跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1284 号

四川新希望房地产开发有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

四川新希望房地产开发有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

四川新希望房地产开发有限公司发行的“16 希望 01”和“16 希望 02”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

四川新希望房地产开发有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	发行规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 希望 01	7 亿元	5 年（3+2）	AAA	AAA	2018 年 6 月 28 日
16 希望 02	10 亿元	5 年（3+2）	AAA	AAA	2018 年 6 月 28 日

担保方：新希望集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2019 年 6 月 20 日

主要财务数据：

发行人-四川新希望房地产开发有限公司

项 目	2016年	2017年	2018年	19年3月
资产总额（亿元）	337.17	521.91	712.54	746.88
所有者权益（亿元）	69.56	106.80	166.58	174.20
长期债务（亿元）	107.86	141.17	216.41	232.89
全部债务（亿元）	137.95	210.10	262.67	280.52
营业收入（亿元）	51.57	60.69	152.43	4.41
净利润（亿元）	6.86	12.06	21.29	-0.66
EBITDA（亿元）	9.93	18.79	32.66	--
经营性净现金流（亿元）	-5.37	-79.69	-23.94	-54.47
营业利润率（%）	22.24	29.83	21.39	31.42
净资产收益率（%）	10.61	13.68	15.57	--
资产负债率（%）	79.37	79.54	76.62	76.68
全部债务资本化比率（%）	66.48	66.30	61.19	61.69
流动比率（倍）	1.85	1.72	1.94	1.99
EBITDA全部债务比（倍）	0.07	0.09	0.12	--
EBITDA利息倍数（倍）	1.22	1.45	1.74	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.58	1.11	1.92	--

担保方-新希望集团有限公司

项 目	2016年	2017年	2018年
资产总额（亿元）	1,145.31	1,173.69	943.03
所有者权益（亿元）	510.24	430.51	441.24
营业总收入（亿元）	693.20	729.98	710.27
净利润（亿元）	54.98	52.24	53.07
资产负债率（%）	55.45	63.32	53.21

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、公司 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2018 年，四川新希望房地产开发有限公司（以下简称“新希望地产”或“公司”）继续积极拿地并保持较快的开发节奏，土地储备质量较高，协议销售面积及金额快速增长，盈利能力有所增强，债务结构有所优化。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司房地产业务面临潜在的区域市场及政策波动风险、在建项目尚需投资规模大、关联方往来款规模增长迅速、债务负担仍较重、现金流仍较依赖于筹资活动等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司作为知名企业新希望集团有限公司（以下简称“新希望集团”）下属专营房地产业务的关联公司，在品牌知名度和股东支持上具备较强优势；未来，随着新项目销售推进及在建项目竣工结转，公司收入及利润规模有望进一步提升。

“16 希望 01”和“16 希望 02”由新希望集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。新希望集团资产和权益规模较大，整体运营状况良好，其担保对上述债券的到期还本付息仍具有显著的积极影响。

综上，联合评级上调公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 希望 01”和“16 希望 02”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 2018 年，公司继续在新一线及强二线热点城市积极获取土地，土地储备区位较好，质量较高。

2. 2018 年，公司继续保持较快的开发节奏，协议销售面积和销售金额均大幅提升，带动预收款项大幅增长，为未来结转收入提供良好支撑。

3．2018 年，公司营业收入规模及净利润大幅增长，整体盈利能力增强；截至 2018 年底，公司资产质量较好，债务结构有所优化。

4．“16 希望 01”和“16 希望 02”由新希望集团提供担保，新希望集团资产和权益规模大，整体运营状况良好，其担保对上述债券的到期还本付息仍具有显著的积极影响。

关注

1．目前房地产行业调控政策仍较严格，公司经营情况受房地产市场波动和政策影响较大。

2．2018 年，公司在建规模快速增长，在建及拟建项目尚需投资金额较大，公司存在一定的资本支出压力。

3．2018 年，公司关联方往来款规模增长较快；公司债务规模继续增长，债务负担仍较重，债务偿还期限较集中；公司现金流仍较依赖于筹资活动。

分析师

冯　磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

卢　瑞

电话：010-85172818

邮箱：lur@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

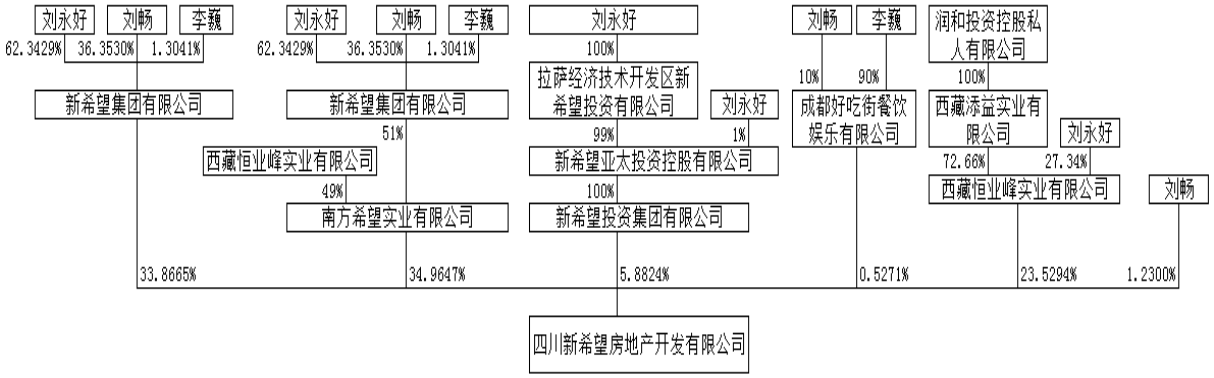
联合信用评级有限公司

一、主体概况

四川新希望房地产开发有限公司（以下简称“新希望地产”或“公司”）于 1997 年 5 月成立，成立时注册资本为 0.30 亿元，其中新希望集团有限公司（以下简称“新希望集团”）持股 98.50%、成都好吃街餐饮娱乐有限公司（以下简称“成都好吃街”）持股 1.50%。

历经多次增资及股权转让，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 17.00 亿元，实收资本 17.00 亿元；新希望集团直接持股 33.87%，通过南方希望实业有限公司（新希望集团持股 51%，以下简称“南方希望实业”）间接持股 34.96%，为公司第一大股东，西藏恒业峰实业有限公司（以下简称“恒业峰实业”）持股 23.53%、新希望投资集团（以下简称“投资集团”）持股 5.88%；根据公司章程约定，投资集团的股东投票权比例为 55.00%、新希望集团的股东投票权比例为 9.31%、南方希望实业的股东投票权比例为 10.41%，其余股东按持股比例享有同等投票比例。公司控股股东为投资集团，实际控制人为刘永好。

图 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018 年，公司经营范围和组织结构未发生变化。截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司共 93 家，在职员工合计 3,347 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 712.54 亿元，负债合计 545.95 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 166.58 亿元，其中归属于母公司所有者权益 113.96 亿元。2018 年，公司实现营业收入 152.43 亿元，净利润（含少数股东损益）21.29 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 18.19 亿元；经营活动产生的现金流量净额-23.94 亿元，现金及现金等价物净增加额 66.11 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 746.88 亿元，负债合计 572.69 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 174.20 亿元，其中归属于母公司所有者权益 116.20 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.41 亿元，净利润（含少数股东损益）-0.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.78 亿元；经营活动产生的现金流量净额-54.47 亿元，现金及现金等价物净增加额-36.08 亿元。

公司住所：成都市人民南路四段新希望集团；法定代表人：张明贵。

二、债券发行情况及募集资金使用

（1）“16 希望 01”

公司于 2016 年 5 月 31 日完成 2016 年第一期公司债券发行，实际发行规模 7.00 亿元，票面利率为 4.25%，起息日为 2016 年 5 月 30 日，每年付息一次；发行期限 5 年，第 3 年末附公司调整票

面利率选择权及投资者回售选择权。“16 希望 01”于 2016 年 6 月 24 日在上交所上市交易，债券简称“16 希望 01”，债券代码为“136457.SH”。“16 希望 01”扣除发行费用后募集资金净额已全部用于补充营运资金。公司已于 2019 年 5 月 30 日支付债券回售资金 0.24 亿元，上调票面利率至 5.20%，同时支付“16 希望 01”2018 年 5 月 30 日至 2019 年 5 月 29 日期间的利息。

（2）“16 希望 02”

公司于 2016 年 7 月 14 日完成 2016 年第二期公司债券发行，实际发行规模 10.00 亿元，票面利率为 3.85%，起息日为 2016 年 7 月 13 日，每年付息一次；发行期限 5 年，第 3 年末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。“16 希望 02”于 2016 年 8 月 12 日在上交所上市交易，债券简称“16 希望 02”，债券代码为“136541.SH”。“16 希望 02”募集资金 10 亿元中的 8,550 万元已用于偿还银行贷款，剩余部分已全部用于补充营运资金。公司已于 2018 年 7 月 13 日支付 2017 年 7 月 13 日至 2018 年 7 月 12 日期间的利息。

“16 希望 01”和“16 希望 02”均由新希望集团提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

三、行业分析

2018 年，公司主营业务以房地产开发销售为主，属于房地产行业。

1．行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。一二三线城市百城住宅价格指数增速在调控下也有所放缓。

