



信用等级通知书

信评委函字[2020]G020-X2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2020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
二零二零年二月十二日

新城控股集团股份有限公司 2020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 | 本期债券发行规模不超过人民币6亿元（含6亿元）。 |
| 债券期限 | 品种一为3年期，附第2年末投资者回售选择权和发行人票面利率调整选择权；品种二为5年期，附第3年末投资者回售选择权和发行人票面利率调整选择权。 |
| 债券利率 | 本期债券票面利率将根据簿记建档结果确定。 |
| 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。 |

概况数据

| 新城控股 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q3 |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 所有者权益（亿元） | 163.68 | 259.82 | 509.57 | 543.19 |
| 总资产（亿元） | 1,031.71 | 1,835.27 | 3,303.18 | 4,529.42 |
| 总债务（亿元） | 262.11 | 446.84 | 743.09 | 884.61 |
| 营业总收入（亿元） | 279.69 | 405.26 | 541.33 | 295.60 |
| 净利润（亿元） | 31.56 | 62.60 | 122.09 | 41.79 |
| 营业毛利率（%） | 27.87 | 35.56 | 36.69 | 36.59 |
| EBITDA（亿元） | 48.19 | 90.38 | 165.38 | - |
| 所有者权益收益率（%） | 19.28 | 24.10 | 23.96 | 10.26 |
| 资产负债率（%） | 84.14 | 85.84 | 84.57 | 88.01 |
| 净负债率（%） | 78.26 | 87.51 | 56.71 | 76.91 |
| 总债务/EBITDA（X） | 5.44 | 4.94 | 4.49 | - |
| EBITDA 利息倍数（X） | 3.52 | 4.18 | 4.14 | - |

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、2016~2018年末其他应付款中应付香港宏盛发展有限公司和新城发展控股有限公司款项（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，2019年相关数据亦经调整；
3、2016年和2017年末其他流动负债中将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，2018年其他流动负债中将2016年公司债券（第一期）（品种二）、2018年美元债-吾悦二期等计息债务调整至一年内到期非流动负债及相关指标计算，2019年相关数据亦经调整；
4、2019年三季度所有者权益收益率指标已年化处理。

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2020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、销售业绩快速增长且行业地位稳固、项目储备较为充裕、区域布局更趋分散以及商业综合体项目租金收入成为利润重要补充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房地产市场政策风险、公司再融资情况、合联营项目往来款及对外担保情况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。公司房地产项目开发以长三角区域主要城市为核心，在长三角拥有广泛的业务布局，并在主要城市取得了领先的市场地位，区域竞争优势显著。
- ▶ 销售业绩快速增长且行业地位稳固。随着“住宅+商业”双轮驱动模式的推行，近年公司销售业绩实现快速增长。2018年公司实现合同销售金额2,210.98亿元，近三年复合增长率为84.35%，销售排名位居全国房地产开发商前列。2019年1~9月，公司实现合同销售金额1,976.91亿元，同比增长23.89%。
- ▶ 项目储备较为充裕，区域布局更趋分散。近年来，公司保持了较快的项目拓展节奏，土地储备得到较好补充，区域布局更趋分散均衡。截至2019年6月末，公司拥有项目建筑面积13,401.17万平方米，分布在全国100多个城

分析师

李诗哲 shzhli@ccxr.com.cn

李诗哲

喻璐 yulu@ccxr.com.cn

喻璐

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2020年2月12日

市,充足的土地储备能够为其未来发展提供有力保障。

- 商业综合体项目租金收入成为利润重要补充。随着公司不断加大对商业及综合体项目的投资,吾悦广场实现全国范围快速布局,品牌影响力逐渐提升。截至2019年9月末,公司已开业运营的吾悦广场49座,可出租面积合计为280.21万平方米;2019年1~9月,实现租金收入27.62亿元,同比增长95.06%。

关注

- 房地产市场政策风险。在宏观经济增速放缓、房地产市场结构性供求矛盾凸显的背景下,近期房地产行业景气度仍呈现波动,行业竞争日益加剧,房地产政策的变化将对公司经营战略的实施提出更高要求。
- 再融资情况。截至2019年9月末,公司总债务为884.61亿元,其中短期债务为362.70亿元,其2020年公开市场到期债务(含权)金额约为184.70亿元(含境外美元债)。公司融资渠道的恢复情况及其面临的再融资压力值得关注。
- 合联营项目往来及对外担保情况。近年来公司规模大幅扩张,合营企业及项目明显增多,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。

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，新城控股向其控股子公司江苏新城地产股份有限公司¹（以下简称“江苏新城”）（股票简称“新城B股”，股票代码900950.SH）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。上述合并完成后，新城控股作为存续公司承继及承接江苏新城的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务，江苏新城终止上市并注销法人资格。同时，新城控股的A股股票于2015年12月4日在上交所上市交易，股票简称“新城控股”，股票代码为601155。截至2019年9月末，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61.06%，常州德润咨询管理有限公司（以下简称“常州德润”）持股6.11%，实际控制人王振华²通过富域发展和常州德润间接持有公司67.17%股份。

公司主营业务为房地产开发与销售以及商业物业经营。公司产品主要包括住宅和综合体商业项目，深耕长三角的主要城市并已进入常州、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，目前已基本完成全国重点城市群及重点城市的布局。

截至2018年12月31日，公司资产总额3,303.18亿元，所有者权益509.57亿元（含少数股东权益），资产负债率为84.57%。2018年公司实现营业收入541.33亿元，净利润122.09亿元，经营活动现金净流量为38.17亿元。

截至2019年9月30日，公司资产总额4,529.42亿元，所有者权益543.19亿元（含少数股东权益），资产负债率为88.01%。2019年1~9月公司实现营业收入295.60亿元，净利润41.79亿元，经营活动现金净流量为-7.41亿元。

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2020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6亿元（含6亿元） |
| 债券期限 | 品种一为3年期，附第2年末投资者回售选择权和发行人票面利率调整选择权；品种二为5年期，附第3年末投资者回售选择权和发行人票面利率调整选择权 |
| 债券利率 | 本期债券票面利率将根据簿记建档结果确定 |
| 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 | 本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司债务 |

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

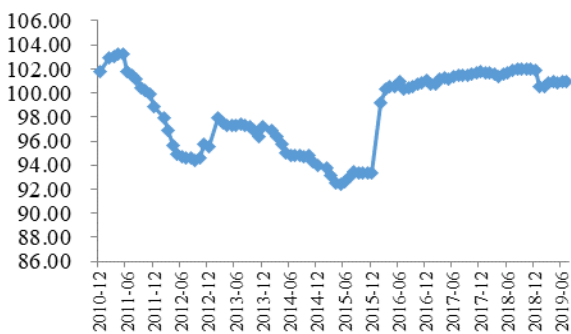
房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来，中国房地产行业得到快速发展，国房景气指数持续提升，并于2007年11月达到历史顶点106.59点。此后，受2008年次贷危机和紧缩货币政策影响，国内房价出现十年来的首次下跌；2009年随着国家信贷宽松政策出台，商品房销售情况有所好转；2010年以来，为抑制房价过快上涨，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；2012

¹ 江苏新城前身为江苏五菱柴油机股份有限公司（以下简称“五菱柴油”），系于1997年在上交所B股上市，后经资产重组，五菱柴油主营业务从柴油机转型为房地产开发，并更名为江苏新城。

² 2019年7月2日公司实际控制人王振华先生因涉嫌犯罪被刑事拘留。2019年7月10日公司发布《新城控股集团股份有限公司关于实际控制人被批准逮捕的公告》，称实际控制人王振华先生因涉嫌犯罪已于2019年7月10日被批准逮捕。截至本评级报告出具日，该案件仍在进一步办理过程中。

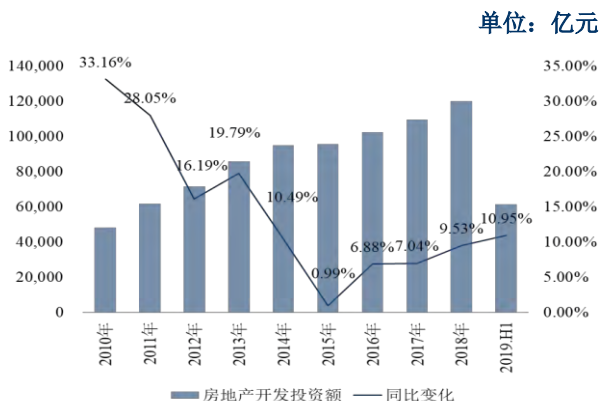
年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升；2014年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑，国房景气指数亦随之下降；进入2015年，随着一系列宽松的行业政策出台，国房景气指数自2015年6月开始有所回升并于下半年企稳，上升态势延续至2016年上半年。2016年10月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期有所上升。2017年以来国房景气指数持续上行，于2017年12月达到101.72点，但3月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响，景气指数上升增速出现明显回落。进入2018年，各线城市调控政策持续高压，1~4月国房景气度持续回落，但得益于4月份央行定向降准改善外部资金流动性，5~9月期间国房景气度有所回升，9月份上涨至102.01点。9~12月，国房景气指数小幅回落，12月为101.85点，比9月份下降0.16点。2019年1月国房指数降至100.57点，2~6月小幅波动上升，于6月达到100.90点。

图 1：2011~2019.H1 国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图 2：2010~2019.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

在房地产投资方面，受益于宽松的行业政策，2016年房地产行业全面回暖，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6.88%，增速较上年上涨5.89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7.04%，全年整体增速与上年基本持平。2018年以来，各线城市调控政策未出现明显放松，加之外部融资环境持续收紧，房企为尽快回笼资金，加快房地产开发建设节奏，2018年全国房地产开发投资较上年同期增长9.53%至120,264亿元，增速较上年同期上升2.49个百分点。2019年1~6月全国房地产开发投资较上年同期增长10.9%至61,609亿元，增速较上年同期上升1.2个百分点。房地产开发投资资金的到位情况方面，2016~2018年房地产开发企业到位资金分别为144,214亿元、156,053亿元和165,963亿元，年均复合增长率7.3%；同期增速分别为15.2%、8.2%和6.4%。从资金来源来看，房企资金来源中自筹资金规模呈上升趋势，分别为49,133亿元、50,872亿元和55,831亿元，占比分别为34.1%、32.6%和33.6%；定金及预收款规模及其占比呈快速上升态势，2016~2018年房企资金来源中定金及预收款规模为41,952亿元、48,694亿元和55,418亿元，占比从2016年的29.1%上升至2018年的33.4%；同期国内贷款分别为21,512亿元、25,242亿元和24,005亿元，个人按揭贷款分别为24,403亿元、23,906亿元和23,706亿元，受外部资金环境紧缩影响，2018年国内贷款和个人按揭贷款同比分别下降4.9%和0.8%。在去杠杆的环境下，房企资金压力上升，开发投资资金对其内部流动性资金的依赖性提高。2019年1~6月，房地产开发企业到位资金84,966亿元，较上年同期增长7.2%，增速提高2.6个百分点。其中，自筹资金和定金及预收款同比分别增长4.7%和9.0%至26,731亿元和28,465亿元，增速有所放缓，占比分别为31.5%和33.5%；国内贷款和个人按揭贷款分别为13,330亿元和12,806亿元，同比分别增长8.4%和11.1%。

