资金 (亿元)	37.69	37.48	50.00
经营活动现金流净额 (亿元)	1.04	19.98	-2.14
经营净现金流/短期债务	0.03	0.55	-0.09
货币资金/短期债务	1.22	1.03	2.08

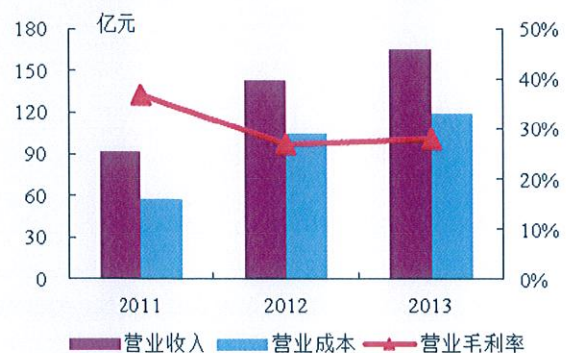
资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司资产周转速度处于行业领先水平, 整体流动性处于较好水平, 为其短期债务的偿还提供保障。

盈利能力

公司契合政策导向和市场需求的的产品定位, 以及快速开发、快速周转的经营理念, 使得公司在房地产行业整体增速放缓的背景下, 收入规模仍保持较快增长。2011~2013 年公司分别实现营业收入 92.22 亿元、143.00 亿元和 165.84 亿元, 年均复合增长率达 34.10%。营业毛利率方面, 受公司销售策略及结转项目结构变化的影响, 近年来公司营业毛利率有一定幅度的波动, 2011~2013 年分别为 37.09%、26.94%和 28.16%。此外, 截至 2013 年 12 月 31 日, 公司预收款项金额为 92.06 亿元, 较大规模的待结算资源对其未来 1-2 年经营业绩的提升提供较好保障。

图 8: 2011~2013 年公司收入成本分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 随着在建、在售项目的增多, 公司销售费用和管理费用相应增长。2011~2013 年, 公司期间费用分别为 6.59 亿元、7.38 亿元和 8.07 亿元。不过, 受益于规模效益的提升以及公司较强的费用管控能力, 2013 年公司三费收入占比为 4.87%, 同比下降 0.29 个百分点。

表 15：2011~2013 年公司三费分析

	2011	2012	2013
销售费用 (亿元)	3.19	3.73	4.13
管理费用 (亿元)	2.79	3.48	3.73
财务费用 (亿元)	0.61	0.17	0.21
三费合计 (亿元)	6.59	7.38	8.07
营业总收入 (亿元)	92.22	143.00	165.84
三费收入占比 (%)	7.15	5.16	4.87

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构成。2011~2013 年，公司分别实现利润总额 15.73 亿元、18.12 亿元和 22.05 亿元，净利润 11.68 亿元、13.47 亿元和 16.37 亿元，呈现逐年上升态势。同期，公司净资产收益率分别为 28.64%、25.06%、23.80%，与行业内其他上市公司相比，仍处于较好水平。

表 16：2013 年部分房地产上市公司盈利能力相关指标

公司	营业毛利率	净资产收益率
万科 A	31.47%	17.35%
招商地产	41.52%	14.15%
金融街	37.53%	14.39%
荣盛发展	35.42%	24.99%
世茂股份	41.08%	11.53%
新城地产	28.16%	23.80%

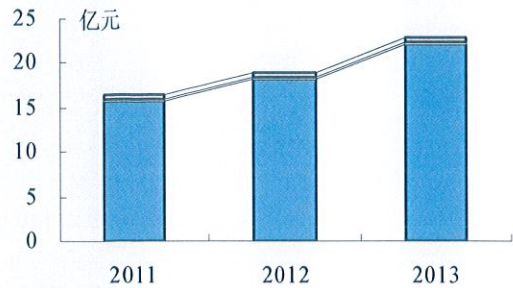
资料来源：Wind 资讯，中诚信证评整理

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，较大规模的已售待结资源、新开工面积的增长，对公司未来经营业绩的提升形成支撑。

