信用等级公告

联合[2018]1945 号

联合资信评估有限公司通过对新湖中宝股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持新湖中宝股份有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“17 新湖中宝 MTN001”和“18 新湖中宝 MTN001”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

新湖中宝股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA^+　　评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 新湖中宝 MTN001	10 亿元	2020/11/07	AA^+	AA^+
18 新湖中宝 MTN001	10 亿元	2021/03/29	AA^+	AA^+

评级时间：2018 年 7 月 25 日

财务数据

项　目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	161.24	192.46	184.09	176.62
资产总额(亿元)	890.67	1115.72	1245.69	1312.73
所有者权益合计(亿元)	254.01	298.98	329.00	338.17
短期债务(亿元)	169.32	88.88	140.00	139.72
长期债务(亿元)	261.65	439.55	514.60	568.94
全部债务(亿元)	430.97	528.43	654.60	708.66
营业收入(亿元)	116.36	136.26	175.00	29.86
利润总额(亿元)	14.95	60.66	41.79	9.81
EBITDA(亿元)	25.55	74.53	59.72	--
经营性净现金流(亿元)	7.02	46.28	16.83	-30.34
营业利润率(%)	18.60	14.65	19.47	31.12
净资产收益率(%)	4.10	19.56	10.18	--
资产负债率(%)	71.48	73.20	73.59	74.24
全部债务资本化比率(%)	62.92	63.87	66.55	67.70
流动比率(%)	199.18	229.65	220.08	229.30
经营现金流动负债比(%)	1.97	13.58	4.51	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.87	7.09	10.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.71	1.94	1.44	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

牛文婧　付骁林

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对新湖中宝股份有限公司（以下简称“公司”）的评级结果反映了其作为以房地产开发为主业的上市公司，在开发规模、土地储备及成本、区域布局等方面存在优势。跟踪期内，公司收入规模稳定扩张，布局金融投资业务为利润水平形成良好补充，盈利状况保持良好。

同时，联合资信关注到，房地产行业受政策调控影响较大，公司债务负担较重，金融及金融科技投资规模大，控股股东及实际控制人股权质押比例较高等因素对公司信用状况的不利影响。

未来，依托地产板块显著的成本优势、销售区域的分散化、持有的优质金融股权投资收益以及未来地产与金融及金融科技双主业的发展，公司有望维持适宜的盈利能力和偿债能力。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“17 新湖中宝 MTN001”和“18 新湖中宝 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司地产开发业务结转规模增长且毛利水平较高，拉动公司主业收入规模及盈利水平提升。
2. 公司积累了部分优质金融股权及上市公司股权，投资收益对利润水平形成了良好补充。
3. 公司经营活动现金流及 EBITDA 对存续中期票据保障能力强。

关注

1. 跟踪期内，房地产市场调控政策频出，一定程度上对房地产企业在获得土地、项目

开发建设、销售、融资等方面造成一定影响。

2. 公司房地产区域分布中二、三线城市比重较大，公司存货规模较大，个别城市去库存存在压力，未来公司房产销售及资金回流难度或将加大。
3. 跟踪期内，公司有息债务规模增长较快，债务负担较重。未来资本性支出规模大，且一、二级联动开发周期较长，回款速度较慢，存在一定资金压力。
4. 跟踪期内，公司金融及金融科技业务投资规模较大，部分金融股权已质押，受国家宏观经济环境及金融政策变化影响，投资价值或有所波动。
5. 公司控股股东及实际控制人股权质押比例较高。

声　明

一、本报告引用的资料主要由新湖中宝股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

新湖中宝股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于新湖中宝股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

新湖中宝股份有限公司（以下简称“公司”）系1992年8月经浙江省人民政府股份制试点工作协调小组批准、采取定向募集方式设立的股份制企业。设立时，公司注册资本人民币5000万元，发行股份500万股，每股面值人民币10元。公司股票于1999年6月23日在上海证券交易所挂牌交易，股票代码：600208。经过拆细及历年的分红送股、转增、增资配股、定向发行以及股份回购，截至2018年3月底公司注册资本为人民币85.99亿元，折股份总数85.99亿股，其中浙江新湖集团股份有限公司（以下简称“新湖集团”）直接持有公司32.41%的股权，同时通过控股子公司宁波嘉源实业发展有限公司和全资子公司浙江恒兴力控股集团有限公司间接控制公司5.38%和2.44%的股权，新湖集团为公司控股股东；自然人黄伟及其配偶李萍分别持有新湖集团67.22%和28.83%的股权，同时黄伟于2017年3月起增持公司股权，截至2018年3月底，直接持有公司16.86%股权，自然人黄伟是公司的实际控制人。

截至报告出具日，公司实际控制人黄伟直接持有并处于质押状态的公司股份数为14.50亿股，占其所持有公司股份的100%；公司控股股东新湖集团直接或间接持有并处于质押状态的公司股份数为17.95亿股，占其所持有公司股份的51.88%；综合来看，截止报告出具日，公司实际控制人黄伟直接或间接持有并处于质押状态的公司股份数合计32.45亿股，占其直接或间接持有公司股份的66.09%，质押比例较高，需关注公司股价大幅下跌带来的风险。

公司主营业务为房地产开发、商业贸易及海涂开发业务，另外公司布局金融板块，积累了较多金融及金融科技公司股权。

目前公司下设证券事务部、行政管理部、人力资源部、投资部、财务部、资金部、设计管理中心等10个职能部门，

截至2017年底，公司（合并）资产总额为1245.69亿元，所有者权益合计（含少数股东权益6.93亿元）329.00亿元；2017年公司实现营业收入175.00亿元，利润总额41.79亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额为1312.73亿元，所有者权益合计（含少数股东权益6.91亿元）338.17亿元；2018年1~3月，公司实现营业收入29.86亿元，利润总额9.81亿元。

公司注册地址：嘉兴市中山路禾兴路口；法定代表人：林俊波。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，经联合资信评定的公司存续债券“17新湖中宝MTN001”和“18新湖中宝MTN001”募集资金已全部按照募集资金用途使用完毕，尚需偿还债券本金合计20亿元（见表1）。存续的两期中期票据尚未付息，将分别于2018年11月7日和2019年3月29日首次付息。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	余额	起息日	到期兑付日	募集资金用途
17新湖中宝MTN001	10	2017/11/07	2020/11/07	归还贷款
18新湖中宝MTN001	10	2018/03/29	2021/03/29	归还贷款
合计	**20**	--	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均

保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

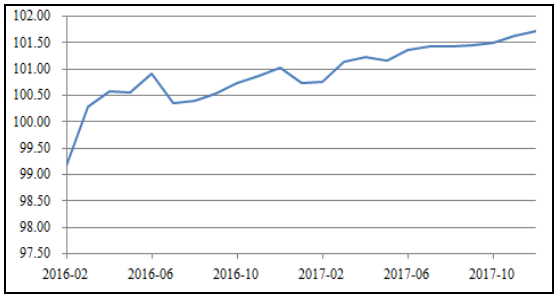
展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业分析

1. 行业概况

2016 年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21 个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017 年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图 1　2016 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

2. 房地产供求与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，全国300城市土地供应小幅回升,热点城市增供稳定市场预期,拉动成交量及出让金上涨,楼面均价涨幅较去年有所收窄,平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。

分城市来看，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住建部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新

高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。

从房地产开发资金增速上看，2017年以来，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资继续收紧。北京“317新政”的出台，标志房地产调控加码。2017年，其他资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增速为19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。

3. 行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格增长、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

4. 政策环境

2016 年 9 月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过 22 个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月，40余个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对

价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 3 月底，公司股本为人民币 85.99 亿元，其中新湖集团直接持有公司 32.41%的股权，同时通过控股子公司宁波嘉源实业发展有限公司和全资子公司浙江恒兴力控股集团有限公司间接控制公司 5.38%和 2.44%的股权，新湖集团为公司控股股东；自然人黄伟及其配偶李萍分别持有新湖集团 67.22%和 28.83%的股权，同时黄伟于 2017 年 3 月起增持公司股权，截至 2018 年 3 月底直接持有公司 16.86%股权，自然人黄伟是公司的实际控制人。公司控股股东及实际控制人股权质押比例较高，需关注公司股价大幅下跌带来的风险。

2. 企业规模及综合竞争优势

公司整体开发实力强（其子公司新湖地产集团有限公司和苏州新湖置业有限公司具备房地产开发一级资质）。经过多年经营累积，公司已形成了区域较为广泛的业务布局，在主要业务区域累计了丰富的项目开发经验，拥有“新湖地产”品牌。跟踪期内，公司房地产开发业务稳定推进，截至 2017 年底，公司开发项目约 50 个（不含海涂开发项目），2017 年，公司房地产业务实现合同销售金额 132 亿元、合同销售面积 92 万平方米，同比分别下降 17.50%和 17.86%。

公司在积极发展房地产开发主业的基础上，对金融投资领域进行了布局，实现了较

大规模的投资收益，对公司整体利润形成了良好补充，并累积了部分优质金融股权。跟踪期内，公司继续完善金融领域布局，出资参与中信银行（国际）有限公司的增资扩股，出资配股增资温州银行股份有限公司等，投资规模较大。公司金融股权收益性良好，发展前景好。

3. 项目储备优势

公司一直延续有节奏的拿地策略，保有了充足的项目土地储备，且土地成本相对较低。另外，公司在启东及温州平阳从事的一、二级联动开发项目为公司未来在优质、低成本项目土地储备取得上奠定了良好基础，有助于公司持续发展和竞争优势的保持。