表 2：2016~2019.H1 房地产开发投资资金来源

| 单位：亿元、% | | | | |
|---------|---------|---------|---------|---------|
| 指标 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.H1 |
| 资金来源合计 | 144,214 | 156,053 | 165,963 | 84,966 |
| 同比增长 | 15.2 | 8.2 | 6.4 | 7.2 |
| 其中： | | | | |
| 自筹资金 | 49,133 | 50,872 | 55,831 | 26,731 |
| 占比 | 34.1 | 32.6 | 33.6 | 31.5 |
| 同比增长 | 0.2 | 3.5 | 9.7 | 4.7 |
| 国内贷款 | 21,512 | 25,242 | 24,005 | 13,330 |
| 占比 | 14.9 | 16.2 | 14.5 | 15.7 |
| 同比增长 | 6.4 | 17.3 | -4.9 | 8.4 |
| 利用外资 | 140 | 168 | 108 | 43 |
| 占比 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 同比增长 | -52.6 | 19.8 | -35.8 | 51.8 |
| 定金及预收款 | 41,952 | 48,694 | 55,418 | 28,465 |
| 占比 | 29.1 | 31.2 | 33.4 | 33.5 |
| 同比增长 | 29.0 | 16.1 | 13.8 | 9.0 |
| 个人按揭贷款 | 24,403 | 23,906 | 23,706 | 12,806 |
| 占比 | 16.9 | 15.3 | 14.3 | 15.1 |
| 同比增长 | 46.5 | -2.0 | -0.8 | 11.1 |

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稳步增长态势。具体来看，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，房企纷纷加快开发节奏以及及时补充可售货源，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，随着房地产政策的持续收紧，当期房地产开发企业房屋新开工面积为178,654万平方米，增速较上年回落1.1个百分点至7.0%，同期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3.5%，商品房库存去化压力下降。在外部融资环境持续收紧的背景下，基于对内部流动性资金的需求，房企加快了项目新开工进度，2018年商品房新开工面积完成209,342万平方米，同比增长17.2%，增速比2017年提高10.2个百分点。从新开工面积与销售面积的差额来看，2018年，全国商品房新开工面积与销售面积差额较上年同期大幅增长307.6%至37,688万平方米。2019年上半年房地产开发企业房屋新开工面积为105,509万平方米，较上年同期增长10.12%，新开工面积量处于较高水平但增速有所回落；从新

开工面积与销售面积的差额来看，2019年1~6月，全国商品房新开工面积与销售面积差额较上年同期大幅增长59.17%至29,723万平方米。

图 3：2010~2019.H1 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，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22.5%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7.7%和13.7%。2018年，全国商品房销售面积和销售金额分别为171,654万平方米和149,973亿元，同比分别增长1.3%和12.2%，增速较上年同期分别下降6.4个百分点和1.47个百分点，受房地产调控政策持续的影响，房地产销售增速放缓明显。其中，2018年住宅销售面积同比增长2.2%，销售金额同比增长14.7%；办公楼销售面积同比下降8.3%，销售金额同比下降2.6%；商业营业用房销售面积同比下降6.8%，销售金额同比增长0.7%。2019年1~6月，全国商品房销售面积和销售金额分别为75,786万平方米和70,698亿元，同比分别下降1.8%和增长5.6%，销售金额增速同比下降7.6个百分点，随着“因城施策”贯彻落实，房地产销售显著降温。

图 4：2010~2019.H1 商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从不同区域的销售情况来看，2018 年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。2018 年，东部地区商品房销售额 79,258 亿元，同比增长 6.5%；中部地区商品房销售额 33,848 亿元，同比增长 18.1%；西部地区商品房销售额 31,127 亿元，同比增长 23.4%；东北地区商品房销售额 5,740 亿元，同比增长 7.0%。2018 年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售增速高于东部地区。2019 年 1~6 月，东部地区实现商品房销售额 37,716 亿元，同比增长 4.7%；中部地区商品房销售额 15,353 亿元，同比增长 6.1%；西部地区商品房销售额 15,178 亿元，同比增长 8.4%；东北地区商品房销售额 2,451 亿元，同比增长 0.9%，各区域销售额增速均呈回落趋势。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点³。2019 年 1~6 月全国 100 个城市住宅

³ 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、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。

均价持续呈现逐月增长的态势，2019 年 6 月全国 100 个城市住宅均价为 14,891 元/平方米，较年初小幅增长 1.45%；其中，一线城市住宅均价 41,486 元/平方米，较年初小幅增长 0.29%；二线城市住宅均价 13,859 元/平方米，较年初增长 2.04%；三线城市住宅均价 9,279 元/平方米，较年初增长 2.40%。总体来看，受 2016 年 10 月以来房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，近年来全国住宅房价增速有所下降。

图 5：2012~2019.H1 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

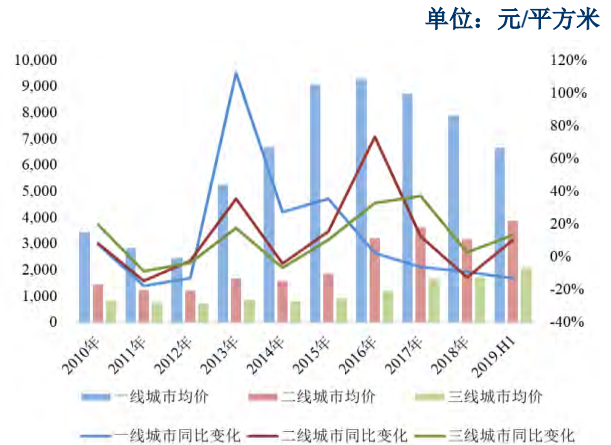
商品房库存方面，2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品房库存出现近年来首次下降；截至 2016 年末，全国商品房待售面积 69,539 万平方米，环比增加 444 万平方米，但较上年末减少 2,314 万平方米。2017 年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品房库存持续下降，截至 2017 年末，全国商品房待售面积 58,923 万平方米，环比减少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。2018 年以来全国商品房待售面积进一步下降，截至 2018 年末为 52,414 万平方米，较上年末减少 6,510 万平方米。从去化周期来看，以 2018 年 1~12 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期较 2017 年进一步缩短至 3.7 个月。截至 2019 年 6 月末，全国商品房待售面积进一步下降至 50,162 万平方米，较上年末减少 2,252 万平方米。从去化周期来看，以 2019 年 1~6 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期为 3.97 个月，受房地产销售景气度下降影响，库存商品房去化周期有所上升。

土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景

下,近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏,推动了房企补充库存的意愿,2016~2018年我国房地产业开发企业购置土地面积分别为22,025万平方米、25,508万平方米和29,142万平方米,同比增速分别为-3.45%、15.81%和14.25%;同期土地成交价款分别为9,129亿元和13,643亿元和16,102亿元,增速分别为19.77%、49.45%和18.02%,2018年增速较上年大幅下降31.43个百分点。土地购置成本增速亦有回调,2016~2018年房地产企业土地购置成本分别为4,144.84元/平方米、5,348.52元/平方米和5,525.36元/平方米,同比分别增长24.05%、29.04%和3.31%,2018年增速较上年大幅下降25.73个百分点,表明在融资环境紧缩及销售景气度下降的背景下,房企拿地回归理性。2019年1~6月,房地产开发企业土地购置面积和成交价款分别为8,035万平方米和3,811亿元,分别同比下降27.5%和27.6%;同期土地购置成本为4,743.00元/平方米,同比下降0.14%,2019年以来房企拿地投资意愿降低,土地投资整体较为低迷。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。一线城市土地成交均价的涨幅在2013年达到顶点后逐步呈现下降态势,而土地成交均价则持续增长至2016年到达顶点,2017年以来一线城市土地成交均价持续回落,2018年一线城市土地成交均价及溢价率分别为7,925.80元/平方米和5.38%,2019年上半年,一线城市土地成交均价持续下降至6,661.95元/平方米,而溢价率则回升至11.79%。二线城市土地成交均价于2013~2015年间小幅波动增长,而2016年二线城市土地成交均价大幅增长73.67%至3,221.65元/平方米,平均溢价率同比上升35.57个百分点至56.08%,2017年以来土地市场热度持续减弱,2018年二线城市土地成交均价为3,189.58元/平方米,同比下降12.24%,溢价率回落至13.60%。2019年上半年,二线城市土地成交楼面均价为3,874.71元/平方米,同比增长18.47%,溢价率为18.92%。三线城市成交土地均价于2016年以来维持高位增长,2016年和2017年土地均价涨幅分别达33.05%和37.44%,平均溢价率分别为30.58%和30.90%,而2018年以来亦出现回落,三

线城市土地成交均价为1,728.86元/平方米,涨幅下滑至2.81%,平均溢价率则下降至15.35%,房企拿地更趋审慎。2019年上半年三线城市土地成交楼面均价为2,073.46元/平方米,同比增长13.46%,平均溢价率增长至19.56%。

图6: 2010~2019.H1各能级城市土地成交情况



资料来源: WIND 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,受国内房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响,房地产住宅市场销售增速有所放缓,不同能级城市分化明显,房企拿地更趋理性。

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。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。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。

2018年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至阜南、景洪等县级城市，全国约有50余城市根据当地市场情况从多维度新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化调控。2018年6月，北京、上海等30个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击。2018年8月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018年年底以来，菏泽、广州等城市根据地

方实际情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是為了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

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、深圳等12个城市作为住房租赁首批试点。2018年1月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。同年3月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。同年4月，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。同年5月银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》明确表明支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道。同年12月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

