信用等级公告

联合〔2020〕1091 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，维持“18 新城控股 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年五月二十九日

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：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
新城控股集团股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 新城控股 MTN001[1]	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	首次行权日
18 新城控股 MTN001	10 亿元	10 亿元	2021/12/28

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2020 年 5 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa			评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素		评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境		宏观和区域风险	2
				行业风险	3
		自身竞争力		基础素质	1
				企业管理	2
				经营分析	1
财务风险	F1	现金流		资产质量	2
				盈利能力	1
				现金流量	1
		资本结构			2
		偿债能力			1
调整因素和理由					调整子级
--					--

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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，在行业地位、项目储备以及品牌影响力等方面具备显著优势。跟踪期内，公司销售业绩快速增长，主动放缓拿地节奏，但项目储备仍较为充裕，商业综合体项目租金及管理收入对利润形成有效补充；公司收入及利润规模持续提升，受渠道收缩影响，公司债务规模增速放缓、债务负担有所下降，2019 年在销售增长及收缩拿地规模的共同影响下，公司经营性现金流净流入规模大幅提升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到房地产行业仍处于调控周期，公司位于三、四线城市的项目体量仍然较大，合联营企业资金往来及对外担保规模大，所有者权益稳定性较弱、非经营性损益对利润影响较大以及公司实际控制人事件等因素对其经营和发展可能带来的不利影响。

近年来，公司销售业绩快速增长，行业地位领先，区域布局更趋分散，充足的项目储备为其未来发展提供了有力支撑。随着吾悦广场项目运营体量的增长，公司租金及管理费收入持续提升。未来随着储备项目的开发销售以及项目运营效率的提升，公司有望保持良好的经营状况。

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. **行业地位领先且在长三角地区有一定经营优势。**公司销售规模较大，行业地位较高，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，区域竞争优势显著。
2. **公司销售业绩快速增长且项目储备较为充足。**跟踪期内，公司签约销售规模保持快速增长，虽主动放缓拿地节奏，但现有项目储备规模仍然较大。

[1]本期中期票据在公司赎回前长期存续。

分析师：刘艳婷　张　垌
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

3. **商业综合体项目的租金及管理费收入对利润形成有效补充。**公司吾悦广场经营数量及规模持续提升，且品牌知名度较高，2019年实现租金及管理费收入40.69亿元，对收入形成有效补充。
4. **“18新城控股MTN001”保障程度高。**公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额及EBITDA分别对“18新城控股MTN001”的保障倍数为170.25倍、43.58倍和9.36倍。

关注

1. **房地产行业政策波动。**当前宏观经济增速放缓、地产行业仍处于调控周期，公司存货规模较大，且仍有较大体量的三、四线城市项目，未来项目去化及盈利能力的实现或将面临一定的不确定性。
2. **公司投资性房地产增值较多。**公司投资性房地产主要位于三、四线城市，近年来增值较多，如市场发生不利变化，或将对公司投资性房地产的估值会产生一定负面影响。
3. **公司合联营项目往来款多，对外担保规模大。**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. **公司所有者权益稳定性较弱，非经营性损益对利润影响较大。**公司所有者权益中少数股东权益及未分配利润占比较高，权益稳定性较弱；公司投资收益及公允价值变动等非经营性损益规模较大，利润对非经营性损益依赖程度较高。2019年发生的公司实际控制人事件尚无结果。
5. **“18新城控股MTN001”条款设置上区别于普通中期票据。**“18新城控股MTN001”有公司可赎回权、票面利率重置选择权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。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	219.51	456.38	642.56	531.08
资产总额（亿元）	1835.27	3303.18	4621.10	4739.60
所有者权益合计（亿元）	259.82	509.57	619.35	618.18
短期债务（亿元）	192.46	240.39	397.07	308.94
长期债务（亿元）	254.38	503.55	434.73	489.78
全部债务（亿元）	446.84	743.94	831.80	798.72
营业收入（亿元）	405.26	541.33	858.47	70.91
利润总额（亿元）	83.71	157.67	178.13	3.99
EBITDA（亿元）	90.38	165.38	193.58	--
经营性净现金流（亿元）	-104.85	38.17	435.80	-54.95
营业利润率（%）	27.50	30.22	26.12	29.31
净资产收益率（%）	24.10	23.96	21.52	--
资产负债率（%）	85.84	84.57	86.60	86.96
全部债务资本化比率（%）	63.23	59.35	57.32	56.37
流动比率（%）	108.57	117.18	104.41	105.41
经营现金流动负债比	-8.04	1.69	12.37	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.18	4.14	3.45	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.94	4.50	4.30	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	590.05	857.16	925.18	925.04
所有者权益（亿元）	58.57	90.44	99.38	98.21
全部债务（亿元）	187.94	222.01	194.20	180.35
营业收入（亿元）	8.49	14.68	15.51	2.82
利润总额（亿元）	-6.13	42.18	52.89	-1.97
资产负债率（%）	90.07	89.45	89.26	89.38
全部债务资本化比率（%）	76.24	71.05	66.15	64.74
流动比率（%）	125.87	130.04	112.00	112.50
经营现金流动负债比（%）	20.67	-16.76	-6.43	--

注：1.公司 2020 年 1—3 月财务数据未经审计；2.已将其他应付款和其他流动负债中的有息部分计入全部债务，公司未披露公司 2020 年 3 月底有息债务及母公司债务，因此均为估算数据；3.集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 新城控股 MTN001	AAA	AAA	稳定（移出信用评级观察名单）	2020/1/8	刘艳婷　张垌	--	阅读全文
18 新城控股 MTN001	AAA	AAA	列入信用评级观察名单	2019/7/12	刘艳婷　张垌	--	阅读全文
18 新城控股 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/11/29	张博　李博恒	房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

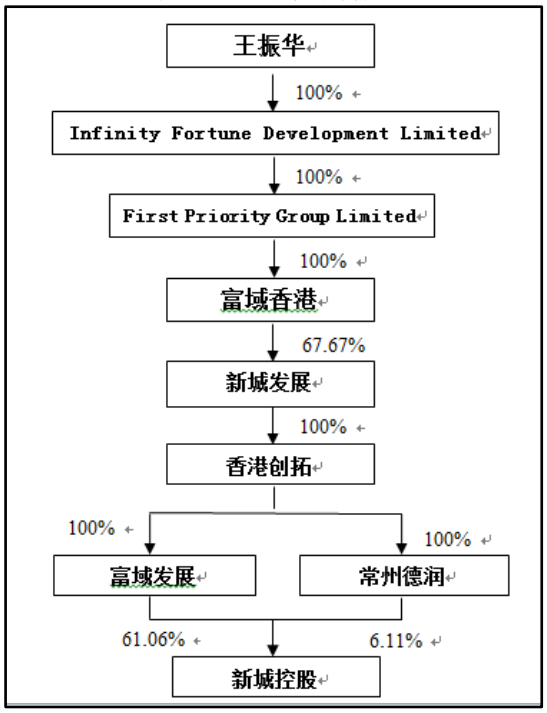
根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于新城控股集团股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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 2020 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 22.57 亿元。

截至 2020 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“01030.HK”，以下简称“新城发展”）67.67%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。

图1　公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司的主营业务为房地产开发与销售以及物业出租和管理。

截至 2020 年 3 月底，业务方面，公司实行事业部制管理，内设住宅开发事业部、商业开发事业部及商业管理事业部；此外，公司总部内设董事会办公室、审计监察中心、扶贫办公室、集团办公室、财务管理中心、融资管理中心、工程结算中心、人力资源中心、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、康养事业中心等部门以及营销公司、建筑设计公司、贸易公司、造价公司等业务专营公司。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 4621.10 亿元，所有者权益合计 619.35 亿元（含少数股东权益 235.08 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 858.47 亿元，利润总额

178.13 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 4739.60 亿元，所有者权益合计 618.18 亿元（含少数股东权益 232.79 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 70.91 亿元，利润总额 3.99 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：王晓松。

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为“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。

“18 新城控股 MTN001”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。“18 新城控股 MTN001”于第 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”于每个付息日，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约定足额支付利息。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》。

清偿顺序方面，“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。

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	10.00	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”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。

（2）“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 2017—2019 年分别向普通股股东分红 18.28 亿元、33.68 亿元和 38.34 亿元[3]。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。

[2]初始基准利率为簿记建档日前 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。

[3]来自 2019 年年度分红方案。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4.城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），

