信用等级公告

联合〔2019〕1170 号

联合资信评估有限公司通过对新城控股集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持新城控股集团股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 新城控股 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

新城控股集团股份有限公司
跟踪评级报告

评级结果：

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	余额（亿元）	首次行权日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 新城控股 MTN001[1]	10 亿元	2021/12/28	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 5 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	134.06	219.51	456.38	435.50
资产总额(亿元)	1031.71	1835.27	3303.18	3666.25
所有者权益(亿元)	163.68	259.82	509.57	532.76
短期债务(亿元)	115.68	192.46	223.51	--
长期债务(亿元)	146.43	254.38	503.55	--
全部债务(亿元)	262.11	446.84	727.06	--
营业收入(亿元)	279.69	405.26	541.33	43.30
利润总额(亿元)	42.90	83.71	157.67	3.01
EBITDA(亿元)	58.19	90.38	165.38	--
经营性净现金流(亿元)	80.97	-104.85	38.17	-67.59
营业利润率(%)	21.64	27.50	30.22	30.19
净资产收益率(%)	19.28	24.10	23.96	--
资产负债率(%)	84.14	85.84	84.57	85.47
全部债务资本化比率(%)	61.56	63.23	58.79	--
流动比率(%)	112.81	108.57	117.18	118.21
经营现金流动负债比(%)	11.39	-8.04	1.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.44	4.94	4.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.52	4.18	4.14	--

注：1. 2019年1—3月财务数据未经审计；2.其他流动负债和其他应付款中有息部分已调整至短期债务;3.公司未披露2019年3月底有息债务规模。

分析师
刘艳婷　张　垌　李博恒
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

新城控股集团股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内大型房地产集团企业之一，在区域地位、品牌影响力等方面具备显著优势。跟踪期内，随着公司收入规模快速增长，土地储备的不断积累，商业物业迅速增加为公司的持续稳定发展奠定良好基础；同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务规模增长快、存货周转压力较大、关联企业资金往来规模大、对外担保额度大、所有者权益稳定性较弱等因素对其经营和发展可能带来的不利影响。

近年来，公司在巩固和加强商业地产核心主导地位的同时，以“吾悦”为品牌，商业物业出租业务已成为公司新的利润增长点。未来随着项目开发规模的扩张，公司有望保持较快的发展速度。

综合评估，联合资信评估有限公司确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 新城控股 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司持续在长三角地区主要城市进行房地产项目开发，在上海、南京、苏州等地签约销售金额持续处于领先地位，开发经验丰富。
2. 公司土地储备充足，具备一定成本优势。能够为其未来发展提供有利保障。
3. 公司凭借品牌优势和较强的项目运作能力，以“吾悦”为品牌，商业物业出租及管理业务保持了快速发展态势，商业物业出租业务已成为公司重要的利润增长点。
4. 公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对“18 新城控股 MTN001”保障程度高。

[1] 本期中期票据在公司赎回前长期存续。

关注

1. 随着公司新增土地储备规模快速增加，公司有息债务规模增长较快，债务负担加重。
2. 公司资产中存货占比高，主要以土地开发成本为主，周转压力较大，一定程度加剧对外融资压力。
3. 公司与关联方资金往来频繁，交易对手较多，计提坏账规模较小，存在一定计提不足风险；对外担保额度大，存在一定或有负债风险。
4. 公司合作开发项目多，少数股东权益及未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱。
5. “18新城控股MTN001”有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，且一旦出现递延，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。从应付债券到期兑付日来看，公司于2021年具有一定的集中偿付压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由新城控股集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

新城控股集团股份有限公司
跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于新城控股集团股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

新城控股集团股份有限公司（以下简称“公司”或“新城控股”）原名为新城控股集团有限公司，成立于 1996 年 6 月，初始注册资本 200 万元，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。经多次股权变更及增资后，截至 2014 年底，公司注册资本为 11 亿元，股权结构变更为常州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%。2015 年 12 月 4 日，经中国证监会证监许可〔2015〕2144 号文核准，公司发行股份 54206.48 万股以换股方式吸收合并江苏新城地产股份有限公司（公司控股的 B 股上市公司，现已注销，以下简称“江苏新城”），股票自当日起上市交易，证券简称为“新城控股”，证券代码为“601155.SH”，此后历经多次股权变更，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 22.57 亿元。

截至 2019 年 3 月底，王振华先生持有新城发展控股有限公司（于 2012 年 11 月 29 日在香港上市，证券代码为 01030.HK，以下简称“新城发展”）71.23%的股权，新城发展通过香港创拓发展有限公司持有富域发展集团有限公司（以下简称“富域发展”）和常州德润咨询管理有限公司（以下简称“常州德润”）100%的股权，而富域发展持有公司 61.06%股权，常州德润持有公司 6.11%的股权，富域发展及其一致行动人常州德润合计持有公司 67.17%的股权。因此，公司直接控股股东为富域发展，间接控股股东为新城发展，实际控制人为王振华先生。

公司的主营业务为房地产开发与销售，经营模式以自主开发销售为主。公司秉持“住宅地产+商业”地产双轮驱动的模式运营，公司以上海为中枢，长三角为核心，现已基本完成全国重点城市群及重点城市的布局。

截至 2019 年 3 月底，公司内设董事会办公室、审计部、扶贫办公室、集团办公室、财务管理中心、融资管理中心、人力资源中心、新城商学院、战略规划中心、品牌客服中心、资产管理中心、法律事务中心、信息管理中心、造价公司、住宅开发事业部、商业开发事业部及商业管理事业部。

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 3303.18 亿元，所有者权益合计为 509.57 亿元（其中少数股东权益 204.64 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 541.33 亿元，利润总额 157.67 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 3666.25 亿元，所有者权益 532.76 亿元（含少数股东权益 225.71 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 43.30 亿元，利润总额 3.01 亿元。

公司注册地址：江苏省常州市武进高新区西湖路 1 号；法定代表人：王振华。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

由联合资信评级的存续债券包括“18 新城控股 MTN001”，目前，上述债券募集资金均已按照计划和约定用途使用完毕。

跟踪期内，“18 新城控股 MTN001”尚未到付息日。上述债券于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。于上述债券第 3 个和其后

每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回上述债券。

在利率方面，“18 新城控股 MTN001”采用固定利率计息，前 3 个计息年度利率保持不变，自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。其中前 3 个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差[2]，如公司在第 3 年不行使赎回权，从第 4~6 个计息年度票面利率调整为当期基准利率加初始利差加 300 个基点，此后每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。如因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

在递延利息支付方面，除发生强制付息事件，“18 新城控股 MTN001”每个付息日，公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；利息递延不构成公司未能按照预定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。如公司决定付息，每个付息日前 5 个工作日，公司需按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《付息公告》，并在付息日按票面利率由上海清算所代理完成付息工作；如公司决定递延支付利息，公司及相关中介机构在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。

表1　公司经联合资信评级的存续债券概况

（单位：亿元）

债项简称	发行金额	起息日	首次行权日
18 新城控股 MTN001	10	2018/12/28	2021/12/28

资料来源：中国货币网

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）“18 新城控股 MTN001”的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，“18 新城控股 MTN001”与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）“18 新城控股 MTN001”如不赎回，从第 4 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，“18 新城控股 MTN001”公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（3）“18 新城控股 MTN001”在除公司向普通股股东分红或减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。从历史分红角度分析，公司 2016—2018 年分别向普通股股东分红 7.45 亿元、18.28 亿元和 33.68 亿元。公司未来持续分红的可能性大，递延利息支付可能性较小。

综合以上分析，“18 新城控股 MTN001”具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为“18 新城控股 MTN001”在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

“18 新城控股 MTN001”无担保。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，我国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现

[2]初始基准利率为薄记建档日前5个工作日中国债券信息网公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸

显。2018年，我国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

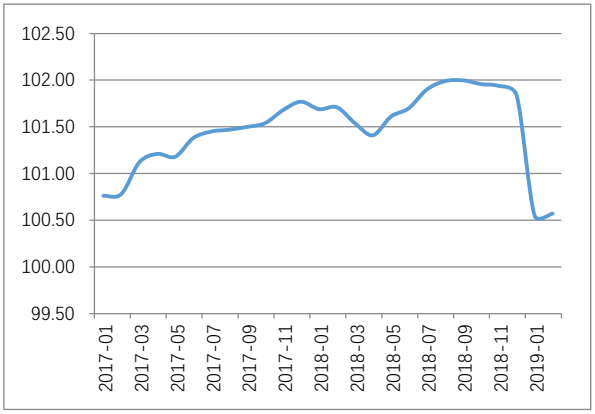
五、行业分析

（1）房地产开发行业

延续 2017 年以来房地产市场的严控形势，2018 年各地调控政策密集出台，不断完善限购、

限贷政策。2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图 1　2017 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind 资讯

房地产投资开发方面，2018 年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.50%，增速较上年增加 2.50 个百分点；其中住宅投资 8.52 万亿元，同比增长 13.40%，增速较上年增加 4.00 个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积 20.93 亿平方米，同比增长 17.20%，其中住宅新开工面积 15.34 亿平方米，同比增长 19.70%。全国房屋施工面积 82.23 亿平方米，同比增长 5.20%；其中住宅施工面积为 57.00 亿平方米，同比增长 6.30%。总体看，2018 年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018年全年商品房销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.30%，增速较上年下降6.40个百分点；共实现销售额15.00万亿元，同比增长12.20%，增速较上年下降1.50个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2018年百城住宅平均价格累计上涨5.09%，较2017年增速下降2.06个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

