

新城控股集团股份有限公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：蒋 腾 tjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：白 茹 rbai@ccxi.com.cn

吴艳名 ymwu01@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 5 月 5 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，中诚信国际与发行人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发行人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。
- 中诚信国际关联机构中国诚信信用管理股份有限公司对该受评对象提供了可持续挂钩债券评估服务，经审查不存在利益冲突的情形。
- 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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，不存在因发行人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。
- 本次信用评级结果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、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 0221 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“18 新控 05”、“19 新城 01”、“19 新城 02”、“20 新控 03”、“20 新控 04”、“21 新控 01”、“17 新城控股 MTN003”和“21 新城控股 MTN001”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年五月五日

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”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 新控 05”、“19 新城 01”、“19 新城 02”、“20 新控 03”、“20 新控 04”、“21 新控 01”、“17 新城控股 MTN003”和“21 新城控股 MTN001”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司在长三角地区具有竞争优势、商业地产布局趋于完善、项目储备保持充裕，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行业风险、销售及回款承压、合联营项目往来及对外担保情况、公开市场债务再融资的恢复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）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	4,621.10	5,377.53	5,342.93
所有者权益合计（亿元）	619.35	821.38	971.24
总负债（亿元）	4,001.75	4,556.14	4,371.69
总债务（亿元）	831.80	1,051.54	1,061.47
营业总收入（亿元）	858.47	1,454.75	1,682.32
净利润（亿元）	133.30	164.66	137.60
EBITDA（亿元）	192.09	238.02	199.65
经营活动净现金流（亿元）	435.80	3.82	219.85
营业毛利率(%)	32.64	23.50	20.45
净负债率(%)	31.06	52.02	52.43
总债务/EBITDA(X)	4.33	4.42	5.32
EBITDA 利息倍数(X)	3.43	3.83	3.22

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告整理，2、本评级报告中的债务包含应付票据。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：房地产住宅开发(C200100_2019_04)

新城控股集团股份有限公司打分卡结果

重要因素	指标名称	指标值	分数
规模(40%)	总资产(亿元)	5,342.93	10
	合同销售金额	10	10
	项目储备	10	10
盈利能力与效率(24%)	预收款项/营业收入(X)	1.15	8
	净利润率(%)*	11.68	8
	存货周转率(X)*	0.42	10
偿债能力(36%)	净负债率(%)	52.43	8
	货币资金/短期债务(X)	1.38	8
	总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	0.65	10
	经调整 EBIT 利息倍数(X)	3.95	8
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA

打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别、预期调整、公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理、企业特殊事项、财务政策、租赁及多元化产业和其他调整因素等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。

*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

正面

■ **持续保持在长三角地区竞争优势。**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。

■ **商业地产布局趋于完善，公司租金及管理费收入同比增长。**2021 年以来，公司新开业 30 座吾悦广场，持有面积达 537.46 万平方米，同比增长 31.96%。在已开业商场逐步培育成熟及新开业商场的带动下，公司租金及管理费收入同比增长。

■ **项目储备保持充裕，区域布局分散。**截至 2021 年末，公司拥有土地储备面积（未租售口径）8,132.66 万平方米，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保障。

关注

■ **房地产行业风险。**在监管政策的持续影响下，2021 年下半年以来房地产市场出现一定调整，商品房销售面临一定下行压力。虽然为维护房地产市场平稳健康发展，政策已经逐步调整，但当前仍处于政策传导期，市场环境变化对公司经营提出更高挑战。

■ **销售及回款承压。**2021 年及 2022 年一季度，公司全口径销售金额分别同比下降 6.85% 和 37.44%，中诚信国际将持续关注公司销售及回款的变化对其流动性的影响。

■ **合联营项目往来及对外担保情况。**近年来公司合作项目持续增多，往来款大幅增加，其他应收款的回收及对合联营企业的担保情况或对公司的信用质量产生影响。

■ **公开市场债务再融资的恢复情况。**目前公司公开市场再融资渠道尚未恢复，2022 年年内公司信用债到期（含回售）金额约 70 亿元，需关注其信用债偿债资金的落实情况。

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。**签约销售金额的增长趋势发生显著不利变化，土地储备等投资政策激进带来杠杆比例显著上升，盈利水平大幅下滑，现金流平衡能力显著弱化。

评级历史关键信息

新城控股集团股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	17 新城控股 MTN003 (AAA) 21 新城控股 MTN001 (AAA)	2021/05/19	蒋朦、田梓慧	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	21 新城控股 MTN001 (AAA)	2021/01/05	杨萱、战宇迪	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100_2019_04	--
AAA/稳定	17 新城控股 MTN003 (AAA)	2020/04/27	周鹏、杨萱	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100_2019_04	阅读全文
AAA/撤出信用观察名单	17 新城控股 MTN003 (AAA/撤出信用观察名单)	2019/12/31	-	-	阅读全文
AAA/列入信用观察名单	17 新城控股 MTN003 (AAA/列入信用观察名单)	2019/07/11	-	-	阅读全文
AAA/稳定	17 新城控股 MTN003 (AAA)	2017/09/13	-	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法 100100_2017_03	阅读全文
AA+/稳定	17 新城控股 MTN003 (AA+)	2017/05/17	陈言一、李廷蔚	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法 100100_2017_03	阅读全文

