

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）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：周 鹏 pzhou@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 萱 xyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 4 月 27 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评级结果维持、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 [2020]跟踪0143 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最后审定，维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，维持“18 新控 05”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

二零二零年四月二十七日

评级观点：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”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司长三角地区显著的竞争优势、销售业绩快速增长且行业地位稳固、项目储备较为充裕、区域布局更趋分散以及商业综合体项目租金收入成为利润重要补充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风险、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）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	1,835.27	3,303.18	4,621.10
所有者权益合计（亿元）	259.82	509.57	619.35
总负债（亿元）	1,575.45	2,793.62	4,001.75
总债务（亿元）	446.84	743.86	831.80
营业总收入（亿元）	405.26	541.33	858.47
净利润（亿元）	62.60	122.09	133.30
EBITDA（亿元）	90.38	165.38	192.09
经营活动净现金流（亿元）	-104.85	38.17	435.80
营业毛利率(%)	35.56	36.69	32.64
净负债率(%)	87.51	56.86	31.06
总债务/EBITDA(X)	4.94	4.50	4.33
EBITDA 利息倍数(X)	4.18	4.14	3.43

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理；为计算债务，中诚信国际将各期其他应付款和其它非流动负债中有息债务纳入短期债务核算。

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。

■ **销售业绩快速增长且行业地位稳固。**随着“住宅+商业”双轮驱动模式的推行，近年来公司销售业绩实现快速增长。2019 年公司全口径签约销售金额 2,708.01 亿元，同比增长 22.48%，销售排名位居全国房地产开发商前列。

■ **项目储备较为充裕，区域布局更趋分散。**截至 2019 年末，公司拥有土地储备面积 8,514.80 万平方米，分布在全国 105 个城市，区域布局更趋分散均衡，充足的土地储备能够为其未来发展提供有力保障。

同行业比较

2019 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)	营业总收入（亿元）	净利润率（%）	存货周转率(X)
龙湖集团*	2,425	4,953	51.0	4.38	1,510.40	17.59	0.35
世茂房地产*	2,601	4,715	59.7	1.42	1,115.17	14.69	0.36
旭辉控股集团*	2,006	3,227	68.5	2.70	547.66	16.51	0.36
新城控股	2,708	4,621	31.06	1.61	858.47	15.53	0.31

注：“龙湖集团”为“龙湖集团控股有限公司”的简称；“世茂房地产”为“世茂房地产控股有限公司”；“旭辉控股集团”为“旭辉控股（集团）有限公司”简称。世茂房地产、旭辉控股集团和龙湖集团均为业绩预告数据。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债券列表

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	存续期
18新控05	AAA	AAA	21.60	2018/10/29~2022/10/29

■ **商业综合体项目租金收入成为利润重要补充。**随着公司不断加大商业及综合体项目的投资，吾悦广场实现全国范围快速布局。2019 年公司在全国共拥有 63 个已开业的吾悦广场，实现租金及管理费收入 40.69 亿元，同比增长 92.28%。

关注

■ **房地产行业政策。**在宏观经济增速放缓叠加新冠肺炎疫情影响的背景下，因城施策等房地产行业调控政策仍在持续，行业利润空间不断收窄，环境及政策的变化或对公司经营战略的实施提出更高要求。

■ **再融资情况。**截至 2019 年末，公司总债务为 831.80 亿元，其中短期债务为 397.07 亿元，2020 年 5~12 月公司面临 120.06 亿元公开市场债务（含权）到期，公司融资渠道的恢复情况及其面临的再融资压力值得关注。

■ **合联营项目往来及对外担保情况。**近年来公司合作项目明显增多，往来款大幅增加，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。

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 2018 年公开发行公司债券（第一期）（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 2019 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。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019 年中国经济增速进一步回落，同比增长 6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然 2019 年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了 2020 年经济运行不确定性。

2019 年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长

放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足 PPI 低位运行，猪价上涨带动 CPI 上行；此外，区域分化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

宏观风险：在国内外多重风险挑战持续的情况下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险，成为 2020 年中国经济面临的最大“黑天鹅”事件。在疫情冲击下，中国经济下行压力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，当今世界面临百年未有之大变局，外部地缘政治风险仍需高度警惕。

宏观政策：2019 年 12 月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确 2020 年经济工作“稳”字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松，充分利用 LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

宏观展望：受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控

政策的发力，经济增速或将回升，2020 年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

中诚信国际认为，肺炎疫情或将打断中国经济的短时期回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国经济的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