2019年上半年，房地产市场整体的政策基调仍为坚持“房住不炒”，4月中央政治局会议再次强调“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”。同期住建部明确将房地产长效机制考核目标落实到年度、季度甚至月度，并对一季度房价、地价波动幅度较大的城市进行了预警提示。5月，住建部又对近3个月新建商品住宅、二手住宅价格指数累计涨幅较大的佛山、苏州、大连、南宁4个城市进行了预警提示。7月中央政治局会议

提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，定调下半年房地产调控政策。

总体来看，2018年以来房地产调控政策延续“房住不炒”的主基调，各线城市继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时大力培育发展住房租

赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的房地产制度，短期调控和长效机制的衔接更为紧密。

表 3：2018 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 |
|------------|-------------------------------------|--|
| 2018.01 | 国土资源部和住房城乡建设部办公厅 | 同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，坚持按照区域协调发展和乡村振兴的要求，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。 |
| 2018.03 | 中国人民银行、银保监会 | 要努力抑制居民杠杆率，重点控制居民杠杆率的过快增长，严控个人贷款违规流入股市和房市，继续遏制房地产泡沫化，严肃查处各类违规房地产融资行为。 |
| 2018.03 | 十三届全国人大一次会议 2018 年《政府工作报告》 | 更好解决群众住房问题，进一步强调“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。 |
| 2018.04 | 中国证监会和住房城乡建设部《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》 | 支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。 |
| 2018.05 | 银保监会《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》 | 支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道，有利于发挥保险资金长期、稳定的优势，助推国家房地产调控长效机制的建设，加快房地产市场供给侧结构性改革。 |
| 2018.06 | 北京、上海等 30 个城市 | 北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击，表明了政府坚决整治市场秩序，遏制房价上涨的决心。市场监管的方向和重心也从过去的控需求、管供给转向整秩序、治乱象。 |
| 2018.07 | 住房城乡建设部 | 公布 20 家违法违规房企及中介黑名单，直指哄抬房价、“黑中介”、捂盘惜售、虚假宣传等房地产市场乱象。 |
| 2018.07 | 中央政治局会议 | 坚决遏制房价上涨。下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。 |
| 2018.08 | 住房城乡建设部座谈会 | 要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任，明确提出两点要求：其一，加快制定住房发展规划，调整住房和用地供应结构，大力发展住房租赁市场等。其二，坚决遏制投机炒房，并引入问责机制，对工作不力、市场波动大、未能实现调控目标的城市坚决问责。 |
| 2018.12 | 中央经济工作会议 | 强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。 |
| 2019.02-05 | 中国人民银行 | 加强房地产金融审慎管理，落实房地产市场平稳健康发展长效机制；坚持房地产金融政策的连续性、稳定性。 |
| 2019.02-05 | 银保监会 | 继续紧盯房地产金融风险，对房地产开发贷款、个人按揭贷款继续实行审慎的贷款标准；对投机性房地产贷款严格控制，防止资金通过影子银行渠道进入房地产市场，房地产金融仍是防范风险的重点领域；继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长；严查房地产违规。 |
| 2019.03 | 两会政府工作报告 | 落实地方主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系；推进保障性住房建设和城镇棚户区改造。 |
| 2019.04 | 中央政治局会议 | 坚持房住不炒定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任长效调控机制。 |
| 2019.07 | 中央政治局会议 | 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。 |

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业关注

在延续“房住不炒”为主基调的房地产调控政策影响下，房地产企业内外部流动性来源持续收紧，加

之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。

从内部流动性来源来看，2016 年，在相对宽松的产业政策带动下，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。2016~2018年，全国商品房销售金额为117,627.05亿元、133,701.31亿元和149,973.00亿元，同比增速为34.77%、13.67%和12.17%，增速呈逐年放缓趋势；同期住宅销售金额为99,064.17亿元、110,239.51亿元和126,393.00亿元，同比增速为36.13%、11.28%和14.65%。另外从开发资金到位情况来看，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%，增速同比下降25.51个百分点；2018年，房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计79,124亿元，同比增长8.99%，增速同比下降0.43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，目前房地产企业外部流动性来源主要来自于银行贷款、非银行金融机构贷款、债券等债权融资所产生的现金流。2018年以来，《银行金融机构联合授信管理办法（试行）》、《商业银行委托贷款管理办法》等系列政策出台，银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。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%；来源于非银行金融机构贷款金额分别为3,354亿元和4,756亿元，同比分别增长19.84%和41.81%。而受融资环境趋紧影响，2018年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为19,025.96亿元，较上年同期下降7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为4,979亿元，同比增长4.67%，增速大幅下滑。债券融资方面，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。与此同时，发改委和财政部于2018年5月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。2019年以来融资渠道进一步收紧，2019年5月银保监会发布《中国银保监会关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23号）对银行、保险、信托、金融租赁公司、财务公司等银保监回辖内机构逐一点名，将房地产融资业务监管作为工作重点之一。2019年7月国家发改委发布《对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》对房企海外发债用途进行限制，仅能用于偿还一年内到期的海外债，同时加强了信息披露要求。与此同时，央行表示加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，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均进一步提升，房企规模分化格局持续加大。2018年TOP100房企权益销售金额占全国销售额比重较上年上升7.60个百分点至53.70%；TOP50房企权益销售金额占比较上年上升6.10个百分点至43.40%；TOP20房企权益销售金额占达到29.40%，较上年提升3.30个百分点；TOP10房企权益销售金额占全国销售金额的比重为21.30%，较上年上升1.80个百分点，千亿房企数量亦达到30家，行业集中度和销售门槛均不断提升。2019年1~6月，TOP100房企权益销售额集中度较上年末上升0.8个百分点至54.50%。在行业增

速放缓且面临不确定因素的背景下，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。

表 4：2017~2019.H1 国内房企权益销售金额集中度

| | 2017 | 2018 | 2019.H1 |
|--------|--------|--------|---------|
| TOP3 | 9.40% | 9.80% | 10.50% |
| TOP10 | 19.50% | 21.30% | 22.70% |
| TOP20 | 26.10% | 29.40% | 31.20% |
| TOP50 | 37.30% | 43.40% | 45.00% |
| TOP100 | 46.10% | 53.70% | 54.50% |

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地区，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。近年来，新城控股在长三角主要城市排名均位列当地前列，具有显著的区域竞争优势。

充足的土地储备

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 100 多个城市，目前已基本完成全国重点城市群及重点城市的布局，全国化布局趋于均衡。

截至 2019 年 6 月末，公司拥有已竣工但尚未出售或租赁的建筑面积 946 万平方米，在建建筑面

积 48,849.40 万平方米，拟建项目的总建筑面积 3,587.77 万平方米，合计拥有项目储备建筑面积 13,401.17 万平方米。从在建及拟建项目的区域分布来看，截至 2019 年 6 月末，公司在建及拟建项目中长三角区域的建筑面积占比为 45.42%，一、二线城市的建筑面积占比为 34.94%。较为充足且更趋均衡的土地储备为公司未来可持续发展提供较好保障。

商业物业租金成为利润重要补充

公司拥有成熟的商业综合体开发和运营管理经验，以建设“有情怀、不复制、具规模”的发展为指引，不断加大对商业及综合体项目的投资，实现吾悦广场在全国范围内的快速布局，品牌影响力逐渐提升。截至 2018 年末，公司已开业运营的吾悦广场 42 座，可出租面积合计为 248.08 万平方米，平均出租率为 98.81%，已基本接近满租状态。2016~2018 年公司物业出租及管理收入分别为 4.41 亿元、10.19 亿元和 22.13 亿元，近三年复合增长率达 124.01%，其租金及管理收入已逐渐成为公司收入和利润的重要补充。2019 年 9 月末，公司已开业运营的吾悦广场 49 座，可出租面积合计为 280.21 万平方米，平均出租率为 98.11%；2019 年 1~9 月，吾悦广场物业出租及管理收入为 27.62 亿元，同比增长 95.06%。

业务运营

随着公司推行“住宅+商业”双轮驱动模式，且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，近年来公司收入规模保持稳定增长。2016~2018 年公司营业总收入分别为 279.69 亿元、405.26 亿元和 541.33 亿元，近三年复合增长率为 39.12%。公司营业总收入主要来自于物业销售，2016~2018 年公司物业销售收入占营业总收入的比例分别为 96.71%、95.72%和 93.91%。2019 年 1~9 月，公司实现营业总收入 295.60 亿元，其中物业销售收入 261.62 亿元，占比 88.50%。

⁴ 在建建筑面积指在建项目未出售或租赁部分。

表 5：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司营业总收入

分板块情况

| 单位：亿元 | | | | |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 业务类型 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.1~9 |
| 物业销售 | 270.49 | 387.93 | 508.38 | 261.62 |
| 物业出租及管理 | 4.41 | 10.19 | 22.13 | 27.35 |
| 其他业务收入 | 4.79 | 7.13 | 10.82 | 6.63 |
| 合计 | 279.69 | 405.26 | 541.33 | 295.60 |

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“区域深耕、高周转、大运营”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、南通和台州等长三角区域城市；同时适时审慎向珠三角、环渤海和中西部地区有潜力的城市拓展。目前公司已基本完成全国重点城市群及重点城市的布局，全国化布局趋于均衡。

从签约销售情况来看，近年来公司积极应对行业政策及房地产市场环境的变化，及时调整项目开发节奏和产品供货策略，销售业绩实现持续高速增长。2016~2018 年，公司分别实现合同销售面积 575.00 万平方米、928.28 万平方米和 1,812.06 万平方米（含合营项目，下同），近三年复合增长率达 77.52%；同期，公司分别实现合同销售金额 650.60 亿元、1,264.72 亿元和 2,210.98 亿元，近三年复合增长率达 84.35%。随着销售金额的持续快速增长，公司行业排名稳步上升且位于全国房地产开发商前列，其中，近年来在长三角的多个城市保持了较为领先的销售排名，公司区域市场竞争优势显著。2019 年以来，公司签约销售金额及销售面积持续保持了较快的增长速度。2019 年 1~9 月，公司实现签约销售金额 1,976.91 亿元，较 2018 年同期增长 23.89%；实现签约销售面积 1,723.06 万平方米，较 2018 年同期增长 35.43%；当期平均销售均价为 11,473.25 元/平方米。另根据公司提供信息，2019 年 1~12 月，公司已完成年初制定的签约销售金额达 2,700 亿的目标，实际控制人批捕未对其产品销售产生影响。