（2）土地市场与信贷环境

2018年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋近，房企拿地普遍持谨慎态度。2018年，全国300城市共推出用地12.84亿平方米，同比增长20%，其中住宅用地共推出5.05亿平方米，同比增长26%；土地成交量10.55亿平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交3.89亿平方米，同比增长10%。进入2018年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较2017年明显增加。价格方面，2018年，全国300个城市土地出让金总额为41773亿元，同比增长2%，较2017年增长2%；300个城市成交楼面均价为2159元/平方米，同比下跌11%；平均溢价率为13%，较2017年同期下降16个百分点。总体看，进入2018年以来，全国300城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从地产开发资金到位情况来看，2018年1—9月，房地产开发企业开发资金12.19万亿元，同比增长7.8%，较2017年同期下降0.2个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的33.31%和33.03%，且两者的占比均进一步增长，分别增长11.4和16.3个百分点；国内贷款、利用外资和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的14.80%、0.04%和14.38%。

2018年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政

策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率各地区均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入2018年10月以来，金融市场上货币政策出现松动。11月15日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在7月31日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

（3）政策环境

2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；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。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。

此后，2018 年 5 月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出 3~5 年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应 50%以上。2018 年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于 85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为 40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名 5 市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为 1 年。

2018 年 6 月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018 年 7 月 31 日，中共中央政治局会议提出，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，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了 2018 年下半年稳中求进的总基调。但同样在 2018 年下半年，部分地区调控政策迎来小

幅放松：7 月太原宣布取消二手房限售，12 月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住房销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在 2018 年 12 月 13 日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

总体看，2018 年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年 3 月底，公司实收资本为 22.57 亿元，富域发展及其一致行动人常州德润合计持有公司 67.17%的股权；公司实际控制人为王振华。

2. 企业规模

公司的主营业务为房地产开发与销售，以“住宅+商业”地产双轮驱动的模式运营，公司以上海为中枢，长三角为核心，现已基本完成全国重点城市群及重点城市的布局。截至 2018 年底，公司已进入全国 98 个大中型城市，全年公司共计新增土地储备共 164 幅，总建筑面积新增 4773.24 万平方米，其中商业综合体项目新增 1940.46 万平方米。

公司住宅地产开发业务的主要产品为各类商品住宅，包括中高层住宅、低密度的多层住宅与别墅等。公司商业地产开发业务主要为商业综合体的开发及购物中心的运营管理，产品以出售为主，辅以自持运营及对外租赁。截至 2018 年底，公司已在全国范围内累计开业 42 家新城吾悦广场，已形成一定的品牌知名度。

公司在国内房地产企业中具有较强竞争力，2018 年，中国房地产业协会和中国房地产测评中心联合测评结果显示，公司位列“2018 中国房地产上市公司创新能力 5 强”第 1 名、“2018 中国房地产开发企业商业地产运营 10 强”第 2 名、“2018 中国商业地产企业品牌价值 10 强”第 5 名及“2018 中国房地产上市公司 A 股 10 强”。根据克而瑞信息集团（CRIC）发布的《2018 年度中国房地产企业销售 TOP200》排行榜，公司 2018 年房地产销售面积与销售金额分别在全国房地产企业中排名第 7 位与第 8 位，分别较上年提升 4 位和 5 位。在国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院联合举办的“2018 中国房地产百强企业研究成果发布会”上，公司连续十年进入前 20 强，蝉联百强房企“稳健性 TOP10”和“运营效率 TOP10”两个奖项，且均进入前三强。2018 年，公司荣获新华网颁发的“社会责任杰出企业奖”，并入选新华社民族品牌工程。

总体看，公司主营业务具有显著的区位优势，各板块发展情况良好，2018 年销售规模进入行业前列。未来，随着公司商业地产品牌“吾悦”的持续推广，公司商业地产业务有望通过覆盖国内主流区域和人群，实现规模效应。

3. 人员素质

公司第一届董事会及监事会任期于 2018 年 3 月 29 日届满。经公司 2017 年年度股东大会审议通过，选举王振华先生、吕小平先生、王晓松先生、梁志诚先生、陈德力先生、袁伯银先生为公司第二届董事会董事，选举曹建新先生、Aimin Yan 先生、陈文化先生为公司第二届董事会独立董事。公司于 2018 年 4 月 4 日召开第二届董事会第一次会议，选举王振华先生任公司第二届董事会董事长，并聘任为公司总裁；聘梁志诚先生、陈德力先生、袁伯银先生任公司联席总裁；聘管有冬先生任公司财务负责人；聘陈鹏先生任公司董事会秘书。公司董事会于 2018 年 8 月 24 日收到王振华先生的书面辞职申请，王振华先生因工作原因辞去公

司总裁职务。同日公司第二届董事会第六次会议审议通过《关于聘任公司总裁的议案》，同意聘王晓松先生为公司总裁，任期与本届董事会任期相同。

公司于2018年4月3日召开职工代表大会，选举张国华先生为公司第二届监事会职工代表监事。经公司2017年年度股东大会审议通过，选举陆忠明先生与汤国荣先生为公司第二届监事会监事。公司于2018年4月4日召开第二届监事会第一次会议，选举陆忠明先生任公司第二届监事会主席。

公司董事长王振华先生，硕士学历，1962年3月生，中共党员，长江商学院EMBA。1983年7月至1988年10月任武进第一棉纺厂车间副主任；1988年10月至1993年7月任湖塘区织布厂厂长；1993年创办武进新城投资建设开发有限公司(江苏新城前身)并任董事长；2001年11月组建江苏新城，任董事长至2015年12月；1996年至今任新城控股集团股份有限公司董事长；2012年至今任新城发展控股有限公司董事长兼执行董事。

公司董事、总裁王晓松先生，曾任江苏新城常州公司工程部土建工程师、上海公司工程部助理经理、项目总经理，江苏新城助理总裁兼市场营销部总经理、董事兼总裁。2018年4月至今任新城控股集团股份有限公司董事兼总裁；2015年至今任新城发展控股有限公司非执行董事。

截至2018年底，公司母公司和主要子公司拥有在职员工20653人。从文化程度看，研究生及以上占7.02%，本科占49.33%，本科以下占43.65%。从岗位构成看，技术人员人员占53.60%，销售人员占30.18%，其他人员占16.22%。

总体看，公司高管人员具有多年行业经验，企业管理和业务经验丰富；员工文化素质及岗位构成能满足公司发展需要。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制和管理制度无重大变动。

八、经营分析

1. 经营概况

从主营业务收入构成来看，房地产开发及销售业务板块为公司核心业务，是公司主要收入来源。2018年，公司房地产开发及销售业务板块占公司营业总收入占比为93.91%，达508.38亿元，同比增长31.05%，主要系公司公司部分预售房源竣工交付，符合收入确认条件的销售面积较上期增加所致。同期，商业物业出租及管理业务收入规模大幅增长117.24%至22.13亿元，主要系公司吾悦广场开业的增加所致。

从盈利能力看，由于房地产开发业务在公司主营业务中的占比很高，房地产开发的毛利率水平对公司盈利规模的影响较大。2018年，房地产开发及销售板块毛利率呈持续增长态势，为35.48%，较上年增长0.63个百分点；同期，公司商业物业出租及管理业务毛利率持续下降，但仍维持较高的盈利水平，2018年，该板块业务毛利率同比下降1.74个百分点至67.76%。受益于房地产开发与销售板块业务毛利率持续增长以及毛利率较高的商业物业出租业务收入占比增加，公司主营业务收入毛利率保持增长趋势，2018年，主营业务毛利率为36.83%，整体盈利能力较强。

2019年1—3月，公司实现营业收入43.30亿元，同比下降16.39%，主要系交付项目较少所致。从近年来公司收入及利润结构看，公司主营业务收入来源为房地产开发及销售收入；同时，商业物业出租及管理业务规模持续稳步增长。

表 2　2016~2018 年底公司营业总收入及毛利率构成（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
房地产开发及销售	270.49	96.71	27.13	387.93	95.73	34.85	508.38	93.91	35.48
商业物业出租及管理	4.41	1.58	79.70	10.19	2.51	69.50	22.13	4.09	67.76
主营业务收入小计	**274.90**	**98.29**	**27.97**	**398.12**	**98.24**	**35.73**	**530.52**	**98.00**	**36.83**
其他营业收入	4.79	1.71	22.07	7.13	1.76	25.86	10.82	2.00	29.70
合计	**279.69**	**100.00**	**27.87**	**405.26**	**100.00**	**35.56**	**541.33**	**100.00**	**36.69**

注：因四舍五入合计数可能与分项数之和有尾差。
资料来源：公司提供

房地产开发与销售

公司房地产开发与销售以上海为中枢，长三角为核心，并向珠三角、环渤海和中西部地区进行全国扩张，2018 年，公司持续深耕长三角，扩充西南区域版图，全国化布局更加均衡，应对周期轮动和市场风险的能力进一步提高。全年公司合同销售额达 2210.98 亿元，同比增长 74.82%，完成年初 1800 亿元销售目标的 122.83%，增速位列 2018 年十强房企第一。2019 年 1—3 月累计合同销售金额约 467.14 亿元，较上年同期增长 23.36%，累计销售面积约 415.28 万平方米，较上年同期增长 36.18%。

