

上海新长宁（集团）有限公司

2019 年度第二期中期票据

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2018)011307】

评级对象: 上海新长宁(集团)有限公司 2019 年度第二期中期票据

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺

注册额度: 4 亿元

本期发行: 4 亿元

存续期限: 3+2 年

增级安排: 无

评级时间: 2018 年 12 月 26 日

发行目的: 偿还银行借款本息, 补充营运资金

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	11.60	12.29	11.69	14.80
刚性债务	29.37	39.08	33.37	32.61
所有者权益	29.14	30.64	31.98	32.94
经营性现金净流入量	16.27	2.70	6.32	8.04
合并口径数据及指标:				
总资产	282.08	320.61	303.92	314.56
总负债	223.34	253.84	233.75	241.15
刚性债务	60.78	61.92	54.17	53.34
所有者权益	58.74	66.77	70.17	73.41
营业收入	27.69	26.42	30.40	28.99
净利润	4.00	3.93	4.11	3.21
经营性现金净流入量	-0.68	13.03	3.18	13.26
EBITDA	10.54	12.27	12.23	—
资产负债率[%]	79.18	79.18	76.91	76.66
权益资本与刚性债务比率[%]	96.64	107.83	129.54	137.63
流动比率[%]	135.92	127.83	136.04	133.94
现金比率[%]	17.75	21.99	19.73	22.60
利息保障倍数[倍]	2.30	2.33	2.79	—
净资产收益率[%]	7.29	6.27	6.00	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.39	6.91	1.67	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.53	4.92	0.71	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.05	3.57	3.98	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.20	0.21	—

注: 根据新长宁集团经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

张佳 zhangjia@shxsj.com

王树玲 wangsl@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

<http://www.shxsj.com>

评级观点

主要优势:

- **区域环境良好。**上海及周边城市产业结构调整和城市进程较快, 为新长宁集团的园区开发及房地产项目提供较好的发展空间。
- **销售资金回笼情况较好。**近年来新长宁集团房地产项目销售情况较好, 房地产销售资金回笼规模较大, 目前, 公司已销售未结转物业面积及相应金额均较大, 可为其后续业绩提供一定支撑。同时, 新长宁集团物业出租能够实现持续稳定的现金流入。
- **部分项目土地获取成本较低。**新长宁集团所开发部分房地产项目的土地取得时间较早, 以原始成本入账, 土地成本较低, 项目盈利空间相对较大, 所持有物业相对较高的市值可在一定程度上增强其财务弹性, 并能提高公司在不利市场情况下, 抵御市场波动风险的能力。

主要风险:

- **政府规划与定位带来的项目低收益风险。**近年来新长宁集团对临空经济园区(北临空)逐步开发并稳步经营, 但临空经济园区(北临空)区域内项目用途受政府规划和功能定位影响较大, 区域内项目回报收益相对较低。
- **行业环境波动。**房地产行业受国家宏观政策、经济周期性和货币政策影响较大, 行业集中度高, 行业波动加大, 新长宁集团房地产业务面临一定经营风险, 尤其是上海市外的湖州多媒体产业园项目存在一定项目运作风险。
- **权益结构稳定性。**新长宁集团合并口径与本部口径的账面未分配利润比较大, 如遇股东要求较高的利润分配或将对公司的权益结构、财务杠杆和资金计划产生一定影响。
- **资金压力。**新长宁集团 2019 年资金需求量较大, 土地储备、项目投资及年度往来款支出带

来一定营运资金压力。

➤ 未来展望

通过对新长宁集团及其发行的本期中期票据主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA+主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期中期票据还本付息安全性很强，并给予本期中期票据 AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



上海新长宁（集团）有限公司

2019 年度第二期中期票据

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

上海新长宁(集团)有限公司(简称“新长宁集团”、“该公司”或“公司”)成立于 1996 年 3 月,后经上海市长宁区人民政府于 1998 年 7 月发布《关于同意组建上海新长宁集团及成立上海新长宁(集团)有限公司的批复》(长府[1998]51 号文)核准,由上海长宁投资公司(简称“长宁投资”)、上海长宁建设资产经营有限公司(简称“长宁建设”)和上海鑫达实业总公司(简称“鑫达实业”)对其联合重组,成立上海新长宁(集团)有限公司,并分别持有其 59.00%、29.78%和 11.22%的股权;2016 年 7 月,根据长国资[2016]32 号《关于无偿划转上海长宁建设资产经营有限公司持有的上海新长宁(集团)有限公司 29.78%股权的决定》,将长宁建设持有公司 29.78%股权无偿划转至上海长宁国有资产经营投资有限公司(简称“长宁国资”)。截至 2018 年 9 月末,公司注册资本为 9.24 亿元,实际控制人为上海市长宁区国有资产监督管理委员会(简称“长宁区国资委”)。

该公司业务经营涉及园区开发与经营、房地产开发、物业出租、物业管理、旧区改造、药品生产及销售、建筑材料等的批发和零售以及装修装饰等,业务区域主要集中在上海。

2. 债项概况

(1) 债券条款

根据该公司于 2018 年 8 月 16 日召开的股东会会议和董事会会议决议,公司拟发行中期票据,本期中票拟发行规模 4.00 亿元,发行期限 3+2 年,发行概况如图表 1 所示。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	上海新长宁(集团)有限公司 2019 年度第二期中期票据
总发行规模:	4.00 亿元人民币
本期发行规模:	4.00 亿元人民币
本期债券期限:	3+2 年(附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售权)
债券利率:	根据各期发行时银行间债券市场的市场状况最终确定

定价方式:	按面值发行
偿还方式:	按年付息, 到期一次还本
增级安排:	无

资料来源: 新长宁集团

该公司 2012 年以来债券市场注册发行债务融资工具情况如图表 1 所示, 截至 2018 年 9 月末, 公司债券余额为 19.00 亿元, 付息情况正常, 均尚未开始还本。

图表 2. 公司已发行债券概况 (单位: 亿元)

债项名称	发行金额	期限 (天/年)	发行利率 (%)	起息日期	注册额度/注册时间	本息兑付情况
12 长宁债	7.00	7 年	6.08	2012-8-16	7 亿元/-	未到期, 付息正常
16 新长宁 MTN001	8.00	5 年	3.78	2016-4-20	中市协注[2016]MTN148 号 (12 亿元/2016 年 3 月)	
16 新长宁 MTN002	4.00	5 年	4.00	2016-6-6		
合计	19.00	-	-	-	-	-

资料来源: 新长宁集团

(2) 募集资金用途

该公司拟将本期中票募集资金 2.80 亿元用于偿还银行借款本息、1.20 亿元用于补充营运资金。

(3) 信用增进安排

本期中票未安排信用增级。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年第三季度, 全球经济景气度继续回落, 发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推 CPI 走高, 美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧, 热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济运行总体平稳, 尽管受到外部贸易摩擦、内部强监管等因素的冲击, 但有望在货币政策、财政政策、金融监管政策等宏观政策的协同合力下得到对冲。随着我国对外开放范围和层次的不拓展, 稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实, 我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年第三季度, 全球经济景气度继续回落, 发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推 CPI 走高, 美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政

策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力，房地产和资本市场存在风险，特朗普的关税政策给全球贸易前景带来隐忧；欧盟经济复苏有所放缓，欧洲央行购债规模进一步缩减并计划于年底结束，英国央行再度加息，英国与欧盟在脱欧问题上的分歧能否达成一致以及联盟内部政治风险均是影响其复苏进程的重要因素；日本经济温和复苏，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，强势美元引发的货币贬值及资本外流压力明显上升；印度经济增长较快，因 CPI 快速回升印度央行年内再度加息；俄罗斯经济复苏势头有油价上涨支撑，受美国经济制裁影响或有所波动，卢布贬值迫使俄罗斯央行近四年来首度加息；巴西经济复苏缓慢，增长压力大，PMI 下滑至收缩区间，消费者信心指数持续下降；南非经济处于衰退边缘，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

2018 年第三季度，我国宏观经济运行总体平稳的同时，受外部贸易战及内部强监管等因素在短期内集中发酵影响而面临一定压力。国内 CPI 上涨有所加快但尚不构成通胀，就业形势仍较好。居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长；投资结构不断优化，基建疲弱导致固定资产投资增速下降至历史低位，基础设施领域补短板力度的逐步加大、制造业投资的持续改善以及房地产投资的较快增长将有望支撑整体投资企稳甚至回升；以人民币计价的进出口贸易增速有所回升但受中美贸易战影响将面临一定压力。工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级。房地产调控进一步趋严、市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国财政政策、货币政策及金融监管政策的协同性明显提升，逐步形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。积极财政政策取向更加积极，减税降费力度不断加大，财政支出聚力增效，在扩大内需及结构调整上发挥更大的作用；地方政府债发行加速并不断创新，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，年内数次定向降准，优化市场流动性结构，保证其合理充裕，积极支持实体经济发展；同时，央行坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，为结构性去杠杆提供了稳定的货币环境。宏观审慎政策不断健全完善，金融监管制度补齐同时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，金融体系抗风险及服务实体经济能力不断提升。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及稳中向好的经济发展前景长期内能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走

深”，外商投资环境更加公平便利，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

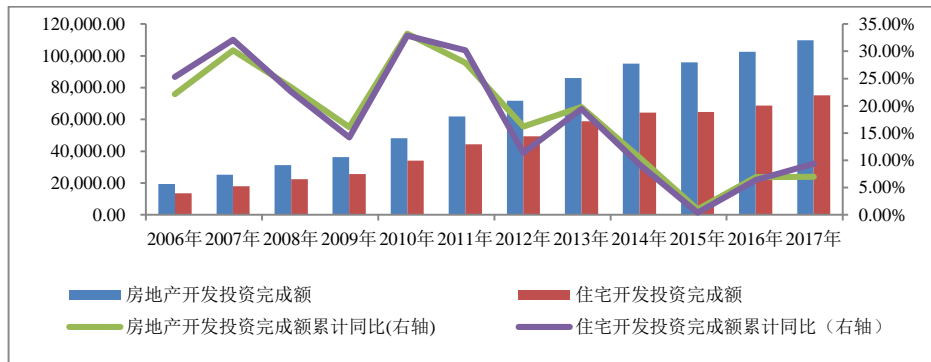
我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好“三大攻坚战”，短期内虽然我国宏观经济因内外因素集中发酵面临一定压力，但在各类宏观政策协同合力对冲下有望继续保持稳中有进的态势。中美贸易战具有长期性和复杂性，将对我国出口增长形成一定扰动；但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

房地产是我国经济的支柱产业之一，且未来仍有较大的发展空间。受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产市场景气度存在一定波动。2017年以来，主要热点城市的住宅销售面积因调控政策收紧而出现涨幅显著收窄的现象，重点城市成交规模持续回落。在此背景下，房地产行业平均营业收入及净利润增速下滑，未来行业盈利能力提升承压。展望2018年，地方政府对房地产销售节奏与价格的干预以及非传统融资渠道严监管背景下，房地产行业面临的资金链风险或将显著加大。部分中小型开发商以及前期高价储备土地量较大的大型开发商，其信用风险暴露可能性明显上升。

房地产是我国经济支柱产业之一。在工业化、城镇化、居民收入增长、消费需求升级以及信贷政策支持的强劲推动下，2000年以来行业整体发展速度快。2004-2016年，我国房地产行业年完成投资额从1.32万亿元升至10.26万亿元；住宅年完成投资额从0.88万亿元升至6.87万亿元。2017年度我国房地产行业完成投资额为10.98万亿元，较上年同期增长7.00%；住宅年完成投资额为7.51万亿元，较上年同期增长9.40%，增速较上年同期放缓。根据国家统计局数据显示，2017年度我国人口城镇化率为58.52%，较上年提升了1.17个百分点，未来仍有较大的发展空间。

