

信用等级公告

联合[2016]425 号

四川新希望房地产开发有限公司：

联合信用评级有限公司通过对四川新希望房地产开发有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

四川新希望房地产开发有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

四川新希望房地产开发有限公司拟发行的 2016 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年 五月 二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

四川新希望房地产开发有限公司

2016 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 17 亿元（含）

债券期限：5 年，含第 3 年末发行人上调票面

利率选择权和投资者回售选择权

担保方：新希望集团有限公司

担保方式：连带责任保证

评级时间：2016 年 5 月 20 日

主要财务数据

发行人

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	116.19	155.96	242.26
所有者权益(亿元)	36.47	44.64	59.74
长期债务(亿元)	28.69	27.99	52.53
全部债务(亿元)	40.84	42.08	94.34
营业收入(亿元)	24.06	21.54	32.31
净利润(亿元)	4.85	4.34	5.15
EBITDA(亿元)	8.32	7.61	7.75
经营性净现金流(亿元)	-17.53	5.83	-40.73
营业利润率(%)	39.68	25.19	24.30
净资产收益率(%)	14.24	10.69	9.87
资产负债率(%)	68.61	71.37	75.34
全部债务资本化比率(%)	52.83	48.52	61.23
流动比率(倍)	1.83	1.53	1.62
EBITDA 全部债务比(倍)	0.20	0.18	0.08
EBITDA 利息倍数(倍)	2.00	1.40	1.12
EBITDA/ 本次发债额度(倍)	0.49	0.45	0.46

担保人

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
资产总额(亿元)	495.22	591.16	669.36	754.91
所有者权益合计(亿元)	250.08	278.29	320.41	354.61
营业总收入(亿元)	806.39	778.93	782.06	682.44
净利润(亿元)	36.89	31.10	37.76	50.35

注：①本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；②本报告财务数据及指标计算均为合并口径。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对四川新希望房地产开发有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为知名企业新希望集团有限公司（以下简称“新希望集团”）下属专营房地产业务的子公司，近年来通过专业化运作，陆续形成了住宅、写字楼、酒店的多样产品线，以及房地产开发、商业运营和物业管理的多元化发展模式；近年来，公司资产、权益规模和收入规模增长较快、土地储备相对充足；同时，公司股东新希望集团对公司在资源获取、资金方面支持力度较大。但联合评级也关注到房地产行业受政策及市场形势影响较大、公司二线城市的项目布局更易受到影响、公司现金流状况波动较大、债务负担较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司土地储备及在建项目的开发完成和实现销售，公司经营规模和盈利水平有望得到提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由新希望集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。新希望集团是国内知名的大型企业集团，在饲料加工行业处于龙头地位，具有较为完善的产业链结构和明显的规模优势，资产和权益规模大、盈利能力强，整体运营状况良好，其担保对于有效提升本次债券的信用水平具有显著的积极影响。

基于对公司主体长期信用及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司通过专业化运作，形成了住宅、写字楼、酒店的多样产品线，以及房地产开发、商业运营和物业管理的多元化发展模式。

2. 近年来，公司资产、权益和收入规模增长较快。

3. 相较于公司近年来开发进度和销售规模，公司目前未开发土地储备规模较大，可以保证公司的持续经营。

4. 新希望集团作为国内知名的大型企业集团，经营规模大，竞争实力强，对公司在资源获取、资金方面支持力度较大，其提供的担保对本次公司债券信用状况具有积极影响。

关注

1. 房地产业面临全局性调整，虽然近期房地产政策出现放松迹象，但整体看房地产行业高速发展的阶段已经结束。

2. 公司存货规模较大，项目多集中于二线城市，存在一定去化压力。

3. 近年来，公司经营现金流波动较大，债务负担较重。

4. 新希望集团盈利主要来自投资收益。

分析师

周 馥

电 话：010-85172818

邮 箱：zhouk@unitedratings.com.cn

唐玉丽

电 话：010-85172818

邮 箱：tangyl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用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联合评级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、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

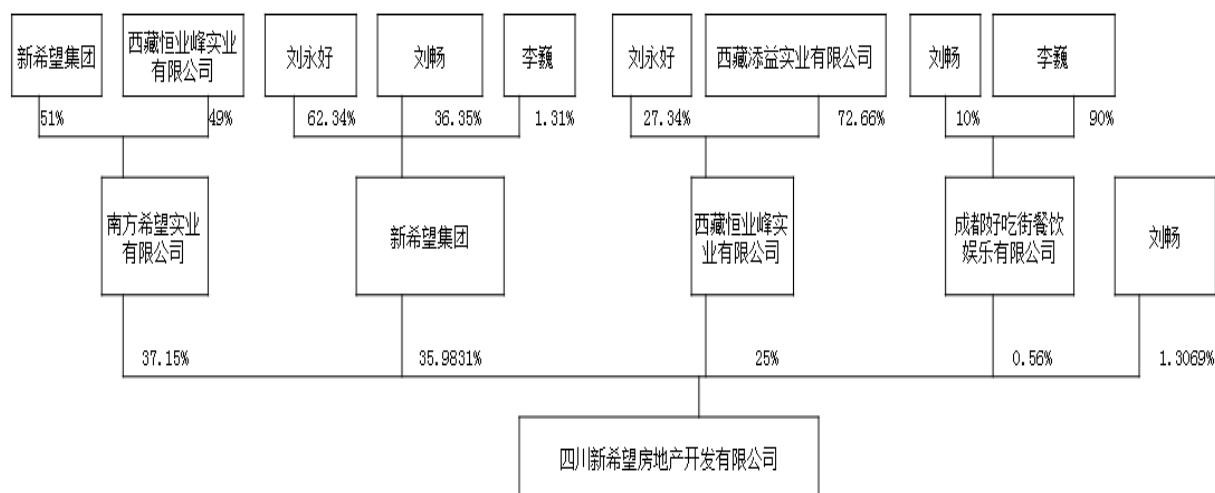
分析师：

  
联合信用评级有限公司

一、主体概况

四川新希望房地产开发有限公司（以下简称“公司”）于 1997 年 5 月成立，成立时注册资本为 3,000 万元，其中新希望集团有限公司（以下简称“新希望集团”）持股 98.50%、成都好吃街餐饮娱乐有限公司（以下简称“成都好吃街”）持股 1.50%。后经多次增资及股权转让，截至 2015 年底，公司注册资本为 160,000 万元，股东变更为南方希望实业有限公司持股 37.15%、新希望集团持股 35.98%、西藏恒业峰实业有限公司持股 25%、成都好吃街持股 0.56%、自然人刘畅持股 1.31%。新希望集团为公司控股股东，刘永好为公司实际控制人。

图 1 截至 2015 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：在成都市范围内从事房地产开发，经营、租赁业务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2015 年底，公司本部设有法务风控办公室、行政管理中心、人力资源中心、信息科技中心、财务管理中心、营销管理中心、投资发展中心、设计管理中心、工程管理中心、成本管理中心、招标管理中心、计划运营中心、酒店管理中心和鼎晟资产管理公司总部等（附表 1）；公司拥有控股子公司 38 家，合营、联营公司 5 家；截至 2015 年底，公司拥有在职员工 593 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 242.23 亿元，负债合计 182.52 亿元，所有者权益 59.74 亿元，其中归属于母公司所有者权益 53.25 亿元；2015 年公司实现营业收入 32.31 亿元，净利润 5.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 4.11 亿元；经营活动产生的现金流量净额-40.73 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.53 亿元。

公司注册地址：成都市人民南路四段新希望集团；法定代表人：罗修竹。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“四川新希望房地产开发有限公司 2016 年公司债券”（以下简称“本次债券”），

本次债券规模为不超过 17 亿元（含），期限为 5 年，含第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券票面利率由发行人和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定，在债券存续期内固定不变。

本次债券由新希望集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后拟用于补充流动资金及偿还公司债务。

三、行业分析

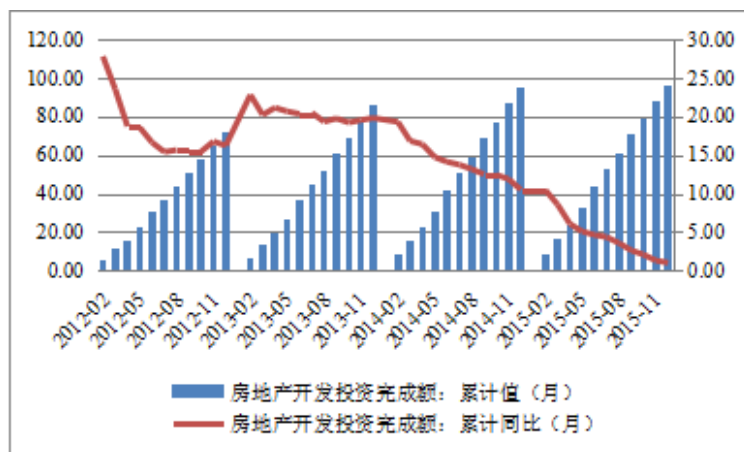
公司主营业务为房地产开发与销售，属房地产行业的子行业。公司业务受房地产整体运行情况、行业政策影响明显，与区域经济规划、经济发展实力紧密相关。

1. 行业状况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

从近年房地产行业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。2011年以来，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场持续低迷。2012年，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。进入2013年，我国房地产市场景气度有所回升，2013年全年房地产开发投资86,013.38亿元，同比增长19.79%，增速同比提高3.6个百分点。2014年以来，我国房地产行业增速持续减缓，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，2014年全年房地产开发投资95,035.61亿元，名义同比增长10.49%，较2013年同期增速大幅下滑9.30个百分点。2015年，全国房地产开发投资95,978.84亿元，较上年名义增长1.0%，增速较上年同期下滑9.5个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资64,595.24亿元，同比增长0.38%；办公楼投资6,210.00亿元，同比增长10.1%；商业营业用房投资14,607.00亿元，同比增长1.82%。

图 2 2012~2015 年全国房地产开发投资情况（单位：千亿元、%）



资料来源：wind 资讯

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

土地作为房地产的主要成本来源，主要受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿以及房地产宏观调控政策的影响，其中，房地产宏观调控政策对土地市场的影响力度最大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2013年受供应量增加影响，土地成交量较2012年增加，2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%，其中住宅类用地涨幅较明显。2013年重点城市地价升高，2013年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年同期上涨8个百分点。

2014年，受楼市渐冷传导，房企拿地日趋谨慎，直至四季度随着政策利好以及楼市升温，一线城市才出现反弹，但年末升温难改全年土地市场疲态。2014年全国100个城市土地供求量均有较大程度跌幅，土地供应面积及成交面积比2013年分别减少24%和26%。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至11.75%；其中，住宅类用地平均溢价率为12%，较2013年同期下降7个百分点。尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落，但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增为1,234元/平方米，同比上涨6%。

2015年，土地市场整体下行，供应土地量和成交土地量分别为5.79亿平方米和4.68亿平方米，分别较上年下降11.74%和18.04%；2015年土地平均溢价率为16.81%，较上年增加5.06个百分点。

表 1 近年来 100 大中城市土地供应及成交情况（单位：亿平方米）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
供应土地占地面积	8.57	8.68	6.56	5.79
成交土地占地面积	7.31	7.75	5.71	4.68

成交土地占比	85.30%	89.29%	87.65%	80.83%
土地平均溢价率	7.02%	17.92%	11.75%	16.81%

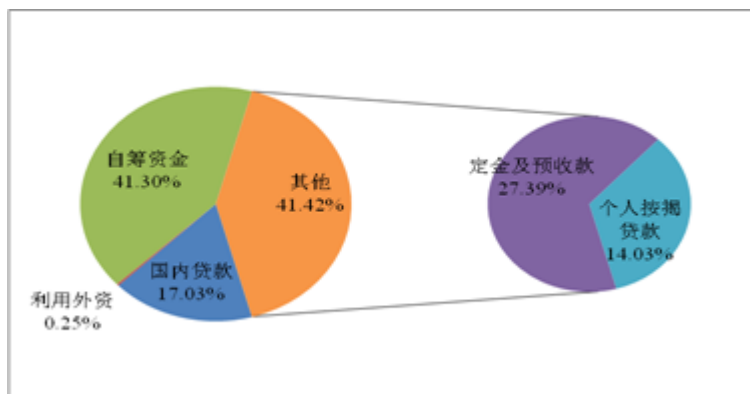
资料来源：Wind资讯

总体看，在去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑，但土地溢价率出现上涨。

（2）开发资金来源状况

2009 年以来，房地产行业资金来源呈快速增长态势，2009~2013 年平均增速 22.26%，进入 2014 年，受资金面趋紧、需求面观望情绪浓厚、商品房成交量下降等因素影响，房地产行业资金来源结束了多年来的高速增长态势，首次出现负增长。据国家统计局数据显示，2014 年，房地产开发企业到位资金 121,991 亿元，比上年下降 0.1%，增速比 2013 年回落 26.6 个百分点，结束了自 2000 年以来的正向增长。其中，国内贷款 21,243 亿元，增长 8.0%，较 2013 年回落 25.1 个百分点；利用外资 639 亿元，增长 19.7%，较 2013 年回落 13.1 个百分点；自筹资金 50,420 亿元，增长 6.3%，较 2013 年回落 15 个百分点；其他资金 49,690 亿元，下降 8.8%，较 2013 年回落 37.7 个百分点。在其他资金中，定金及预收款 30,238 亿元，下降 12.4%，较 2013 年回落 42.4 个百分点；个人按揭贷款 13,665 亿元，下降 2.6%，较 2013 年回落 35.9 个百分点。整体看，2014 年银行信贷政策的收紧，使得房地产企业所获国内贷款增速出现了较大回落，个人按揭贷款更是出现了小幅下降；同时，房地产市场的低迷也降低了定金及购房款的预缴额度。

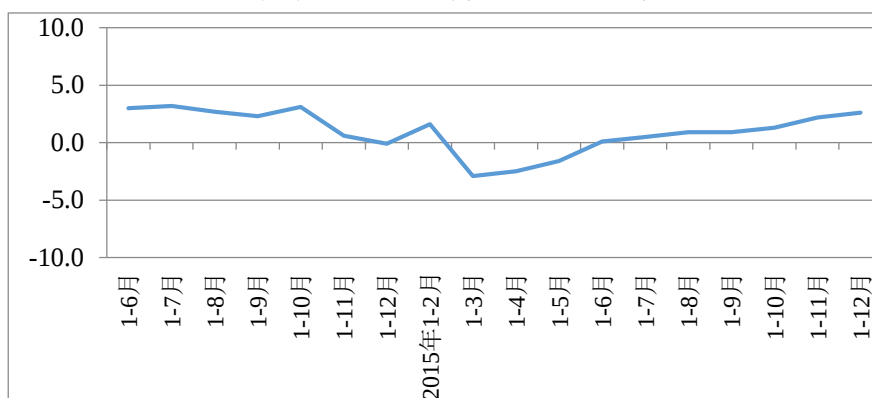
图 3 2015 年底房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 297 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。

图4 全国房地产开发企业近年资金到位增速（单位：%）



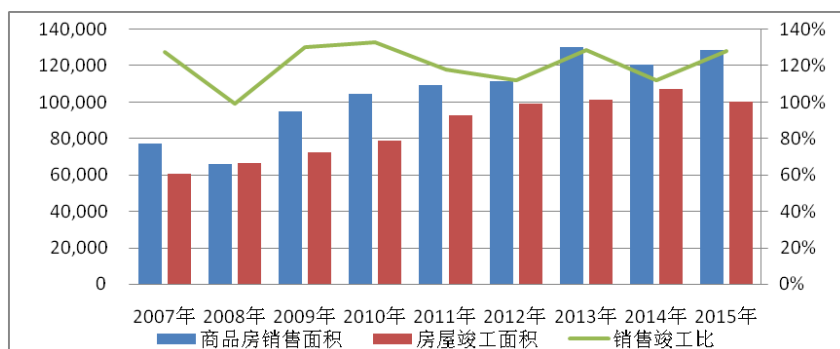
资料来源：国家统计局

总体看，对房地产业偏紧的信贷支持，使房地产业的资金较为紧张；但 2015 年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