从土地获取方面来看，公司主要通过“招、拍、挂”方式、股权收购、合作开发等方式获取。地域布局以上海为中枢，深耕长三角（以南京、杭州、合肥为中心，辐射周边经济、人口、交通等因素良好的地级市及市郊），拓展珠三角（以佛山、东莞、惠州为中心的市郊及外溢地区）、环渤海区域（以北京、天津为中心的市郊及外溢地区）。此外，公司委托克尔瑞集团、中国房地产业协会，以交通（轨交、港口、航空）为核心，围绕经济、人口、城市化发展进程等因素并基于数据可得性及城市关注度，选择 36 个代表性城市作为研究对象及其外溢地区的 338 个节点城市进行交通规划研究和 168 个地级市研究，作为公司战略布局的深层指导及验证。

公司高度重视土地选取决策，谨慎为先导。公司土地项目主要由战略发展中心和各城市公司投资部进行土地市场调研，通过预审后上报项目评审委员会审核，同时集团分管总裁、商业开发事业部、商业管理事业部领导、财务管理中心等职能中心领导参会，进行土地定位、项目定位、市场调研、方案拟定等各项工作。在土地选取过程中，投资决策委员会每个成员基于市场数据进行论证，并进行背对背投票，采用多数通过的方式进行决策。

表 3　2016—2018 年取得土地情况（单位：个、万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新增项目个数	35	122	164
新增土地储备建筑面积	1424.22	3392.80	4773.24
土地投资金额	535.81	893.55	1112.17
新增项目楼面均价	3762	3175	2330

资料来源：公司提供

2018 年公司主要深入布局盐城、张家港、绍兴等长三角二三线城市以及成都、重庆等西南区域重点城市，新增土地储备共 164 幅，总建筑面积 4773.24 万平方米，其中商业综合体新增 1940.46 万平方米，新增项目楼面均价为 2330 元/平方米，拿地价格较为合理。总体看，公司土地储备规模较大，土地成本控制在相对合理范围内；但部分三、四线城市地块受当地经济和人口对地产市场支撑有限，且受政府调控政策影响较大。

项目储备方面，截至 2018 年底，公司及合并范围内的子公司在建项目 295 个，在建面积达 7158.91 万平方米（含合联营项目）。公司房地产项目总建筑面积 12218.31 万平方米，可

租售的建筑面积共计 11000.03 万平方米，待开发的建筑面积共计 3125.82 万平方米；房地产项目计划投资总额 7569.50 亿元，已投资 4014.81 亿元。

项目开发方面，近年来，公司采取“区域聚焦、快速周转、产品多元化”的房地产开发业务发展战略。公司深耕长三角，扩充西南区域版图，全国化布局更加均衡，应对周期轮动和市场风险的能力进一步提高。公司坚持“高周转”的经营模式，以缩短土地获取、预售和物业竣工等环节之间的周期，并不断推进标准化运营模式，优化公司各条产品线，持续提高资产运营效率。

表 4　2016—2018 年公司主要开发数据情况（单位：万平方米、个）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积	850.02	2066.26	4957.34
竣工面积	401.45	724.07	979.82
在建项目数量	59	127	295
期末在建面积	1307.36	2665.62	7158.91

注：上述数据因未考虑个别尾盘项目调整情况及部分项目数据受开发进度有所调整影响，故存在一定误差。
资料来源：公司提供。

2018 年，公司新开工建筑面积 4957.34 万平方米，同比大幅增长 139.92%，期末在建项目 295 个，在建建筑面积 7158.91 万平方米。2019 年，公司计划新开工项目 94 个，新开工建筑面积 2040.49 万平方米，其中，住宅项目 1078.24 万平方米，商业综合体项目 962.25 万平方米，新开工规模有所下降。公司计划竣工项目 126 个，预计竣工总建筑面积 1881.03 万平方米，其中，住宅项目 1250.27 万平方米，商业综合体项目 630.76 万平方米，竣工规模保持增加。

房产销售方面，公司房地产开发的销售模式采取以自行销售为主，代理销售和分销为辅的销售模式。营销方面，公司充分利用媒体进行宣传，并通过报纸、网络、平台发布会等多种方式全方位营销，提升公司品牌知名度。

住宅地产方面，公司已推出的住宅产品包括中高层住宅、低密度的多层住宅与别墅等。2018 年，公司在原有丰富的产品线上围绕客户需求不断更新，在百年住宅、模块化建筑及绿色健康住宅等方面不断创新探索，确定了以“典雅”为核心的产品文化。公司下属各区域公司统一贯彻“区域深耕、高周转、大运营”的策略方针，根据政策及市场情况，及时调整拿地策略和供货节奏，以销定产，重新匹配市场量价关系，降本增效，保障业绩完成。2018 年，公司在苏州区域销售超过 200 亿元，苏南、上海、青岛、杭州、南京等区域相继突破百亿元销售。公司在江苏、安徽、天津、浙江、山东、湖南 6 大省份市场占有率位列前十。

商业地产方面，公司商业地产开发业务的主要产品为商业综合体，包括销售型物业和持有型物业两部分。2018 年，公司商业综合体年内新增 33 个项目，19 座吾悦广场实现满铺开业，开业运营的吾悦广场累计达到 42 座，公司“吾悦”的品牌知名度不断提高。

2018 年，公司协议销售面积和合约销售金额均保持快速增长，分别为 1812.06 万平方米和 2210.98 亿元；受房地产市场价格整体趋稳影响，合约销售为 1.22 万元/平方米，较上年有所下降。此外，公司重视现金流管理，强调销售及时回款，2018 年公司销售回款率维持在较高水平。

表 5　2016—2018 年公司房地产销售数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
协议销售面积（万平方米）	575.00	928.28	1812.06
协议销售金额（亿元）	650.60	1264.72	2210.98
协议销售均价（元/平方米）	11314.70	13624.34	12201.47

资料来源：公司提供

从结转收入区域来看，2018 年，公司物业销售主要分布于杭州、南京、常州、金华及嘉兴，分别占销售结转收入总额的 13.66%、9.88%、9.75%、7.82%及 7.16%，合计约占总销售结转收入的 48.27%，库存去化周期一般为 2~3 年。

表 6　2016—2018 年结转收入前十大区域情况（单位：亿元、%）

地区	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
杭州	14.18	5.28	32.23	8.31	69.43	13.66
南京	47.95	17.73	49.64	12.80	50.21	9.88
常州	22.73	8.40	23.64	6.09	49.58	9.75
金华	-	-	-	-	39.75	7.82
嘉兴	-	-	21.24	5.48	36.38	7.16
绍兴	-	-	10.83	2.79	30.78	6.05
苏州	17.06	6.31	30.60	7.89	28.22	5.55
扬州	--	--	--	--	23.35	4.59
宁波	-	-	21.45	5.53	20.78	4.09
南通	8.45	3.12	1.50	0.39	17.68	3.48
其他	160.12	59.16	196.80	50.72	142.22	27.97
合计	**270.49**	**100.00**	**387.93**	**100.00**	**508.38**	**100.00**

资料来源：公司提供

总体看，公司房地产开发销售业务采取“区域聚焦、快速周转、产品多样化”的发展策略，聚焦长三角经济发达地带，受益于上述区域房地产市场发展良好，跟踪期内公司开发和销售规模均实现快速扩张。

商业物业出租及管理

公司投资性物业类型主要为商业物业，并采取商业综合体的方式运作，即综合体中住宅用于对外销售，回笼资金并平衡整体项目现金流，商业物业由公司持有和运营，用以满足消费者多样化的需求，并提升综合体中住宅销售价值。公司综合体主要采用“吾悦”品牌，包括主打国际精品的吾悦国际广场、区域型时尚商业中心的吾悦广场、便捷社区生活中心的吾悦生活广场三大产品线。

2018 年，公司 19 座吾悦广场实现满铺开业，排名全国第二，分布在苏州、张家港、镇江和常州等城市。吾悦广场坚持精细化管理及服务，从投资者、经营者、消费者不同的角度发现问题，关注停车场、洗手间等配套设施建设，持续优化管理。截至 2018 年底，公司已实现 80 个大中城市、96 个综合体项目的布局，已累计开业 42 座吾悦广场，已开业面积共计 390.40 万方，同比增长 72.25%，全年实现租金及管理费收入 21.16 亿元，同比增长 107.44%，平均出租率达 98.83%。通过成功举办“乌镇有悦”、“我爱你·五月”和“2018 新城幸福商业年会”等大型活动，“吾悦”商业品牌指数多次位列全国第一，影响力快速提升。2019 年，公司计划新开业吾悦广场 22 座，目标总收入超过 40 亿元。

表 7　截至 2018 年底公司主要持有物业情况（单位：平方米、%、元）

出租物业类型	项目名称	总建筑面积	可供出租面积	已出租面积	出租率	2018 年 租金收入
商铺及购物中心	常州吾悦广场	142226	99205	98838	99.63	179418468
	常州国际广场	102367	62124	61994	99.79	134530871
	青浦吾悦广场	86349	58591	58591	100.00	121125971
	吴江吾悦广场	110834	61969	61969	100.00	55197525
	张家港吾悦广场	108517	60832	59524	97.85	71160236
	丹阳吾悦广场	103919	67583	67583	100.00	78813889
	海口吾悦广场	111582	65765	65765	100.00	89879355
	南昌吾悦广场	89685	60979	60949	99.95	64093562