表 6：2016~2019.Q3 公司业务运营情况

单位：亿元、万平方米、元/平方米

| 指标 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q3 |
|------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 销售面积 | 575.00 | 928.28 | 1,812.06 | 1,723.06 |
| 销售金额 | 650.60 | 1,264.72 | 2,210.98 | 1,976.91 |
| 销售均价 | 11,314.78 | 13,624.34 | 12,201.47 | 11,473.25 |
| 结算面积 | 326.00 | 507.78 | 574.59 | 254.84 |
| 结算金额 | 321.08 | 537.37 | 700.79 | 261.62 |
| 结算均价 | 9,849.08 | 10,582.73 | 12,196.35 | 10,265.74 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

随着“住宅+商业”双轮驱动模式的推行，住宅地产和商业地产都为公司规模发展和效益增长作出了积极贡献。分产品来看，2018年公司住宅项目实现合同销售金额1,670.35亿元，同比增长94.40%，占当年合同销售总额的比重较2017年上升7.61个百分点至75.55%；随着公司不断加大对商业项目的投资开发，2018年公司商业项目⁵实现销售金额540.64亿元，同比增长33.34%，占当年合同销售总额的比重较上年下降7.61个百分点至24.45%。

销售区域分布方面，2018年公司房地产项目销售分布于全国80余座城市，合同销售金额排名靠前的城市包括常州、苏州、青岛、上海、合肥、杭州、台州、天津、济南、成都等。2018年公司合同销售金额排名前15的城市合计实现销售金额1,290.99亿元，合计占比为58.39%；当年公司合同销售金额占比超过1%的城市共31个，合计占比为82.63%，销售区域分布整体趋于分散。从城市能级分布来看，2018年公司在一二线城市实现的合同销售金额占比较上年下降10.25个百分点至50.62%，三、四线城市的合同销售金额占比为49.38%。从城市群分布来看，公司2018年在长三角区域合同销售金额占比为49.42%，占当年合同销售总额的比重较上年下降24.47个百分点；长三角以外地区合同销售金额占比达50.58%，且呈较快增长趋势。

⁵ 商业项目包括沿街商铺及商业配套住宅。

表 7：2018 年公司合同销售金额前 15 大城市分布情况

单位：亿元

| 城市 | 合同销售金额 | 占比 |
|-----------|-----------------|---------------|
| 常州 | 190.54 | 8.62% |
| 苏州 | 163.33 | 7.39% |
| 青岛 | 125.54 | 5.68% |
| 上海 | 91.17 | 4.12% |
| 合肥 | 86.53 | 3.91% |
| 杭州 | 77.23 | 3.49% |
| 台州 | 74.04 | 3.35% |
| 天津 | 73.02 | 3.30% |
| 济南 | 67.32 | 3.04% |
| 成都 | 65.19 | 2.95% |
| 淮安 | 60.80 | 2.75% |
| 南京 | 56.75 | 2.57% |
| 重庆 | 55.03 | 2.49% |
| 武汉 | 53.27 | 2.41% |
| 长沙 | 51.23 | 2.32% |
| 小计 | 1,290.99 | 58.39% |

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。2016~2018 年公司房地产项目结算面积分别为 326.00 万平方米、507.78 万平方米和 574.59 万平方米（含合营项目，下同），近三年复合增长率为 32.76%；同期结算金额分别为 321.08 亿元、537.37 亿元和 700.79 亿元，近三年复合增长率为 47.74%。从结算产品来看，2018 年公司住宅产品结算面积 409.32 万平方米，占当年结算总面积的比重为 71.24%，结算金额 524.40 亿元，同比增长 58.77%，占当年结算总金额的比重为 74.83%；商业项目结算面积 165.27 万平方米，占当年结算总面积的比重为 28.76%，结算金额 176.38 亿元，同比下降 14.83%，占当年结算总金额的比重为 25.17%。从结算区域来看，2018 年结算金额排名前五的上海、南京、杭州、常州、苏州结算金额合计占当年结算总金额的比重为 49.30%，对公司结算收入的贡献较大。从城市能级分布来看，公司在一二线城市实现的结算金额占比为 57.10%；从城市群分布来看，公司在长三角区域结算金额占比达 81.35%。另 2019 年 1~9 月，公司结算面积为 254.84 万平方米，

结算金额为 261.62 亿元，同比分别增长 23.79% 和 13.00%。

项目运营方面，近年公司保持了较快的项目开发节奏，2016~2018 年公司新开工面积分别为 850.02 万平方米、2,066.26 万平方米和 4,957.34 万平方米，近三年复合增长率为 141.50%；竣工面积分别为 401.45 万平方米、724.07 万平方米和 979.82 万平方米。2019 年 1~9 月，公司新开工面积 2,096.93 万平方米，竣工面积 404.00 万平方米。在建项目方面，截至 2018 年末，公司在建项目共有 299 个，在建面积合计为 7,158.91 万平方米，近三年复合增长率达 134.01%；在建项目计划总投资金额 4,648.80 亿元，已投入资金 2,531.80 亿元。持续扩大的在建项目规模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。

表 8：2016~2019.Q3 公司开竣工情况

单位：万平方米、个

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q3 |
|--------|----------|----------|----------|----------|
| 新开工面积 | 850.02 | 2,066.26 | 4,957.34 | 2,096.93 |
| 竣工面积 | 401.45 | 724.07 | 979.82 | 404.00 |
| 在建项目数量 | 59 | 131 | 299 | - |
| 在建面积 | 1,307.36 | 2,665.62 | 7,158.91 | - |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，近年来“住宅+商业”双轮驱动模式推动公司销售业绩持续高速增长，全国化布局趋于优化；同时，公司目前在在建项目建设体量较大，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，但同时也对公司现金流平衡能力提出较高的要求。

商业物业投资运营

商业地产投资运营方面，公司拥有成熟的商业综合体开发和运营管理经验，坚持“有情怀、不复制、具规模”的发展指引，不断加大对商业及综合体项目的投资，实现吾悦广场在全国范围内的快速布局，品牌影响力逐渐提升。2018 年新开业 19 个吾悦广场，主要位于扬州、昆山、台州等长三角地区的三、四线城市；2019 年 1~9 月新开业 7 个吾悦广场，主要位于合肥、淮安、西安等城市。2019 年 9 月末，公司已开业运营的吾悦广场 49 座，可

出租面积合计为 280.21 万平方米，平均出租率为 98.11%，已基本接近满租状态。2018 年公司物业出租及管理收入为 22.13 亿元，近三年复合增长率为 124.01%；2019 年 1~9 月，物业出租及管理收入为 27.93 亿元，同比增长 92.49%，其租金及管理收入已逐渐成为公司收入和利润的重要补充。

新增项目方面，2018 年公司新增 34 个商业综合体项目，新增项目总建筑面积为 1,940.46 万平方

米，主要位于湖州、泰州、包头、西宁等三、四线城市。截至 2018 年末，公司在全国 80 多个城市持有商业综合体项目合计 96 个，总建筑面积 4,418.52 万平方米；其中，在建项目 64 个，在建面积 2,194.65 万平方米，拟建项目 17 个，拟建项目总建筑面积 749.82 万平方米，基本完成全国化布局。未来随着在建及拟建项目的持续推进和投入运营，公司商业地产租金收入有望持续提升。

表 9：截至 2019 年 9 月末公司商业综合体项目中已开业的吾悦广场等租赁及运营情况

| 项目名称 | 总建筑面积 | 可供出租面积 | 出租率 | 开业时间 | 单位：平方米、亿元 | |
|----------|---------|--------|---------|-------------|----------------|----------------------|
| | | | | | 2018 年租金及管理费收入 | 2019 年 1~9 月租金及管理费收入 |
| 武进吾悦广场 | 142,226 | 99,544 | 97.47% | 2012 年 4 月 | 1.79 | 1.55 |
| 常州吾悦国际广场 | 102,367 | 62,220 | 96.33% | 2012 年 12 月 | 1.35 | 1.14 |
| 青浦吾悦广场 | 86,349 | 58,568 | 94.71% | 2014 年 12 月 | 1.21 | 1.04 |
| 吴江吾悦广场 | 110,834 | 61,995 | 99.00% | 2015 年 6 月 | 0.55 | 0.56 |
| 张家港吾悦广场 | 108,517 | 60,741 | 95.82% | 2015 年 9 月 | 0.71 | 0.58 |
| 丹阳吾悦广场 | 103,919 | 67,618 | 99.68% | 2015 年 12 月 | 0.79 | 0.76 |
| 海口吾悦广场 | 112,649 | 65,849 | 100.00% | 2016 年 10 月 | 0.9 | 0.83 |
| 南昌吾悦广场 | 89,685 | 60,951 | 98.05% | 2016 年 11 月 | 0.64 | 0.57 |
| 金坛吾悦广场 | 87,225 | 61,762 | 99.03% | 2016 年 12 月 | 0.73 | 0.68 |
| 安庆吾悦广场 | 99,940 | 66,029 | 97.41% | 2016 年 12 月 | 0.58 | 0.56 |
| 成都吾悦广场 | 78,315 | 51,472 | 99.09% | 2016 年 12 月 | 0.77 | 0.67 |
| 桐乡吾悦广场 | 86,046 | 54,656 | 100.00% | 2017 年 5 月 | 0.75 | 0.78 |
| 衢州吾悦广场 | 86,983 | 56,254 | 98.51% | 2017 年 6 月 | 0.6 | 0.58 |
| 长春吾悦广场 | 129,581 | 69,112 | 98.03% | 2017 年 7 月 | 0.81 | 0.70 |
| 诸暨吾悦广场 | 137,089 | 77,672 | 94.37% | 2017 年 7 月 | 0.43 | 0.31 |
| 镇江吾悦广场 | 81,607 | 51,285 | 99.64% | 2017 年 8 月 | 0.68 | 0.70 |
| 青岛吾悦广场 | 136,787 | 76,784 | 99.15% | 2017 年 9 月 | 0.97 | 0.84 |
| 嵊州吾悦广场 | 85,003 | 56,543 | 99.45% | 2017 年 10 月 | 0.63 | 0.61 |
| 如皋吾悦广场 | 85,195 | 54,450 | 100.00% | 2017 年 11 月 | 0.61 | 0.59 |
| 宁波吾悦广场 | 91,919 | 62,369 | 97.64% | 2017 年 11 月 | 0.54 | 0.50 |
| 南京吾悦广场 | 48,011 | 26,258 | 99.87% | 2017 年 12 月 | 0.6 | 0.47 |
| 成都武侯吾悦广场 | 83,709 | 57,589 | 88.65% | 2017 年 12 月 | 0.64 | 0.38 |
| 晋江吾悦广场 | 86,450 | 52,425 | 93.69% | 2017 年 12 月 | 0.58 | 0.45 |
| 渭南吾悦广场 | 81,000 | 44,119 | 99.35% | 2018 年 5 月 | 0.21 | 0.28 |
| 瑞安吾悦广场 | 90,093 | 54,428 | 100.00% | 2018 年 7 月 | 0.52 | 0.91 |
| 义乌吾悦广场 | 89,297 | 57,485 | 100.00% | 2018 年 7 月 | 0.4 | 0.66 |
| 淮南吾悦广场 | 92,449 | 56,568 | 99.78% | 2018 年 8 月 | 0.24 | 0.50 |
| 台州黄岩吾悦广场 | 76,379 | 44,425 | 99.67% | 2018 年 9 月 | 0.23 | 0.60 |
| 平湖吾悦广场 | 81,980 | 49,543 | 100.00% | 2018 年 9 月 | 0.22 | 0.53 |
| 昆山吾悦广场 | 75,031 | 45,864 | 99.93% | 2018 年 9 月 | 0.21 | 0.47 |
| 扬州吾悦广场 | 79,625 | 49,545 | 97.85% | 2018 年 9 月 | 0.22 | 0.55 |
| 新建吾悦广场 | 81,025 | 49,336 | 94.32% | 2018 年 11 月 | 0.13 | 0.44 |