2017 年，新增土地储备面积 43.68 万平方米，新增总建筑面积 68.10 万平方米，较上年增加约 10 万平方米。2018 年 1~3 月，公司新增土地储备占地面积 3.94 万平方米，总建筑面积 12.27 万平方米。

公司项目土地储备在一、二线城市和经济相对发达的三线城市均有分布，主要集中于长三角区域和环渤海区域；单个城市项目储备占比相对较小，单一区域市场波动对其业务影响相对较小。

4. 外部环境

2017 年度，对公司销售和利润贡献较大的项目所在城市为上海、杭州、温州。分地区来看，2017 年，受严厉的楼市调控政策影响，上海房地产市场价格基本平稳，但供给不足使成交规模下降明显。全市房屋销售面积 1692 万平方米，同比下降 37.5%；其中住宅销售面积 1342 万平方米，同比下降 33.6%。2017 年，因城中村改造加速等多种原因，杭州房地产需求持续火爆，但受制于供给不足，全年成交规模小幅下降。全市房屋销售面积 2054 万平方米，同比下降 11.7%；其中住宅销售面积 1520 万平方米，同比下降 19.5%。温州房地产市场经过几年的调整，在城中村改造加速等因素影响下于 2017 年出现井喷。全市房屋竣工面积 681 万平方米，同比下降 11.7%，房屋销售面积 1070 万平方米，同比增长 38.3%。

表 2　2017 年上海、杭州和温州三地的房地产发展状况（单位：万平方米、%）

项目	上海		杭州		温州	
	面积	同比	面积	同比	面积	同比
房屋施工面积	15362	1.7	11523	-0.3	4721	-0.1
-住宅施工面积	8014	-0.7	5939	-1.0	--	--
房屋新开工面积	2618	-7.8	2177	1.9	--	--
-住宅新开工面积	1403	-2.3	1244	1.6	--	--
房屋竣工面积	3388	32.8	2086	8.5	681	-11.7
-住宅竣工面积	1863	21.5	1171	5.2	--	--
房屋销售面积	1692	-37.5	2054	-11.7	1070	38.3
-住宅销售面积	1342	-33.6	1520	-19.5	--	--

资料来源：施工、新开工、竣工、销售数据来自各市统计局统计数据。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、内控体系和管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

八、重大事项

1. 转让子公司新湖期货有限公司及杭州兴和投资发展有限公司股权

2017 年 9 月，公司与新湖集团签署《新湖期货有限公司股权转让协议》，新湖集团

以 9600 万元受让公司所持有的新湖期货有限公司（以下简称“新湖期货”）8%的股权。该股权转让事宜已经中国证券监督管理委员会上海监管局核准，公司已收到新湖期货股权转让款 4896 万元，并已办妥新湖期货的工商变更登记手续。

同时，公司全资子公司浙江允升投资集团有限公司（以下简称“允升投资”）与新湖集团签署《杭州兴和投资发展有限公司股权转让协议》，新湖集团以 40000 万元作价受让允升投资所持有的杭州兴和投资发展有限公司（以下简称“兴和投资”）100%的股权。期内，允升投资已收到兴和投资转让款 20400 万元，并办妥兴和投资的工商变更登记手续。兴和投资持有新湖期货 54%股权，故本期公司处置兴和投资 100%的股权时，对新湖期货一并丧失控制权，同时对新湖期货的全资子公司上海新湖瑞丰金融服务有限公司、上海新湖瑞丰资产管理有限公司和新湖国际金融(香港)有限公司也一并丧失控制权。截至 2018 年 3 月底，公司对新湖期货持股比例为 29.67%

本次交易产生的股权处置投资收益 2.57 亿元，转让完成后，公司持有新湖期货 29.67%股份，另根据《企业会计准则》相关核算规定，对剩余股权按公允价值重新计量，相应产生投资收益 1.79 亿元，两项收益合计 4.36 亿元，占 2017 年利润总额的 10.44%。

2. 出资 7.44 亿元配股增资温州银行股份有限公司

经公司第九届董事会第二十三次会议及公司 2016 年第七次临时股东大会审议通过，且经中国银监会浙江银监局的《中国银监会浙江银监局关于温州银行股东资格的批复》（浙银监复[2017]160 号）批复同意，公司入股温州银行股份有限公司（以下简称“温州银行”）187793597 股股份，入股后合计持有温州银行 537793597 股股份，占温州银行增资扩股后总股本的 18.15%。2017 年，公司已支付投资款 743662644.12 元，2017 年 9 月 11 日，相关工商变更登记手续已完成。

3. 出资 21.73 亿港元参与中信银行（国际）有限公司的增资扩股

经公司第九届董事会第三十二次会议和 2017 年第四次临时股东大会审议通过，公司通过境外全资子公司香港冠盛投资有限公司参与中信银行（国际）有限公司（以下简称“信银国际”）的增资扩股，以 2172735209.06 港元认购信银国际新增股份 726667294 股，认购价格 2.99 港元/股，占其本轮增资完成后总股本的 6%。该增资事项已完成。

4. 收到上海证券交易所《关于公司对外投资事项的问询函》

公司于 2018 年 5 月 27 日收到上海证券交易所《关于公司对外投资事项的问询函》（以下简称“问询函”），问询函要求公司对拟受让和认购杭州趣链科技有限公司（以下简称“趣链科技”）股权事项进行核实及补充。公司于 2018 年 5 月 30 日对问询函进行了回复，对于趣链科技估值短期内大幅提升原因及趣链科技主要客户、核心竞争力及产品应用等经营情况进行了说明，并提示了趣链科技收入和盈利能力较低、存在一定估值溢价风险及短期内不能盈利等风险。

2018 年 3 月，趣链科技向 4 位投资者增发新股，注册资本由人民币 2076.00 万元增加至人民币 2491.20 万元,共募集资金 4000 万元，其中智脑投资以 2054.31 万元认购趣链科技新增注册资本人民币 94.7722 万元，占增资完成后趣链科技注册资本的 3.80%。公司于 2018 年 4 月入股趣链科技，投资总额 1482.2295 万元，占其股份比例为 6.55%，且公司副总裁兼董事会秘书虞迪锋先生自 2018 年 4 月 2 日起担任趣链科技董事。2018 年 5 月 28 日，公司发布《关于签订投资合作协议

的关联交易公告》称，拟通过全资子公司浙江新湖智脑投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“智脑投资”）与趣链科技、趣链科技股东等签订《杭州趣链科技有限公司投资合作协议》：在趣链科技完成员工持股计划之后，智脑投资、国投高新（深圳）创业投资基金（有限合伙）等三位受让方共同受让八位转让方持有的出资额,其中智脑投资以人民币 10922.3923 万元受让五位转让方持有的 190.9464 万元出资额；此外，智脑投资和其他四位投资者共同增资趣链科技，其中智脑投资以人民币112074.0393万元的价格认缴新增注册资本 1959.2901 万元;增资完成后,智脑投资占趣链科技注册资本的比例为49%。

趣链科技是首批通过工信部国家标准测试的区块链公司，核心技术为自主可控的国产联盟链平台，并服务于数字票据、数据交易、股权债券、供应链金融、物流管理等众多领域。截至 2017 年底，趣链科技资产总额 0.43 亿元，所有者权益 0.38 亿元。2017 年，趣链科技实现营业收入 184.64 万元，利润总额-1521.74 万元。

联合资信将持续关注公司参股企业估值溢价风险对于公司信用水平带来的影响。

九、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务收入主要包括房地产、商业贸易、海涂开发三项业务，2015~2017 年，主营业务收入以年均 22.72%的速度稳步增长，其中房地产业务对收入的贡献突出。2017 年，公司实现主营业务收入 174.57 亿元，其中房地产收入占 73.07%、商业贸易占 25.55%、海涂开发占 0.40%。

分板块来看，房地产业务作为公司第一大板块，是收入和利润的主要来源，跟踪期内，受竣工面积快速增长，项目结转加快影响，2017 年，公司房地产板块实现收入 127.55 亿元，同比增长 26.60%；公司商品贸易收入主要源于从事黄金、化工产品和有色金属等大宗商品的国内贸易，受主要贸易品种变动影响，板块收入规模有所波动，2017 年实现收入 44.59 亿元，同比增长 39.30%，主要来自有色金属贸易额的增长；海涂开发收入主要源于近年在南通启东和温州平阳布局的一二级联动综合性开发项目中的一级开发部分，该业务受投资进度以及一级开发土地收储时点的影响，结转收入有所缩减，2017 年为 0.69 亿元，同比下降 56.05%。

从毛利率看，2017 年，受结转项目毛利率水平较高影响，公司房地产业务毛利率同比上升 12.36 个百分点至 37.35%，在此拉动下公司主营业务毛利率上升至 28.14%，较 2016 年水平提高 7.90 个百分点；受启东圆陀角项目总投资调整补提以前年度成本影响，海涂开发业务毛利率水平大幅下降，由 2016 年的 50.65%下降至 2017 年的 18.95%；商业贸易毛利率仍保持较低水平，对利润贡献很小。