注：中诚信国际原口径

同行业比较

2021 年部分房地产开发企业主要指标对比表								
公司名称	2021 年全口径签约销售金额 (亿元)	2021 年末总资产 (亿元)	2021 年末净负债率 (%)	2021 年末货币资金/短期债务 (X)	2021 年总债务/销售商品提供劳务收到的现金 (X)	2021 年营业收入 (亿元)	2021 年净利润率 (%)	2021 年存货周转率 (X)
旭辉控股*	2,473	4,327.50	62.80	2.62	-	1,078.35	11.43	0.53
龙湖集团*	2,901	8,756.51	46.70	3.88	--	2,233.80	14.23	0.43
新城控股	2,338	5,342.93	52.43	1.51	0.65	1,682.32	8.18	0.51

注：带“*”号公司财务报表按照香港会计准则编制；“龙湖集团”为“龙湖集团控股有限公司”的简称；“旭辉控股”为“旭辉控股（集团）有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

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
18 新控 05	AAA	AAA	2020/04/27	21.60	21.60	2018/10/26~2022/10/29 (2+2)	调整票面利率、回售
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 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
21 新控 01	AAA	AAA	2020/05/19	7.80	7.80	2021/06/22~2024/06/22 (2+1)	调整票面利率、回售
17 新城控股 MTN003	AAA	AAA	2020/05/19	15.00	2.30	2017/07/13~2022/07/13 (3+2)	调整票面利率、回售、交叉违约
21 新城控股 MTN001	AAA	AAA	2021/05/19	8.00	8.00	2021/04/21~2024/04/21 (2+1)	调整票面利率、回售、交叉违约

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 2018 年公开发行公司债券（第一期）（品种二）（债券简称：“18 新控 05”、债券代码：“143896”）于 2018 年 10 月 29 日起息。实际发行规模为人民币 21.60 亿元，票面利率 7.43%，发行年限为 4 年期，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，回售日为 2020 年 10 月 29 日，到期日为 2022 年 10 月 29 日。截至 2021 年末，“18 新控 05”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 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 2021 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 2021 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。

新城控股集团股份有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）（品种一）（债券简称：“21 新控 01”、债券代码：“188257”）于 2021 年 6 月 22 日起息。本期债券实际发行规模为人民币 7.80 亿元，票面利率 6.00%，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 2023 年 6 月 22 日，到期日为 2024 年 6 月 22 日。截至 2021 年末，“21 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。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，

政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑：房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政

府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

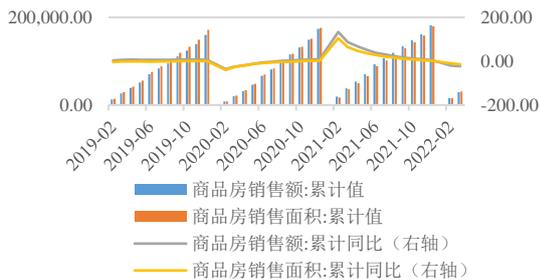
随着房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，2021 年下半年以来商品房销售市场明显降温，短期内商品房销售仍面临一定下行压力

2021 年上半年房地产市场保持较高热度，1~6 月全国房地产销售额和销售面积分别同比增长 38.9% 和 27.7%。但随着“三道红线”、“贷款两集中”等房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，居民购房意愿有所下降，下半年以来商品房销售市场明显降温。7 月以来单月商品房销售面积及销售额同比持续回落，其中 9 月以来商品房销售面积及销售额还低于 2019 年同期水平。2022 年一季度房地产销售市场仍延续疲弱态势，1~3 月全国商品房销售面积及销售额分别同比回落 13.8%

和 22.7%。与此同时，2021 年下半年国房景气指数持续回落态势，2022 年一季度则保持 100 以下水平，表明房地产行业景气度仍不乐观。

尽管 2021 年四季度以来，为“稳地价、稳房价、稳预期”，政策逐步调整，着力恢复房地产合理融资需求及居民合理购房需求，财政部也已明确表态 2022 年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件，同时各地“稳楼市”政策相继落地。但从“政策底”到“市场底”、“信心底”仍需一定过渡期。中诚信国际认为，当前房地产市场仍处于政策传导期，市场需求短期尚未见底，商品房销售回落趋势或仍将持续一段时间。

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

从商品房价格来看，2022 年一季度全国商品房住宅销售均价 9,911.79 元/平方米¹，较 2021 年全年下降约 4.66%。分不同能级城市来看，一线城市前 3 月新建商品住宅价格指数环比保持上涨，同比涨幅在 4.3%~4.4%，增速较 2021 年 12 月变动不大；二线城市新建商品住宅价格指数一季度较为稳定，环比变化不大，同比保持增长，但涨幅逐月回落，3 月同比涨幅为 1.6%，较 2021 年 12 月增速回落 1.2 个百分点；三线城市新建商品住宅价格指数环比、同比增速均已转负，住宅价格下行压力较大。

从商品房去化情况看，随着 2021 年下半年商品房销售市场的疲软，商品房去化速度有所放缓。截至 2022 年 3 月末，商品房待售面积为 56,113 万平方米，同比增长 8.2%，商品房待售面积已经高于 2000 年以

来历史四分之三分位数水平，房地产市场整体去化压力进一步上升。其中，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面临更大的去化压力。

2021 年，房企开发投资及拿地支出表现出前高后低态势，经营端支出明显放缓。在销售回款承压及再融资困难持续的背景下，行业整体仍面临投资信心及投资能力不足问题，房地产开发投资及拿地支出回落趋势或将延续