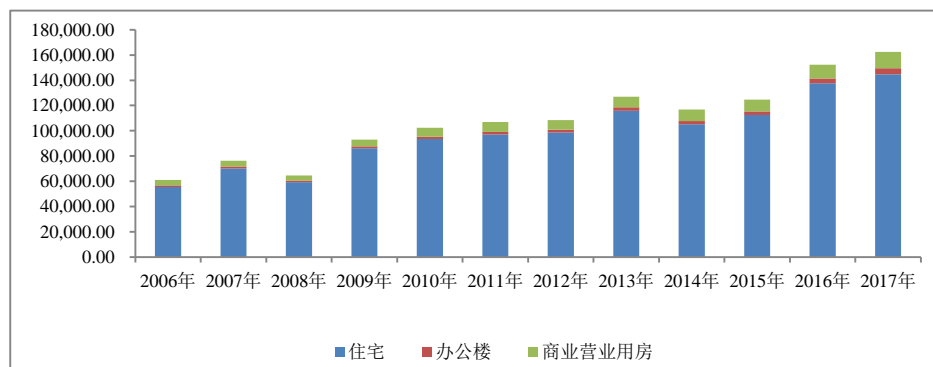
图表 3. 2006-2017 年度房地产投资情况（单位：亿元）



资料来源: Wind 资讯及国家统计局

2017年我国商品房新房销售面积为16.94亿平方米,累计同比增长7.70%,较上年同期涨幅收窄14.80个百分点;其中住宅销售面积为14.48亿平方米,累计同比增长5.30%,较上年同期收窄17.10个百分点。值得关注的是,2016年9月开始,我国多个热点城市陆续加大限贷、限购、限价力度以抑制楼市过热,政策调控效果已明显显现。根据CREIS中指数据的资料显示,2017年度楼市总体成交量较2016年下降16.17%,其中一线城市下降幅度达37%,成交规模降到2011年以来同期新低。

图表 4. 2006-2017 年我国主要类型商品房的销售面积（单位：万平方米）



资料来源: Wind 资讯

2017年度,各地政府调控政策持续收紧,多城市楼市政策密集出台且不断升级。此前调控力度较弱的二线城市相应加码,多城市在限购、限贷之后采取“限售”模式且范围不断扩大。此外,自“930调控”以来,三四线城市承接市场外溢需求,再加上城市棚改力度大,需求集中释放,房价上涨明显,此次调控也向中心城市周边的热点三四线城市蔓延,且主要集中于东部沿海城市群。随着相关政策的持续推进,国内主要热点城市商品房成交面积显著减少,调控效果显现。2017年4月,住房城乡建设部及国土资源部下发的《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》(建房[2017]80号)明确,建立健全购租并举的住房制度,培育和发展住房租赁市场;在租赁住房供需矛盾突出的超大和特大城市,开展集体建设用地上建设租赁住房试点。总体而言,我国房地产市场在深化调控的同时,不断发展住房租赁市场、推进长效机制,有利于未来房地产市场的平稳运行。但同时也需关注到,导致目前房价高企与风险过度积聚的根源在于市场资金供给过剩,以及财政分配体制,持续的政策干预

能否带来房地产市场真正的平稳运行，尚待观察。

自 2016 年下半年开始，房企融资渠道陆续受限，银行开发贷、公司债、信托、私募等均已收紧。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据 Wind 数据显示，2018 及 2019 年为房企公司债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模分别为 5,001 亿元和 6,350 亿元，结合流动性收紧和市场交易下滑的预期，房企资金链压力凸显。

预计 2018 年在调控深化，金融去杠杆及监管趋紧的态势下，房地产行业融资渠道依然偏紧。房地产企业需要面对限售限贷、调控加码以及债务集中到期、资金成本上升等多重压力。大型房企可依据品牌优势和综合实力获得境内外资金支持，并不断创新融资工具；而依赖大量融资激进拿地、自身回款能力较弱的中小型房企将遭遇一定冲击，或将面临较高的信用风险。房企之间整合并购将继续加速，市场集中度将进一步提高。

图表 5. 行业内核心样本企业基本数据概览（单位：2017 年末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标		核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
万科企业股份有限公司	2,428.97	34.10	11,653.47	83.98	0.95	372.08	823.23
绿地控股集团有限公司	2,901.74	14.34	8,494.44	88.51	0.35	138.90	549.88
华夏幸福基业股份有限公司	596.35	47.93	3,758.65	81.10	0.63	88.07	-162.28
重庆龙湖企业拓展有限公司	669.77	35.23	3,412.72	66.79	1.94	158.20	5.18
北京首都开发股份有限公司	366.78	32.72	2,404.63	80.59	0.45	36.14	-204.53
阳光城集团股份有限公司	331.63	25.08	2,132.50	85.66	0.27	22.28	88.19
金地(集团)股份有限公司	373.32	34.25	2,079.42	72.13	1.09	94.77	-69.89
金地(集团)股份有限公司	373.32	34.25	2,079.42	72.13	1.09	94.77	-69.89
泰禾集团股份有限公司	243.31	27.63	2,064.21	87.83	0.18	23.33	-125.53
新城控股集团股份有限公司	405.26	35.56	1,835.27	85.84	0.63	62.60	-104.85
金科地产集团股份有限公司	347.58	21.32	1,573.64	85.79	0.33	22.85	-84.86
光明房地产集团股份有限公司	208.11	20.49	541.54	79.92	0.49	19.88	16.79
新华联文化旅游发展股份有限公司	74.41	31.80	512.95	84.03	0.31	8.63	9.35
重庆市迪马实业股份有限公司	95.38	25.25	375.59	79.32	0.57	6.42	17.41
华远地产股份有限公司	99.04	28.03	343.53	77.46	0.47	11.52	6.84
中交地产股份有限公司	57.94	29.67	327.23	88.56	0.33	7.83	-36.14
格力地产股份有限公司	31.30	42.92	273.34	71.36	0.54	6.23	-21.02
广州珠江实业开发股份有限公司	42.40	37.28	136.44	71.64	0.57	5.26	7.76
重庆渝开发股份有限公司	10.41	24.33	63.07	45.19	2.23	0.98	6.03
卧龙地产集团股份有限公司	15.58	37.74	57.62	64.56	3.32	3.56	14.52
上海长峰(集团)有限公司*	42.43	67.39	646.08	48.74	2.27	17.77	28.43
上海申迪(集团)有限公司*	78.91	41.16	561.92	51.07	1.93	-2.95	34.73
浙江中国小商品城集团股份有限公司*	100.17	32.56	238.61	51.61	2.07	14.09	2.74
上海帝泰发展有限公司*	9.45	91.31	143.15	41.52	2.51	8.37	7.22
阳光新业地产股份有限公司*	5.34	51.96	72.15	49.01	1.49	1.90	1.48
上海北方企业(集团)有限公司*	1.20	54.65	69.23	68.41	0.63	0.08	0.75

资料来源：新世纪评级整理。注：带*号为商业地产企业

(3) 区域市场因素

近年来，上海经济稳定增长和城市化进程较快，为该公司的园区开发项目提供较好的发展空间。

改革开放以来，我国的各类产业园区充分发挥政府和市场两方面的积极作用，成为经济发展中最具活力的增长点和拉动经济增长的重要力量。但是，土地开发转让、园区物业租赁是大部分产业园区的业务收入和利润的主要来源之一，土地的不可再生性决定了园区类公司的土地批租主业具有不可持续性。随着不断对外批租土地和土地的开发建设，属于园区公司的土地越来越少。从上海市情况看，主要园区规划面积普遍较小，经过多年的开发后均面临着可开发土地后续供应不足的问题。

在竞争态势方面，随着经济发展从资源驱动向创新驱动转变，园区之间的竞争已由过去的优惠政策、廉价土地等要素竞争，逐步转向产业链竞争、投资环境竞争。从产业链竞争看，具有龙头带动作用的大企业入驻，可吸引众多的垂直和横向协作企业前来投资配套与服务，由此带来产业集群，推动园区经济的良性循环和健康发展。从投资环境看，良好的投资环境不但是园区内企业发展与成长的重要保证，而且能不断吸引国内外资本的流入，其中产业规划和高效的管理体制等软实力的重要性日益凸显。

为促进上海经济长期持续发展，上海市政府明确提出将积极实现经济转型，大力发展服务业，发展现代服务业成为上海产业调整的战略目标，而特色产业园区和总部经济园区的建设将进一步促进该目标的实现。“大虹桥”是上海重要的商务经济战略支撑中心之一，“大虹桥”的崛起将推动上海西部地区的经济增长，“大虹桥”将是继上海中心城区、上海浦东之后的第三个经济增长区域。

大力发展虹桥临空经济园区是上海市优先发展战略的重要实施步骤，充分体现了国家战略及产业政策导向，具备良好的政策环境。上海市大力发展现代服务业，促进上海市产业结构优化升级等相关政策部署对虹桥临空经济园区的开发提出了更高的要求，同时也为其中短期内保持较快发展提供了较宽松的宏观政策环境。

从区域经济环境看，上海及其腹地长三角地区是国内最大的经济核心区，自然条件优越，区位优势明显，经济基础良好，科技和文化教育业发达。根据嘉兴统计信息网发布统计信息，2018年前三季度，长三角核心区消费市场平稳增长，社会消费品零售总额40582.77亿元，其中上海、江苏和浙江区块社会消费品零售总额分别为9244.01亿元、18444.62亿元和12894.14亿元。从规模看，上海市社会消费品零售总额约占长三角核心区总量的1/4，南京、苏州和杭州三城市总量超过4000亿元，分别是4261.73亿元、4213.25亿元和4101.50亿元；宁波和无锡总量在2500亿元以上，分别为2688.84亿元和2933.37亿元；其余城市除舟山（383.93亿元）总量较小外，均近千亿元及以上。从增速看，16城市消费品零售总额增速均在7%以上，其中江苏八市除了南通外增速均较2017年三季度放缓，浙江七市除了绍兴和台州外增速也有所放缓。整体而言，长三角核心区消费市场平稳增长。

上海市良好的区域经济环境吸引了众多的外商投资，据上海市商务委员会最新统计，2017年新设外商直接投资项目3950项，同比下降23.4%；合同金

额 401.94 亿美元，同比下降 21.2%；全年外商直接投资实际到位金额 170.08 亿美元，同比下降 8.1%。全年第三产业外商直接投资实际到位金额 161.53 亿美元，同比下降 1.1%，占全市实际利用外资的比重为 95.0%。截至 2017 年末，在上海投资的国家 and 地区达 175 个，在上海落户的跨国公司地区总部累计达到 625 家。其中，亚太区总部 70 家；投资性公司 345 家；外资研发中心 426 家。年内新增跨国公司地区总部 45 家。其中，亚太区总部 14 家；投资性公司 15 家；外资研发中心 15 家。与“一带一路”沿线国家和重要节点城市建立经贸合作伙伴关系，货物贸易额占全市比重达到五分之一。全年备案和核准对外直接投资项目 608 项，同比下降 57.3%；对外直接投资中方投资额 110.8 亿美元，同比下降 70.3%。签订对外承包工程合同金额 108.5 亿美元，同比下降 8.4%；实际完成营业额 99.3 亿美元，同比增长 49.2%；派出人员 13902 人次，同比增长 114.0%。对外劳务合作派出人员 18935 人次，同比增长 23.8%。

该公司房地产业务主要集中于上海，上海作为“一线城市”，受大力度城市改造及大规模人口导入带来的刚性需求及其预期拉动，投资及投机性需求水平较高，但住宅市场价格易受国家相关政策及土地供给等因素影响，房屋销售面积和房屋销售价格指数波动相对较大。随着 2010 年房地产调控政策的密集出台，上海市商品房销售面积和销售金额持续下降，2012-2013 年，房地产行业调控的政策实施趋势有所放缓，上海房地产市场景气程度开始上升，销售面积和销售均价均出现增长。2014 年上海市房地产市场经历了一轮调整，主要表现为开发投资增速回落和楼市销售量减少，2015 年房价在宽松货币政策下，销售面积和销售均价均出现增长。

2017 年，上海市完成房地产开发投资 3856.53 亿元，同比增长 4.0%。其中，住宅投资 2152.40 亿元，同比增长 9.5%；办公楼投资 642.20 亿元，同比下降 7.7%；商业营业用房投资 506.71 亿元，同比下降 2.4%。商品房施工面积 15362.25 万平方米，同比增长 1.7%；竣工面积 3387.56 万平方米，同比增长 32.8%。商品房销售面积 1691.60 万平方米，同比下降 37.5%，其中住宅销售面积 1341.62 万平方米，同比下降 33.6%。全年商品房销售额 4026.67 亿元，同比下降 39.9%，其中住宅销售额 3336.09 亿元，同比下降 36.3%。全年存量房买卖登记面积 1563.53 万平方米，同比下降 54.0%。全年新增供应各类保障性住房 8 万套，完成中心城区二级旧里以下房屋改造 49 万平方米、受益居民 2.4 万户。全年供应租赁住房用地 80 公顷，可形成租赁住房供应能力近 3 万套。2018 年前三季度，上海市房地产开发保持一定增速，商品房成交面积呈现回升态势。