工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机

构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

1. 房地产行业概况

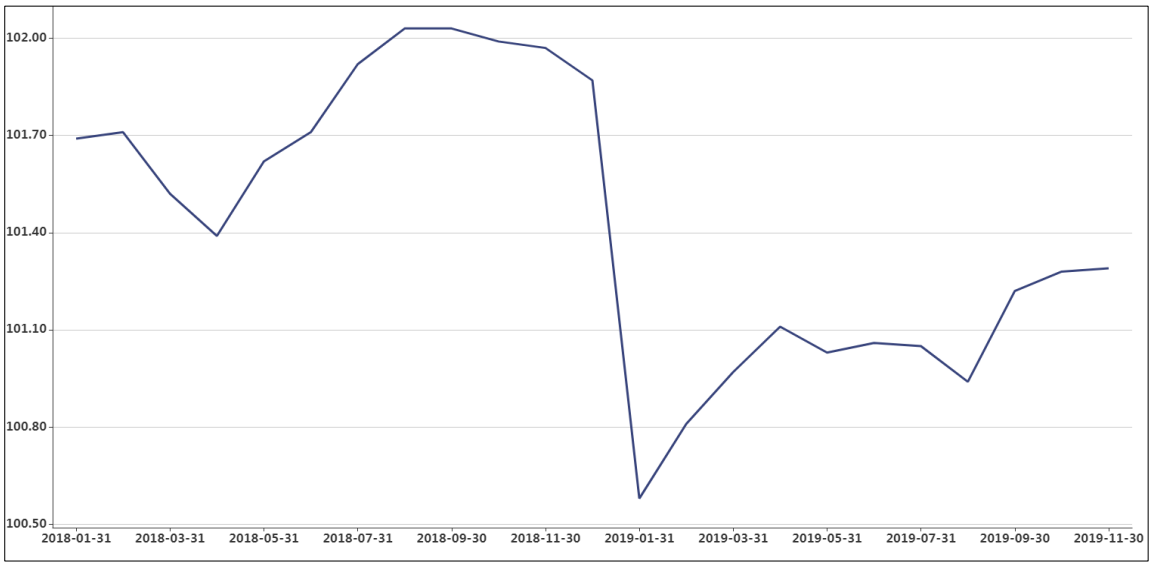
2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出

极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

图 2　2018 年—2019 年 11 月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，

未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入 2020 年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

2. 土地市场与信贷环境

土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。受信贷政策维持紧缩的影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过 50%，且占比持续提升。

土地市场方面，2019 年，房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米，同比下降 11.40%，相较 2018 年累计同比增长 14.20%的增速下滑 25.60 个百分点；土地成交价款 14709.28 亿元，累计同比下降 8.70%，相较于 2018 年累计同比增长 18.00%的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019 年 1－3 月，土地市场较为冷清；4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始小阳春行情的消退以及行业融资再度收紧，土地市场同步降温。

从资金来源上看，2019 年，房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2018 年回升 1.20 个百分点。其中，国内贷款合计 2.52 万亿元，同比增长 5.10%，国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长，于 2019 年 3 月增速开始转正，全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点；自筹资金合计 5.82 万亿元，同比增长 4.20%，增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点；其他资金合计 9.50 万亿元，同比增长 10.49%，增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。

表 3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元）

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18%	24004.52	14.46%	25228.77	14.13%
利用外资	168.19	0.11%	107.98	0.07%	175.72	0.10%
自筹资金	50872.22	32.60%	55830.65	33.64%	58157.84	32.56%
其他资金	79770.46	51.12%	86019.74	51.83%	95046.26	53.21%
其中：定金及预收款	48693.57	31.20%	55418.17	33.39%	61359.00	34.35%
个人按揭	23906.31	15.32%	23705.89	14.28%	27281.00	15.27%
合 计	**156052.62**	**100.00%**	**165962.89**	**100.00%**	**178608.59**	**100.00%**

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全

面管控。

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变。从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，政策或将根据市场情况进行逆周期微调，短期政策或将出现边际调整，但“房住不炒”仍然是硬约束，中长期来看仍将围绕总基调不变。（具体政策内容见表 4）

表 4　2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 3 月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019 年 4 月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”，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
2019 年 7 月	中央政治局会议	会议中提到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
2019 年 9 月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019 年 11 月	央行	强调“因城施政”，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：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托资金受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，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；第四，严禁消费贷款违规用于购房。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。（具体政策内容见表 5）。

表 5　2019 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 5 月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019 年 7 月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019 年 7 月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③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
2019 年 8 月	银保监会	银保监会决定在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督

		管理情况等
2019 年 9 月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 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

公司为全国布局的大型房地产开发商，行业排名靠前。跟踪期内，公司销售规模仍保持行业前列。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。

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，坚持深耕长三角区域，并聚焦其他核心城市群，形成以长三角、环渤海、粤港澳大湾区、长江中部和成渝等城市群为重点的布局体系。截至 2019 年底，公司已进入全国 105 个大中型城市，现已基本完成全国重点城市群及重点城市的布局，合计拥有土地储备建筑面积 1.24 亿平方米。

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 2019 年底，公司已在全国范围内累计开业 63 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，2019 年，根据克而瑞信息集团（CRIC）发布的《2019 年 1—12 月中国房地产企业销售 TOP200》排行榜，公司房地产销售面积与销售金额在全国房地产企业中排名第 8 位，与上年相同，保持行业前列。

3. 人员素质

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。2019 年公司实际控制人被逮捕，目前无最新进展，联合资信将持续关注实际控制人被批捕事件的进展及可能对公司产生的影响。

公司于 2019 年 7 月 3 日接到上海市公安局普陀分局通知，公司实际控制人、原董事长王振华先生因个人原因被刑事拘留，公司于当日召开第二届董事会第十六次会议，审议通过了《关于选举第二届董事会董事长的议案》，选举公司董事兼总裁王晓松先生任公司第二届董事会董事长，任期与第二届董事会任期相同。公司于 2019 年 7 月 8 日先后收到原董事长王振华先生、独立董事 Aimin Yan 先生的书面辞职报告。王振华先生因个人原因申请辞去公司第二届董事会董事、提名委员会委员、战略委员会主任委员的职务；Aimin Yan 先生因个人原因申请辞去公司第二届董事会独立董事及相关专门委员会职务。王振华先生的辞职于辞职报告送达董事会时生效，其辞职后将不再担任公司任何职务。Aimin Yan 先生的辞职于 2019 年 11 月 11 日公司 2019 年第二次临时股东大会选举产生新任独立董事之日生效。2019 年 7 月 10 日，公司实际控制人、原董事长王振华先生被批准逮捕（以下简称“实控人事件”）。公司 2019 年 7 月以来相应发布了《公司关于公司董事长变更的公告》《公司关于公司董事辞职的公告》《公司关于实际控制人被批准逮捕的公告》等公告，目前实控人事件仍无最新进展。

公司董事会分别于 2020 年 3 月 20 日和 3 月 30 日收到公司董事兼联席总裁陈德力先生和董事兼联席总裁袁伯银先生的书面辞职报告。陈德力先生因个人原因，申请辞去公司联席总

裁职务。袁伯银先生因个人原因，申请辞去公司董事兼联席总裁职务。2020 年 3 月 30 日，公司召开第二届董事会第二十七次会议，审议通过了《关于聘任公司联席总裁的议案》。经公司总裁提名及董事会提名委员会审查通过，董事会同意聘曲德君先生任公司联席总裁，任期与本届董事会任期相同。

公司董事长、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 月至今任公司董事兼总裁；2019 年 7 月至今任公司董事长兼总裁、新城发展控股有限公司（以下简称“新城发展”）非执行董事及新城悦控股有限公司非执行董事。

公司董事、联席总裁梁志诚先生，曾任江苏新亚化工集团公司团委书记、副科长、副主任，江苏新城地产股份有限公司（以下简称“江苏新城”）行政管理部主管、副经理，常州新龙创置房地产开发有限公司总经理助理、副总经理，苏州新城万嘉房地产有限公司副总理、总经理兼昆山新城创置房地产有限公司总经理，江苏新城总裁助理兼江苏新城物业服务有限公司董事长兼总经理，无锡新城万嘉置业有限公司总经理，上海新城万嘉房地产有限公司总经理，江苏新城助理总裁、副总裁，公司联席总裁，新城发展执行董事兼联席总裁。2018 年 4 月至今任公司董事兼联席总裁。

公司董事、联席总裁曲德君先生，曾任大连市对外经济贸易委员会主任科员，香港大连国际发展有限公司副总经理，大连金威国际贸易有限公司总经理。2002 年 9 月-2019 年 5 月于大连万达集团任职，历任长沙万达广场投资有限公司财务总监，长沙及武汉万达广场商业管理有限公司总经理，万达商业地产股份有限公司总裁助理，副总裁，执行总裁，兼万达商业管理公司总经理，万达金融集团总裁，万达网络科技集团总裁，万达宝贝王集团董事长。2020 年 3 月至今任公司董事兼联席总裁。

截至 2019 年底，公司母公司和主要子公司拥有在职员工 28058 人。从文化程度看，研究生及以上占 7.57%，本科占 49.42%，本科以下占 43.01%。从岗位构成看，技术人员占 58.09%，销售人员占 26.32%，其他人员占 15.59%。

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

公司主营房地产开发及销售以及商业物业的出租管理。跟踪期内，公司主营业务仍较为突出，营收规模持续提升。房地产开发及销售毛利率水平有所下降；投资性房地产采用公允价值模式计量，商业物业出租及管理保持较高的毛利率水平；公司整体盈利能力仍较强。

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。2019 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 93.56%，达 803.22 亿元，同比增长 58.00%，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 83.19%至 40.55 亿元，主要系公司吾悦广场开业的数量增加所致。

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。2019 年，房地产开发及销售板块毛利率有所下降，为 30.98%，较上年下降 4.50 个百分点，主要系公司住宅销售已结算的项目毛利率下滑所致；同期，公司商业物业出租及管理业务毛利率略有下降，为 67.56%，仍维持较高水平。在上述因素的共同影响下，公司主营业务收入毛利率较

2018 年下降 4.09 个百分点至 32.74%，整体盈利能力仍较强。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 70.91 亿元，同比大幅增长 63.73%，主要系交付项目增加所致。