	金坛吾悦广场	87225	61983	61735	99.60	73451943
	安庆吾悦广场	100085	65724	65724	100.00	57824969
	成都吾悦广场	78315	51768	51768	100.00	76745118
	桐乡吾悦广场	86046	55951	55666	99.49	75375610
	衢州吾悦广场	86983	58538	58398	99.76	59999024
	长春吾悦广场	129581	60000	57546	95.91	80517924
	诸暨吾悦广场	137089	78905	72040	91.30	42747928
	镇江吾悦广场	83222	53410	53047	99.32	68016905
	青岛吾悦广场	136787	79262	78327	98.82	96832825
	嵊州吾悦广场	80790	60026	59924	99.83	62828467
	如皋吾悦广场	85195	54595	54595	100.00	61408253
	宁波吾悦广场	91919	61749	61261	99.21	54035186
	南京鼓楼吾悦广场	48011	27595	27217	98.63	60484685
	成都武侯吾悦广场	83709	56001	48861	87.25	64031312
	晋江吾悦广场	86450	50913	49823	97.86	58138323
	渭南吾悦广场	81000	46682	42154	90.30	21058487
	瑞安吾悦广场	90365	54605	54605	100.00	51709481
	义乌吾悦广场	88537	57892	56259	97.18	40365048
	淮南吾悦广场	91748	57318	57318	100.00	23514916
	台州黄岩吾悦广场	76379	44825	44637	99.58	23496226
	平湖吾悦广场	82104	50448	50448	100.00	21694698
	昆山吾悦广场	74982	46250	46250	100.00	20808138
	扬州吾悦广场	79625	49635	49570	99.87	21723585
	南昌吾悦广场	79999	49385	49385	100.00	13112080
	昆明吾悦广场	89749	55411	55411	100.00	14279747
	泰兴吾悦广场	90834	56407	56407	100.00	12543287
	长沙吾悦广场	93674	52696	52696	100.00	13749682
	南宁吾悦广场	77804	51712	51712	100.00	8697328
	句容吾悦广场	94974	53458	53458	100.00	9151588
	临沂吾悦广场	92871	58185	58185	100.00	9130660
	玉环吾悦广场	87284	55819	55819	100.00	9179983
	启东吾悦广场	80363	43531	43531	100.00	6099844
	台州仙居广场	90012	89842	89842	100.00	4054808
	慈溪吾悦广场	100792	61521	61521	100.00	4966620
办公写字楼	新城控股大厦 B 座	33297	31741	30947	97.50	47754563
合计		**3933279**	**2480831**	**2451299**	**98.81**	**2163749118**

资料来源：公司提供

总体看，公司自持物业板块运营较为成熟，未来，随着自持物业板块经营规模的增长，有望为公司带来较为稳定的现金流。

2. 经营效率

从 2016~2018 年，受公司应收账款及应收票据大幅增长影响，公司销售债权周转次数持续下降，分别为 1034.21 次、780.93 次和 285.36 次；存货周转次数持续下降，分别为 0.56 次、0.45 次和 0.31 次；总资产周转次数持续下降，分别为 0.33 次、0.28 次和 0.21 次。总体看，公司整体经营效率处于行业中等水平。

3. 未来发展

战略方面，公司在“稳中求进、地域深耕、运营优先、科技赋能”的核心战略指导下，坚持高质量转型升级、生态化可持续发展，定位“做好美好生活服务商”的角色。

公司将从四个方面开展业务：首先，公司将坚持稳中求进的总基调，实现规模化下的高质量发展，保持行业站位。确保公司现金流合理充裕，有效控制净负债率，强调精准投资、现金回笼。坚持“住宅+商业”双轮驱动模式，围绕主业开展多元化业务。其次，公司将坚持地域深耕的总策略，围绕现有布局做大做强做深，不断提高市场占有率和产品品质。以客户为导向，深入开展“一城一策”研究，全面提升盈利力、运营力、产品力、服务力、品牌力，实现量质均好。再次，公司将坚持运营优先的总抓手，以项目经营目标为核心，最大化挖掘各专业大运营协同效力，促进生态圈整体协调。

实现降本增效、提质优效，提升组织健康度，确保安全文明生产。最后，公司将坚持科技赋能的总保障，加强大数据、人工智能、虚拟现实等科技应用，提高全公司数据治理能力，为组织创新和效率提升不断赋能。打造面向未来的“芯智造”住宅体系和线上线下融合的幸福商业。

经营计划方面，2019 年公司聚焦“盈利力、运营力、产品力、服务力和品牌力”五个维度，把握做大做强房地产核心业务和高质量发展两个方向，坚定区域深耕、高周转、大运营的发展方向，全面实现规模化下的高质量发展，踏准节奏，在市场上行阶段，以产促销，在市场下行阶段，以销定产。同时，2019 年公司将加强产品研发和客户服务，力争合同销售金额达到 2700 亿元。

未来公司“吾悦”品牌将以“幸福”为商业理念，根据新中产阶级的消费习惯，以融合创新姿态，不断优化吾悦广场的品牌结构，开放创新、精细管理，实现渠道打通、业态创新、科技赋能、服务增值，努力打造为商家、消费者和员工幸福生活服务的“让幸福变得简单”的企业文化理念，与商业的诚信、开放、创新和共赢“四个价值”有机融合，以更好地担当起美好生活服务商的角色，助力人居改善和城市升级发展。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016—2018 年财务报告及 2019 年 1—3 月的财务报表，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对 2016—2018 年财务报告进行了审计并均出具了标准无保留审计意见。2019 年 1—3 月财务报表未经审计。

2016—2018 年，公司合并范围变化较为频繁，子公司数量较多，主要与公司所处行业和经营模式有关。截至 2016 年底公司合并范围内子公司 201 家，较上年新增 56 家，减少 3 家；截至 2017 年底，公司合并范围内子公司共 358 家，较上年新增 164 家、减少 7 家；截至 2018 年底公司合并范围内子公司 576 家，较上年新增 228 家，减少 10 家。可比性方面，公司主要通过以现金出资新设、合并及收购等方式变更合并范围，子公司主要为公司新开发房地产项目设立的项目公司，公司主营业务突出，合并范围变动对财务数据可比性影响不大。

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 3303.18 亿元，所有者权益合计为 509.57 亿元（其中少数股东权益 204.64 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 541.33 亿元，利润总额 157.67 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 3666.25 亿元，所有者权益 532.76 亿元（含少数股东权益 225.71 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 43.30 亿元，利润总额 3.01 亿元。

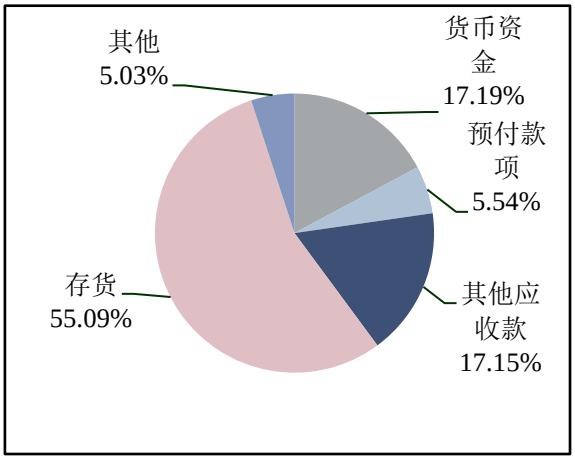
2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额为 3303.18 亿元，以流动资产为主，占资产总额的 79.99%，非流动资产占 20.01%。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 2642.27 亿元，主要以货币资金（占 17.19%）、预付款项（占 5.54%）、其他应收款（占 17.15%）和存货（占 55.09%）为主。

图 2 截至 2018 年底公司流动资产



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，货币资金为 454.09 亿元，同比增长 106.90%，系公司预售房款回笼增加所致。货币资金主要由银行存款 400.07 亿元及其他货币资金 54.00 亿元构成，其中其他货币资金主要为住房公积金，按揭贷款保证金及工程保函保证金、为取得银行出具承兑汇票而存入的保证金，均为受限性质，受限资金占比较小。

截至 2018 年底，预付账款增长 42.59%至 146.34 亿元，主要为尚未结清的预付土地出让金，余额前五名的预付账款合计占比 30%，预付款项集中度有所下降。按账龄看，1 年以内占比 97%，1—2 年占比 1%，2—3 年占比 1%，3 年以上占比 1%，预付账款综合账龄较短。

公司其他应收款主要为应收关联方款项、应收少数股东款项、房产合作项目投资款等。截至 2018 年底，其他应收款同比增长 58.93%，主要系合联营企业增长较多，往来款项及应收少数股东款项增加所致，当期其他应收款合计 453.26 亿元，主要由应收关联方款项 242.45 亿元、应收少数股东款项 99.77 亿元、房产合作项目投资款 56.37 亿元、城中村改造意向金 23.00 亿元、其他保证金 11.24 亿元构成。公司应收少数股东款项主要为子公司以富余资金向少数股东预分配款项；城中村改造意向金主要为公司于 2018 年向地方政府支付的城中村改造项目预付意向金，若双方于期后达成一致意见并签署正式合作协议，则该笔保证金将转为土地款一部分，否则该款项将全额退回，并根据实际占用期限按同期银行存款利率收取利息。