图表 6. 上海商品房房地产开发及销售情况（单位：万平方米，亿元，%）

年份	商品房销售面积	同比	商品房销售额	同比	房地产开发投资额	同比
2010 年	2060.96	-38.89	2981.01	-31.16	1980.68	35.47
2011 年	1771.30	-13.83	2568.88	-13.80	2170.31	9.60
2012 年	1898.46	7.18	2669.49	2.10	2381.36	5.70
2013 年	2382.20	25.48	3911.57	46.50	2819.59	18.40
2014 年	2084.66	-12.49	3499.53	-10.50	3206.48	13.70

年份	商品房销售面积	同比	商品房销售额	同比	房地产开发投资额	同比
2015年	2431.36	16.63	5093.55	45.50	3468.94	8.20
2016年	2705.69	11.30	6695.85	31.50	3709.03	6.90
2017年	1691.60	-37.50	4026.67	-39.90	3856.53	4.00
2018年前 三季度	1310.37	0.30	-	-	2853.66	5.30

资料来源：Wind

长远看，上海“两个中心”和国际化大都市的建设将会增强上海在全国经济中心的地位，从而有利于上海吸引人才、外资，城市化进程的加快，也将为房地产行业提供良好的发展环境。

近年来，湖州市经济稳步发展，但经济增速有所放缓，区域经济结构较合理，固定资产投资增速较快。

湖州市位于浙江省北部，属于长三角城市群，近年来，湖州市经济平稳发展，2017年实现地区生产总值2476.1亿元，同比增长8.5%，增速较上年提高1.0个百分点。其中第一产业增加值127.3亿元，同比增长2.2%；第二产业增加值1173.7亿元，同比增长7.8%，其中工业增加值1059.7亿元，同比增长8.3%；第三产业增加值1175.1亿元，同比增长10.0%。三次产业结构由2016年的5.7:47.2:47.1调整为2017年的5.1:47.4:47.5，区域经济结构较合理。2018年前三季度，湖州市实现地区生产总值1977.5亿元，同比增长8.6%。

2017年，湖州市规模以上工业增加值同比增长8.7%，与上年增速持平；其中轻、重工业分别增长7.3%和9.6%，轻工业增速较上年下降1.0个百分点，重工业增速较上年上升5.2个百分点。分行业看，33个行业大类中，30个行业实现增长。其中，通用设备制造业增长19.6%，化学原料和化学制品制造业增长15.3%，橡胶和塑料制品业增长14.1%，电气机械和器材制造业增长12.9%，化学纤维制造业增长11.0%，家具制造业增长10.9%。从重点产业看，高新技术产业增长10.4%，战略性新兴产业增长9.5%，装备制造业增长14.5%。全年规模以上工业主营业务收入比上年增长17.5%，利税、利润分别增长22.1%、27.3%。总体来看，湖州市工业水平仍保持较快增长速度。

2017年，湖州市固定资产投资1731.0亿元，同比增长13.7%，增速较上年上升0.2个百分点。其中，基础设施投资576.2亿元，同比增长30.5%；非国有投资1287.5亿元，同比增长20.0%。按产业划分，第一产业投资10.2亿元，同比增长7.2%；第二产业投资717.7亿元，同比增长11.9%，其中工业投资716.6亿元，同比增长12.2%；第三产业投资1003.1亿元，同比增长15.1%。2017年完成房地产开发投资301.2亿元，同比增长9.8%，较上年有所回暖；房屋施工面积2193.6万平方米，同比增长3.2%；房屋竣工面积342.1万平方米，同比下降22.8%；商品房销售面积743.9万平方米，同比增长33.6%，其中住宅639.2万平方米，同比增长30.5%；商品房销售额621.4亿元，同比增长60.6%，其中住宅540.6亿元，同比增长62.8%。2018年以来全省房地产销售整体趋缓，受2017年下半年高基数的影响，2018年第三季度湖州市商品房销售面积出现回落，2018年前三季度湖州市商品房销售面积同比增长8.4%，较2018年上半年

度回落了 17 个百分点。

根据《上海市城市总体规划（2016-2040）》，上海提出要建设卓越的全球城市和国际经济、金融、贸易、航运、科技创新中心和文化大都市的发展目标，产业集聚、人口优化和城市空间管控等对周边城市产生较大溢出效应。2017 年 12 月 27 日，2017 湖州市接轨上海推介会指出湖州市将以接轨上海为引领，全力打造开放发展示范区；以重大战略为牵引，全力抢占绿色制造制高点；以“4+3+N”现代产业体系为支撑，全力打造转型升级样板区。会上，境内外 200 余名客商参会，会上还举行了合作项目集中签约仪式。现场集中签约项目 20 个，涉及新能源汽车、健康养生、高端装备、休闲旅游等多个领域，总投资达 281.8 亿元。根据《上海市城市总体规划（2017-2035 年）》，上海市未来规划形成“一主、两轴、四翼，多廊、多核、多圈”的空间结构，强化沿江、沿湾、沪宁、沪杭、沪湖等重点发展廊道，实现城乡统筹和空间优化，在沪苏湖铁路和“大上海都市圈”的双重规划下，湖州市和上海市的关系将愈发紧密。

2. 业务运营

该公司主营业务突出，主要从事园区开发与经营、房地产开发和物业出租及物业管理，业务区域主要集中在上海和浙江湖州地区，近年来公司园区开发和房地产业务发展较稳健。

该公司在上海市长宁区开展以现代服务业为主导的商务聚集区的开发建设（包括上海多媒体产业园和虹桥临空经济园区等），推动上海西部经济增长的同时拓展科技产业和商业等。目前，公司以园区开发为核心，延伸发展房产开发经营和物业管理及出租等多个业务板块，此外公司还从事药品生产及销售，建筑材料等的批发和零售以及装饰业务等。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
园区开发、房地产开发经营、物业管理出租等	上海市、湖州市	规模、资本、成本、政策

资料来源：新长宁集团

2015-2017 年及 2018 年前三季度，该公司分别实现营业收入 27.69 亿元、26.42 亿元、30.40 亿元和 28.99 亿元，其中房产开发与销售业务收入和房产出租业务收入合计分别为 17.72 亿元、13.92 亿元、15.57 亿元和 18.29 亿元，为公司营业收入的主要来源。

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度	2017 年前三季度
营业收入合计	27.69	26.42	30.40	28.99	24.05
其中：主营业务营业收入（亿元）	26.64	24.65	28.77	27.52	22.29
在营业收入中所占比重（%）	96.21	93.29	94.62	94.92	92.71
其中：（1）房产开发与销售	11.78	6.66	8.73	12.74	6.47

主导产品或服务	2015年	2016年	2017年	2018年 前三季度	2017年 前三季度
在主营业务收入中所占比重(%)	44.20	27.00	30.35	46.30	29.02
(2) 房产租赁	5.95	7.26	6.84	5.55	4.88
在主营业务收入中所占比重(%)	22.32	29.44	23.76	20.16	21.90
(3) 工业	2.41	2.70	3.05	2.47	2.86
在主营业务收入中所占比重(%)	9.03	10.95	10.61	8.99	12.81
(4) 商业	1.12	0.69	0.66	0.42	0.62
在主营业务收入中所占比重(%)	4.20	2.81	2.30	1.54	2.80
(5) 装饰业	1.83	3.30	5.50	3.21	2.57
在主营业务收入中所占比重(%)	6.87	13.40	19.13	11.67	11.54
(6) 物业管理	3.22	3.71	3.53	2.86	2.60
在主营业务收入中所占比重(%)	12.09	15.07	12.28	10.40	11.65
毛利率(%)	51.57	44.40	44.03	45.55	41.86
其中：房产开发与销售(%)	58.23	61.51	63.04	56.06	56.17
房产租赁(%)	58.88	47.72	48.86	49.40	44.26
工业(%)	47.96	67.99	62.87	64.47	53.48
商业(%)	19.05	-23.78	14.18	16.37	16.67
装饰业(%)	34.62	8.33	10.19	10.23	6.70
物业管理(%)	26.81	23.46	9.40	16.98	20.79

资料来源：新长宁集团

A. 产业园区的开发与经营

作为上海“大虹桥战略”中长宁区部分的主要运营主体之一，该公司投入大量资源于长宁区内产业园区（北临空）的开发和建设。截至2018年9月末，公司已基本完成的园区开发项目主要为上海多媒体产业园、虹桥临空经济园区一期以及湖州多媒体产业园一期项目、湖州多媒体产业园二期项目、虹桥临空经济园区二期（10-3地块和11-3地块）和虹桥临空经济园区三期（虹桥8号地块）。

上海多媒体产业园

上海多媒体产业园位于长宁区中山公园地块，主体建筑为兆丰广场。在2000-2002年期间，该公司累计投资11.19亿元完成多媒体产业园的建设，并成功建成“国家数字媒体技术产业化基地”和“国家文化产业示范基地”两个国家级基地，较好地促进了区域经济的发展。

上海多媒体产业园内商场总建筑面积6.14万平方米，可租赁面积6.06万平方米；办公楼总建筑面积4.18万平方米，可租赁面积4.04万平方米。截至2018年9月末，上海多媒体产业园入驻企业408家，出租率为98.50%，2015-2017年及2018年前三季度，上海多媒体产业园实现租金收入分别为1.61亿元、1.96亿元、1.80亿元和1.45亿元，受业态调整及装修影响，2017年租金收入略有下降。

虹桥临空经济园（北临空）

虹桥临空经济园规划总面积为5.14平方公里，毗邻虹桥国际机场，以“园

林式、高科技、总部型”为发展目标，凭借虹桥涉外商务区的区位优势、世界最大的虹桥综合交通枢纽的交通优势、服务与支持创新的环境优势、集聚众多著名企业总部的产业优势，已成为上海发展现代服务业黄金走廊的西部核心，成为连接整个泛长三角地区、长江流域地区的现代服务业集聚区。该公司为虹桥临空经济园开发主体之一，主要负责区域为北临空，北临空定位为以高端技术产业为主的高端企业总部与高技术企业集聚区。

图表 9. 公司虹桥临空经济园区开发情况（单位：万平方米，亿元）

项目名称	项目性质	建筑面积	计划总投资	已投资	可租面积	已租面积	可售面积	销售面积	累计回笼资金
虹桥临空经济园区一期（5、6和7号地块）	自建产业楼	14.67	11.82	12.63 ¹	5.83	4.84	4.92	4.92	9.28
虹桥临空经济园区二期（10-3地块）	酒店、办公和会议中心	27.86	38.00	37.86	5.21	5.11	-	-	-
虹桥临空经济园区二期（11-3地块）	办公楼				8.55	8.55	12.99	6.41	16.58
虹桥临空经济园区三期（虹桥8号地块）	办公、住宅、商业配套	13.40	31.54 ²	28.06	5.70	0.08	7.70	5.70	30.36
总计	-	55.93	81.36	78.55	25.29	18.58	25.61	17.03	56.22

数据来源：新长宁集团（数据截至2018年9月末，累计回笼资金不含租金）

该公司累计投资 32.66 亿元用于虹桥临空经济园区（北临空）内土地前期开发、园区内基础及市政设施建设等，累计开发虹桥临空经济园土地面积 1662.24 亩，形成可出让产业用地 745 亩（已出让 350 亩），并将其中的 113.42 亩（约 7.56 万平方米）土地（分别为临空 5、6 和 7 号地块）用于自建产业楼。公司累计投资 12.63 亿元用于建设虹桥临空经济园区一期（临空 5 号、6 号和 7 号地块）自建产业楼项目，后续以销售和出租形式回笼资金：销售方面，公司已于 2016 年初基本完成预售（4.92 万平方米），累计资金回笼 9.28 亿元；出租方面，临空 5、6、7 号地块 5.83 万平米园区用于出租，出租率约为 83%，2015-2017 年及 2018 年前三季度租金收入分别为 0.63 亿元、0.60 亿元、0.43 亿元和 0.34 亿元，其中 2017 年因部分楼宇装修改造，租金收入略有下降。