表 6　2017—2019 年公司营业总收入及毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 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	387.93	95.73	34.85	508.38	93.91	35.48	803.22	93.56	30.98
商业物业出租及管理	10.19	2.51	69.50	22.13	4.09	67.76	40.55	4.73	67.56
主营业务收入小计	**398.12**	**98.24**	**35.73**	**530.52**	**98.00**	**36.83**	**843.77**	**98.29**	**32.74**
其他	7.13	1.76	25.86	10.82	2.00	29.70	14.70	1.71	27.28
合计	**405.26**	**100.00**	**35.56**	**541.33**	**100.00**	**36.69**	**858.47**	**100.00**	**32.64**

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

公司房地产开发业务以自主开发销售为主，采取“住宅+商业”地产双轮驱动的运作模式。跟踪期内，公司仍保持较高的行业地位，销售业绩快速提升；受公司主动放缓拿地节奏及开发节奏的影响，新开工面积同比大幅下滑，但整体项目储备仍较为充足，且土地成本处于合理水平。

从土地获取方面来看，公司主要通过“招、拍、挂”、股权收购、合作开发等方式拿地。地域布局以上海为中枢，长三角为核心，并聚焦其他核心城市群，形成以长三角、环渤海、粤港澳大湾区、长江中部和成渝等城市群为重点的布局体系。公司现已基本完成全国重点城市群及重点城市的布局，截至 2019 年底，公司已进入全国 105 个大中型城市。

土地获取流程方面，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 7　2017—2019 年公司取得土地情况（单位：个、万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新增项目个数	122	164	72
新增土地储备建筑面积	3392.80	4773.24	2508.47
土地投资金额	893.55	1112.17	607.42
新增项目楼面均价	3175	2330	2421

注：表中数据口径含合营、联营项目
资料来源：公司提供

2019 年公司立足长三角，持续拓展和深耕其他重点城市群，控制城市能级，新增土地储备共 72 幅，同比大幅减少，系 2019 年下半年公司集中出售项目股权并暂停土地获取所致；新增土地储备总建筑面积 2508.47 万平方米，新增项目楼面均价为 2421 元/平方米，拿地价格较为合理。此外，2019 年，公司商业综合体项目新增 1443.75 万平方米。受实控人事件影响，2019 年公司累计转让位于合肥、宿州、上饶等城市共计 24 个项目公司的全部或部分股权，协议约定的交易对价累计约 118.56 亿元。截至 2019 年底，公司拥有土地储备建筑面积 1.24 亿平方米，可以满足未来 2~3 年的开发运营所需。公司土地储备中，一、二线城市占 38.30%，长三角区域三、四线城市占 36.00%，区域经济基本面相对较好，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，

且受政府调控政策和宏观经济变化影响较大，项目去化及盈利能力的实现或将面临一定的不确定性，联合资信将持续关注公司位于三、四线城市项目的去化情况及开发销售进展。

表 8 2019 年底公司土地储备前十大城市情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

前十大城市	总建筑面积	土地储备权益建筑面积	权益比例	土地储备总建筑面积	土地储备权益建筑面积	土地获取成本	楼面均价	获取方式
常州	899.23	652.88	72.60	596.89	435.24	228.36	2539.46	招拍挂、收并购、合作
苏州	760.87	468.83	61.62	524.03	341.62	295.93	3889.39	招拍挂、收并购、合作
天津	458.00	345.12	75.35	436.89	326.76	164.25	3586.24	招拍挂、收并购、合作
昆明	452.64	376.22	83.12	424.41	348.27	40.51	894.99	招拍挂、收并购、合作
青岛	436.75	242.60	55.55	385.93	209.21	96.94	2219.66	招拍挂、收并购、合作
长沙	387.65	288.03	74.30	262.97	176.48	66.59	1717.88	招拍挂、收并购、合作
重庆	366.11	232.85	63.60	335.21	216.33	95.81	2617.07	招拍挂、收并购、合作
成都	323.28	221.11	68.39	263.57	167.70	66.06	2043.41	招拍挂、收并购、合作
盐城	286.60	234.88	81.96	285.84	234.27	41.16	1436.06	招拍挂、收并购、合作
南京	280.63	200.69	71.51	163.30	107.57	203.61	7255.46	招拍挂、收并购、合作
合计	**4651.77**	**3263.22**	**70.15**	**3679.04**	**2563.46**	**1299.23**	**2792.98**	--

资料来源：公司提供

项目开发方面，2019 年，公司新开工建筑面积 3197.77 万平方米，同比下降 35.49%，系 2019 年下半年受实控人事件影响，公司出售部分项目公司股权及主动放缓开发进度所致。期末在建项目 350 个，在建项目建筑面积 8497.78 万平方米，保持增长趋势。竣工方面，公司 2019 年进入竣工期项目较多，竣工面积同比增长 89.18%至 1853.65 万平方米。

表 9 2017—2019 年公司主要开发数据情况（单位：万平方米、个）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新开工面积	2066.26	4957.34	3197.77
竣工面积	724.07	979.82	1853.65
在建项目数量	127	295	350
期末在建面积	2665.62	7158.91	8497.78

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

表 10 2019 年底公司在建项目前五大城市情况（单位：万平方米、%、万元、元/平方米）

前五大城市	计划投资	累计已投资额	总建筑面积	2019 年底在建面积	可租售面积	2019 年底累计签约面积
常州	484.88	329.70	764.04	380.04	575.01	422.94
苏州	384.58	272.37	535.47	304.73	468.33	293.03
天津	343.47	206.68	436.28	370.01	407.19	159.93
青岛	249.45	118.36	390.20	244.15	376.79	139.70
重庆	213.36	118.67	345.01	300.47	332.45	97.64
合计	**1675.74**	**1045.78**	**2471.00**	**1599.40**	**2159.77**	**1113.24**

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2019 年底，公司全口径（含合营及联营）在建项目共计 350 个，在建面积共计 8497.78 万平方米，主要位于常州、苏州和天津等区域，待开发的建筑面积共计 2462.40 万平方米。公司在建项目可租售面积共计 11078.94 万平方米，已累计签约销售面积

5533.89 万平方米。投资方面，截至 2019 年底，公司项目[4]计划投资金额为 8691.80 亿元，2019 年实际投资金额 1761.11 亿元。

房产销售方面，公司房地产开发的销售模式以销拓一体为主，拥有自己的渠道拓客团队，在实行销售过程中结合代理销售、分销、全民经纪人等为辅的销售模式。

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。2019 年公司在苏南区域实现签约销售和房款回笼均超过百亿元的销售业绩，在苏州、上海、杭州等区域也相继实现销售额超过百亿元的销售目标。公司在江苏省、天津市、河北省市场占有率位列前十，在常州市、淮安市等城市的市场占有率位列前五。

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，包括销售型物业和持有型物业两部分。其中，销售型物业对外出售，主要包括住宅、酒店式公寓及沿街商铺等；持有型物业自持运营或对外租赁，主要为购物中心。2019 年，公司新增 24 个综合体项目，总建筑面积为 1443.75 万平方米。截至 2019 年底，公司持有综合体项目总建筑面积 5566.71 万平方米；其中，在建项目总建筑面积 4402.47 万平方米，拟建项目总建筑面积 176.52 万平方米。截至 2019 年底，公司已实现 27 个省份及直辖市、122 个商业综合体项目（含在建项目）的布局，“吾悦”的品牌知名度不断提高。

受益于重点区域房地产市场发展良好，公司近年来开发和销售规模均实现快速扩张。2019 年，公司协议销售面积和协议销售金额分别为 2432.00 万平方米和 2708.01 亿元，同比分别增长 34.21%和 22.48%；受房地产市场价格整体趋稳及销售区域中三、四线城市占比提升影响，2019 年合约销售均价同比下降 8.74%，为 11134.91 元/平方米。

表 11　2017—2019 年公司房地产销售数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年
协议销售面积（万平方米）	928.28	1812.06	2432.00
协议销售金额（亿元）	1264.72	2210.98	2708.01
协议销售均价（元/平方米）	13624.34	12201.47	11134.91

注：销售数据均为全口径数据
资料来源：公司提供

从签约销售区域来看，公司 2019 年签约销售主要位于长三角区域，签约销售金额占比为 55.63%，前十大城市签约销售金额占比为 38.88%，区域分布集中度较低。

表 12 公司 2019 年签约销售区域分布（单位：亿元、%）

城市	销售金额	占比
常州	201.68	7.45
苏州	140.35	5.18
天津	127.04	4.69
上海	120.10	4.43
南通	93.11	3.44
绍兴	89.29	3.30
成都	71.15	2.63
长沙	70.96	2.62
温州	70.67	2.61
南京	68.49	2.53
合计	**1052.84**	**38.88**

资料来源：公司提供

从结转收入区域来看，2019 年，公司房地产销售结转前十大城市合计占 53.65%，其中，南京、武汉以及台州结转收入占比在 5%以上，南京超过 10%。公司地产销售结转区域较为分散。

[4]含在建、拟建及竣工项目。

表 13　2017—2019 年结转收入区域分布情况（单位：亿元、%）

地区	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
南京	49.64	12.80	50.21	9.88	82.28	10.24
武汉	24.93	6.43	13.95	2.74	56.00	6.97
台州	--	--	5.52	1.09	43.78	5.45
嘉兴	21.24	5.47	36.38	7.16	37.98	4.73
青岛	--	--	10.90	2.14	37.38	4.65
南通	1.50	0.39	17.68	3.48	36.49	4.54
济南	19.60	5.05	3.43	0.67	36.13	4.50
常州	23.64	6.09	49.58	9.75	35.79	4.46
杭州	32.23	8.31	69.43	13.66	34.18	4.26
宁波	21.45	5.53	20.78	4.09	30.89	3.85
其他	193.71	49.93	230.52	45.34	372.32	46.35
合计	**387.93**	**100.00**	**508.38**	**100.00**	**803.22**	**100.00**