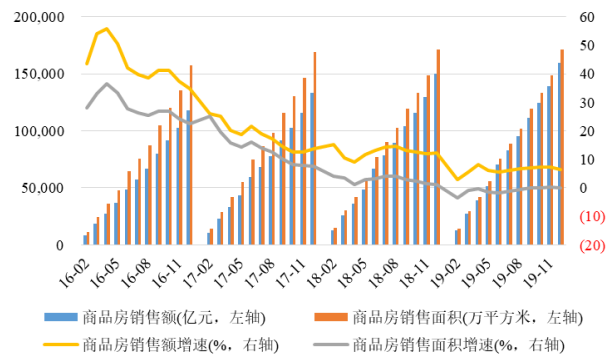
近期关注

2019 年在房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响下，房地产销售增速放缓，房价涨幅明显收窄，房地产去库存效果逐步显现

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019 年，全国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%，近年来首次出现负增长；全年商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，增速下滑 5.7 个百分点。商品房销售价格方面，2019 年，70 个大中城市价格指数环比涨幅呈现明显缩窄，由 2018 年 8 月环比涨幅 1.49% 的高点波动回落至 2019 年 12 月的 0.35%。

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

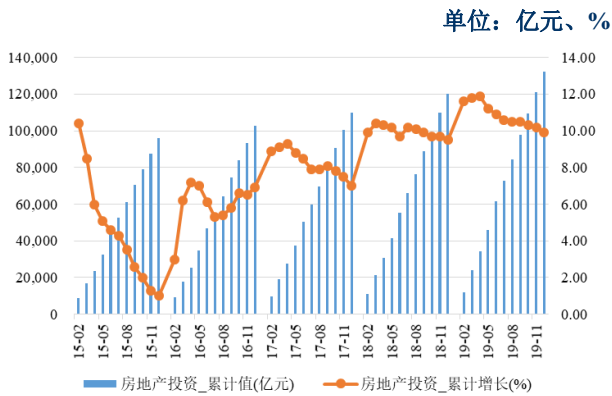
随着房地产去库存政策的持续推进，全国商品房待售面积持续下降，截至 2019 年末全国商品房待售面积降至 4.98 亿平方米，同比下降 4.9%，去库存效果逐步显现，但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大，同时棚改货币化政策的收紧亦或对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

中诚信国际认为，2019 年以来，房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路，各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持续的影响下，房地产企业整体内部流动性来源增速承压。

受融资环境紧缩的影响，2019 年房企外部现金流平衡能力面临挑战，但拿地意愿的下降及新开工面积增速的大幅放缓，均有助于房企现金流状况的改善

在投资方面，2019 年，在年初新开工面积和施工面积的双向推动下，房地产开发投资额始终维持两位数的高增速，但随后房企根据外部环境变化调整项目进度，房地产开发投资增速逐渐回落，全年房地产开发投资同比增长 9.9% 至 13.22 万亿元，其中住宅投资同比增长 13.9% 至 9.71 万亿元。

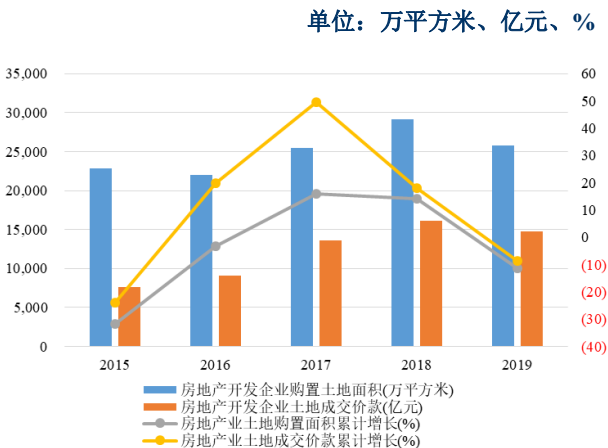
图 2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

受销售增速放缓以及融资环境紧缩的影响，房企拿地意愿降低，新开工增速下滑。其中土地市场方面，国内土地市场购置面积和价款均发生明显下降，同比分别下降 11.4% 和 8.7%。施工方面，2019 年，房地产开发企业新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.5%，增速下滑 8.7 个百分点。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

外部融资是房地产企业现金流的重要补充来源。2019 年 5 月以来，多项针对房企融资端的调控政策相继出台¹，房地产企业外部融资难度有所增加。与此同时，房地产行业面临未来 2~3 年债务集中到期压力，对房企的资金平衡能力形成较大挑战。

¹ 5 月，银保监会的 23 号文明确要求，商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资；7 月，银保监会对多家信托进行窗口指导，要求控制房地产信托规模的增量，并强化合规管控；当月，国家发改委发文要求，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，同时还需详细披露其海外发债的具体情况和资金用途；8 月，银保监会向各银保监局信托监管处宣传下半年监管重点，指出按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。