虹桥临空经济园区二期主要包括临空 10-3、11-3 地块工程，临空 10-3、11-3 地块是公司于 2009 年 10 月通过土地拍卖购入北临空园区的土地，土地出让总价 10.78 亿元，宗地面积 9.41 万平方米，2013 年末至 2015 年分标段竣工交付。截至 2018 年 9 月末，10-3 地块已经竣工，该地块分为酒店、办公和会议中心三部分，其中：酒店部分已经出租给上海世茂睿选酒店，合同签订期限为 20 年，租金每三年增长一次（目前租金水平为 1.6 元/天/平方米），由对方负责对酒店进行内装修、维护和运营；办公部分出租率约 90.30%（不含酒店），每月均有新签约的入住客户，酒店与办公部分预计满租情况下的年租金收入约 0.45 亿元；会议中心已经装修完毕，并开始营业。2017 年及 2018 年前三季度，临空 10-3 地块酒店、办公和会议中心分别实现出租收入 0.39 亿元和 0.32 亿元。临空 11-3 地块为办公楼（共计 9 栋楼），1 至 9 号楼已经竣工，拟部分出

¹ 该公司计划总投资额未全部计入土地成本，公司结合总账，对土地成本完全分摊。

² 该公司经重新测绘增加部分工程计划投资及补偿地价。

售，截至 2018 年 9 月末已租面积 8.55 万平方米、已售面积 6.41 万平方米，销售部分累计回笼资金 16.58 亿元，出租部分按最低租赁价 4 元/天/平方米测算，预计满租情况下年租金收入约 1.03 亿元。其中，公司确定 9 号楼（美国江森中国总部大楼，已竣工交付）以销售形式来回笼资金，合同金额为 11.12 亿元，截至 2018 年 9 月末，公司已收到 10.59 亿元前期款项（含意向金）。

目前，该公司正在实施虹桥临空经济园区三期（虹桥 8 号地块）工程，虹桥 8 号地块是公司于 2013 年 6 月 8 日通过土地拍卖购入闵行虹桥开发区核心区 8 号地块的土地，土地出让总价 16.30 亿元，宗地面积 4.39 万平方米。该项目规划投资 31.54 亿元，截至 2018 年 9 月末，公司已投资 28.06 亿元。虹桥临空经济园区三期可售套数 412 套，截至 2018 年 9 月末，项目已售 406 套，地上面积已销售面积 5.70 万平方米，销售部分累计回笼资金 30.36 亿元；可租部分为 3 栋办公楼，可租面积为 5.70 万平方米，已出租 0.08 万平方米。

综合而言，近年来，该公司对临空经济园区逐步开发并稳步经营，但临空经济园区（北临空）区域规划及用途受政府规划和功能定位影响较大，区域内规划项目收益回报期较长。

湖州多媒体产业园

湖州多媒体产业园区产业楼位于湖州市东部新区，该公司已完成湖州多媒体产业园区一期项目建设，该项目总投资 3.76 亿元，总建筑面积 5.70 万平方米，主要包括产业楼 3.60 万平方米和工业设计基地 0.81 万平方米。湖州多媒体产业园区一期项目产业楼已正式竣工交付，截至 2018 年 9 月末，完成租赁面积 2.60 万平方米（含工业设计基地），出租率 80.00%，2015-2017 年及 2018 年前三季度，一期项目产业楼实现租金 129.24 万元、332.91 万元、299.65 万元和 293.00 万元。

湖州多媒体产业园区二期为 5.60 万平方米的配套商业，主要包括地下一层，地上商业建筑四层，十二层酒店式公寓。该项目计划总投资 2.80 亿元，项目已竣工验收，截至 2018 年 9 月末，公司已投资 2.67 亿元。目前，入住商铺 2 家，入住率为 40.00%，2017 年实现租金收入 4.55 万元，2018 年前三季度实现租金收入 3.60 万元³。

湖州多媒体产业园区系该公司首次尝试开拓上海市外多媒体建设项目，该项目自建设至 2015 年处于投入期，投入成本较大，其中 2015-2017 年及 2018 年前三季度分别亏损 0.44 亿元、0.08 亿元、0.14 亿元和 0.12 亿元，亏损规模呈波动缩减趋势，但投资回收期较长且投资收益回报预期不佳，2017 年公司已对湖州多媒体产业园计提减值准备 0.14 亿元。目前湖州媒体产业园区项目处于招商及运营阶段，公司对该项目未来仍以出租或出售相关规划尚未落实，本评级机构仍将持续关注项目运营风险。

³ 二标段的公寓楼已出租，前三年免租金，系人才公寓免租。

B. 房地产开发与销售

图表 10. 公司房地产开发与销售业务明细（单位：亿元）

分类	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年前三季度	
	收入	成本	收入	成本	收入	成本	收入	成本
房产开发与销售	11.78	4.92	6.66	2.56	8.73	3.23	12.74	5.60
-住宅销售	6.35	3.37	6.38	2.46	3.91	1.47	6.03	1.20
-酒店整体出售	3.19	0.25	--	--	--	--	--	--
-其他非住宅类物业销售	2.23	1.30	0.28	0.10	4.82	1.76	6.71	4.40

数据来源：新长宁集团（数据截至 2018 年 9 月末，2018 年前三季度因天山星城可售总面积有所增加，单位面积分摊成本减少，2018 年前三季度冲回前期多摊销成本，导致当期住宅销售成本较前次跟踪有所较少。）

图表 11. 近三年一期公司住宅销售与办公楼销售结转明细（单位：平方米，亿元）

分类	2015 年度			2016 年			2017 年			2018 年前三季度		
	面积	收入	成本	面积	收入	成本	面积	收入	成本	面积	收入	成本
兆丰嘉园二期	--	--	--	--	--	--	--	--	--	5689.24	3.16	0.99
天山星城	3897.11	1.53	0.42	2979.65	1.50	0.28	6481.03	1.97	0.15	7606.47	2.88	0.21
天山怡景苑	--	--	--	14044.42	4.14	2.10	5631.32	1.10	0.72	--	--	--
天山华庭	3744.96	3.84	2.82	--	--	--	--	--	--	--	--	--
其他房源收入	5140.23	0.99	0.13	1888.29	0.74	0.08	2333.37	0.84	0.60	--	--	--
住宅销售合计	12782.30	6.35	3.37	18912.36	6.38	2.46	14445.72	3.91	1.47	13295.71	6.03	1.20
凌空 5 号块	--	--	--	--	--	--	13751.56	2.19	1.48	--	--	--
凌空 6 号块	--	--	--	--	--	--	--	--	--	35454.81	6.62	4.17
北凌空园区代动迁	--	--	--	--	--	--	--	2.47	0.22	--	--	--
湖州多媒体 21 号楼	9705.92	0.64	0.65	--	--	--	--	--	--	--	--	--
代动迁收入	--	0.87	0.30	--	--	--	--	--	--	--	--	--
商铺	425.04	0.11	0.02	--	--	--	--	--	--	--	--	--
车位	5409.88	0.30	0.18	--	--	--	--	--	--	--	--	--
其他动拆迁等	--	0.31	0.14	--	0.28	0.10	--	--	--	--	0.09	0.23
其他非住宅类物业销售明细合计	15540.84	2.23	1.30	0.00	0.28	0.10	13751.56	4.82	1.76	35454.81	6.71	4.40

数据来源：新长宁集团

该公司房地产开发与销售业务主要包括住宅和办公楼等项目开发与销售，2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司房地产结转收入分别为 11.78 亿元、6.66 亿元、8.73 亿元和 12.74 亿元，业务毛利率分别为 58.23%、61.51%、63.04% 和 56.06%，受不同结转项目毛利率水平差异而波动明显。2015 年公司房地产结转收入较高，系当年酒店（金都苑）整体出售所致，自 2016 年开始公司不再有酒店出售收入；2017 年，公司住宅销售结转 3.91 亿元，为天山怡景苑和天山星城一期 C 项目分别结转 1.10 亿元和 1.97 亿元。2018 年前三季度，公司住宅销售结转 6.03 亿元，为天山星城项目和兆丰嘉园项目结转。

该公司房地产项目全部集中在上海，主要包括虹桥 5、6、7 号地块、虹桥 10-3 地块、虹桥 11-3 地块、虹桥 8 号地块、天山星城一期 C、兆丰嘉园二期及青浦徐泾别墅项目，其中天山星城一期 C、虹桥 8 号地块、兆丰嘉园二期等项目已基本完成销售。公司房地产业务资金回笼情况较好，截至 2018 年 9 月末，天山星城一期 C 实现销售面积为 6.67 万平方米，累计资金回笼 31.17 亿元；兆丰嘉园二期项目实现销售面积 4.31 万平方米，累计实现销售资金回笼 23.75 亿元。青浦徐泾别墅项目毗邻大虹桥板块，安澜西郊（原名为西郊蟠龙源）一期

项目包括 100 幢独栋别墅、11 幢平层、商业用房及公寓地下车库，计划总投资 18.00 亿元，项目已于 2016 年末竣工，截至 2018 年 9 月末，公司累计账面累计已投资款为 16.50 亿元；一期项目已于 2015 年 9 月 20 日开盘，截至 2018 年 9 月末，项目已售 48 套，累计回笼资金 12.24 亿元。青浦徐泾别墅项目（安澜西郊二期）设计总建筑面积 7.08 万平方米，预计建造 95 幢独栋别墅，目前已有 28 幢建成框架结构，但均未整体建成。

图表 12. 2018 年 9 月末公司房地产开发销售情况（单位：万平方米，亿元）

项目名称	项目性质	建筑面积	计划总投资	已投资	可售面积	销售面积	累计回笼资金	累计合同资金
天山星城一期 C ⁴	住宅	20.00	15.00	13.00	6.81	6.67	31.17	31.17
兆丰嘉园二期	住宅	5.27	7.46	7.67	4.31	4.31	23.75	23.75
青浦徐泾别墅项目（安澜西郊一期） ⁵	住宅	10.59	18.00	16.50	10.18	3.20	12.24	11.45
虹桥 8 号地块	住宅	13.40	31.54	27.58	7.70	5.70	25.12	31.50
虹桥临空经济园区二期（11-3 地块）	商办	19.43 ⁶	28.00	25.94	12.99	6.41	16.58	17.18
总计	—	68.69	100.00	90.69	41.99	26.29	108.86	115.05

数据来源：新长宁集团（天山星城一期 C 项目与兆丰嘉园二期基本已售完）

近期项目储备与建设方面，该公司于 2015 年 7 月通过土地出让购入位于长宁区华阳路街道地块，建设华阳路凯桥绿地项目，该地块面积 1.65 万平方米，公司已完成土地出让金⁷支付 13.79 亿元。

图表 13. 2018 年 9 月末公司主要在建及拟建工程（单位：万平方米，亿元）⁸

项目名称	项目性质	区域	建筑面积	计划总投资	已投资	计划竣工时间	投资计划		
							2018 年	2019 年	2020 年
长宁区 338 街坊保障房	保障房	长宁区	13.14	12.78	13.11	已竣工	-	-	-
西陶浜 B2 块动迁安置房	动迁安置房	长宁区	4.68	5.44	5.42	已竣工	-	-	-
临空 11-3 地块	商办	长宁区	19.43	28.00	25.94	2018 年	1.50	0.50	0.06
临空 10-3 地块	商办	长宁区	8.43	10.00	11.92	已竣工	-	-	-
虹桥 08 号地块	商办、住宅	闵行区	13.40	31.54	27.58	已竣工	-	-	-
长宁区新泾镇 171 街坊 5/4 丘（威宁路地块）缤谷大厦	办公楼	长宁区	2.14	7.30	6.24	2018 年	0.87	0.15	-
青浦徐泾别墅项目（安澜西郊一期）	住宅	青浦区	10.59	18.00	16.50	已竣工	0.40	0.80	0.30
青浦徐泾别墅项目（安澜西郊二期）	住宅	青浦区	7.08	13.00	3.60	2023 年	0.00	0.25	0.50
华阳路凯桥绿地（华阳 28 街坊凯桥项目）	商业	长宁区	11.02	32.50	17.51	2022 年	0.37	3.70	3.80
合计	-	-	89.91	158.56	127.82	-	3.14	5.40	4.66

数据来源：新长宁集团

长宁区 338 街坊保障房和西陶浜 B2 块动迁安置房均为该公司代政府建造

⁴ 天山星城一期 C 项目包含动迁安置房和商品住宅，其中动迁安置房为该公司代政府建造楼盘，非政府回购，而是公司对动迁基地，因回搬而建造的部分；商品住宅方面，表中资金回笼部分为商品住宅销售额。