2019 年一季度，全国房地产开发投资 23,803 亿元，同比增长 11.80%，增速创近几年新高，主要系土地购置费依旧处于高位，以及一季度销售、资金端改善，房企新开工和施工意愿增强，带动建安投资回升所致。一季度土地市场下行，全国 300 个城市土地市场指标按一二三线城市统计的指标均有不同程度下降；但 2019 年 3 月，二线城市土地成交溢价率和楼面均价同环比均涨，二线城市土地市场热度有所回升。房地产开发企业到位资金 38,948 亿元，同比增长 5.90%，增速较前两月回升 3.80 个百分点，其中国内贷款、个人按揭贷款同比转正；另目前首套房及二套房房贷利率 2019 年以来连续三月下降，2019 年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。全国房地产销售面积 29,828.94 万平方米，同比下降 0.90%，增速转负，但较前两月上涨 2.7 个百分点；销售金额 27,038.77 亿元，同比增长 5.60%，增速较前两月上涨 2.80 个百分点；受益于调控政策在因城施策下结构性微调、信贷条件宽松，一二线城市被压制需求释放，3 月房地产销售情况有所好转，2019 年 4 月中央政治局会议再提“房住不炒”，预计后续市场以“稳”为主。

集中度方面，2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。

政策方面，2018 年，政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。2019 年两会明确提出

“落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展”；2019年4月19日中央政治局会议重申“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。”

总体看，2018年房地产开发投资保持较高韧性，土地市场趋于理性，销售面积和销售价格在调控深化影响下，均有所放缓；行业集中度继续提升。2019年一季度，地产投资增速创近年新高，行业融资环境有所改善，但土地市场和销售整体下行，二线城市土地和销售回暖，房企逐步回归二线城市，政策上仍然以“房住不炒”、“因城施策”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2．行业关注

（1）行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及2019年3月23日住建部副部长在中国发展高层论坛2019年年会上表示“房地产调控不动摇，保持政策的连续性”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

（3）中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

3．行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

四、管理分析

2018年3月，公司修改章程，董事会成员由张明贵（董事长）、武敏、刘畅变更为张明贵（董事长）、武敏、刘畅、杨利、姜孟军、何成、伏俊敏。

总体看，2018年，公司董事会成员有所调整，但对核心管理团队影响不大，管理制度延续，管理运作情况良好。

五、经营分析

1．经营概况

2018 年，公司主营业务仍为房地产开发与销售。2018 年，公司营业收入 152.43 亿元，同比增长 151.18%，主要系公司房地产结转收入大幅增加所致；公司实现净利润 21.29 亿元，同比增长 76.49%，增幅低于营业收入增幅，主要系结转项目毛利率下降、以及业务相关板块扩大，费用增加所致。2018 年，公司主营业务收入占营业收入的比重维持在 96%以上，主营业务仍很突出。

从收入构成看，房产销售仍为公司最主要的收入来源。2018 年，得益于房地产结转规模及结转均价大幅增加，公司房产销售收入大幅增长，房产销售收入占比进一步提高；公司酒店经营、租赁和物业服务收入规模较小，其中，酒店经营收入下滑明显，主要系负责酒店管理的四川新希望实业有限公司不再纳入合并范围所致，租赁和物业服务收入规模较为稳定。

从毛利率看，2018 年，受房产销售毛利率下降影响，公司综合毛利率下降 7.83 个百分点至 27.81%。2018 年，公司房产销售毛利率同比下降 4.50 个百分点至 26.83%。公司酒店经营和租赁业务毛利率仍保持在较高水平，物业服务毛利率有所下降。具体情况见下表。

表 1　公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务	**50.48**	**97.88**	**29.27**	**58.59**	**96.54**	**35.32**	**148.65**	**97.52**	**28.16**
其中：房产销售	44.46	86.21	23.88	52.22	86.04	31.33	143.17	93.92	26.83
酒店经营	1.28	2.49	49.28	1.48	2.44	55.32	0.26	0.17	70.16
租赁	3.03	5.87	93.73	2.86	4.71	99.07	2.80	1.84	99.32
物业服务	1.71	3.32	40.11	2.03	3.34	33.42	2.41	1.58	20.12
其他业务	**1.09**	**2.12**	**40.82**	**2.10**	**3.46**	**44.81**	**3.78**	**2.48**	**13.97**
合计	**51.57**	**100.00**	**29.51**	**60.69**	**100.00**	**35.64**	**152.43**	**100.00**	**27.81**

资料来源：公司提供

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.41 亿元，同比增长 79.29%；净利润-0.66 亿元，归属于母公司所有者的净利润-0.78 亿元；2019 年一季度房地产业务竣工结转量较少，收入规模较小，加之税金及附加、期间费用增长，公司净利润呈亏损状态；公司综合毛利率为 37.76%，其中，房产销售毛利率 33.67%。

总体看，2018 年，房产销售仍为公司最主要的收入和利润来源；受益于项目结转规模及结转均价大幅增加，公司收入及利润均快速增长，但综合毛利率有所下降。

2．房地产开发与销售业务

在全国的城市布局中，公司坚持以“城市人口净流入、产业基础好、配套设施齐、购买能力强和经济动力足”的新一线和强二线城市为主。

土地获取方面，公司继续实施积极拿地的策略，为保证项目开发周期，公司土地获取方式仍以“招拍挂”为主，并择机收购优质土地储备。公司坚持城市深耕，审慎选择新进城市，2018 年，公司新进入杭州市和重庆市，并分别集中购置 5 块和 4 块土地储备以快速实现规模效应。2018 年，公司新增土地储备数量和土地面积分别同比增长 66.67%和 84.70%；权益建筑面积同比下降 21.40%，主要系公司为降低开发风险而加大新进城市项目的合作开发力度所致；新增土地储备仍主要分布在重庆（占 29.60%）、杭州（占 21.30%）、苏州（占 12.22%）和宁波（占 12.19%）等新一线和强二线城市，土地储备质量较高；新增土地储备楼面均价同比增长 14.20%，主要系杭州、宁波和温州等区域的土地储备楼面均价偏高所致，考虑到土地储备区位较好，土地成本仍较为合理。2019 年 1~3 月，

公司根据项目销售和货币资金储备情况适度加快拿地节奏，新增土地储备主要分布于昆明、南京和杭州等区域；楼面均价较 2018 年整体水平增幅较大，其中，南京、杭州和成都区域新增土地储备楼面均价相对较高，分别为 22,629 元/平方米、20,970 元/平方米和 17,200 元/平方米。具体情况见下表。

表 2　公司土地获取情况（单位：个、万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
项目个数	12	20	5
土地面积	83.88	154.93	33.86
建筑面积	211.67	316.29	93.73
权益建筑面积	159.98	125.75	41.55
权益购地款	157.39	131.81	65.36
楼面均价	9,722	11,103	15,843

注：1、项目统计含并表项目和非并表项目；2、楼面均价=购地款/建筑面积。
资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司未开发土地储备建筑面积 285.52 万平方米，权益建筑面积 192.59 万平方米；土地储备主要分布于昆明（占 31.96%）、南宁（占 26.02%）、温州（占 20.84%）和成都（占 6.24%）等城市。南宁大商汇和昆明希望汇受当地土地规划调整影响，项目随之调规报规，部分地块尚未开发；温州立体城项目因体量较大，公司采取先住宅、后商业的分期开发模式；其他土地储备主要为 2018 年以来新增土地储备，公司项目整体开发节奏较快。从近年新开工情况看，公司尚未开发的土地储备偏少。具体情况见下表。

表 3　截至 2019 年 3 月底公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米）

城市	项目名称	土地面积	建筑面积	权益建筑面积	楼面均价
重庆	重庆观山御璟	12.93	27.80	9.45	4,022
宁波	宁波智慧园 25 亩	1.70	5.10	1.68	9,800
成都	成都怡心湖	10.40	26.00	7.02	7,351
成都	成都国宾锦麟天玺	3.33	9.98	4.99	17,200
温州	温州瑞安双岙 88 亩	5.87	17.44	5.76	12,041
南京	南京迈皋桥 136 亩	9.07	23.51	9.40	22,629
杭州	杭州余杭九乔 112 亩	7.47	16.50	8.25	20,970
昆明	昆明盘龙 122 亩	8.13	26.30	13.15	8,567
温州	温州立体城 4 号地块	1.60	9.37	9.37	641
温州	温州立体城 7 号地块	2.42	25.00	25.00	612
南宁	南宁大商汇 C2 地块	15.30	20.86	20.86	642
南宁	南宁大商汇 D2 地块	7.49	20.61	20.61	1,247
南宁	南宁大商汇 F2 地块	6.37	8.65	8.65	645
昆明	昆明白麓城 38 号地块（郦璟苑）	2.73	12.98	12.98	4,423
昆明	昆明希望汇 A2 地块	4.69	25.18	25.18	619
昆明	昆明希望汇 A3 地块（商鼎大厦）	1.35	10.23	10.23	740
合计		**100.83**	**285.52**	**192.59**	**6,951**

注：上表土储均为尚未开发的土地面积。
资料来源：公司提供

项目建设方面，2018 年，公司继续加大新开工力度，新开工面积同比增长 339.31%，主要为重庆璟樾云山、重庆中央云璟、成都锦麟府、成都 D10•天府、杭州未来海岸、杭州拥潮府、杭州锦