（3）市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008 年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2013 年，中央对房地产市场的政策思路和管理方式发生转变，在新型城镇化和土地改革等利好驱使下，一线城市房价连创新高，热点城市“地王”频现，市场分化加剧；房企销售业绩猛增，融资及海外拓展需求加大。2013 年全国商品房销售面积 13.06 亿平方米，同比增长 17.34%；其中，住宅销售面积 11.57 亿平方米，同比增长 17.46%。从供给方面看，绝大多数城市增加土地和普通住房供应，以政府为主提供基本保障、市场为主满足多层次需求的住房供应体系，逐步下放调控政策至各地方政府，调控方向已逐步向增大供给等市场化措施靠拢，通过改善供需来平稳房价。全年房屋竣工面积 10.14 亿平方米，增长 2.02%；其中，住宅竣工面积 7.87 亿平方米，同比下降 0.38%。

图5 2007~2015 年全国商品住宅供求情况（单位：万平方米、%）



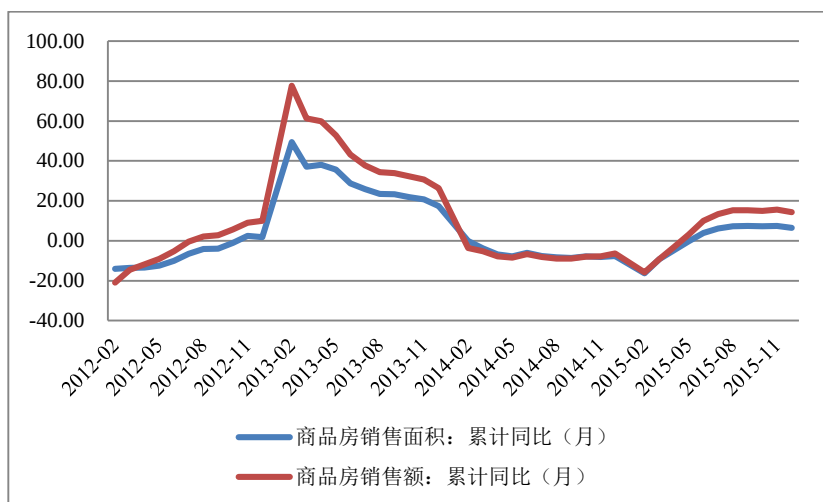
资料来源：国家统计局，联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于 1 说明供不应求，小于 1 说明供大于求。

2014 年，地产市场在前期限购、限贷调控政策整体不放松、信贷政策不断趋近情况下，住宅市场低迷，市场观望情绪强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降。全年商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 76,292 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，2014 年房地产开发企业房屋竣工面

积仍继续保持增长，但增速出现回落，整体上住宅供不应求的状态出现明显好转。全年房屋竣工面积 107,459 万平方米，增长 5.9%。其中，住宅竣工面积 80,868 万平方米，增长 2.7%。

图 6 2012~2015 年全国商品房销售面积及销售额同比增速（单位：%）



资料来源：Wind资讯

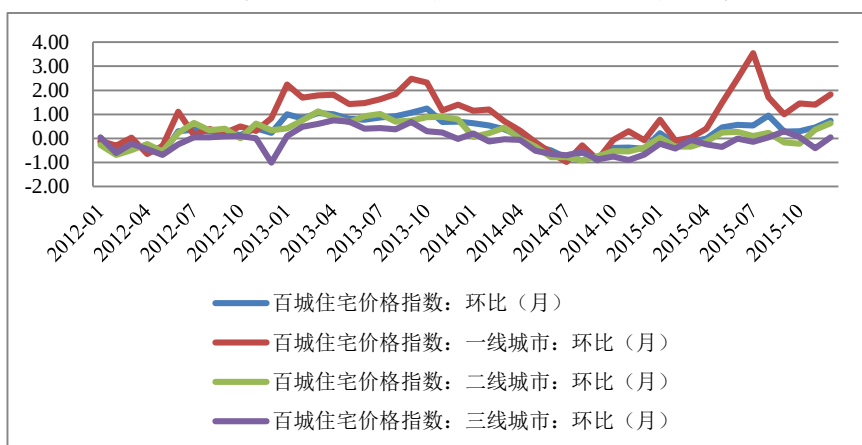
2015 年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现，主要得益于中央多轮降准降息、降首付、减免税费等降低购房成本；地方政策灵活调整，采取税费减免、财政补贴、取消限购限外等多措施刺激消费。商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%，其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房货币化安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%，其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，下降 8.8%。

总体看，在政府调控政策转向，多重政策利好刺激住房需求持续释放下，2015 年房地产开发景气指数有所回升；在当前经济增速下行、三四线城市高库存压力下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用，政策聚焦于挖掘房地产消费潜能，鼓励需求入市，进而恢复并带动投资信心。预计未来在多重政策支持下，房地产市场需求将有所释放，楼市总体呈回暖趋势。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2010 年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011 年 9 月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、天津、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过 20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入 2012 年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于 2012 年 6 月实现环比小幅上涨，结束了连续 9 个月下跌趋势，呈止跌回升态势。2013 年 12 月，百城住宅均价为 10,833 元/平方米，同比上涨 11.51%。2014 年，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014 年 12 月百城住宅均价为 10,542 元/平方米，环比下跌 0.92%，连续第 5 个月下跌，跌幅扩大 0.33 个百分点。

图 7 2012~2015 年全国百城住宅销售价格指数环比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

2015 年以来，房地产行业受到多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积明显回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 12 月，百城住宅平均价格为 10,980.00 元/平方米，同比增长 4.15%，增速较上年同期增加 6.84 个百分点；环比增长 0.74%。2015 年以来一线城市房价基本保持持续增长态势，且增幅相对较大；二线城市房价自 2014 年 4 月份以来连续 12 个月下跌，2015 年 5 月份开始有所好转，11~12 月份回暖趋势较为明显；三线城市房价自 2014 年至 2015 年 7 月连续下跌，8 月份开始虽有所回升，但回升趋势并不明显。

总体看，从 2008 年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，但 2014 年以来房价上涨趋势得以扭转，2015 年随着利好政策逐步落地实施，房价走势有所回暖，但我国房地产市场去库存压力依然较大。

3. 竞争格局

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

进入 2014 年，行业集中度进一步提升。2014 年房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别提高到 16.92%和 22.79%，分别提高了 3.20 和 3.91 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.44%和 13.65%，分别提高了 1.82 和 2.19 个百分点（详见下表）。2015 年房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大，其中一季度房企的销售情况并不乐观，从二季度开始逐步好转，三季度后一线和重点二线城市表现火爆、热销项目频现，为房企全年业绩作出了较大贡献。

表 2 2012~2015 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
前 10 大企业销售额占比	12.76	13.72	16.92	16.87
前 20 大企业销售额占比	17.62	18.88	22.79	22.82
前 10 大企业销售面积占比	7.72	8.62	10.44	11.31
前 20 大企业销售面积占比	10.38	11.46	13.65	14.62

资料来源：CRIC，中国房地产测评中心。

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，千亿房企阵营保持 7 家，2,000 亿房企增至 3 家，万科以 2,610 亿元的销售稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 3 2015 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

备注：因万达对外公告时点方面的原因无法提供测评数据，本次不参与评选。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。

表 4 近期主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年 9 月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014 年 10 月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 3 月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015 年 9 月	央行、住建部、财政部发文再度下调二套房个贷首付比例
2015 年 9 月	央行、银监会发文下调不限购城市首套房个贷首付比例
2015 年 9 月	《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》
2015 年 10 月	习近平主席主持召开中央财经领导小组第十一次会议，发表重要讲话提出“要化解房地产库存，促进房地产业持续发展”
2015 年 10 月	全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策
2015 年 11 月	公积金贷款再度放款，将允许发行住房公积金个人住房贷款支持证券，并可将公积金购买高信用等级固定收益产品；国家住房银行有望推出。
2016 年 2 月	不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点
2016 年 2 月	从 2016 年 2 月 22 日起，对个人购买家庭首套房和改善性住房的，按不同税率减征契税（不适用于北、上、广、深四城市）

资料来源：联合评级搜集整理

2014年,我国房地产行业投资增速明显放缓,各地土地出让情况不佳,部分城市出现土地流拍等情况,对地方政府财政状况造成较大压力。在此背景下,中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。2014年上半年,中央层面并未出台具体的调控政策,而是延续2013年底住建部会议“分类指导”的思想,由各地自行“双向调控”。在此基调下,各地自4月开始陆续放开限购。至年末,限购政策基本放开,全国47个限购城市中,仅北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市未做调整坚持限购。9月底,央行“930新政”的出台,使得信贷政策放松成为定局。随后,住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》,提出降低贷款申请条件、提高首套自住住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后,多个省市纷纷出台公积金调整政策,加大公积金支持力度;同时,也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

2015年,中央定调稳定住房消费,密集出台金融信贷政策,改善房地产市场运行环境。3月,两会召开,确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费;坚持分类指导,因地施策,支持居民自住和改善型需求,促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上,央行则五次降息降准。经此调整,一年期基准贷款利率下降至4.35%,均已处于历史地位。相应,地方政府除放松限购限贷、调整公积金外,也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度。

2016年,财政部、国家税务总局、住房城乡建设部三部门联合发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》,通知明确规定了最新房产契税政策。新房产契税政策自2016年2月22日起执行。2016年2月2日,央行联合银监会发文下调不限购城市购房首付比例。其中,首套房的首付比例原则上最低为25%,各地可向下浮动5个百分点,同时,对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的再次购房最低首付款比例调整为不低于30%。上述政策的实行,有效降低了购房者的购房成本,间接刺激了楼市需求。

总体看,在我国房地产市场整体渐冷的背景下,为促进房地产行业的平稳健康发展,2014年起,中央及地方相继出台了多重利好政策,使得房地产业政策环境有所好转,房地产市场也开始逐步回暖。从2015年出台的主要房地产调控政策看,预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

5. 行业关注

商品房待售面积依然较高,企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据,2015年底,全国商品房待售面积71,853万平方米,比11月末增加2,217万平方米,总体待售面积仍然保持在较高水平,全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。受近两年销售放缓影响,房地产商的开工意愿仍然不高。房屋新开工面积同比增速自2014年2月起始终保持负增长。

发债规模激增,行业资产负债率较高,需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制,导致房地产企业融资成本高企,2015年三季度,按Wind资讯整体法¹计算的房地产板块资产负债率为77.93%,较2014年底提高了3.18个百分点,房地产板块整体债务率较高。2015年,国内货币政策持续宽松,再融资政策进一步松绑,房企融资环境明显改善。百亿房企把握政策机遇,积极通过低成本公司债和定向增发等市场化融资方式,获得长期稳定的优质资本,渠道进一步拓宽,融资结构持续优化,资金成本显著下降。2015年百亿房企公司债发行量持续提升,特别是6月交易所对公司债开始放量以来,公司债呈爆发式增长,根据Wind资讯统计数据显示,截至2015年12月14日,

¹Wind 行业内标的公司: (成分股*总负债)/(成分股*总资产)。

上市房企总计发行公司债2,974.06亿元，与去年同期的153.97亿元相比，同比暴涨18倍。另外，由于国内资本融资环境向好，海外上市百亿房企积极转向境内发债，融资规模达1,025亿元。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观。今年以来，已有重庆、福建等地提出促进房地产企业健康发展、加快去库存等相关措施。

房企利润率回归正常水平

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

中小房企面临被整合风险

高库存状态下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力：万科、恒大、碧桂园、融创、远洋等实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购方式扩充资源，融创通过合作和直接收购两种主要方式，收购天朗、中渝置地、美联地产旗下部分优质地产项目，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件，如碧桂园、远洋、金地等企业在险资入主后，逐渐强化与其在财务、金融、养老、营销、轻资产运营等层面合作，积极探索新的增长基因。另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

转变盈利模式，挖掘全产业链服务价值

伴随中国房地产正从新房开发交易为主的市场逐步向以存量房交易为主转变，行业增长也由外向增长逐渐演变为内生驱动。为提前应对行业变化带来的挑战，房企2015年转型服务商力度空

前，结合互联网挖掘上下游产业链服务价值、拓展服务型产业为客户提供更为全面的服务，成为其谋求突破的新风口。房企积极转型服务商，围绕现有客户资源，升级物业服务体系、拓展客户延伸服务，打造全产业链增值服务模式。

兼并重组，房企高效盘活存量、优化资源配置，开启行业整合新时代

2015年，房地产市场运行环境日趋宽松，但房地产行业拐点已悄然来临，有效供给的挖掘和消费需求升级为行业带来结构性发展机会，技术、产品、业态等各类创新为主的“结构性改革”成为未来发展的主旋律，为行业新的发展动力。在此背景下，房企以互联网、资本为重要切入点，开启收、并购与整合之路进行资源整合，以较低成本盘活存量，为房企规模化扩张、进一步做大做强提供契机。一是推进内部重组，集中优势资源壮大核心业务。二是借道存量市场兼并收购以扩大业务版图。房企兼并完成后，对资源、财务和管理的高效整合也能够实现双方资源互补，最大化企业价值。

总体看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

作为新希望集团四大产业板块之一，公司经过多年发展，形成了住宅、写字楼、酒店的多样产品线，以及房地产开发、商业运营和物业管理的多元化发展模式。公司在成都、上海、昆明、南宁、大连、沈阳、呼和浩特等城市累计完成房地产开发面积280万平方米。截至2015年底，公司在开发和待开发项目分布在成都、昆明、南宁、大连、沈阳、济南、青岛、温州等地，在开发建筑面积227万平方米，待开发建筑面积218万平方米；公司已完成投资累计293亿元。

近三年，公司主要完工项目包括新希望国际写字楼、成都塔子山壹号、成都堤亚纳河谷、国际建材城(A1)、国际建材城二期(B2)、大商汇汇豪华庭(F1)、大商汇国际家居博览中心(AB)、沈阳紫檀山等。近年来，公司凭借遍布全国多个城市的优秀住宅、商业及写字楼项目，树立了良好的品牌形象，“锦官系”、“新希望家(花)园系”、“大商汇”已成为公司知名的产品品牌系列。公司作为成都最大的写字楼开发商，开发的商鼎国际、新希望大厦、新希望国际均成为甲级写字楼地标性建筑。1998年公司打造成成都当时最大的房地产项目“锦官新城”；2000年公司作为四川首个开拓省外房地产市场的公司进驻上海开发“四季全景台”；2005年公司荣获成都房地产销售十强并进入呼和浩特、昆明；2009~2010年，公司连续两年成为成都写字楼销售冠军；2013年，公司进入温州；2014年“温州立体城”开盘热销成为温州年度销冠；2015年，公司联合绿地集团共同开发唐冶新区地块，同时，公司“温州立体城”项目在中国地产年度风云榜上获得“中国城市推动力大奖”。