⁵ 根据公司测算，安澜西郊一期预计回笼资金为 40-45 亿元。

⁶ 建筑面积较去年（17.87 万平方米）有所增加，系 9 号楼（美国江森中国总部大楼）实际测绘面积包含公摊面积后大于此前计算面积。此外，9 号楼存在超过容积率的面积，该公司为此于 2018 年 4 月份补交土地出让金，故最终 11 号地块的实测面积或将超过目前统计的 19.43 万平方米。

⁷ 华阳路凯桥绿地项目土地出让金合计 16.22 亿元，需公司支付的出让金金额为 13.79 亿元，已完成支付。

⁸ 因长宁区审计局尚未审计，该公司众多已竣工在建项目未能结算关账，故仍计入在建项目。

的楼盘，由政府全额回购，目前，长宁区 338 街坊保障房项目和西陶滨 B2 块动迁安置房项目均已竣工，截至 2018 年 9 月末，公司分别收到 9.95 亿元和 4.37 亿元结算款⁹，根据公司初步申报，上述保障房及安置房项目合计应收款项为 18.53 亿元。公司在建保障房及安置房项目为社会公益项目，基本微利，对公司利润影响有限。

C. 物业出租

为实现资产的保值增值并提高中长期现金持续回笼能力，该公司保有了所开发项目中部分经营性物业用于租赁，主要集中在上海市长宁地区，所涉及物业形态主要包括酒店公寓、写字楼和商场等，可供出租物业面积合计约 63 万平方米。公司商业物业主要集中于上海大虹桥的核心地段，受益于该地区的开发力度加大，公司物业出租率和出租单价总体呈上升态势，2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司实现物业出租收入分别为 5.95 亿元、7.26 亿元、6.84 亿元和 5.55 亿元。从物业估值情况看，公司所持物业均以原始成本入账，具有较大的升值空间，可变现能力较强，必要时能够通过转让部分物业回笼资金。

图表 14. 2018 年 9 月末主要经营性物业基本情况表（单位：万平方米；亿元）

物业名称	物业性质	位置	建筑面积	2018 年 9 月末出租面积	2015 年租金	2016 年租金	2017 年租金	2018 年前三季度租金
思创大厦	办公	天山路	5.50	4.57	0.38	0.36	0.36	0.27
临空 5、6、7 号地块	办公	临虹路	6.24	4.84	0.63	0.60	0.43	0.34
鼎天-虹桥天都	商办、公寓式酒店	天山路	3.77	3.02	0.34	0.46	0.36	0.23
多媒体兆丰广场-办公楼	办公楼	长宁路	4.18	4.04	0.71	0.75	0.72	0.56
多媒体兆丰广场-商场	商场	长宁路	6.14	6.06	0.90	1.21	1.08	0.89
虹桥国际-临空 5A 楼	办公楼	临虹路	0.62	0.62	0.04	0.05	0.05	0.04
经营公司-天山路 789、889 号	商业	天山路	6.54	4.75	0.48	0.53	0.53	0.39
经营公司-娄山关路 555	办公	娄山关路	3.44	2.80	0.65	0.59	0.63	0.47
经营公司-延安西路 789/曹家偃	办公	延安西路	1.55	1.38	0.26	0.26	0.26	0.23
经营公司-缤谷文化休闲广场一期	商业	天山路	2.11	2.08	0.40	0.40	0.45	0.32
经营公司-缤谷文化休闲广场二期	商业	天山路	5.26	2.47	--	0.18	0.35	0.28
虹桥临空经济园区二期（10-3 地块）	酒店、办公和会议中心	通协路	21.45	5.11	--	0.54	0.39	0.32
虹桥临空经济园区二期（11-3 地块）	办公楼	福泉北路		8.55	--	0.42	0.81	0.66
合计	--	--	66.80	50.29	4.79	6.35	6.42	5.00

数据来源：新长宁集团（临空 5、6、7 地块及 10-3、11-3 地块，建筑面积为剔除已出售面积后的建筑面积（含地下））

D. 物业管理

凭借较强的人力资源优势 and 严格管理等所带来的综合竞争优势，该公司物业管理业务规模较大，2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，公司物业管理面积为

⁹ 338 保障房是为政府代建，公司陆续在向政府结算带垫的资金占用费，在协调建行监理、区房管局、区财政局等各方。此外，338 保障房后续的支出需要再次鉴证且历时较长，同时公司尚未全部交房给区政府，政府回购款尚未完成支付。

1177 万平方米、1152 万平方米、1147 万平方米和 1100 万平方米。近年来，物业管理业务为公司持续提供重要的收入来源，2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司物业管理收入分别 3.22 亿元、3.71 亿元、3.53 亿元和 2.86 亿元。公司所管理物业主要分布于上海长宁区，占长宁区物业管理市场份额（不含办公楼）的 50% 以上。从所管理物业类型看，公司所管理物业包括商品房、售后公房和授权公房，其中物业管理费率较低的售后公房和授权公房合计占比接近 60%，因此，公司物业管理业务的盈利能力一般，2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司物业管理业务毛利率为 26.81%、23.46%、9.40% 和 16.98%，2017 年公司物业管理业务毛利率大幅下降，主要系当年公司物业管理收入较多为内部关联公司收入，合并后予以抵消，致整体毛利率下降。

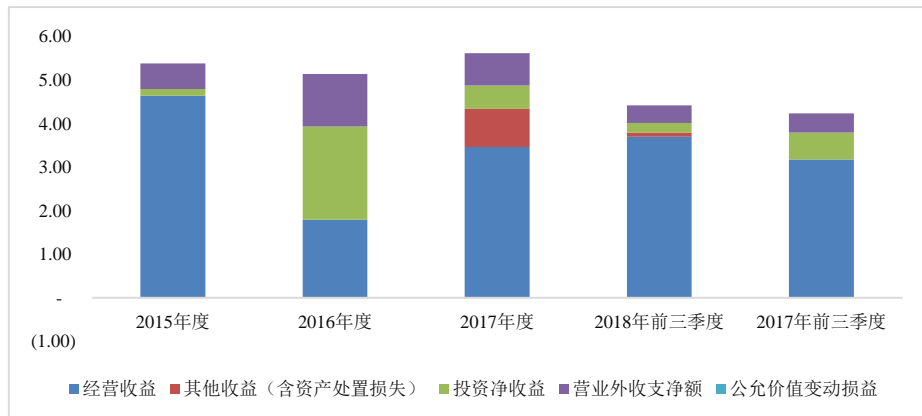
E. 其他业务

作为上海长宁区区属国有企业，该公司还承担上海长宁区部分旧区改造任务。公司受长宁区土地储备中心或相关公司委托进行旧区改造工作，盈利模式主要是收取劳务费和管理费。近年来，公司参与旧区改造项目主要包括天山路 680 弄 1-4 号、长宁路 508、518 弄和武夷路 491 弄等。2015-2017 年公司分别实现旧区改造收入 0.12 亿元、0.06 亿元和 0.14 亿元，分别实现毛利率 73.23%、52.02% 和 94.58%；2018 年前三季度公司暂未实现旧区改造收入，旧区改造的公益性决定了该业务的利润贡献较小。公司计划未来逐步转型为城市运营服务商，依托长宁区的土地、基础设施、自然资源、历史文化等城市资源，参与长宁区城市配套管理服务和城市文化管理，公司未来将新增城市（片区）更新业务，对政府规划片区进行修整和修缮，并以租赁经营为主。

除了旧区改造外，该公司还从事工业（主要为医药生产与销售）、商业（主要为建筑材料批发和零售）以及装饰（主要为建筑装修装饰）等业务，2015-2017 年及 2018 年前三季度公司实现工业收入分别为 2.41 亿元、2.70 亿元、3.05 亿元和 2.47 亿元；实现商业收入分别为 1.12 亿元、0.69 亿元、0.66 亿元和 0.42 亿元；实现装饰业收入分别为 1.83 亿元、3.30 亿元、5.50 亿元和 3.21 亿元，2017 年装饰业收入同比增长 66.62%，主要系当年建筑业结转较多项目所致。

(2) 盈利性

图表 15. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据新长宁集团所提供数据绘制。注：经营收益=营业利润-投资净收益-公允价值变动损益-其他收益（含资产处置损失）

该公司业务收入主要来源于房产销售、房产租赁和物业管理等业务，2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司营业收入分别为 27.69 亿元、26.42 亿元、30.40 亿元和 28.99 亿元，综合毛利率分别为 51.57%¹⁰、44.40%、44.03%和 45.55%，；公司盈利主要来自于经营性收益，房地产项目销售情况良好，且物业出租情况较好，租金收入持续较大。

分业务看，2015-2017 年及 2018 年前三季度，该公司房产销售毛利率分别为 58.23%、61.51%、63.04%和 56.06%，房产销售以住宅销售为主，住宅销售毛利率分别为 46.94%、61.40%、62.46%和 80.08%，整体看公司房产销售板块盈利能力较强，但受不同结转项目毛利率水平差异而波动明显，其中 2018 年前三季度住宅销售毛利率偏高，系天山星城项目当期结转成本较少所致¹¹。同期公司房产租赁毛利率分别为 58.88%、47.72%、48.86%和 49.40%，房产租赁收入与盈利水平较稳定，为公司利润提供一定贡献；同期公司物业管理毛利率分别为 26.81%、23.46%、9.40%和 16.98%，盈利能力尚可，2017 年毛利率水平较低系当年收入较多为内部关联公司收入，合并口径下抵消所致。

该公司期间费用占营业收入比重较大，2015-2017 年及 2018 年前三季度，期间费用分别为 7.83 亿元、7.39 亿元、7.65 亿元和 5.61 亿元，主要由管理费用和财务费用构成，其中管理费用分别为 4.73 亿元、3.67 亿元、3.66 亿元和 2.76 亿元，2016 年以来公司管理费用水平降低，系 2016 年以来公司落实中央八项规定所致；同期公司财务费用分别为 1.93 亿元、2.27 亿元、2.26 亿元和 1.55 亿元，同期期间费用率分别为 28.28%、27.95%、25.16%和 19.35%，对公司的营业利润有一定程度的侵蚀。

从利润构成看，该公司盈利主要来自于商品房开发与销售，此外投资收益

¹⁰ 2015 年公司综合毛利率水平较高，主要系当年产生酒店整体出售的一次性业务所致。2015 年公司酒店出售业务实现收入 3.19 亿元，业务成本为 0.25 亿元。

¹¹ 天山星城项目根据出售面积分摊成本，2018 年前三季度经重新测算后项目可售面积增加，致前期已结转成本偏高，故公司本期进行调整，结转成本低于以往；根据公司测算，天山星城项目平均毛利率约为 40%。

和营业外收入则是其利润的有效补充。2015-2017年及2018年前三季度，公司投资收益分别为0.15亿元、2.14亿元、0.54亿元和0.22亿元，2016年投资收益主要来自上海古北集团有限公司（0.50亿元）和上海新天地置业发展有限责任公司（1.65亿元）投资收益，系当年公司集中对历史收益结转清理，公司投资收益可持续性较弱。2015-2017年及2018年前三季度，公司营业利润分别为4.79亿元、3.94亿元、4.88亿元和4.01亿元，公司每年可以获得一定的政府补助和罚款收入，同期公司营业外收入分别为0.64亿元、1.25亿元、0.87亿元¹²和0.47亿元，净利润分别为4.00亿元、3.93亿元、4.11亿元和3.21亿元。

图表 16. 公司营业利润结构分析

营业利润结构	2015年度	2016年度	2017年度	2018年前三季度	2017年前三季度
营业收入合计（亿元）	27.69	26.42	30.40	28.99	24.05
毛利（亿元）	14.28	11.73	13.39	13.20	10.07
期间费用率（%）	28.28	27.95	25.16	19.35	24.14
其中：财务费用率（%）	6.95	8.57	7.44	5.35	6.42
全年利息支出总额（亿元）	3.46	3.43	3.07	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.88	0.57	0.12	-	-

资料来源：根据新长宁集团所提供数据整理。

图表 17. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015年度	2016年度	2017年度	2018年前三季度	2017年前三季度
投资净收益（亿元）	0.15	2.14	0.54	0.22	0.62
其中：持有可供出售金融资产期间取得的投资收益（亿元）	0.17	2.16	0.60	-	-
营业外收入（亿元）	0.64	1.25	0.87	0.47	0.55
其中：政府补助（亿元）	0.57	0.69	0.77	0.45	-
违约金、罚款收入（亿元）	0.01	0.32	0.01	0.01	-
其他收益（亿元）	-	-	0.87	0.09	-
其中：企业扶持资金（亿元）	-	-	0.55	0.05	-
园区建设补助（亿元）	-	-	0.10	-	-
延安西路动拆迁补偿费（亿元）	-	-	0.07	0.02	-