表 3　近年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	比重	毛利率	收入	比重	毛利率	收入	比重	毛利率	收入	比重	毛利率
房地产	69.98	60.37	39.35	100.75	74.10	24.99	127.55	73.07	37.35	20.65	69.49	49.54
商业贸易	41.71	35.99	0.05	32.01	23.54	0.65	44.59	25.55	0.08	8.64	29.07	0.29
海涂开发	2.70	2.33	47.32	1.57	1.16	50.65	0.69	0.40	18.95	0.24	0.82	49.33
其他	1.52	1.31	55.38	1.64	1.20	81.59	1.74	0.98	76.69	0.18	0.62	27.17
小计	**115.92**	**100.00**	**25.61**	**135.97**	**100.00**	**20.24**	**174.57**	**100.00**	**28.14**	**29.71**	**100.00**	**35.09**

资料来源：公司提供

注：主营业务中其他主要为新湖期货有限公司的收入，近年基本稳定在 1.5 亿元左右，随着 2017 年底新湖期货划出合并范围，2018 年一季度其他收入同比下降。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 29.71 亿元，同比增长 94.44%，主要系房地产结算收入较上年同期增长所致；综合毛利率为 35.09%，较 2017 年水平进一步提升，其中房地产业务毛利率为 49.54%，较 2017 年水平提高 12.19 个百分点，主要系衢州新湖景城项目毛利率水平较高所致。

综上所述，跟踪期内，公司主营业务收入稳步上升，房地产业务收入规模及盈利水平持续提升，经营状况保持良好。

2. 房地产业务

（1）住宅项目

区域分布

截至 2018 年 3 月底，公司主要在开发项目 27 个，拟开发项目 13 个，已完工项目 6 个，进入开发城市 20 余个。公司业务区域分布较广，一至三、四线城市均有进入开发，有助于分散单一市场波动风险，其中长三角区域为核心。2017 年，公司合同销售收入中排名前五的区域分别为浙江、江苏、江西、天津和辽宁，合计贡献了总量的 90.88%。从近三年的合同销售分布看，浙江区始终是收入贡献最高的区域；2017 年受天津·香格里拉和九江·庐山国际等项目销售的影响，天津和江西区收入贡献有所上升；受上海·青蓝国际和新湖明珠城基本售罄影响，上海区比重快速下降，未来随着上海玛宝项目、天虹项目及亚龙项目三个旧改项目的持续推进，上海区域销售占比可能会有所提升。

表4　2015~2017年公司房地产业务区域销售占比分布（单位：%）

项目	合同销售收入占比			结算收入占比		
	2015 年	2016 年	2017 年	2015 年	2016 年	2017 年
浙江	42.77	50.43	63.19	40.65	51.02	40.68
上海	18.47	25.71	3.85	19.95	3.62	37.51
江苏	21.62	11.40	8.83	19.92	28.37	1.17
辽宁	5.69	3.38	4.38	5.05	5.54	4.62
天津	0.58	2.00	6.19	0.42	1.86	1.47
山东	0.96	1.14	1.31	2.76	1.56	1.28
安徽	0.16	--	--	0.32	--	--
江西	6.40	4.88	8.29	10.93	8.03	3.17
其他	3.35	1.06	3.96	--	--	10.10
合计	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

注：合计数不等于100%系四舍五入所致。

公司储备项目主要集中在浙江和江苏两个省份，截至 2018 年 3 月底，上述两省的规划总建筑面积和未售待开发面积合计占比分别为 64.74%和 70.86%。公司未售待开发面积中，一线城市中上海所占比重为 8.37%，天津、杭州、苏州、沈阳、南京等二线城市占比约为 26.00%，温州、衢州、丽水、嘉兴、舟山、九江等三线城市占比约为 65.63%。

表5　截至2018年3月底公司区域城市及储备项目分布情况（单位：%）

区域	进入城市	计容建筑面积占比	规划总建筑面积占比	未售待开发面积占比	可售面积占比
浙江	杭州、嘉兴、海宁、衢州、温州(含乐清、瑞安、平阳)、金华(兰溪)、舟山、温岭	42.49	43.54	47.18	32.63

上海	--	6.86	7.67	8.37	1.52
江苏	苏州、南京、南通	21.86	21.20	23.68	8.70
辽宁	沈阳	9.76	8.82	6.26	12.49
天津	--	5.13	4.76	5.75	28.14
山东	泰安、滨州	1.55	1.42	0.99	1.29
江西	九江	8.22	8.41	3.96	12.54
其他	--	4.13	4.18	3.81	2.69
合计	--	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**

资料来源：公司提供
注：未售待开发面积=规划建筑面积-项目累计销售面积

除浙江区域外，公司项目销售额在各区域市场所占市场比重较小，但其单个项目开发规模较大，可开发周期较长。近年，通过区域内项目持续开发经营，公司在主要区域市场积累了丰富的开发经验，同时也累积了市场美誉度。

项目开发

开发模式方面：公司主要开发项目均由公司控股，公司通过合作开发项目占比较小，部分分布在嘉兴、海宁、瑞安、乐清等三线城市。开发过程中，公司注重规划设计，在设计阶段反复论证，针对不同项目定位需求进行差异化设计，寻求最优设计方案。

成本控制方面：公司推行成本分类动态监测管理，将开发成本分类为结构成本（如规划设计要求的结构性支出），敏感性成本（如室外景观支出），文件成本（如水电资源费支出）和功能性成本（如电梯等功能性产品支出）等四大类成本管理。公司从项目前期成本预算开始对项目成本执行情况实行动态监测，并根据市场变化情况及时调整。

表 6　2015~2018 年一季度公司地产开发概况
（单位：万平米、亿元、元/平方米）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 1~3 月
开工面积	105.82	96.06	129.66	18.81
竣工面积	121.90	175.88	78.67	32.29
期末在建面积	414.00	335.04	385.89	372.40
期末可售面积	142.56	114.84	112.15	109.13
合同销售面积	98.19	112.45	92.04	13.55
合同销售金额	108.61	160.10	132.08	22.82
销售均价	11061.21	14239.59	14350.41	16841.17

资料来源：公司提供

2017 年，公司加快开工节奏，开工面积同比增长 34.98%至 129.66 万平方米，主要包括瑞安、杭州、温岭、南京等地的项目；受前期施工面积下降影响，竣工面积有所回落，2017 年为 78.67 万平方米，同期期末在建面积增长至 385.89 万平方米。受一季度竣工面积较大影响，截至 2018 年 3 月底，公司在建面积为 372.40 万平方米，可售面积为 109.13 万平方米。

项目销售

公司房产销售主要通过自有团队自主销售。分区域不同销售模式和比例有所不同。公司注重创新营销模式，不断加大市场营销力度。

表 7　公司地产分区域销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

区域	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
浙江	合同销售面积	35.59	57.70	45.45	6.02
	合同销售金额	46.45	80.74	83.46	15.52
	销售均价	13049.50	13991.57	18364.81	25754.42

上海	合同销售面积	3.78	6.05	0.70	--
	合同销售金额	20.06	41.17	5.08	--
	销售均价	53031.91	68100.79	72409.32	--
江苏	合同销售面积	28.83	15.01	7.58	0.70
	合同销售金额	23.49	18.24	11.67	1.08
	销售均价	8146.1	12157.05	15386.85	15491.20
辽宁	合同销售面积	8.40	8.52	9.16	1.62
	合同销售金额	6.18	5.42	5.79	1.26
	销售均价	7353.19	6358.76	6318.32	7774.62
天津	合同销售面积	1.21	5.10	8.15	0.01
	合同销售金额	0.63	3.21	8.18	0.02
	销售均价	5250.15	6284.49	10032.42	16247.71
山东	合同销售面积	2.01	3.42	2.62	0.30
	合同销售金额	1.04	1.83	1.73	0.20
	销售均价	5184.69	5349.04	6616.60	6569.24
江西	合同销售面积	12.54	13.58	14.00	3.00
	合同销售金额	6.95	7.81	10.95	2.61
	销售均价	5538.76	5745.93	7823.78	8718.96
其他	合同销售面积	5.54	3.06	4.39	1.89
	合同销售金额	3.64	1.69	5.23	2.13
	销售均价	6582.98	5535.15	11918.44	11237.16
安徽	合同销售面积	0.29	--	--	--
	合同销售金额	0.17	--	--	--
	销售均价	5782.85	--	--	--
合计	**合同销售面积**	**98.19**	**112.45**	**92.04**	**13.55**
	合同销售金额	**108.61**	**160.10**	**132.08**	**22.82**
	销售均价	**11061.21**	**14239.59**	**14350.41**	**16841.17**

资料来源：公司提供

在房地产市场调控政策频出的背景下，公司调整开盘节奏，2017 年全年合同销售面积 92.04 万平方米，同比下降 18.15%，合同销售金额 132.08 亿元，同比下降 17.50%；同期，公司销售均价则有所上升，2017 年为 14350.41 元/平方米，同比增长 0.78%，在高均价的上海区域合同销售占比下降的情况下，公司销售均价的增长主要来自于浙江、江苏及天津区域，以上三个区域销售均价分别同比上涨 31.26%、26.57%和 59.64%。2018 年 1~3 月，公司合同销售面积和合同销售金额分别为 13.55 万平方米和 22.82 亿元，同比下降 40.39%和 26.62%；当期销售均价为 1.68 万元/平方米，相比 2017 年持续提升。

联合资信关注到，跟踪期内，受房地产市场调控趋严影响，公司合同销售面积及金额均有所下降。未来，随着房地产市场长效机制的加速建立，公司将面临更为复杂的行业市场变化，加速项目开发和推盘的难度可能会加大。

