

新城控股集团股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）、2020 年公开发行公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2021）

项目负责人：蒋 滕 tjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：田梓慧 zhtian@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 05 月 19 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 中诚信国际信用评级有限责任公司关联机构中国诚信信用管理股份有限公司为新城控股集团股份有限公司提供绿色债券认证评估服务，经审查未发现存在利益冲突情形。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 0345 号

新城控股集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 新城 01”、“19 新城 02”、“20 新控 01”、“20 新控 03”和“20 新控 04”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年五月十九日

评级观点：中诚信国际维持新城控股集团股份有限公司（以下简称“新城控股”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 新城 01”、“19 新城 02”、“20 新控 01”、“20 新控 03”和“20 新控 04”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司长三角地区显著的竞争优势、行业地位稳固、商业地产布局趋于完善、项目储备保持充裕以及区域布局分散等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到房地产市场政策、公司再融资情况和合联营项目往来款及对外担保情况等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

新城控股（合并口径）	2018	2019	2020
总资产（亿元）	3,303.18	4,621.10	5,377.53
所有者权益合计（亿元）	509.57	619.35	821.38
总负债（亿元）	2,793.62	4,001.75	4,556.14
总债务（亿元）	743.86	831.80	1,051.54
营业总收入（亿元）	541.33	858.47	1,454.75
净利润（亿元）	122.09	133.30	164.66
EBITDA（亿元）	165.38	192.09	238.02
经营活动净现金流（亿元）	38.17	435.80	3.82
营业毛利率(%)	36.69	32.64	23.50
净负债率(%)	56.86	31.06	52.02
总债务/EBITDA(X)	4.50	4.33	4.42
EBITDA 利息倍数(X)	4.14	3.43	3.83

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告整理；本评级报告中的债务包含应付票据，该部分金额为无息负债。

正面

■ **持续保持在长三角地区显著的竞争优势。**公司房地产的项目开发以长三角区域主要城市为核心，在长三角拥有广泛的业务布局，并在主要城市取得了领先的市场地位，区域竞争优势显著。

■ **行业地位稳固，商业地产布局趋于完善。**随着“住宅+商业”双轮驱动模式的推行，近年来公司在国内房地产行业的地位较为稳固，同时吾悦广场的全国化布局进一步完善。2020 年，公司全口径签约销售金额为 2,509.63 亿元，销售排名仍然位居全

同行业比较

2020 年部分房地产开发企业主要指标对比表

公司名称	全口径签约销售金额（亿元）	总资产（亿元）	净负债率（%）	货币资金/短期债务(X)	总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	营业总收入（亿元）	净利润率（%）	存货周转率(X)
华润置地*	2,850	8,690.41	29.48	2.52	--	1,795.87	18.98	0.34
龙湖集团*	2,706	7,651.59	46.50	4.20	--	1,845.50	15.63	0.37
招商蛇口	2,776	7,371.57	28.11	1.48	0.90	1,296.21	13.05	0.27
世茂集团*	3,003	5,897.53	50.50	1.70	--	1,353.53	14.38	0.33
新城控股	2,510	5,377.53	52.02	1.87	0.69	1,454.75	11.32	0.44

注：带“*”号公司财务报表按照香港会计准则编制；“华润置地”为“华润置地有限公司”简称；“龙湖集团”为“龙湖集团控股有限公司”的简称；“招商蛇口”为“招商局蛇口工业区控股股份有限公司”简称；“世茂集团”为“世茂集团控股有限公司”。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款

国房地产开发商前列。同期，公司新增吾悦广场 38 个，2020 年末已开业的吾悦广场为 95 个，可供出租面积较年初大幅增长。

■ **项目储备保持充裕，区域布局分散。**截至 2020 年末，公司拥有土地储备面积（未租售口径）8,943.8 万平方米，分布在全国 133 个城市，区域布局分散均衡，充足的土地储备能够为其未来发展提供有力保障。

■ **杠杆水平适中，经营获现能力对债务的保障充分。**2020 年末公司净负债率为 52.02%，处于业内合理水平。此外，2020 年公司销售商品、提供劳务收到的现金对年末总债务的覆盖能力仍然较好。

关注

■ **房地产行业政策。**在“房住不炒”行业政策的基调下，房地产企业在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，同时加上宏观经济增速下滑及行业竞争加剧的影响，房地产企业盈利空间不断收窄，行业环境及政策的变化将对房地产企业经营战略的实施提出更高要求。

■ **合联营项目往来及对外担保情况。**2020 年以来，随着公司合作项目增多，长期股权投资及少数股东权益均进一步增加。公司其他应收款的回收、其他应付款来源的稳定性及对合联营企业的担保情况或将对公司的信用质量产生影响。

评级展望

中诚信国际认为，新城控股集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**杠杆比例显著上升、融资渠道严重受阻、现金流平衡能力明显恶化。

19 新城 01	AAA	AAA	2020/04/27	11.00	1.32	2019/03/20~2023/03/20 (2+2)	调整票面利率、回售
19 新城 02	AAA	AAA	2020/04/27	10.00	10.00	2019/03/20~2024/03/20 (3+2)	调整票面利率、回售
20 新控 01	AAA	AAA	2020/04/27	6.00	6.00	2020/03/09~2023/03/09 (2+1)	调整票面利率、回售
20 新控 03	AAA	AAA	2020/07/24	5.00	5.00	2020/09/01~2024/09/01 (2+2)	调整票面利率、回售
20 新控 04	AAA	AAA	2020/07/24	10.00	10.00	2020/09/01~2025/09/01 (3+2)	调整票面利率、回售