资料来源：根据新长宁集团所提供数据整理。

(3) 运营规划/经营战略

根据长宁区国资委对该公司的要求，公司定位将逐步向城市运营服务商转变。公司规划在稳定房地产主业的同时，组建区房管集团公司，承担对长宁区老公房的维修、市场租赁房建设、公租房管理等相关职责。此外，公司将关注存量商业地产硬件的提升，从智能化角度出发，提高公司商业地产收益率。同时，公司将持续推进教育板块和医药板块的投入，扩大教育和医药板块的盈利

¹² 2017年该公司除营业外收入之外，还获得以企业扶持资金（0.55亿元）和园区建设补助（0.10亿元）为主的其他收益0.87亿元。

能力。

2019年，除在建项目外，该公司资本性支出计划为2.50亿元，主要为公司计划参股设立中日合资医院项目投资0.90亿元，收购少数股东股权支出0.60亿元及根据长宁区政府要求设立科研园区投资1.00亿元；同期，公司营运资金需求为48.73亿元（包括预计土地储备支出、地产项目投资以及年度往来款项），分红计划为0.37亿元（本部净利润的25%）。为满足上述资本性支出和营运资金需求等，2019年公司计划融资37.50亿元，均采用债务类融资方式。

图表 18. 公司 2019 年投融资规划

主导产品或服务	2019 年度
资本性支出计划（亿元）	2.50
其中：项目公司资本金及股权收购（亿元）	2.50
营运资金需求（净额，亿元）	48.73
未来分红计划（亿元）	0.37
融资安排（净额，亿元）	37.50
其中：权益类融资（亿元）	--
债务类融资（亿元）	37.50

资料来源：根据新长宁集团所提供数据整理。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司股东结构稳定，长宁区国资委为公司实际控制人；公司设有较为基本的决策、监督机构，法人治理结构较健全；公司组织结构设置合理，各部门间职责较清晰；公司在业务管理等方面建立了一套相应的运行管理体制，现有管理团队稳定，能够满足现阶段投融资管理需要。

（1） 产权关系

自长宁建设股权划转以来，长宁投资、长宁国资和鑫达实业所持有该公司的股权比例至今未变，长宁投资为公司控股股东，长宁区国资委为其实际控制人。截至2018年9月末，长宁投资、长宁国资和上海鑫达实业总公司持有公司股权比例分别为59.00%、29.78%和11.22%，公司产权状况详见附录一。

（2） 主要关联方及关联交易

该公司关联交易主要为和关联方的资金往来，截至2017年末，公司应收上海市长宁区公房资产经营公司0.75亿元和应付上海裕丰房地产开发有限公司0.23亿元，关联交易规模较小，关联方对公司的资金占用风险较小。

(3) 公司治理

自成立以来，该公司逐步建立健全公司法人治理架构，完善公司治理机制。公司设有股东会、董事会和监事会等决策、监督机构，并逐渐建立和完善各项议事规则和内部管理制度，为公司更好地保持经营独立性和决策科学性提供了有效支持。公司董事会共 7 人，其中控股股东长宁投资推荐 3 人，长宁国资和鑫达实业分别推荐 1 人和 2 人，剩余 1 人为职工董事，公司董事长由董事会选举产生，董事任期三年，任期届满，连选可以连任。目前，公司董事会成员到位 6 人，尚有 1 名董事未到位。公司监事会共有 7 人，其中职工监事 3 人，监事任期三年，任期届满，连选可以连任。公司总经理由董事会负责任命，其他高级经营管理层则经总经理提名后，由董事会任命。近三年，公司高级管理人员基本保持稳定，为各项发展规划的有效执行和业务的持续发展提供了必要保障。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司根据自身经营管理的需要设置职能部门，并通过制度化管理，明确了各部门之间的分工及权责。公司各职能部门之间在业务开展中能够做到既保持应有的独立性，同时也能保持协作顺畅。公司组织架构详见附录二。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司采取集中管理与分级管理相结合的方式对下属子公司进行管理，业务运营主要由子公司负责。公司已初步形成了综合管理、财务管理等多方面的管理体系，基本能够覆盖其投融资、子公司管理、担保和日常经营等经营和财务的主要环节。

在子公司管理方面，该公司任命子公司的领导层，并负责对其进行考核，此外，子公司的投融资等重大事项需向母公司报备或经母公司审批同意后方可施行。

在对外担保方面，该公司建有《公司对外担保制度》，规定担保对象，担保金额以及反担保措施等，并通过持续跟踪被担保企业财务状况，以及采取共同担保、反担保等措施，降低担保的或有风险。

(3) 投融资及日常资金管理

在投资管理方面，该公司建有投资管理制度，规定了对外投资的对象、金额及程序等，且要求子公司在限额内的对外投资须向母公司报备，超过限额的由母公司相应高级管理人员组织专业人士对项目进行论证后，再由董事会审议投资事项。

(4) 不良行为记录

根据该公司提供 2018 年 11 月 9 日《企业征信报告》、2017 年审计报告披露信息、国家企业信用信息公示系统和中国执行信息公开网综合查询被执行人信息，近年来公司无债务违约记录，信用状况良好。

该公司合并口径下涉及多笔诉讼，公司本部作为原审第三人涉 2 笔诉讼（民事裁定书分别为（2017）沪 01 民终 12600 号和（2013）长民三（民）初字第 2486 号），主要系其他用益物权纠纷；公司本部作为被告涉多笔诉讼，系与多名自然人就相关拆迁补偿安置协议引起的纠纷，均由法院驳回原告上诉请求。以上诉讼对公司实际经营不产生较大影响。

图表 19. 公司不良行为记录列表

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	本部	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	证券期货市场失信记录查询平台	2018-11-9	无	无	无	不涉及
各类债券还本付息	Wind	2018-10-30	无	无	不涉及	不涉及
诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台；天眼查	2018-10-30	无	有	有	不涉及
工商	公司反馈	2018-10-30	无	无	无	不涉及
质量	公司反馈	2018-10-30	无	无	无	不涉及
安全	公司反馈	2018-10-30	无	无	无	不涉及

资料来源：根据新长宁集团所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

该公司为上海“大虹桥”战略中长宁区部分的主要执行者之一，近年来园区开发、房地产开发与租赁业务发展态势良好。公司持有较大量经营性物业，相应的收入及现金流来源较稳定，可为其持续稳健经营提供一定保障；公司资产负债率偏高，且未分配利润较大，若涉及较大比例分红，权益资本积累、财务杠杆等方面或受一定影响。

1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2015-2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

截至 2017 年末，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为 303.92 亿元，负债总额为 233.75 亿元，所有者权益为 70.17 亿元（其中归属于母公司

所有者权益为 48.85 亿元)；2017 年公司实现营业收入 30.40 亿元，净利润为 4.11 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 3.55 亿元）。

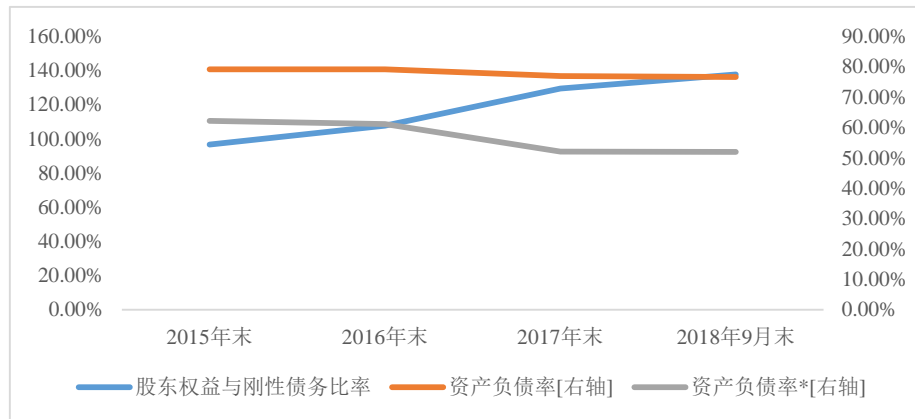
截至 2018 年 9 月末，该公司未经审计的合并口径资产总额为 314.56 亿元，负债总额为 241.15 亿元，所有者权益为 73.41 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 51.27 亿元）；2018 年前三季度公司实现营业收入 28.99 亿元，净利润为 3.21 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 2.85 亿元）。

2017 年，该公司投资设立上海辰联建设发展有限公司（简称“辰联建设”），期末辰联建设净资产为 0.11 亿元，当年实现净利润-0.01 亿元。截至 2017 年末，公司合并口径二级子公司共计 42 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据新长宁集团所提供数据绘制。

近年来，该公司对虹桥临空经济园等项目投入较为集中，债务水平持续较高，2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，公司负债总额分别为 223.34 亿元、253.84 亿元、233.75 亿元和 241.15 亿元，资产负债率分别为 79.18%、79.18%、76.91% 和 76.66%，账面资产负债率偏高。但预收账款占公司负债总额近 50%，随着预收账款逐步结转，公司有望控制负债规模，实际资产负债率尚可（扣减预收账款后，2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，公司资产负债率分别为 62.17%、61.08%、52.02% 和 51.91%¹³）。同期末公司资本公积分别为 6.80 亿元、6.75 亿元、6.54 亿元和 6.49 亿元，近年来公司持续处置部分直管公房¹⁴，致资本公积持续减少；公司未分配利润为 24.23 亿元、27.09 亿元、30.08 亿元和 32.55 亿元，占所有者权益比重分别为 41.25%、40.57%、42.86% 和 44.34%（其中本部未分配利润分别为 11.93 亿元、13.28 亿元、14.61 亿元和 15.47 亿元，占本部所有者权益比重为 40.93%、43.36%、45.68% 和 46.97%），未分配

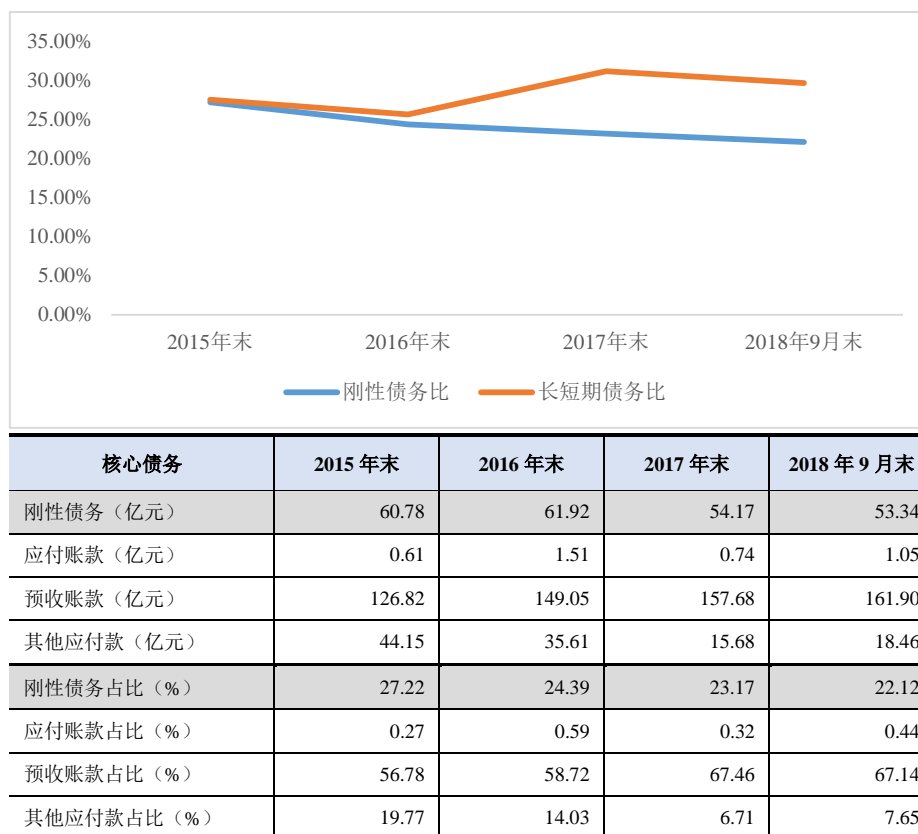
¹³ 扣减预收账款后的资产负债率=（负债总额-预收账款）/（资产总额-预收账款）。