土地储备

公司坚持有节奏的拿地策略，规避盲目扩张、高价获得土地可能带来的财务风险。同时注重城市市郊结合处项目的获取。在土地的获取方式上，公司主要通过公开市场招拍挂的方式获取，同时也会采用项目收购取得土地的方式。

2017 年，公司新增土地 16 幅，占地面积 43.68 万平方米，同比增长 106.82%，新增项目规划建筑面积 68.10 万平方米，同比下降

21.53%，新增项目主要分布在海南、平阳、嘉兴等地；2018 年 1~3 月，公司通过招拍挂方式取得温岭地块一幅，新增土地储备占地面积 3.94 万平方米，总建筑面积 12.27 万平方米，同比下降 77.52%。截至 2018 年 3 月底，公司住宅（含底商）和商业开发土地储备为 1289.80 万平方米。土地储备规模较大，且主要布局于二、三线城市，在出台房地产调控政策的城市数量增加及调控手段逐渐多样化的情况下，公司存在一定的去化压力。

表 8　截至 2018 年 3 月底公司土地储备情况

（单位：万平方米）

区域	城市	土地面积	规划建筑面积
上海市	上海市	42.64	187.96
浙江省	杭州市	137.64	151.67
	丽水市	19.11	47.01
	衢州市	48.05	109.42
	嘉兴市	19.16	49.79
	海宁市	94.23	125.47
	舟山市	10.56	24.26
	乐清市	18.70	37.62
	瑞安市	16.83	71.80
	平阳市	166.18	366.74
	温岭市	12.17	32.65
	兰溪市	31.98	50.36
江苏省	苏州市	104.11	211.22
	南京市	63.70	55.82
	南通市	130.47	252.43
江西省	九江市	104.23	205.95
辽宁省	沈阳市	113.15	216.11
天津市	天津市	84.01	116.73
海南省	三亚市	16.06	9.46
山东省	--	24.39	34.89
其他	--	32.44	92.87
合　计		**1289.80**	**2450.23**

资料来源：公司提供

注：土地储备含在建、竣工未销售及未开发土地；

土地价格方面，2017 年，公司新增土地的综合楼面价为2796.93 元/平方米，相较2016 年新增土地综合楼面价 29553.83 元/平方米，新增土地储备平均楼面价快速下降，主要系 2016 年公司新增上海旧改项目导致土地成本突增，而本期公司新增土地区域地价相对较低所致。截至 2018 年 3 月底，公司土地储备综合楼面价为 2719.72 元/平方米，成本控制较好。受益于重大项目的土地取得时间较早，公司在土地储备成本方面具备一定优势。

综上所述，跟踪期内，出于成本控制以及审慎策略，公司拿地节奏放缓，但整体看仍具有较大规模的土地储备，且在取得成本方面尚具优势，可支撑公司未来几年的发展需要。另外由于严格的市场调控政策，房地产市场呈温和降温趋势，公司也存在一定去化压力。

（2）商业地产及出租物业

公司商业地产板块产品主要为住宅项目配套商业的出售，毛利率水平较高。

2011 年，公司在天津静海县布局了毗邻静海县行政中心的义乌商贸城大型综合性项目，规划打造成与南方义乌遥相呼应的北方商品批发集散地和“一站式”商业中心。

该项目分六个区（A-F），已开工部分为 D 区、E 区 1 标、F 区，其中 E 区一期已于 2013 年二季度开始销售并于 2014 年年底竣工交付，F 区已于 2014 年年中开始销售并于 2016 年年底竣工交付，D 区 2017 年开始预售。F 区和 D 区同时正在进行招商中，现已有部分商户进驻，预计 2018 年开业。C 区正在规划当中。

该项目规划建筑面积 91.54 万平方米，全部用于出售，截至 2018 年 3 月底已有 45.19 万平方米达预售条件，已售面积为 17.42 万平方米。由于项目体量较大，且商业地产去化受市场供需影响波动较大，义乌商贸城去化水平较低。考虑到该项目较为有利的区位优势及战略合作伙伴义务小商品城的成熟的招商能力，随着项目的逐渐落成及周边配套设施的不断完善，项目去化将平稳推进。

出租物业方面，截至 2018 年 3 月底，公司可出租物业 11.92 万平方米，已出租 8.31

万平方米，主要为公司住宅项目配套商铺及购物中心和办公写字楼，出租率达 69.69%。2017 年及 2018 年 1~3 月，公司出租物业收入分别为 0.34 亿元和 0.12 亿元。

综合来看，跟踪期内，公司商业地产及出租物业板块业务运行较为平稳。

3. 海涂开发业务

近年公司通过一二级联动开发模式在温州平阳和南通启东地区布局了“温州西湾”和“启东圆陀角”项目，分别由子公司平阳县利得海涂围垦开发有限公司（公司直接持股 51%，间接持股 29%，以下简称“平阳利得”）和启东新湖投资开发有限公司（公司持股 100%，以下简称“启东新湖”）负责。截至 2018 年 3 月底，启东新湖已完成 262.12 万平方米的海涂开发，平阳利得已完成南片 349.00 万平方米的海涂开发。

表 9　公司海涂开发概况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	权益	占地面积	已完成海涂开发面积	总投资额	截至 18 年 3 月底累计投资	2018 年拟投资	2019 年拟投资	2020 年拟投资
启东圆陀角项目	100.00	400	262.12	15.40	13.13	0.87	0.70	0.70
温州西湾项目	80.00	806	349.00	28.86	14.88	1.60	1.70	1.70
合　计		**1206**	**611.12**	**44.26**	**28.01**	**2.47**	**2.40**	**2.40**

资料来源：公司提供

温州西湾项目

项目情况：平阳利得已与平阳县政府签订《平阳西湾海涂围垦项目开发建设协议书》，就西湾海涂围垦项目的西湾海涂围垦项目围垦及后续二级开发事宜展开合作，并向平阳政府全额缴纳海域使用金。项目位于东南鳌江入海口北侧，距平阳县城约 10.50 公里，距温州市 57.50 公里，项目围垦总面积为 806 万平方米，规划开发期为 13 年。平阳利得负责该项目的围海造地工程，项目完工后经有关部门验收合格，由平阳县国土资源局负责收储，并向公司支付收储款。根据《平阳西湾滨海新城控制性详细规划（初稿）》，围垦区内将形成居住、商业用地约 340 万平方米，整个项目分为南北两片区域，南片约 166.67 万平方米，北片约 193.33 万平方米。

该项目规划总投资 28.86 亿元，截至 2018 年 3 月底，公司已累计完成投入 14.88 亿元，投资进度约为 51.56%。目前，项目南片已完工，并于 2012 年由平阳县完成收储，面积为 5231 亩（349 万平方米），2012 年收储确认收入 44.30 亿元，毛利率为 58.47%，截至 2015 年底已收到全部收储款。项目北片已于 2010 年 12 月开工建设，截至目前，总长 4.7 公里围堤工程其主体水闸工程已完成通水验收，并基本完成堵口合拢施工；北片一期 800 亩回填造地工程已具备完工验收条件。

二级开发方面：截至 2018 年 3 月底，公司通过招拍挂方式取得了占地面积 162.11 万平方米住宅、商业土地，规划计容建筑面积 356.94 万平方米，平均楼面地价 2043.87 元/平方米，共支付土地兑价 72.95 亿元。截至 2018 年 3 月底，该项目尚未开工。

启东圆陀角项目

项目情况：公司于 2010 年起在江苏启东投资建设长江口圆陀角旅游度假区项目，主要负责项目的围堤造地、公共基础设施建设和部分旅游设施建设（建设周期约 3.5 年），项目地块内的商住开发用地约占 50%（不少于 3000 亩）。根据公司与启东市人民政府签订的开发建设协议，项目建设完成并满足土地招拍挂条件后，公司将参与竞价并进行后

期的二级开发；土地挂牌竞价成交后，土地出让收益由公司与启东市按协议分成。

该项目规划总投资 15.40 亿元，截至 2018 年 3 月底，公司累计投入该项目资金共计 13.13 亿元，投资进度约为 85.26%。2017 年及 2018 年一季度，公司按建设项目完工进度分别确认了 0.69 亿元和 0.24 亿元收入，毛利率分别是 18.95%和 49.33%，其中 2017 年毛利率水平快速下降主要系公司调整项目总投资，将以前年度少结转的成本集中于 2017 年计提所致。截至 2018 年 3 月底，公司累计收到海涂开发款 19.93 亿元。公司启东项目收入确认受投资进度和土地出让因素影响，存在一定波动性。

二级开发方面：截至 2018 年 3 月底，公司在启东开发区域内获得占地面积 130.47 万平方米土地，规划计容建筑面积 247.89 万平方米，累计支付土地出让金 21.48 亿元，平均楼面价 850.75 元/平方米，公司累计开工面积为 20.01 万平方米，首期住宅预计将于 2018 年下半年进入销售阶段，旅游、酒店及商业等项目正在加速推进中。

总体看，公司海涂开发贡献收入存在波动性，但毛利率水平较高，一、二级联动开发有利于公司地产业务持续获得规模优质土地并保持整体土地成本优势。但考虑到海涂围垦形成土地地质沉降等复杂地质因素影响，项目二级开发阶段所需时间可能相对较长，短时间内难以通过开发销售形成大规模现金回流，将加重公司资金周转压力。