2021 年上半年，较好的房地产销售市场带动房企到位资金创历史同期新高，在房企加快在手项目开发建设的推动下，房地产开发投资额同比增长 15.0%，处于较高水平，新开工面积也同比增长 3.8%。但下半年以来，随着房地产销售市场降温，叠加房企融资受限，房企投资热情及投资能力双双回落，新开工面积同比持续下降，房地产开发投资增速也逐步回落。2021 年全年，房地产开发投资同比增速已经降至 4.40%，创 2016 年以来年增速新低。2022 年一季度，房地产开发投资增速延续回落态势，1~3 月，房地产开发投资增速降至 0.7%。房屋新开工面积则自 2021 年 7 月持续回落，2021 年全年同比回落 11.4%。2022 年一季度在前期高基数及局部地区疫情反复影响下，同比降幅进一步扩大至 17.5%。

图 2：近年来全国房地产开发投资情况
单位：亿元、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

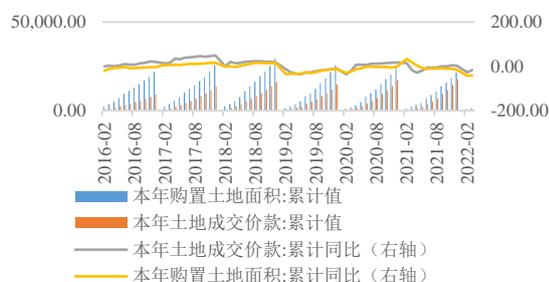
土地投资方面，2021 年 2 月以来，22 座重点

¹ 按住宅商品房销售额除以住宅商品房销售面积计算

城市实施住宅供地“两集中”政策。对比三轮土地集中供应结果，首轮集中供地中房地产企业表现出较高热度，但在市场降温、拿地条件较严、自身资金实力有限等多重制约下，房地产企业在第二、三轮集中供地中购地意愿或拿地能力不足，拿地热情较第一轮明显下降。从 2021 年全年数据来看，房地产开发企业土地购置面积和土地成交价款分别同比下降 15.5% 和同比上升 2.8%。

2022 年以来，已有部分城市完成首轮集中供地，从各城市土拍市场表现来看，城市分化明显，与 2021 年三批次相比，北京、合肥市场表现相对较好，底价成交地块占比和流拍撤牌率明显下降。而福州、青岛市场热度不及预期。值得关注的是，各城市参与土拍仍以央企及地方国企为主，民营房企仍较少参与拿地。而从土地购置面积及成交价款来看，2022 年一季度土地市场交易仍偏冷，土地购置面积和土地成交价款分别同比下降 41.8% 和 16.9%。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额
单位：万平方米、亿元、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

为维护房地产行业平稳健康发展，2021 年四季度以来房地产政策有所调整，当前仍处于政策传导期；长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求

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”，此后中央及各主要监管部门在多个场合反复强调“房住不炒”的定位。与此同

时，2016 年 10 月以来，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，本轮调控表现出很强的政策延续性。

2020 年下半年以来，房地产行业融资政策进一步收紧，尤其在 8 月“三道红线”出台后，国内贷款增速明显回落。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》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。2021 年以来，在银行房地产贷款集中度管理制度的影响下，按揭贷款发放进度明显放缓，房地产企业销售回款受到了不同程度的负面影响。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 座重点城市实施住宅供地“集中供地”政策。2021 年 7 月，住房和城乡建设部、国家发展和改革委员会等八部委联合发布了《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，提出了房地产市场秩序三年实现明显好转的目标以及具体整治范围、措施和机制。**此外值得关注的是**，2021 年以来房地产发债企业信用风险持续发酵，境内外债券投资者信心较弱，大部分民营房地产企业境内外信用债发行亦在一定程度上受阻。

为防范房地产市场风险的进一步扩大，2021 年四季度以来政策端已经逐步调整：从中央层面来看，在坚持“房住不炒”政策导向下，主要监管部门从满足房地产合理融资需求、支持符合条件房企发债融资、要求金融机构稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务、支持保障性租赁住房贷款、统一全国预售资金监管政策等方面进行了调整，同时各部委多次发声“防范化解房地产市场风险”、“促进房地产业良性循环和健康发展”，房地产税改革试点扩大

工作暂缓推进，均向市场释放了积极信号；年内 LPR 下调及降准也有利于恢复房地产合理融资；从地方层面来看，各地“因城施策”，从降低首付比例、下调房贷利率、放松房贷条件、推出购房补贴、调整公积金政策、放松落户限制、加大人才引进等方面多维度出台“稳楼市”政策。值得关注的是，除三、四线城市外，包括南京、苏州等强二线城市也对限售、限购政策进行了一定调整²。中诚信国际认为，相关政策落地或有助于推动房地产市场恢复平稳发展，但当前仍处于政策传导期，房地产市场企稳仍有待观察。长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

公司产权结构稳定，治理结构完善，内部控制制度体系较为健全

产权结构：截至 2021 年末，公司注册资本 22.60 亿元，富域发展有限公司（以下简称“富域发展”）持有公司 60.97% 的股份，常州德润咨询管理有限公司（以下简称“常州德润”）³持有公司 6.10% 的股份，实际控制人王振华⁴通过富域发展和常州德润间接持有公司 67.07% 股份，截至 2021 年末，公司实际控制人直接及间接持有公司的 3.55 亿股处于质押状态，占其直接及间接持有公司股份数的 23.42%。

公司最高权力机构是股东大会，由全体股东组成。董事会是公司经营决策的常设机构，由 7 名董事组成（含 3 名独立董事），董事长为王晓松，董事会成员及高级管理人员较为稳定，履职情况正常。公司监事会设 3 名监事，其中一名为职工代表。