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

新城控股集团股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）于 2019 年 3 月 20 日起息。本期债券分为两个品种：品种一（债券简称：“19 新城 01”、债券代码：“155268”）实际发行规模为人民币 11 亿元，票面利率 5.05%，发行年限为 4 年期，附第 2 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，回售日为 2021 年 3 月 20 日，到期日为 2023 年 3 月 20 日。品种二（债券简称：“19 新城 02”、债券代码：“155269”）实际发行规模为人民币 10 亿元，票面利率 5.90%，发行年限为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，回售日为 2022 年 3 月 20 日，到期日为 2024 年 3 月 20 日。截至 2020 年末，“19 新城 01”和“19 新城 02”募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

新城控股集团股份有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）（品种一）（债券简称：“20 新控 01”、债券代码：“163239”）于 2020 年 3 月 9 日起息。本期债券实际发行规模为人民币 6 亿元，票面利率 5.10%，发行年限为 3 年期，附第 2 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，回售日为 2022 年 3 月 9 日，到期日为 2023 年 3 月 9 日。截至 2020 年末，“20 新控 01”募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

新城控股集团股份有限公司 2020 年公开发行公司债券（第二期）于 2020 年 9 月 1 日起息。本期债券分为两个品种：品种一（债券简称：“20 新控 03”、债券代码：“163627”）实际发行规模为人民币 5 亿元，票面利率 5.70%，发行年限为 4 年期，附

第 2 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，回售日为 2022 年 9 月 1 日，到期日为 2024 年 9 月 1 日。品种二（债券简称：“20 新控 04”、债券代码：“163628”）实际发行规模为人民币 10 亿元，票面利率 5.90%，发行年限为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，回售日为 2023 年 9 月 1 日，到期日为 2025 年 9 月 1 日。本期公司债券募集说明书中约定：本期债券的募集资金拟用于偿还“15 新城 01”、“18 新控 02”和“18 新控 05”。截至 2020 年末，“20 新控 03”和“20 新控 04”募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

宏观经济与政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现

上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

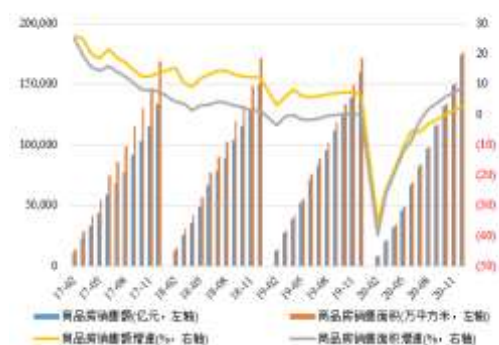
近期关注

2020 年 4 月以来房地产行业逐步从疫情影响中恢复并于 9 月恢复至上年同期水平，在房企年底加速去化的带动下全年商品房销售超越上年水平，房地产行业展现出较强韧性

2020 年第一季度全国房地产销售受疫情冲击较大，全国商品房销售额和面积分别同比下降 24.70% 和 26.30%，均降至 2017 年以来同期最低水平。4 月以来，市场需求不断释放叠加房企加快推盘节奏，商品房销售逐月恢复，并于 9 月恢复至 2019 年同期水平。进入四季度以来，房企加速去化，带动全年销售面积和金额超越上年，全年商品房销售额和面积分别同比增长 2.6% 和 8.7%；房地产行业表现出较强韧性。

图 1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从商品房去化情况看，近年来我国商品房整体库存周期处于较低水平，2020年疫情爆发初期商品房去化速度受到显著影响，待售面积环比增幅明显提升，2020年二、三季度疫情得到控制后，去化明显提速，商品房待售面积逐月下降并快速恢复至上年同期水平。但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市库存压力仍然较大。

中诚信国际认为，2020年上半年受新冠疫情冲击，房地产销售增速大幅受挫，但随着国内疫情逐步得到控制叠加房企加速去化，全年销售已超过2019年全年水平，房地产行业展现出较强韧性。

2020年在疫情影响下房地产投资短期内呈先抑后扬的态势，下半年在房企追赶开发进度推动下，全年房地产投资额同比增长

2020年初在疫情影响下，多地发布了延迟复工通知，导致开发受阻，新开工面积自2016年以来首次出现负增长；4月以来随着疫情得到有效控制，各地逐步复工、土地供应力度增加、叠加房企追赶开发进度及拿地需求逐步释放，全国新开工面积降幅逐月回落，全国新开工面积同比下降1.2%。

建设投资方面，主要受新开工规模同比下降影响，1~5月房地产开发投资额增速出现负增长；6月以来，在房企逐步恢复投资的推动下，房地产开发投资额同比增速由负转正，全年房地产开发投资额同比实现7%增长。

图 2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2020年1~5月，在疫情影响下国内土地市场购置价款同比增速为负；4月以来土地供给力度明显加大，叠加热点城市优质地块集中入市，房企拿地逐步恢复，6月以来国内土地市场购置价款增速由负转正，全年国内土地市场购置价款同比增长17%。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额（万平方米、亿元、%）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