资料来源：公司提供

2020 年 1—3 月，受新冠肺炎疫情影响，公司累计合同销售金额约 309.81 亿元，比上年同期下降 33.68%，累计销售面积约 285.82 万平方米，比上年同期下降 31.17%。

商业物业出租及管理

随着公司商业运营体量的增长，以“吾悦”为品牌的综合体项目知名度持续提升，整体出租率维持较高水平；商业物业的租金及管理收入对利润形成有效补充，未来有望成为公司新的利润增长点。跟踪期内，受宏观经济增速放缓叠加新冠肺炎疫情影响，公司自持物业运营及租金收入等短期内会受到一定负面影响。

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。

2019 年，公司 21 座吾悦广场实现满铺开业，开业运营的吾悦广场累计达到 63 座，已开业面积共计 590.62 万平方米，较上年底增长 51.44%。2019 年底已开业的吾悦广场中 60 个为自持经营，3 个为委托公司经营的轻资产项目。全年实现租金及管理费收入 40.69 亿元，同比增长 92.30%，平均出租率达 99.16%，在出租率保持高位的情况下收入规模快速提升。截至2019年底，公司位于一线城市的吾悦广场商业物业可供出租面积为7.9万平方米，2019年实现租金及管理收入1.39亿元；位于二线城市的吾悦广场商业物业可供出租面积为81.07万平方米，2019年实现租金及管理收入9.29亿元；位于其他三、四线及以下城市的吾悦广场可供出租面积为270.04万平方米，2019年实现租金及管理收入30.01亿元。公司位于三、四线的商业项目体量较大，可出租面积占比在75%以上，需关注公司三、四线商业项目出租率变化及租金管理收入变化情况。

受新冠肺炎疫情爆发影响，公司为支持商户经营，自 2020 年 1 月 25 日起向商户提供租金减半的优惠政策，并延续至 3 月 31 日，时长共计 67 天，该项举措导致公司租金及管理费收入减少约 5 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现吾悦广场租金及管理费收入 9.04 亿元。2020

年公司计划新开业吾悦广场 30 个。

表 14　截至 2019 年底公司主要持有物业情况（单位：平方米、%、万元）

出租物业类型	项目名称	总建筑面积	可供出租面积	出租率	已出租面积	2019 年租金收入
商铺及购物中心	武进吾悦广场	142226	99338	99.18	98518	20726.46
	吾悦国际广场	102367	62438	99.09	61867	15336.26
	青浦吾悦广场	86349	58679	94.39	55386	13920.52
	吴江吾悦广场	110834	61995	98.86	61291	7724.27
	张家港吾悦广场	108517	60844	99.03	60257	7978.92
	丹阳吾悦广场	103919	67771	99.55	67465	10161.23
	海口吾悦广场	112649	65849	100.00	65849	11666.27
	南昌吾悦广场	89685	61031	99.02	60434	7744.15
	金坛吾悦广场	87225	61769	99.24	61299	9378.42
	安庆吾悦广场	99940	65784	99.57	65501	7898.93
	成都吾悦广场	78315	51488	100.00	51488	9196.87
	桐乡吾悦广场	86046	54656	100.00	54656	10560.62
	衢州吾悦广场	86983	56200	100.00	56200	7951.66
	长春吾悦广场	130715	69094	99.45	68713	9488.71
	诸暨吾悦广场	137089	77620	97.82	75928	4393.46
	镇江吾悦广场	81607	51285	99.19	50869	9366.92
	青岛吾悦广场	136787	76784	99.01	76024	11443.28
	嵊州吾悦广场	85003	56543	100.00	56543	8500.72
	如皋吾悦广场	85195	54450	100.00	54450	8266.79
	宁波吾悦广场	91919	62135	100.00	62135	6781.26
	南京吾悦广场	48011	26305	99.86	26268	6407.46
	成都武侯吾悦广场	83709	56962	95.31	54290	5221.88
	晋江吾悦广场	86450	52425	98.24	51504	6057.39
	渭南吾悦广场	81000	44160	99.29	43845	3994.45
	瑞安吾悦广场	90093	54428	100.00	54428	12151.86
	义乌吾悦广场	88537	57485	100.00	57485	9227.88
	淮南吾悦广场	91748	56568	100.00	56568	6950.34
	台州黄岩吾悦广场	76603	44425	100.00	44425	8290.19
	平湖吾悦广场	82104	49612	100.00	49612	7454.14
	昆山吾悦广场	75031	45864	100.00	45864	6652.35
	扬州吾悦广场	79625	49959	99.64	49778	7546.66
	新建吾悦广场	81025	49330	91.15	44963	5728.58
	昆明吾悦广场	89835	54637	95.33	52085	7673.01
	泰兴吾悦广场	90834	56094	98.45	55223	8163.57
	长沙吾悦广场	96262	52554	99.68	52385	10286.16
	南宁吾悦广场	80433	50796	98.72	50147	6470.19
	句容吾悦广场	91469	53474	96.6	51654	6701.39
	临沂吾悦广场	93115	57492	99.15	57006	7755.33
	玉环吾悦广场	87275	55558	100.00	55558	8020.66
	启东吾悦广场	80353	43481	100.00	43481	6865.86
	台州仙居广场	90012	52163	98.7	51486	6189.94
	慈溪吾悦广场	100913	61156	99.05	60576	8929.24
	上饶吾悦广场	95306	54806	100.00	54806	4674.96
	合肥吾悦广场	106070	60628	99.52	60340	6138.37
	淮安吾悦广场	89655	53301	99.38	52971	4428.26
	钦州吾悦广场	91831	54322	98.07	53275	3533.44
	西安西咸吾悦广场	121111	71013	100.00	71013	4019.28
	延安吾悦广场	89394	51486	97.68	50291	2139.22
	连云港赣榆吾悦广场	89841	55909	100.00	55909	2677.92
	常州天宁吾悦广场	119324	71204	100.00	71204	3506.55
	宝鸡吾悦广场	90466	51593	100.00	51593	1861.63
	扬州宝应吾悦广场	90034	53392	100.00	53392	1843.25
	天津津南吾悦广场	92262	55064	100.00	55064	2021.42
	淮北吾悦广场	91081	50266	100.00	50266	1221.85
	汉中吾悦广场	91118	54918	100.00	54918	1593.25
	桂林吾悦广场	102813	58876	100.00	58876	646.93
	连云港海州吾悦广场	90766	57876	100.00	57876	1160.00
	溧阳吾悦广场	89554	51817	100.00	51817	921.28

	盐城吾悦广场	88196	50085	100.00	50085	765.17
	高邮吾悦广场	91067	53453	100.00	53453	720.51
	蚌埠吾悦广场	85221	45588	100.00	45588	697.01
	宿州吾悦广场	94628	57161	100.00	57161	417.41
	长沙高铁吾悦广场	98685	56365	100.00	56365	656.65
办公写字楼	新城控股大厦 B 座	33297	20285	94.91	19253	3952.44
合计		**5939527**	**3590089**	--	**3559020**	**410821.02**

资料来源：公司提供

2. 经营效率

公司整体经营效率处于行业中等水平。

2017—2019 年，受公司应收账款及应收票据快速增长影响，公司销售债权周转次数持续下降，分别为 780.93 次、285.36 次和 211.15 次；存货周转次数有所下降，分别为 0.45 次、0.31 次和 0.31 次；总资产周转次数波动下降，分别为 0.28 次、0.21 次和 0.22 次。

3. 同业对比

公司在同业中土地储备规模优势较大，房地产开发及销售业务毛利率、经营效率均处于中游水平。

2019 年，公司房地产开发及销售业务毛利率较同等规模可比的旭辉集团股份有限公司（以下简称“旭辉集团”）和上海世茂股份有限公司（以下简称“世茂股份”）相比处于中游水平；公司较上述同业土地储备方面优势明显，存货周转次数和总资产周转次数均相差不大。

表 15 公司同业对比情况

指标名称	旭辉集团股份有限公司（2019）	上海世茂股份有限公司（2019）	新城控股集团股份有限公司（2019）
房地产开发及销售业务毛利率（%）	25.55	33.60	30.98
土地储备建筑面积（万平方米）	5070	1892	12400
存货周转次数（次）	0.37	0.27	0.31
总资产周转次数（次）	0.23	0.18	0.22

注：1.上海世茂股份有限公司房地产开发及销售业务毛利率为披露的住宅销售毛利率；2.旭辉集团股份有限公司房地产开发及销售业务毛利率来自 Wind 销售毛利率
资料来源：公开资料整理

4. 未来发展

公司发展战略较为明确。

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

公司将从多个方面开展业务：首先，公司将坚持稳中求进的总基调，精细化管理，优化现有土地储备，控制负债规模，提升利润率，强调精准投资、现金回笼。其次，公司坚持地域深耕的总策略，抓住城市发展机遇，聚焦重点城市群和核心城市，围绕现有布局不断提高市场占有率和产品品质。第三，公司将坚持运营优先的总抓手，以项目经营目标为核心，聚焦核心指标，通过大运营体系同步提升运营效率与运营质量。第四，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，通过科技应用，布局业务信息化建设。最后，公司通过梳理业务流程全面建立健全风险控制体系，不断修订、完善相应规章制度；寻找风险控制盲区，评估风险发生的概率及影响程度，明确风险应对措施；并辅以合理的监督评价机制，形成长效风险管控机制。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2017—2019 年财务报告及 2020 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 2017—2019 年财务报告进行了审计并均出具了标准无保留审计意见。2020 年 1—3 月财务报表未经审计。