总体看，公司房地产开发从业经验较长，业务规模与多元化发展模式具有一定竞争优势，发展基础较好。

2. 股东支持

新希望集团为公司控股股东，拥有农牧与食品、化工与资源、房地产、金融投资四大产业集

群，是国内最大的饲料生产企业和肉蛋奶供应商之一，是国内规模大的拥有养殖—饲料—屠宰加工产业链的企业集团之一。新希望集团下辖 7 家国家级农业产业化龙头企业。新希望集团在农牧与食品业务方面拥有“美好”、“国雄”、“六和”等 6 个中国名牌产品，“新希望”、“六和”2 个驰名商标以及“千喜鹤”、“六和”2 个奥运独家供应品牌。新希望集团曾获得品牌中国金谱奖——“中国农业年度十佳品牌”，并已连续多年名列中国企业 500 强。

近年来，新希望集团在资金、土地获取等方面给予了公司大力支持，新希望集团在 2012 年、2014 年和 2015 年通过往来款形式分别为公司提供 6.4 亿元、8.16 亿元和 19.40 亿元建设资金支持，同时新希望集团拥有强大的渠道、信息资源，为公司获取土地、优质地产项目提供强有力支撑。另外，新希望财务有限公司²作为新希望集团一级子公司通过借款方式为公司提供流动资金支持。其中 2012 年为公司提供 2 亿元的建设资金支持，2013 年为公司提供 2.7 亿元土地资金支持，2015 年为公司提供 22.30 亿元资金支持。

总体看，公司依托新希望集团，在资金和土地获取方面具有较强优势。

3. 人员素质

截至 2015 年底，公司有董事 3 人和监事 1 人，主要管理人员包括董事长 1 人、总裁 1 人。

公司董事长罗修竹先生，现年 56 岁，大专学历，2010 年 4 月~2012 年 6 月，任新希望集团办公室副主任；2012 年 7 月至今，任公司董事长兼新希望集团审计监察部副部长。

公司董事兼总裁，张明贵先生，现年 32 岁，硕士研究生学历，2010 年 3 月~2010 年 4 月任宝硕型材公司总经理助理；2010 年 4 月~2011 年 5 月任宝硕型材公司副总经理；2011 年 3 月~2011 年 6 月任宝硕股份建材事业部副经理兼型材副总，2011 年 6 月~2014 年 2 月任新希望集团北京办事处主任，2014 年 2 月至今任公司董事兼总裁。

截至 2015 年底，公司拥有在职人员 593 人，从文化程度来看，大专及以上学历人员占 95.78%，高中及中专学历占 4.21%；从年龄分布来看，50 岁以上人员占 2.02%，30~50 岁占 59.19%，30 岁以下占 38.78%。从岗位分布看，财务人员占比 12.30%，营销人员占比 13.15%，成本人员占比 13.65%，工程人员占比 18.04%，招标人员占比 5.39%，人事与行政人员占比 11.46%。

总体看，公司主要管理人员管理经验较为丰富，公司员工学历、年龄、岗位构成较合理，能够满足目前经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

公司设立股东会，股东会是公司的权力机构；公司设董事会，对股东负责；董事会由 3 名董事组成，设董事长 1 名；公司不设监事会，设监事一名。公司董事、高级管理人员未担任监事。公司设执行总裁 1 名，由董事会决定聘任或解聘，执行总裁对董事会负责。

总体看，公司法人治理结构较为简单，能够满足公司正常经营需要。

²新希望财务有限公司成立于 2011 年 1 月，注册资本：50,000.00 万元。该公司是经中国银行业监督管理委员会批准，由新希望集团及下属子公司等五家公司共同出资设立的非银行金融机构，新希望集团直接持股 42%，新希望集团下属子公司直接及间接持股 58%（一级子公司）。经营范围为按照相关规定开展：吸收成员单位存款；协助成员单位实现交易款项的收付；办理成员单位之间的委托贷款及委托投资；对成员单位办理票据贴现与承兑；办理成员单位之间的内部转账结算及相应的结算、清算方案设计；从事同业拆借；对成员单位提供担保等金融业务。

2. 管理体制

公司根据自身发展及业务需求，内设法务风控办公室、行政管理中心、人力资源中心、信息科技中心、财务管理中心、营销管理中心、投资发展中心、设计管理中心、工程管理中心、成本管理中心、招标管理中心、计划运营中心、酒店管理中心等职能部门，整体形成了定位清晰，权责明确，协同有序的运营管理体系；公司拥有控股子公司 38 家，公司制定相关管理制度对公司本部及下属子公司进行管理。

财务管理方面，公司制定了预算管理制度、内部会计控制制度、会计核算制度、成本核算制度、费用核算制度、资金管理制度、现金管理制度、备用金管理制度等相关制度，对公司财务相关事项、流程均进行了较详细规定。在资金管理方面，公司全面加强资金集中管理，制定《新希望房产资金管理办法补充规定》，该办法从资金集中、账户管理、资金调拨、资金支付四个方面明确了资金管理原则，其中按照资金集中的要求，各事业部下属各公司统一实行资金集中管理，各公司应将日常收入款项每日全部归集到总部财务账户，从而大大提高了资金使用效率；对资金计划编制提出全面和细化的规定，从年度资金计划、月度资金计划、临时资金计划和专项资金计划四个方面规范了相关要求和编制内容。

招投标管理方面，公司制定了工程采购招标相关管理制度、工程议标相关管理制度、材料设备管理相关制度以及供应商管理相关制度，规定公司工程采购招标方式原则上采用公开招标或邀请招标方式两种，分别设技术标评审人员和经济标评审人员进行相关评审决策；在综合考虑技术标和经济标的原则基础上，以合理低价原则确定中标单位；针对不同金额招投标进行分级别设置审核、审批制度。

在成本管理方面，公司制定了《目标成本管理制度》、《合同管理制度》、《工程预结算管理制度》、《合同管理制度》等相关制度，对项目实施前期的土地决策阶段、项目定位阶段、项目施工图阶段建立项目目标成本，并对项目实施过程中的行政人事类、工程类、营销类、财务及其他费用类的目标成本进行严格把控，实现目标成本可控。

在营销管理方面，公司制定《项目推售定、调价管理办法》、《项目营销策划、销售代理管理办法》、《营销管控细则管理办法》、《营销危机处理管理办法》等制度，分别对营销策划及管理流程、销售作业标准、客户关系作业标准等事项作出规定，保障公司营销活动的有序开展。

根据公司《资金管理制度》，本部及下属公司不得为外部单位、个人提供任何形式的担保、保证。

总体看，目前公司内部管理较规范，内部控制水平较高。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为房地产开发与销售。2015 年，公司主营业务收入占营业收入的比例为 84.10%，公司主营业务突出。2013~2015 年，公司营业收入规模呈现波动增长态势，三年复合增长率为 15.89%。其中，2014 年实现销售收入规模较 2013 年减少 10.49%，主要系 2014 年销售占比较大的温州、昆明等地项目均未竣工，无法结转收入所致；2015 年实现营业收入 32.31 亿元，较 2014 年增加 50.03%，主要系 2015 年公司塔子山项目、西区国际项目、大连家园项目等多个项目实现交付，结转收入金额增加所致。

从公司营业收入的构成来看，房地产开发业务是公司的主营业务，2013~2015 年，公司主营

业务收入占营业收入的比例分别为 94.41%、93.89%和 84.10%，占比较高但占比幅度下降较大，主要是因为公司其他业务收入规模增加所致。公司其他业务主要是物业公司经营收入，随着物业公司业务规模的扩大，近三年其他业务收入在营业收入中占比逐年增加，2013~2015 年其他业务收入占营业收入的比例分别为 5.59%、6.11%和 15.90%。

毛利率变化方面，近三年，公司毛利率水平下降较大，分别为 59.61%、37.05 和 32.06%。其中，2014 年公司毛利率较 2013 年大幅下降，主要是 2014 年地产行业整体形势进入下行通道，加之公司土地成本增加及毛利率较低的住宅产品增加所致；2015 年公司毛利率水平进一步下降，主要是 2015 年结转项目中毛利率相对较低的住宅及车位占比较大所致。

表5 2013~2015年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2013 年			2014 年			2015 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
主营业务	22.71	94.41	58.44	20.22	93.89	33.89	27.17	84.10	32.07
其他业务	1.35	5.59	79.35	1.32	6.11	85.61	5.14	15.90	32.04
合计	24.06	100	59.61	21.54	100	37.05	32.31	100	32.06

资料来源：公司审计报告

从公司房地产开发业务的具体构成和毛利率情况看，2013 年公司产品中写字楼占比为 68.55%、毛利率为 57.68%；住宅产品占比为 14.60%、毛利率为 43.57%；2014 年和 2015 年，公司结合房地产市场形势，调整经营策略，将业务重点放在需求较为稳定、去化较快的住宅产品，使得产品中住宅占比大幅增加，2015 年住宅产品占比大幅上升至 76.19%，但由于当年结转项目毛利率相对较低，公司住宅产品毛利率从 2013 年的 43.57%大幅下降至 2015 年的 20.75%；随自持物业规模增长，公司租赁及其他产品占比波动上升至 2015 年的 19.61%、毛利率较 2014 年的 58.58%大幅上升至 70.15%。

表6 2013~2015 年公司产品分类统计（单位：万元、%）

细分板块	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
住宅	33,158.31	14.60	43.57	129,274.22	63.93	21.29	207,045.91	76.19	20.75
商铺	3,505.06	1.54	62.33	8,405.89	4.16	83.38	7,476.07	2.75	66.37
写字楼	155,707.47	68.55	57.68	714.05	0.35	69.90	3,186.82	1.17	50.48
车位	4,395.41	1.94	45.89	14,081.63	6.96	28.85	741.50	0.27	30.15
租赁及其它	30,373.51	13.37	79.95	49,737.87	24.60	58.58	53,282.65	19.61	70.15
合计	227,139.76	100	58.44	202,213.66	100	33.89	271,732.94	100	32.07

资料来源：公司提供

总体看，受结转收入规模变化影响，近三年公司业务收入规模有所波动；产品结构方面，公司将业务重点转向住宅产品，使得产品中住宅占比大幅增加；主要受毛利较低的住宅产品占比大幅增加、毛利较高的写字楼产品大幅减少原因所致，公司毛利率水平呈下降趋势。

2. 土地储备

公司房地产项目开发的主要环节包括土地获取、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地获取、规划设计等前期准备和后期的房产销售是实现预期收入和利润规模最为重要

的环节。

从成本构成来看，公司项目开发成本主要包括土地成本（土地转让款及相关交易税费）、前期工程费用（含勘察费、设计费、报批报建费、造价咨询费、工程监理费等）、建安成本（含建安工程、安装装饰工程、红线内外市政配套工程等）、开发间接费用（含项目现场管理费及项目开发贷款可资本化财务利息）、配套工程及设施成本、工程管理成本等，其中土地成本和建安成本占比较高，合计约占 70%以上。

公司土地储备策略方面，公司采取较为稳健的“深耕+精操作”模式，以“招拍挂+机会型³拿地”相结合的方式获取项目，充分利用新希望集团的资源优势 and 公司的专业化能力，合理控制土地成本。公司根据现有的城市布局和资源储备，选取成都、昆明、南宁、温州等作为已进入城市中的重点深耕城市，重点关注在深耕城市通过招拍挂获取土地的机会，同时利用新希望集团产业优势积极获取土地，并努力通过收购股权或资产的形式获取优质土地资源，通过多种不同模式的资源获取方式有效平衡公司的土地储备，争取实现在 5 个重点深耕城市每年均能够实现至少 10 亿元销售金额。

公司土地储备的决策流程方面，公司为先立项再拿地，并采用四级决策流程。首先是投资部门获取并整理项目信息，包括：项目的基本信息、市场分析、初步测算以及操作模式；第二级决策是事业部的项目立项会议，参会者为各职能中心及事业部领导。会议对项目是否立项进行评估和决策，事业部总裁具有立项会的一票否决权；第三级决策是在项目立项会之后，各职能中心在规定时间内完成各自业务范围内的事务，出具专业意见，完成较为精细的项目测算，进行投决会汇报。投决会由事业部领导班子和各职能中心负责人组成，会议针对项目的市场环境、产品定位、经营风险、财务指标、投资模式等进行详细的评估与方案的比选，最终在事业部层级做出投资决策并上报集团公司；第四级决策是公司层面的投决会，公司将结合自身的资产配置目标对项目的机会和风险进行评估并决策，公司董事长具有一票否决权。

截至 2015 年底，公司已确权的土地购置面积合计 321.62 万平方米，从公司土地获取的分布结构上看，公司 2009 年及以前和 2013 年获得的土地面积占比较高，分别约为 78%和 12%，主要是 2009 年及以前，新希望集团借助农牧背景优势获得大量厂房用地，后因城市扩建，厂房搬迁，原厂用地变性为建设用地；2013 年公司获取土地面积大幅增加，主要是 2013 年公司进军温州市场，当年在温州获取土地规模较大。从公司土地储备的价格情况来看，2009 年及以前，由于新希望集团获取厂房用地成本较低使得地块均价较低；2011 年以后，由于房地产市场的发展以及通过招拍挂方式获取土地的规模增加，公司土地获取价格大幅增加。截至 2015 年底，公司确权部分土地获取均价为 3,955.62 元/平米，整体看，公司土地成本处于较低水平。

表7 截至2015年底公司土地获取（已开发及未开发）时间分布情况（单位：万平方米，亿元，元/平方米）

获取时间	2009 年及以前	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	合计
获取面积	250.11	--	9.37	--	39.73	--	22.4	321.62
面积占比	78%	--	3%	--	12%	--	7%	100%
土储总价款	34.77	--	3.22	--	25.08	--	64.15	127.22
获取均价	1,390.32	--	3,435.69	--	6,312.22	--	28,632.58	3,955.62

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司未开发的土地储备占地面积合计 52.10 万平方米，对应建筑面积为 218

³ “机会型”获取土地的方式是指依托新希望集团的资源优势，通过并购收购等方式获取成本较低的土地。

万平方米（含合资公司济南、岷江等项目后建筑面积达 296 万平方米），相较于公司开发和销售规模，公司未开发土地储备较为充足。从区域分布来看，公司拥有的未开发土地储备全部位于二线城市（成都、温州、南宁）。从土地均价来看，公司未开发土地均价为 7,829.33 元/平方米，土地成本处于适中水平；鉴于一线城市土地开发前景较好，公司未来将寻机进入一线城市。

表8 截至2015年底公司土地储备（未开发部分）地域分布情况(单位：万平方米、亿元、元/平方米)

城市分类	二线城市
城市数量	3.00
土地储备占地面积	52.10
土地储备对应建筑面积	218
土储总价款	40.79
土地储备均价	7,829.33.