中诚信国际认为，在行业整体规模增速放缓和融资环境收紧的综合作用下，房地产企业土地投资趋于理性，新开工节奏有所放缓，在一定程度上能够缓解内部现金流平衡压力；与此同时，房地产行业外部流动性压力增大，对房企的资金平衡能力提出更高要求。

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。

具体来看，2019 年 TOP3 房企销售规模增速放缓，集中度小幅下降 0.3 个百分点；TOP4~10、TOP 11~30 的梯队规模企业集中度上升，梯队内竞争加剧，同时各梯队的销售金额门槛也有所提升。总体而言，TOP30 梯队房企凭借更强的销售回款和外部融资能力，具有较为明显的竞争优势；而房地产市场资源加速向优势企业聚集，将使得梯队分化格局得以持续。与之相比，2019 年 TOP 31~50 和 TOP 51~100 房企的集中度同比有所下降。

表 1：2017~2019 年国内房企权益销售金额集中度

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

资料来源：克而瑞信息集团，中诚信国际整理

中诚信国际认为，在行业增速放缓且面临不确

定因素的背景下，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。

新型冠状病毒肺炎疫情对房地产企业销售回款及开工推盘有负面影响，各地政府相继出台相关政策应加以应对；疫情对房地产行业的影响程度取决于疫情持续时间

新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“疫情”）直接导致的全国范围停工、停售对房企推盘及销售造成一定冲击；房地产企业土地储备进度及项目推盘节奏亦将更趋审慎。

与此同时，部分地方政府围绕活跃交易、土地出让和融资等层面出台行业相关政策，帮助房地产企业渡过难关。其中上海市、浙江省、海南省、无锡市、西安市、南昌市、深圳市等省市先后发文，从允许延迟土地价款缴纳、税费缴纳延期、预售条件适度放宽、延长公积金贷款期限、信贷支持等多个维度帮助房地产开发企业应对疫情影响，但尚未突破限购、限贷、限售、限价等调控政策。

中诚信国际认为，因疫情爆发于房地产行业销售淡季，因而短期内对行业的整体冲击可控；但2020年下半年房地产企业公开市场到期债务压力较重，若疫情持续时间延长，则房地产企业的资金平衡将在更大程度上依赖于外部政策环境的持续改善。

2019年公司持续保持在长三角区域的竞争优势，当年销售业绩稳步增长，并保持较高的行业排名，但新开工面积同比大幅下降

近年来，公司落实“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，近年来公司开发节奏呈波动态势。2019年，受公司实际控制人批捕事件影响，公司大幅降低拿地力度并转让部分项目，整体开发速度显著放缓，当年新开工面积同比大幅下降35.49%。截至2019年末，公司在建面积为8,497.78万平方米，主要位于长三角区域，其中占比较大城市主要为常州和苏州等城市。

表 2：近年来公司新开工及竣工情况（万平方米）

	2017	2018	2019
新开工面积	2,066.26	4,957.34	3,197.77
竣工面积	724.07	979.82	1,853.65
期末在建面积	2,665.62	7,158.91	8,497.78

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

近年来，公司积极应对行业政策及房地产市场环境的变化，及时调整项目开发节奏和产品供货策略，销售业绩实现持续高速增长。2019年公司全口径销售金额同比增长22.48%至2,708.01亿元，当期权益销售金额为1,800.00亿元，占全口径销售金额的比重为66.47%。受新冠疫情影响，公司2020年一季度全口径签约销售金额和销售面积分别同比下降33.68%和31.17%至309.81亿元和285.82万平方米。

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）

	2017	2018	2019
销售面积	928.28	1,812.06	2,432.00
销售金额	1,264.72	2,210.98	2,708.01
销售均价	1.36	1.22	1.11
结算面积	379.66	445.40	679.88
结算金额	387.93	508.38	803.22
结算均价	1.02	1.14	1.18

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，2019年合同销售金额占比超过1%的城市共30个，30个城市销售金额合计占当年合同销售金额的比重为72.99%，销售区域分布整体趋于分散；2019年公司合同销售金额排名前15的城市合

计实现销售金额 1,367.47 亿元，合计占比为 50.50%。从城市能级分布来看，2019 年公司在二、三线城市²实现的合同销售金额占比为 29.49%，三、四线城市的合同销售金额占比为 70.51%。从城市群分布来看，公司 2019 年在长三角区域合同销售金额占比为 55.63%，占当年合同销售总额的比重同比上升 6.21 个百分点，仍为主要销售额贡献区域。