2017—2019 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 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；截至 2019 年底，公司合并范围内子公司 703 家，较上年新增 160 家，减少 33 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 2019 年底，公司合并资产总额为 4621.10 亿元，所有者权益合计 619.35 亿元（含少数股东权益 235.08 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 858.47 亿元，利润总额 178.13 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 4739.60 亿元，所有者权益合计 618.18 亿元（含少数股东权益 232.79 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 70.91 亿元，利润总额 3.99 亿元。

2. 资产质量

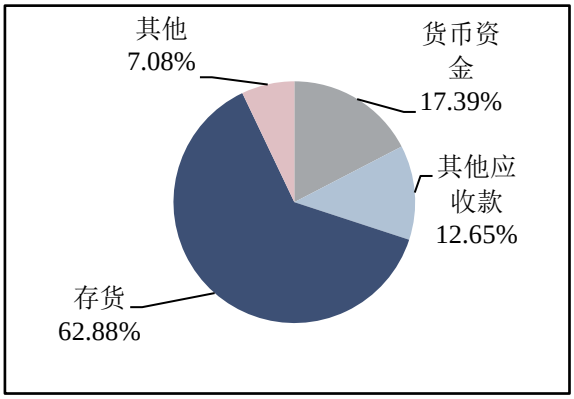
跟踪期内，随着业务规模的快速扩大，公司资产规模保持快速增长。公司资产以流动资产为主，货币资金较为充裕；往来款占款规模较大但多与经营相关；存货占比较高，且位于三、四线城市的体量较大。投资性房地产以公允价值计量，增值较多。公司对存货、其他应收款等计提减值准备偏低，存在一定的价值变动或款项回收风险。公司货币资金受限比例较低，资产质量良好。

截至2019年底，公司合并资产总额4621.10亿元，较上年底增长39.90%，主要系流动资产快速增长所致。其中，流动资产占79.58%，非流动资产占20.42%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化较小。

流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 3677.52 亿元，较上年底增长 39.18%，主要系货币资金和存货快速增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 17.39%）、其他应收款（占 12.65%）、存货（占 62.88%）构成。

图 3　截至 2019 年底公司流动资产



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司货币资金 639.41 亿元，较上年底增长 40.81%，主要系公司出售项目公司股权及加强房款回笼所致。货币资金主要由银行存款 590.80 亿元及其他货币资金 48.60 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等，均为受限性质，受限资金占比较小。

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 2019 年底，公司其他应收款 465.05 亿元，较上年底增长 2.60%，变化较小。截至 2019 年底，公司对其他应收款按预期信用损失的不同阶段计提坏账准备 5.68 亿元，其中对处于第一阶段的其他应收款计提坏账准备 5.52 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 1572.03 万元。截至 2019 年底，公司其他应收款中前五大欠款方期末余额共计 62.64 亿元，在总额中占比 13.47%，集中度较低。公司其他应收款中主要为应收合联营企业的关联方款项和应收房地产合作方的少数股东款项，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 16　截至 2019 年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元）

单位名称	金额	账龄	款项性质
上海新碧房地产开发有限公司	14.07	两年以内	应收少数股东款项
南京新保弘房地产有限公司	13.86	三年以内	应收关联方款项
卓越置业集团有限公司	11.92	两年以内	应收少数股东款项
惠州中奕房地产开发有限公司	11.67	三年以内	应收关联方款项
常州新城悦兴房地产开发有限公司	11.12	一年以内	应收关联方款项
合计	**62.64**	--	--

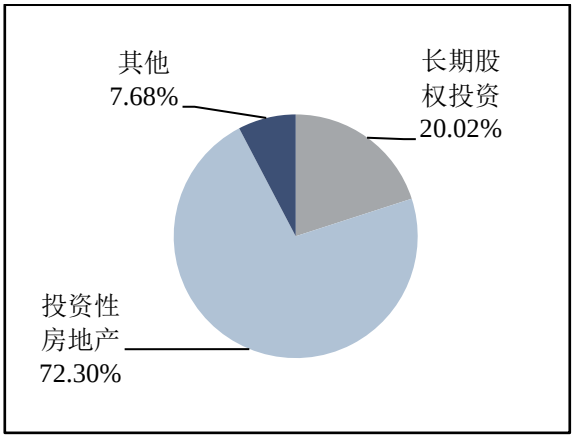
资料来源：公司财务报告

截至2019年底，公司存货账面价值2312.59亿元，较上年底增长58.86%，主要系开发成本大幅增长所致。截至2019年底，公司开发成本2137.15亿元，较上年底大幅增长64.02%，主要因新项目开工所致。截至2019年底，公司累计对开发产品计提跌价准备3.96亿元，对开发成本计提跌价准备8.33亿元，公司合计计提存货跌价准备占0.53%，存在一定的存货跌价准备计提不足的风险。

非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 943.58 亿元，较上年底增长 42.77%，主要来自投资性房地产的增长。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 20.02%）、投资性房地产（占 72.30%）构成。

图 4　截至 2019 年底公司非流动资产



资料来源：公司财务报告

公司投资性房地产采用公允价值模式计量，增值较多，且位于三、四线的体量较大。截至 2019 年底，公司投资性房地产账面价值 682.21 亿元，较上年底增长 67.38%，其中已完工投资性房地产 492.57 亿元，较上年底增加 174.18 亿元，主要系公司 2019 年度新开业 21 座吾悦广场所致；在建项目规模 189.64 亿元，较上年底大幅增长 112.62%，系公司加大了投资性房地产物业开发力度所致。公司于 2019 年确认了投资性房地产公允价值变动收益人民币 25.51 亿元，增值较多。

截至 2019 年底，公司长期股权投资 188.89 亿元，较上年底变化很小，未计提减值准备。公司长期股权投资主要为在合作项目中的权益投资，2019 年，公司除追加投资外，通过收购股权的方式取得部分公司的控制权，相应的，公司对该类公司投资的余额 17.02 亿元由长期股权投资转出。此外，公司通过减资减少长期股权投资 9.08 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额为 4739.60 亿元，较 2019 年底增长 2.56%，增长主要来自存货；截至 2020 年 3 月底，公司存货 2439.81 亿元，较 2019 年底增长 5.50%。

截至 2019 年底，公司受限货币资金余额为其他货币资金 48.60 亿元。截至 2019 年底，公司其它主要受限资产包括交易性金融资产 2.75 亿元，存货中的开发成本 565.87 亿元、长期股权投资 10.28 亿元、投资性房地产 208.20 亿元、固定资产中的房屋及建筑物 9.21 亿元，均已用于借款抵押或质押，合计账面价值为 787.09 亿元。截至 2019 年底，公司受限资产 844.91 亿元，在总资产中占 18.28%，受限比例较低。

表 17　截至 2019 年底公司受限资产明细（单位：亿元）

受限资产	余额
货币资金	48.60
交易性金融资产	2.75
存货	565.87
长期股权投资	10.28
投资性房地产	208.20
固定资产	9.21
合计	**844.91**

资料来源：公司提供

3. 负债及股东权益

所有者权益

受益于利润累积及合作项目增多导致少数股东权益增长，公司所有者权益快速增长。跟踪期内，公司权益规模持续增长，未分配利润和少数股东权益占比仍然较高，公司所有者权益稳定性较弱。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 619.35 亿元，较上年底增长 21.54%，主要系未分配利润及少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 62.04%，少数股东权益占比为 37.96%。公司归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 5.87%、6.97%和 84.91%。所有者权益中构成中未分配利润和少数股东权益占比较大，权益结构稳定性较弱。

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。2019 年公司与该中期票据投资者签订《战略合作备忘录》，公司明确表示在投资期间不发生利息递延支付且将在该中期票据存续 3 年后行使赎回权利，因此公司 2019 年底其他权益工具减少 10.00 亿元，系将其重分类至应付债券所致。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计为 618.18 亿元，规模及结构较上年底变化很小。

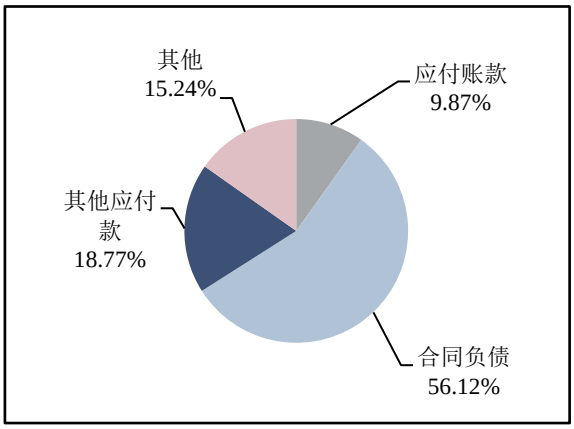
负债

跟踪期内，公司负债规模快速增长，流动负债中合同负债和关联方往来款占比较高。受融资渠道收紧的影响，公司债券、贷款等有息负债增速放缓，长短期债务占比相当，债务负担有所减轻，但全部债务中还款期在 2 年以内的债务金额占比较大。