鄯府、苏州锦麟府等项目；公司竣工面积亦大幅增加，同比增长 373.84%；综上，公司期末在建面积较年初增长 127.04%。具体情况见下表。

表 4　公司项目建设情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新开工项目数（个）	9	5	25
新开工面积（万平方米）	90.79	128.17	563.07
竣工项目数（个）	4	1	6
竣工面积（万平方米）	80.03	36.20	171.53
在建项目数（个）	7	9	28
在建面积（万平方米）	53.54	287.09	651.80

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司在建及拟建项目尚需投资 588.25 亿元，其中，2019 年 4~12 月计划权益投资 149.19 亿元。考虑到公司近年的房地产签约销售金额和购地支出情况，以及债务规模等因素，公司仍存在一定的资本支出压力。

表 5　截至 2019 年 3 月底公司在建及拟建项目投资情况（单位：个、亿元）

项目	在建项目	拟建项目	合计
项目个数	35	13	**48**
计划总投资额	1,070.06	377.32	**1,447.38**
已完成投资额	722.06	137.07	**859.13**
尚需投资额	348.00	240.25	**588.25**
2019 年 4~12 月计划投资额	156.60	103.89	**260.49**
2019 年 4~12 月计划权益投资额	94.10	55.09	**149.19**

注：数据统计含并表和非并表项目。
资料来源：公司提供

从销售情况来看，2018 年，公司销售规模实现大幅增长，协议销售面积和协议销售金额分别同比增长 40.65%和 85.03%，主要来自于宁波堇天府、温州西江月、温州立体城、宁波万象府、杭州未来海岸、南宁锦官城、温州天麓等项目；签约销售均价同比增长 31.55%，主要系宁波堇天府、宁波万象府、杭州未来海岸、温州天麓销售价格较高所致；回款率较上年增长 15 个百分点至 97%，主要系公司 2017 年部分回款到账及 2018 年加强销售回款管理所致。公司快速增长的协议销售金额为未来项目的结转收入提供良好支撑。

收入结转方面，2018 年，随着项目竣工规模大幅增加，公司项目结转规模亦随之增长，结转面积和结转收入分别同比增长 28.29%和 174.17%。具体情况见下表。

表 6　公司房地产销售情况（单位：个、万平方米、亿元、元/平方米、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
达预售项目	23	4	19
协议销售面积	108.70	133.49	187.76
协议销售金额	145.60	171.12	316.63
协议销售均价	13,394.66	12,818.93	16,863.54
销售回款率	87	82	97
结转面积	61.28	58.64	75.23

结转收入	44.46	52.22	140.91

注：协议销售数据为全口径。
资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司剩余可售面积（不含为未开发项目）483.65 万平方米，可满足公司未来 2~3 年销售需求；公司整体去化率较高，其中，济南、宁波和大连等城市项目去化率超 90%，2018 年华东区域（杭州、宁波）去化情况均较好，重庆项目去化率 30.62%，主要系首期推盘为改善类产品（小高层、洋房及叠拼等）以及周边竞品集中加推所致；剩余可售货值充裕，主要分布于成都（占 33.84%）、温州（占 20.82%）、昆明（占 12.19%）、重庆（占 10.07%）和杭州（占 10.03%）等热点城市，后续去化压力一般。具体情况见下表。

表 7　截至 2019 年 3 月底公司在售项目情况（单位：万平方米、%、亿元）

城市	总可售面积	取得预售证面积	已签售面积	去化率	剩余可售货值	剩余权益可售货值
成都	282.72	221.56	188.24	84.96	172.04	170.29
大连	72.91	56.06	51.36	91.62	41.61	24.89
杭州	56.10	19.74	17.26	87.43	106.58	50.45
济南	57.49	57.49	56.11	97.59	1.22	0.60
嘉兴	19.63	10.88	8.68	79.77	12.21	4.03
昆明	153.52	125.46	82.92	66.09	61.34	61.34
南宁	138.55	120.76	88.72	73.47	46.20	29.84
宁波	42.08	42.07	38.68	91.94	8.59	4.23
沈阳	8.36	8.36	6.56	78.51	2.07	2.07
温州	214.95	193.52	156.20	80.71	138.90	104.78
重庆	136.19	13.49	4.13	30.62	143.90	50.66
总计	**1,182.52**	**869.41**	**698.87**	**80.38**	**734.65**	**503.17**

注:1、统计数据不包含未开发项目；2、去化率=已签售面积/取得预售证面积×100%。
资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司继续在新一线和强二线城市积极拿地，土地质量较高，部分土地储备成本较高；公司加快项目开发节奏，期末在建规模大，存在一定的资本支出压力；公司协议销售面积和销售金额均大幅增长，为未来收入结转提供良好支撑；整体去化率较高，华东区域去化情况较好，剩余可售货值较充裕，且主要分布于热点城市。

3．关联交易

2018 年，公司与关联方之间的采购、销售及租赁业务规模均较小；关联担保方面，截至 2018 年底，公司为非并表关联公司提供的担保余额 36.10 亿元，其他关联方（全部为新希望集团）为公司提供的担保余额 121.75 亿元；关联资金拆借方面，截至 2018 年底，公司为 New Hope VIMGPty Ltd. 提供委托贷款余额 3.70 亿元；关联方存贷款方面，截至 2018 年底，公司于新希望财务有限公司（以下简称“集团财务公司”）存款余额 66.99 亿元，集团财务公司为公司发放贷款余额 21.88 亿元；关联方往来款方面，截至 2018 年底，公司应收关联方的其他应收款余额 67.52 亿元，较年初增长 2.5 倍，主要为合作开发项目资金往来，公司应付关联方的其他应付款余额 4.25 亿元。

总体看，新希望集团为公司担保规模大，展现出股东对公司融资的支持；因合作开发规模扩大，公司应收关联方其他应收款余额快速增长。

4．经营关注

（1）公司建设开发支出资金需求大

公司在建规模增长迅速，后续建设开发资金需求大，考虑到公司近年来购地支出规模和签约销售金额，以及目前债务负担水平，公司仍存在一定的资本支出压力。

（2）部分新增土地储备成本较高，项目去化及开发利润面临一定压力

公司位于南京、杭州等新进城市的土地储备成本相对较高，对公司项目运作能力提出较高要求，需关注该项目后续去化及盈利情况。

（3）二线城市房地产调控政策可能对项目去化和销售回款带来不利影响

公司房地产项目主要分布于全国热点二线城市，在“因城施策、分类调控”的调控要求下，区域房价过快上涨或将引发更为严格的调控措施，并可能对公司的项目去化和销售回款带来不利影响。

5．未来发展

公司近年加速战略优化，投资端采取深化重点城市布局的战略，产品端加强产品创新、设计创新，提升项目品质及溢价能力。

在投资发展战略方面，公司充分利用新希望集团的资源优势和自身的专业能力，采取“深耕重点城市+拓展机会型城市”模式，以“市场化+机会拿地+并购”相结合的方式获取项目，扩大公司规模，完善区域布局；聚焦新一线及主流二线城市稳步扩张；坚持以住宅滚动开发为主；以“轻资产”运营模式为主，减少商业资产持有比重；根据市场情况调整开工节奏，提高存货的去化率水平。

在产品战略方面，公司以客户需求为中心，致力于打造客户心中的好产品；由住宅开发商逐渐转变为社区服务提供者，积极构建多种增值服务。公司将提升对客户需求的精细化研究，保持准确的产品定位；关注用户体验，注重产品创新，进一步加大产品研发力度，提升研发速度；坚持并逐步扩大公司采购范围，建立更加全面、稳定和高效的产品生产线，保障产品品质，有效降低成本。

总体看，公司投资端和产品端战略定位清晰，坚持聚焦新一线及主流二线城市，有利于公司稳步扩张。

六、财务分析

1．财务概况

公司 2018 年度合并财务报表经四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见的审计结论；2019 年一季度财务数据未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。2018 年，公司合并范围新增子公司 38 家，不再纳入合并范围子公司 7 家；2019 年 1~3 月，公司合并范围新增子公司 2 家，不再纳入合并范围子公司 1 家；截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司共 93 家。2018 年公司会计政策有所变更，但对财务数据影响很小，主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 712.54 亿元，负债合计 545.95 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 166.58 亿元，其中归属于母公司所有者权益 113.96 亿元。2018 年，公司实现营业收入 152.43 亿元，净利润（含少数股东损益）21.29 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 18.19 亿元；经营活动产生的现金流量净额-23.94 亿元，现金及现金等价物净增加额 66.11 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 746.88 亿元，负债合计 572.69 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 174.20 亿元，其中归属于母公司所有者权益 116.20 亿元。2019 年 1~3 月，公

司实现营业收入 4.41 亿元，净利润（含少数股东损益）-0.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.78 亿元；经营活动产生的现金流量净额-54.47 亿元，现金及现金等价物净增加额-36.08 亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司合并资产总额 712.54 亿元，较年初增长 36.52%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占 86.82%，非流动资产占 13.18%，资产结构较年初变化不大，仍以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 618.65 亿元，较年初增长 35.35%，主要系货币资金和其他应收款增加所致；公司流动资产以货币资金（占 19.12%）、其他应收款（占 18.86%）和存货（58.04%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金为 118.29 亿元，较年初增长 134.46%，主要系房地产销售规模增加及融资规模扩大所致；公司货币资金主要为银行存款（占 99.42%），其中，存放集团财务公司款项 66.99 亿元；使用受限的货币资金 2.73 亿元，占 0.58%，主要为按揭保证金、解押保证金、贷款保证金等，受限比例很低。