表 4：2019 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	201.68	7.45%
苏州	140.35	5.18%
天津	127.04	4.69%
上海	120.1	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%
北京	67.86	2.51%
昆明	66.85	2.47%
盐城	64.34	2.38%
重庆	59.41	2.19%
嘉兴	56.19	2.07%
合计	1,367.47	50.50%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从结算情况来看，近年来得益于快周转开发模式，结算面积和结算金额整体保持稳定增长。从结算区域来看，2019 年结算金额排名前五的常州、苏州、合肥、杭州和嘉兴结算金额合计占当年结算总金额的比重为 59.04%，对公司结算收入的贡献较大。

中诚信国际认为，目前公司已基本完成全国重点城市群及重点城市的布局，均衡的区域分布有利于抵御单一城市市场环境及政策波动的风险。同时

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。

也关注疫情对公司短期内销售及回款的影响。

2019 年实际控制人批捕后，公司主动放缓拿地节奏、加速资金回笼；2019 年 12 月以来，公司土地投资有所恢复；目前公司项目储备仍较为充沛

土地获取方面，公司以招拍挂为主，同时辅以兼并收购等其他投资方式。近年来公司土地支出规模呈波动态势。2019 年 1~6 月，公司新增土地储备仍保持往期正常水平，但 2019 年 7 月以来，受公司实际控制人批捕影响，为维持现金流平衡，公司放缓拿地节奏，7 月~11 月权益地价款支出分别为 13.02 亿元、0.00 亿元、0.58 亿元、0.74 亿元和 7.95 亿元；同时，为加快现金回笼，2019 年公司累计转让位于合肥、宿州、上饶、太原和襄阳等城市共计 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。2019 年公司新增住宅地块建筑面积 1,064.72 万平方米，新增商业地块建筑面积 1,443.75 万平方米，均同比大幅下降。2019 年年底公司拿地有所恢复，2019 年 12 月~2020 年 3 月权益地价款支出分别为 24.06 亿元、11.70 亿元、20.12 亿元和 18.50 亿元。

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	2017	2018	2019
新拓展项目	122	164	72
新增项目储备建筑面积	3,392.80	4,773.24	2,508.47
新增项目储备购置支出	893.55	1,112.17	607.42
新增项目楼面均价	2,633.67	2,330.01	2,421.48

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 2019 年末，公司拥有已竣工但尚未出售或租赁的建筑面积 424.89 万平方米，在建未售建筑面积 7,523.31 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 8,514.80 万平方米，为当期销售面积的 3.50 倍，权益项目储备建筑面积 6,454.95 万平方米，公司项

目储备较为充沛。

表 6: 2019 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
常州	393.54	4.49%
苏州	344.17	3.93%
昆明	320.33	3.65%
天津	298.07	3.40%
青岛	294.81	3.36%
重庆	253.43	2.89%
徐州	219.30	2.50%
盐城	211.50	2.41%
惠州	178.22	2.03%
成都	171.46	1.96%
武汉	170.09	1.94%
镇江	162.58	1.85%
湖州	154.75	1.77%
郑州	154.61	1.76%
长沙	151.66	1.73%
总计	3,478.52	39.67%

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, 2019 年末公司项目储备项目分布在苏州、常州、青岛、重庆、成都、徐州、南通、天津、淮安、合肥等全国 105 个城市, 其中前十五大城市建筑面积合计 3,478.52 万平方米, 合计占比为 39.67%。从城市能级来看, 一、二线城市的建筑面积占比为 31.97%; 三、四线城市占比为 68.03%。

中诚信国际认为, 受实际控制人批捕事件影响, 公司主动放缓拿地节奏, 加速项目回笼; 2019 年 12 月以来, 公司土地投资有所恢复, 中诚信国际将对公司土地投资的恢复情况保持关注。

2019 年吾悦广场仍保持较快速扩张, 当年租金及管理费收入同比大幅增长, 与房地产开发形成协同效应; 但新冠肺炎疫情对短期租金收入产生一定影响

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, 近年来不断加大对商业及综合体项目的投资。2019 年, 公司新开业吾悦

广场 21 个, 新开业规模居行业第二。当年公司吾悦广场租金及管理费收入同比增长 92.28% 至 40.69 亿元。物业平均出租率达 99.16%。但值得关注的是, 受新冠肺炎疫情影响, 公司自 2020 年 1 月 15 日起向商户提供 67 天租金减半的政策, 根据相关租赁合同测算, 该项举措导致公司租金及管理费收入减少约 5 亿元。2020 年一季度, 公司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, 预计总租金及管理费收入将超过 55 亿元。

2019 年末已开业的 63 个吾悦广场中 60 个为自持经营, 3 个为委托经营的轻资产项目, 当年末已开业的吾悦广场可供出租面积增至 359.01 万平方米, 其中三四线城市占比 75.22%; 当年末单个吾悦广场平均可租赁面积为 5.56 万平方米, 商业业态迎合中产阶级消费习惯, 较符合中小城市的消费能力。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, 单位租金逐年增长, 且位于三四线城市的单位租金表现良好。