¹⁴ 系长宁区政府无偿划转，截至 2018 年 9 月末，账面上仍有 4.71 亿元（计入固定资产，对应资本公积），后续仍将持续出售处置。

利润占比较大，如遇股东要求较大比例分红，公司财务弹性状况或将有一定程度的弱化。

(2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据新长宁集团所提供数据绘制。

从负债期限结构看，2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，该公司长短期债务比分别为 27.53%、25.64%、31.16%和 29.68%，随着预收账款的增长，公司负债以流动负债为主的趋势短期内不会改变。从负债构成看，公司负债主要为刚性债务、预收账款和其他应付款，2017 年末公司刚性债务合计为 54.17 亿元，较上年末减少 12.52%，其中中长期刚性债务 52.24 亿元，主要为园区开发及房产项目借款；预收账款¹⁵余额 157.68 亿元，较上年末增长 5.79%，主要为预收的售房款，增幅来自辰环虹桥 8 号地块住宅销售款；其他应付款余额为 15.68 亿元，较上年末下降 55.96%，主要为房屋动迁补偿款，降幅较大系当年结转临空代动迁收入及成本后，存货与相应未结算其他应付款结算互抵所致。2018 年 9 月末，公司其他应付款 18.46 亿元，较上年末增长 17.69%，主要系增加暂收客户销售款¹⁶（美国江森自控有限公司 2.00 亿元以及上海辰环房产发展有限公司虹桥 8 号块销售款 1.00 亿元）。除此之外，公司负债结

¹⁵ 该公司预收账款主要包括本部临空园区预收款 16.32 亿元、上海长宁房地产经营有限公司预收款 32.94 亿元、上海宝宁房地产发展有限公司预收款 23.75 亿元，上海长联房产发展有限公司预收款 29.46 亿元，上海辰环房产发展有限公司预收款 25.12 亿元。预收账款与存货占款规模不匹配系存货中有部分项目尚处于投建期，未有资金回笼所致。

¹⁶ 未来将转至预收账款科目。

构未发生较大变化。

截至 2018 年 9 月末，该公司合并口径对外担保余额 2.50 亿元，担保比率为 3.41%，主要是子公司上海长宁房地产经营有限公司为上海虹康房产建设有限公司¹⁷提供担保金额 2.50 亿元，担保期限至 2019 年，规模较小，或有风险可控。

(3) 刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
短期刚性债务合计	16.31	13.51	1.93	1.25
其中：短期借款	7.85	7.65	1.00	0.85
一年内到期非流动负债	8.46	5.76	0.84	0.30
应付票据	-	0.10	0.10	0.10
中长期刚性债务合计	44.47	48.41	52.24	52.09
其中：长期借款	37.31	28.95	32.77	32.85
应付债券	7.16	19.46	19.46	19.24
综合融资成本 (年化)	5.95%	4.76%	4.58%	-

资料来源：根据新长宁集团所提供数据整理（四舍五入存在尾差）。

注：综合融资成本（年化，%）数据为公司提供。

该公司刚性债务结构偏中长期，2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，公司中长期刚性债务占总刚性债务比重分别为 73.16%、78.19%、96.44% 和 97.67%。2017 年末，公司短期刚性债务主要包括短期借款、一年内到期的非流动负债和应付票据，其中短期借款 1.00 亿元，较上年末减少 6.65 亿元，主要系公司偿还 6.45 亿元信用借款所致；一年内到期的非流动负债 0.84 亿元，均为一年内到期的抵押借款。同期，公司中长期刚性债务 52.24 亿元，主要包括长期抵押借款和应付债券，其中长期抵押借款 32.77 亿元，期末利率区间为 4.41%-5.15%，主要为房产抵押借款；应付债券主要系“12 长宁债”、“16 新长宁 MTN001”和“16 新长宁 MTN002”。2018 年 9 月末，公司刚性债务结构未发生较大变化。

综合融资成本方面，2015-2017 年末，该公司综合融资成本分别为 5.95%、4.76% 和 4.58%，融资成本适中且呈下降趋势，公司对融资成本控制能力尚可。

图表 23. 公司 2018 年 9 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年 (不含 2 年)	2~3 年 (不含 3 年)	3~5 年 (不含 5 年)	5 年及以上
3.78%	-	-	8.00	-	-
4.00%	-	-	4.00		

¹⁷ 截至 2017 年末，上海虹康房产建设有限公司资产总额为 12.53 亿元，其中货币资金 0.94 亿元；负债总额 6.28 亿元，其中刚性债务 3.40 亿元，均为长期借款；所有者权益 6.25 亿元。2017 年上海虹康房产建设有限公司实现收入 0.41 亿元，净利润 0.10 亿元，经营性现金净流出 0.87 亿元，投资性现金净额 0.00 亿元，筹资性现金净流入 1.62 亿元。

综合融资成本或利率区间\到期年份	1年以内	1~2年(不含2年)	2~3年(不含3年)	3~5年(不含5年)	5年及以上
基准利率下浮 10%	-	1.28	-	-	5.85
基准利率下浮 5%	-	-	-	-	3.70
基准利率下浮 3%	-	-	-	3.52	-
基准利率	0.40	-	-	-	1.59
基准利率上浮 5%	0.45	-	-	-	9.49
基准利率上浮 10%	-	-	-	-	7.78
6.08%	7.00	-	-	-	-
合计	7.85	1.28	12.00	3.52	28.41

资料来源：新长宁集团

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
营业周期(天)	4735.20	4467.50	3687.50	-
营业收入现金率(%)	130.07	170.86	133.03	126.32
业务现金收支净额(亿元)	5.47	0.65	6.04	10.32
其他因素现金收支净额(亿元)	-6.15	12.38	-2.86	2.94
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	-0.68	13.03	3.18	13.26
EBITDA(亿元)	10.54	12.27	12.23	-
EBITDA/刚性债务(倍)	0.18	0.20	0.21	-
EBITDA/全部利息支出(倍)	3.05	3.57	3.98	-

资料来源：根据新长宁集团所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司属房地产企业¹⁸，存货占款规模较大，营业周期较长，2015-2017年，公司营业周期分别为 4735.20 天、4467.50 天和 3687.50 天，其中存货周转天数 4717.40 天、4448.15 天和 3673.05 天，公司存货变现能力较弱，主要系：①公司临空 11-3 地块等项目下出租部分资产因未能确认租赁成本，该部分资产仍计入存货(确认后应计入投资性房地产)，出租收入则计入预收账款；②公司房产项目投资持续进行，且历年项目结转较慢，但各项目已于 2017 年开始陆续结转，预计未来公司存货周转情况将有好转。2015-2017 年及 2018 年前三季度，该公司营业收入现金率分别为 130.07%、170.86%、133.03% 和 126.32%，业务资金回笼能力较强；近年来公司房产项目有持续较大投入，同期公司购买商品和接受劳务支付的现金分别为 19.71 亿元、35.39 亿元、14.45 亿元和 9.97 亿元；同期公司经营活动产生的现金流量净额分别为-0.68 亿元、13.03 亿元、3.18 亿元和 13.26 亿元，2016 年净流入规模较大主要系预收虹桥

¹⁸ 该公司属房地产行业，房产项目投入计经营性现金流。

8号地块项目房款所致；2017年净流入额较上年较大下滑系当年公司根据税务局要求清缴历年房产项目相关税费所致；2018年前三季度，公司当年因天山星城及兆丰嘉园二期项目清算缴税及辰环虹桥8号地块项目预缴税金支付税费13.52亿元，但得益于当期预收辰环虹桥8号地块房款，当期经营性现金净流入量较高。

2015-2017年，该公司EBITDA分别为10.54亿元、12.27亿元和12.23亿元，公司EBITDA能对利息支出有较好的覆盖，但是对刚性债务的覆盖程度较低。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年前三季度
回收投资与投资支付净流入额（含投资收益）	0.46	-0.22	0.63	0.00
其中：与主业有关的投资净额	0.00	-0.23	0.01	-0.16
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-1.05	-1.16	-2.08	-0.89
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.10	0.10	0.00	-0.10
投资环节产生的现金流量净额	-0.49	-1.28	-1.45	-0.99

资料来源：根据新长宁集团所提供数据整理。

该公司除房地产项目外的投资活动支出相对较小，2015-2017年及2018年前三季度，公司投资性现金流分别净流出0.49亿元、1.28亿元、1.45亿元和0.99亿元，预计公司投资性现金流量净额将保持一个较低的流出水平。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年前三季度
权益类净融资额	-0.51	4.15	-0.53	0.35
债务类净融资额	-2.27	-2.13	-10.52	-5.67
其中：现金利息支出	4.05	2.94	2.77	2.21
其他与筹资活动有关现金净额	0.03	-0.17	-0.01	-0.04
筹资环节产生的现金流量净额	-2.74	1.84	-11.07	-5.36

资料来源：根据新长宁集团所提供数据整理。

该公司主要依赖自身现金储备、经营活动以及融资活动产生的现金流为投资环节提供资金支持，近年来公司持续偿还较多借款，债务类融资现金基本为净流出状态，2015-2017年及2018年前三季度，公司债务类净融资额分别为-2.27亿元、-2.13亿元、-10.52亿元和-5.67亿元。2018年前三季度，公司分别吸收上海九华商业（集团）有限公司对项目子公司上海辰泓房地产发展有限公司的投资0.48亿元和长宁国资对项目子公司辰联建设的投资0.25亿元，当期吸收投资获得的现金0.73亿元。2015-2017年及2018年前三季

度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-2.74 亿元、1.84 亿元、-11.07 亿元和-5.36 亿元。

综合而言，该公司经营活动现金流入较充沛，主业资金回笼能力较强，可对公司债务偿付提供较强保障，公司外部筹融资以债务融资为主，但近年来偿还较多到期债务，债务类融资现金基本为净流出状态。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	238.03	258.27	242.45	249.08
	84.38	80.56	79.78	79.19
其中：现金类资产（亿元）	31.01	44.40	35.09	42.01
应收款项（亿元）	1.52	1.29	1.12	2.16
预付款项（亿元）	7.71	6.37	5.96	6.06
存货（亿元）	176.17	181.89	160.60	151.33
其他应收款（亿元）	21.54	8.90	13.67	16.46
其他流动资产（亿元）	-	15.41	25.94	31.06
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	44.05	62.34	61.47	65.47
	15.62	19.44	20.22	20.81
其中：固定资产（亿元）	6.16	5.94	5.66	5.49
在建工程（亿元）	0.91	0.38	0.52	0.74
可供出售金融资产（亿元）	2.77	2.74	2.57	2.55
投资性房地产（亿元）	31.48	50.44	49.98	53.92
期末全部受限资产账面金额（亿元）	44.46	37.66	40.29	49.26
受限资产账面余额/总资产（%）	15.76	11.75	13.26	15.66

资料来源：根据新长宁集团所提供数据整理。

2015-2017 年及 2018 年 9 月末，该公司资产总额分别为 282.08 亿元、320.61 亿元、303.92 亿元和 314.56 亿元，2017 年公司以货币资金偿还较多到期债务，规模略有收缩，但公司资产规模随着主业的稳定发展整体呈扩张趋势。2017 年末公司流动资产和非流动资产分别为 242.45 亿元和 61.47 亿元。资产构成方面，公司资产以流动资产为主，且主要集中于货币资金、预付款项、存货、其他应收款和其他流动资产，2017 年末公司偿还较多到期债务，货币资金较上年末减少 20.96%至 35.09 亿元，基本为可使用货币资金，2015-2017 年公司短期刚性债务现金覆盖率分别为 190.54%、328.90%和 1820.95%，货币资金对短期刚性债务的保障程度大幅提高；预付款项为 5.96 亿元，较上年末减少 6.36%，主要由于房产开发项目未完工、房屋产权尚未交割、合同尚未执行完毕等形成；其他应收款余额为 13.67 亿元，较上年末增长 53.62%，主要为应收代建 338 街坊保障房工程款 9.04 亿元、代建西陶滨 B2 块配套商品房 1.04 亿元和应收上海上盛房地产开发有限公司 1.15 亿元往来款，增幅系公司代建 338 街坊保障房工程款增加所致，该部分款项为代建政府公益项

目，账龄在 5 年以内；公司存货余额为 160.60 亿元，较上年末减少 11.70%，以房地产项目开发投入为主，实际多已完成对外销售（但尚未结转为收入），开发成本和开发产品合计占存货总量的 90.67%；公司其他流动资产余额为 25.94 亿元，较上年末增长 68.31%，主要系公司增加较多预缴企业所得税、预缴土地增值税、预缴增值税等税款所致。2018 年 9 月末，公司其他应收款较上年末增长 20.37%至 16.46 亿元，主要系公司增加 338 街坊保障房销售应收款，除此之外流动资产结构较上年末未发生较大变化。