资料来源：公司提供

总体看，公司未开发土地储备全部位于二线城市；相较于公司近年来开发进度和销售规模，公司目前未开发土地储备较为充足；公司未开发土地储备价格处于适中水平。

3. 原材料采购

公司将采购分为工程总承包、专业分包、甲供材料、甲供设备、甲指乙供、乙供材料等不同方式。公司采用集中采购与分散采购相结合、以集中采购为主的采购模式。

土建、装修和园林采购

土建、装修和园林采购方面，由于该等供应商主要提供建造和装修等服务，公司并不直接管理供应商的内部流程，因此公司主要通过管理供应商和与其建立深入稳定的合作关系的方式控制施工质量。

供应商筛选方面，公司关注供应商的经营战略方向、管理理念、成本与品牌价值、质量保障体系及服务体系。通过对供应商的企业合法性文件、商务履约能力、财务状况、近三年业绩、项目匹配度等情况进行筛查，同时进行实地现场考察、合作背景及履约能力调查，对供应商进行全方位综合评估，经评估合格后，作为备选供应商。供应商管理方面，公司建立标准供应商信息库，对供应商进行集中管理，分为三个层面：供应商资源管理层面，按专业、产品及合作等级三个维度对供应商进行分类管理，并采取资质预审与现场考察相结合的审核入库的管理机制，同时采取基于过程评价与结果导向相结合的综合评估退出机制；供应商的评估管理层面，过程中建立供应商履约过程中全方位、综合评估体系，并在竣工验收后，质保期内供应商履约评估体系；供应商的关系维护与应用层面，针对不同合作等级的供应商采取差异化管理机制，相应建立供应商关系维护及冲突管理机制，同时在招投标、合同履行过程及售后服务三个阶段建立投诉调查机制。

截至 2015 年底，公司共有建筑承包商 6 个，2015 年前五名供应商占建筑发包量的 95.72%，建筑承包商过于集中，存在一定集中度风险。

表9 2015年公司建筑承包商集中度情况（单位：亿元、%）

序号	公司名称	发包金额	占当期同类发包量比重
1	中国建筑第八工程局有限公司	2.89	26.90
2	中建三局第三建设工程有限责任公司	2.34	21.78
3	中国建筑第二工程局有限公司	1.81	16.85

4	龙元建设集团股份有限公司	1.75	16.29
5	江西建工第二建筑有限责任公司	1.42	13.90
	合计	10.21	95.72

资料来源：公司提供

截至2015年底，公司共有装修工程承包商14个，前五位供应商占装修工程发包量的64.82%，装修工程承包商较集中，存在一定集中度风险。

表10 2015年公司装修承包商集中度情况（单位：亿元、%）

序号	公司名称	发包金额	占当期同类发包量比重
1	四川泰兴装饰工程有限公司	0.24	26.37
2	深圳南利装饰工程有限公司	0.12	13.18
3	四川时代新典装饰工程有限公司	0.09	9.89
4	山东沈维幕墙装饰工程有限公司	0.07	7.69
5	四川同一装饰工程有限公司	0.07	7.69
	合计	0.59	64.82

资料来源：公司提供

工程结算方面，公司制定结算管理制度，以工程竣工验收合同为前提，建立多级审核制度。工程完工竣工验收合格后，6个月内完成结算，剩余5%工程款于2年质保期后支付。

材料采购

2014年~2015年⁴公司材料采购发包量分别为2.27亿元和2.70亿元。公司材料供应分为甲供和乙供两类。甲供材料是指由公司采购并运至项目现场使用的材料，乙供材料是指由总包方采购的材料。公司甲供材料包括钢筋、电梯、电缆、墙砖地砖、洁具等，乙供材料主要是需要在项目当地采购的混凝土和石材等。甲供材料在材料采购中占主要部分。

对于甲供材料供应商的筛选、管理、考核和淘汰，公司采用于上述土建供应商类似的模式。每年根据在建/待开发项目的年度计划需求，对甲供材料及设备进行集中统一采购，与供应商签订年度供货协议。

成本控制是公司集中采购模式的优势所在。通过与行业内排名靠前的供应商合作，公司获得了稳定和高质量的货源；同时由于采购量较大，能够获得相对优惠的价格，对于公司控制建安成本起到重要作用。

乙供材料方面，由施工单位负责材料进场，建立建设单位、施工单位、监理三方验收的机制，对每批乙供材料进行抽样送检，保证材料质量。

整体看，公司采用集中采购为主的采购模式；公司对供应商的筛选、管理和评价有具体有效的措施方法，供应商合作关系稳定，采购成本具有一定优势，但公司供应商集中度较高，存在集中风险。

4. 项目建设开发情况

公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体，公司对项目公司及下属项目的建设、销售等执行垂直管理。

公司对工程建设进度进行严密计划，并定期巡检，巡检内容主要分为制度落实情况、内业资

⁴由于2013年发包合同均为纸质合同，公司现已无法统计2013年发包量数据。

料、实测实量、观感质量、安全生产及文明施工五个方面。通过月度经营会议，配合月度建设计划制定相应的设计、招标和采购计划，以确保土建工作顺利进行，供货量能够保证销售进度。公司定期根据在售楼盘的户型、去化情况等对现有项目进行分析，动态调整建设计划，以适应市场变化，减少资金占压。

从公司房地产开发建设情况看，近三年公司年度新开发建设规模波动增加，2013 年内新开工面积 68 万平方米，较 2012 年大幅增加，主要系 2013 年公司昆明、南宁、成都、大连新地块开工所致；2014 年新开工面积为 53.79 万平方米，较 2013 年减少 14.21 万平方米，主要系公司根据市场行情调整开发节奏所致；2015 年新开工面积为 81.28 万平方米，较 2014 年增加 27.49 万平方米，主要系温州白麓城和立体城、南宁 C1 地块开工所致；竣工方面，2013 年竣工面积为 14.10 万平方米，较 2012 年大幅减少，主要是仅有成都区域西区国际一期竣工所致；2014 年竣工面积为 26.23 万平方米，较 2013 年有较大增加，主要是成都区域的中鼎国际和塔子山一期项目竣工规模较大所致；2015 年竣工面积为 34.27 万平方米，较 2014 年有较大增加，主要是成都区域公司塔子山项目二期和西区国际二期竣工、大连家园 A 区竣工所致，如下表所示。

表 11 近三年公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目/区域	2013 年	2014 年	2015 年
新开工面积（建筑面积）	68.00	53.79	81.28
成都	17.17	16.91	--
昆明	33.58	--	--
南宁	7.48	--	8.62
温州	--	36.88	72.66
大连	9.77	--	--
竣工面积（建筑面积）	14.10	26.23	34.27
成都	14.10	22.95	26.10
大连	--	--	8.17
沈阳	--	3.28	--

资料来源：公司提供

从公司在建项目的预计投入情况看，截至 2015 年底，公司在建项目预计总投资 198.85 亿元，已完成投资 133.55 亿元，尚需完成投资 65.30 亿元，若公司销售收入回款规模能够达到预期，公司开发资金压力不大。

总体看，近年来，公司根据市场行情调整开发节奏，项目开发规模总体呈波动增加态势；公司在建项目总投资规模较大，若公司项目销售收入回款规模能够达到预期，公司在建项目开发资金压力不大。

5. 房产销售情况

公司下辖项目的销售采用代理销售和自主销售相结合的方式，以自主销售为主。公司对代理销售进行监督管理，合作前期即确定年度销售目标及代理佣金区间，需代理公司每月制定相应的营销策略计划，根据每月、每周目标制定、执行、调整常规营销动作，定期进行市场调研，根据业绩达成情况进行相应的惩罚措施，营销团队成员根据业绩进行优胜劣汰。

销售计划的制定落实方面，公司每年初根据各城市的货量及市场竞争情况，制定各项目的年度销售计划，并对年度营销报告进行评审。定期根据项目销售结果，重新梳理并铺排各项目后续

的销售目标。同时，每月根据项目实际情况下发月度销售目标，并审核月度销售计划，每周根据实际销售情况迅速调整营销动作。每年底，根据项目当年的销售情况进行总结，铺排可售货量，指导制定下一年的销售计划。

从公司近三年签约销售情况看，公司销售面积呈现上升态势，2014 年实现销售面积 41.36 万平方米，较 2013 年增加 86.95%；实现销售金额 41.57 亿元（含合资公司），较 2013 年增加 89.95%，销量和收入增加主要是由于 2014 年公司可售资源增加，新增温州尚瑞项目、温州恒锦项目、昆明二期项目、大连 A 区二期项目；2015 年实现销售面积 71.67 万平方米，较 2014 年增加 73.28%，实现销售金额 66.33 亿元（含合资公司），较 2014 年增加 59.56%，销量和收入增加主要是由于成都塔子山项目，温州 2#、3#地块，昆明 A1-1 项目等持续热销；并且新增的南宁 C1、D1，成都西区三期、温州白麓城项目开盘热销所致；从销售价格上看，近三年公司房产销售均价有所波动，其中，2014 年销售均价较高，主要是 2014 年公司销售产品中，销售单价较高的项目占比较高所致。如下表所示。

表12 公司近三年销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目/区域	2013 年	2014 年	2015 年
销售面积	22.12	41.36	71.67
成都	9.18	18.54	22.07
昆明	--	2.32	16.08
南宁	4.01	3.52	8.59
温州	--	10.21	14.41
大连	3.85	2.63	4.90
呼市	0.02	0.01	0.01
上海	0.03	0.01	0.04
沈阳	0.27	0.03	0.35
桐梓林项目	4.76	4.09	5.16
新建国项目	--	--	0.05
销售金额	21.89	41.57	66.33
成都	10.22	15.24	17.53
昆明	--	2.11	11.51
南宁	2.46	2.68	5.45
温州	--	14.58	22.49
大连	2.82	1.74	3.42
呼市	0.02	0.01	--
上海	0.02	0.01	0.02
沈阳	0.41	0.04	0.32
桐梓林项目	5.94	5.18	5.54
新建国项目	--	--	0.04
平均售价	9,892.40	10,051.06	9,185.73
成都	11,131.53	8,218.59	7,944.77
昆明	--	9,093.48	7,159.07
南宁	6,127.67	7,616.69	6,338.02
温州	--	14,285.72	15,603.61
大连	7,326.05	6,595.03	6,981.67
呼市	6,994.40	6,707.06	6,461.59
上海	5,961.83	6,266.53	6,107.57
沈阳	15,022.40	12,373.18	8,928.12

桐梓林项目	12,489.07	12,648.44	10,730.28
新建国项目	--	--	8,577.81

资料来源：公司提供

注：桐梓林和新建国为合资项目，公司权益占比分别为49%和45%。

从结转情况看，2013~2015年，公司结转面积分别为25.77万平方米、16.77万平方米和26.41万平方米；结转金额分别为19.76亿元、15.24亿元和21.85亿元。

从公司可售项目情况来看，截至2015年底，公司合计剩余可售面积121.32万平方米，可售项目总数为15个，全部位于二线城市。从公司提供的未来三年销售计划来看，未来三年公司将继续加大销售力度，提升公司产品去化能力，预计未来销售回款能够保持上升趋势，如下表所示。

表13 公司预计未来三年销售及回款情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2016年	2017年	2018年
预计签约销售面积	83.45	91.50	108.12
预计签约销售金额	90.34	100.83	116.92
预计销售回款金额	76.79	85.71	99.38

数据来源：公司提供

注：表中数据不代表公司对于未来经营情况的承诺。

整体看，近三年，公司销售规模逐年加大；由于产品单价差异，平均销售价格有所波动；公司剩余可售全部位于二线城市，未来项目所在城市房地产市场行情将直接影响公司房产销售业绩。

6. 自持物业情况

截至2015年底，公司共持有商业物业65.37万平方米，主要集中在二线城市。

公司自持物业主要由商铺、写字楼、酒店构成，主要分布在成都、昆明、南宁、上海等地。从经营情况看，公司统一进行标准化的规划和运营，通过经营租赁方式获取收益，运营效率较高，因此盈利能力良好。2015年公司自持写字楼、商铺的租金收入达3.36亿元，酒店收入1.08亿元。2013~2015年公司自持写字楼、商铺的平均出租率分别为84.37%、86.53%、83.45%。具体来看，各自持物业出租率由于项目区位、项目目标客户等不同存在较大差异，如下表所示：

表14 截至2015年底，公司自持物业情况（单位：万平方米、亿元、%、元/平方米/天）

序号	项目	所在地	占地面积	建筑面积	物业概况	投资成本	出租率	租金
1	锦官秀城	成都市武侯区棕树东街1-2号	0.02	0.09	商铺	0.03	100.00	3.24
2	新希望大厦	成都市人民南路四段45号	0.38	2.06	商铺、写字楼	1.69	63.38	3.79
3	新希望国际	成都市天府大道中段天府三街19号	0.55	4.81	商铺、写字楼	1.84	90.87	3.13
4	商鼎国际	成都市人民南路4段27号	0.07	0.50	商铺	0.33	89.00	4.19
5	锦官丽城	成都市天府新区华阳新希望大道2段158号	0.83	0.85	商铺	0.16	59.71	0.98
6	堤亚纳河谷	成都市新都区兴城大道89号	0.14	0.12	商铺	0.06	100.00	0.92
7	红南港	成都市二环路西	0.28	1.17	酒店	0.52	60.38	2.44

		一段 5 号						
8	西区国际皇冠假日酒店	成都市高新西区西芯大道 1 号	1.60	6.23	酒店	3.53	-	-
9	西区国际高新中心假日酒店	成都市高新西区西芯大道 1 号	0.64	2.50	酒店	1.42	-	-
10	南宁大商汇国际家居博览中心	南宁市西乡塘区安吉大道 47-2 号	7.00	15.77	集中商业	5.09	83.00	1.25
11	南宁大商汇汇豪华庭	南宁市西乡塘区安吉大道 47-2 号	0.20	0.41	商铺	0.29	99.01	0.52
12	昆明大商汇商贸物流中心	昆明市西山区前兴路	39.01	25.55	商铺	5.51	97.13	2.18
13	呼市新希望家园-会所	呼和浩特市赛罕区呼伦贝尔南路新希望街	0.13	0.34	写字楼	0.09	100.00	0.85
14	呼市新希望家园-幼儿园	呼和浩特市赛罕区呼伦贝尔南路新希望街	0.04	0.12	商业	0.03	100.00	1.09
15	上海四季全景台	上海市浦东新区花木路 916 弄	0.002	0.01	商铺	0.004	100.00	5.63
16	上海半岛科技园	上海市浦东新区达尔文路 88 号	4.24	3.78	写字楼	1.50	98.18	3.94
17	大连家园 C	大连市金州区金泉路 969 号	0.16	0.52	商铺	0.21	92.78	1.45

资料来源：公司提供

注：西区国际皇冠假日酒店和西区国际高新中心假日酒店为酒店项目，收入为经营收入，不是租金收入。

新希望大厦、新希望国际和大连家园C项目均为包含出售及租赁，表中出租率为剔除预计出售部分后的出租率。

总体看，公司自持物业主要为商铺、写字楼及酒店项目，主要集中于二线城市，整体经营管理比较成熟、盈利水平较好，能够为公司带来稳定的现金流入。

7. 经营效率

2013~2015 年，存货周转率分别为 0.15 次、0.16 次和 0.17 次，整体处于较低水平，主要是由于公司完工项目规模增加，加之预收账款未结转导致公司存货余额较大所致；公司流动资产周转率分别为 0.30 次、0.21 次和 0.20 次，整体处于较低水平；总资产周转率分别为 0.22 次、0.16 次和 0.16 次，处于较低水平，主要是由于大量预收账款未交房结转导致营业收入规模较小所致。从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率处于行业较低水平。

表 15 2015 年房地产开发类上市公司经营效率指标（单位：次）

证券简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
世茂股份	0.39	0.41	0.24
万科 A	0.40	0.39	0.35
阳光城	0.43	0.39	0.38
保利地产	0.27	0.34	0.32
宝安地产	0.34	0.32	0.30
新希望地产	0.17	0.20	0.16

资料来源：Wind 资讯

注：公司指标采用报告中数据，其他上市公司数据引自 Wind 资讯。

整体看，公司经营效率一般。

8. 经营关注

毛利率下降风险

受土地成本上涨、结算项目的区域和类型差异等因素的影响，近年来，公司房地产销售业务毛利率逐年下降。

项目去化风险

公司目前在建项目及未开工项目主要集中于二线城市，且相较于公司销售进度规模较大，未来可能存在一定去化压力。

9. 未来发展

公司到 2017 年的总体战略目标是实现约 150 亿元的合同销售金额，并建立良好的城市布局和风险平衡能力，同时沉淀优质投资性物业，拥有稳定持续的现金流。公司将通过以下几种路径来实现该战略目标：