表 7: 公司吾悦广场经营情况 (万平方米、亿元)

城市能级	2019 年末可供出租面积	2018 年租金收入	2019 年租金收入
一线城市	7.9	1.21	1.39
二线城市	81.07	5.93	9.29
其他城市	270.04	14.02	30.01
总计	359.01	21.16	40.69

注: 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。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

新增综合体项目方面, 2019 年公司新增 24 个综合体项目, 其总建筑面积为 1,443.75 万平方米。截至 2019 年末, 公司持有综合体项目总建筑面积 5,566.71 万平方米; 其中, 在建项目总建筑面积 4,402.47 万平方米, 拟建项目总建筑面积 176.52 万平方米, 基本完成全国化布局。未来随着在建及拟建项目的持续推进和投入运营, 公司租金收入有望持续提升。

财务分析

下列财务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 2017~2019 年度财务报告，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。

2019 年公司营业毛利率有所下降但仍保持行业较高水平，期间费用控制能力尚可，整体盈利能力处于良好水平

受结算项目盈利能力下降的影响，2019 年公司毛利率水平有所降低，但得益于较低的土地成本和较高的结算均价，公司营业毛利率仍然处于行业较好水平。截至 2019 年末公司预收账款增至 1,982.29 亿元，为当期物业销售收入的 2.31 倍，较为充沛的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毛利率构成(%)

收入	2017	2018	2019
物业销售	34.85	35.48	30.98
物业出租及管理	69.50	67.76	67.56
其他	25.86	29.70	27.28
合计	35.56	36.69	32.64

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

随着房地产项目销售及开发规模的扩大，2019 年公司销售费用及管理费用分别同比增长 64.52% 和 16.56%。同时随着债务规模增长较快且融资成本³提升，2019 年财务费用有所提高，但受益于营业总收入的增长，公司期间费用率仍相对稳定。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019
销售费用	17.76	22.67	43.72
管理费用	19.83	22.66	38.20
财务费用	4.47	8.42	8.92
期间费用合计	42.06	53.75	90.84
期间费用率(%)	10.38	9.93	10.58
经营性业务利润	69.39	110.10	133.91

³ 2017~2019 年公司融资成本分别为 5.32%、6.47% 和 6.73%。

⁴ 2019 年，公司的投资性房地产公允价值变动收益为 25.51 亿元。

资产减值损失	-0.30	-2.64	9.40
公允价值变动收益	9.11	27.85	26.47
投资收益	5.39	22.67	26.90
利润总额	83.71	157.67	178.13
净利润率(%)	15.45	22.55	15.53

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

得益于快速增长的业务规模及较好的期间费用控制能力，2019 年公司经营性业务利润同比增长 21.62%。公司确认较大规模公允价值变动收益，主要为投资性房地产公允价值变动收益⁴。2019 年公司确认较大规模投资收益，主要为权益法核算的投资收益以及部分合营企业转子公司产生的投资收益⁵。但 2019 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。

资本结构

2019 年公司资产负债规模持续增长，下半年受融资渠道收紧影响，公司加强现金流管理，财务杠杆明显下降，且处于较好水平

经营规模扩大带动公司资产总额快速增加，2019 年总资产同比增长 39.90%。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，2019 年末公司流动资产占总资产的 79.58%。

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，2019 年随着项目的持续投入，以及上半年土地获取力度大，存货规模同比增长 58.86%。公司其他应收款主要由项目合作形成，2019 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 224.05 亿元和 146.50 亿元，其他应收款前五大单位分别上海新碧房地产开发有限公司、南京新保弘房地产有限公

⁵ 2017~2019 年，公司由于合并范围变化而产生的投资收益分别为 2.99 亿元、7.50 亿元和 3.28 亿元。

司、卓越置业集团有限公司、惠州中奕房地产开发有限公司及常州新城悦兴房地产开发有限公司，合计占比为 13.47%。受益于当期销售回款的增长及土地投资的下降，2019 年末公司货币资金同比增长 40.81%，保证金等受限货币资金占比较小。

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。受当年对吾悦广场的持续投入以及公允价值增加的影响，2019 年投资性房地产同比增长 67.38%。公司长期股权投资主要为对合联营企业的投资，2019 年规模相对稳定。