在“房住不炒”行业政策的基调下，房企在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，对其经营战略的实施提出更高的要求

2016年中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的、不是用来炒的”，随后三年的中央经济工作会议中均反复强调“房住不炒”的定位。各城市通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控。本轮调控力度严厉、参与调控的城市范围不断扩大且表现出很强的政策延续性。从坚持住房居住属性的政策大基调来看，未来严监管的政策环境或将延续，但部分地方政府或将根据当地市场情况对调控政策进行调整。

2020年上半年，在国内疫情爆发的背景下，货币政策放松带来流动性宽裕，房地产行业融资环境有所改善；下半年房地产行业融资政策明显收紧，

尤其在8月“三道红线”¹出台后，国内贷款增速明显回落。**中诚信国际认为**，如“三道红线”按照行业预期全面执行，将对未来几年房地产行业融资环境形成较为深远的影响，一方面由于对新增融资的限制和表内外融资渠道的全面监控，高度依赖杠杆发展的房地产行业在未来几年内行业竞争格局将较难发生重大改变；另一方面，在融资环境趋严的条件下，马太效应将愈发凸显，全行业集中度或将进一步提升。

2020年12月末，央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称“《通知》”），划定银行房地产贷款集中度“红线”，《通知》明确对7家中资大型银行、17家中资中型银行、中资小型银行和非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行，共5档机构分类分档设置明确的房地产贷款占比上限、个人住房贷款占比上限，《通知》旨在防止房地产贷款在银行体系全部贷款中的比重偏离合理水平，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。**中诚信国际认为**，未来银行资源将进一步向优质房企集中，资质偏弱的房企或将面临较大融资及回款压力。

此外，2021年2月自然资源部组织召开“全国2021年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，22座重点城市或将实施住宅供地“两集中”政策，中诚信国际将对未来土地供应政策的变化保持关注。

房地产行业梯队分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势

随着房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业

的销售规模及集中度持续提升，房地产行业梯队分化格局持续凸显。

2020年疫情加剧房企间分化，房地产行业集中度进一步提升。TOP30房企竞争力增强，集中度稳中有升；相比之下TOP50房企的增速更为显著。在目前的市场背景下，规模房企的竞争优势日益凸显，随着资源加速向头部企业集聚，行业集中度将继续走高。而对于100强之后的房企而言，面对激烈的行业竞争，该梯队房企的增长空间或将进一步受限。

表 1：2017~2020 年国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019	2020
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%	9.8%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%	21.3%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%	36.1%
TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%	44.7%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%	54.4%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信国际整理

中诚信国际认为，在行业增速放缓及调控政策持续的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

2020 年公司依然保持长三角区域竞争优势，虽然销售业绩同比下降但仍保持靠前的行业排名；2021 年一季度公司销售规模大幅回升

2020年以来公司坚持落实“住宅+商业”双轮驱动模式以及高周转的经营策略，业务规模快速发展。区域选择方面，公司以上海为中枢，长三角为核心，继续深耕已进入的常州、上海、南京、苏州、无锡、杭州、镇江、南通和台州等长三角区域城市；同时适时审慎向珠三角、环渤海和中西部地区有潜力的城市拓展。

项目运营方面，2020年，受前期拿地力度下降及新冠肺炎疫情等因素影响，公司新开工面积同比下降；随着往期项目逐步竣工，公司当期竣工面积

¹ 2020年8月20日，住建部和人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制并提出资金监测和融资管理规则（简称“三道红线”）。“三道红线”是指剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、货币资金短债比小于1倍三个阈值设置

为“三条红线”，根据房企财务指标对“三道红线”“踩线”的数量不同，将其分为“红、橙、黄、绿”四档，每降低一档，融资规模上限增加5%。

同比大幅上升。截至2020年末，公司在建面积为7,797.67万平方米，主要位于长三角和中西部区域，其中占比较大的城市包括天津、重庆、昆明、苏州和常州等。

表 2：近年来公司新开工及竣工情况（万平方米）

	2018	2019	2020
新开工面积	4,957.34	3,197.77	2,621.87
竣工面积	979.82	1,853.65	3,071.93
期末在建面积	7,158.91	8,497.78	7,797.67

注：以上开发数据为全口径数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020年，公司根据全年业绩目标及项目开发进度调整推盘节奏，全年签约销售金额和销售面积分别同比下降7.33%和3.42%至2,509.63亿元和2,348.85万平方米，完成当期业绩目标。当期权益销售金额同比减少5.51%至1,700.88亿元，占全口径销售金额的比重为67.77%。2021年1~3月，公司签约销售金额和销售面积分别同比增长60.25%和78.63%至约496.47亿元和510.56万平方米。

表 3：近年来公司房地产业务运营情况（万平方米、亿元、万元/平方米）

	2018	2019	2020
销售面积	1,812.06	2,432.00	2,348.85
销售金额	2,210.98	2,708.01	2,509.63
销售均价	1.22	1.11	1.07
结算面积	445.40	679.88	1,535.06
结算金额	508.38	803.22	1,375.78
结算均价	1.14	1.18	0.90