² 4 月 11 日，苏州对限购和限售政策同时进行了调整。其中，二手房限售期限由 5 年改为 3 年。非户籍居民家庭在苏州市区、昆山市、太仓市范围内申请购买首套住房时，社保(个税)由 3 年内连续缴满 24 个月改为累计 24 个月；非苏州户口居民卖房后 2 年内无需社保或税单可直接购房；4 月 12 日，南京市六合区房产交易中心确认，从当日起，外地户籍购房者，可在南京市六合区限制购买一套住房，凭借户口本、身份证，已婚家庭携带结婚证等证明，即可前往当地开具购房证明。

经过多年的发展和经验积累，公司已经形成了比较健全、有效的内部控制制度体系。在财务管理、信息披露、项目工程管理、采购和供应商管理、项目成本管理和人力资源管理等方面设立了相应制度，现有的内部控制制度已覆盖了公司运营的各层面和各环节，形成了规范的管理体系。

虽然公司仍在长三角区域保持竞争优势，但受政策环境及行业下行影响，2021 年销售业绩小幅下滑；2022 年以来全国疫情反复对公司全年销售形成较大压力

2021 年以来，公司坚持“轻重并举”的双轮驱动模式，商业及房地产开发业务保持平稳运营。区域方面，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。

项目运营方面，2021 随着往期新获取项目开工建设，公司新开工面积同比上升 20.88%，当期竣工面积亦同比小幅增长 7.11%。截至 2021 年末，公司在建面积为 6,968.20 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、苏州、徐州、常州、昆明和温州等地。

表 1：近年来公司新开工及竣工情况（万平方米）

	2019	2020	2021
新开工面积	3,197.77	2,621.87	3,169.36
竣工面积	1,853.65	3,071.93	3,290.34
期末在建面积	8,497.78	7,797.67	6,968.20

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

2021 年受行业下行影响，公司当年全口径签约销售金额和销售面积分别同比下降 6.85% 和 0.25%，权益销售金额占比同比基本持平，约为 66%。2021 年，为应对外部环境变化，公司对部分项目采用了

³富域发展及常州润德系新城发展控股有限公司（以下简称“新城发展”）全资子公司，新城发展于 2012 年 11 月在 H 股上市，证券代码 01030.HK。王振华先生间接持有新城发展 68.02% 的股权。

⁴2019 年 7 月 2 日公司实际控制人王振华先生因涉嫌犯罪被刑事拘留。2020 年 6 月 17 日，上海市普陀区人民法院作出一审判决，判处被告人王振华有期徒刑五年。2021 年 5 月 19 日，上海二中院作出二审判决，裁定驳回上诉，维持原判。

促销策略，销售均价同比下降 7.48%。2022 年一季度，公司全口径合同销售金额为 310.6 亿元，同比下降 37.44%，销售面积为 314.87 万平方米，同比下降 38.33%。2022 年以来疫情多点爆发，中诚信国际将持续关注疫情对公司施工进度及销售和回款的影响。

表 2：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)

	2019	2020	2021
销售面积	2,432.00	2,348.85	2,354.73
销售金额	2,708.01	2,509.63	2,337.76
销售均价	1.11	1.07	0.99
结算面积	679.88	1,535.06	1,822.67
结算金额	803.22	1,375.78	1,581.18
结算均价	1.18	0.90	0.87

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，2021 年公司在超过 120 个城市取得销售业绩，销售区域较为分散。其中合同销售金额排名前 15 大城市合计销售占比为 47.11%，仍处于较低水平。从城市能级分布来看，2020 年公司在二、三线城市⁵实现的销售金额占比为 37%，虽然公司在三四线城市销售占比较高，但以长三角经济活跃地区为主，且公司综合体项目数量较多，一定程度上能够依托商业部分带动住宅的销售。

表 3：2021 年公司销售金额前 15 大城市分布情况（亿元）

城市	合同销售金额	占比
苏州	189.11	8.09%
常州	124.26	5.32%
天津	98.19	4.20%
温州	97.43	4.17%
重庆	72.70	3.11%
南京	68.82	2.94%
徐州	65.43	2.80%
盐城	61.57	2.63%
长沙	59.01	2.52%

⁵ 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。

南通	56.89	2.43%
台州	56.46	2.42%
北京	55.31	2.37%
嘉兴	50.60	2.16%
连云港	45.45	1.94%
泰州	41.33	1.77%
合计	1,142.56	48.87%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从结算情况来看，随着竣工面积增加及项目周转速度提高，公司结算规模亦小幅提升。2021 年公司结算面积及结算金额分别同比大幅增长 18.74% 和 14.93%，受结算项目区域结构变化影响，近年来公司销售物业结算均价呈波动下降态势。从结算区域来看，公司结算项目主要位于长三角及环渤海，结算城市集中度处于合理水平。

2021 年受行业下行影响，公司土地投资规模呈前高后低态势，全年新增土地储备规模同比下降，但目前公司项目储备较为充沛，布局相对合理

2021 年受外部环境及政策影响，8 月后公司未新增土地储备，全年拿地呈倒“V”分布，全年全口径土地投资金额和面积分别同比下降 38.86% 和 47.88%。2021 年公司加大在南京、天津等核心二线城市投资力度⁶，当期新增楼面均价同比增长 17.30%。从新增项目权益占比来看，公司在一二线城市土地多以合作形式获取，权益比例有所下降。从业态来看，其中商业综合体占比 47.67%。

表 4：近年来公司全口径新增项目情况

(个、万平方米、亿元、元/平方米)