2019 年公司总负债同比增长 43.25%，主要由预收款项⁶、其他应付款和有息债务构成。随着销售规模的快速增加，使得 2019 年末预收账款同比大幅增长 67.19%。因执行新收入准则，原预收账款中的预收房款对应的增值税金当期重分类到了其他应付款，2019 年公司其他应付款同比增长 40.44%。截至 2019 年末，其他应付款中共有 46.95 亿元关联企业的带息应付款，除此之外主要为合作项目形成的往来款，包括常州新城创恒房地产开发有限公司、云南通泽置业有限公司、天津市淀兴房地产开发有限公司和上海佘山乡村俱乐部有限公司等。

所有者权益方面，得益于公司业务具有很强的盈利能力，其利润积累不断夯实自有资本；此外，受合作开发增多，并表项目少数股东持续投入，公司少数股东权益亦有大幅提升。2019 年末公司所有者权益同比增长 55.83%。

财务杠杆方面，2019 年下半年公司融资渠道明显收紧，公司降低对外投资力度，加快现金回流，使得当年末净负债率同比下降 25.80 个百分点至 31.06%，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）

	2017	2018	2019
货币资金	219.47	454.09	639.41
其他应收款	285.20	453.26	465.05
存货	763.79	1,455.73	2,312.59
投资性房地产	234.96	407.58	682.21
其他应付款	321.37	479.22	673.00

⁶ 2018 年及 2019 年 9 月合同负债纳入预收款项进行分析。

预收款项	508.14	1,185.62	1,982.29
应付账款	195.28	247.84	347.75
少数股东权益	53.58	204.64	235.08
所有者权益	259.82	509.57	619.35
资产负债率	85.84	84.57	86.60
净负债率	87.51	56.86	31.06

注：2018 年及 2019 年末合同负债纳入预收款项分析

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成，2019 年存货占比有所提升；同时开发产品占存货比重较低，产品去化情况较好，周转率处于较好水平

在项目开发扩大的带动下，2019 年公司流动资产规模继续扩大。公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成。

表 11：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2017	2018	2019
流动资产/总资产	77.18%	79.99%	79.58%
存货/流动资产	53.92%	55.09%	62.88%
货币资产/流动资产	15.49%	17.19%	17.39%
其他应收款/流动资产	20.13%	17.15%	12.65%
（存货+货币资金）/流动资产	69.41%	72.28%	80.27%
开发产品	54.11	42.30	71.56
开发产品/存货	7.09%	2.91%	3.09%
开发成本	513.27	1,301.56	2,128.83
开发成本/存货	67.20%	89.41%	92.05%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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，且以开发成本占比最高，2019 年末开发成本占比为 92.05%；同期末，公司开发产品为 71.56 亿元，占存货的比重为 3.09%，较上年有所上升但仍处于较低水平；同期末，公司拟开发土地 112.20 亿元，占年末存货账面价值的 4.85%。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，2019 年，公司存货周转率和总资产周转率均与上年基本持平。

表12：近年来公司周转率相关指标

	2017	2018	2019
存货周转率（次/年）	0.45	0.31	0.31
总资产周转率（次/年）	0.28	0.21	0.22

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

2019年融资渠道收紧后，公司加强销售回款并降低投资支出，使得货币资金和销售回款等偿债指标优化并处于良好水平

2019年公司进一步强化销售回款管理，当期销售商品、提供劳务收到的现金同比增长57.58%，同时下半年以来公司拿地力度明显减弱，全年经营活动净现金流呈大额净流入状态。同时下半年融资渠道明显收紧，筹资活动净现金流呈净流出状态。

2019年上半年公司债务规模继续提升，但下半年以来受实际控制人批捕影响，公司融资渠道受到较大不利影响，融资规模明显下降，整体导致2019年末债务同比增速明显放缓。当期末短期债务为397.07亿元，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47.74%，债务期限结构有待优化。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。

2019年EBITDA增速同比放缓，且公司融资成本上升，使得EBITDA和经调整EBIT对利息的保障倍数有所下降，但公司盈利能力强，覆盖能力仍处于较高水平。同时，公司货币资金充足，对短期债务的覆盖能力很强。2019年公司销售回款情况良好，总债务/销售商品、提供劳务收到的现金有所下降。

表13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

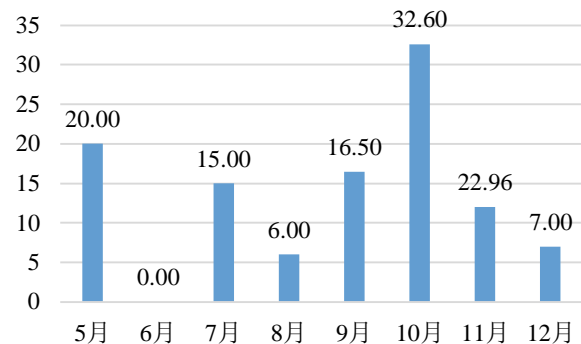
	2017	2018	2019
经营活动净现金流	-104.85	38.17	435.80
销售商品、提供劳务收到的现金	554.87	1,057.38	1,666.18
投资活动净现金流	2.44	-200.13	-90.27
筹资活动净现金流	189.70	358.91	-155.17
货币资金/短期债务	1.14	1.89	1.61