地产开发方面，公司将基于自身资源与优势，并结合城市发展趋势，合理选择深耕城市和重点机会型城市进行土地拓展，并通过市场化+并购+其他”等多种方式积极获取资源。2016~2018 年，公司计划新增土地储备 500 万平米，预计土地支出约 100 亿元。另外，公司还将积极研究通过发行地产基金的模式以更快的实现规模化增长，同时进一步提升专业开发能力。公司将以住宅产品为核心，其中刚需产品约占 60%~70%，改善型占 30%~40%，通过建立标准化的产品体系加快资产周转速度，实现规模的快速增长。

商业运营方面，公司将以“轻资产”运营模式为主，除持有少量优质资产外，尽量减少商业持有比重。同时积极与专业化商业运营公司进行合作，尽量采取“售后统一经营不返租”的策略进行销售。公司还将努力研究通过资产证券化等方式将实现轻资产运营，以提升股东回报及资产的流动性。

社区服务方面，公司将在基础社区服务之外，积极构建包括社区金融、社区 O2O 以及其他领域的增值服务。通过优质的社区服务增强与物业业主的粘性，除了获取适当的服务收益外，还能进一步促进地产开发业务的发展。

整体看，公司战略结合自身发展历史和当前行业环境，符合未来房地产行业发展方向，能够支持公司的可持续发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2013~2015 年度合并财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留的审计意见。公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及应用指南、解释及其他有关规定编制。近三年，公司合并范围发生变化，但考虑到公司主营业务未发生变化，且合并企业权益资本规模不大，公司财务数据可比性较强。

表 16 2015 年公司合并范围变化情况

序号	企业名称	变动时间	方向	变动原因、持股比例
1	永嘉万新恒锦永嘉万新恒锦置业	2015 年	增加	同一控制下合并，持股比例 39%
2	永嘉万新商鼎置业有限公司	2015 年	增加	同一控制下合并，持股比例 39%
3	永嘉万新商鼎置业有限公司	2015 年	增加	同一控制下合并，持股比例 39%
4	温州新希望置业有限公司	2015 年	增加	新建公司，持股比例 100%
5	永嘉万新商鼎置业有限公司	2015 年	增加	新建公司，持股比例 100%

资料来源：公司提供

永嘉万新尚瑞置业有限公司

截至 2015 年底，公司合并资产总额 242.26 亿元，负债合计 182.52 亿元，所有者权益 59.74 亿元，其中归属于母公司所有者权益 53.25 亿元；2015 年公司实现营业收入 32.31 亿元，净利润 5.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.11 亿元；经营活动产生的现金流量净额-40.73 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.53 亿元。

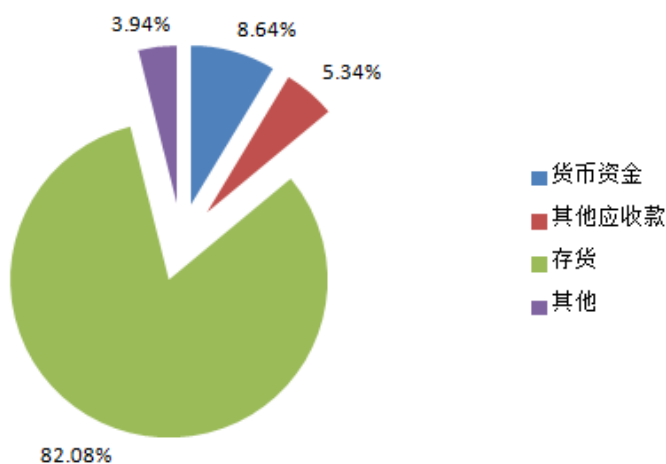
2. 资产质量

2013~2015 年，随着公司经营规模的不断扩大，公司资产总额平稳增长，年均复合增长 44.40%，截至 2015 年底，公司合并资产总额 242.26 亿元，较年初增长 55.33%，流动资产和非流动资产均有较大增长。公司合并资产中流动资产和非流动资产占比分别为 82.72%和 17.28%，资产构成以流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产年均复合增加 53.22%，主要系货币资金和存货增加所致。截至 2015 年底，公司流动资产合计 200.39 亿元，主要由货币资金（占 8.64%）、其他应收款（占 5.34%）和存货（占 82.08%）构成。

图 8 截至 2015 年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金规模逐年增加，年均复合增长为 102.64%，主要是公司近年来业务规模不断扩张，房产销售产生的现金流比较稳定，带动公司货币资金增长较快所致。截至 2015 年底，公司货币资金为 17.32 亿元，较上年增长 154.21%。公司货币资金中使用受限资金 0.06 亿元，主要为按揭保证金。

2013~2015 年，公司其他应收款规模逐年上升，年均复合增长 8.33%，主要是股东关联方往

来款项增加所致。截至 2015 年底，公司其他应收款净额 10.69 亿元，较年初增长 2.84%。公司其他应收款中，对四川华诚实业有限公司、北京大学中国经济研究中心、中铁二十一局合计应收的 0.08 亿元款项，公司预计无法收回，全额计提坏帐准备；公司按账龄组合计提坏账准备合计 0.38 亿元，其中账龄在一年以内的占比 60.39%、计提比例为 5%，账龄在 1~2 年的占比 11.11%、计提比例为 10%，账龄在 2~3 年的占比 17.91%、计提比例为 20%，账龄 3~4 年的占比 2.94%、计提比例为 50%，账龄 4 年以上的占比 7.65%、计提比例为 100%。

2013~2015 年，公司存货规模逐年增长，年均复合增长 52.86%，公司存货规模增长一方面是因为 2015 年公司通过购买及新增公司等合并范围内增加 5 家子公司，公司规模增加，购买土地及建安大幅增加，另一方面，公司销售 72 亿元预收账款未结转收入所致。截至 2015 年底，公司存货账面价值 164.49 亿元，较年初增长 68.91%。存货中房地产开发成本占比 89.64%、房地产开发产品占比 10.53%，公司对存货未计提存货跌价准备，公司存货大多位于二线城市且规模较大，考虑到房地产市场景气度下降，二线城市去库存压力较大。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长为 16.54%，主要系长期股权投资、递延所得税资产和其他非流动资产增加所致。截至 2015 年底，公司非流动资产合计 41.87 亿元，主要由投资性房地产（76.20%）和固定资产（占 12.99%）构成。

2013~2015 年，公司投资性房地产年均复合增长 17.02%，其中 2014 年较 2013 年大幅增长 29.38%，主要由于评估增值以及少量自用房地产或存货转入所致。公司在资产负债表日采用公允价值模式对投资性房地产进行后续计量，公允价值变动计入利润表中的“公允价值变动收益”。截至 2015 年底，公司投资性房地产余额 31.90 亿元，较年初增长 5.84%。公司投资性房地产中，公允价值变动为 1.76 亿元；未来整体宏观经济和房地产行业的景气程度会直接明显的影响到投资性房地产的公允价值，存在价值波动风险。

2013~2015 年，公司固定资产年均复合减少 8.66%。截至 2015 年底，公司固定资产净值 5.44 亿元，固定资产主要由房屋、建筑物（占 86.28%）构成，固定资产累计折旧 1.71 亿元，固定资产成新率 76.07%，成新率较高。

表 17 截至 2015 年底公司受限资产情况（单位：万元）

项目	受限金额	受限原因
投资性房地产	305,873.44	抵押借款
其他货币资金	637.11	按揭保证金
存货及固定资产	287,950.31	抵押借款
合计	594,460.86	--

资料来源：公司提供

总体看，公司近三年资产呈增长态势，资产构成中流动资产占比较高。公司存货规模较大，存在一定去化压力；投资性房地产余额较大，考虑到目前整体宏观经济和房地产行业的景气程度，公司投资性房地产价值存在波动风险。整体看，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

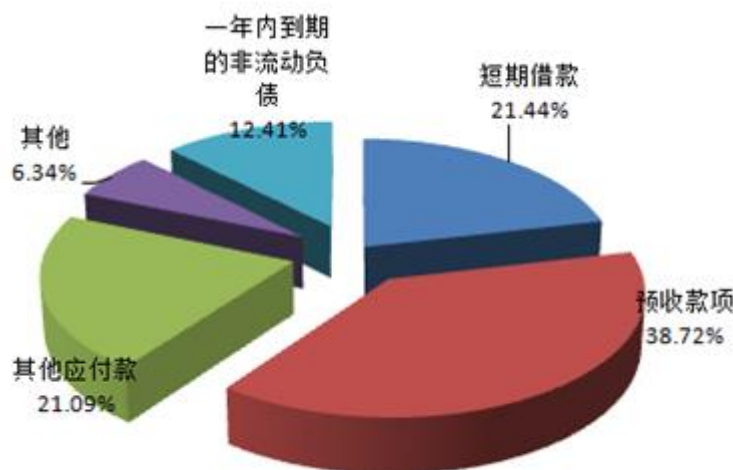
负债

2013~2015 年，公司负债规模年均复合增长 51.31%。截至 2015 年底，公司负债总额 182.52

亿元，较年初增长 63.96%，流动负债和非流动负债均有大幅增长。公司负债中流动负债和非流动负债分别占 67.66%和 32.34%，负债以流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债年均复合增长 62.82%，主要系短期借款、预收款项和一年内到期的非流动负债增长所致。截至 2015 年底，流动负债合计 123.49 亿元，流动负债主要以短期借款（占 21.44%）、预收款项（占 38.72%）、其他应付款（占 21.09%）和一年内到期的非流动负债（占 12.41%）构成。

图 9 2015 年底公司流动负债构成



数据来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司短期借款年均复合增长 117.07%，主要由于经营所需资金规模加大，对外借款增加所致。截至 2015 年底，短期借款余额 26.48 亿元，较年初增长 107.36%。公司短期借款包括信用借款 24.43 亿元和质押借款 2.05 亿元，其中信用借款主要为向新希望财务公司的保证借款，平均利率为 6.85%，质押借款为万新恒锦、昆明大商汇、南宁大商汇以应收债权为质押向新希望（天津）保理商业有限公司取得借款，平均利率为 6.4%。

2013~2015 年，公司预收款项年均复合增长 112.74%，主要为公司预售项目增多、预收房款增加所致。截至 2015 年底，公司预收款项 47.81 亿元，较年初增长 139.87%。

2013~2015 年，公司其他应付款年均复合增长 20.75%，主要为公司为满足经营扩展需要，向对新希望集团及新希望财务有限公司的等关联方取得资金往来款增加所致。截至 2015 年底，公司其他应付款 26.04 亿元，较年初减少 28.55%，主要是往来款的减少。公司其他应付款中应付股东新希望集团的金额为 14.72 亿元、应付昆山坤瑞投资中心（有限合伙）的金额为 6.83 亿元。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债年均复合增长 57.24%，主要为公司对西藏信托的 15 亿元借款将在 2016 年支付，故划归到一年内到期的非流动负债所致。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 15.33 亿元，较年初增长 1083.78%。公司一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款。

2013~2015 年，公司非流动负债规模呈上升趋势，年均复合增长 33.46%，主要由于长期借款的增长所致。截至 2015 年底，公司非流动负债合计 59.03 亿元，主要为长期借款（占 88.99%）和递延所得税负债（占 11.01%）。

2013~2015 年，公司长期借款规模逐年增长，年均复合增长 35.30%，均为项目建设所形成的

长期抵押借款和信用借款。截至 2015 年底，公司长期借款为 52.53 亿元，较年初增长 87.65%。公司及其子公司用于抵押的物业包括位于成都市高新西区西芯大道的土地使用权、新希望大厦、昆明大商汇 1 栋、50-54 栋、56-58 栋、半岛科技园等，用于长期借款抵押的资产价值合计 28.65 亿元。公司长期借款中 1~2 年（含 2 年）的占比 37.05%，2~3 年（含 3 年）的占比 24.36%，公司在未来 2~3 年内偿还压力较大。

表 18 截至 2015 年底长期借款还款期限分布（单位：万元，%）

项目	金额	占比
1~2 年（含 2 年）	194,600.00	37.05
2~3 年（含 3 年）	128,000.00	24.36
3~4 年（含 4 年）	20,900.00	3.98
4~5 年（含 5 年）	173,790.00	33.08
5 年以上	8,000.00	1.53
合计	525,290.00	100

资料来源：公司提供

2013~2015 年，公司全部债务规模逐年增长，年均复合增长 51.98%。截至 2015 年底，公司全部债务规模合计为 94.34 亿元，其中短期债务占比 44.32%，长期债务占比 55.68%。2013~2015 年，公司资产负债率呈上升趋势，分别为 68.61%、71.37%和 75.34%；全部债务资本化比率分别为 52.83%、48.52%和 61.23%，长期债务资本化比率分别为 44.03%、38.54%和 46.79%呈波动上升趋势，公司债务负担有所加重。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，公司刚性债务水平有所上升，债务负担有所加重，但仍属可控。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 27.99%，主要是股本的增加和未分配利润的增长所致。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 59.74 亿元，归属于母公司所有者权益占比 87.69%。归属于母公司的所有者权益中，股本占比 30.05%，资本公积占比 0.58%，其他综合收益（主要系投资性房地产公允价值变动形成）占比 25.56%，盈余公积占比 2.24%，未分配利润占比 41.58%，所有者权益稳定性较弱。

总体看，公司所有者权益中未分配利润和其他综合收益占比较高，所有者权益稳定性较弱。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司分别实现营业收入 24.06 亿元、21.54 亿元以及 32.31 亿元，年均复合增长 15.89%，2015 年，公司实现营业收入同比增长 50.03%，主要是公司多个项目实现交付，结转收入金额上升所致；公司实现利润总额 7.24 亿元、6.07 亿元和 6.27 亿元，年均复合减少 6.95%，2014 年公司实现利润总额同比减少 16.13%，主要是当年销售占比较大的温州、昆明等地项目均未竣工，无法结转收入加之当年营业成本增加所致；公司实现净利润分别为 4.85 亿元、4.34 亿元和 5.15 亿元，年均复合增长 3.11%，2014 年净利润较上年减少 10.53%，主要是当年收入减少所致，2015 年净利润较上年增加 18.84%，主要系公司销售收入增长所致。

2013~2015 年，公司公允价值变动收益分别为 0.21 亿元、4.28 亿元以及 1.76 亿元，为按公允价值计量的投资性房地产的评估增值，占各期营业利润的 2.93%、70.81%以及 28.96%。2014 年，公司公允价值增值较大主要是昆明大商汇项目增值所致，昆明大商汇投资性房地产产品为商铺，

2014 年，经云南瑞尔房地产土地资产评估有限公司（一级评估资质）评估昆明大商汇商铺价值为 21.92 亿元，调整公允价值增加 4.16 亿元。

2013~2015 年，公司投资收益分别为-417.10 万元、5,815.69 万元和 1.80 亿元，2014 年和 2015 年增加较多，主要是公司对成都锦城中建地产开发有限公司投资收益分别为 0.57 亿元和 1.70 亿元所致所致。

2013~2015 年，公司营业外收入年均复合增长 169.11%，2015 年公司营业外收入 0.20 亿元，较上年大幅增加 427.66%，主要是收到政府补助收入 1,518.37 万元，违约罚没收入 304.8 万元，其它营业外收入 178.86 万元。