截至 2018 年底，公司其他应收款 116.69 亿元，较年初大幅增长 208.70%，主要系关联方往来款增加所致；公司其他应收款主要由关联方往来款（占 57.86%）和合作方经营往来款（占 39.03%）构成；公司前五大客户其他应收款占比 40.93%，集中度较高，主要为关联方往来款或合作方经营往来款，账龄均在 1 年以内；公司累计计提坏账准备 0.55 亿元，计提比例为 0.47%。

截至 2018 年底，公司存货 359.06 亿元，较年初变动不大，2018 年公司加大项目开发力度，但同时房地产项目结转规模也较大；存货主要由开发产品（占 3.46%）和开发成本（占 96.54%）构成，开发产品账面价值和占比因结转原因，均有所下降；公司开发项目主要位于新一线及强二线城市，未计提存货跌价准备。

（2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 93.89 亿元，较年初增长 44.81%，主要系长期股权投资和投资性房地产增加所致；公司非流动资产以长期股权投资（占 20.19%）、投资性房地产（占 68.41%）和其他非流动资产（占 7.57%）为主。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 18.96 亿元（均为对联营企业的投资），较年初增长 206.47%，主要系公司合作开发规模增加所致。2018 年，公司长期股权投资权益法下确认投资收益 1.58 亿元，联营公司宣告发放现金股利或利润 2.38 亿元。

公司投资性房地产以公允价值进行后续计量。截至 2018 年底，公司投资性房地产 64.23 亿元，较年初增长 31.62%，主要系存货转入 6.38 亿元和公允价值增加 9.15 亿元（含原投资性房地产因市场价值变化增值 3.15 亿元）所致；公司投资性房地产建造时间较早，原值 22.34 亿元，综合增值率 187.51%；2018 年，公司投资性房地产租金收入 2.80 亿元。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产 7.11 亿元，较年初下降 10.73%，主要系公司预付长期资产款减少所致；公司其他非流动资产由委托贷款（占 52.03%）、预付长期资产款（占 36.39%）和信托保障基金（占 11.58%）构成；预付长期资产款主要为预付的土地款（未开票确认）和股权收购款。

截至 2018 年底，公司受限资产规模 203.72 亿元，占资产总额的 28.59%，受限规模一般；公司受限资产主要用于借款抵押、质押，具体情况见下表。

表 8　截至 2018 年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	期末余额	占对应科目比例	受限原因
货币资金	2.73	2.31	贷款、解押保证金
存货	168.78	47.01	借款抵押
固定资产	0.63	85.52	借款抵押
投资性房地产	31.28	48.71	借款抵押
长期股权投资	0.30	1.58	借款质押
合计	**203.72**	--	--

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 746.88 亿元，较年初增长 4.82%，主要系项目建设推进及新增土地储备，存货增长引起流动资产增加所致，流动资产和非流动资产占比分别为 87.48%和 12.52%，较年初变化不大。

总体看，2018 年，公司资产仍以流动资产为主；销售规模增长及融资规模扩大驱动公司货币资金大幅增长，货币资金较为充裕；随着合作开发项目增加及项目推进，公司关联方及合作经营往来款规模快速增长；公司存货主要位于新一线和强二线城市，资产受限规模一般，整体资产质量较好。

3．负债及所有者权益

（1）负债

截至 2018 年底，公司负债合计 545.95 亿元，较年初增长 31.52%，流动负债和非流动负债均有较大增长；其中流动负债占 58.28%，非流动负债占 41.72%，流动负债占比较年初下降 5.65 个百分点。

截至 2018 年底，公司流动负债 318.17 亿元，较年初增长 19.89%，主要系预收款项和其他应付款增长所致；流动负债构成以应付账款（占 5.01%）、预收款项（占 57.51%）、其他应付款（占 18.89%）和一年内到期的非流动负债（占 14.36%）为主。

截至 2018 年底，公司应付账款 15.95 亿元，较年初增长 128.69%，主要系公司项目在建规模扩大、应付工程款增加所致。

截至 2018 年底，公司预收款项 182.98 亿元，较年初增长 23.40%，主要系预收售房款增长所致；公司预收售房款主要来自南宁锦官置业有限公司、温州万誉置业有限公司、宁波润祥房地产开发有限公司、昆明新希望置业有限公司等名下项目。

截至 2018 年底，公司其他应付款 60.10 亿元，较年初增长 66.97%，主要系应付往来款增加所致；其他应付款主要由往来款构成，占 88.31%；一年以上重要其他应付款合计占比 4.48%，占比较低。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 45.68 亿元，较年初下降 12.15%，主要系一年内到期的长期借款减少所致；公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款（占 62.78%）和一年内到期的应付债券（占 37.22%）构成；公司一年内到期的应付债券为公司债券“16 希望 01”和“16 希望 02”，“16 希望 01”和“16 希望 02”分别于 2019 年 5 月和 2019 年 7 月进入回售期，截至本报告出具日，“16 希望 01”回售后余额 7.00 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动负债 227.79 亿元，较年初增长 52.14%，主要系长期借款增长所致；公司非流动负债主要为长期借款（占 95.01%）。

截至 2018 年底，公司长期借款 216.41 亿元，较年初增长 74.29%，主要系项目建设资金规模扩大，资金需求增长所致；长期借款由质押借款（占 8.61%）、抵押借款（占 50.29%）和保证借款（占 41.10%）组成；长期借款于 2020 年和 2021 年到期的分别为 120.98 亿元（占 55.90%）和 86.87 亿元

（占 40.14%），集中偿付压力较大。

截至 2018 年底，公司全部债务 262.67 亿元，较年初增长 25.02%，主要系长期借款增加所致；其中短期债务和长期债务占比分别为 17.61%和 82.39%，短期债务占比较年初下降 15.20 个百分点，债务结构有所优化。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 76.62%、61.19%和 56.50%，较年初分别下降 2.92 个百分点、5.11 个百分点和 0.42 个百分点，公司债务负担有所减轻，但债务负担仍较重。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 572.69 亿元，较年初增长 4.90%，主要系预收款项和长期借款增加所致；公司全部债务 280.52 亿元，其中短期债务和长期债务占比分别为 16.98%和 83.02%，短期债务占比较年初进一步下降；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 76.68%、61.69%和 57.21%，债务负担较年初变化不大。

若将公司永续债（6 亿元）计入长期债务进行测算，截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率及全部债务资本化比率分别为 77.48%、63.01%和 58.68%。

总体看，2018 年，随着预收款项和长期借款的增长，公司负债规模扩大；公司债务负担较重，债务结构以长期债务为主，但 2020 年和 2021 年存在一定集中偿付压力。

（2）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 166.58 亿元，较年初增长 55.98%，主要系资本公积、未分配利润和少数股东权益增加所致；资本公积 15.09 亿元，较年初增长 18.01 倍，主要系少数股东溢价增资所致；少数股东权益 52.63 亿元，较年初增长 84.83%，主要系合作开发项目增加所致。截至 2018 年底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 113.96 亿元，占 68.41%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 14.92%，资本公积占 13.24%，其他综合收益占 17.87%，盈余公积占 1.29%，未分配利润占 47.41%，其他权益工具（永续债）占 5.27%；其他权益工具 6.00 亿元，全部为新希望集团向公司发放的无固定期限贷款；公司少数股东权益、未分配利润和其他综合收益占比高，权益稳定性有待提升。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 174.20 亿元，其中归属于母公司所有者权益 116.20 亿元，所有者权益规模及构成较年初变化不大。

总体看，2018 年，随着资本公积、利润积累和少数股东权益增加，公司所有者权益大幅增长；少数股东权益、未分配利润和其他综合收益占比高，公司权益稳定性有待提升。

4．盈利能力

2018 年，公司营业收入 152.43 亿元，同比增长 151.18%，主要系公司房地产结转收入大幅增加所致；公司实现净利润 21.29 亿元，同比增长 76.49%，增幅低于营业收入增幅，主要系结转项目毛利率下降、以及业务相关板块扩大，费用增加所致；归属于母公司所有者的净利润 18.19 亿元。

2018 年，公司费用总额 8.81 亿元，同比增长 40.53%，主要系公司业务规模扩大，带动销售费用大幅增加所致；公司销售费用同比增长 73.63%，主要系公司销售项目增加，带动职工薪酬和销售代理费大幅增长所致；公司管理费用同比增长 14.69%；财务费用同比增长 24.79%，主要系融资规模扩大，利息支出增加所致；公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 51.36%、36.90%和 11.74%。2018 年，公司费用占协议销售金额的 2.78%，同比下降 0.88 个百分点，公司费用控制能力进一步提升。

从利润构成看，2018 年，公司公允价值变动收益 3.15 亿元，全部来源于投资性房地产增值，占营业利润的 11.15%，公允价值变动收益仍对营业利润有所影响；公司投资收益 1.72 亿元，主要来自