该公司非流动资产主要由投资性房地产和固定资产构成，2017 年末，公司投资性房地产余额为 49.98 亿元，较上年末减少 0.92%，主要为公司持有的出租物业，以原始成本入账，市值较大；固定资产净值 5.66 亿元，主要为受托管理长宁区范围内的直管公房。2018 年 9 月末，公司投资性房地产较上年末增长 7.89%至 53.92 亿元，主要系辰山缤谷大厦项目由存货转为投资性房地产所致，除此之外，公司非流动资产结构较上年末未发生较大变化。

5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标¹⁹

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动比率 (%)	135.92	127.83	136.04	133.94
速动比率 (%)	30.92	34.65	42.58	49.31
现金比率 (%)	17.75	21.99	19.73	22.60
流动比率 (%) *	128.06	144.15	398.56	1035.24
速动比率 (%) *	112.09	132.13	369.52	381.10
现金比率 (%) *	64.35	83.83	171.21	174.64

资料来源：根据新长宁集团所提供数据整理。

该公司资产由于园区开发和房地产项目投入产出周期较长，导致公司资产流动性相对较弱，变现周期较长。2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，公司流动比率分别为 135.92%、127.83%、136.04%和 133.94%，速动比率分别为 30.92%、34.65%、42.58%和 49.31%；现金比率分别为 17.75%、21.99%、19.73%和 22.60%。公司账面货币资金余额较高，且流动负债以预收账款为主，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力有一定保障，同期现金类资产对除预收账款以外的流动负债的覆盖程度为 64.35%、83.83%、171.21%和 174.64%。但公司未分配利润水平较高，在建项目投入有一定资金需求，若同时遇到股东对利润分配要求、债务到期、项目资金投入等情况，公司或将面临一定资金压力。

6. 表外事项

截至 2018 年 9 月末，该公司不涉及重大未决诉讼等负面事件。

¹⁹ 流动比率 (%) = (流动资产-存货) / (流动负债-预收账款) * 100%；速动比率 (%) = (流动资产-存货-预付账款-待摊费用) / (流动负债-预收账款) * 100%；现金比率 (%) = (货币资金+交易性金融资产+应收银行承兑票据) / (流动负债-预收账款) * 100%

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部口径下有临空 6 号块、临空 10-3 地块及临空 11-3 地块的房产开发及销售和房产租赁业务。截至 2017 年末，公司本部资产总额为 134.50 亿元，占合并口径资产总额的 44.25%，主要包括货币资金 11.69 亿元、存货 40.29 亿元（其中开发成本 34.40 亿元、开发产品 5.89 亿元）、长期股权投资 36.60 亿元、投资性房地产 13.89 亿元和固定资产净额 4.48 亿元；公司本部刚性债务 33.37 亿元，包含一年内到期的长期借款 0.84 亿元、长期借款 13.07 亿元和应付债券 19.46 亿元。2017 年公司本部实现收入 6.10 亿元，净利润 1.88 亿元，实现经营性现金净流入 6.32 亿元，投资性现金净流入 1.04 亿元，筹资性现金净流出 7.96 亿元。

外部支持因素

国有大型金融机构支持

授信方面，截至 2018 年 9 月末，该公司共获得银行综合授信 76.59 亿元，均为贷款授信，其中工农中建交五大商业银行综合授信额度 39.09 亿元。公司合计已使用授信额度 51.21 亿元，尚有 25.39 亿元可供使用，间接融资渠道较通畅。

图表 29. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用授信	未使用授信	利率区间
全部（亿元）	76.59	51.21	25.39	4.35-5.39%
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	39.09	26.10	12.99	4.35-5.39%
其中：大型国有金融机构占比（%）	51.04	50.98	51.16	-

资料来源：根据新长宁所提供数据整理（截至 2018 年 9 月末，四舍五入存在尾差）。

债项信用分析

1. 本期中票特定条款

本期中票设定该公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权：①公司有权在本期中票存续期的第 3 年末调整本期中票后 2 年的票面利率，调整后的票面利率需符合调整当时国家有关利率的相关规定，调整幅度以公告为准。②公司作出关于调整本期中票票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权在投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期中票按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有本期中票。

2. 增信措施及效果

本期中票无增信安排。

3. 其他偿付保障措施

(1) 核心业务盈利保障

2015-2017 年及 2018 年前三季度，该公司营业收入分别为 27.69 亿元、26.42 亿元、30.40 亿元和 28.99 亿元，实现净利润分别为 4.00 亿元、3.93 亿元、4.11 亿元和 3.21 亿元，盈利情况良好。公司作为房地产企业，偿债资金的自有资金重要来源为房产预售款，2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司营业收入现金率分别为 130.07%、170.86%、133.03% 和 126.32%，公司主业较为稳健，回款效率尚可；同期末，公司货币资金分别为 31.01 亿元、44.40 亿元、35.09 亿元和 42.01 亿元，短期刚性债务现金覆盖率分别为 190.54%、328.90%、1820.95% 和 3375.13%，公司短期刚性债务保障能力极强。

(2) 良好的融资渠道保障

该公司与多家金融机构达成授信合作，截至 2018 年 9 月末，公司共获得银行综合授信 76.59 亿元，均为贷款授信，尚有 25.39 亿元可供使用，间接融资渠道较通畅。

评级结论

近年来该公司园区开发和房地产开发业务发展态势良好，经营业绩较稳健；公司负债经营程度仍较高，但资本实力稳步增长，债务中预收账款所占比重较大，且银行借款以长期借款为主、期限结构较合理；公司资产占用形态与主业高度相关，资产质量较高；随着经营规模的扩大，公司存在一定资金缺口，但公司经营状况较好，货币资金存量相对较大，可用授信余额规模较大，对其债务偿付的保障程度较高；公司未分配利润较大，如遇股东要求较高的利润分配或将对公司的权益结构和资金计划产生影响。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期中期票据存续期（本期中期票据发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年报披露后 3 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

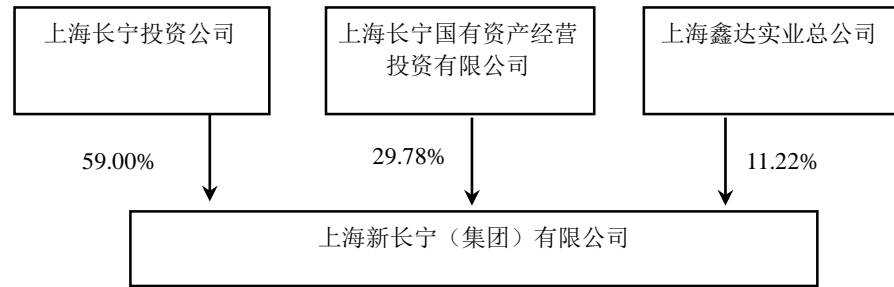
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

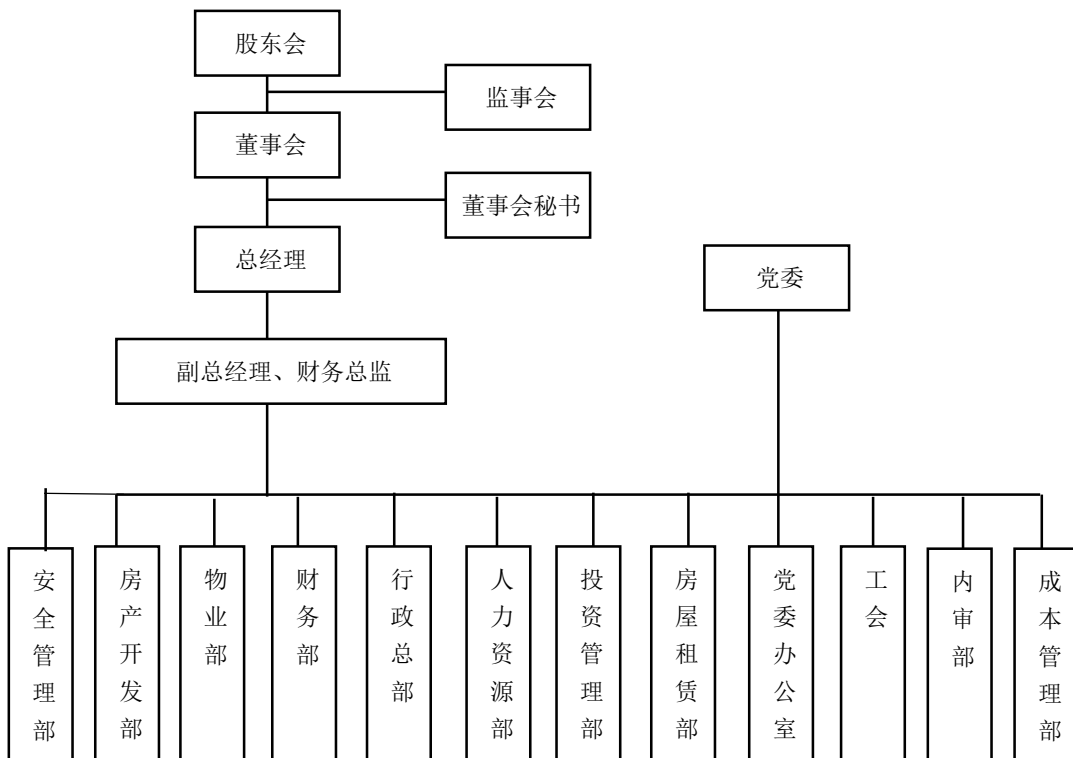
公司与实际控制人关系图



注：根据新长宁集团提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据新长宁集团提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）。

附录三：
相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业 务	2017年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量	
上海新长宁(集团)有限公司	新长宁集团	本级	—	房产开发	33.37	31.98	6.10	1.88	6.32	公司本部
上海宝宁房地产发展有限公司	保宁房地产	子公司	100.00	房产开发	0.00	0.75	0.00	-0.16	0.08	
上海辰环房产发展有限公司	辰环房产	子公司	100.00	房产开发	3.52	10.99	0.00	-0.01	-1.00	
上海长宁房地产经营有限公司	长宁房地产	子公司	76.37	房产开发	11.15	14.95	6.29	1.27	-2.34	
上海新长宁集团建筑装饰实业有限公司	新长宁装饰	子公司	89.75	装饰	0.00	0.89	5.52	0.29	-0.40	
上海多媒体产业园发展有限公司	上海多媒体	子公司	100.00	租赁服务	5.37	6.35	1.86	0.94	1.22	

注：根据新长宁集团 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 前三季度
资产总额 [亿元]	282.08	320.61	303.92	314.56
货币资金 [亿元]	31.01	44.40	35.09	42.01
刚性债务[亿元]	60.78	61.92	54.17	53.34
所有者权益 [亿元]	58.74	66.77	70.17	73.41
营业收入[亿元]	27.69	26.42	30.40	28.99
净利润 [亿元]	4.00	3.93	4.11	3.21
EBITDA[亿元]	10.54	12.27	12.23	—
经营性现金净流入量[亿元]	-0.68	13.03	3.18	13.26
投资性现金净流入量[亿元]	-0.49	-1.28	-1.45	-0.99
资产负债率[%]	79.18	79.18	76.91	76.66
权益资本与刚性债务比率[%]	96.64	107.83	129.54	137.63
流动比率[%]	135.92	127.83	136.04	133.94
现金比率[%]	17.75	21.99	19.73	22.60
利息保障倍数[倍]	2.30	2.33	2.79	—
担保比率[%]	5.14	3.74	3.56	3.41
营业周期[天]	4735.20	4467.50	3687.50	-
毛利率[%]	51.57	44.40	44.03	45.55
营业利润率[%]	17.29	14.90	16.04	13.83
总资产报酬率[%]	2.89	2.66	2.74	—
净资产收益率[%]	7.29	6.27	6.00	—
净资产收益率*[%]	8.16	7.61	7.49	—
营业收入现金率[%]	130.07	170.86	133.03	126.32
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.39	6.91	1.67	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.53	4.92	0.71	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.05	3.57	3.98	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.20	0.21	—

注：表中数据依据新长宁集团经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/[报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+365/[报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2]
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出(倍)=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中期票据存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年6月）
- 《房地产开发行业信用评级方法》（发布于2015年12月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。