| | | | | | | |
|---------------|------------------|------------------|---------------|----------|--------------|--------------|
| 昆明吾悦广场 | 89,835 | 54,637 | 93.51% | 2018年11月 | 0.14 | 0.57 |
| 泰兴吾悦广场 | 90,834 | 56,100 | 98.25% | 2018年11月 | 0.13 | 0.58 |
| 长沙吾悦广场 | 96,262 | 52,554 | 100.00% | 2018年11月 | 0.14 | 0.75 |
| 南宁吾悦广场 | 77,804 | 50,796 | 97.89% | 2018年12月 | 0.09 | 0.48 |
| 句容吾悦广场 | 94,974 | 53,458 | 96.72% | 2018年12月 | 0.09 | 0.52 |
| 临沂吾悦广场 | 93,111 | 57,492 | 99.22% | 2018年12月 | 0.09 | 0.56 |
| 玉环吾悦广场 | 87,275 | 55,558 | 100.00% | 2018年12月 | 0.09 | 0.59 |
| 启东吾悦广场 | 80,353 | 43,203 | 98.87% | 2018年12月 | 0.06 | 0.52 |
| 台州仙居吾悦广场 | 90,006 | 52,163 | 96.30% | 2018年12月 | 0.04 | 0.47 |
| 慈溪吾悦广场 | 100,792 | 61,156 | 94.67% | 2018年12月 | 0.05 | 0.68 |
| 上饶吾悦广场 | 95,731 | 54,806 | 99.29% | 2019年6月 | - | 0.25 |
| 合肥吾悦广场 | 106,000 | 60,628 | 100.00% | 2019年6月 | - | 0.31 |
| 淮安吾悦广场 | 89,993 | 53,309 | 100.00% | 2019年7月 | - | 0.22 |
| 钦州吾悦广场 | 93,568 | 54,322 | 100.00% | 2019年7月 | - | 0.17 |
| 西安西咸吾悦广场 | 121,479 | 71,013 | 99.61% | 2019年9月 | - | 0.07 |
| 延安吾悦广场 | 90,174 | 51,497 | 100.00% | 2019年9月 | - | 0.04 |
| 连云港赣榆吾悦广场 | 91,130 | 55,909 | 100.00% | 2019年9月 | - | 0.05 |
| 吾悦广场小计 | 4,596,606 | 2,802,060 | 98.11% | - | - | 27.62 |
| 新城控股大厦 B 座 | 33,297 | 28,645 | 92.80% | 2016年1月 | 0.48 | 0.31 |
| 合计 | 4,621,354 | 2,830,705 | 98.06% | - | 21.64 | 27.93 |

注：1、诸暨吾悦广场、青岛吾悦广场、成都武侯吾悦广场、渭南吾悦广场及青浦吾悦广场为公司商业轻资产项目；2、租金收入包含自持商业的租金、管理费、停车场、多种经营及其他零星管理费收入；3、公司于2019年6月25日对青浦吾悦广场行使优先购买权。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备

近年来，公司以长三角为核心持续深耕，并在审慎研究各区域及城市市场规律的基础上按照既定的投资战略布局进行区域扩张，其全国化的区域布局更趋均衡。在获取土地方式上，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。

新增土地储备方面，2016~2018年，公司分别新增土地35宗、122宗和164宗，新增土地建筑面积分别为1,424.22万平方米、3,392.80万平方米和4,773.24万平方米，近三年复合增长率为83.07%，新增土地储备金额分别为535.81亿元、893.55亿元和1,112.17亿元，近三年复合增长率为44.07%。近年来公司维持较大的拿地力度。2018年，从新增项目城市群分布来看，长三角区域新增总建筑面积占比为30.64%；从城市能级来看，一、二线城市新增总建筑面积占比为17.24%。分产品来看，2018年公司新增住宅地块130幅，建筑面积2,832.78万平方米，同比增长15.81%；新增商业地块34幅，建筑面积1,940.46万平方米，同比增长104.95%。2018年新增土地储备支出1,112.17亿元，平均楼面

价为2,330元/平方米，同比下降26.61%。2019年1~6月，公司新增土地80宗，新增土地建筑面积为2,459.20万平方米。

表 10：2016~2019.H1 公司土地储备和新增项目情况

单位：万平方米、个、亿元

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.H1 |
|-----------------------|----------|----------|-----------|-----------|
| 新增土地储备建筑面积 | 1,424.22 | 3,392.80 | 4,773.24 | 2,459.20 |
| 新增项目个数 | 35 | 122 | 164 | 80 |
| 新增土地储备支出金额 | 535.81 | 893.55 | 1,112.17 | 735.24 |
| 拥有项目建筑面积 ⁶ | 3,531.21 | 6,845.13 | 10,952.09 | 13,401.17 |

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2019年6月末，公司拥有已竣工但尚未出售或租赁的建筑面积964万平方米，在建建筑面积8,849.40万平方米，拟建项目的总建筑面积3,587.77万平方米，合计拥有项目建筑面积13,401.17万平方米。

⁶ 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。

从在建及拟建项目的区域分布来看,截至2019年6月末,公司在建及拟建项目建筑面积合计12,437.17万平方米,分布在苏州、常州、青岛、重庆、成都、徐州、南通、天津、淮安、合肥等全国100多个城市,其中前十五大城市建筑面积合计5,299.35万平方米,合计占比为42.61%;建筑面积占比超过1%的城市共34个,合计占比为67.42%,区域布局趋于分散化、均衡化。从城市群来看,长三角区域的建筑面积占比为45.42%,主要包括苏州、常州、盐城和徐州等33个城市;长三角以外城市的建筑面积占比合计为54.08%,分布于青岛、重庆、成都等69个城市。从城市能级来看,一、二线城市的建筑面积占比为34.94%;三、四线城市占比为65.06%,主要分布于全国重点城市周边的近82个三、四线城市。较为充足且分散的项目储备为公司未来可持续发展提供较好保障,但同时中诚信证评也关注到,公司住宅、商业综合体项目新开工、在建及储备项目规模较大,项目储备中三、四线城市占比较多,其后续的项目建设开发与运营对公司资金运作能力、统筹管理能力提出了更高的要求。

表 11: 2019 年 6 月末公司在建及拟建项目前 15 大城市分布情况

单位: 万平方米

| 城市 | 总建筑面积 | 占比 |
|-----------|------------------|---------------|
| 苏州市 | 648.61 | 5.22 |
| 常州市 | 636.98 | 5.12 |
| 天津市 | 452.74 | 3.64 |
| 青岛市 | 389.27 | 3.13 |
| 重庆市 | 382.53 | 3.08 |
| 盐城市 | 345.74 | 2.78 |
| 昆明市 | 343.40 | 2.76 |
| 长沙市 | 312.41 | 2.51 |
| 徐州市 | 301.35 | 2.42 |
| 淮安市 | 280.15 | 2.25 |
| 武汉市 | 255.98 | 2.06 |
| 成都市 | 244.50 | 1.97 |
| 镇江市 | 241.77 | 1.94 |
| 合肥市 | 234.39 | 1.88 |
| 惠州市 | 229.54 | 1.85 |
| 小计 | 5,299.35 | 42.61 |
| 其他城市 | 7,137.82 | 57.39 |
| 总计 | 12,437.17 | 100.00 |

注:“其他城市”包含南通、宿迁、郑州、扬州、嘉兴、台州、温州、西安、台州、阜阳、济南、湖州、太原、潍坊、南京、绍兴、连云港、滁州和上海等67个城市。

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

2019年7月以来,受公司实际控制人批捕影响,为充分保证现金流安全,公司放缓拿地节奏,2019年下半年,公司仅于9月和11月分别新增1个项目,分别位于江西萍乡市和天津市,新增土地面积分别为4.50万平方米和4.01万平方米,新增土地金额分别为0.59亿元和6.00亿元。与此同时,为加快现金回笼,公司于2019年7月和8月,出售21个项目,分别位于合肥、宿州、上饶、太原和襄阳等城市,交易对价合计101.53亿元。

总体来看,新城控股销售业绩持续保持较快增长,且土地储备资源丰富,区域布局较为分散。不过,中诚信证评也关注到,公司三、四线城市项目储备规模较大,且较大规模的在建及拟建项目以及未来土地获取的恢复情况将对其统筹管理能力和资金运作能力提出更高要求。

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9名董事组成,依法行使企业的经营决策权,对股东大会负责。公司实控人被刑事拘留后,董事长由王振华变更为王晓松,并补选曲德君为董事候选人,此后,一名独立董事提出辞职。公司高级管理人员未发生明显变化,履职情况正常。目前,公司提名独立董事候选人和补选董事候选人议案已通过股东大会审议。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。