注：销售为全口径数据，结算为并表口径数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域分布情况看，公司销售区域分布较为分散，2020年合同销售金额占比超过1%的城市共21个，21个城市销售金额合计占当年合同销售金额的比重为49.38%，销售区域布局分散程度进一步提高；2020年公司合同销售金额排名前15的城市合计实现销售金额1,078.90亿元，合计占比为42.99%。从城市能级分布来看，2020年公司在二、三线城市²实现的合同销售金额占比为38.75%，三、

² 二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州22个城市。

四线城市的合同销售金额占比为61.25%。从城市群分布来看，2020年公司在长三角区域的合同销售金额占比为54.49%，同比变化不大，仍为其主要销售金额贡献区域。

表 4：2020年公司合同销售金额前15大城市分布情况（亿元）

城市	合同销售金额	占比
常州	136.47	5.44%
苏州	136.04	5.42%
温州	110.94	4.42%
杭州	87.35	3.48%
上海	84.66	3.37%
盐城	81.54	3.25%
南京	76.08	3.03%
湖州	66.28	2.64%
徐州	58.27	2.32%
宿迁	48.48	1.93%
宁波	47.68	1.90%
台州	42.57	1.70%
南通	41.70	1.66%
滁州	31.20	1.24%
淮安	29.64	1.18%
合计	1,078.90	42.99%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从结算情况来看，2020年公司项目周转速度明显提升，当期结算面积和结算金额分别同比大幅增长125.78%和71.28%；但主要受结算项目区域结构变化的影响，当期结算均价同比下降23.73%。从结算区域来看，2020年结算金额排名前五的常州、淮安、台州、成都和苏州结算金额合计占当年结算总金额的比重为26.88%，城市集中度明显下降。

2020年以来公司加大拿地力度，土地投资金额同比大幅上升，目前公司项目储备较为充沛

近年来公司土地支出规模呈波动态势。2020年公司加大土地投资力度，新增项目储备购置支出同比大幅增加，已恢复至往期水平。2020年公司新增

住宅地块建筑面积 1,660.49 万平方米，新增商业综合体项目建筑面积 2,478.92 万平方米，同比均大幅上升；新增项目储备主要分布于长三角和中西部地区。同期，主要由于长三角等重点区域地价上升较快，公司新增项目楼面均价同比显著上升。

表 5：近年来公司新增项目储备情况

(个、万平方米、亿元、元/平方米)

指标	2018	2019	2020
新拓展项目	164	72	120
新增项目储备建筑面积	4,773.24	2,508.47	4,139.41
新增项目储备购置支出	1,112.17	607.42	1,254.70
新增项目楼面均价	2,330.01	2,421.48	3,031.11

注：以上数据为全口径数据；项目储备建筑面积包括已竣工但尚未出售或租赁、在建未售及拟建项目的建筑面积。

资料来源：公司提供

截至 2020 年末，公司拥有已竣工但尚未出售或租赁的建筑面积 761.98 万平方米，在建未售建筑面积 6,710.23 万平方米，拟建项目的总建筑面积 566.60 万平方米，当年末合计拥有项目储备建筑面积 8,943.80 万平方米，为当期销售面积的 3.81 倍，权益项目储备建筑面积 7,048.72 万平方米，公司项目储备较为充沛。

表 6：2020 年末公司项目储备前 15 大城市分布情况 (万平方米)

城市	总建筑面积	占比
昆明	390.25	4.36%
重庆	362.64	4.05%
徐州	334.93	3.74%
苏州	325.64	3.64%
常州	299.18	3.35%
青岛	283.14	3.17%
天津	273.58	3.06%
贵阳	201.99	2.26%
宿迁	200.00	2.24%
长沙	198.19	2.22%

³ 含 5 座托管在营项目。

⁴ 公司于 2020 年底新签约 5 个管理输出项目，未纳入 2020 年业绩。

⁵ 租金收入包含自持商业的租金、管理费、停车场、多种经营及其他零星管理费收入，下同。

泰安	185.06	2.07%
盐城	171.16	1.91%
郑州	169.42	1.89%
乌鲁木齐	148.08	1.66%
惠州	147.88	1.65%
总计	3,691.14	41.27%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目储备区域分布方面，2020 年末公司项目储备项目分布在昆明、重庆、徐州、苏州、常州、青岛、天津、贵阳、宿迁、长沙等全国 133 个城市，其中前十五大城市建筑面积合计 3,691.14 万平方米，合计占比为 41.27%。同期末，公司项目储备中一、二线城市的建筑面积占比为 31.55%，三、四线城市占比为 68.45%；其中长三角和中西部地区的建筑面积占比较大。

中诚信国际认为，2020 年以来公司拿地规模已恢复至往期水平，目前土地储备规模对后续销售的覆盖作用较好，且区域分散程度较高。

2020 年在疫情下公司吾悦广场持续扩张，租金及管理费收入同比大幅上升，其与房地产开发业务的协同效应显著

商业地产投资运营方面，公司拥有成熟的商业综合体开发和运营管理经验，商业业态迎合中产阶级消费习惯，符合中小城市的消费能力。近年来不断加大对商业及综合体项目的投资，2020 年新开业吾悦广场 38 个³，同比大幅增加。截至 2020 年末，公司已开业的 95 个吾悦广场中 93 个为自持经营，2 个为委托经营的轻资产项目⁴，可供出租面积较年初增长 49.71% 至 537.46 万平方米，其中三四线城市占比 78.35%。