期间费用方面，2013~2015 年，公司费用总额年均复合增长 34.65%，2015 年为 4.50 亿元。其中，2015 年管理费用为 1.98 亿元，年均复合增长 35.84%，主要由于新增项目公司增多、费用增加所致；2015 年财务费用为 0.67 亿元，年均复合减少 13.04%，主要是利率较低的开发贷款增加，利率较高的流动资金贷款减少所致；2015 年销售费用为 1.85 亿元，年均复合增长 87.75%，主要由于新增项目增加导致广告费等销售费用的增长。近三年公司费用收入比分别为 10.32%、19.70%以及 13.93%，期间费用控制能力尚可。

2013~2015 年，主要受公司所有者权益和债务规模增加的影响，公司总资本收益率由 2013 年的 9.03%下降到 2015 年的 5.02%；主要受公司资产大幅增加但利润总额增加较少的影响，公司总资产报酬率由 2013 年的 7.54%下降到 2015 年的 3.60%；受公司所有者权益大幅增加但净利润增加较少影响，公司净资产收益率由 2013 年的 14.24%下降到 2015 年的 9.87%。总体看，公司盈利能力有所下降。

总体看，近三年，主要受公司各年项目结转收入规模差异影响，公司收入规模和盈利规模有所波动，但联合评级也关注到，公司利润中投资性房地产公允价值变动损益占比较大，未来盈利水平存在不确定性。

5. 现金流量

经营活动方面，2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-17.53 亿元、5.83 亿元和-40.73 亿元。经营活动产生的现金流入分别为 21.75 亿元、46.32 亿元和 68.19 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为 15.74 亿元、29.64 亿元和 61.72 亿元，2014 年和 2015 年由于公司房地产签约金额的显著增加，公司销售商品、提供劳务收到的现金相比于 2013 年度显著增长；公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 6.01 亿元、16.68 亿元和 6.46 亿元，主要为收到的保证金、代收款和往来款等。2014 年由于公司参与土地拍卖缴纳的保证金及与关联方的资金往来增加，导致公司收到其他与经营活动有关的现金大幅增加。2013~2015 年，公司实现经营活动产生的现金流出分别为 39.28 亿元、40.50 亿元和 108.91 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金分别为 14.58 亿元、25.41 亿元和 80.81 亿元，2015 年，由于公司房地产业务规模的增长，导致购买商品、接受劳务支付的现金显著增加；公司支付其他与经营活动有关的现金分别为 18.15 亿元、10.56 亿元和 20.04 亿元，主要为支付的保证金、代收款和往来款。从现金收入比来看，近三年公司的现金收入比为 65.42%、137.65%、191.01%。

投资活动方面，2013~2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 0.68 亿元、-0.14 亿元和 -5.82 亿元。投资活动产生的现金流入分别为 2.62 亿元、0.07 亿元和 1.35 亿元，其中 2013 年投资活动产生的现金流入大幅增加主要是收回汶川一米阳光旅游投资管理有限公司及成都锦城中建地产开发有限公司投资款所致；2014 年公司因为市场行情控制投入减少，因此公司投资活动产生的

现金流入显著下降；2015 年公司子公司分红导致当年投资活动产生的现金流入显著增长。2013~2015 年，公司投资活动产生的现金流出分别为 1.93 亿元、0.21 亿元和 7.17 亿元，主要为公司对持有型商业物业的开发投资。2013 年，公司加大了对持有型商业物业的投资，多个项目新开工或新开业，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅增长，因此公司投资活动产生的现金流出显著增加；2014 年因为市场原因控制项目投入节奏，降低固定资产投入引起投资活动产生的现金流出显著下降；2015 年随着公司规模不断扩大，项目公司增多，在固定资产投入上加大力度以及购买理财产品，引起投资活动产生的现金流出显著上升。

筹资活动方面，2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 17.93 亿元、-3.16 亿元和 57.07 亿元。筹资活动产生的现金流入分别为 32.29 亿元、21.57 亿元和 84.34 亿元，主要是由于公司施工规模加大、购地规模增加使得所需资金规模增加，公司扩大融资规模收到借款规模增加所致。2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流出分别为 14.35 亿元、24.73 亿元和 27.27 亿元，主要为偿还债务及支付借款利息的现金。

总体看，近三年，公司经营活动现金流波动较大，公司经营活动产生的现金流不能满足公司经营及投资需求，主要依靠筹资活动来弥补。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年，公司流动比率和速动比率呈波动下降态势，主要是由短期借款和预收款项的增加，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.62 倍和 0.29 倍。2013~2015 年，公司经营现金流动负债比率分别为-37.64%、7.53%以及-32.98%，主要由于经营现金流净额波动较大且出现净流出状态，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护程度很弱。近三年，现金债务比分别为 0.35 倍、0.48 倍和 0.41 倍，波动提高，现金类资产对短期债务的覆盖程度较低。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，受利润总额的波动等因素影响，2013~2015 年，公司 EBITDA 波动增长，分别为 8.32 亿元、7.61 亿元和 7.75 亿元；同期，EBITDA 利息倍数分别为 2.00 倍、1.40 倍和 1.12 倍，EBITDA 对利息的保障能力一般；EBITDA 全部债务比分别为 0.20 倍、0.18 倍和 0.08 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力一般。考虑到公司土地储备及在建项目的规模较大，未来持续开发销售带动收入及盈利的增加，公司长期偿债能力较强。

截至 2015 年底，公司无对外担保。

截至 2015 年底，公司获得银行综合授信 111.66 亿元，已使用 57.86 亿元，未使用额度 53.80 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2015 年底，公司及子公司作为被告方涉及支付欠款诉讼共两件，涉及诉讼金额总计 15,343.79 万元。其中，王力诉沈阳新希望置业有限公司支付工程款涉诉金额合计 2,147.71 万元，一审已驳回原告诉讼请求，目前原告正在上诉；中国银行股份有限公司大连金州支行诉大连新希望家园房地产有限公司在应付被告大连阿尔滨集团有限公司欠款 13,196.08 万元范围内优先向原告中国银行股份有限公司大连金州支行偿付，目前该诉讼已被法院受理尚未开庭。

根据中国人民银行企业信用报告（银行版）（信用机构代码为 NO.G1051010700587250B），截至 2016 年 5 月 11 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年底，公司负债合计 182.52 亿元，本次拟发行债券规模为 17 亿元，相对于目前公司负债规模，本次债券发债额度不大，对公司负债水平带来一定影响。

以 2015 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 17 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 53.79%、65.08% 和 76.96%，债务负担较发债前有所加重。考虑到本次债券募集资金拟部分用于偿还公司债务，发债后公司的实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2015 年底的相关财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 7.75 亿元，为本次公司债券发行额度 17 亿元的 0.46 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；2015 年经营活动产生的现金流入 68.19 亿元，为本次公司债券发行额度 17 亿元的 4.01 倍，对本次债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司土地储备及在建项目的规模较大，未来持续开发销售带动收入及盈利的增加等优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

为确保本次公司债券如期兑付，公司采用第三方信用担保方式为本次债券提供担保。根据新希望集团有限公司为本次债券向债券持有人出具的担保函，新希望集团为公司本次拟发行的总额（即票面总额）不超过 17 亿元人民币，且不超过公司最近一期末合并报表所有者权益的 40% 的公司债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本次公司债券的全部本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债券的费用和其他应支付的费用。

如公司未在本次公司债券发行的募集说明书规定的期限内按约定偿付本次债权本金和/或利息，担保人将在收到债券持有人或受托管理人的书面索赔通知后 14 个工作日内，代公司向债券持有人偿付债券的全部本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债券的费用和其他应支付的费用。债券持有人可分别或联合要求担保人承担保证责任。债券受托管理人有权代理债券持有人要求担保人履行保证义务。

2. 担保人信用分析

（1）新希望集团概况

新希望集团成立于 1997 年 1 月，由四川省工商行政管理局登记注册并核发企业法人营业执照，是一家民营性质的股份制企业。公司由自然人股东刘永好、刘畅、李巍投资组建，截至 2015 年 9 月底，注册资本 8 亿元人民币，其中刘永好出资 49,874.35 万元，占注册资本的 62.34%；刘畅出资 29,082.39 万元，占注册资本的 36.35%；李巍出资 1,043.26 万元，占注册资本的 1.31%。公司的实际控制人为刘永好。

新希望集团经营范围：农、林、牧、副、渔产业基地开发建设；生态资源开发；菜篮子基地建设饲料、农副产品（除棉花、烟叶、蚕茧、粮油）的加工、仓储、销售；高新技术的开发，销售普通机械，电器机械，电子产品，化工原料及产品（不含危险品），五金，交电，针纺织品，

文化办公用品，建筑材料；本企业自产品及相关技术的出口及本企业生产、科研所需的原辅材料，仪器仪表，机械设备，零配件和相关技术的进口，进口加工和三条一补业务。

截至 2014 年底，新希望集团合并资产总额 669.36 亿元，负债总额 348.95 亿元，所有者权益（含少数股东权益）320.41 亿元，归属于母公司所有者权益 166.12 亿元。2014 年新希望集团实现合并营业收入 782.06 亿元，净利润（含少数股东损益）37.76 亿元，归属于母公司所有者的净利润 17.62 亿元；经营活动产生的现金流量净额 7.78 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.54 亿元。

截至 2015 年 9 月底，新希望集团合并资产总额 711.89 亿元，负债总额 371.37 亿元，所有者权益（含少数股东权益）340.51 亿元，归属于母公司所有者权益 165.45 亿元。2015 年 1~9 月，新希望集团实现合并营业收入 507.00 亿元，净利润（含少数股东损益）41.71 亿元，归属于母公司所有者的净利润 21.68 亿元；经营活动产生的现金流量净额 11.97 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.25 亿元。

新希望集团注册地址：成都市武侯区人民南路 4 段；法定代表人：刘永好。

（2）经营情况

经营概况

新希望集团是国内规模最大的拥有饲料-养殖-屠宰-肉食加工产业链条的企业集团之一。新希望集团下辖农牧与食品、化工与资源、房地产与基础设施、金融与投资四大业务板块，其中农牧与食品业务中饲料、屠宰加工和肉制品业务为新希望集团的核心业务。2014 年新希望集团实现业务收入 782.06 亿元，其中饲料业务收入 455.46 亿元、屠宰及肉食业务收入 207.81 亿元。

表 19 2012~2015 年 9 月新希望集团主营业务收入、占比及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~9 月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
饲料	484.09	60.03	6.23	461.03	59.19	6.76	455.46	58.24	6.92	311.77	61.49	7.05
养殖	15.44	1.91	2.18	17.84	2.29	2.79	19.35	2.47	10.05	15.54	3.07	8.49
屠宰及肉食	218.70	27.12	2.74	200.59	25.75	3.07	207.81	26.57	3.01	127.08	3.07	4.68
乳品	26.30	3.26	25.04	32.45	4.17	26.59	35.56	4.55	32.07	12.59	2.48	31.84
化工	23.36	2.90	7.46	17.09	2.19	8.52	12.08	1.54	13.40	7.22	1.42	13.07
房地产	18.46	2.29	56.94	24.06	3.09	59.61	21.58	2.76	37.05	12.59	2.48	24.10
包装物	0.05	0.01	12.74	0.05	0.01	12.72	-	-	-	-	-	-
贸易	18.06	2.24	11.19	21.40	2.75	8.45	23.59	3.02	4.62	56.83	11.21	3.49
其他	1.93	0.24	40.52	4.42	0.57	42.82	6.65	0.85	21.63	18.09	3.57	17.07
合计	806.39	100.00	7.21	778.93	100.00	8.47	782.06	100.00	8.08	507.00	100.00	8.30

资料来源：新希望集团提供

农牧与食品业务

饲料业务

截至 2015 年 9 月底，新希望集团拥有 3,490 万吨饲料产能，饲料产品的国内市场占有率在 10% 左右，是国内第一大、亚洲第二大饲料生产商。作为行业龙头，新希望集团在饲料加工行业地位突出、规模优势明显。新希望集团的饲料业务主要依托新希望六和股份有限公司（包括其下属的山东新希望六和集团有限公司和四川新希望六和农牧有限公司）经营。

2014 年，由于下游生猪养殖行业景气度不高，饲料需求持续走弱，新希望集团饲料业务的采购量、产量和销售收入规模有所下降。

原材料采购方面，新希望集团生产饲料所需的原材料主要是玉米、豆粕和小麦，辅料包糠粕、鱼粉等。玉米、豆粕和小麦的价格波动是影响饲料生产的重要因素。近年来，新希望集团的饲料主要以玉米、小麦和豆粕为主。2014 年，新希望集团采购玉米 482.00 万吨、豆粕 146.00 万吨、小麦 139.00 万吨，采购均价分别为 2,381.00 元/吨、3,756.00 元/吨以及 2,501.00 元/吨。2015 年 1~9 月，新希望集团采购玉米 307.84 万吨、豆粕 131.76 万吨、小麦 29.37 万吨，采购均价分别为 2,223.06 元/吨、3,036.27 元/吨以及 2,273.07 元/吨。

表 20 2012~2015 年 9 月新希望集团饲料业务原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目/时间	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~9 月	
	采购	平均采购	采购	平均采购	采购	平均采购	采购	平均采购
	数量	价格	数量	价格	数量	价格	数量	价格
玉米	356.00	2,352.00	636.05	2,337.34	482.00	2,381.00	307.84	2,223.06
小麦	529.00	2,249.00	153.05	2,511.21	139.00	2,501.00	29.37	2,273.07
豆粕	157.00	3,669.00	169.62	4,003.38	146.00	3,756.00	131.76	3,036.27
花生粕	16.00	2,902.00	16.31	3,489.70	14.00	3,466.00	7.22	2,768.00
棉粕	35.00	2,379.00	26.73	3,075.08	17.00	3,108.00	7.84	2,660.11
赖氨酸	6.00	8,320.00	7.90	6,099.79	8.00	5,355.00	4.65	5,661.91
蛋氨酸	0.90	32,517.00	1.57	26,491.70	2.00	32,697.00	1.14	36,097.15

资料来源：新希望集团提供

产能方面，截至 2015 年 9 月底，新希望集团合计拥有饲料年产能 3,490 万吨，其中国内饲料年产能 3,103 万吨，占比 88.91%，海外饲料年产能 387 万吨，占比 11.09%。近年来新希望集团加强对海外生产基地的建设力度，海外饲料年产能增长较快，预计随着未来海外战略的稳步推进，海外饲料产能有望继续增长；产量方面，2014 年新希望集团制定了《饲料生产体系发展战略规划》，推进产品瘦身计划、关闭部分效率较低的工厂、优化产品结构和产能布局，饲料产量小幅回升为 1,571.40 万吨，其中国内 1,436.26 万吨，海外 135.14 万吨；产能利用率为 50.49%，产能利用率较低，主要是新希望集团新建工厂、饲料项目不断增加，部分新建项目还未正式投产所致。2015 年 1~9 月，饲料业务发展规划继续实行，饲料产量同比减少 7.26%至 1,056.09 万吨，其中国内 971.08 万吨，海外 85.01 万吨；产能利用率为 30.26%(未年化)。

表 21 2012~2015 年 9 月新希望集团饲料产销情况（单位：万元、%）

项目/时间	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
产能（万吨）	2,738.15	2,928.00	3,112.00	3,490.00
国内	2,588.15	2,758.00	2,865.00	3,103.00
海外	150.00	170.00	247.00	387.00
产量（万吨）	1,681.52	1,541.78	1,571.40	1,056.09
国内	1,612.39	1,459.65	1,436.26	971.08
海外	69.13	82.13	135.14	85.01
产能利用率（%）	61.41	52.66	50.49	30.26
国内	62.30	52.92	50.13	31.30
海外	46.08	48.31	54.71	21.97
销量（万吨）	1,685.89	1,539.48	1,570.55	1,058.21
销售收入（亿元）	484.09	461.03	455.46	313.21