于权益法核算的长期股权投资收益，占营业利润的 6.10%，投资收益对营业利润有所影响。

从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.82%、5.27%和 15.57%，指标较 2017 年均有所提升，主要系公司净利润增加所致；营业利润率 21.39%，较 2017 年下降 8.44 个百分点，主要系公司房地产业务毛利率下降所致。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.41 亿元，净利润-0.66 亿元，归属于母公司所有者的净利润-0.78 亿元；2019 年一季度，公司房地产业务竣工结转量较少，收入规模较小，加之税金及附加、期间费用增长，公司净利润呈季节性亏损状态。

总体看，2018 年，随着项目结转规模扩大，公司结转收入及利润均大幅增长；公司费用控制能力进一步增强；投资性房地产公允价值变动和投资收益对公司营业利润有一定影响。

5．现金流

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入 248.42 亿元，同比增长 80.74%，主要系房地产预售规模增长，回款大幅增加所致；经营活动现金流出 272.36 亿元，同比增长 25.44%，主要系当年购地支出和往来款增加所致；综上，公司经营活动现金流量净额-23.94 亿元，净流出规模同比有所缩小。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入 0.17 亿元，同比下降 98.26%，主要系收回投资收到的现金减少所致；公司投资活动现金流出 22.16 亿元，同比增长 23.43%，主要为取得联营企业支付的投资款；综上，公司投资活动现金流量净额-21.98 亿元，净流出规模扩大。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入 217.17 亿元，同比增长 26.90%，主要系长期借款规模增长及子公司吸收少数股东投资收到的现金增加所致；筹资活动现金流出 105.14 亿元，同比增长 25.68%；综上，公司筹资活动现金流量净额为 112.03 亿元，同比增长 28.06%。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额-54.47 亿元，主要系购地支出及支付往来款规模较大所致；投资活动产生的现金流量净额-5.35 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 23.74 亿元，现金及现金等价物净增加额-36.08 亿元。

总体看，公司经营活动和投资活动现金流持续净流出，筹资活动继续保持较大规模净流入，公司现金流对筹资活动较为依赖。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别由年初的 1.72 倍和 0.40 倍提升至 1.94 倍和 0.82 倍；得益于货币资金规模增长，公司现金短期债务比由年初的 0.73 倍提升至 2.56 倍，现金类资产对短期债务的保护能力增强；截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 1.99 倍和 0.77 倍，现金短期债务比 1.76 倍；公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 32.66 亿元，同比增长 73.86%，主要系利润总额增加所致；EBITDA 中利润总额、折旧、摊销和计入财务费用的利息支出占比分别为 86.83%、0.31%、0.17%和 12.70%，利润总额占比仍属较大。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别由上年的 1.45 倍和 0.09 倍提升为 1.74 倍和 0.12 倍，保障程度仍偏低；公司长期偿债能力仍偏弱。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 264.80 亿元，已使用 138.18 亿元，尚未使用额 126.62 亿元，公司间接融资渠道畅通；此外，公司可从新希望集团获得融资支持。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额 36.10 亿元，占公司净资产的 20.72%，对外担保比例较

高；对外担保对象均为同一控制下关联企业。

截至 2019 年 3 月底，公司诉四川省第三建筑工程公司施工合同纠纷案，涉案金额 1,320 万元，案件为一审审理中，除此之外，无其他重大未决诉讼。

根据中国人民银行出具的征信报告（机构信用代码：G1051010700587250B），截至 2019 年 5 月 29 日，公司无未结清或已结清的不良或关注类信贷信息。

总体看，公司短期偿债能力较好，长期偿债能力仍属偏弱，考虑到公司品牌知名度高、股东支持力度大、土地质量较高等因素影响，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 83.62 亿元，约为“16 希望 01”和“16 希望 02”待偿本金合计（17 亿元）的 4.92 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达 174.20 亿元，约为债券待偿本金合计（17 亿元）的 10.25 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16 希望 01”和“16 希望 02”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 32.66 亿元，约为债券待偿本金合计（17 亿元）的 1.92 倍，公司 EBITDA 对公司债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 248.42 亿元，约为债券待偿本金合计（17 亿元）的 14.61 倍，公司经营活动现金流入量对公司债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为知名企业新希望集团下属专营房地产业务的关联公司，在品牌知名度和股东支持等方面具备较强优势，公司对“16 希望 01”和“16 希望 02”的偿还能力很强。

八、债权保护分析

“16 希望 01”、“16 希望 02”均由新希望集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

1．担保人信用分析

（1）新希望集团概况

新希望集团成立于 1997 年 1 月，由四川省工商行政管理局登记注册并核发企业法人营业执照，是一家民营性质的股份制企业。新希望集团由自然人股东刘永好、刘畅、李巍投资组建，截至 2018 年底，新希望集团注册资本 8.00 亿元人民币，其中刘永好持股 62.34%，刘畅持股 36.35%，李巍持股 1.31%。新希望集团实际控制人为刘永好。

新希望集团的经营范围为：农、林、牧、副、渔产业基地开发建设；生态资源开发；菜蓝子基地建设；饲料，农副产品（除棉花、烟叶、蚕茧、粮油）的加工、仓储、销售；高新技术的开发，销售化工原料及产品、建筑材料（以上项目不含危险化学品），普通机械，电器机械，电子产品，五金，交电，针纺织品，文化办公用品；本企业自产产品及相关技术的出口及本企业生产、科研所需的原辅材料，仪器仪表，机械设备，零配件和相关技术的进口，进料加工和三来一补业务；商务服务业。

截至 2018 年底，新希望集团合并资产总额 943.03 亿元，负债合计 501.79 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 441.24 亿元，其中归属于母公司所有者权益 251.52 亿元。2018 年，新希望集团实现营业总收入 710.27 亿元，净利润（含少数股东损益）53.07 亿元，其中归属于母公司所有者

的净利润 33.84 亿元；经营活动产生的现金流量净额 33.23 亿元，现金及现金等价物净增加额 18.43 亿元。

新希望集团注册地址：成都市武侯区人民南路 4 段 45 号；法定代表人：刘永好。

（2）行业分析

目前，新希望集团业务以饲料、养殖、屠宰及肉制品为主，以下主要对饲料行业进行分析。

饲料行业现状

中国饲料行业生产规模自 2012 年起一直位居全球首位，但近年产量增速总体逐渐放缓；2018 年，受非洲猪瘟疫情蔓延影响，我国饲料需求有所下降，全年饲料产量 24,213.26 万吨，同比下降 14.94%。

根据中国饲料行业信息网的成品饲料数据，2018 年成品饲料年度总产量 18,131.58 万吨，同比小幅增长 0.31%；其中，猪料产量 7,036.3 万吨，同比增长 0.32%；蛋禽料产量 3,133.06 万吨，同比增长 0.81%；肉禽料产量 5,210.09 万吨，同比下降 0.26%；水产料产量 1,549.08 万吨，同比增长 0.98%；反刍料产量 800.60 万吨，同比增长 1.11%；其他料产量 402.38 万吨，同比下降 0.32%。

目前，中国的肉、蛋、禽、乳制品、水产品生产与需求结构已趋于相对稳定，相应的中国饲料产品结构也保持相对稳定。

上游行业—饲料原料

饲料主要由玉米、豆粕以及鱼粉和一些添加剂构成，其中玉米主要提供能量需求，单位占比约达到 65%左右，豆粕作为动物生长过程中蛋白质摄取的主要来源，单位占比约为 25%左右，因此饲料成本主要受玉米和豆粕价格的影响。

玉米

中国的玉米栽培种植面积和总产量均居世界第 2 位。中国玉米种植带主要集中在黑、吉、辽、内蒙、冀、鲁、豫、陕、甘、宁、新等地区。

从玉米供应看，2018 年，中国玉米产量 25,733 万吨，同比下降 0.67%，玉米进口量 352.11 万吨，同比增长 24.62%，玉米供应仍主要来自国内供应。玉米价格方面，2018 年初，玉米价格延续 2017 年三季度以来的涨势；进入 3 月后，玉米价格开始倒 V 下跌并持续至 5 月，后因国储玉米持续大量供应，玉米价格维持低位呈窄幅波动态势；10 月，受天气影响，新粮大规模上市时间推迟驱动玉米价格强劲上涨；但自 12 月初，随着玉米大量上市，价格急转直下；全年价格波动较大，但整体价格高于 2017 年。

豆粕

中国的大豆主要依赖进口，大豆进口主要来源于美国、巴西、阿根廷三国。近年来，中国大豆进口量上升趋势非常明显，进口大豆依存度很高。2018 年，受中美贸易摩擦影响，中国大豆进口量下滑明显，全年累计进口量为 8,806 万吨，同比下降 7.85%；2018 年，进口大豆占国内消费总量 82.97%。

豆粕作为大豆压榨豆油的副产品，其价格基本由大豆价格决定；受国际大豆价格变动影响，国内豆粕价格近年来波动较大。2018 年，全年豆粕价格波动较大，1 月受巴西大豆丰产和全球谷物供应充裕预期，豆粕价格低位弱势震荡；4 月中美贸易摩擦升级，中国将大豆产品列入加征关税清单，促使豆粕价格恐慌性上涨，后随着中美贸易谈判推进以及国内油厂库存高企、终端需求疲弱，豆粕价格下行；7 月我国正式对原产于美国的大豆加征 25%关税，进口美国大豆成本上涨，但非洲猪瘟疫情频发致使豆粕需求端承压，豆粕价格涨势温和；11 月，中美两国元首通话释放贸易和解希望，加之我国扩大进口渠道，豆粕价格迅速下跌。2019 年，中美贸易谈判走向短期内仍不明朗，豆粕价格或将阶段性大幅波动。