根据最新会计准则，公司对于自初始确认后信用风险未显著增加的其他应收款等金融工具，划分为第一阶段，按照未来 12 个月内的预期信用损失计量损失准备；金融工具自初始确认后信用风险已显著增加但尚未发生信用减值的，处于第二阶段，公司按照该工具整个存续期的预期信用损失计量损失准备；金融工具自初始确认后已经发生信用减值的，处于第三阶段，公司按照该工具整个存续期的预期信用损失计量损失准备。截至 2018 年底，公司处于第一阶段和第三阶段的其他应收款分别占比 99.96%和 0.04%。截至 2018 年底，公司对其他应收款计提坏账准备 4.29 亿元，其中对处于第一阶段的其他应收款计提坏账准备 4.12 亿元，对处于第三阶段的其他应收款中的单笔应收某保温节能技术有限公司款项全额计提 1662.03 万元。

公司应收合联营企业和应收房地产合作方的其他应收款项均与房地产投资项目有关，通常在项目取得销售回款时收回。公司按照其他应收款发生日计算账龄，部分应收款项账龄虽超过 1 年，如应收苏州聿盛房地产开发有限公司款项等，主要原因系其对应房地产项目开发周期超过 1 年，未到项目回款时间。因此，虽然上述其他应收款账龄超过 1 年，但公司认为仍应分类为第一阶段的应收款项。同时，截至 2018 年底，此类地产项目均运营情况良好。公司预计将不会出现重大坏账情况。除上述其他应收款项外，剩余的其他应收款主要为城中村改造意向金、保证金等。

公司其他应收款规模较大，交易对手数量增加，以关联房地产开发公司款项为主，计提坏账规模较小，存在一定计提不足和款项收回风险。

表 8　截至 2018 年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿、%）

单位名称	金额	占比	款项性质
苏州聿盛房地产开发有限公司	30.85	7	应收关联方款项
常州新城宏业房地产有限公司	30.66	7	应收关联方款项
地方政府	23.00	5	城中村改造意向金
惠州中奕房地产开发有限公司	14.80	3	应收关联方款项
卓越置业集团有限公司	12.78	3	应收少数股东款项
合计	**112.09**	**25**	**-**

资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司存货账面价值合计 1455.73 亿元，其中拟开发土地 111.87 亿元（占

7.68%），开发成本 1301.56 亿元（占 89.41%），开发产品 42.30 亿元（占 2.91%）。其中公司开发成本余额同比大幅增加 788.28 亿元，主要因重庆中央公园、杭州璟隽名邸等新项目以及南京璞樾钟山、台州吾悦广场等新一期开发项目于 2018 年内开工所致，该部分项目多计划于 2020 年底前竣工。截至 2018 年底，公司账面价值为 481.03 亿元的开发成本已用于借款抵押，较上年底增长 80.32%。公司在开发项目及土地储备余额庞大，存货规划开发变现时间较短，变现能力有待观察。

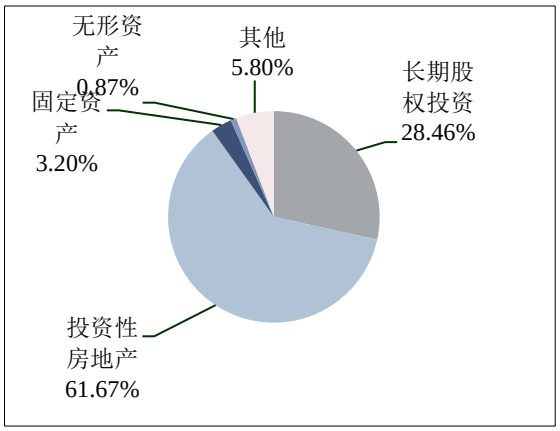
跌价准备方面，截至 2018 年底，公司累计对开发产品计提跌价准备 2.56 亿元，较上年计提金额增加 0.33 亿元；对开发成本计提跌价准备 1.41 亿元。考虑到开发成本与开发产品估值金额均建立在预计销售价格的假设基础上，公司合计计提存货跌价准备占比 0.27%，存在一定的存货跌价准备计提不足的风险。公司预计 2018 年底账面余额为 514.17 亿元的开发成本竣工时间预期超过一年，较上年大幅增加 132.32%，拟开发土地竣工时间预计均超过一年，其余存货余额预计可于一年内变现。公司存货规模较大，其中竣工时间预期超过一年的开发成本规模明显增加，存在较大的后期投入与周转压力。

非流动资产

公司非流动资产实现快速增长，年复合增长率 69.53%，主要来自长期股权投资和投资性房地产快速增长。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 660.91 亿元，由长期股权投资（占 28.46%）、投资性房地产（占比 61.67%）、固定资产（占 3.20%）构成。

截至 2018 年底，公司长期股权投资为 188.09 亿元，同比增长 40.50%，主要为公司合联营企业数量增加所致，联营公司多分布于二三线城市，2018 年度，公司部分房地产开发业务的合联营企业确认投资损失，同时通过新设立、追加投资等方式增加该部分投资余额。

图 3 截至 2018 年底公司非流动资产



资料来源：公司财务报告

公司投资性房地产快速增长，截至 2018 年底，投资性房地产账面价值 407.58 亿元，同比增长 73.47%。其中已完工投资性房地产 318.39 亿元，同比增加 166.47 亿元，主要系公司 2018 年度新开业的吾悦广场较多所致；在建工程规模 89.19 亿元。截至 2018 年底，公司账面价值为 118.51 亿元的投资性房地产已作为借款或债券的抵押物，账面价值为 142.89 亿元的已完工投资性房地产尚未办妥产权证书，分别较上年底增加 86.57%和 180.78%。

公司投资性房地产均由戴德梁行有限公司于各报告日按公开市值及现有用途基准进行重估，对于已完工的投资性房地产，采用收益法评估物业的公允价值，即以租金收益采用资本化率进行还原得出其公允价值；针对开发中的投资性物业，采用剩余法评估其公允价值，即以收益法计算其完工后市场价值，再扣减尚未投入的建造成本以及相应的税费及开发商利润，得出其公允价值，存在一定的价值波动风险。2018 年，投资性房地产公允价值变动收益对公司净利润贡献大幅增加，为 28.09 亿元，占当期净利润比重为 23.01%，较上年底增加 8.49 个百分点。

截至 2018 年底，固定资产同比下降 3.26%至 21.12 亿元，主要受建筑物及装修折旧影响所致，变化幅度较小。固定资产主要包括房屋建筑物（占 66.41%）和运输工具（占 16.72%）；

截至 2018 年底，固定资产累计折旧 5.40 亿元，未计提减值准备，成新率 79.64%，成新率较高；账面价值 9.56 亿元固定资产已被抵押，抵押率 45.24%。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 3666.25 亿元，较 2018 年底增长 10.99%，增长主要来自存货、预付款项、其他应收款和投资性房地产，其中公司预付款项 175.40 亿元，较年初增长 19.86%；存货 1672.59 亿元，较年初增长 14.90%，主要为开发成本增加所致；其他应收款 494.48 亿元，较年初增长 9.10%；投资性房地产 475.72 亿元，较年初增长 16.72%，公司加大了投资性房地产物业开发力度。

截至 2018 年底，公司受限货币资金余额为 54.00 亿元，其中住房公积金，按揭贷款保证金及保函保证金、为取得银行出具承兑汇票而存入的保证金和借款保证金分别为 38.86 亿元、14.46 亿元和 0.68 亿元，占货币资金余额比重为 11.89%。截至 2018 年底，公司主要受限资产的账面价值为 611.90 亿元，以取得借款抵押的存货和投资性房地产等为主。

总体看，随着业务规模的快速扩大，跟踪期内公司资产规模增长。公司资产以流动资产为主，货币资金较为充裕；往来款占款规模较大但多与经营相关；存货占比较高，增长较快，存在较大的开发资金投入压力；长期股权投资和投资性房地产快速增长，对外投资规模不断加大，存在较大的融资需求；公司对存货、投资性房地产、其他应收款等计提减值或跌价准备偏低，存在一定的价值变动或款项回收风险。公司资产流动性较强，2018 年底货币资金受限比例一般，资产质量良好。

3. 负债及股东权益

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益为 509.57 亿元（包含少数股东权益 204.64 亿元，占比 40.16%），同比增长 96.13%，主要来自未分配利润和少数股东权益的增加。截至 2018 年底，归属于母公司所有者权益为 304.93 亿元，从构成上看，主要由股本（占 7.40%）、资本公积（占 8.65%）、其他权益工具（占 3.28%）、未分配利润（占 78.54%）构成。

截至 2018 年底，公司股本 22.57 亿元，同比减少 176.00 万元，主要为对部分限制性股票进行回购注销，股本总额未发生明显变化。

截至 2018 年底，公司未分配利润为 239.50 亿元，同比增长 54.48%，持续快速增长，主要为公司为保证项目快速周转，保持资本金水平所致，派发股利比例较低，随着近几年公司快速发展，其未分配利润也逐年提高。