资料来源：新希望集团提供

销售方面,新希望集团饲料的销售模式主要通过与各地区具有一定规模和实力的经销商合作,通过经销商将饲料产品销售至终端客户。近年来随着我国规模化养殖比例的提高,新希望集团加大直接销售的比例,通过与规模化养殖基地建立长期合作关系来实现产品的销售,并提供兽药、咨询等相关服务,增加产品综合竞争力,获得稳定的长期客户。另一方面,新希望集团积极延伸饲料-养殖-屠宰加工产业链条,通过提供饲料、兽药和养殖服务,与养殖户建立新型的合作关系,在养殖过程中全程提供咨询服务,并直接收购养殖户的出栏生猪,在保障养殖户合理利润的前提下与其建立长期、稳定的合作关系,既为自身饲料销售获得了长期稳定的客源,也为屠宰加工业务获取了稳定可靠的生猪来源。2014年,新希望集团饲料销量总计 1,570.55 万吨,销售收入合计 455.46 亿元;2015 年 1~9 月,饲料销量为 1,058.21 万吨,销售收入合计 313.21 亿元。

未来新希望集团将建立产能模型、成本模型等方法提高产品竞争力和盈利能力。国际市场发展方面,新希望集团已在全球建立广泛布局,在越南、菲律宾、孟加拉、印度尼西亚、柬埔寨、斯里兰卡、新加坡、埃及、土耳其、南非等国家建立了公司,遍布亚洲、欧洲、非洲 3 个大洲的 15 个国家。未来,新希望集团将继续加大国外市场拓展力度和加速国际化进程,深耕亚洲市场、拓展欧洲和非洲市场,并促进孟加拉、柬埔寨、印度、越南等国的农户提高生产效率,为当地创造新的就业机会,提高当地农牧业的发展水平。

总体看,新希望集团的饲料业务规模较大,未来随着饲料行业的发展和竞争格局将不断规范,新希望集团作为国内饲料行业的领军企业,饲料业务盈利能力有望不断增强。

屠宰加工和肉制品业务

新希望集团的屠宰加工和肉制品业务主要由子公司新希望六合股份有限公司、北京千喜鹤食品有限公司经营,业务主要集中于山东、四川、北京、河北、辽宁、黑龙江、安徽和江苏等地区。六和集团现有肉食加工企业 50 多家,工厂主要分布于山东及周边地区,其肉鸡、肉鸭加工能力达 236 万只/天,居国内同行业首位。六和集团肉食产品销售网络遍布全国,渠道众多,是多家大型企业的 VIP 供应商,大型原料厂家、超市及各地大小肉类批发市场的策略供应商,市场覆盖面广、占有率高。

2014 年,随着“H7N9”流感疫情影响的逐步消退和经营规模的持续扩张,新希望集团屠宰业务发展稳定,全年鸡、鸭及猪屠宰销量均出现不同程度的增长,2014 年分别为 72.42 万吨、121.74 万吨和 18.17 万吨;2015 年 1~9 月,新希望集团改变主要依赖批发市场的传统贸易模式,加大了中式快餐定制化供应及电商渠道的拓展,加之毛鸡和毛鸭的采购价格下滑,鸡和鸭的屠宰量分别为 51.87 万吨和 82.63 万吨,毛利率分别有所上升;同期,猪的屠宰量为 13.21 万吨,受到肥猪采购价格上涨的影响,毛利率有所下降。

表 22 2012~2015 年 9 月,新希望集团屠宰业务统计(单位:万吨、%)

项目 / 时间	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~9 月	
	宰销量	毛利率	宰销量	毛利率	宰销量	毛利率	宰销量	毛利率
鸡屠宰	69.61	2.86	63.62	1.33	72.42	1.23	51.87	4.41
鸭屠宰	135.11	0.89	117.97	1.82	121.74	1.22	82.63	5.42
猪屠宰	16.94	2.35	17.73	2.53	18.17	3.47	13.21	2.89

资料来源:新希望集团提供

肉制品加工方面,新希望集团目前产品主要有熟食和调理品,其中调理品主要是指鸡鸭的副食品。2013 年,调理品产量受到“H7N9”流感疫情影响出现大幅下降,熟食产量稳定增长,全年调理品和熟食产量分别为 3.76 万吨和 5.03 万吨。2014 年,新希望集团调理品和熟食均有所增长,四川新希望房地产开发有限公司

产量分别为 4.50 万吨和 5.71 万吨；2015 年 1~9 月为 4.17 万吨和 3.32 万吨。

表 23 2012~2015 年 9 月，新希望集团屠宰业务统计（单位：万吨）

项目/时间	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
熟食	4.05	5.03	5.71	4.17
调理品	5.90	3.76	4.50	3.32
合计	9.95	8.79	10.21	7.49

资料来源：新希望集团提供

未来，新希望集团在屠宰加工和肉制品业务的产品结构升级方面，将在严格保证食品安全的基础上，坚持“冻转鲜，生转熟”的战略方针，加强省内和省外近距离销售比例，促进鲜品销售的开发。目前新希望六合股份有限公司下属的新希望六和禽肉食品事业部已有的 5 个专业熟食调理品厂、11 条深加工生产线、1 个辅料厂、1 个洗蛋厂，深加工能力达 10 万吨/年，为“生转熟”提供了基础。此外，未来还将持续加大小包装产品、熟食深加工产品研发以及生产，促进产品结构升级。在销售渠道拓展方面，新希望集团将在传统批市渠道外，加大开发商超、电商、原料食品、餐饮、配餐等多渠道供应。让渠道更多元化、让客户粘性更大、使产品直达终端、追求更高溢价将是未来渠道发展的重要方向。

总体看，近年来，新希望集团的屠宰和肉制品加工业务受疫情影响波动较大，但整体业务规模呈扩大趋势。

养殖业务

养殖业务板块是新希望集团近年来大力发展的业务板块。出于食品安全需要和促进畜牧业规模化发展的初衷，新希望集团自 2006 年开始，通过示范引导、资金扶持、政策支持等方式，大规模推动标准化养殖基地建设，投资数亿元自建和联合建设了近 100 处大型商品化标准化示范养殖场。另外，为了推动社会标准化养殖，新希望集团通过专项拨付和担保公司投入资金引导、撬动银行及社会资金支持养殖户改造棚舍，发展标准化养殖（以养鸡为例，单棚舍单批饲养 1 万只以上，标准化的棚舍及自动化养殖设备），目前标准化饲养比例已经高达 70%以上。各饲料分、子公司抽调精干力量成立了服务中心或养殖合作社，整合产业链的资源统一为养殖户提供保姆式全程服务：即统一供苗、供料、供药、提供担保贷款和回收等服务，确保质量安全、确保担保资金安全。

随着前期兴建产能陆续投产，2013 年起，新希望集团养殖方面的竞争力得到进一步提升，家禽、种猪、仔猪的产量均呈现较大幅度的增长，但受原料价格不断上涨以及猪肉价格下跌的影响，养殖业务面临一定压力。2014 年，猪肉价格持续低迷，新希望集团种猪和仔猪养殖量有所下降，而肥猪产量则受到养殖周期的影响达到 249,700 头，同比增幅为 51.80%。2015 年 1~9 月，随着新希望集团一些养殖项目陆续投产，加之产能优化和效率的提升，仔猪和肥猪的产量分别增加至 310,364 头和 317,178 头。

表 24 2012~2015 年 9 月，新希望集团养殖畜禽数量统计（单位：万只、头）

项目/时间	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
家禽（万只）	37,264.00	44,192.00	50,342.00	36,307.00
种猪（头）	44,250.00	60,330.00	37,900.00	29,836.00
仔猪（头）	234,884.00	352,405.00	285,100.00	310,364.00
肥猪（头）	163,001.00	164,494.00	249,700.00	317,178.00

资料来源：新希望集团提供

受肉猪价格下滑、成本上升以及“H7N9”流感等因素影响，近年来新希望集团养殖业务持续亏损。随着“H7N9”流感疫情带来的影响逐渐消退，肉禽市场价格从2014年第二季度上扬，养殖户积极补栏，肉、雏鸡价格反弹，2014年家禽养殖盈利能力有所恢复，养殖业务整体亏损程度有所降低。随着2015年二季度鸡苗、鸭苗及猪肉价格上升，养殖业务盈利能力将得到进一步改善。

未来，新希望集团将努力实现养殖业务的国际化转型，具体来说，新希望集团目前正筹备在新西兰、巴西等地选址建养牛场，未来该养牛场生产的牛肉将主要供应国内市场。通过在国外建设养殖基地、培育养殖农户，新希望集团在养殖业务上将实现上下游产业链的整合，进一步增强其整体竞争实力。

总体看，由于原料价格不断上涨、猪肉价格下跌以及“H7N9”流感等因素影响，新希望集团养殖业务持续亏损，未来随着疫情影响消退、肉禽及猪肉市场价格回升，新希望集团养殖业务盈利能力有望得到改善。

乳制品生产业务

新希望集团乳制品业务的运营主体是新希望乳业控股有限公司（以下简称“新希望乳业”），自2015年6月起，新希望乳业控股有限公司不再纳入新希望集团合并范围。

化工与资源业务

化工与资源业务是新希望集团适度多元化战略中较为重要产业之一，主要由子公司新希望化工投资有限公司经营。新希望集团的资源业务主要是为延伸产业链、凸出成本优势而进行的相关矿产资源储备，目前已获得贵州毕节地区五个探矿权，煤炭资源量已达10亿余吨，经过勘探获取采矿权后，将为新希望集团的原料供应提供保障；另新希望集团在云南禄劝已拥有近50平方公里的探矿权，其中拥有4余平方公里的磷矿采矿权。此外，为保证PVC产品原料的稳定性和成本优势，新希望集团也在对建设电石生产基地进行研究和规划。

截至2014年底，新希望集团拥有PVC产能28万吨、磷酸氢钙产能30万吨、氢氧化钾产能7万吨、硫酸钾产能10万吨、甲醇产能20万吨，是国内最大规模高纯度氢氧化钾供应商和磷酸氢钙主要生产企业之一。新希望集团下属化工企业在2007年开始筹建甲醇生产企业，2009年底已经完工并开始生产。2013年，新希望集团化工产品总产量较2012年略有下降，其中生产PVC 5.98万吨，同比减少3.79万吨；磷酸氢钙9.83万吨，同比减少10.33万吨；氢氧化钾8.48万吨（含液碱），同比增加0.4万吨；甲醇21.41万吨，同比增加3.82万吨。2014年，新希望集团生产PVC 8.11万吨，同比增加2.13万吨；磷酸氢钙17.41万吨，同比增加7.58万吨；氢氧化钾15.24万吨（含液碱），同比增加6.76万吨；甲醇0.55万吨，同比减少20.86万吨，主要是由于甲醇市场行情不好，2014年甲醇基本停产，仅少量时间开工；同时，2015年以来甲醇亦未开工。

化工投资作为新希望集团重要的业务之一，未来将实施转型，在掌控资源的前提下，大力发展资源型化工，尤其要充分发挥贵州拥有的16亿吨煤矿资源价值。

总体看，化工与资源业务作为新希望集团的四大业务板块之一，近年来发展良好，新希望集团在资源储备、产能产量方面具有较好优势。

房地产与基础设施业务

新希望集团房地产与基础设施业务主要由四川新希望房地产开发有限公司经营，详细分析见上文。

金融投资业务

新希望集团金融投资业务由金融事业部集中管理。新希望集团金融业务的投资方式为参与一级市场战略投资和从事二级市场投资。截至2015年9月底，新希望集团主要股权投资包括持有民

民生银行 A 股 182,296.84 万股，占民生银行总股本的 4.996%；持有深圳燃气 14,821.00 万股，持股比例占深圳燃气总股本的 6.81%；持有科伦药业 524.80 万股，持股比例占科伦药业总股本的 0.36%；持有漫步者 85 万股；持有厦门信达 130 万股；持有飞乐音响 146 万股；持有康缘药业 60 万股；持有豫园商城 70.07 万股，持有湘邮科技 40 万股。根据 2015 年 9 月 30 日的收盘价计算，新希望集团上市公司股权总投资市值为 167.17 亿元。此外，新希望集团还投资了彭州民生村镇银行、汉口银行和林芝民生村镇银行等非上市公司，截至 2015 年 9 月 30 日，按成本法估计账面价值为 2.10 亿元。2014 年金融投资业务收益为 42.44 亿元，2015 年 1~9 月投资收益为 48.30 亿元。

金融投资业务为新希望集团利润水平提供重要支撑，使得新希望集团能够共享中国金融业发展带来的巨大收益，同时，大规模变现能力较强的金融资产也使得新希望集团具有了极强的债务偿还能力。

总体看，新希望集团所拥有的大量流动性较强的优质金融资产可为其发展提供较强的财务保障。

（3）财务分析

新希望集团提供的2012~2014年财务报表已由致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了无保留意见的审计报告，新希望集团2015年上半年财务报表未经审计。新希望集团按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》（2014年修订）及41项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号—财务报告的一般规定》（2014年修订）的披露规定编制。新希望集团主营业务未发生变化，财务可比性强。

截至 2014 年底，新希望集团合并资产总额 669.36 亿元，负债总额 348.95 亿元，所有者权益（含少数股东权益）320.41 亿元。2014 年新希望集团实现合并营业收入 782.06 亿元，净利润（含少数股东损益）37.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额 7.78 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.54 亿元。

截至 2015 年 9 月底，新希望集团合并资产总额 711.89 亿元，负债总额 371.37 亿元，所有者权益（含少数股东权益）340.51 亿元。2015 年 1~9 月，新希望集团实现合并营业收入 507.00 亿元，净利润（含少数股东损益）41.71 亿元，归属于母公司所有者的净利润 21.68 亿元；经营活动产生的现金流量净额 11.97 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.25 亿元。

资产质量

新希望集团的资产规模随着各板块业务的扩张得到稳步增长，2012年~2014年资产总额复合增长率为16.26%，其中流动资产和长期股权投资的增长是资产规模扩大的主要因素。截至2014年底，新希望集团合并总资产为669.36亿元，其中流动资产占40.85%，非流动资产占59.15%，资产结构以非流动资产为主。流动资产方面，截至2014年底，新希望集团流动资产合计273.43亿元，主要以货币资金（占18.81%）、存货（占56.47%）和其他流动资产（占11.72%）为主。2012年~2014年，货币资金复合增长率为15.62%，截至2014年底货币资金51.44亿元，主要为银行存款，受限使用的货币资金2.24亿元；存货净额复合增长率19.96%，截至2014年底存货净额154.41亿元，主要为原材料、库存商品、开发成本，已计提存货跌价准备1.27亿元；其他流动资产复合增长率为2,015.54%，截至2014年底其他流动资产32.06亿元，主要为委托贷款和理财产品。

非流动资产方面，截至2014年底，新希望集团非流动资产合计395.93亿元，主要以可供出售的金融资产（占21.53%）、长期股权投资（占33.29%）、固定资产（占23.43%）为主。2012年~

2014年,可供出售的金融资产复合增长率为15.36%,截至2014年底可供出售的金融资产85.26亿元,主要为可供出售权益工具;长期股权投资复合增长率为14.23%,截至2014年底长期股权投资131.79亿元;固定资产复合增长率为12.25%,截至2014年底固定资产92.75亿元,主要为房屋建筑物和机械设备。

截至2015年9月底,新希望集团资产总额711.89亿元,较年初增长了6.35%,资产中流动资产占比上升至48.44%,主要是货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产的增长;非流动资产占比下降至51.56%。