截至 2019 年底，公司负债总额 4001.75 亿元，较上年底增长 43.25%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 88.02%，非流动负债占 11.98%，公司负债以流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债 3522.29 亿元，较上年底增长 56.20%，主要系合同负债及其他应付款增长所致。公司流动负债主要由应付账款（占 9.87%）、其他应付款（占 18.77%）合同负债（占 56.12%）构成。

图 5　截至 2019 年底公司流动负债



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司应付账款为 347.75 亿元，较上年底增长 40.31%，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 19.45 亿元。

截至 2019 年底，公司合同负债合计 1976.68 亿元，其中，1970.18 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 2019 年底，公司其他应付款为 661.02 亿元，较上年底增长 41.51%，应付关联方款项为 352.96 亿元。账龄超过一年的其他应付款合计 120.62 亿元，主要为代收款项及关联方往来款。公司关联方往来款规模较大，需关注其稳定性。

截至 2019 年底，公司非流动负债 479.46

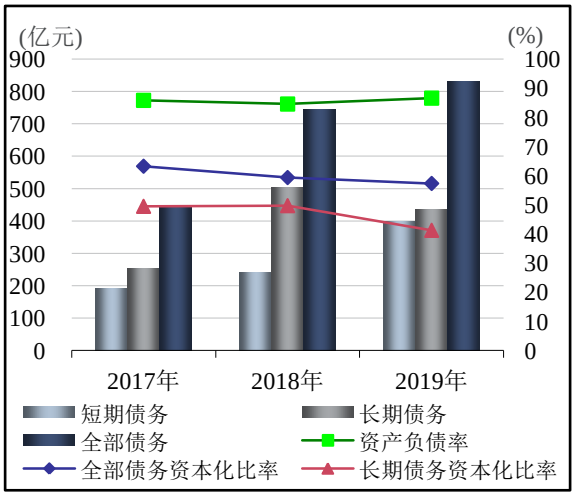
亿元，较上年底下降 10.99%，主要系应付债券减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 50.83%）和应付债券（占 39.85%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 243.69 亿元，较上年底增长 2.96%，主要由抵押加保证借款构成。公司长期借款中 1 年以内到期的部分占比为 5.85%，1~2 年占 61.14%，2 年以上占 33.01%。

截至 2019 年底，公司应付债券 191.05 亿元，较上年底下降 28.41%，主要系公司 2019 年部分债券到期偿还及下半年发债减少所致。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 4121.43 亿元，较 2019 年底增长 2.99%。其中，流动负债占 86.86%，非流动负债占 13.14%，公司以流动负债为主。截至 2020 年 3 月底，公司流动负债 3579.72 亿元，较 2019 年底变化不大，其中合同负债较上年底增长 9.80%，主要系一季度房产销售项目增加所致。截至 2020 年 3 月底，公司非流动负债 541.71 亿元，较上年底增长 12.98%，主要系公司融资力度有所增强所致。

图 6　公司债务负担情况



资料来源：公司财务报告

截至2020年3月底，公司存续长期债券余额有所增加，其中2021年和2022年债券分别到期余额为79.51亿元和90.81亿元，兑付压力较小但较为集中。

表18 截至2020年3月底公司存续长期债券概况（单位：亿元）

证券名称	发行日期	到期日期	当前余额
15 新城 01	2015-11-02	2020-11-03	10.96
18 新城控股 PPN003	2018-12-14	2020-12-17	7.00
19 新城控股 ABN001 次	2019-01-21	2021-01-23	0.78
19 新城控股 ABN001 优先	2019-01-21	2021-01-23	14.80
18 新城 1B	2018-06-04	2021-05-20	0.80
18 新城 1A	2018-06-04	2021-05-20	15.13
18 新控 01	2018-08-16	2021-08-20	6.00
18 新城控股 MTN002	2018-09-13	2021-09-17	9.00
18 新城控股 MTN003	2018-10-11	2021-10-15	11.00
18 新控 02	2018-11-05	2021-11-07	12.00
18 新城控股 MTN001	2018-12-27	2021-12-28	10.00
19 新城控股 MTN001	2019-01-03	2022-01-07	10.00
17 新城控股 MTN001	2017-03-14	2022-03-16	14.30
17 新城控股 MTN002	2017-04-13	2022-04-14	9.91
17 新城控股 PPN001	2017-05-16	2022-05-17	20.00
17 新城控股 MTN003	2017-07-12	2022-07-13	15.00
18 新控 05	2018-10-25	2022-10-29	21.60
20 新控 01	2020-03-05	2023-03-09	6.00
19 新城 01	2019-03-18	2023-03-20	11.00
18 新城控股 PPN001	2018-03-23	2023-03-26	8.00
18 新城控股 PPN002	2018-04-26	2023-04-27	10.00
16 新城 04	2016-09-12	2023-09-12	5.00
19 新城 02	2019-03-18	2024-03-20	10.00
17 新城控股 ABN001 次	2017-10-18	2035-10-23	0.01
17 新城控股 ABN001 优先 B	2017-10-18	2035-10-23	4.99
17 新城控股 ABN001 优先 A	2017-10-18	2035-10-23	2.53
合计	--	--	**245.81**

资料来源：Wind

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。截至2019年底，公司全部债务为831.80亿元，较上年底增长 11.81%，增速较上年放缓。债务结构中，短期债务为 397.07 亿元（占 47.74%），长期债务为 434.73 亿元（占 52.26%）。总体看，跟踪期内，公司短期债务占比有所提升，债务规模保持增长趋势。

从债务指标方面看，2019 年底公司资产负债率为 86.60%，较上年底增长 2.02 个百分点。同期长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均有所下降，2019 年底分别为 41.24%和

57.32%。整体看，跟踪期内，公司债务负担有所减轻。

截至 2019 年底，公司全部债务中还款期在 1 年以内及 1~2 年的债务金额占比较大，存在一定集中偿债压力。

表 19　2019 年底公司债务以未折现的合同现金流量(含本金及利息)还款期限统计（单位：亿元）

还款期限	债务金额
1 年以内	354.11
1~2 年	303.45
2~5 年	155.21
5 年以上	4.77
合计	817.54

注：此表格中债务不含应付票据
资料来源：公司财务报告

4. 盈利能力

跟踪期内，受项目逐步进入结转期的影响，公司收入规模快速增长，利润对非经营性损益的依赖程度高，扣除非经营性损益，公司盈利指标将显著下滑，但公司整体盈利水平仍较高。

公司营业收入主要来自房地产开发，主营业务突出。2019 年，公司实现营业收入 858.47 亿元，同比增长 58.58%；营业成本为 578.22 亿元，同比增长 68.71%，营业收入增幅小于营业成本增幅。公司营业利润率为 26.12%，较上年下降 4.11 个百分点，主要系公司结转项目的毛利率下降所致。

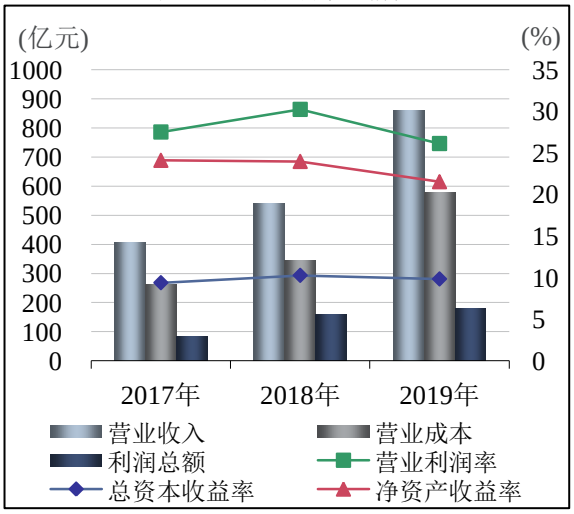
从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 90.84 亿元，同比增长 68.99%，主要系销售费用大幅增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 48.13%、42.05%和 9.82%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为 43.72 亿元，同比增长 92.81%，主要系公司新开盘项目较上年有所增加，相应广告宣传费用增加，同时公司经营规模扩大，销售人员数量增加所致；管理费用为 38.20 亿元，同比增长 68.55%，主要系公司经营规模扩大、管理人员数量增加，推动薪酬等支出增加所致；财务费用为 8.92 亿元，同比增长 5.98%。2019 年，公司期间费用率为 10.58%，较上年提高 0.65 个百分点，公司费用控制能力强。

2019 年，公司实现公允价值变动收益 26.47 亿元，同比下降 4.94%，主要系投资性房地产采用公允价值模式计量，账面增值所致。公司公允价值变动收益对公司利润贡献较大，占利润总额的比例为 14.86%。

2019 年，公司实现投资收益 26.90 亿元，同比增长 18.65%，主要为权益法核算的长期股权投资收益；投资收益占利润总额比重为 15.10%，对利润影响较大。综上所述，2019 年，公司实现利润总额 178.13 亿元，同比增长 12.98%。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 26.12%，较 2018 年全年下降 4.11 个百分点，主要系主营业务业务毛利率下降所致；2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 9.93%和 21.52%，较 2018 年全年分别下降 0.21 个百分点和下降 2.44 个百分点。跟踪期内，公司整体盈利能力有所下滑。