2018 年 12 月 29 日，公司发行 2018 年度第一期中期票据，发行总额为人民币 10 亿元。根据该中期票据的发行条款，公司附有按年利率每年派发现金利息的权利，并无偿还本金或支付任何利息的合约义务。除非发生强制付息事件，该期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照发行条款中“递延支付利息条款”将已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。截至 2018 年底，公司其他权益工具为 10.00 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 532.76 亿元，较年初增长 4.55%，主要来自少数股东权益的增长，所有者权益结构变化不大。

总体看，公司所有者权益快速增长，主要由未分配利润和少数股东权益增长所致。公司 2018 年未分配利润进一步增加，并通过发行永续中票扩大权益规模；未分配利润和少数股东权益占所有者权益比重较大，所有者权益稳定性较弱。

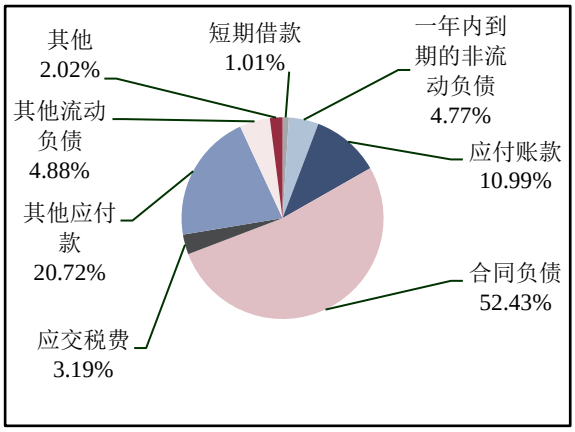
负债

截至 2018 年底，公司负债总额 2793.62 亿元，同比增长 77.32%，主要为公司业务规模快速增长，对外融资、合同负债和关联方欠款规模加大所致。公司负债以流动负债为主，占 80.72%，非流动负债占 19.28%。

截至 2018 年底，公司流动负债 2254.96 亿

元，同比增长 72.82%，主要由应付账款（占比 10.99%）、合同负债（占 52.43%）、其他应付款（占 20.72%）、一年内到期的非流动负债（占 4.77%）和其他流动负债（占 4.88%）构成。

图 4 截至 2018 年底公司流动负债



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司应付账款为 247.84 亿元，同比增长 26.92%，包括延后支付的工程尾款和按照工程进度暂估的工程进度款项，其中账龄超过一年的应付账款为 41.43 亿元。

2018 年，公司因执行新收入准则，将预收客户的物业销售款、商业物业管理费等预收款项重分类至合同负债。截至 2018 年底，公司合同负债合计 1182.31 亿元，其中 1179.59 亿元为物业销售预收款。预收物业销售款项规模较大，预计随着物业交付，公司营业收入规模将保持较高水平。

近年来公司规模大幅扩张，合营企业及合作项目大幅增加，由于新设合营公司以及经营活动对资金需求上升，关联方款项大幅增加。截至 2018 年底，公司其他应付款（不含应付利息）为 467.13 亿元，较 2017 年底增长 32.21%，其中 336.38 亿元为应付关联方款项，58.11 亿元为应付少数股东款。账龄超过一年的其他应付款合计 88.29 亿元，占比 18.91%，主要为代收款项及关联方往来款。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 107.49 亿元，同比下降 11.87%，其中一年以内到期的长期借款为 50.73 亿元，一年以内到期的应付债券为 56.76 亿元。

截至 2018 年底，公司其他流动负债主要为短期债券及资产证券化产品、含权债券和土地增值税拨备。其中短期债券包括 2018 年发行的美元债券，期末余额 20.58 亿元；超短期融资券，期末余额 24.00 亿元；购房尾款资产证券化产品，期末余额 18.12 亿元；含权债券为新城控股集团股份有限公司非公开发行 2016 年公司债券(第一期)（品种二），期末余额为 8.40 亿元，该品种债券含第 2 年末投资者回售选择权。本报告将上述债券均计入公司短期有息债务分析。

截至 2018 年底，公司非流动负债 538.66 亿元，同比增长 99.00%，主要包括长期借款（占比 43.94%）、应付债券（占比 49.54%）和递延所得税负债（占比 6.52%）。

截至 2018 年底，公司长期借款 236.69 亿元，较 2017 年底增长 123.70%。长期借款主要为银行房地产开发的项目贷款，其中以保证加抵押形式的借款为主。

近年来，公司债券融资力度不断加大。截至 2018 年底，应付债券余额 266.85 亿元，同比增长 79.61%，其中 2018 年内发行各类债券余额合计 151.39 亿元。

表9 公司2018年发行长期债券概况（单位：亿元、年）

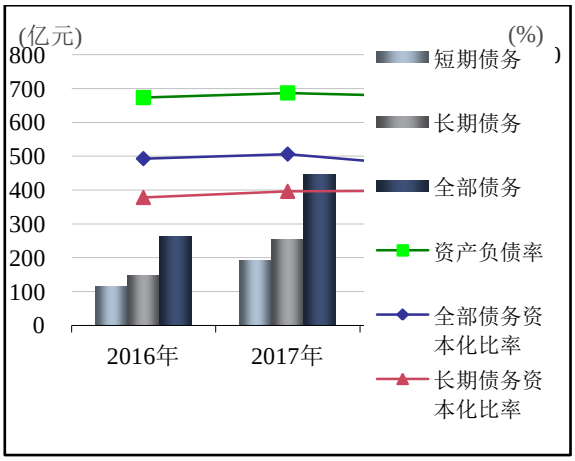
债项简称	发行金额	币种	发行日	期限
2018 年美元债-吾悦三期	3	美元	2018/04/23	2+1
2018 年美元债-吾悦四期	2	美元	2018/06/01	2+1
2018 年美元债-吾悦五期	3	美元	2018/05/23	2+1
2018 年美元债-吾悦六期	2	美元	2018/06/20	2+1.75
2018 年公司债券（第一期）（品种一）	6	人民币	2018/08/17	2+1
2018 年公司债券（第一期）（品种二）	21.6	人民币	2018/10/29	2+2
2018 年公司债券（第二期）（品种一）	12	人民币	2018/11/7	3
18 新城控股 MTN001	10	人民币	2018/12/27	3+N
18 新城控股 MTN002	9	人民币	2018/09/17	2+1
18 新城控股 MTN003	11	人民币	2018/10/15	2+1
18 新城控股 PPN001	8	人民币	2018/03/23	3+2
18 新城控股 PPN002	10	人民币	2018/04/26	3+2
18 新城控股 PPN003	7	人民币	2018/12/17	2

资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司递延所得税负债为 35.11 亿元，同比增长 115.37%，主要系公司投资性房地产公允价值变动较大以及存货余额大幅增长所致。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 3133.48 亿元，较 2018 年底增长 12.17%，流动负债占 61.66%，流动负债占比仍然较高。其中应付账款 267.44 亿元，较年初增长 7.91%；合同负债 1403.24 亿元，较年初增长 18.69%，主要为新推楼盘较多所致；其他应付款 480.54 亿元，较年初增长 2.87%；其他流动负债 129.19 亿元，较年初增长 17.47%。同期非流动负债中，长期借款 311.67 亿元，较年初增加 31.68%；应付债券 310.85 亿元，较年初增加 16.49%，主要为公司扩大业务规模因而增加融资力度所致。

图 5 公司债务负担情况



注：公司未披露2019年3月底有息债务规模。
资料来源：公司财务报告

有息债务方面，根据经济实质将公司其他应付款、其他流动负债中各类有息债务计入短期债务。2016—2018 年，公司有息债务规模快速增长，年均复合增长 66.55%。截至 2018 年底，公司全部债务为 727.06 亿元，同比增长 62.71%。债务结构中，短期债务为 223.51 亿元（占 30.74%），长期债务为 503.55 亿元（占 69.26%）。总体看，公司以长期债务为主，债务规模快速扩大，偿债压力显著加大。

从债务指标方面看，2016—2018 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率小幅波动，三年平均值分别为 84.87%和 60.68%，2018 年底分别为 84.57%和 58.79%。同期长期债务资本化比率持续缓慢上升，三年平均值和 2018 年底分别为 49.14%和 49.70%。整体看，债务负担仍较重。

总体看，公司跟踪期内负债规模快速增长，流动负债中合同负债占比较高，资产负债率变化较小。债券、贷款等有息负债增长快，以长期债务为主，债务负担较重。

4. 盈利能力

公司营业收入主要来自房地产开发，主营业务突出。2018 年，公司营业收入同比增长 33.58%至 541.33 亿元，保持快速增长趋势，主要为房地产物业销售收入逐渐结转所致。其中房地产物业销售、商业物业出租及管理两项主营业务收入占比分别为 93.91%和 4.09%。同期，公司营业成本同步增长 31.24%至 342.73 亿元，其中房地产物业销售、商业物业出租及管理两项主营业务成本占比分别为 95.70%和 2.08%。整体营业利润率 2018 年为 30.22%，较上年增加 2.72 个百分点，盈利能力有所增强。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用为 53.75 亿元，同比增长 27.80%；占营业收入的比例为 9.93%，较上年下降 0.45 个百分点，公司期间费用控制能力有所提升，期间费用增长主要来自销售费用和财务费用中汇兑损失的增加。公司财务费用 2018 年为 8.42 亿元，主要为费用化利息支出及汇兑损失。受公司 2018 年来有息债务规模增长和合同负债内含融资成分利息支出影响，公司实际利息支出规模较大，2018 年为 93.57 亿元，较 2017 年大幅增长 333.21%。