总体看，近年来饲料主要原材料玉米与豆粕价格波动较大；2018 年玉米价格整体有所回升，贸易

摩擦推动豆粕价格上涨，饲料企业面临一定成本控制压力。

下游行业—养殖业

养殖业的景气程度直接影响饲料行业的需求。由于养殖进入门槛较低，从事养殖的企业和个体数量较多，多以农户和小型养殖企业为主，规模较小，品种较差，养殖技术水平较低，难以抵抗养殖行业多发的疫情和市场风险，可持续发展能力较差。长期以来，以散户养殖为主的养殖模式决定了中国养殖行业景气度具有周期性特征。

肉猪养殖方面，受环保政策影响，2015 年开始新一轮的猪周期，价格顶峰出现在 2016 年，之后进入下行通道，2018 年仍处于下行通道中。生猪价格方面，2018 年上半年，生猪价格维持下行态势，随着消费旺季来临，生猪价格自 5 月开始小幅上涨，后因非洲猪瘟疫情爆发和蔓延，疫情区生猪强制扑杀带来生猪供应下滑以及疫情恐慌致使消费需求萎缩，生猪价格缓慢下行，养殖户纷纷进入亏损；全年生猪外三元均价 12.63 元/斤，同比下降 16.00%。生猪存栏量方面，2018 年，生猪出栏量 69,382 万头，同比下降 1.20%；截至 2018 年底，生猪存栏量 31,111 万头，同比下降 3.00%。

肉鸡养殖方面，2018 年，受代种鸡疫病频发且产蛋率不足，种鸡供应下降致使肉鸡供应下滑；同时，受非洲猪瘟疫情影响，鸡肉作为猪肉的重要替代品，需求提振明显。在供给下滑和需求提振的双重作用下，肉鸡景气度提升明显。

总体来看，受瘟疫等不确定因素影响，养殖行业内部景气度波动较大，但居民消费需求相对稳定，行业整体发展较为平稳。

行业关注

中美贸易谈判存较大不确定性，饲料原料价格波动，加大饲料行业成本控制难度

2017 年以来，受国家取消临储政策的影响，玉米价格出现一定程度回升，后期走势尚不明朗。豆粕方面，受国际贸易形势、主要产国天气因素、以及投资炒作等因素影响，豆粕价格近年来波动较大。此外，中美贸易谈判仍存较大不确定性，或加剧农产品价格波动。总体来看，饲料原料价格波动对饲料行业的成本控制带来一定压力。

国内饲料企业众多，集中度有待提升

中国饲料行业进入壁垒较低，市场化程度高，企业数量众多，竞争激烈。饲料行业整体属于简单加工行业，行业特征决定了饲料生产的利润率相对较低，且成本转嫁能力弱。大型饲料企业集团由于存在其品牌影响力和资金实力，在竞争中会占有较为明显的优势。这使得全国范围内饲料行业的竞争主要集中在部分规模较大的全国性饲料企业之间，而各区域内的竞争则体现为本地中小企业与全国性饲料企业集团在当地设立的饲料加工企业之间的竞争。

食品安全和疫情对养殖业的影响大

食品安全和疫情是养殖业发展的重要影响因素，近几年，“速生鸡”、“H7N9 流感”、“猪流感”、“非洲猪瘟”等事件频发，对养殖企业冲击较大，短期内造成养殖行业产品的价格和销售量大幅下降；但从长期来看，食品安全和疫情的可控性使得养殖行业又可以在一定时间内恢复。

未来发展

从短期看，饲料行业受多种因素的影响而具有波动性。从长期看，中国的人口基础决定了肉食、禽蛋、乳品等庞大的消费规模，特别是农村收入的提高将继续带动此类产品的消费增长，同时，规模化养殖方式不断普及，在总饲养量中所占比重不断提高，上述市场环境决定了中国饲料行业长期而相对稳定的发展。

（3）新希望集团经营情况

经营概况

新希望集团主营业务主要由饲料、禽产业、猪产业和食品等业务构成，其中化工板块于 2017 年年末不再纳入新希望集团合并范围，房地产板块于 2018 年 3 月末不再纳入合并范围。2018 年，新希望集团营业总收入 710.27 亿元，同比下降 2.70%；净利润 53.07 亿元，同比增长 1.60%，主要系新希望集团经营改善，以及房地产板块不再纳入合并范围后以权益法长期股权投资核算确认的投资收益增加所致。

从收入构成看，饲料、禽产业、猪产业和食品仍为新希望集团的主要收入来源。饲料收入同比增长 10.83%，主要系新希望集团通过增强产品力和服务力，发展下游养殖基地，使得饲料销售收入大幅增长所致；禽产业收入同比增长 9.46%；猪产业收入同比增长 27.85%，主要系新希望集团扩大猪养殖产能以及已有产能生产效率提升所致；食品收入同比下降 5.98%。其他板块收入规模较小。

从毛利率看，2018 年，新希望集团综合毛利率同比下降 1.68 个百分点至 9.22%，主要系猪产业毛利率下降所致。分板块看，饲料毛利率变动较小；禽产业毛利率同比提升 2.37 个百分点，主要系新希望集团加强产销联动经营方式、改善成本效率所致；猪产业毛利率同比下降 10.64 个百分点，主要系猪肉价格下跌以及饲料原料成本上升所致；食品毛利率同比增长 3.51 个百分点，主要系新希望集团优化销售渠道、强化营销创新所致。具体情况见下表。

表 9　2017~2018 年新希望集团主营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
饲料	355.68	50.57	7.43	394.19	57.01	7.62
禽产业	170.36	24.22	6.17	186.47	26.70	8.54
猪产业	25.22	3.59	26.87	32.25	4.23	16.23
食品	57.80	8.22	9.41	54.35	7.41	12.92
贸易	23.48	3.34	4.88	30.35	4.42	6.95
房地产	56.61	8.05	40.19	2.18	0.18	48.50
化工	8.72	1.24	14.47	--	--	--
塑料建材	1.75	0.25	4.45	--	--	--
其他	3.70	0.53	63.45	3.91	0.06	90.77
合计	**703.31**	**100.00**	**10.91**	**703.70**	**100.00**	**9.22**

资料来源：新希望集团提供

总体看，2018 年，受房地产板块不再纳入合并范围及农牧板块收入上升双重影响，新希望集团收入小幅下降，但投资收益增长驱动净利润稳步增长；受猪肉价格下跌及饲料成本上涨影响，猪产业毛利率下降带动新希望集团综合毛利率下滑。

饲料业务

目前，新希望集团饲料业务资产规模和产量均居全国饲料行业第一位。新希望集团的饲料业务仍然主要依托新希望六和股份有限公司（以下简称“新希望六和”）经营。

从饲料业务原材料采购来看，由于玉米、小麦在饲料生产中具有较强的替代效应，因而新希望集团对玉米、小麦等主要原材料的采购量会随市场价格波动而适时调整。2018 年，新希望集团主要原材料采购均价均有不同程度上涨，其中，玉米和豆粕采购均价上涨幅度较大，分别上涨 6.52%和 6.28%，小麦采购均价同比变化较小。

从采购量来看，2018 年，新希望集团饲料业务主要原材料采购量整体同比有所减少，其中，玉米采购量同比增长 7.04%，小麦采购量同比减少 78.64%，豆粕采购量同比下降 11.38%；其他原材料

的采购规模，随均价下滑幅度的不同，以及配方实际需求的变更而有所变动，但采购总量占比不大。具体情况见下表。

表 10　2017~2018 年新希望集团饲料业务原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2017 年		2018 年	
	采购数量	采购均价	采购数量	采购均价
玉米	648.27	1,814.58	693.94	1,932.84
小麦	48.22	1,958.26	10.30	1,972.31
豆粕	197.82	3,071.77	175.31	3,264.72
花生粕	13.33	2,822.79	16.22	2,817.00
棉粕	6.10	2,718.42	12.32	2,897.18
赖氨酸	9.03	4,929.25	9.19	4,645.64
蛋氨酸	3.39	21,235.35	1.12	18,534.52

资料来源：新希望集团提供

从饲料业务产能来看，2018 年，新希望集团饲料产能仍主要位于国内，全部产能同比增长 9.34%；其中，国内饲料产能同比增长 8.95%，海外饲料产能同比增长 11.72%。

从饲料业务产能利用率看，2018 年，新希望集团饲料业务产能利用率同比有所下滑，主要系国内产能扩张后产能利用率有所下降所致；其中，国内饲料产能利用率同比下降 2.05 个百分点，国外饲料产能利用率同比增长 3.42 个百分点。

表 11　2017~2018 年新希望集团饲料生产情况

项目	2017 年	2018 年
产能（万吨）	**3,229.76**	**3,531.28**
国内（万吨）	2,779.00	3,027.68
海外（万吨）	450.76	503.60
产量（万吨）	**1,597.03**	**1,700.51**
国内（万吨）	1,405.04	1,468.82
海外（万吨）	192.00	231.69
产能利用率（%）	**49.45**	**48.16**
国内（%）	50.56	48.51
海外（%）	42.59	46.01