战略规划

根据新城控股制定的发展规划，公司坚持“住宅+商业”双轮驱动的战略模式，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，公司以上海为中枢，长三角为核心，并大力发展环渤海、中西部、粤港澳大湾区等地区，未来将在全国范围内逐步完成对供需关系较为均衡、人口吸附能力较强的高能级城市的布局。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；其中，2018年以来公司开始全面推行大运营体系，通过“两管两控”（计划管理、货值管理、利润监控、现金流监控）的方式，开展各类降本增效措施，提升项目运营效率和投资回报。

为进一步提高收益、促进公司快速发展，公司建立了“新城合伙人”跟投制度，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，实现了项目管理团队绩效与项目经营业绩挂钩。

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2016~2018年度审计报告以及公司提供的未经审计的2019年三季度财务报表。

资本结构

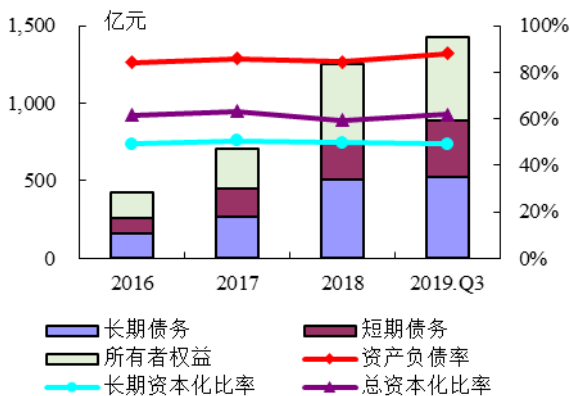
近年来，随着公司开发项目规模的扩大，其资产和负债规模均呈快速增长态势。2016~2018年末，公司总资产规模分别为1,031.71亿元、1,835.27亿元和3,303.18亿元，近三年复合增长率为78.93%；同期末，公司负债总额分别为868.03亿元、1,575.45亿元和2,793.62亿元，近三年年均复合增长率为79.40%。所有者权益方面，2016~2018年公司所有者权益（包含少数股东权益）合计分别为163.68亿元、259.82亿元和509.58亿元，近三年复合增长

率为 76.44%。

财务杠杆方面，2016~2018 年末公司资产负债率分别为 84.14%、85.84%和 84.57%，同期末公司净负债率分别为 78.26%、87.51%和 56.71%。其中，2018 年末若考虑 10.00 亿元永续中期票据的影响，公司资产负债率和净负债率分别为 84.88%和 58.68%。公司财务杠杆水平整体呈波动下降态势。

另截至 2019 年 9 月末，公司资产总额和负债总额分别为 4,529.42 亿元和 3,986.23 亿元，所有者权益为 543.19 亿元，资产负债率和净负债率分别为 88.01%和 76.91%。

图 7：2016~2019.Q3 公司资本结构



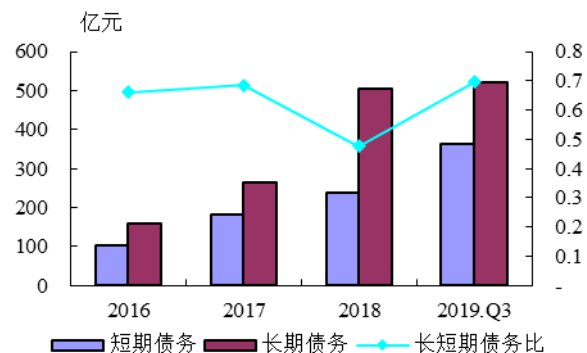
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司资产主要以流动资产为主。2016~2018 年末，公司流动资产分别为 801.74 亿元、1,416.53 亿元和 2,642.27 亿元，占总资产的比例分别为 77.71%、77.18%和 79.99%。公司流动资产主要由货币资金、存货及其他应收款构成。2016~2018 年末，公司货币资金余额分别为 134.01 亿元、219.47 亿元和 454.09 亿元，近三年复合增长率为 84.08%，近年来受益于销售回款的增加及筹资性活动现金流入，公司货币资金实现快速增长。随着公司土地储备增加及新开工面积增长，公司存货规模实现快速增长，2016~2018 年末，公司存货余额分别为 394.93 亿元、763.79 亿元和 1,455.73 亿元，近三年复合增长率达 91.99%。同期末，公司其他应收款分别为 171.73 亿元、285.20 亿元和 453.26 亿元，近三年复合增长率为 62.46%，主要系合联营企业数量增加导致往来款余额增长所致；其中截至 2018 年末公司其他应收款前五大单位苏州聿盛房地产开发有限公司、常州新城宏业房地产有

限公司、惠州中奕房地产开发有限公司、卓越置业集团有限公司及地方政府的应收金额合计占比为 24.73%。另截至 2019 年 9 月末，公司存货和其他应收款分别进一步增长至 2,365.37 亿元和 556.08 亿元。

非流动资产方面，公司非流动资产主要由长期股权投资和投资性房地产构成。近年来，受公司合联营项目增加的影响，公司长期股权投资余额快速增长，2016~2018 年末，公司长期股权投资分别为 45.49 亿元、133.87 亿元、188.09 亿元，近三年复合增长率达 103.32%；同期末，投资性房地产分别为 135.07 亿元、234.96 亿元和 407.58 亿元，近三年复合增长率为 73.71%，得益于公司不断加大对吾悦广场项目的投资及公允价值增长，近年来投资性房地产增长较快。另截至 2019 年 9 月末，公司长期股权投资为 206.41 亿元，投资性房地产增长至 547.37 亿元。

图 8：2016~2019.Q3 公司债务结构



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及合同负债⁷、其他应付款和计息债务构成。近年来，随着公司销售业绩的持续快速提升，预收房款实现大幅增长，2016 年和 2017 年公司预收款项分别为 298.28 亿元和 508.14 亿元，2018 年公司合同负债及预收款项金额合计为 1,185.62 亿元，近三年复合增长率达 99.37%。2016~2018 年末，公司其他应付款分别为 140.50 亿元、321.37 亿元和 445.67 亿元，近三年复合增长率为 78.10%，随着公司项目的快速推进和合联营公司数量的增加，应付关联方往来款项呈较快增长；其中截至 2018 年末公司其他应

⁷ 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。

付款前五大单位分别为太原新城凯拓房地产开发有限公司、常州新城创恒房地产开发有限公司、常州东南经济开发有限公司、天津市津南区新城吾悦房地产开发有限公司和上海佘山乡村俱乐部有限公司，其应付金额合计占比为 22.56%。截至 2019 年 9 月末，得益于公司稳步提升的销售业绩，其预收账款及合同负债达 2,093.85 亿元，较 2018 年末大幅增长 76.60%；当期末其他应付款为 542.65 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，2016~2018 年末，公司总债务分别为 262.11 亿元、446.84 亿元和 743.09 亿元，近三年复合增长率为 68.38%。债务期限结构方面，2016~2018 年末，公司短期债务分别为 104.20 亿元、181.61 亿元和 239.54 亿元，长期债务分别为 157.90 亿元、265.23 亿元和 503.55 亿元，长短期债务比分别 0.66 倍、0.68 倍和 0.48 倍。截至 2019 年 9 月末，公司总债务上升至 884.61 亿元，其中短期债务 362.70 亿元、长期债务 521.91 亿元，长短期债务比为 0.69 倍。

所有者权益方面，随着公司多年利润积累及少数股东权益的快速上升，公司所有者权益不断增强，2016年~2018年末公司所有者权益合计分别为 163.68亿元、259.82亿元和509.57亿元，近三年复合增长率达76.44%。其中，2018年受少数股东投入资本增加和收购非全资子公司及非全资子公司本年结转利润增加影响，公司少数股东权益大幅上升 281.91%至204.64亿元。截至2019年9月末，公司所有者权益为543.19亿元，其中未分配利润243.14亿元，少数股东权益239.74亿元。

总体来看，随着公司项目开发和新增土地储备规模的扩大，公司外部融资需求持续扩大，债务规模呈增长态势。同时，受利润留存增加及少数股东权益增长的影响，近年来公司财务杠杆比率有所波动，但整体仍处于适中水平。

流动性

近年来公司流动资产逐年持续增长，2016~2018 年末，公司流动资产分别为 801.74 亿元、1,416.53 亿元和 2,642.27 亿元，三年复合增长率为

81.54%，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，2018 年末上述三项占流动资产的比重分别为 55.09%、17.19%和 17.15%。

表 12：2016~2019.Q3 公司流动资产分析

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q3 |
|------------|--------|--------|--------|---------|
| 流动资产/总资产 | 77.71% | 77.18% | 79.99% | 81.73% |
| 存货/流动资产 | 49.26% | 53.92% | 55.09% | 63.89% |
| 货币资金/流动资产 | 16.72% | 15.49% | 17.19% | 21.61% |
| 其他应收款/流动资产 | 21.42% | 20.13% | 17.15% | 15.02% |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

存货方面，随着土地储备扩张和项目开发推进，公司存货规模持续保持增长，2016~2018 年末，公司存货余额分别为 394.93 亿元、763.79 亿元和 1,455.73 亿元，近三年复合增长率达 91.99%。从存货的构成来看，2018 年末房地产开发产品为 42.30 亿元，占年末存货账面价值的比重为 2.91%；房地产开发成本为 1,301.56 亿元，同比大幅增长 153.37%，占年末存货账面价值的 89.41%，较上年末上升 22.21 个百分点；拟开发土地 111.87 亿元，同比增长 160.95%，占年末存货账面价值的 7.68%。

表 13：2016~2018 年公司存货结构分析

| | 2016 | 2017 | 2018 |
|-----------|--------|--------|----------|
| 存货（亿元） | 394.93 | 763.79 | 1,455.73 |
| 存货同比增长率 | 20.67% | 93.40% | 90.59% |
| 开发成本（亿元） | 298.75 | 513.27 | 1,301.56 |
| 开发成本/存货 | 75.65% | 67.20% | 89.41% |
| 开发产品（亿元） | 53.31 | 54.11 | 42.30 |
| 开发产品/存货 | 13.50% | 7.09% | 2.91% |
| 拟开发土地（亿元） | 8.57 | 42.87 | 111.87 |
| 拟开发土地/存货 | 2.62% | 10.85% | 7.68% |

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，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贯彻“高周转”策略。2016~2018 年公司存货周转率分别为 0.56 次、0.45 次和 0.31 次；总资产周转率分别为 0.33 次、0.28 次和 0.21 次。受公司近年来土地储备快速扩张使存货规模快速增长，以及去化周期相对较长的商业项目占比较多的影响，公司资产周转效率有所下降，但整体仍处于较快水平。