随着商业地产项目的快速扩张，2020 年公司吾悦广场租金收入⁵同比增长 30.47% 至 53.09 亿元，受新冠肺炎疫情影响⁶及新店尚需培育的影响，公司 2020 年租金收入的同比增速有所放缓。同期，公司

⁶ 公司自 2020 年 1 月 25 日起向商户提供 67 天租金减半的政策，且在 2020 年 4 月 1 日至 5 月 31 日期间对于因疫情管控延迟开业的相关商户给予租金减半的扶持政策。

物业平均出租率达 98.43%。得益于良好的商业物业选址、招商和运营管理经验，以及商业物业的逐步成熟，2020 年位于三四线城市的吾悦广场单位租金保持在良好水平，对公司租金收入的贡献仍然较大。

表 7：近年来公司吾悦广场经营情况（万平方米、亿元）

城市能级	2020 年末可供出租面积	2019 年租金收入	2020 年租金收入
一线城市	2.95	1.39	0.90
二线城市	113.43	9.29	11.95
其他城市	421.08	30.01	40.24
总计	537.46	40.69	53.09

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年末，公司开业、在建及拟建吾悦广场总数量已达到 156 座，进驻全国 118 个城市，初步完成全国化布局；持有项目建筑面积近 1,500 万平方米；其中在建项目总建筑面积约 350 万平方米，拟建项目总建筑面积约 180 万平方米。2021 年，公司计划新开业吾悦广场 30 个，实现含税租金收入 85 亿元。

财务分析

以下分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2020 年度财务报告。公司财务报表均按照新会计准则编制。各期财务数据均采用报告期末数。为计算有息债务，中诚信国际将公司其他应付款和其他流动负债中的有息债务调整至短期债务。

2020 年尽管公司期间费用率有所改善，但受结算项目盈利水平下滑叠加存货跌价损失上升的影响，公司整体盈利水平同比下滑

毛利率方面，主要受公司当期确认收入的江苏、浙江、陕西、四川等区域项目盈利下滑，导致 2020 年公司房地产开发销售板块毛利率及营业毛利率水平平均同比下滑。截至 2020 年末公司合同负债（含预收账款）增至 2,027.87 亿元，较为充沛的

合同负债（含预收账款）为公司未来结转收入提供保障。

表 8：近年来公司主要板块收入和毛利率构成(亿元、%)

业务板块	2018	2019	2020
房地产开发销售	508.38	803.22	1,375.78
物业出租及管理	22.13	40.55	54.35
营业总收入	541.33	858.47	1,454.75
	2018	2019	2020
房地产开发销售	35.48	30.98	21.74
物业出租及管理	67.76	67.56	70.76
营业毛利率	36.69	32.64	23.50

资料来源：公司提供

随着房地产项目销售及开发规模的扩大，2020 年公司销售费用及管理费用分别同比增长 25.59% 和 5.21%。2020 年随着公司债务规模增长，财务费用同比上升，但受益于营业总收入的同比增长，公司期间费用率同比下降。

2020 年在毛利润同比大幅增长及期间费用率同比下降的带动下，公司经营性业务利润同比增长 35.67%。同期公司确认较大规模公允价值变动收益，主要来自于已完工投资性房地产公允价值变动。2020 年公司投资收益同比增长，主要为权益法核算的投资收益⁷以及部分合营企业转子公司产生的投资收益⁸。但 2020 年以存货跌价损失为主的资产减值损失对公司利润造成一定侵蚀。未来公司投资性房地产公允价值变动收益及公司合并财务报表范围变动产生投资收益均存在一定的不确定性风险，中诚信国际将对此保持关注。近年来公司净利润率呈下降态势，2020 年受结算项目利润率下滑叠加存货跌价影响，公司净利润率进一步下降至 11.32%。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020
销售费用	22.67	43.72	54.91
管理费用	22.66	38.20	40.19
财务费用	8.42	8.92	9.70
期间费用合计	53.75	90.84	104.79

4.63 亿元和 0.83 亿元。

⁷ 2019、2020 年权益法核算的长期股权投资收益分别为 18.77 亿元和 28.87 亿元。

⁸ 2019、2020 年部分合营企业转子公司产生的投资收益分别为

期间费用率(%)	9.93	10.58	7.20
经营性业务利润	110.10	133.91	181.67
资产减值损失	2.64	10.81	17.53
公允价值变动收益	27.85	26.47	25.24
投资收益	22.67	26.90	30.81
利润总额	157.67	178.13	222.37
净利润率(%)	22.55	15.53	11.32

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年公司资产负债规模持续增长，公司财务杠杆略有上升，但仍保持在同行业较好水平

随着公司加大拿地力度及项目的持续投入，公司资产总额同比增长 16.37% 至 5,377.53 亿元。随着公司房地产开发规模的扩大，公司流动资产稳步增长；受公司经营性物业的增加影响，非流动资产规模亦上升明显。公司资产结构相对稳定，2020 年末公司流动资产占总资产的 77.71%，同比变动较小。