资料来源：新希望集团提供

总体看，2018 年，受农产品价格上涨影响，新希望集团饲料业务主要原材料采购成本有不同程度增长；饲料业务产量稳步增长，产量规模仍保持行业领先，但随着国内饲料业务产能的进一步扩张，饲料业务产能利用率有所下降。

屠宰与肉食加工业务

新希望集团的屠宰加工和肉制品业务主要由子公司新希望六和经营，截至 2018 年底，新希望集团共有 67 家屠宰加工厂及肉制品加工厂，联营企业 8 家，业务范围覆盖全国各地，“千喜鹤”、“美好”、“六和”为主要产品品牌。

2018 年，新希望集团鸡和鸭屠宰量同比下滑明显，分别同比下降 19.09%和 7.20%，猪屠宰量同比增长 6.33%。毛利率方面，鸡屠宰毛利率同比小幅下降 0.37 个百分点，鸭和猪屠宰毛利率分别同比增长 3.08 个百分点和 1.25 个百分点。具体情况见下表。

表 12　2017~2018 年新希望集团屠宰业务统计（单位：万只、万头、%）

项目	2017 年		2018 年	
	宰销量	毛利率	宰销量	毛利率
鸡屠宰	34,721.83	4.58	28,092.65	4.21
鸭屠宰	44,144.20	3.53	40,965.39	6.61
猪屠宰	235.42	2.75	250.33	4.00

资料来源：新希望集团提供

2018 年，新希望集团肉制品加工量 10.53 万吨，同比下降 15.08%，其中，熟食加工量同比下降 1.27%，调理品加工量同比下降 26.12%，主要系新希望集团优化产品结构所致；毛利率方面，熟食加工毛利率同比增长 25.49 个百分点，调理品毛利率同比增长 1.11 个百分点。

总体看，2018 年，新希望集团屠宰与肉食加工业务屠宰量和加工量均有所下降；除鸡屠宰毛利率小幅下降外，其他业务毛利率均有不同程度上涨，新希望集团屠宰与肉食加工业务综合毛利率小幅上涨。

（4）新希望集团财务分析

财务概况

新希望集团 2018 年度合并财务报表经四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。新希望集团财务报表按照中国财政部颁布的企业会计准则及其他相关规定的要求编制。2018 年新希望集团新设子公司 48 家，注销子公司 17 家，处置子公司 13 家，新希望地产由子公司变更为联营企业不再纳入合并范围；合并范围变动较大，且不再纳入合并范围的新希望地产资产规模较大，新希望集团财务数据可比性一般。

截至 2018 年底，新希望集团合并资产总额 943.03 亿元，负债合计 501.79 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 441.24 亿元，其中归属于母公司所有者权益 251.52 亿元。2018 年，新希望集团实现营业总收入 710.27 亿元，净利润（含少数股东损益）53.07 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 33.84 亿元；经营活动产生的现金流量净额 33.23 亿元，现金及现金等价物净增加额 18.43 亿元。

资产质量

截至 2018 年底，新希望集团资产总额 943.03 亿元，较年初减少 19.65%，主要系新希望地产于 2018 年 3 月不再纳入合并范围且其资产规模较大所致；新希望集团流动资产和非流动资产分别占比 30.06%和 69.94%，流动资产占比大幅下降，主要系存货规模较大的新希望地产不再纳入合并范围所致。

截至 2018 年底，新希望集团流动资产合计 283.48 亿元，较年初下降 54.17%，主要系存货大幅减少所致；新希望集团流动资产主要由货币资金（占 36.80%）、其他应收款（占 17.55%）和存货（23.44%）构成。

截至 2018 年底，新希望集团货币资金为 104.32 亿元，较年初增长 23.01%，主要系子公司新希望地产不再纳入合并范围后支付关联方往来款规模下降和吸收存款及同业存放增加所致，货币资金主要为银行存款（占比 95.11%），受限货币资金（5.01 亿元）占比较小，主要为存放中央银行的法定存款准备金和各类保证金；其他应收款为 49.75 亿元，较年初下降 30.23%，主要系保证金规模下降所致，坏账准备计提 12.88%，部分款项回收困难，计提较为充分，前五大其他应收款合计占比 67.04%，集中度高；存货为 66.44 亿元，较年初大幅减少 83.87%，主要系新希望地产不再纳入合并范围所致，存货主要由原材料（占 39.00%）、库存商品（占 18.68%）、消耗性生物资产（占 20.91%）

和开发成本（占 18.01%）等构成，跌价准备计提比例 0.65%。

截至 2018 年底，新希望集团非流动资产 659.55 亿元，较年初增长 18.80%，主要系长期股权投资增加所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占 20.38%）、长期股权投资（占 53.51%）和固定资产（占 13.56%）构成。

截至 2018 年底，新希望集团可供出售金融资产 134.43 亿元，较年初增长 31.79%，主要为成本计量的可供出售权益工具；长期股权投资为 352.93 亿元，较年初增长 40.18%，主要系新希望地产不再纳入合并范围而转入该科目所致；固定资产为 89.41 亿元，较年初增长 8.75%，主要系房屋及建筑物和机械设备增加所致，仍主要由房屋及建筑物（占 62.59%）和机械设备（占 34.19%）等构成，成新率 64.77%，成新率较低。

截至 2018 年底，新希望集团所有权或使用权受限资产总额 24.55 亿元，占总资产的 2.60%，主要为用于借款抵押和央行法定存款准备金、保证金等，资产受限比例低。

总体看，2018 年，受新希望地产不再纳入合并范围影响，新希望集团资产规模有所减小；货币资金规模较大，其他应收款坏账准备计提较为充分；新希望集团资产受限比例低，资产质量整体较好。

负债

截至 2018 年底，新希望集团负债合计 501.79 亿元，较年初下降 32.48%，主要系流动负债和非流动负债均减少所致；流动负债和非流动负债占比分别为 73.08%和 26.92%，流动负债占比有所提升，构成仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，新希望集团流动负债 366.69 亿元，较年初下降 25.38%，主要系新希望地产不再纳入合并范围后预收款项大幅减少所致；流动负债主要由短期借款（占 32.60%）、吸收存款及同业存放（占 18.82%）、应付账款（占 10.26%）和一年内到期的非流动负债（占 12.28%）等构成。

截至 2018 年底，新希望集团短期借款为 119.55 亿元，较年初增长 6.48%，主要系融资规模扩大所致；吸收存款及同业存放 69.02 亿元，较年初增长 27.63 倍，主要系吸收活期存款大幅增加所致；应付账款为 37.62 亿元，较年初下降 3.57%，主要系应付工程及设备款减少所致；一年内到期的非流动负债为 45.03 亿元，较年初减少 17.01%。

截至 2018 年底，新希望集团非流动负债合计 135.09 亿元，较年初下降 46.34%，主要系长期借款和应付债券减少所致；非流动负债主要由长期借款（占 39.67%）和应付债券（占 57.74%）构成。

截至 2018 年底，新希望集团长期借款为 53.59 亿元，较年初下降 62.26%，主要系新希望地产不再纳入合并范围后负债规模下降所致；应付债券为 78.00 亿元，较年初下降 19.57%，主要系部分债券即将到期转入一年内到期的非流动负债所致。

截至 2018 年底，新希望集团全部债务 402.77 亿元，较年初下降 12.67%，主要系债务负担较重的新希望地产不再纳入合并范围所致；短期债务和长期债务占比分别为 67.33%和 32.67%，短期债务占比较高。截至 2018 年底，新希望集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 53.21%、47.72%和 22.97%，指标较年初均大幅下降，债务负担有所减轻，但短期债务占比仍较高。

总体看，因债务负担较重的新希望地产不再纳入合并范围，新希望集团债务负担明显减轻；短期债务占比高，短期偿债压力仍较大。

所有者权益

截至 2018 年底，新希望集团所有者权益合计 441.24 亿元，较年初增长 2.49%，主要系未分配利润增加所致；新希望集团所有者权益中归属于母公司所有者权益为 251.52 亿元，占比 57.00%；归属

于母公司所有者权益中，实收资本占 3.18%，资本公积占 10.25%，其他综合收益占 1.76%，盈余公积占 2.57%，未分配利润占 82.12%，一般风险准备占 0.12%；公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高，权益稳定性有待提高。

总体看，新希望集团所有者权益规模小幅增长，但权益稳定性有待提高。

盈利能力

2018 年，新希望集团营业总收入 710.27 亿元，同比下降 2.70%，主要系新希望地产不再纳入合并范围所致；净利润 53.07 亿元，同比增长 1.60%，主要系新希望地产转为长期股权投资后，确认的投资收益增加所致。

2018 年，新希望集团期间费用 53.91 亿元，较上年减少 16.15%，主要系管理费用和销售费用减少所致；销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 32.85%、43.82%和 23.33%，其中销售费用 17.71 亿元，同比下降 8.03%；管理费用 23.62 亿元，同比下降 36.44%，主要系房地产板块不再纳入合并范围所致；财务费用 12.58 亿元，同比增长 59.78%，主要系利息支出增加所致。2018 年，新希望集团费用收入比为 7.59%，较上年下降 1.22 个百分点，费用控制能力有所提高。