4. 贸易业务

公司商业贸易业务为传统、简单的转手贸易模式，涉及的主要贸易品种为黄金、化工原料和有色金属等，在采购与销售环节的定价原则均为以市场价为基准，由购销双方协商确定。在采购环节中主要供应商为工业企业、贸易商和黄金交易所等，在销售环节中主要客户为贸易商和黄金交易所等。2017 年，受化工原料及有色金属市场景气度回升影响，公司化工原料及有色金属贸易量有所增长，拉动公司贸易收入同比增长 39.30%至 44.59 亿元。2018 年 1~3 月，公司贸易收入 8.64 亿元，为 2017 年全年水平的 19.38%。

表 10　公司贸易品种概况（单位：亿元）

品种	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
黄金交易	19.88	17.82	13.64	2.62
化工原料	14.46	10.59	19.27	0.45
有色金属	5.96	--	9.09	5.56
其他	1.42	3.59	2.60	0.00
合计	**41.71**	**32.01**	**44.59**	**8.64**

注：合计数小数点差异系四舍五入所致
资料来源：公司提供

总体看，公司贸易业务对整体收入形成了重要补充，但由于其毛利率很低，且 2017 年进一步下降，对公司利润贡献有限。

5. 金融投资业务

在房地产开发主业的基础上，公司对投资领域进行了布局，近年实现了较大规模的投资收益，对公司整体利润形成了良好补充。公司所投资参股企业中金融领域企业数量占比较高，主要包含中信银行、盛京银行股份有限公司（以下简称“盛京银行”）、温州银行股份有限公司（以下简称“温州银行”）、阳光保险集团股份有限公司（以下简称“阳光保险”）等，另有 3 家非金融类上市公司星美文化（代码为“HK.02366”）、歌华有线（代码为“600037”）及上海益盟软件技术股份有限公司（以下简称“益盟股份”，代码为“832950”）。

根据战略规划，公司进一步加大对金融及金融科技的整合力度。金融股权方面，2017 年，公司参与温州银行的增资扩股（投资金额 7.44 亿元，合计持股 5.38 亿股，占 18.15%），参与信银国际增资扩股（投资金额 21.73 亿港元，新增股份 7.27 亿股，占 6%），增持中信

银行 H 股（投资 6.53 亿元，合计持股 24.45 亿股 H 股股份，占 4.999%），购买浙商银行股份有限公司（以下简称“浙商银行”）H 股（投资 7.02 亿元，持股 1.99 亿股，占 1.11%），与参股公司新湖控股有限公司（以下简称“新湖控股”）参与湘财证券股份有限公司（以下简称“湘财证券”）增资扩股（公司与新湖控股分别认购 0.22 亿股和 4.55 亿股，认购金额分别为 0.69 亿元和 14.23 亿元），认购 ASIA PACIFIC EXCHANGE PTE LTD 股权（投资金额 5.23 亿元，认购 4000 万股权，持股 20%）；2018 年 1~3 月，公司通过二级市场增持浙商银行 H 股 1.90 亿股，投资金额 6.61 亿元，合计持有浙商银行 H 股 3.89 亿股，持股比例上升至 2.17%。非金融股权方面，2017 年，公司联合发起设立浙江浙商产融投资合伙企业（有限合伙）（出资 20 亿元，占已认缴出资额的 3.97%），购买益盟股份股份（投资 0.85 亿元，持股 0.06 亿股，占 1.34%），增持 51 信用卡[1]；2018 年 1~3 月，公司通过竞拍取得万得信息技术股份有限公司 0.39 亿股，投资金额 13.68 亿人民币，增持后，公司合计持有万得信息技术股份有限公司 0.45 亿股（累计投资 19.68 亿），占比 7.02%。

2017 年及 2018 年 1~3 月，公司连续转让部分新湖期货股权，失去对其控股地位，截至 2018 年 3 月底，公司对新湖期货持股比例为 29.67%。

表 11　截至 2018 年 3 月底公司主要投资参股金融股权及持有上市公司股权情况（单位：亿元、万股、%）

公司	最初投资成本	期末持股	持股比例
中信银行股份有限公司	123.29	244626.50	4.9999
盛京银行股份有限公司	4.50	30000.00	5.18
温州银行股份有限公司	20.63	53779.36	18.15
湘财证券股份有限公司	1.79	13201.89	3.58
阳光保险集团股份有限公司	18.90	42000.00	4.06
新湖期货有限公司	0.97	6675.00	29.67
AISA Pacific exchange	5.03	4000.00	20.00
中信银行（国际）有限公司	17.41	72666.73	6.00

资料来源：公司提供

注：1. 公司持有中信银行、温州银行和盛京银行的股权比例分别为 4.9999%、18.15%和 5.18%，分别为这三家公司的第二大股东、单一第一大股东和第四大股东；

2. 公司对 ASIA Pacific exchange 投资出资规模为 8000 万美元，公司根据期末汇率对初始投资成本进行折算；

3. 截至 2018 年 3 月底，公司持有的阳光保险的股权已全部质押；对温州银行和中信银行的股权质押比例分别为 40.65%和 45.92%。

跟踪期内，公司进一步布局金融和金融科技领域的机构、技术、服务一体化平台，不断整合金融及金融科技股权。优质的金融股权，为公司未来发展铺设了良好前景。同时，联合资信也关注到公司持有的部分金融股权已质押，由于国家宏观经济与金融政策对金融及金融科技行业的影响突出，公司所投资金融股权的价值易受行业波动及计量方法变更产生波动。

6. 经营效率

2015~2017 年，公司总资产周转次数、存货周转次数及销售债权周转次数均呈上升趋势，2017 年分别为 0.15 次、0.23 次和 209.91 次。整体看，跟踪期内，公司经营效率指标有所优化，但整体效率水平一般。

7. 未来发展

公司地产业务将坚持高质量发展，做强做大。优化区域战略布局，完善一二线主流市场布局，特别是加大对上海等一线城市的投入。积极拓展城镇化综合项目和特色小镇建设，探索发展住房租赁业务。进一步研究产品，提升产品品质，适度加快项目周转，

[1]公司与孙海涛等签署《杭州恩牛网络技术有限公司投资协议》，同意以人民币现金方式投资杭州恩牛网络技术有限公司，现金金额为等值于 10000 万美元的人民币，2017 年已支付人民币 67558 万元，股权变更手续已于 2017 年 4 月 6 日完成。公司全资子公司泰融控股有限公司 2017 年 11 月对 51 信用卡增资 5000 万美元。增资后，公司合计持有 51 CREDIT CARD INC.26.56%股权，成本 2 亿美元。

促进公司价值快速增长。

从公司目前主要在建及拟建项目投资进展来看，截至 2018 年 3 月底，公司主要在建项目计划总投资 824.89 亿元，已完成投资 619.10 亿元，2018 年 4~12 月和 2019~2020 年计划投资合计约为 174.69 亿元；公司拟建项目主要分布在上海、南通和温州等地，计划总投资 833.49 亿元，截至 2018 年 3 月底已完成前期投资 260.87 亿元，2018 年 4~12 月和 2019~2020 年计划投资合计约为 285.76 亿元，主要系上海项目拆迁支出。

股权投资方面，公司将在规范稳健发展原有银行、证券、保险、期货等传统金融业务的基础上，要加快布局区块链、大数据、人工智能等高科技领域。加强与 51 信用卡、万得信息等金融科技公司的合作，不断整合金融资源，深化金融科技业务创新，利用大数据和人工智能等金融科技进一步增强各金融版块的协同性，着力营造一体化的金融服务能力，力求在金融科技及高科技领域打造核心竞争力。

总体来看，公司未来所需资金规模较大，公司面临较大的资金压力。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2015~2017 年财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计意见。2018 年一季度财务报告未经审计。

公司 2015 年底纳入合并范围子公司共 72 家，较 2014 年底合并范围增加 8 家子公司，减少 1 家子公司；2016 年底，公司合并范围较 2015 年底新增 12 家子公司，减少 2 家子公司；2017 年底，公司合并范围较 2016 年底新增 8 家子公司，减少 6 家子公司，合计纳入合并范围子公司 84 家。截至 2018 年 3 月底，公司合并范围新增 4 家子公司，共计 88 家子公司纳入合并范围。整体看，公司增加及减少的子公司规模不大，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额为 1245.69 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益 6.93 亿元）329.00 亿元；2017 年公司实现营业收入 175.00 亿元，利润总额 41.79 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 1312.73 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益 6.91 亿元）338.17 亿元；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 29.86 亿元，利润总额 9.81 亿元。

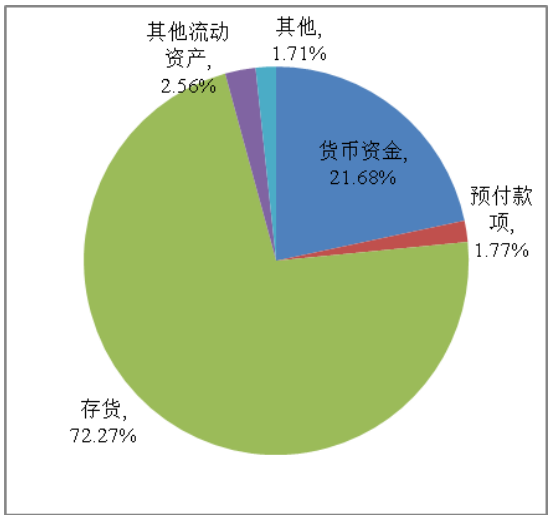
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 18.26%，主要来自可供出售金融资产和长期股权投资等非流动资产的增长。截至 2017 年底，公司资产总额为 1245.69 亿元，同比增长 11.65%；其中流动资产占 65.94%，非流动资产占 34.06%，相较 2016 年底，流动资产占比有所下降，但公司资产结构仍以流动资产为主，符合房地产开发企业特征。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产规模有所增长，年均复合增长 7.53%，主要是由于货币资金、存货和预付款项的增长所致。截至 2017 年底，公司流动资产合计 821.44 亿元，同比增长 4.96%，主要由货币资金（占 21.68%）、存货（占 72.27%）、预付款项（占 1.77%）及其他流动资产（占 2.56%）构成。