指标	2019	2020	2021
新拓展项目	72	120	77
新增项目储备建筑面积	2,508.47	4,139.41	2,157.66
新增项目储备购置支出	607.42	1,254.70	767.13
新增项目楼面均价	2,421.48	3,031.11	3,555.37

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

⁶2021 年公司在南京、天津新增土地投资金额分别为 134.20 亿元、68.61 亿元，占当年土地投资支出比例分别为 17.40%、8.94%

截至 2021 年末，公司拥有已竣工但尚未出售或租赁的建筑面积 497.07 万平方米，在建未售建筑面积 7,285.56 万平方米，拟建项目总建筑面积 350.03 万平方米，2021 年末合计拥有全口径项目储备建筑面积 8,132.66 万平方米⁷，权益比例约为 76%。公司土地储备较为充沛，能够满足公司未来 3 年以上开发需求。

表 5：2021 年末公司项目储备前 15 大城市分布情况

(万平方米)		
城市	土地储备	占比
天津市	321.76	3.96%
昆明市	295.07	3.63%
重庆市	291.12	3.58%
淮安市	280.35	3.45%
徐州市	256.74	3.16%
苏州市	243.18	2.99%
青岛市	229.11	2.82%
贵阳市	195.67	2.41%
乌鲁木齐市	181.78	2.24%
连云港市	180.17	2.22%
常州市	169.38	2.08%
长沙市	167.04	2.05%
泰安市	154.77	1.90%
郑州市	152.84	1.88%
宿迁市	149.64	1.84%
总计	3,268.63	40.19%

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，2021 年末公司项目储备项目分布在天津、昆明、重庆、淮安、徐州等全国 129 个城市，其中前十五大城市土地储备合计占比为 40.19%，单个城市土地储备占比不超过 5%，分布非常分散。同期末，公司项目储备中一、二线城市的建筑面积占比为约为 25%，三、四线城市占比为 75%；从城市群来看，中西部、长三角、环渤海及粤港澳大湾区占比分别约为 44%、32%、19% 和 6%。从项目类型来看，综合体项目和住宅项目占比

⁷土地储备口径为拟建面积、在建未售面积及竣工未售面积。

⁸其中轻资产项目 8 座。

⁹其中自持 115 座，管理输出 10 座，另外 5 个已签约吾悦广场尚处于

分别为 52% 和 47%。

中诚信国际认为，公司目前土地储备规模对后续销售可形成支撑，且区域分散程度较高。

2021 年以来，在已开业商场逐步培育成熟及新开业商场的贡献下，公司租金及管理费收入同比增长

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。近年来公司不断加大对商业及综合体项目的投资，2021 年公司新获取吾悦广场 32 座，新开业吾悦广场 30 座⁸，新开速度略有放缓。截至 2021 年末，公司在全国 135 个城市布局 188 座吾悦广场，其中已开业及管理输出的吾悦广场达 130 座⁹，在建吾悦广场 36 座，拟建吾悦广场 6 座。同期，吾悦广场可供出租面积较年初增长 31.96% 至 709.25 万平方米，其中三四线城市占比 77.33%。2021 年末公司物业平均出租率达 97.63%，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，公司商业物业出租率较高，且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较大。

从收入实现来看，2021 年吾悦广场实现商业运营收入¹⁰86.39 亿元，同比增长 51.01%。随着单店租金上升以及商业项目不断扩张，公司商业板块收入不断增长。2022 年以来疫情多点爆发，多地施行不同程度封控政策，中诚信国际将持续关注其对公司租金收入的影响。

表 6：近年来公司吾悦广场经营情况（万平方米、亿元）

城市能级	2021 年末可供出租面积	租金收入		
		2019	2020	2021
一线城市	5.94	1.39	0.90	1.03
二线城市	152.03	9.29	11.95	17.21
其他城市	551.28	30.01	40.24	62.12
总计	709.25	40.69	53.09	80.36

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

交接过渡期。

¹⁰商业运营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。

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 2019~2021 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。

公司收入规模保持增长，但受结算项目盈利水平下滑叠加资产减值损失影响，公司盈利水平下滑

公司主营业务突出，物业销售为收入的主要来源，近年来收入占比均为 90% 以上。2021 年公司房地产开发销售收入同比增长 14.93%；同时，随着新开业商场增多及已投运商业物业的租金上涨，同期物业出租及管理收入同比增长 46.64%，对公司收入形成良好补充。

近年来公司毛利率持续下行。2021 年，公司在浙江、广西、河北等区域项目盈利空间收窄，导致当期毛利率水平下滑 3.05 个百分点。截至 2021 年末，公司预收账款为 1,942.66 亿元，是 2021 年房地产开发销售收入的 1.23 倍，能够为公司未来结转收入提供一定保障。

表 7：近年来公司主要板块收入和毛利率构成
(亿元、%)

业务板块	2019	2020	2021
房地产开发销售	803.22	1,375.78	1,581.18
物业出租及管理	40.55	54.35	79.69
营业总收入	858.47	1,454.75	1,682.32
毛利率	2019	2020	2021
房地产开发销售	30.98	21.74	17.68
物业出租及管理	67.56	70.76	72.64
营业毛利率	32.64	23.50	20.45