图 7　公司盈利水平情况



资料来源：公司财务报告

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 70.91 亿元，同比大幅增长 63.76%，主要系本期交付的房地产项目较上年同期增加所致。费用方面，公司销售费用同比大幅增长 90.75%，主要系公司新开业的吾悦广场增加，广告宣传费等支出同比上升所致。同期，公司实现利润总额 3.99 亿元，同比增长 32.40%，公司营业利润率为 29.31%。

5. 现金流

2019 年，公司销售规模增长同时缩减拿地规模，经营性现金净流入规模大幅提升。实际控制人事件一定程度上影响了公司的融资渠道，公司融资规模有所收缩；目前公司融资渠道逐步恢复。考虑到公司有息债务规模仍然较大及目前在开发项目投资规模大，公司仍面临较大的融资压力。

从经营活动来看，随着业务规模的快速扩大，公司经营活动产生的现金流入快速增长，2019 年，公司经营活动现金流入 1702.52 亿元，同比增长 59.00%，主要系签约销售规模增长所致；经营活动现金流出 1266.72 亿元，同比增长 22.67%。2019 年，公司经营活动现金净流入 435.80 亿元，同比大幅增长 1041.74%，主要系公司签约销售回款增长的同时拿地规模缩减。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 975.25 亿元，同比下降 10.19%；投资活动现金流出 1065.52 亿元，同比下降 17.15%，主要系 2019 年下半年公司收缩投资所致。2019 年，公司投资活动现金净流出 90.27 亿元，净流出额同比下降 54.89%。

2019 年，公司筹资活动前现金流量净额为 345.53 亿元，较 2018 年的净流出 161.96 亿元转为净流入，公司的经营活动产生的现金流入对投资活动现金流出形成了较好的覆盖。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 816.13 亿元，同比下降 12.60%，主要系 2019 年下半年公司融资渠道收紧所致；筹资活动现金流出 971.30 亿元，同比增长 68.96%，主要系公司债务到期规模增长所致。2019 年，公司筹资活动现金净流出 155.17 亿元，较上年净流入转为净流出。2019 年下半年，受公司实际控制人事件影响，公司融资渠道受阻，融资规模收缩，筹资活动现金流大规模净流出。

表 20 公司现金流情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入量	603.67	1070.77	1702.52	257.31
经营活动现金流出量	708.52	1021.29	1266.72	312.26
经营活动现金流量净额	**-104.85**	**49.48**	**435.80**	**-54.95**
投资活动现金流入量	563.03	1085.91	975.25	34.88
投资活动现金流出量	560.58	1286.04	1065.52	104.16
投资活动现金流量净额	**2.44**	**-200.13**	**-90.27**	**-69.27**
筹资活动现金流入量	416.51	933.78	816.13	159.37
筹资活动现金流出量	226.81	574.87	971.30	140.14
筹资活动现金流量净额	**189.70**	**358.91**	**-155.17**	**19.23**
筹资活动前现金流	**-102.41**	**-161.96**	**345.53**	**-124.22**

资料来源：公司财务报告

2020 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 -54.95 亿元、-69.27 亿元和 19.23 亿元。2020 年以来，公司恢复拿地以及对外投资，且融资渠道亦逐步恢复。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司现金类资产大幅提升，现金类资产可覆盖一年内到期的有息债务，公司短期偿债压力可控；长期偿债指标虽有所下滑，但仍处于较强水平。综合公司行业地位、经营规模等，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率均较上年底有所下降，分别为 104.41%和 38.75%；截至 2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 105.41%和 37.25%，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。截至 2019 年底，公司现金类资产为短期债务的 1.62 倍，较上年底有所下滑，但仍处较高水平。2019 年，公司经营现金流动负债比率为 12.37%，较 2018 年的 1.69%有所好转。总体看，公司现金类资产可覆盖一年内到期的有息债务，考虑到公司负债中预收款项占比较高，主要为预收的售房款项，公司实际短期偿债压力可控。

从长期偿债指标来看，2019 年，公司 EBITDA 为 193.58 亿元，近三年公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 4.94 倍、4.50 倍和 4.30 倍；EBITDA 利息倍数分别为 4.18 倍、4.14 倍和 3.45 倍。跟踪期内，公司长期偿债指标虽有所下滑，但长期偿债能力仍较强。

截至 2019 年底，公司获得各大银行给予的授信总额度合计为 939.00 亿元，其中已使用授信额度 204.12 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司作为上市公司，具备直接融资渠道畅通。

截至 2019 年底，公司对合联营公司的担保余额为 193.00 亿元，占期末净资产的 31.16%，被担保方均为关联方企业。除上述对外担保情况外，截至 2019 年底，公司共计为客户按揭贷款提供连带责任保证担保 674.26 亿元。公司对外担保金额大，存在一定或有负债风险。

截至 2019 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，该二审判决撤销一审判决，发回重审，尚未重新开庭。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。联合资信将持续关注公司涉诉事项进展情况及对可能对公司产生的影响。

7. 同业对比

2019 年底，公司资产和收入规模较同等规模可比的旭辉集团和世茂股份有明显优势，总资本收益率较高，但债务负担偏重。

表 21 公司同业对比情况

指标名称	旭辉集团股份有限公司（2019）	上海世茂股份有限公司（2019）	新城控股集团股份有限公司（2019）
资产总额（亿元）	2682.49	1275.64	4621.10
营业收入（亿元）	518.06	214.49	858.47
总资本收益率	4.86	5.83	10.24
全部债务资本化比率（%）	46.00	32.87	57.32

注：旭辉集团股份有限公司总资本收益率来自 Wind 总资产报酬率，全部债务资本化比率来自 Wind 带息债务/全部投入资本
资料来源：公开资料整理

8. 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（统一社会信用代码：91320400250832301 4），截至 2020 年 4 月 22 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。

9. 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，公司行业地位较高、区域布局较为分散，近年来销售收入规模快速增长，商业项目运营体量持续提升，账面货币资金较为充裕。公司整体抗风险能力极强。

10. 母公司财务分析

母公司利润主要来自投资收益，经营业务主体下属子公司、项目公司等；母公司资产构成主要为与下属子公司等的往来款项，投向为地产开发。跟踪期内，母公司投资收益规模有所增长，债务负担较重。

截至 2019 年底，母公司资产总额 925.18 亿元，流动资产占比 92.23%，母公司资产构成以流动资产为主。流动资产主要包括货币资金 55.66 亿元和其他应收款 796.08 亿元，非流动资产主要为长期股权投资 61.70 亿元。截至 2019 年底，母公司所有者权益和负债总额分别为 99.38 亿元和 825.79 亿元。截至 2019 年底，流动负债较上年底增长 26.66%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债分别增长 17.70%、129.60%所致；非流动负债较上年底下降 61.31%，主要系应付债券较上年底下降 61.32%所致。截至 2019 年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别

为 89.26%、66.15%和 39.13，债务负担较重。截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额 925.04 亿元，所有者权益 98.21 亿元，负债 826.82 亿元，负债结构变化小。

2019年，母公司实现营业收入15.51亿元，同比增长 5.64%；利润总额 52.89 亿元，同比增长 25.40%，其中，投资净收益为 76.42 亿元，同比增长 22.83%。2019 年公司营业利润率为 6.46%，主业盈利能力较弱。2020 年 1—3 月，母公司实现营业收入 2.82 亿元，利润总额-1.97 亿元，主要系本期收入及投资收益规模较小，期间费用较高所致。

2019年，母公司经营活动产生的现金流净额为-48.96亿元，净流出规模明显减少，主要系2019年母公司将与合联营公司的资金往来重分类至投资活动产生的现金流所致。同期，投资活动产生的现金流净额为101.29亿元，净流入规模大幅增长。同期，公司筹资活动产生的现金流净额为-68.24亿元，由净流入49.23亿元转为大量净流出，筹资规模有所减小。2020年1—3月，母公司经营活动产生的现金流净额为-7.05亿元，投资活动产生的现金流净额为-15.72亿元，筹资活动产生的现金流净额为16.77亿元。

十、存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额及 EBITDA 对“18 新城控股 MTN001”保障能力强。从应付债券到期兑付日和行权日来看，公司于 2020 年内和 2021 年集中偿付的债券压力较小。

截至2020年3月底，由联合资信进行跟踪评级的公司存续债券为“18新城控股MTN001”，期限为3+N年，于公司赎回前长期存续，存续额度为10亿元（以下简称“测算额度”）。

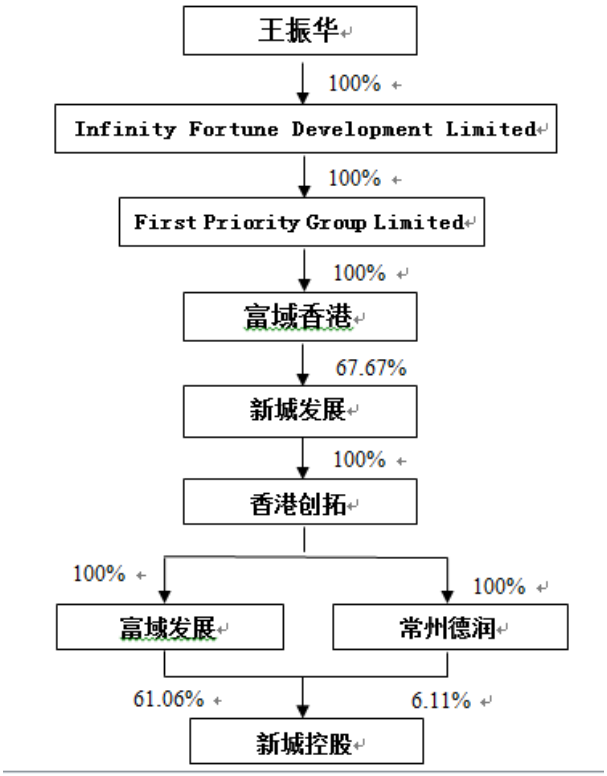
2017—2019年，公司经营活动现金流入量分别为603.67亿元、1070.77亿元和1702.52亿元，分别为测算额度的60.37倍、107.08倍和170.25倍。公司经营活动现金流净额分别为-104.85亿元、38.17亿元和435.80亿元，分别为测算额度的-10.49倍、3.82倍和43.58倍。公司EBITDA分别为90.38亿元、165.38亿元和193.58亿元，分别为测算额度的9.04倍、16.54倍和19.36倍。