图 2 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司货币资金波动中有所增长，年均复合增长 5.73%。截至 2017 年底，公司货币资金 178.08 亿元，同比下降 7.10%，主要系投资支付的现金增长所致。货币资金主要由银行存款（150.06 亿元）和其他货币资金（28.01 亿元）构成。截至 2017 年底，公司使用受限的货币资金为 15.88 亿元，受新湖期货划出合并范围影响，本期无受限的期货保证金，货币资金受限比例较上年底有所下降，主要包括银行存款中用于质押的定期存款 0.61 亿元，其他货币资金中银行承兑汇票保证金 0.50 亿元，银行贷款保证金 3.71 亿元，按揭担保保证金 1.17 亿元，开工保证金 0.51 亿元，不能随时动用的结构性存款 9.25 亿元，其他 0.12 亿元。

2015~2017 年，公司的预付款项波动增长，年均复合增长 24.58%。截至 2017 年底，公司预付款项 14.52 亿元，较上年底下降 29.55%。公司预付款项主要为预付上海旧改项目拆迁相关款项，规模下降主要系受随着旧改项目的逐渐开工，相关拆迁款项计入成本转入存货科目所致。

2015~2017 年，公司其他应收款波动增长，年均增幅为 26.06%。截至 2017 年底，公司其他应收款账面余额为 8.22 亿元，同比下降 30.85%，主要系本期收回应收安信信托股份有限公司和新湖集团的的股权转让款 4.36 亿元所致，其他应收款账面价值为 6.91 亿元，同比下降 35.03%。2017 年底，公司其他应收款主要包括押金保证金（2.86 亿元）、往来款（2.23 亿元）、股权转让款（1.96 亿元）及应收暂付款（1.02 亿元）等；从集中度来看，截至 2017 年底，公司其他应收款前 5 名账面余额合计 4.58 亿元，占比为 55.76%，集中度较高，其中对控股股东新湖集团的股权转让款 1.96 亿元。从账龄来看，1 年以内的其他应收款占比为 63.03%，1~2 年占比为 15.11%，2~3 年占比 6.36%，3 年以上的占比 7.85%，综合账龄较短。公司对其他应收款计提坏账准备 1.31 亿元，计提比例为 15.96%，计提规模较为适中。

2015~2017 年，公司存货规模有所增长，年均复合增长 9.97%，主要受公司项目开发投入增加及新购置土地影响。截至 2017 年底，公司存货账面余额为 594.27 亿元，计提跌价准备 0.57 亿元，存货账面价值 593.70 亿元，同比增长 14.83%；公司存货主要为开发成本（占 86.52%）和开发产品（占 13.47%）；开发成本主要包括上海•玛宝项目（40.41 亿元）、平阳•隆恒置业项目（37.43 亿元）、上海•青蓝国际项目（35.62 亿元）、上海•新湖明珠城项目（34.48 亿元）、上海•亚龙项目（34.31 亿元）、平阳•海涂开发项目（31.29 亿元）和瑞安•新湖广场项目（31.02 亿元）等 38 个项目。开发产品主要系已完工的开发楼盘，包括 2017 年新竣工的上海•青蓝国际一期项目（10.29 亿元）等。截至 2017 年底，公司存货中有 300.41 亿元用于抵押，占公司 2017 年底存货账面价值的 50.60%，存货受限比例较高，一定程度上影响了公司整体资产的流动性。

2015~2017 年，公司其他流动资产快速下降，截至 2017 年底，其他流动资产 21.06 亿元，同比下降 47.80%，主要系因处置新湖期货部分股权而失去对其控制，期末不再将其

纳入合并报告范围，合并范围内不再包含存出保证金。2017 年底，公司其他流动资产主要包括理财产品（11.50 亿元）、预缴的房产预售相关税金（8.65 亿元）、待抵扣进项税额 0.56 亿元、待摊费用 0.30 亿元和信托保障基金 0.05 亿元。

非流动资产

随着公司逐步拓展金融领域布局，加大金融股权及非金融股权的投资，公司非流动资产规模快速增长，2015~2017 年，公司非流动资产年均复合增长 53.40%。截至 2017 年底，公司非流动资产为 424.25 亿元，同比增长 27.38%，主要由可供出售金融资产（占 24.86%）、长期股权投资（占 65.28%）、投资性房地产（占 2.46%）、其他非流动资产（占 2.15%）及开发支出（占 2.06%）等构成。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长 15.03%。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产较上年底增长 99.15%，主要系本期公司增加对 51 CREDIT CARD INC.（新增投资 9.88 亿元）、浙江浙商产融投资合伙企业（有限合伙）（投资金额 20.00 亿元）、信银国际（投资金额 18.16 亿元）及 ASIA PACIFIC EXCHANGE PTE LTD.（投资金额 5.23 亿元）等金融及金融科技企业投资所致。截至 2017 年底，公司按公允价值计量的可供出售金融资产 19.26 亿元，主要为①公司委托国投瑞银基金管理有限公司进行境外投资资产管理计划，该项委托财产期末净值为 6.15 亿元；②公司委托国投瑞银基金管理有限公司进行境外资产配置 1 号资产管理计划，该项委托财产期末净值为 2.35 亿元；③公司持有星美文化、歌华有线、益盟股份及浙商银行的股份，按 2017 年 12 月最后一个交易日的收盘价计算，公允价值共计 10.76 亿元；受公司持有的上市公司股票股价波动的影响，公司按公允价值计量的可供出售金融资产累计计入其他综合收益的公允价值变动金额为-0.37 亿元。截至 2017 年底，公司按成本计量的可供出售金融资产主要包括对湘财证券股份有限公司、浙江古纤道新材料股份有限公司、万得信息、阳光保险、51 CREDIT CARD INC.、浙江浙商产融投资合伙企业（有限合伙）、ASIA PACIFIC EXCHANGE PTE LTD.及信银国际等的投资。2017 年，公司对可供出售金融资产合计计提 4.28 亿元减值准备，主要为公司根据万得信息最近股权转让成交价格估算而计提的减值准备 3.73 亿元。2017 年底，可供出售金融资产中有 3.35 亿元用于质押而受限。

2015~2017 年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长率为 94.34%。截至 2017 年底，公司长期股权投资 276.95 亿元，同比增长 14.17%，增长主要来自对温州银行及中信银行 H 股等追加的投资以及对盛京银行、温州银行、中信银行的投资在权益法下确认的投资收益。截至 2017 年底，公司主要的联营企业包括新湖控股有限公司（期末余额 27.17 亿元）、盛京银行（期末余额 27.24 亿元）、温州银行（期末余额 23.84 亿元）及中信银行（期末余额 182.15 亿元）等，其中对中信银行的投资全部为直接持有的中信银行 H 股，作为境外资产，存在一定汇率波动风险。2017 年，公司转让新湖期货股权，对其股权投资核算由成本法改为权益法，2017 年底，对新湖期货的长期股权投资为 4.55 亿元。截至 2017 年底，用于股权质押的受限长期股权投资合计 98.18 亿元，占比为 35.45%。

2015~2017 年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长 75.50%。截至 2017 年底，公司投资性房地产账面价值 10.44 亿元，同比增长 195.33%，主要系本期虹桥绿谷广场 C 幢已出租转入投资性房地产所致。公司投资性房地产采用成本法计量，截至 2017 年底，账面价值 6.52 亿元的投资性房地产用于抵押而受限。

2015~2017 年，公司开发支出有所波动，年均复合增长 1.99%。截至 2017 年底，公司

开发支出账面价值为 8.73 亿元，同比保持稳定，主要包括子公司贵州新湖能源有限公司对所属贵州省纳雍县沙子岭煤矿探矿支出（4.41 亿元）和旧院煤矿探矿权支出（4.32 亿元）。

2015~2017 年，公司其他非流动资产有所增长，年均增幅 5.54%。截至 2017 年底，公司其他非流动资产 9.12 亿元，同比下降 5.81%，下降主要系 2016 年公司对恩牛网络的投资股权变更手续于 2017 年完成而导致预付投资款减少所致。截至 2017 年底，其他非流动资产中基金及资管计划 8.90 亿元，主要为全资子公司新湖地产认购的“中信•新湖上海棚改契约型基金”8.90 亿份，每份基金价格 1 元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额为 1312.73 亿元，较 2017 年底增长 5.38%，其中流动资产占比为 65.93%，非流动资产占比 34.07%，与 2017 年底基本持平。截至 2018 年 3 月底，公司货币资金 172.09 亿元，较 2017 年底下降 3.37%，主要系增加对浙商银行及万得信息的投资，投资支出增长所致；随着开发进度的推进，公司存货较 2017 年底增长 8.83%至 646.14 亿元；公司预付款项 5.06 亿元，较上年底下降 65.15%，主要系公司预付土地款转入存货所致。非流动资产方面，公司可供出售金融资产较 2017 年底增长 18.28%至 124.72 亿元，主要系公司增持浙商银行股票 1.90 亿股（投资 6.61 亿元）所致。截至 2018 年 3 月底，公司受限资产总额 450.20 亿元，其中受限货币资金 22.10 亿元，存货 296.96 亿元，长期股权投资 99.62 亿元，可供出售金融资产 22.22 亿元，资产受限比例为 34.30%。