偿债能力

从债务规模来看，随着项目开发规模的增长，资金需求增加，公司债务规模随之增长。截至 2013 年末，公司总债务 83.73 亿元，同比增长 23.43%。其中短期债务 24.05 亿元，同比下降 33.83%，长短期债务比下降至 0.40，在一定程度上缓解了公司短期偿债的压力。

图 9：2011~2013 年公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，近年来在利润规模增长的带动下，公司 EBITDA 表现持续向好。2011~2013 年公司 EBITDA 分别为 16.47 亿元、18.78 亿元和 22.88 亿元，年均复合增长率为 17.87%。从主要偿债指标表现来看，2011~2013 年，公司总债务/EBITDA 分别为 4.85、3.61 和 3.66；EBITDA 利息保障倍数分别为 2.67、2.69 和 3.49，公司良好的获现能力对其债务本息的偿还提供了保障。

表 17：2011~2013 年公司部分偿债指标

指标	2011	2012	2013
EBITDA (亿元)	16.47	18.78	22.88
总债务/EBITDA (X)	4.85	3.61	3.66
长期债务/EBITDA (X)	2.97	1.68	2.61
EBITDA 利息倍数 (X)	2.67	2.69	3.49
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.01	0.29	-0.03
经营活动净现金流利息保障系数 (X)	0.17	2.86	-0.33
资产负债率 (%)	85.94	81.64	79.70
总资本化比率 (%)	66.18	55.79	54.90
长期资本化比率 (%)	54.51	36.94	46.46

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 2013 年 12 月 31 日，公司担保余额为 56.66 亿元，全部系对子公司的担保，公司担保余额占归属于母公司的所有者权益的比例为 85.52%，我们将对公司或有负债风险保持关注。

财务弹性方面，公司与中行、农行、工行等多家银行机构建立了良好的合作关系。截至 2013 年 12 月 31 日，公司获得各家银行授信总计 176.13 亿元，其中未使用授信余额 76.97 亿元。此外公司还积极进行信托、房地产基金、股权融资等多渠道融资，具备一定财务弹性。