若同时考虑截至 2020 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），不考虑行权及回售，则将于 2020 年到期兑付的债券规模小，将于 2021 年到期兑付的债券本金余额共计 79.51 亿元（以下简称“单年集中偿付金额”）。2017—2019 年，公司 EBITDA 对“单年集中偿付金额”的保障倍数分别为 1.14 倍、2.08 倍和 2.43 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 7.59 倍、13.47 倍和 21.41 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-1.32 倍、0.48 倍和 5.48 倍。若假设含权债均于首个行权日行权或回售，公司将于 2020 年内面临到期的债券金额为 125.06 亿元，将于 2021 年面临到期的债券金额为 85.51 亿元，公司于 2020 年内和 2021 年集中偿付的债券压力较小。

十一、结论

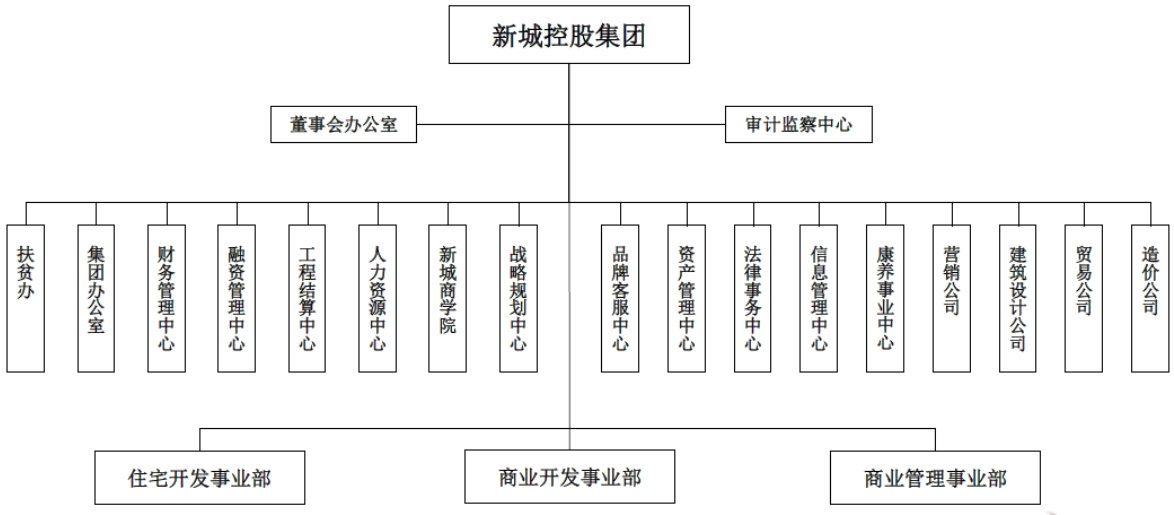
综合评估，联合资信评估有限公司确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 新城控股 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年底公司股权结构图和组织架构图



资料来源：公司提供

新城控股组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2019 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	95.75
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	99.34
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事务所有限公司	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	96.18
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	99.90
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	昆山新城创域房地产有限公司	房地产开发	昆山	50.00
20	杭州新城创宏房地产开发有限公司	房地产开发	杭州	100.00
21	杭州新城鼎宏房地产开发有限公司	房地产开发	杭州	99.86
22	杭州新城创盛房地产开发有限公司	房地产开发	杭州	100.00
23	青岛新城创置房地产有限公司	房地产开发	青岛	99.01
24	香港汇盛发展有限公司	投资公司	香港	99.01
25	武汉新城创置置业有限公司	房地产开发	武汉	95.24
26	新城商业管理集团有限公司	商业经营管理	常州	100.00
27	济南天鸿永业房地产开发有限公司	房地产开发	济南	100.00
28	常州华诚造价咨询有限公司	咨询服务	常州	100.00
29	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
30	上海翼动创业孵化器有限公司	咨询服务	上海	100.00
31	句容万博房地产开发有限公司	房地产开发	句容	100.00
32	济南新城创置房地产开发有限公司	房地产开发	济南	99.01
33	北京新城创置房地产开发有限公司	房地产开发	北京	97.56
34	上海泉恒企业管理有限公司	投资公司	上海	100.00
35	上海橙崧公寓管理有限公司	酒店管理	上海	100.00
36	江苏筑森建筑设计有限公司	设计服务	常州	100.00
37	常州市金坛新城万郡置业有限公司	房地产开发	常州	97.88
38	新城控股集团企业管理有限公司	房地产开发	上海	99.01

39	新城控股集团实业发展有限公司	房地产开发	上海	100.00
40	苏州亿崧科技产业发展有限公司	科技企业孵化服务	北京	100.00
41	上海亿樾企业管理有限公司	商业经营管理	上海	100.00
42	天津市滨海新区新城悦鑫房地产开发有限公司	房地产开发	天津	81.00
43	常州悦诚企业管理咨询有限公司	商业经营管理	常州	100.00
44	天长市新城悦兴房地产开发有限公司	房地产开发	天长	100.00
45	平湖悦郡实业有限公司	建筑安装工程施工	平湖	99.34
46	平湖悦顺实业有限公司	建筑安装工程施工	平湖	99.34
47	大同新城悦盛房地产开发有限公司	房地产开发	大同	100.00
48	银川新城吾悦房地产开发有限公司	房地产开发	银川	100.00
49	句容新城悦盛房地产开发有限公司	房地产开发	句容	100.00
50	上海悦崧实业发展有限公司	房地产开发	上海	100.00

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	219.51	456.38	642.56	531.08
资产总额（亿元）	1835.27	3303.18	4621.10	4739.60
所有者权益（亿元）	259.82	509.57	619.35	618.18
短期债务（亿元）	192.46	240.39	397.07	308.94
长期债务（亿元）	254.38	503.55	434.73	489.78
全部债务（亿元）	446.84	743.94	831.80	798.72
营业收入（亿元）	405.26	541.33	858.47	70.91
利润总额（亿元）	83.71	157.67	178.13	3.99
EBITDA（亿元）	90.38	165.38	193.58	--
经营性净现金流（亿元）	-104.85	38.17	435.80	-54.95
财务指标				
销售债权周转次数（次）	780.93	285.36	211.15	--
存货周转次数（次）	0.45	0.31	0.31	--
总资产周转次数（次）	0.28	0.21	0.22	--
现金收入比（%）	136.92	195.33	194.09	351.05
营业利润率（%）	27.50	30.22	26.12	29.31
总资本收益率（%）	9.55	10.14	9.93	--
净资产收益率（%）	24.10	23.96	21.52	--
长期债务资本化比率（%）	49.47	49.70	41.24	44.21
全部债务资本化比率（%）	63.23	59.35	57.32	56.37
资产负债率（%）	85.84	84.57	86.60	86.96
流动比率（%）	108.57	117.18	104.41	105.41
速动比率（%）	50.03	52.62	38.75	37.25
经营现金流动负债比（%）	-8.04	1.69	12.37	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.18	4.14	3.45	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.94	4.50	4.30	--

注：1.公司 2020 年 1—3 月财务数据未经审计；2.已将其他应付款和其他流动负债中的有息部分计入全部债务，公司未披露公司 2020 年 3 月底有息债务及母公司债务，因此均为估算数据

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	42.89	64.34	55.66	47.16
资产总额（亿元）	590.05	857.16	925.18	925.04
所有者权益（亿元）	58.57	90.44	99.38	98.21
短期债务（亿元）	73.18	56.84	130.31	130.31
长期债务（亿元）	114.76	165.18	63.89	50.03
全部债务（亿元）	187.94	222.01	194.20	180.35
营业收入（亿元）	8.49	14.68	15.51	2.82
利润总额（亿元）	-6.13	42.18	52.89	-1.97
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	86.13	-100.80	-48.96	-7.05
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	30.48	99.84	108.11	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.02	0.02	--
现金收入比（%）	101.95	99.98	78.30	76.88
营业利润率（%）	37.96	7.09	6.46	6.81
总资本收益率（%）	-1.94	14.14	18.33	--
净资产收益率（%）	-8.15	48.84	54.16	--
长期债务资本化比率（%）	66.21	64.62	39.13	33.75
全部债务资本化比率（%）	76.24	71.05	66.15	64.74
资产负债率（%）	90.07	89.45	89.26	89.38
流动比率（%）	125.87	130.04	112.00	112.50
速动比率（%）	125.84	130.02	111.98	112.48
经营现金流动负债比（%）	20.67	-16.76	-6.43	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--

注：母公司 2020 年 1—3 月财务数据未经审计

附件 4 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-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+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

附件 5-1　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 5-2　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 5-3　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