资料来源：公司提供

2021 年公司期间费用合计支出同比增加。受公司加大推盘力度影响，公司销售费用小幅上升；同期管理费用随职工薪酬增长小幅增加；利息收入的

减少使得财务费用亦小幅上升。近年来随着公司收入不断增长，规模效应带动期间费用率持续下降，公司控费能力进一步提升。

公司利润主要来自经营性业务利润，公允价值变动收益和投资收益补充。2021 年，得益于项目运作效率的提升和结算规模增长，公司经营性业务利润进一步提升。公允价值变动收益主要为随着吾悦广场租金上升产生的投资性房地产评估增值¹¹。公司投资性房地产公允价值变动主要受到新开吾悦广场数量及租金水平变动影响，存在一定的不确定性，中诚信国际将对此保持关注。2021 年，公司投资收益同比下降 26.16%，系合联营项目利润减少所致。2021 年，公司对佛山、株洲、太原等区域内项目计提 48.37 亿存货跌价损失及 4.65 亿信用减值损失，对当期利润造成较大侵蚀。受结算项目利润率下滑叠加资产减值损失影响，近年来公司利润总额同比下降 17.72%，净利润率亦有所下滑。

总体来看，公司结转规模保持增长，但受毛利空间收窄，合联营项目利润下降及资产减值影响，盈利水平及盈利能力均有所下滑。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标
(亿元、%)

	2019	2020	2021
销售费用	43.72	54.91	58.96
管理费用	38.20	40.19	42.02
财务费用	8.92	9.70	10.90
期间费用合计	90.84	104.79	111.88
期间费用率(%)	10.58	7.20	6.65
经营性业务利润	133.91	181.67	184.31
资产减值损失	-10.81	-17.53	-53.03
公允价值变动收益	26.47	25.24	28.24
投资收益	26.90	30.81	22.75
利润总额	178.13	222.37	183.18
净利润率(%)	15.53	11.32	8.18

注：管理费用含研发费用；资产减值损失含信用减值损失

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司资产规模保持稳定，流动资产占比有所下降；净负债率处于合理水平

¹¹ 2019~2021 年投资性房地产公允价值变动收益分别是 25.51 亿元、

25.72 亿元和 28.68 亿元。

2021 年末公司资产规模较上年末变化不大，但资产结构有所调整。随着货币资金和存货的减少，公司流动资产规模有所下降，同时受经营性物业增加及对外投资增加影响，公司非流动资产规模明显上升。

公司流动资产主要由货币资金、存货和其他应收款构成。由于工程款的支付以及对外投资增加，2021 年末公司货币资金规模同比下降 11.53%，其中预售监管资金及保证金等受限资金 90.18 亿元，受限比例为 16.33%；同期末，由于土地投资减少，公司存货规模小幅下降；公司其他应收款主要为合作项目往来款，2021 年末同比增加 11.90%，其中应收关联方款项和应收少数股东款项分别为 169.08 亿元和 243.29 亿元，其他应收款前五大单位合计占比为 9.80%。

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。受在建工程投入及公允价值上升带动，公司投资性房地产规模快速增长；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进一步上升。

公司负债主要由预收款项、其他应收款和有息债务构成，2021 年末同比小幅下降。受销售规模下降且结算规模上升影响，公司预收款项小幅减少；受土地投资减少影响，公司对关联方及少数股东应付款同比下降。

所有者权益方面，2021 年末，得益于公司利润积累带动未分配利润增长以及合作开发增多带动少数股东权益增加，公司所有者权益同比增长 18.24%。截至 2021 年末，公司实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益占所有者权益比例分别为 2.33%、2.33%、53.47%和 38.93%，所有者权益稳定有待提升。

财务杠杆方面，2021 年末公司资产负债率有所下降，净负债率较上年末保持稳定，处于合理水平。

表 9：近年来公司主要资产负债表科目情况

	(亿元、%)		
	2019	2020	2021
货币资金	639.41	624.24	552.26
其他应收款	465.05	465.97	521.43
存货	2,312.59	2,705.80	2,503.51
投资性房地产	682.21	882.92	1,070.42
长期股权投资	188.89	223.26	264.75
总资产	4,621.10	5,377.53	5,342.93
预收款项	1,982.29	2,027.87	1,942.66
应付账款	347.75	510.43	532.46
其他应付款	673.00	566.86	476.23
总负债	4,001.75	4,556.14	4,371.69
少数股东权益	235.08	315.48	378.14
所有者权益	619.35	821.38	971.24
资产负债率	86.60	84.73	81.82
净负债率	31.06	52.02	52.43

注：合同负债计入预收款项

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受土地投资放缓影响，公司存货规模持续下降；得益于较强的项目运作效率，公司整体周转率处于较好水平，存货去化良好

公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成。2021 年末公司流动资产减少，占总资产比例亦进一步下降。

从存货构成来看，公司存货由开发成本、开发产品和拟开发土地构成，以开发成本为主。2021 年末，受四季度竣工但尚未结转的项目较多影响，公司开发产品占存货比例大幅上升。

表 10：近年来公司主要流动资产分析（亿元）

	2019	2020	2021
流动资产/总资产	79.58%	77.71%	72.86%
存货/流动资产	62.88%	64.75%	64.31%
货币资金/流动资产	17.39%	14.94%	14.19%
其他应收款/流动资产	12.65%	11.15%	13.39%
(存货+货币资金)/流动资产	80.27%	79.69%	78.50%
开发产品	71.56	133.43	215.19
开发产品/存货	3.09%	4.93%	8.60%
开发成本	2,128.83	2,401.73	2,264.91
开发成本/存货	92.05%	89.43%	90.47%

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较高水平，2021 年存货周

转率和总资产周转率均进一步上升。

表 11: 近年来公司主要流动资产分析 (亿元)