表14: 公司2016~2018年周转率相关指标

| | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------|------|------|------|
| 存货周转率(次/年) | 0.56 | 0.45 | 0.31 |
| 总资产周转率(次/年) | 0.33 | 0.28 | 0.21 |

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

货币资金方面, 2016~2018 年末及 2019 年 9 月末公司货币资金余额分别为 134.01 亿元、219.47 亿元、454.09 亿元和 466.83 亿元; 同期末公司货币资金/短期债务分别为 1.29 倍、1.21 倍、1.90 倍和 1.63 倍, 公司货币资金能够对短期债务形成较好覆盖。

从现金获取能力来看, 2016~2018 年, 公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 382.37 亿元、554.87 亿元和 1,057.38 亿元, 同期经营性现金流净额分别为 80.97 亿元、-104.85 亿元和 38.17 亿元; 其中, 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, 2016~2018 年, 公司投资性现金流净额分别为 -87.07 亿元、2.44 亿元和 -200.13 亿元; 其中, 2016 年受公司吾悦广场项目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 年受公司支付的投资性房地产款项和长期股权投资合联营款项较多的影响, 公司投资性现金流净额呈大额净流出状态。此外, 公司 2018 年新发行债券以及借款增加, 使其当年筹资性现金流净额同比增长 89.20% 至 358.91 亿元, 为其项目开发提供了资金保障。2019 年 1~9 月, 公司经营性现金流净额为 -7.41 亿元, 其中销售商品、提供劳务收到的现金为 1,070.12 亿元, 同比增长 46.67%。

表 15: 2016~2019.Q3 公司部分流动性指标

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q3 |
|----------------|--------|---------|--------|---------|
| 货币资金(亿元) | 134.01 | 219.47 | 454.09 | 466.83 |
| 经营活动现金流净额(亿元) | 80.97 | -104.85 | 38.17 | -7.41 |
| 经营净现金流/短期债务(X) | 0.78 | -0.58 | 0.16 | -0.03* |
| 货币资金/短期债务(X) | 1.29 | 1.21 | 1.90 | 1.63 |

注: 带“*”指标经年化处理

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

受限资产方面, 截至 2019 年 9 月末, 公司资产中存货受限 971.20 亿元, 投资性房地产受限

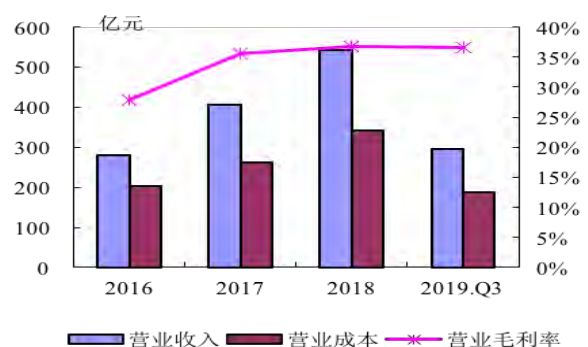
176.78 亿元, 货币资金受限 46.05 亿元, 固定资产受限 9.23 亿元, 其他非流动资产中受限 2.80 亿元, 上述科目受限金额占当期末公司资产总额的比例为 26.63%。

总体来看, 近年来公司存货规模持续大幅增长, 存货结构进一步优化, 资产周转速度有所减缓但仍处于较好水平。同时, 公司货币资金可对短期债务偿还形成较好保障, 整体流动性较好。

盈利能力

得益于充足的待结转资源和商业综合体租金收入增长, 近年来公司营业收入规模整体保持增长态势, 2016~2018 年营业收入分别为 279.69 亿元、405.26 亿元和 541.33 亿元, 近三年复合增长率为 39.12%。营业毛利率方面, 近年公司毛利率水平较为稳定, 2016~2018 年分别为 27.87%、35.56% 和 36.69%。此外, 公司 2018 年末合同负债及预收款项金额合计为 1,185.62 亿元, 占同期营业总收入的 219.02%, 可为其未来短期内的经营业绩的保持提供很好的支撑。另 2019 年 1~9 月, 公司实现营业收入 295.60 亿元, 较 2018 年同期增长 19.22%, 毛利率为 36.59%。

图 9: 2016~2019.Q3 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, 2016~2018 年公司期间费用分别为 25.75 亿元、42.06 亿元和 53.75 亿元, 其中 2018 年随着公司开发项目量增长带来项目公司增加、项目销售宣传力度加大及借款余额进一步增长, 期间费用规模同比增长 27.80%。2016~2018 年, 公司三费收入占比分别为 9.21%、10.38% 和 9.93%。此外, 2019 年 1~9 月, 公司期间费用为 45.08 亿元, 三费收入占比为 15.25%, 主要系当期公司新开盘项目

增加及经营规模扩大导致销售费用和管理费用增加所致。总体来看，公司期间费用管控能力尚可。

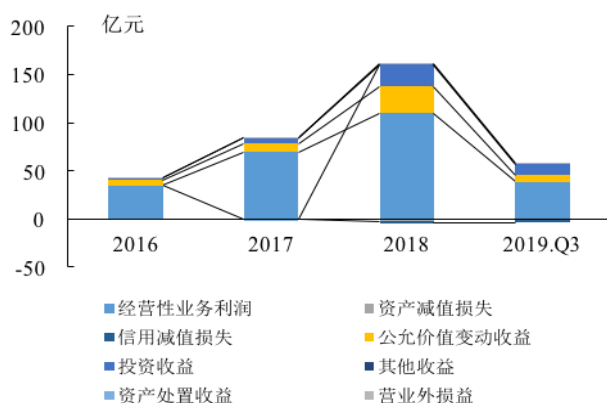
表 16：2016~2019.Q3 公司期间费用情况

| 单位：亿元 | | | | |
|--------|--------|--------|--------|---------|
| 项目 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q3 |
| 销售费用 | 10.32 | 17.76 | 22.67 | 17.82 |
| 管理费用 | 12.70 | 19.83 | 22.66 | 22.13 |
| 财务费用 | 2.72 | 4.47 | 8.42 | 5.13 |
| 三费合计 | 25.75 | 42.06 | 53.75 | 45.08 |
| 营业总收入 | 279.69 | 405.26 | 541.33 | 295.60 |
| 三费收入占比 | 9.21% | 10.38% | 9.93% | 15.25% |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润、公允价值变动损益和投资收益构成。2016~2018 年，公司经营性业务利润分别为 34.78 亿元、69.39 亿元和 109.85 亿元，保持稳定快速增长；同期，公允价值变动收益分别为 5.94 亿元、9.11 亿元和 27.85 亿元，主要系投资性房地产的公允价值增值所产生；同期，公司投资收益分别为 1.60 亿元、5.39 亿元和 22.67 亿元，其中 2018 年投资收益大幅增加，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 15.12 亿元以及合联营企业转子公司的投资收益 6.77 亿元。综上，公司近三年分别实现利润总额 42.90 亿元、83.71 亿元和 157.67 亿元，近三年复合增长率为 91.71%；净利润 31.56 亿元、62.60 亿元和 122.09 亿元，近三年复合增长率为 96.69%，其盈利能力不断增强。同期，公司所有者权益收益率分别为 19.28%、24.10%和 23.96%。2019 年 1~9 月，公司利润总额和净利润分别为 54.16 亿元和 41.79 亿元，较 2018 年同期分别小幅增长 1.56%和 1.24%。

图 10：2016~2019.Q3 公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司收入规模持续增长，经营性业务盈利能力进一步增强，公司整体具备很强的盈利能力。此外，公司较大规模的已售待结转资源亦对公司未来经营业绩的提升形成了很好的支撑。

偿债能力

从债务规模来看，随着在建项目的持续推进及土地储备的增加，公司近年来外部融资规模逐年增长。截至 2018 年末，公司总债务规模增至 743.09 亿元，其中短期债务为 239.54 亿元，占总债务的比重为 32.24%。另截至 2019 年 9 月末，公司总债务为 884.61 亿元，较 2018 年末增长 8.78%，其中短期债务为 362.70 亿元。此外，公司已发行的 15 新城 01、18 新城控股 PPN003 以及一笔美元债共计约 39.11 亿元将于 2020 年到期，另将于 2020 年进入回售期的公开市场债务合计金额为 145.59 亿元。总的来看，公司公开市场债务将于 2020 年到期（含税）规模合计约为 184.70 亿元。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2016~2018 年 EBITDA 分别为 48.19 亿元、90.38 亿元和 165.38 亿元，与利润总额保持同趋势增长。从主要偿债能力指标表现来看，2016~2018 年公司总债务/EBITDA 分别为 5.44 倍、4.94 倍和 4.49 倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 3.52 倍、4.18 倍和 4.14 倍。整体来看，公司经营所得可对其债务的偿还形成较强保障。

表 17：2016~2019.Q3 公司部分偿债指标

| 指标 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q3 |
|--------------------|-------|-------|--------|---------|
| EBITDA (亿元) | 48.19 | 90.38 | 165.38 | - |
| 总债务/EBITDA (X) | 5.44 | 4.94 | 4.49 | - |
| 长期债务/EBITDA (X) | 3.28 | 2.93 | 3.04 | - |
| EBITDA 利息倍数 (X) | 3.52 | 4.18 | 4.14 | - |
| 经营活动净现金流/总债务 (X) | 0.31 | -0.23 | 0.05 | -0.01* |
| 经营活动净现金流利息保障系数 (X) | 5.91 | -4.85 | 0.96 | - |
| 资产负债率 (%) | 84.14 | 85.84 | 84.57 | 88.01 |
| 总资本化比率 (%) | 61.56 | 63.23 | 59.32 | 59.81 |
| 净负债率 (%) | 78.26 | 87.51 | 56.71 | 76.91 |

注：带“*”指标经年化处理

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 2019 年 9 月末，公司对外担保余额为 173.02 亿元，占净资产的比重为 31.85%，且主要为对合联营企业提供的担保。此外，截至 2019 年 9 月末，公司共涉及两起未决诉讼⁸。

融资渠道方面，公司与中信银行、上海银行、光大银行等多家银行机构建立了良好的合作关系。截至 2019 年 9 月末，公司获得各大银行给予的公司授信总额为 1,105.60 亿元，其中尚未使用授信额度为 818.65 亿元。同时，公司作为上市公司，亦可利用公开市场融资渠道。2019 年 7 月，自实际控制人批捕以来，公司融资渠道受到较大影响，目前其融资渠道处于恢复之中。2019 年 12 月，公司成功发行 3.5 亿美元离岸美元债，且部分商业银行的合作关系亦逐步恢复。