公司流动资产主要由存货，货币资金和其他应收款构成；存货主要由开发成本构成，随着项目的持续投入及土地获取力度大，2020 年末存货规模同比增长 17.00%，三年复合增长 36.33%；其他应收款主要由项目合作形成，2020 年末规模相对平稳，其中应收关联方款项和应收少数股东款项分别为 142.52 亿元和 203.95 亿元，其他应收款前五大单位分别是深圳市盛讯咨询管理有限公司、上海新碧房地产开发有限公司、卓越置业集团有限公司、南京新保弘房地产有限公司和南京崇茂置业有限公司，合计占比为 12.69%；由于疫情因素影响及土地投资的下降，2020 年末公司货币资金同比减少 2.37%，住房公积金，按揭贷款保证金及保函保证金等受限货币资金⁹占比较小。

公司非流动资产主要由投资性房地产和长期股权投资构成。由于投资性房地产公允价值增加的影响，2020 年末投资性房地产同比增长 29.42%。公司长期股权投资主要为对合联营企业的投资，随着合作项目的增多，规模同比增长 18.20%。

2020 年以来公司负债总额亦呈扩张趋势，主要由预收款项、其他应收款和有息债务构成。受疫情

影响，公司销售规模增速放缓，预收款项同比仅增长 2.30%，增幅较上年下降 64.90 个百分点。公司其他应付款同比减少 15.77%，主要系应付关联方款项和预提费用及其他减少导致。

所有者权益方面，得益于公司业务具有很强的盈利能力，利润积累带动未分配利润持续增长；此外，受合作开发增多，并表项目少数股东持续投入，公司少数股东权益大幅提升。2020 年末公司所有者权益同比增长 32.62%。财务杠杆方面，近年来公司资产负债率呈小幅下降态势。2020 年公司所有者权益规模有所上升，使得当年末净负债率同比上升 20.96 个百分点至 52.02%，处于行业较低水平。

表 10：近年来公司主要资产负债表科目情况

	(亿元、%)		
	2018	2019	2020
货币资金	454.09	639.41	624.24
其他应收款	453.26	465.05	465.97
存货	1,455.73	2,312.59	2,705.80
投资性房地产	407.58	682.21	882.92
其他应付款	479.22	673.00	566.86
预收款项	1,185.62	1,982.29	2,027.87
应付账款	247.84	347.75	510.43
少数股东权益	204.64	235.08	315.48
所有者权益	509.57	619.35	821.38
资产负债率	84.57	86.60	84.73
净负债率	56.86	31.06	52.02

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

在公司加大拿地力度及项目持续投入的带动下，公司流动资产规模上升；得益于很强的项目运作效率，公司整体周转率处于高位

在项目开发扩大的带动下，2020 年末公司流动资产规模进一步扩大。从存货构成来看，公司存货主要由开发成本、开发产品和拟开发土地构成，2020 年末开发成本占比为 88.76%，同比下降 3.29 个百分点；同期末开发产品占存货的比重为 4.93%，较上年有所上升但仍处于较低水平；拟开发土地 170.64 亿元，占存货的比例为 6.31%。

表 11：近年来公司主要流动资产分析（亿元）

⁹ 截至 2020 年末，受限货币资金总计 43.79 亿元。

	2018	2019	2020
流动资产/总资产	79.99%	79.58%	77.71%
存货/流动资产	55.09%	62.88%	64.75%
货币资金/流动资产	17.19%	17.39%	14.94%
其他应收款/流动资产	17.15%	12.65%	11.15%
(存货+货币资金)/流动资产	72.28%	80.27%	79.69%
开发产品	42.30	71.56	133.43
开发产品/存货	2.91%	3.09%	4.93%
开发成本	1,301.56	2,128.83	2,401.73
开发成本/存货	89.41%	92.05%	89.43%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

周转率方面，受益于高周转的开发运营模式，公司存货周转率处于行业很高水平，2020年存货周转率和总资产周转率均较上年有所上升。

表 12：近年来公司周转率相关指标

	2018	2019	2020
存货周转率（次/年）	0.31	0.31	0.44
总资产周转率（次/年）	0.21	0.22	0.29

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司现有货币资金对短期债务的覆盖能力较强，销售回款对总债务的覆盖能力保持在较好水平

2020年，受销售业绩同比下滑的影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 8.36%，未能延续近年来的上升趋势；同年主要受销售回款规模下降及拿地和项目建设投入增加影响，公司经营活动净现金流同比大幅下降。

随着公司新获取项目力度的加大以及在在建项目的持续推进，公司近年来总债务规模呈持续上涨趋势，2020年末增至 1,051.54 亿元，其中短期债务为 333.91 亿元，主要由银行借款和应付债券构成，其中短期债务在总债务中占比 31.75%。从债务构成看，公司以银行借款、债券融资和银行间产品融资为主，信托和资管融资规模较小，债务构成合理。从融资成本来看，2020年公司综合融资成本为 6.72%，同比下降 1BP。

2020年，虽然公司债务规模同比上升，但在盈

利规模同比上升的带动下 EBITDA 同比增长，EBITDA 及经调整 EBIT 对利息支出的保障倍数有所上升。受债务规模上升的影响，2020年总债务/销售商品、提供劳务收到的现金有所上升，但仍处于较好水平。此外，公司货币资金充足，对短期债务的覆盖能力强。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020
经营活动净现金流	38.17	435.80	3.82
销售商品、提供劳务收到的现金	1,057.38	1,666.18	1,526.95
投资活动净现金流	-200.13	-90.27	-159.70
筹资活动净现金流	358.91	-155.17	147.18
货币资金/短期债务	1.89	1.61	1.87
总债务	743.86	831.80	1,051.54
短期债务	240.31	397.07	333.91
EBITDA	165.38	192.09	238.02
总债务/EBITDA	4.50	4.33	4.42
EBITDA 利息倍数	4.14	3.43	3.83
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.70	0.50	0.69
经调整的 EBIT 利息保障倍数	4.95	4.18	4.58