总体看，跟踪期内，公司地产开发投入规模和金融投资业务持续增长，带动资产规模快速增长；公司资产中流动资产占比高，存货中以土地及工程项目为主，长期股权投资及可供出售金融资产中部分股权较为优质，公司整体资产质量较好；但资产整体受限规模较大，对公司资产流动性和融资空间存在一定不利影响。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益规模快速增长，年均复合增长 13.81%。截至 2017 年底，公司所有者权益（含少数股东权益 6.93 亿元）规模合计 329.00 亿元，同比增长 10.04%，主要来自利润留存转入盈余公积及未分配利润。截至 2017 年底，归属于母公司的所有者权益中实收资本占 26.70%，资本公积占 24.74%，未分配利润占 45.92%，盈余公积占 3.29%，其他综合收益占-0.65%。

2015~2017 年，公司的实收资本有所波动，年均复合下降 2.79%。截至 2017 年底，公司实收资本 85.99 亿元，同比保持稳定。2015~2017 年，公司资本公积有所下降，年均复合下降 5.12%。截至 2017 年底，公司资本公积 79.68 亿元，较上年底下降 0.12%，主要系本期公司收购子公司少数股东股权，股本溢价减少所致。2015~2017 年，公司其他综合收益波动幅度较大，分别为-9.46 亿元、-0.50 亿元和-2.10 亿元。2017 年，公司其他综合收益中权益法下在被投资单位以后将重分类进损益的其他综合收益中享有的份额发生额为-4.62 亿元，主要来自对中信银行的投资。

2015~2017 年，公司盈余公积及未分配利润随着利润转入不断增长，年均复合增长率分别为 16.00%和 52.84%。截至 2017 年底，公司盈余公积及未分配利润分别为 10.59 亿元和 147.90 亿元，分别同比增长 16.36%和 27.31%。

2015~2017 年，随着公司持续收购子公司少数股东股权，少数股东权益快速下降，年均复合下降 26.33%。截至 2017 年底，公司少数股东权益 6.93 亿元，同比下降 17.96%。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益（含少数股东权益 6.91 亿元）合计 338.17 亿元，

较 2017 年底上升 2.79%，所有者权益结构较 2017 年底变动不大。

整体看，跟踪期内，公司所有者权益有所增长，从结构来看，未分配利润占比高，公司权益稳定性一般。

负债

2015~2017 年，公司负债规模快速增长，年均复合增长 19.99%。截至 2017 年底，公司负债合计 916.69 亿元，同比增长 12.24%；其中流动负债占比 40.72%，非流动负债占比 59.28%，公司非流动负债占比较高。

流动负债方面，2015~2017 年，公司流动负债有所波动，年均复合增长 2.30%，主要来自预收款项、应付账款及其他应付款的增长。截至 2017 年底，公司流动负债合计 373.24 亿元，同比增长 9.52%，主要由短期借款（占 7.33%）、预收款项（占 41.73%）、一年内到期非流动负债（占 30.16%）和其他应付款（占 5.46%）等构成。

2015~2017 年，公司短期借款波动中有所下降，年均复合下降 4.09%。截至 2017 年底，由于前期短期借款到期偿还，公司短期借款同比下降 34.32%至 27.34 亿元，主要由保证借款（10.55 亿元）、信用借款（4.54 亿元）、抵押借款（1.30 亿元）、抵押并保证借款（7.65 亿元）和抵押、质押并保证借款（2.20 亿元）等构成。

公司预收款项主要系对已经签订商品房销售合同，但未达到竣工结算条件的项目所收取的客户房款，该款项在工程进度达到结算条件时将结转为营业收入。2015~2017 年，公司预收账款快速增长，年均复合增长率为 28.52%。截至 2017 年底，公司预收账款为 155.77 亿元，同比增长 16.86%，其中预售房款为 137.84 亿元、启东圆陀角岸线海涂开发预收款 3.18 亿元、温州西湾项目基础设施建设预收款 14.55 亿元。

2015~2017 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 22.25%。截至 2017 年底，公司其他应付款账面价值 20.37 亿元，同比增长 31.34%，主要系本期预收浙江古纤道投资有限公司的股权转让款 2.70 亿元所致。截至 2017 年底，公司其他应付款中拆借款 9.79 亿元，主要为对联营股东的借款；押金保证金 3.20 亿元；应付股权转让款 1.01 亿元。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债波动中有所下降，年均复合下降 8.53%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底增加 66.97 亿元，主要系 1 年内到期的长期借款、一年内到期的其他非流动负债和一年内到期的应付债券大幅增长导致，公司 1 年内到期的长期借款 88.31 亿元、1 年内到期的应付债券 8.25 亿元，1 年内到期的其他非流动负债 16.02 亿元。

2015~2017 年，公司其他流动负债波动下降，年均复合降幅为 46.32%。截至 2017 年底，公司其他流动负债 13.69 亿元，同比下降 80.08%，主要系新湖期货划出合并范围后应付期货保证金、应付质押保证金、期货风险准备金减少所致。本期公司预提土地增值税清算准备 9.29 亿元，对中国华融资产管理股份有限公司、中国信达资产管理股份有限公司及长城资产管理股份有限公司债权转让款 4.40 亿元。

非流动负债方面，2015~2017 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 39.31%，主要来自长期借款和应付债券的增长。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 543.45 亿元，主要由长期借款（占 56.06%）、应付债券（占 38.63%）和其他非流动负债（占 4.66%）等构成。

2015~2017 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 42.94%。截至 2017 年底，公司长期借款 304.67 亿元，同比增长 4.89%，新增借款主要为保证借款和抵押、保证借款。

2015~2017 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长率 36.58%。截至 2017 年底，公司应付债券 209.94 亿元，较上年底增长

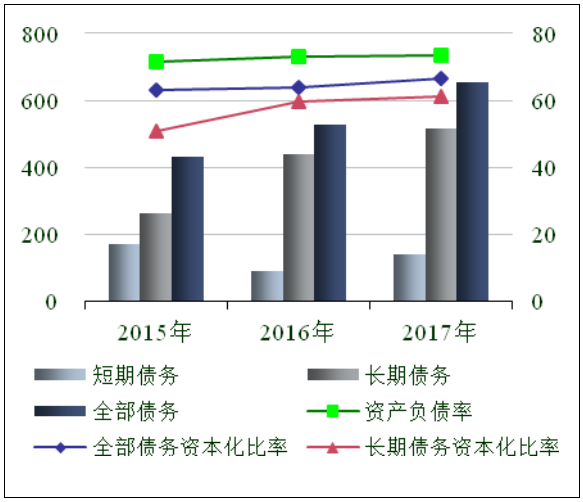
40.81%，新增主要系公司本期发行中期票据“17 新湖中宝 MTN001”（本金 10 亿元）、资产支持计划“平安-新湖中宝购房尾款资产支持专项计划”（本金 14.25 亿元）及子公司发行的美元债“XINHU BVI N2003”（本金 7 亿美元）和“17 浙南教 ZR001”（本金 1.00 亿元）等。

2015~2017 年，公司其他非流动负债波动增长，年均复合增长 27.83%。截至 2017 年底，公司其他非流动负债 25.31 亿元，同比下降 24.46%，主要为公司通过向非银行金融机构设立的信托计划转让债权或股权收益权等方式取得的借款，包括对中国华融资产管理股份有限公司（11.70 亿元）、中国信达资产管理有限公司（3.21 亿元）、中国长城资产管理股份有限公司（6.40 亿元）和中信信托有限责任公司（4.00 亿元）的债权转让款。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 974.56 亿元，较 2017 年底增长 6.31%，其中流动负债占 38.73%，非流动负债占 61.27%，非流动负债占比小幅提升。截至 2018 年 3 月底，公司短期借款 20.65 亿元，较 2017 年底下降 24.47%；由于预售房款小幅增加，公司预收款项较 2017 年底增长 1.52%至 158.14 亿元；公司一年内到期的非流动负债、其他流动负债、长期借款及应付债券均较 2017 年底有所增长，分别为 118.88 亿元、19.88 亿元、346.84 亿元和 222.10 亿元，其中其他流动负债较 2017 年底增长 45.21%，主要系对非银机构借款增长所致，应付债券增加 12.16 亿元，主要为公司 2018 年 3 月发行的中期票据“18 新湖中宝 MTN001”（本金 10 亿元）。

从债务结构方面看，2015~2017 年，公司全部债务规模快速增长，年均复合增长 23.24%。截至 2017 年底，公司全部债务 654.60 亿元，其中短期债务 140.00 亿元，占 21.39%，长期债务 514.60 亿元，占 78.61%，受一年内到期的非流动负债快速增长影响，短期债务占比较 2016 年底有所上升。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 708.66 亿元，较 2017 年底增长 8.26%，其中短期债务 139.72 亿元，占 19.72%，长期债务 568.94 亿元，占 80.28%。若考虑到其他应付款、其他流动负债和其他非流动负债中有息借款部分，则截至 2017 年底，公司全部债务为 694.10 亿元，其中短期债务 154.18 亿元（占 22.21%），长期债务 539.91 亿元（占 77.79%）；截至 2018 年 3 月底，公司调整后的全部债务 751.07 亿元，其中长期债务 593.54 亿元（占 79.03%），短期债务 157.53 亿元（占 20.97%），债务负担进一步加重。