总债务	446.84	743.86	831.80
短期债务	192.46	240.31	397.07
EBITDA	90.38	165.38	192.09
总债务/EBITDA	4.94	4.50	4.33
EBITDA利息倍数	4.18	4.14	3.43
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.81	0.70	0.50
经调整的EBIT利息保障倍数	4.88	4.95	4.18

资料来源：公司财务报表

实际控制人批捕后，公司融资渠道受到较大不利影响，虽然2019年11月以来公司融资渠道有所恢复，但2020年公司面临较大规模公开债券到期，对公司再融资能力提出挑战

2019年7月以来公司面临较大再融资压力；但11月以来公司开发贷放款金额呈上升态势，部分商业银行和离岸债券等融资渠道已逐步复苏；目前公司融资渠道已基本恢复。然而，2020年5~12月公司面临120.06亿元公开市场债务（含权）到期，对公司再融资能力提出挑战，中诚信国际将对公司融资渠道的恢复情况保持关注。截至2019年末，公司获得各大银行给予的公司授信总额为939.00亿元，其中尚未使用授信额度为734.88亿元。

图4：2020年5~12月公司公开市场债券（含权）到期分布图（亿元）


资料来源：公司数据，中诚信国际整理

截至2019年末，公司受限资产合计为844.91亿元，其中受限货币资金为48.60亿元，主要是各项保证金和监管资金存款，存货受限565.87亿元，投资性房地产受限208.20亿元，受限资产合计占当期末总资产的18.28%。

或有事项方面，截至2019年末，公司对外担保

余额 193.02 亿元，占净资产比重为 31.16%，主要为对联合营企业提供的担保，公司涉及一起重大未决诉讼⁷。

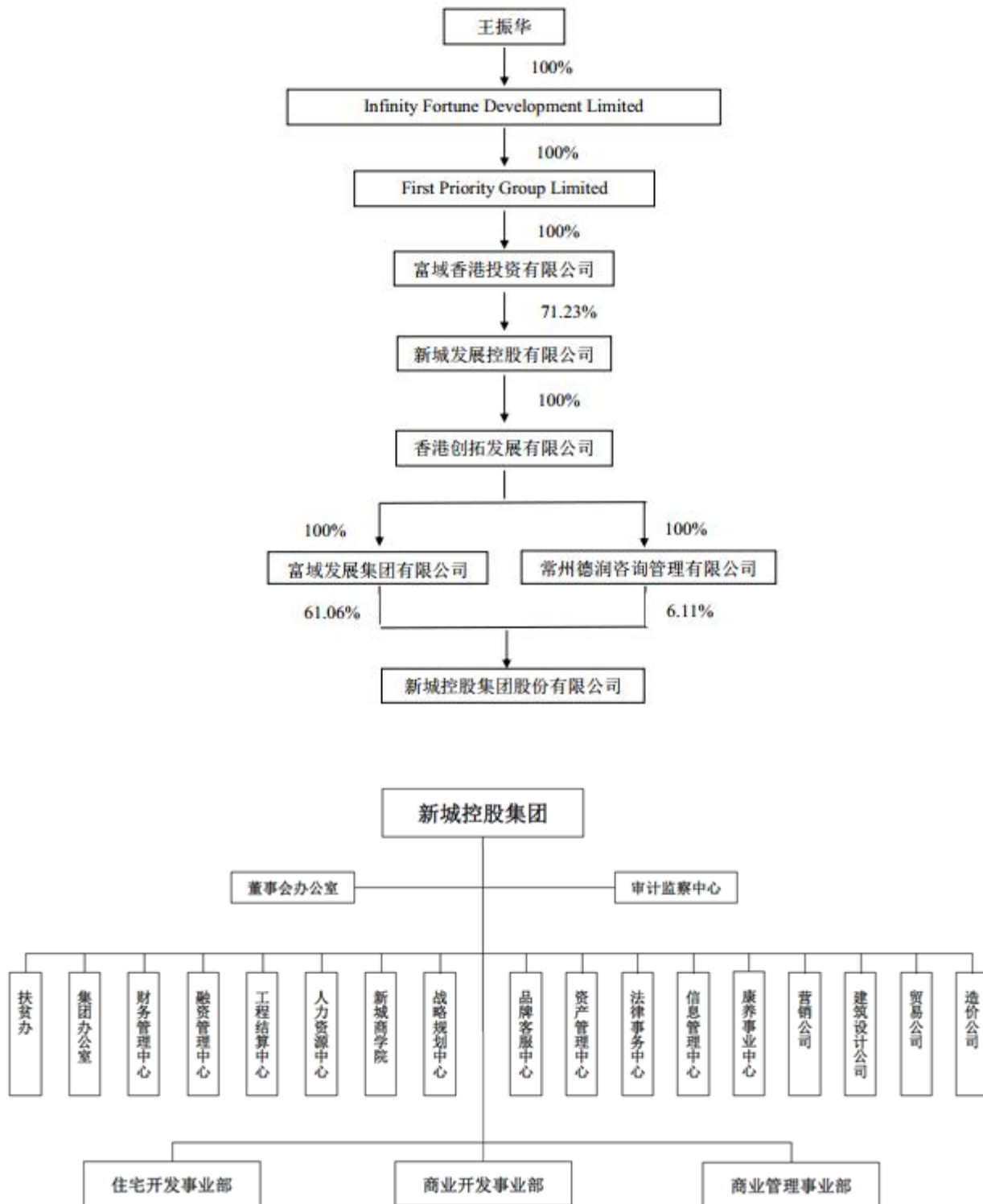
过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至目前，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