2018 年，新希望集团投资收益 52.46 亿元，同比增长 24.83%，主要系新希望地产转入权益法核算的长期股权投资后当期确认投资收益增加所致；投资收益占营业利润的 89.18%，对营业利润贡献水平仍属很高。

2018 年，新希望集团总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 7.59%、6.52%和 12.18%，较上年均有所提高，主要系经营改善和投资收益增加驱动净利润增长所致。

总体看，2018 年，受新希望地产不再纳入合并范围影响，新希望集团收入规模小幅下降，但受益于投资收益增加，净利润规模有所增长，各项盈利指标有所提高。

现金流

经营活动方面，2018 年，新希望集团经营活动现金流入 852.47 亿元，同比减少 4.00%；经营活动现金流出 819.24 亿元，同比减少 10.80%，主要系地产板块不再纳入合并范围后支付购地款规模下降所致；综上，新希望集团经营活动现金流净额 33.23 亿元，由净流出转为净流入。2018 年，新希望集团现金收入比为 110.49%，较上年提高 2.43 个百分点，收入实现质量有所提升。

投资活动方面，2018 年，新希望集团投资活动现金流入 45.30 亿元，同比下降 59.93%，主要系收回投资收到的现金大幅减少所致；投资活动现金流出 127.58 亿元，同比下降 60.43%，主要系投资支付的现金减少和因合并报表范围变化所致；综上，新希望集团投资活动现金流量净额-82.28 亿元，投资活动现金流净流出规模有所缩小。

筹资活动方面，2018 年，新希望集团筹资活动现金流入 302.61 亿元，同比下降 19.70%，主要系债券融资规模下降所致；筹资活动现金流出 234.29 亿元，同比增长 13.47%，主要系偿还债务支付的现金增加所致；综上，筹资活动现金流量净额为 68.32 亿元，净流入规模有所缩小。

总体看，房地产板块不再纳入合并范围后，新希望集团经营活动现金流净额转正，收入实现质量有所提升；投资活动现金流净流出规模有所缩小；筹资活动现金净流入规模有所缩小。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，因货币资金规模增加而存货大幅减少，新希望集团流动比率由 1.26 倍下降至 0.77 倍，速动比率由 0.42 倍提升至 0.59 倍，均处于较低水平；新希望集团现金短期债务比由年初的 0.38 倍小幅提升至 0.39 倍，现金类资产对短期债务的保护能力偏低；新希望集团经营现金流流动负债比率 9.06%，上年经营活动现金流净流出。新希望集团短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2018 年，新希望集团 EBITDA 为 80.96 亿元，同比下降 3.54%，主要系利润总额减少所致；EBITDA 中折旧、摊销、计入财务费用的利息支出和利润总额占比分别为 12.85%、1.86%、15.77%和 69.52%，利润总额占比小幅下降。2018 年，新希望集团 EBITDA 利息倍数由 4.37 倍提升至 5.30 倍，EBITDA 全部债务比由 0.18 倍提升至 0.20 倍。新希望集团长期偿债能力尚可。

截至 2018 年底，新希望集团共获得银行授信额度 959 亿元，尚未使用授信额度 738 亿元，间接融资渠道畅通。新希望集团合并范围含上市公司新希望六和（000876.SZ），直接融资渠道畅通。

截至 2018 年底，新希望集团对外担保余额 122.53 亿元，占期末净资产的 27.77%，对外担保比例较高；担保对象包括新希望地产、新希望乳业股份有限公司和草根知本集团有限公司。

根据中国人民银行出具的征信报告，截至 2019 年 2 月 26 日，新希望集团无未结清的不良或关注类信贷信息；已结清的信贷信息中存在 2 笔欠息，金额合计 42.28 万元，均于 2010 年 11 月 25 日前还清；此外，已结清的信贷信息中存在 2 笔关注类贷款，银行均已正常收回。

截至 2018 年底，新希望集团无重大未决诉讼或仲裁事项。

总体看，新希望集团短期偿债能力较弱，长期偿债能力尚可，考虑到新希望集团作为国内知名的大型企业集团，在饲料加工行业处于龙头地位，具有较为完善的产业链结构和明显的规模优势，业务规模与业务模式相对稳定，整体偿债能力仍属极强。

2．债权保护效果

以 2018 年底新希望集团财务数据测算，“16 希望 01”、“16 希望 02”待偿本金合计（17 亿元）占新希望集团资产总额的 1.80%，占所有者权益总额的 3.85%，占比很低；2018 年，新希望集团 EBITDA 对债券待偿本金合计（17 亿元）的覆盖倍数为 4.76 倍，经营活动现金流入量对债券待偿本金合计（17 亿元）的覆盖倍数为 50.15 倍，覆盖程度高。

总体看，2018 年，新希望集团资产规模小幅下降，但其担保对于“16 希望 01”、“16 希望 02”的信用状况仍具有显著的积极作用。

九、综合评价

2018 年，公司继续积极拿地并保持较快的开发节奏，土地储备质量较高，协议销售面积及金额快速增长，盈利能力有所增强，债务结构有所优化。同时，联合评级也关注到公司房地产业务面临潜在的区域市场及政策波动风险、在建项目尚需投资规模大、关联方往来款规模增长迅速、债务负担仍较重、现金流仍较依赖于筹资活动等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司作为知名企业新希望集团下属专营房地产业务的关联公司，在品牌知名度和股东支持上具备较强优势；未来，随着新项目销售推进及在建项目竣工结转，公司收入及利润规模有望进一步提升。

“16 希望 01”和“16 希望 02”由新希望集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。新希望集团资产和权益规模较大，整体运营状况良好，其担保对上述债券的到期还本付息仍具有显著的积极影响。

综上，联合评级上调公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 希望 01”和“16 希望 02”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　四川新希望房地产开发有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	337.17	521.91	712.54	746.88
所有者权益（亿元）	69.56	106.80	166.58	174.20
短期债务（亿元）	30.09	68.93	46.25	47.63
长期债务（亿元）	107.86	141.17	216.41	232.89
全部债务（亿元）	137.95	210.10	262.67	280.52
营业收入（亿元）	51.57	60.69	152.43	4.41
净利润（亿元）	6.86	12.06	21.29	-0.66
EBITDA（亿元）	9.93	18.79	32.66	--
经营性净现金流（亿元）	-5.37	-79.69	-23.94	-54.47
流动资产周转次数（次）	0.21	0.16	0.28	--
存货周转次数（次）	0.19	0.14	0.31	--
总资产周转次数（次）	0.18	0.14	0.25	--
现金收入比率（%）	186.48	189.28	131.97	571.07
总资本收益率（%）	4.32	5.53	6.82	--
总资产报酬率（%）	3.20	4.23	5.27	--
净资产收益率（%）	10.61	13.68	15.57	--
营业利润率（%）	22.24	29.83	21.39	31.42
费用收入比（%）	10.46	10.33	5.78	41.27
资产负债率（%）	79.37	79.54	76.62	76.68
全部债务资本化比率（%）	66.48	66.30	61.19	61.69
长期债务资本化比率（%）	60.79	56.93	56.50	57.21
EBITDA 利息倍数（倍）	1.22	1.45	1.74	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.09	0.12	--
流动比率（倍）	1.85	1.72	1.94	1.99
速动比率（倍）	0.47	0.40	0.82	0.77
现金短期债务比（倍）	1.66	0.73	2.56	1.76
经营现金流动负债比率（%）	-3.54	-30.03	-7.53	-16.59
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.58	1.11	1.92	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、公司 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　新希望集团有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,145.31	1,173.69	943.03
所有者权益（亿元）	510.24	430.51	441.24
短期债务（亿元）	241.39	222.24	271.18
长期债务（亿元）	190.56	238.97	131.59
全部债务（亿元）	431.95	461.21	402.77
营业总收入（亿元）	693.20	729.98	710.27
净利润（亿元）	54.98	52.24	53.07
EBITDA（亿元）	80.76	83.93	80.96
经营性净现金流（亿元）	-41.80	-30.45	33.23
应收账款周转次数（次）	64.96	55.87	47.98
存货周转次数（次）	2.64	1.88	2.68
总资产周转次数（次）	0.73	0.63	0.67
现金收入比率（%）	110.40	108.05	110.49
总资本收益率（%）	8.44	6.64	7.59
总资产报酬率（%）	7.18	5.93	6.52
净资产收益率（%）	12.72	11.11	12.18
营业利润率（%）	10.31	12.85	9.45
费用收入比（%）	8.13	8.81	7.59
资产负债率（%）	55.45	63.32	53.21
全部债务资本化比率（%）	45.85	51.72	47.72
长期债务资本化比率（%）	27.19	35.69	22.97
EBITDA 利息倍数（倍）	6.10	4.37	5.30
EBITDA 全部债务比（倍）	0.21	0.18	0.20
流动比率（倍）	1.52	1.26	0.77
速动比率（倍）	0.92	0.42	0.59
现金短期债务比（倍）	1.03	0.38	0.39
经营现金流动负债比率（%）	-9.67	-6.20	9.06
EBITDA/待偿本金合计（倍）	4.75	4.94	4.76

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3　有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期底应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期底存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期底总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期底所有者权益+期底全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期底总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期底所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务+长期应付款

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。