总体看,近年来,新希望集团资产规模增长较快、整体规模较大,资产构成中非流动资产占比高,整体资产质量较好。

负债及所有者权益

负债方面,截至2014年底,新希望集团负债总额为348.95亿元,负债规模总体呈逐渐上升趋势,2012年~2014年负债总额复合增长率为19.31%。负债结构方面,流动负债占74.92%,非流动负债占25.08%,债务结构有待优化。流动负债以短期借款(占39.81%)、应付账款(占12.35%)、预收款项(占10.36%)、其他应付款(占9.24%)和一年内到期的非流动负债(占12.91%)为主。2012年~2014年,短期借款复合增长率为19.51%,截至2014年底短期借款104.08亿元,主要为抵押借款、保证借款和信用借款;应付账款复合增长率为19.11%,截至2014年底应付账款32.28亿元,账龄大多在一年以内;预收账款和其他应付款变化不大;一年内到期的非流动负债复合增长率为23.35%,截至2014年底一年内到期的非流动负债33.76亿元,主要为一年内到期的长期借款和应付债券。非流动负债中,长期借款占35.22%,应付债券占45.71%。其中截至2014年底长期借款余额为30.82亿元,三年复合增长35.58%,主要系业务规模扩大,借款增加所致;截至2014年底应付债券余额为40亿元,三年复合增长2.60%。截至2014年底,新希望集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为52.13%、39.54%、18.10%。近三年,新希望集团全部债务三年复合增长16.99%,截至2014年底,新希望集团全部债务209.54亿元,其中短期债务占比66.20%、长期债务占比33.80%。

截至2015年9月底,新希望集团负债总额371.37亿元,较年初增长了6.43%,负债结构较年初变化不大。新希望集团全部债务187.77亿元,较年初减少10.39%,短期债务减少至98.72亿元,长期债务增加值89.05亿元。

所有者权益方面,截至2014年底,新希望集团所有者权益(包含少数股东权益)合计320.41亿元,其中母公司所有者权益166.12亿元,占51.85%。归属母公司所有者权益中,实收资本占比4.82%、资本公积占比8.33%、专项储备占比0.02%、其他综合收益占比21.51%、盈余公积占比3.89%、未分配利润占比61.30%、外币报表折算差额占比0.13%,所有者权益稳定性有待提高。

截至2015年9月底,新希望集团所有者权益340.51亿元,较年初增长了6.27%,其中母公司所有者权益165.45亿元,占48.59%。归属母公司所有者权益中,未分配利润占比上升至74.65%,所有者权益稳定性有所减弱。

总体看,新希望集团总体负债水平较为合理,所有者权益稳定性有待提高。

盈利能力

2012年~2014年,新希望集团营业收入三年复合减少1.52%,主要是农牧板块受“H7N9流感”的影响,饲料板块的整体销量有所下降以及预售房地产项目交房不多所致。2014年,新希望集团实现合并营业收入782.06亿元。2012年~2014年净利润复合增长率为1.17%,2014年实现净利润(含少数股东损益)37.76亿元,其中归属于母公司净利润为17.62亿元。

期间费用方面，2012~2014年，新希望集团费用收入比分别为5.58%、6.48%和7.55%，费用控制能力较好。

从盈利能力指标看，2014年，新希望集团总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为9.81%、9.00%和12.61%，处于较高水平。

2015年1~9月，新希望集团实现营业收入507.00亿元，净利润41.71亿元。

总体看，近几年，新希望集团营业收入规模小幅减少，净利润规模小幅增加；费用控制能力较好；整体盈利能力处于较好水平。

现金流

新希望集团2012年~2014年经营活动现金流量净额分别为18.24亿元、11.00亿元和7.78亿元，近两年受主营业务盈利能力下滑、房地产建成项目增加导致存货占用一定营运资金、收到往来款同比大幅减少等因素影响，经营活动现金流量净额大幅减少，但整体看，新希望集团产品销售获取现金的能力较强，为其获得较稳定的经营性现金流入提供了保证；现金收入比分别为104.53%、105.31%和107.78%，收入实现质量较好；2012年~2014年投资活动产生的现金流量净额分别为-20.45亿元、-56.66亿元、-2.94亿元，其中，2013年新希望集团购买的理财产品较多，导致投资活动现金流入和流出金额大幅增长；2014年新希望集团出售民生银行股票收到的收益较大，同时，房地产板块温州项目2014年并表，导致支付其他与投资活动有关的现金大幅减少，使得投资活动净现金流出规模大幅减少；2012年~2014年筹资活动产生的现金流量净额6.41亿元、46.78亿元、7.00亿元，2013年，新希望集团发行了20亿元短期融资券，并增加了银行借款，筹资活动现金流入金额较大；2014年新希望集团发行40亿元中期票据和22亿元短期融资券，银行借款也有所增加，但偿还债务规模较大，筹资活动净现金流同比大幅减少。

2015年1~9月，新希望集团经营活动产生的现金流量净额为11.97亿元，投资活动产生的现金流量净额为9.55亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-15.37亿元。

总体看，新希望集团经营性现金流量净额规模较大，收入实现质量较好；对外投资规模波动较大，同时，对外筹资活动波动亦较大。

偿债能力

从短期偿债指标看，截至2014年底，新希望集团流动比率为1.05倍，处于较好水平；速动比率为0.46倍，处于一般水平；现金短期债务比为0.39倍，现金对短期债务的覆盖能力一般；经营现金流动负债比率为2.98%，公司经营活动产生的净现金流下降幅度较大导致短期偿债指标有所下降。

从长期偿债指标看，2014年，新希望集团EBITDA为70.01亿元，EBITDA利息倍数为6.20倍，EBITDA对利息的覆盖能力强；EBITDA全部债务比为0.33倍，EBITDA对全部债务的保障程度较强。

总体看，考虑到新希望集团拥有的大规模变现能力较强的金融资产及大批处于升值趋势的自有物业，新希望集团偿债能力很强。

截至2015年9月底，新希望集团共获授信额度564.97亿元，已使用228.78亿元，间接融资渠道畅通。

截至2015年9月底，新希望集团对外担保2,005.51万元。

截至2015年9月底，新希望集团不存在对财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生较大影响的未决诉讼或仲裁事项。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1051010700799110C），截至2015年10月17日，新希望集团有已结清的不良和关注类贷款1笔，无未结清的不良和关注类贷款。

（4）担保效果评价

从本次债券的担保能力看，以 2014 年底财务数据测算，本次公司债券发行额度（17 亿元）占新希望集团资产总额、所有者权益和经营性现金流入额的比重分别为 2.54%、5.31%和 1.99%，整体占比较低，新希望集团资产和权益对本次债券的保护程度高。

综合来看，新希望集团是国内知名的大型企业集团，在饲料加工行业处于龙头地位，具有较为完善的产业链结构和明显的规模优势，资产和权益规模大、盈利能力强，整体运营状况良好。联合评级认为，新希望集团对公司本次发行债券提供的全额不可撤销的连带保证责任体现出对公司的支持和信心，对本次债券的信用状况具有很显著的积极作用。

十、综合评价

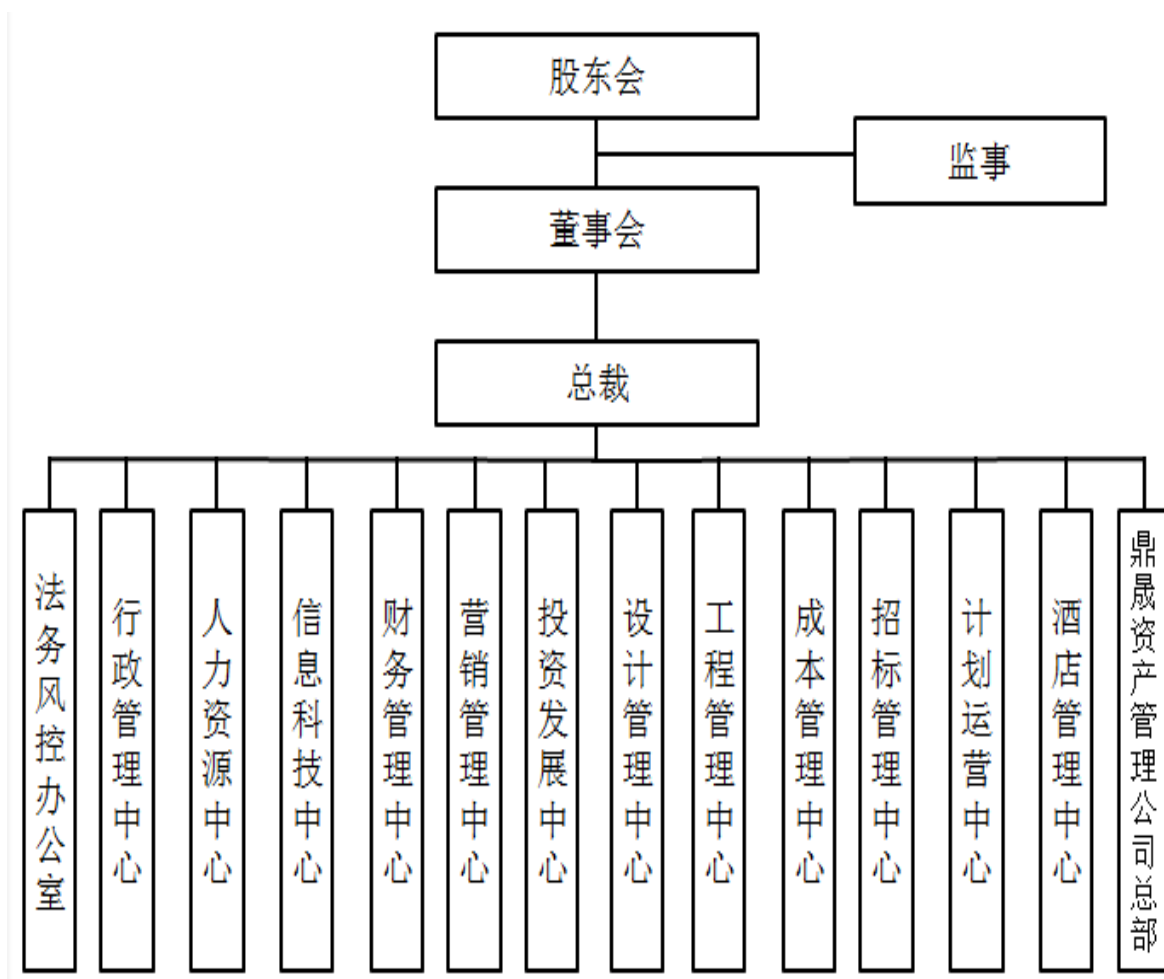
公司作为知名企业新希望集团下属专营房地产业务的子公司，近年来通过专业化运作，陆续形成了住宅、写字楼、酒店的多样产品线，以及房地产开发、商业运营和物业管理的多元化发展模式；近年来，公司资产、权益规模和收入规模增长较快、土地储备相对充足；同时，公司股东新希望集团对公司在资源获取、资金方面支持力度较大。但联合评级也关注到房地产行业受政策及市场形势影响较大、公司二线城市的项目布局更易受到影响、公司现金流状况波动较大、债务负担较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司土地储备及在建项目的开发完成和实现销售，公司经营规模和盈利水平有望得到提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由新希望集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。新希望集团是国内知名的大型企业集团，在饲料加工行业处于龙头地位，具有较为完善的产业链结构和明显的规模优势，资产和权益规模大、盈利能力强，整体运营状况良好，其担保对于有效提升本次债券的信用水平具有显著的积极影响。

基于对公司主体长期信用及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 四川新希望房地产开发有限公司组织机构图



附件 2-1 四川新希望房地产开发有限公司

主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	116.19	155.96	242.26
所有者权益 (亿元)	36.47	44.64	59.74
短期债务 (亿元)	12.15	14.09	41.81
长期债务 (亿元)	28.69	27.99	52.53
全部债务 (亿元)	40.84	42.08	94.34
营业收入 (亿元)	24.06	21.54	32.31
净利润 (亿元)	4.85	4.34	5.15
EBITDA (亿元)	8.32	7.61	7.75
经营性净现金流 (亿元)	-17.53	5.83	-40.73
应收账款周转次数 (次)	376.61	35.68	46.47
存货周转次数 (次)	0.15	0.16	0.17
总资产周转次数 (次)	0.22	0.16	0.16
现金收入比率 (%)	65.42	137.65	191.01
总资本收益率 (%)	9.03	6.45	5.02
总资产报酬率 (%)	7.54	5.16	3.60
净资产收益率 (%)	14.24	10.69	9.87
营业利润率 (%)	39.68	25.19	24.30
费用收入比 (%)	10.32	19.70	13.93
资产负债率 (%)	68.61	71.37	75.34
全部债务资本化比率 (%)	52.83	48.52	61.32
长期债务资本化比率 (%)	44.03	38.54	46.79
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.00	1.40	1.12
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.20	0.18	0.08
流动比率 (倍)	1.83	1.53	1.62
速动比率 (倍)	0.32	0.27	0.29
现金短期债务比 (倍)	0.35	0.48	0.41
经营现金流动负债比率 (%)	-37.64	7.53	-32.98
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.49	0.45	0.46

附件 2-2 新希望集团有限公司

主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
资产总额 (亿元)	495.22	591.16	669.36	711.89
所有者权益 (亿元)	250.08	278.29	320.41	340.51
短期债务 (亿元)	98.34	128.41	138.71	98.72
长期债务 (亿元)	54.77	63.80	70.82	89.05
全部债务 (亿元)	153.11	192.21	209.54	187.77
营业收入 (亿元)	806.39	778.93	782.06	507.00
净利润 (亿元)	36.89	31.10	37.76	41.71
EBITDA (亿元)	62.28	54.50	70.01	--
经营性净现金流 (亿元)	18.24	11.00	7.78	11.97
应收账款周转次数 (次)	94.04	93.91	90.91	--
存货周转次数 (次)	6.87	6.16	5.17	--
总资产周转次数 (次)	1.63	1.43	1.24	0.73
现金收入比率 (%)	104.53	105.31	107.78	108.44
总资本收益率 (%)	10.88	9.11	9.81	7.88
总资产报酬率 (%)	10.34	8.42	9.00	6.69
净资产收益率 (%)	14.75	11.77	12.61	12.62
营业利润率 (%)	6.97	7.75	7.54	7.92
费用收入比 (%)	5.58	6.48	7.55	7.87
资产负债率 (%)	49.50	52.92	52.13	52.17
全部债务资本化比率 (%)	37.97	40.85	39.54	35.54
长期债务资本化比率 (%)	17.97	18.65	18.10	20.73
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.91	6.28	6.20	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.41	0.28	0.33	--
流动比率 (倍)	1.11	1.03	1.05	1.27
速动比率 (倍)	0.50	0.52	0.46	0.63
现金短期债务比 (倍)	0.41	0.35	0.39	0.62
经营现金流动负债比率 (%)	10.29	4.66	2.98	4.40

注：2015 年 1~9 月相关指标未年化；由于缺乏数据部分指标无法计算，故未予列示。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级(含)以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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：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：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：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 四川新希望房地产开发有限公司 2016 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年四川新希望房地产开发有限公司审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

四川新希望房地产开发有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。四川新希望房地产开发有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。联合评级将密切关注四川新希望房地产开发有限公司的相关状况，如发现四川新希望房地产开发有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如四川新希望房地产开发有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至四川新希望房地产开发有限公司提供相关资料。

联合评级对本次债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送四川新希望房地产开发有限公司、监管部门等。