	2019	2020	2021
存货周转率 (次/年)	0.31	0.44	0.51
总资产周转率 (次/年)	0.22	0.29	0.31

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

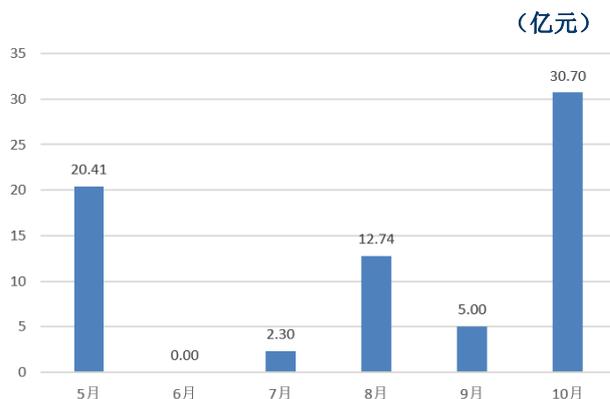
公司现有货币资金可对短期债务形成覆盖, 但在信用债再融资渠道尚未恢复的情况下, 仍需关注其信用债偿债资金的筹措情况

2021 年, 虽然公司销售业绩小幅下滑, 但由于回款情况良好, 销售商品、提供劳务收到的现金实现同比增长; 同时受土地投资支出减少影响, 公司经营现金流大幅增加。同期, 合联营项目回款减少导致公司投资性净现金流支出增加; 发行债券规模下降且偿还债务支出增加, 以及支付给少数股东款项增加使得公司筹资性净现金流大幅净流出。

2021 年末, 公司总债务规模为 1,061.47 亿元, 较上年末变化不大, 其中短期债务为 400.91 亿元, 占总债务比例为 37.77%, 仍有进一步优化空间。从债务构成看, 公司以银行借款及债券融资为主, 非标融资规模较小, 债务构成合理。从融资成本来看, 2021 年公司综合融资成本为 6.57%, 较 2020 年小幅下降 0.15 个百分点。

中诚信国际关注到 2022 年公司公开市场含权债务到期规模较大。截至 2022 年 4 月末, 公司年内公开市场含权债务到期超过 70 亿元¹², 其中 5 月、10 月含权债务到期分别超过 20 亿元、30 亿元。公司在未来一年, 尤其个别月份面临一定集中兑付压力。目前, 公司信用债再融资渠道尚未恢复, 需关注其信用债偿债资金的筹措情况。

图 4: 2022 年 5-12 月公司债务到期/回售到期分布情况



资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

2021 年, 随着公司利润水平的下降, EBITDA 及经调整 EBIT 对利息支出的保障倍数有所弱化。受回款规模增加影响, 2021 年总债务/销售商品、提供劳务收到的现金指标有所提升, 保持在较好水平。2021 年末公司货币资金有所减少, 但仍能够完全覆盖短期债务, 对短期债务保障能力较强。

表 12: 近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元、X)

	2019	2020	2021
经营活动净现金流	435.80	3.82	219.85
销售商品、提供劳务收到的现金	1,666.18	1,526.95	1,632.49
投资活动净现金流	-90.27	-159.70	-224.60
筹资活动净现金流	-155.17	147.18	-113.41
货币资金/短期债务	1.61	1.87	1.51
总债务	831.80	1,051.54	1,061.47
短期债务	397.07	333.91	400.91
EBITDA	192.09	238.02	199.65
总债务/EBITDA	4.33	4.42	5.32
EBITDA 利息倍数	3.43	3.83	3.22
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.50	0.69	0.65
经调整的 EBIT 利息保障倍数	4.18	4.58	3.95

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

充足的外部授信能够对整体偿债能力提供支持, 但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 2021 年末共获得银行授信额度 1,129 亿

¹²含美元债, 汇率按 6.37 计算。此外, 2022 年公司境外上市母公司新

城发展将有 6 亿美元债到期。

元，其中未使用额度为 752 亿元，备用流动性充足。

截至 2021 年末，公司受限资产合计为 1,450.91 亿元，主要为受限货币资金 90.18 亿元，受限存货 884.02 亿元，受限投资性房地产 445.71 亿元；受限资产合计占当期末总资产的 27.16%。

截至 2021 年末，公司对外担保为 109.41 亿元，占净资产的比重为 11.26%。同期末，公司涉及两起重大未决诉讼¹³

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，2019~2021 年末，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