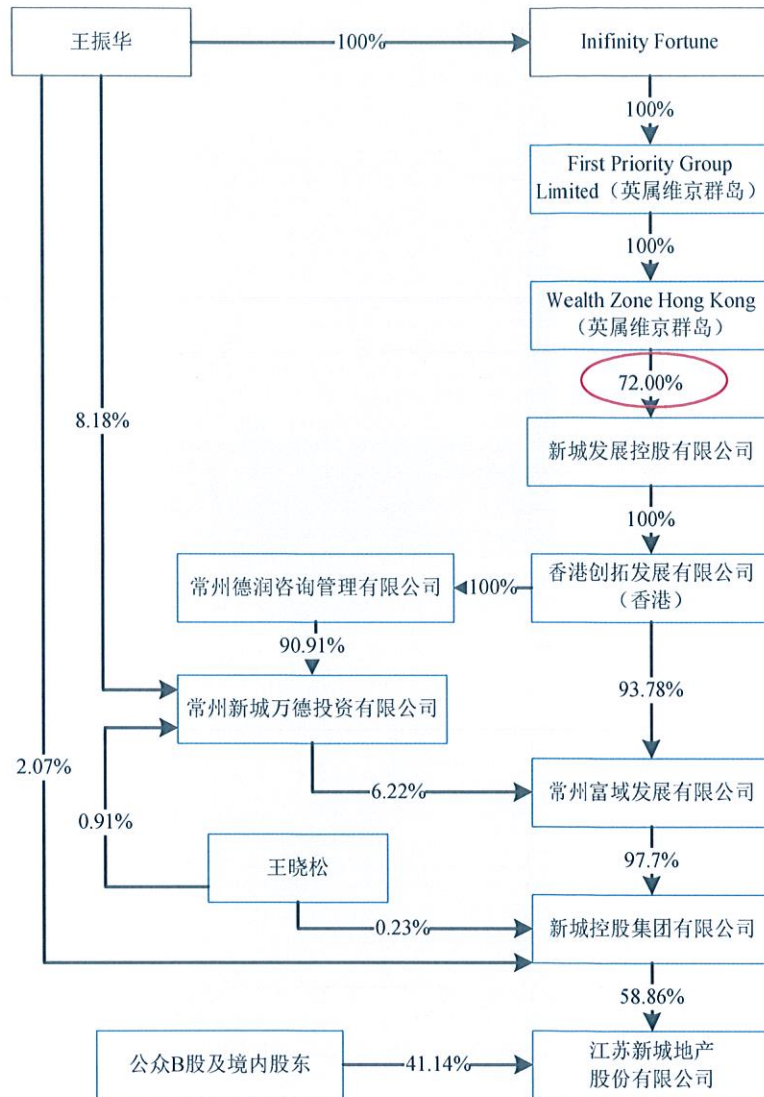
整体来看，公司高周转的经营模式对财务杠杆

依赖程度较高，财务结构稳健性有待加强，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融资压力。但考虑到公司领跑行业的周转效率，持续向好的获现能力，以及合理的土地储备资源，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保障。

结 论

综上，中诚信证评评定江苏新城地产股份有限公司主体信用级别为 **AA**，评级展望为稳定。

附一：新城地产股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



附二：江苏新城地产股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013
货币资金	376,907.29	374,807.38	499,970.90
应收账款净额	709.72	277.04	145.76
存货净额	2,093,537.75	1,963,214.82	2,426,212.23
流动资产	2,786,762.87	2,808,142.50	3,252,654.01
长期投资	39,100.00	41,107.71	27,465.47
固定资产合计	8,215.45	8,058.15	9,170.67
总资产	2,902,552.27	2,928,064.74	3,388,221.35
短期债务	309,248.40	363,442.67	240,497.23
长期债务	488,920.00	314,897.00	596,800.00
总债务(短期债务+长期债务)	798,168.40	678,339.67	837,297.23
总负债	2,494,576.65	2,390,421.19	2,700,416.93
所有者权益(含少数股东权益)	407,975.62	537,643.55	687,804.42
营业总收入	922,224.47	1,430,044.73	1,658,396.94
三费前利润	253,876.79	254,127.69	296,757.06
投资收益	5,375.00	-6.77	-481.66
净利润	116,830.64	134,708.16	163,691.44
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	164,720.92	187,847.77	228,835.66
经营活动产生现金净流量	10,441.83	199,813.98	-21,383.58
投资活动产生现金净流量	-17,742.29	-3,466.79	10,284.45
筹资活动产生现金净流量	73,824.69	-240,594.37	123,144.64
现金及现金等价物净增加额	66,524.23	-44,247.18	112,045.50
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	37.09	26.94	28.16
所有者权益收益率(%)	28.64	25.06	23.80
EBITDA/营业总收入(%)	17.86	13.14	13.80
速动比率(X)	0.35	0.41	0.40
经营活动净现金/总债务(X)	0.01	0.29	-0.03
经营活动净现金/短期债务(X)	0.03	0.55	-0.09
经营活动净现金/利息支出(X)	0.17	2.86	-0.33
EBITDA 利息倍数(X)	2.67	2.69	3.49
总债务/EBITDA(X)	4.85	3.61	3.66
资产负债率(%)	85.94	81.64	79.70
总债务/总资本(%)	66.18	55.79	54.90
长期资本化比率(%)	54.51	36.94	46.46

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

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

附四：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
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	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
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

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，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。

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发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，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，不存在因发行主体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。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，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。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、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。

关于江苏新城地产股份有限公司 2013年公司债券跟踪评级安排

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，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次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次债券偿债保障情况等因素，以对本次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，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

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。本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。