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”的信用等级为 **AAA**。

⁷ (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，目前案件正处于二审审理过程中。

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 2019 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）	2017	2018	2019
货币资金	2,194,732.13	4,540,922.13	6,394,122.89
其他应收款	2,852,022.62	4,532,596.53	4,650,455.39
存货净额	7,637,908.36	14,557,305.01	23,125,879.69
长期投资	1,371,175.95	1,880,855.45	1,919,377.73
固定资产	218,346.37	211,226.93	198,924.87
在建工程	0.00	0.00	0.00
无形资产	9,520.69	57,645.41	51,443.64
投资性房地产	2,349,600.00	4,075,800.00	6,822,100.00
总资产	18,352,666.14	33,031,841.74	46,211,008.06
预收款项	5,081,360.87	11,856,200.96	19,822,898.07
其他应付款	3,213,675.75	4,792,210.80	6,730,047.93
短期债务	1,924,628.05	2,403,108.02	3,970,698.29
长期债务	2,543,814.56	5,035,462.14	4,347,332.66
总债务	4,468,442.60	7,438,570.16	8,318,030.95
净债务	2,273,710.48	2,897,648.03	1,923,908.06
总负债	15,754,488.71	27,936,154.33	40,017,477.04
费用化利息支出	48,665.32	50,631.35	107,182.20
资本化利息支出	167,319.20	349,007.36	452,370.30
所有者权益合计	2,598,177.43	5,095,687.41	6,193,531.02
营业总收入	4,052,568.48	5,413,331.10	8,584,704.14
经营性业务利润	693,854.49	1,101,045.92	1,339,101.67
投资收益	53,851.06	226,726.21	269,014.60
净利润	626,036.27	1,220,881.06	1,332,990.26
EBIT	885,722.08	1,627,345.99	1,888,481.67
EBITDA	903,791.57	1,653,753.88	1,920,856.15
销售商品、提供劳务收到的现金	5,548,713.09	10,573,792.81	16,661,822.62
经营活动产生现金净流量	-1,048,516.36	381,699.51	4,358,018.17
投资活动产生现金净流量	24,428.93	-2,001,297.54	-902,696.35
筹资活动产生现金净流量	1,897,010.57	3,589,050.35	-1,551,652.83

财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	35.56	36.69	32.64
期间费用率(%)	10.38	9.93	10.58
EBITDA 利润率(%)	22.30	30.55	22.38
净利润率(%)	15.45	22.55	15.53
总资产收益率(%)	6.18	6.33	4.77
存货周转率(X)	0.45	0.31	0.31
资产负债率(%)	85.84	84.57	86.60
总资本化比率(%)	63.23	59.35	57.32
净负债率(%)	87.51	56.86	31.06
短期债务/总债务(%)	43.07	32.31	47.74
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.23	0.05	0.52
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.54	0.16	1.10
经营活动净现金流/利息支出(X)	-4.85	0.96	7.79
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	0.81	0.70	0.50
总债务/EBITDA(X)	4.94	4.50	4.33
EBITDA/短期债务(X)	0.47	0.69	0.48
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.18	4.14	3.43
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	4.88	4.95	4.18

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理；2017 年其他应付款不包括带息债务，故与年报不一致；2018~2019 年其他应付款为年报数据将公司其他应付款和其它非流动负债中有息债务纳入短期债务核算；将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用。

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
	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。