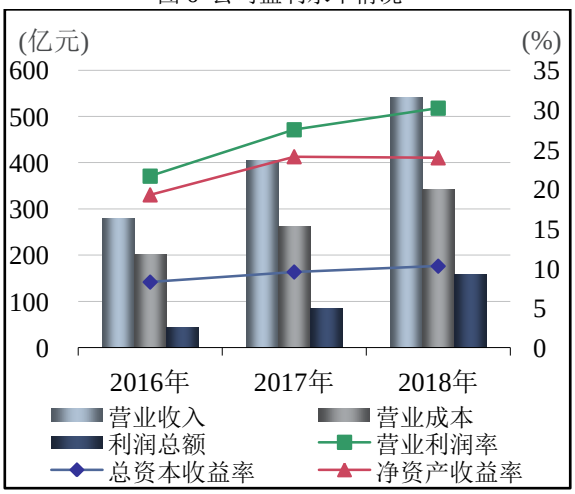
2018 年，公司分别计提资产减值损失和信用减值损失 2.64 亿元和 1.55 亿元，其中资产减值损失主要为存货跌价损失及合同履约成本损失，信用减值损失中主要为其他应收款坏账损失，考虑到公司存货及其他应收款规模很大，存在一定减值计提不足的风险。

2018 年，公司实现公允价值变动收益 27.85 亿元，较 2017 年大幅增长 205.80%。其中投资性房地产公允价值变动收益为 28.09 亿元，主要系公司按照公允价值模式核算投资性房地产而产生，并根据评估价值确定，计入非经常性损益。2018 年，公司公允价值变动收益对公司净利润贡献较大，占比为 22.81%，主要系公司 2018 年度在建及新开业的吾悦广场投入较多、规模较大、数量较多所致。未来公司投资吾悦广场的规模及数量能否持续增长取决于市场环境等多方因素，且吾悦广场评估价值受各项评估参数影响，因此公司未来公允价值变动损益存在不确定性。

2018 年，公司投资收益为 22.67 亿元，同比增长 237.05%，主要为权益法核算对长期股权投资收益及合营及联营企业转子公司取得的投资收益。2018 年，公司营业外收入为 1.72 亿元，同比增长 354.48%，主要为政府补助、违约金收入、企业扶持基金、先进和税收奖励及其他，营业外支出主要为对外捐赠及赔偿、罚款、违约金及其他。投资收益及营业外收支整体对公司的利润总额的补充作用较大。

2018 年公司利润总额达 157.67 亿元，同比增长 88.36%。从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 10.28%和 23.96%，分别较上年上升 0.73 个百分点和下降 0.14 个百分点，公司整体盈利能力较强。

图 6 公司盈利水平情况



资料来源：公司财务报告

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 43.30 亿元，较上年同期下降 16.39%，利润总额 3.01 亿元，较上年同期下降 37.76%，公司营业利润率为 30.19%。

总体看，跟踪期内公司业务规模增长较快，物业销售收入逐渐结转，公司营业利润率持续增长，盈利指标总体向好，盈利水平较高。同时联合资信也关注到，公司 2018 年公允价值变动收益和投资收益对利润贡献较大，不具有可持续性；资产减值损失计提规模小；近年来公司不断进行债务融资，实际利息支出规模较大。

5. 现金流

从经营活动来看，随着业务规模的快速扩大，2018 年，公司经营活动现金流入量为 1070.77 亿元，同比增长 77.38%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金，为 1057.38 亿元，规模大于公司营业收入规模，预期随着销售物业收入确认，未来公司营业收入规模将持续增长。2018 年公司经营活动现金净流量为 38.17 亿元，较 2017 年的-104.85 亿元明显好转，主要系销售情况良好和预收款项增加所致。

从收入实现质量看，2018 年，公司现金收入比达 195.33%，较上年底上升 58.41 个百分点。总体看，公司收入实现质量良好。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入为 1085.91 亿元，同比增长 92.87%，增长较快主要为收到的联营合营企业资金往来款增长所致；投资活动现金流出为 1286.04 亿元，同比增长 129.41%，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金以及支付联营合营企业往来款产生的其他与投资活动有关的现金流量。2018 年，公司投资活动现金净流量为-200.13 亿元，较 2017 年的 2.44 亿元净流入转为净流出，主要系支付投资性房地产款项和联营合营企业往来款增加所致。

2018 年，公司筹资活动前现金流量净额为-161.96 亿元，较 2017 年-102.41 亿元筹资需求明显加大。公司的经营活动和投资活动现金流

出主要用于开发运营支出以及新增土地储备。若公司项目受市场形势等变化影响，无法实现足额的销售回款，将影响公司的运营开发支出以及偿还贷款，对公司的生产经营活动造成不利影响。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入为 933.78 亿元，同比增长 124.19%，吸收投资、取得借款、发行债券与收到其他与筹资活动有关的现金均大幅增长；筹资活动现金流出为 574.87 亿元，同比增长 153.46%，主要系偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金增加所致。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 358.91 亿元，同比大幅增长 89.20%。从筹资活动来看，公司主要通过银行借款、发行债券和取得关联方计息借款筹集资金，筹资活动产生的现金流持续增高及较高的负债率水平将使公司持续发展面临一定的资金压力。

2019 年 1—3 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-67.59 亿元、-100.31 亿元和 144.82 亿元。开发、购地支出以及对外投资支出力度明显加大，融资活动活跃，对外部资金需求大。

总体看，受物业销售增速持续大于收入确认速度影响，公司收入实现质量逐渐提高；公司经营和投资现金流量规模总体增长较快，筹资活动前现金缺口较大，考虑到公司目前在开发项目规模庞大，预计还将保持高水平融资需求；筹资活动主要通过债务融资实现，融资规模逐年增长。

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均同比有所增长，分别为 117.18%和 52.62%；截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 118.21%和 50.49%，其中速动比率较低主要为公司所处房地产行业存货比例较高所致。2018 年，公司经营现金流动负债比率为 1.69%，较 2017 年的-8.04%有所好转，但经营活动净现金流对流动负债的保障能力较弱。总体看，公司短期偿债能力较弱，有一定的短期支付压力。

从长期偿债指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 165.38 亿元，近三年公司调整后全部债务/EBITDA 倍数分别为 5.44 倍、4.94 倍和 4.40 倍；EBITDA 利息倍数分别为 3.52 倍、4.18 倍和 4.14 倍，公司长期偿债能力变化不大。

截至 2018 年底，公司获得各大银行给予的授信总额度合计为 1085.60 亿元，其中已使用授信额度 249.43 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司为 A 股上市公司，在国内银行间、交易所市场及境外债券市场均持续成功发行债券，直接融资渠道畅通。

截至 2018 年底，公司对联合营公司的担保余额为 252.18 亿元，占期末净资产的 49.49%，被担保方均为关联方企业。除上述对外担保情况外，截至 2018 年底，公司共计为客户按揭贷款提供连带责任保证担保 410.16 亿元。公司对外担保金额大，存在一定或有负债风险。

截至 2018 年底，公司存在若干未决诉讼。其中包括某第三方人士向子公司苏州新城创佳置业有限公司(以下简称“苏州创佳”)就一项约人民币 10.16 亿元的股份转让争议对苏州创佳提起诉讼，其主张苏州创佳及其他五位第三方人士及另一第三方公司之间的股份转让协议均属无效。该案件已一审判决。该一审判决驳回其诉讼请求，其不服一审判决，已提起二审上诉。公司已就包括上述股份转让纠纷等的未决诉讼进行了评估，认为无需就该诉讼事项计提预计负债。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1032041200337620O），截至 2019 年 4 月 17 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司经营与财务状况的综合分析，

联合资信认为，公司区域经营风险分散，资金充裕，销售收入增长快速，融资能力强，整体抗风险能力强。

9. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额合计 857.16 亿元，其中流动资产 782.21 亿元，非流动资产 74.95 亿元。母公司流动资产主要包括货币资金 62.95 亿元和其他应收款 716.53 亿元。母公司非流动资产主要为长期股权投资 65.88 亿元。截至 2018 年底，母公司所有者权益和负债总额分别为 90.44 亿元和 766.72 亿元，其中 2018 年流动负债和非流动负债分别同比增长 44.37%和 43.87%，主要系其他应付款、其他流动负债和应付债券分别增加 160.33 亿元、37.48 亿元和 50.42 亿元所致，资产负债率为 89.45%，同比下降 0.63 个百分点。截至 2019 年 3 月底母公司资产总额 911.38 亿元，负债总额 822.94 亿元，资产负债率为 90.30%，负债水平变化较小。

2018年，母公司实现营业收入14.68亿元，同比增长72.95%，利润总额42.18亿元，较2017年的-6.13亿元大幅增加，其中投资净收益为62.21亿元，同比大幅增加62.45亿元。2018年公司营业利润率为7.09%，主业盈利能力较弱。2019年1—3月，母公司实现营业收入4.17亿元，实现投资净收益4.46亿元，利润总额-0.70亿元，营业利润率为7.38%。