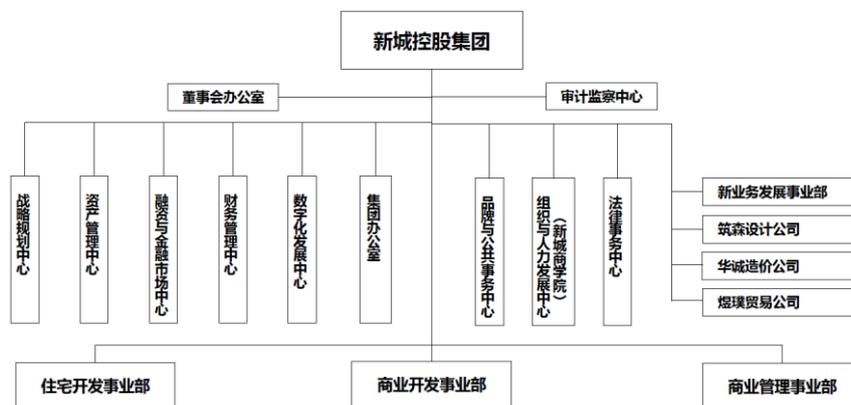
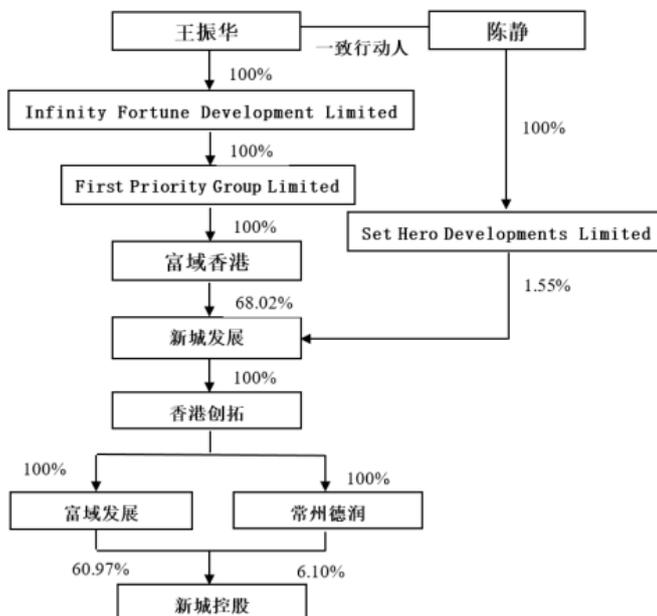
综上所述，中诚信国际维持新城控股集团股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 新控 05”、“19 新城 01”、“19 新城 02”、“20 新控 03”、“20 新控 04”、“21 新控 01”、“17 新城控股 MTN003”和“21 新城控股 MTN001”的债项信用等级为 **AAA**。

¹³ (1) 原告支金高以请求关于“苏州金世纪房地产开发有限公司”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。苏州工业园区人民法院一审判决确认苏州新城与沈银龙、陆志文、王雁平、苏州碧桂园签订的股权转让协议无效。公司因不服苏州工业园区人民法院判决结果，依法向苏州市中级人民法院提起上诉。经审理，苏州市中级人员

法院判决驳回上诉，维持原判。

(2) 公司控股子公司青岛新城创置房地产有限公司（以下简称“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。最高人民法院作出裁定驳回新城创置的再审申请。

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 2021 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）	2019	2020	2021
货币资金	6,394,122.89	6,242,360.40	5,522,619.01
其他应收款	4,650,455.39	4,659,651.87	5,214,325.15
存货净额	23,125,879.69	27,057,980.16	25,035,068.78
长期投资	1,919,377.73	2,254,688.91	2,659,269.06
固定资产	198,924.87	164,586.50	181,759.75
在建工程	0.00	58,025.03	136,526.04
无形资产	51,443.64	174,777.43	167,450.30
投资性房地产	6,822,100.00	8,829,150.00	10,704,210.00
总资产	46,211,008.06	53,775,283.41	53,429,311.42
预收款项	19,822,898.07	20,278,664.04	19,426,571.35
其他应付款	6,730,047.93	5,668,556.31	4,762,269.22
短期债务	3,970,698.29	3,339,060.92	4,009,060.83
长期债务	4,347,332.66	7,176,318.47	6,605,625.53
总债务	8,318,030.95	10,515,379.39	10,614,686.36
净债务	1,923,908.06	4,273,018.99	5,092,067.35
总负债	40,017,477.04	45,561,436.51	43,716,913.27
费用化利息支出	107,182.20	123,896.05	126,308.42
资本化利息支出	452,370.30	497,911.27	493,598.24
所有者权益合计	6,193,531.02	8,213,846.90	9,712,398.15
营业总收入	8,584,704.14	14,547,522.55	16,823,167.79
经营性业务利润	1,339,101.67	1,816,715.60	1,843,057.30
投资收益	269,014.60	308,104.98	227,495.80
净利润	1,332,990.26	1,646,572.62	1,375,962.76
EBIT	1,888,481.67	2,347,566.87	1,958,110.96
EBITDA	1,920,856.15	2,380,177.43	1,996,464.68
销售商品、提供劳务收到的现金	16,661,822.62	15,269,484.03	16,324,942.91
经营活动产生现金净流量	4,358,018.17	38,186.83	2,198,485.04
投资活动产生现金净流量	-902,696.35	-1,597,020.46	-2,245,968.74
筹资活动产生现金净流量	-1,551,652.83	1,471,789.48	-1,134,076.23
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	32.64	23.50	20.45
期间费用率(%)	10.58	7.20	6.65
EBITDA 利润率(%)	22.38	16.36	11.87
净利润率(%)	15.53	11.32	8.18
总资产收益率(%)	4.77	4.70	3.65
存货周转率(X)	0.31	0.44	0.51
资产负债率(%)	86.60	84.73	81.82
总资本化比率(%)	57.32	56.14	52.22
净负债率(%)	31.06	52.02	52.43
短期债务/总债务(%)	47.74	31.75	37.77
经营活动净现金流/总债务(X)	0.52	0.00	0.21
经营活动净现金流/短期债务(X)	1.10	0.01	0.55
经营活动净现金流/利息支出(X)	7.79	0.06	3.55
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	0.50	0.69	0.65
总债务/EBITDA(X)	4.33	4.42	5.32
EBITDA/短期债务(X)	0.48	0.71	0.50
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.43	3.83	3.22
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	4.18	4.58	3.95

注：1、为计算有息债务，中诚信国际将公司其他应付款、其他流动负债和长期应付款中的有息债务分别调整至短期债务和长期债务；2、将合同资产计入存货，合同负债计入预收款项。

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+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	=营业总收入/应收账款平均净额
盈利能力	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本)/营业总收入
	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
	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
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：信用等级的符号及定义

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。