整体来看，随着公司高周转的经营模式带动土地储备及项目开发规模的进一步加大，公司债务规模持续快速上升，且其公开市场债务将于 2020 年到期（含权）规模较大，公司未来或将面临一定再融资压力。但考虑到公司快速增长的签约销售金额，充足的土地储备资源，以及商业物业租金收入带来的稳定现金流来源，均可为其债务偿还形成有力保障。

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**，评级展望稳定；评定“新城控股集团股份有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**。

⁸ 1、原告支金高以请求关于苏州金世纪房地产开发有限公司（以下简称“苏州金世纪”）股权转让合同无效为由，起诉公司子公司苏州新城创佳置业有限公司（以下简称“新城创佳”）与苏州碧桂园房地产开发有限公司（以下简称“苏州碧桂园”）、沈银龙、陆志文、王雁平、第三人朱磊、平梅军，该案涉及的股权及债权转让合同金额为 101,571.39 万元；截至 2019 年 3 月 12 日，苏州工业园区人民法院一审判决驳回原告支金高的诉讼请求。支金高已向苏州市中级人民法院提起上诉。截至 2019 年 9 月 30 日，苏州市中级人民法院裁定撤销一审判决并将该案发回苏州工业园区人民法院重审。

2、公司控股子公司青岛新城创置房地产有限公司（以下简称“青岛新城”）起诉济南银丰鸿福置业有限公司（以下简称“银丰置业”），要求按照双方签订的《合作开发协议》约定，就坐落于济南市历下区五宗地块开发分别设立项目公司并继续履行相关合作开发义务，涉及的金额为 207,532.80 万元；被告银丰置业就本案提出反诉申请，要求判令解除双方签订的《合作开发协议》及相关补充协议。山东省高级人民法院于 2018 年 11 月 9 日一审判决解除《合作开发协议》及相关补充协议并驳回青岛新城的诉讼请求；2019 年 4 月 16 日青岛新城向最高人民法院提起上诉要求撤销一审判决。截至 2019 年 11 月 19 日，青岛新城收到最高人民法院二审民事判决书，判决内容为驳回上诉并维持原判。

关于新城控股集团股份有限公司 2020年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

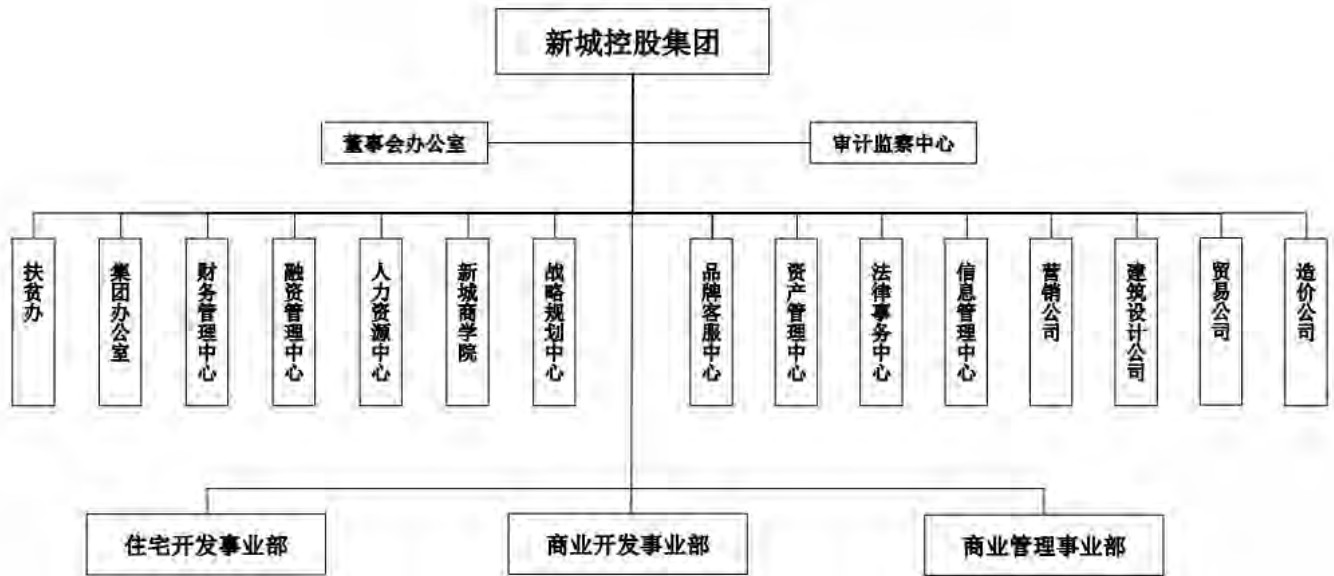
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

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，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次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。

附二：新城控股集团股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 9 月 30 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） | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q3 |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 1,340,140.49 | 2,194,732.13 | 4,540,922.13 | 4,668,288.50 |
| 应收账款净额 | 2,591.27 | 6,887.59 | 21,691.99 | 16,058.00 |
| 存货净额 | 3,949,255.28 | 7,637,908.36 | 14,557,305.01 | 23,653,702.54 |
| 流动资产 | 8,017,434.39 | 14,165,326.61 | 26,422,711.36 | 37,020,450.92 |
| 长期投资 | 484,294.54 | 1,371,175.95 | 1,921,429.37 | 2,094,700.09 |
| 固定资产合计 | 1,539,269.00 | 2,567,946.37 | 4,287,026.93 | 5,687,030.98 |
| 总资产 | 10,317,060.75 | 18,352,666.14 | 33,031,841.74 | 45,294,197.91 |
| 短期债务 | 1,042,019.82 | 1,816,128.05 | 2,395,400.34 | 3,627,006.56 |
| 长期债务 | 1,579,049.02 | 2,652,314.56 | 5,035,462.14 | 5,219,142.64 |
| 总债务（短期债务+长期债务） | 2,621,068.84 | 4,468,442.60 | 7,430,862.48 | 8,846,149.21 |
| 总负债 | 8,680,265.32 | 15,754,488.71 | 27,936,154.33 | 39,862,287.07 |
| 所有者权益（含少数股东权益） | 1,636,795.43 | 2,598,177.43 | 5,095,687.41 | 5,431,910.84 |
| 营业总收入 | 2,796,928.25 | 4,052,568.48 | 5,413,331.10 | 2,956,000.74 |
| 三费前利润 | 605,307.13 | 1,114,458.04 | 1,636,008.82 | 834,613.51 |
| 投资收益 | 15,977.27 | 53,851.06 | 226,726.21 | 113,457.85 |
| 净利润 | 315,593.83 | 626,036.27 | 1,220,881.06 | 417,925.58 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 481,859.67 | 903,791.57 | 1,653,753.88 | - |
| 经营活动产生现金净流量 | 809,720.46 | -1,048,516.36 | 381,699.51 | -74,113.42 |
| 投资活动产生现金净流量 | -870,730.56 | 24,428.93 | -2,001,297.54 | -447,463.28 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 663,920.10 | 1,897,010.57 | 3,589,050.35 | 733,807.73 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 602,981.29 | 873,057.23 | 1,972,783.64 | 206,958.03 |
| 财务指标 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q3 |
| 营业毛利率（%） | 27.87 | 35.56 | 36.69 | 36.59 |
| 所有者权益收益率（%） | 19.28 | 24.10 | 23.96 | 10.26* |
| EBITDA/营业总收入（%） | 17.23 | 22.30 | 30.55 | - |
| 速动比率（X） | 0.58 | 0.50 | 0.53 | 0.39 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | 0.31 | -0.23 | 0.05 | -0.01* |
| 经营活动净现金/短期债务（X） | 0.78 | -0.58 | 0.16 | -0.03* |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | 5.91 | -4.85 | 0.96 | - |
| EBITDA 利息倍数（X） | 3.52 | 4.18 | 4.14 | - |
| 总债务/EBITDA（X） | 5.44 | 4.94 | 4.49 | - |
| 资产负债率（%） | 84.14 | 85.84 | 84.57 | 88.01 |
| 总资本化比率（%） | 61.56 | 63.23 | 59.32 | 59.81 |
| 长期资本化比率（%） | 49.10 | 50.52 | 49.70 | 49.00 |
| 净负债率（%） | 78.26 | 87.51 | 56.71 | 62.86 |

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、2016~2018 年末其他应付款中应付香港宏盛发展有限公司和新城发展控股有限公司款项（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，2019 年相关数据亦经调整；

3、2016 年和 2017 年末其他流动负债中将 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，2018 年其他流动负债中将 2016 年公司债券（第一期）（品种二）、2018 年美元债-吾悦二期等计息债务调整至一年内到期非流动资产及相关指标计算，2019 年相关数据亦经调整；

4、2019 年三季度带*指标已年化处理。

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

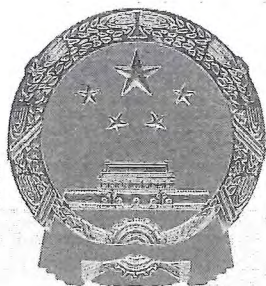
| 等级符号 | 含义 |
|------|------------------------------|
| AAA | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
| AA | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低 |
| A | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低 |
| BBB | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般 |
| BB | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险 |
| B | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高 |
| CCC | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，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



营业执照

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 29000000201711150321

名称 中诚信证券评估有限公司
 类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)
 住所 上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室
 法定代表人 闫衍
 注册资本 人民币5000.0000万元整
 成立日期 1997年8月20日
 营业期限 1997年8月20日至2027年8月19日
 经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一分支。
 【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】

新城控股集团股份有限公司(第一期)



登记机关



2017年11月15日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

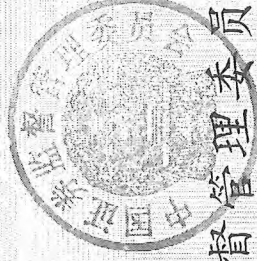
公司名称:中诚信证券评估有限公司

业务许可种类:证券市场资信评级

法定代表人:闫衍

注册地址:上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室

编号: ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2017年12月12日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



李诗哲, 证件号码:42108119900830004X, 于2011年11月26日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

2011111101467701



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



李诗哲, 证件号码:42108119900830004X, 于2015年07月26日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201508312778846031