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司存在一定规模的对外担保，合联营项目的运营情况有待关注

截至 2020 年末，公司获得各大银行给予的公司授信总额度为 1,102 亿元，其中尚未使用授信额度为 819 亿元。2021 年 5~12 月公司面临 40.08 亿元存续债券（含权）到期，到期规模尚可。

截至 2020 年末，公司受限资产合计为 1,193.34 亿元，其中受限货币资金为 43.79 亿元，主要是各项保证金和监管资金存款，存货受限 774.60 亿元，投资性房地产受限 353.69 亿元，受限资产合计占当期末总资产的 22.19%。

或有事项方面，截至 2020 年末，公司对外担保余额 136.05 亿元，占净资产比重为 16.56%，主要为对合联营企业提供的担保。同期末，公司涉及两起重大未决诉讼¹⁰。

¹⁰原告支金高以请求关于“苏州金世纪房地产开发有限公司”股权转让合同无效为由，起诉公司子公司苏州新城创佳置业有限公司与苏州碧桂园房地产开发有限公司、沈银龙、陆志文、王雁平、

第三人朱磊、平梅军。本案不涉及具体金额，涉及的股权及债权转让合同金额为 101,571.39 万元。苏州工业园区人民法院一审判决驳回原告支金高的诉讼请求，支金高向苏州市中级人民法院提

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2021 年 2 月 1 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

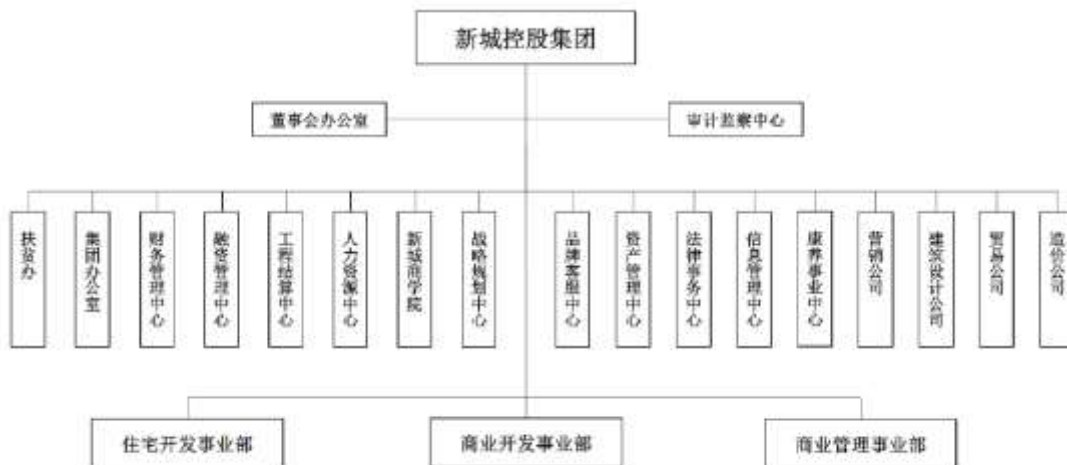
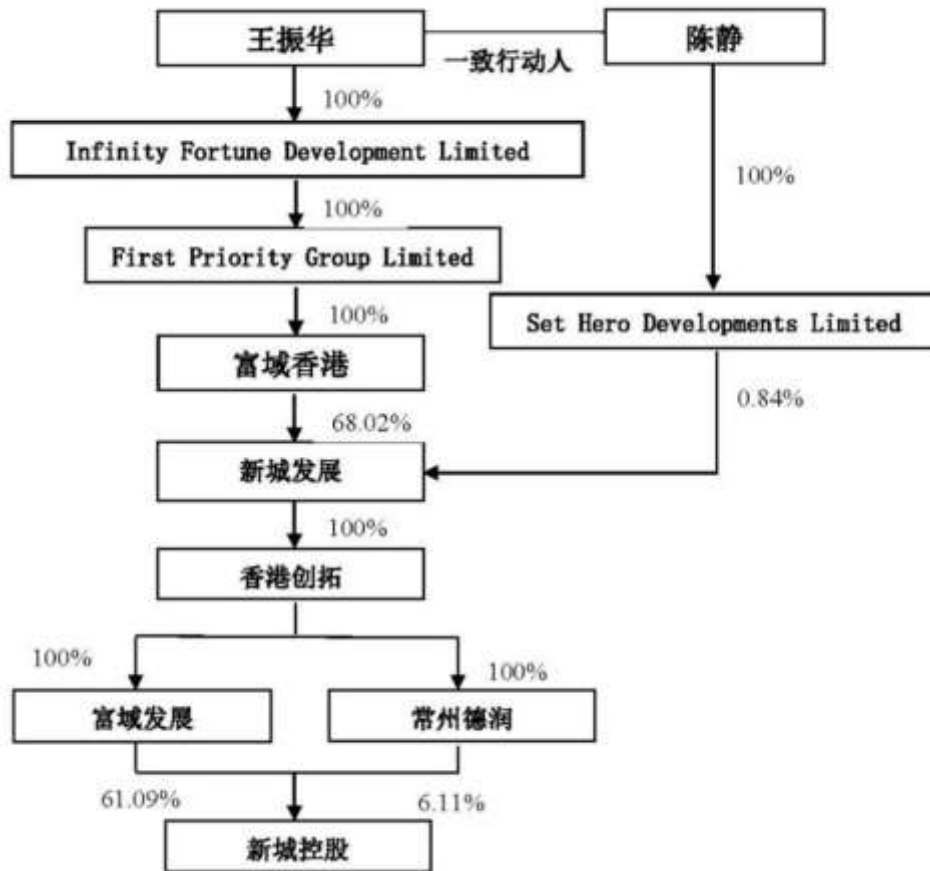
评级结论