2018年，母公司经营活动产生的现金流净额为-100.80亿元，由2017年的净现金流入86.13亿元转为净流出，主要来自支付其他与经营活动有关的现金。投资活动产生的现金流净额为54.43亿元，由2017年的净现金流出-125.51亿元转为净流入，主要来自取得投资收益收到的现金。筹资活动产生的现金流净额为49.23亿元，同比增加15.12亿元，筹资压力仍然较大。2019年1—3月，母公司经营活动产生的现金流净额为-21.94亿元，投资活动产生的现金流净额为-18.82亿元，筹资活动产生的现金流净额为26.85亿元。

从偿债指标看，截至2018年底，母公司流动比率和速动比率分别为130.04%和130.02%，均同比有所上升，2019年3月底分别为133.53%和133.51%。2018年公司EBITDA为60.74亿元，全部债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为11.97倍和3.81倍。

整体上看，母公司负债水平高，盈利水平改善，利润主要来自投资收益，筹资压力较大。

十、存续债券偿还能力分析

截至2019年3月底，由联合资信进行跟踪评级的存续债券为“18新城控股MTN001”，从到期兑付日看，上述存续债券将于2021年偿还本金为10亿元（以下简称“测算额度”）。

2016—2018年，公司经营活动现金流入量分别为388.42亿元、603.67亿元和1070.77亿元，分别为测算额度的38.84倍、60.37倍和107.08倍。公司经营活动现金流净额分别为80.97亿元、-104.85亿元和38.17亿元，分别为测算额度的8.10倍、-10.49倍和3.82倍。公司EBITDA分别为48.19亿元、90.38亿元和165.38亿元，分别为测算额度的4.82倍、9.04倍和16.54倍。

若同时考虑截至 2019 年 3 月底，公司存续期内全部长期债券（包含中期票据、公司债券、资产支持证券及其他债券等），不考虑公司行权，则将于 2021 年到期兑付的债券本金共计 93.00 亿元（以下简称“单年集中偿付金额”）。2016—2018 年，公司 EBITDA 对“单年集中偿付金额”的保障倍数分别为 0.52 倍、0.97 倍和 1.78 倍；经营活动现金流入量对“单年集中偿付金额”的保障倍数分别为 4.18 倍、6.49 倍和 11.51 倍；经营活动现金净流量对“单年集中偿付金额”的保障倍数分别为 0.87 倍、-1.13 倍和 0.41 倍。

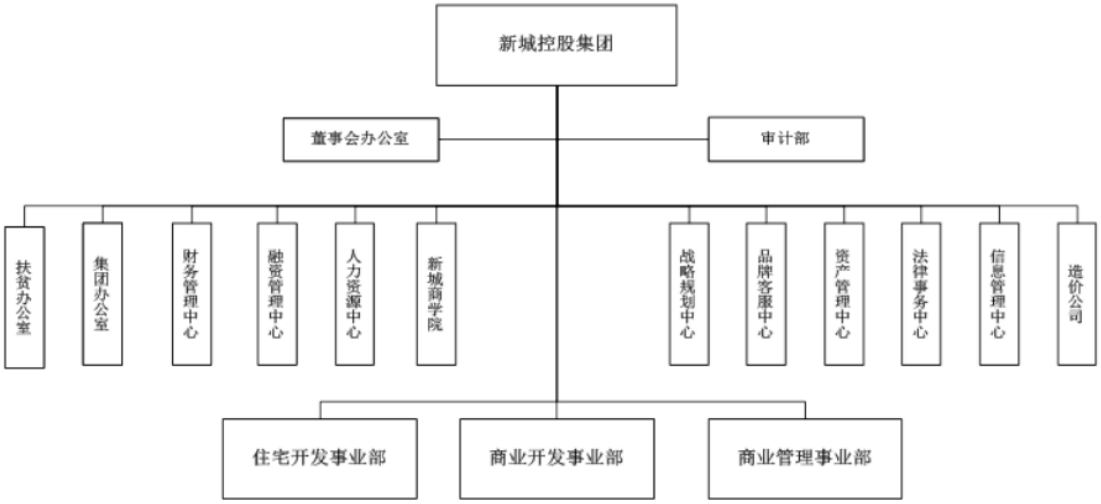
总体看，公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力强。从应付债券到期兑付日来看，公司于 2021 年具有一定的集中偿付压力。

十一、结论

综合评估，联合资信评估有限公司确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 新城控股 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图和组织架构图





附件 1-2 截至 2018 年底公司直接持股子公司情况

序号	公司名称	业务性质	注册地	直接持股比例（%）
1	常州新城房产开发有限公司	房地产开发	常州	95.76
2	南京新城创置房地产有限公司	房地产开发	南京	96.18
3	上海新城万嘉房地产有限公司	房地产开发	上海	95.95
4	常州新龙创置房地产开发有限公司	房地产开发	常州	99.15
5	苏州新城万嘉房地产有限公司	房地产开发	苏州	96.18
6	常州新城万嘉建筑设计有限公司	设计服务	常州	97.45
7	常州新城东郡房地产开发有限公司	房地产开发	常州	99.66
8	常州新城资产经营管理有限公司	资产管理	常州	99.58
9	上海东郡房地产开发有限公司	房地产开发	上海	100.00
10	无锡新城万嘉置业有限公司	房地产开发	无锡	99.88
11	苏州新城创佳置业有限公司	房地产开发	苏州	99.01
12	常州万嘉置业咨询有限公司	置业咨询服务	常州	100.00
13	新城万博置业有限公司	房地产开发	常州	99.01
14	常州新城东昇房地产开发有限公司	房地产开发	常州	99.66
15	常州新城金郡房地产有限公司	房地产开发	常州	96.18
16	南京新城万嘉房地产有限公司	房地产开发	南京	95.87
17	常州新城科达投资咨询有限公司	咨询服务	常州	100.00
18	常州新城经典建筑设计有限公司	设计股务	常州	100.00
19	金坛市新城万郡置业有限公司	房地产开发	金坛	97.88
20	昆山新城创域房地产有限公司	房地产开发	昆山	50
21	杭州新城创宏房地产开发有限公司	房地产开发	杭州	100.00
22	杭州新城鼎宏房地产开发有限公司	房地产开发	杭州	99.86
23	杭州新城创盛房地产开发有限公司	房地产开发	杭州	100.00
24	青岛新城创置房地产有限公司	房地产开发	青岛	99.01
25	香港汇盛发展有限公司	投资公司	香港	99.01
26	武汉新城创置置业有限公司	房地产开发	武汉	95.24
27	新城商业管理集团有限公司	商业经营管理	常州	100.00
28	杭州松睿实业有限公司	房地产开发	杭州	100.00
29	济南天鸿永业房地产开发有限公司	房地产开发	济南	100.00
30	常州华诚造价咨询有限公司	咨询服务	常州	100.00
31	深圳市新域创佳房地产开发有限公司	房地产开发	深圳	100.00
32	上海翼动创业孵化器有限公司	咨询服务	上海	100.00
33	句容万博房地产开发有限公司	房地产开发	句容	100.00
34	新城控股集团房地产开发有限公司	房地产开发	上海	99.01
35	济南新城创置房地产开发有限公司	房地产开发	济南	99.01
36	北京新城创置房地产开发有限公司	房地产开发	北京	97.56
37	新城控股集团住宅开发有限公司	房地产开发	上海	100.00
38	上海蓝恒企业管理有限公司	投资公司	上海	100.00
39	上海泉恒企业管理有限公司	投资公司	上海	100.00

40	上海橙崧公寓管理有限公司	酒店管理	上海	100.00
41	江苏筑森建筑设计有限公司	设计服务	常州	100.00

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	134.06	219.51	456.38	435.50
资产总额(亿元)	1031.71	1835.27	3303.18	3666.25
所有者权益(亿元)	163.68	259.82	509.57	532.76
短期债务(亿元)	115.68	192.46	223.51	--
长期债务(亿元)	146.43	254.38	503.55	--
全部债务(亿元)	262.11	446.84	727.06	--
营业收入(亿元)	279.69	405.26	541.33	43.30
利润总额(亿元)	42.90	83.71	157.67	3.01
EBITDA(亿元)	58.19	90.38	165.38	--
经营性净现金流(亿元)	80.97	-104.85	38.17	-67.59
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1034.21	780.93	285.36	--
存货周转次数(次)	0.56	0.45	0.31	--
总资产周转次数(次)	0.33	0.28	0.21	--
现金收入比(%)	136.71	136.92	195.33	517.66
营业利润率(%)	21.64	27.50	30.22	30.19
总资本收益率(%)	8.28	9.55	10.28	--
净资产收益率(%)	19.28	24.10	23.96	--
长期债务资本化比率(%)	47.22	49.47	49.70	--
全部债务资本化比率(%)	61.56	63.23	58.79	--
资产负债率(%)	84.14	85.84	84.57	85.47
流动比率(%)	112.81	108.57	117.18	118.21
速动比率(%)	57.24	50.03	52.62	50.49
经营现金流动负债比(%)	11.39	-8.04	1.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.52	4.18	4.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.44	4.94	4.40	--

注：1. 2019年1—3月财务数据未经审计；2.其他流动负债和其他应付款中有息部分已调整至短期债务；3.公司未披露2019年3月底有息债务规模。

附件 3 主要财务数据及指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变