综上所述，中诚信国际维持新城控股集团股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 新城 01”、“19 新城 02”、“20 新控 01”、“20 新控 03”和“20 新控 04”的信用等级为 **AAA**。

起上诉。苏州市中级人民法院裁定撤销一审判决，案件发回苏州工业园区人民法院重审。截至报告日，本案正在审理过程中。公司控股子公司青岛新城创置房地产有限公司（以下简称“新城创置”）起诉济南银丰鸿福置业有限公司，要求按照双方签订的《合作开发协议》约定，就坐落于济南市历下区经十东路以北，凤山路以西五宗地块开发分别设立项目公司，并继续履行相关合作开发义务。山东省高级人民法院一审判决解除《合作开发协

议》及相关补充协议并驳回新城创置的诉讼请求，新城创置向最高人民法院提起上诉。最高人民法院二审判决驳回上诉，维持原判。新城创置向最高人民法院提起再审申请。本案涉案金额为 250,000 万元（含新城创置诉请的 50,000 万元违约金及 200,000 万元预期可得利益损失）。截至报告日，本案已由最高人民法院立案审查。

附一：新城控股集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附二：新城控股集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020
货币资金	4,540,922.13	6,394,122.89	6,242,360.40
其他应收款	4,532,596.53	4,650,455.39	4,659,651.87
存货净额	14,557,305.01	23,125,879.69	27,057,980.16
长期投资	1,880,855.45	1,919,377.73	2,254,688.91
固定资产	211,226.93	198,924.87	164,586.50
在建工程	--	0.00	58,025.03
无形资产	57,645.41	51,443.64	174,777.43
投资性房地产	4,075,800.00	6,822,100.00	8,829,150.00
总资产	33,031,841.74	46,211,008.06	53,775,283.41
预收款项	11,856,200.96	19,822,898.07	20,278,664.04
其他应付款	4,792,210.80	6,730,047.93	5,668,556.31
短期债务	2,403,108.02	3,970,698.29	3,339,060.92
长期债务	5,035,462.14	4,347,332.66	7,176,318.47
总债务	7,438,570.16	8,318,030.95	10,515,379.39
净债务	2,897,648.03	1,923,908.06	4,273,018.99
总负债	27,936,154.33	40,017,477.04	45,561,436.51
费用化利息支出	50,631.35	107,182.20	123,896.05
资本化利息支出	349,007.36	452,370.30	497,911.27
所有者权益合计	5,095,687.41	6,193,531.02	8,213,846.90
营业总收入	5,413,331.10	8,584,704.14	14,547,522.55
经营性业务利润	1,101,045.92	1,339,101.67	1,816,715.60
投资收益	226,726.21	269,014.60	308,104.98
净利润	1,220,881.06	1,332,990.26	1,646,572.62
EBIT	1,627,345.99	1,888,481.67	2,347,566.87
EBITDA	1,653,753.88	1,920,856.15	2,380,177.43
销售商品、提供劳务收到的现金	10,573,792.81	16,661,822.62	15,269,484.03
经营活动产生现金净流量	381,699.51	4,358,018.17	38,186.83
投资活动产生现金净流量	-2,001,297.54	-902,696.35	-1,597,020.46
筹资活动产生现金净流量	3,589,050.35	-1,551,652.83	1,471,789.48
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	36.69	32.64	23.50
期间费用率(%)	9.93	10.58	7.20
EBITDA 利润率(%)	30.55	22.38	16.36
净利润率(%)	22.55	15.53	11.32
总资产收益率(%)	6.33	4.77	4.70
存货周转率(X)	0.31	0.31	0.44
资产负债率(%)	84.57	86.60	84.73
总资本化比率(%)	59.35	57.32	55.19
净负债率(%)	56.86	31.06	52.02
短期债务/总债务(%)	32.31	47.74	31.75
经营活动净现金流/总债务(X)	0.05	0.52	0.00
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.16	1.10	0.01
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.96	7.79	0.06
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	0.70	0.50	0.69
总债务/EBITDA(X)	4.50	4.33	4.42
EBITDA/短期债务(X)	0.69	0.48	0.71
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.14	3.43	3.83
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	4.95	4.18	4.58

注：1、为计算有息债务，中诚信国际将公司其他应付款和其他流动负债中的有息债务调整至短期债务；2、将合同负债计入预收账款。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
盈利能力	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	净利润率	=净利润/营业总收入
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。