图 3 公司 2015~2017 年偿债指标情况



资料来源：公司财务报告

从债务指标方面看，2015~2017 年，公司债务规模持续增长，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈上升趋势。截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.59%、66.55%和 61.00%，三年平均值分别为 73.05%，65.02%和 58.50%。截至 2018 年 3 月底，公司上述三个指标分别为 74.24%、67.70%和 62.72%，均较 2017 年底均有所上升。若考虑调整后的全部债务，则截至 2017 年底，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.84%和 62.14%，截至 2018 年 3 月底，上述两项指标分别上升为 68.95%和 63.70%。

从调整后的债务期限分布情况来看，截至 2017 年底，公司一年内到期的债务占比为 20.85%，1~2 年内待偿付债务占比为 31.89%，2~3 年内待偿付债务占比为 23.43%，3~4 年内待偿付债务占比为 6.63%，4~5 年内待偿付债务占比 11.30%，5 年以上待偿付债务占比为 4.62%，另有部分不确定偿还期限债务占比为 1.28%，公司债务偿还期限较为分散。

表 12 公司债务期限分布情况（单位：%）

账龄	2016 年	2017 年	18 年 3 月底
≤1 年	19.09	20.85	19.96
1~2 年	27.08	31.89	36.01
2~3 年	34.09	23.43	16.91
3~4 年	9.72	6.63	9.14
4~5 年	6.51	11.30	7.75
5 年以上	2.15	4.62	9.25
账龄不确定	1.36	1.28	0.99
合计	**100.00**	**100.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司负债规模持续增长，公司债务以长期债务为主，结构较为合理；由于公司 2017 年以来债券发行额度较大，整体债务水平有所上升，公司债务负担略重。

4. 盈利能力

2015~2017 年，受益于前期项目的密集结转，公司营业收入快速增长，年均复合增长 22.63%，2017 年公司实现营业收入 175.00 亿元，同比增长 28.43%。近三年，公司营业利润率水平有所波动，2017 年为 19.47%，较上年上升 4.82 个百分点，主要系公司结转了部分毛利率水平较高的上海区域项目拉动所致。

从期间费用看，2015~2017 年，公司期间费用占营业收入的比例分别为 13.87%、14.72%和 14.02%，整体期间费用水平较高，控制能力一般。从期间费用构成来看，公司财务费用占比较高，2017 年为 14.93 亿元，同比增长 24.85%，占期间费用总额的 60.85%，快速增长主要是公司债务规模不断扩张影响。

2015~2017 年，公司投资收益波动较大，年均复合增长 80.22%。2017 年，公司实现投资收益为 31.82 亿元，较 2016 年增长 800.30%，其中对中信银行的投资在权益法核算下确认的投资收益为 20.89 亿元。2017 年投资收益占同期营业利润的 83.41%。整体看，投资收益对公司利润贡献大，考虑到公司主要参股金融企业规模较大且盈利能力较强，未来投资收益有望保持一定规模。另外，2017 年，公司处置子公司产生的投资收益 2.52 亿元，未来受公司非金融股权投资业务退出时点不同和其他长期股权投资的处置可能存在较大的波动性。

2015~2017 年，公司营业外收入分别为 0.10 亿元、57.68 亿元和 3.91 亿元，波动较大，2016 年公司营业外收入规模大主要系公司对中信银行的投资由可供出售金融资产转换为按权益法核算的长期股权投资所转入的股权投资转换损益 57.39 亿元，本期营业外收入主要为对参股企业追加投资，在权益法下核算新增投资成本小于可辨认净资产公允价值的差额 3.85 亿元。营业外收入构成稳定性较弱，对利润总额贡献的持续性不强。

2015~2017 年，公司利润总额分别为 14.95 亿元、60.66 亿元和 41.79 亿元。公司投资收益和营业外收入规模的贡献，带动公司整体盈利规模的保持较高水平。

从盈利指标看，受利润规模波动影响，近三年公司总资本收益率和净资产收益率波动较大，2017 年，分别为 5.17%和 10.18%，较 2016 年底分别下降 3.51 和 9.38 个百分点，但整体保持较高水平。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 29.86 亿元，同比增长 94.32%，为 2017 年全年的 17.06%，主要系一季度竣工面积较大项目、结转规模同比增长所致；营业利润率为

31.12%，较 2017 年上升 11.65 个百分点。当期，公司期间费用占营业收入的比重为 21.17%（2017 年同期为 38.12%），其中受债务规模进一步增长影响，财务费用同比增长 26.62%至 4.55 亿元；当期，公司实现投资收益 7.19 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现利润总额 9.81 亿元。

总体看，跟踪期内，受结转项目毛利水平较高影响，公司地产主业盈利能力有所提升，但期间费用对利润的侵蚀严重，受益于公司积极布局金融投资业务，持有的金融股权收益情况良好，对盈利形成了良好补充。近年来，投资收益已成为公司营业利润的主要来源。公司整体盈利能力较好。

5．现金流分析

从经营活动看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入以销售商品提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金为主。2017 年公司经营活动现金流入量为 234.76 亿元，其中受益于良好的预售情况，销售商品、提供劳务收到的现金为 208.02 亿元，同比增长 13.70%，其余主要为收到其他与经营活动有关的现金，主要为收到的押金、保证金、代收款、往来款、银行存款利息收入等款项。公司近三年的现金收入比分别为 136.69%、134.27%和 118.87%，2017 年现金收入比有所下降，但整体收现质量较好。2017 年，公司经营活动现金流出量为 217.92 亿元，主要以购买商品接受劳务支付的现金为主，为 167.82 亿元，同比增长 52.83%，支付其他与经营活动有关现金主要是公司支付的往来款及押金、保证金及代收款以及管理费用和销售费用的支出，2017 年为 28.61 亿元。2017 年，延续前期项目投资缩减的情况，公司经营活动现金流量净额表现为净流入，为 16.83 亿元，同比下降 63.63%。

从投资活动看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入以收回投资收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金为主。2017 年公司投资活动现金流入量为 258.09 亿元，其中收到的其他与投资活动有关的现金 214.12 亿元，同比增长 842.86%，大幅增长的主要原因是赎回理财产品回收现金流 210.63 亿元。2017 年，公司投资活动现金流出为 322.42 亿元，主要以投资支付的现金及支付其他与投资活动有关的现金为主，分别为 96.49 亿元和 225.15 亿元，同比分别增长 284.29%和 921.68%；其中投资支付的现金主要包括对中信银行、信银国际、U51.COM.INC、浙商银行等的投资；支付其他与投资活动有关的现金主要为购买理财产品支出 221.18 亿元。

近三年公司的对外投资规模较大，且波动增长，投资活动现金流量净额分别为-93.95 亿元、-22.46 亿元和-64.33 亿元。

从筹资活动看，2015~2017 年，筹资活动现金流入有所下降，2017 年为 316.14 亿元，同比下降 8.95%，主要为取得借款收到的现金和发行债券收到的现金。公司积极拓宽融资渠道，尝试多种融资工具，2017 年公司发行债券收到的现金为 71.95 亿元，同比增长 85.67%。2017 年，公司筹资活动现金流出量为 264.36 亿元，同比下降 20.07%，主要系 2016 年受回购股份影响支付其他与筹资活动有关的现金规模较大。综合影响下，公司筹资活动现金流量净额为 51.78 亿元，同比增长 214.02%。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-30.34 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-33.95 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 52.51 亿元。当期现金收入比为 115.99%，较 2017 年同期大幅下降，主要系合同销售较上年同期大幅下降所致。

总体看，跟踪期内，公司现金收入比虽较前期有所下降，仍保持较高水平，经营活动现金流量净额受拿地投资节奏影响持续下降。受公司持续购入金融及金融科技公司股权影响，投资活动整体规模较大，筹资活动

现金流入有所增长。公司未来三年投资规模较大，对外部有较大的融资需求，此外公司有一定规模债务将于 2019 年到期，公司整体面临一定筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017 年公司流动比率为 220.08%，同比下降 9.57 个百分点；同期由于公司流动资产中主要由存货构成，公司速动比率较小，2017 年为 61.02%，同比下降 16.93 个百分点。2017 年，受经营活动现金流量净额规模下降影响，公司经营现金流动负债比大幅下降，为 4.51%；截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 229.30%和 58.12%。总体看，公司面临一定短期偿付压力，考虑到公司现金类资产较为充裕，现金类资产对于短期债务的覆盖尚可。

从长期偿债能力指标看，受债务规模上升及 EBITDA 规模下降影响，2017 年，公司全部债务/EBITDA 有所上升，为 10.96 倍，同期公司 EBITDA 利息倍数有所下降，为 1.44 倍。公司债务规模持续扩大，但考虑到公司金融股权持续贡献的投资收益，公司有望保持适宜的盈利能力。未来，公司地产和金融双主业的业务的均衡发展也有助于其平滑行业波动风险维持整体偿债能力的稳定。综合看，公司整体偿债能力适宜。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保合计 32.66 亿元，担保比率为 9.66%，其中主要为公司为美都能源股份有限公司提供担保金额 2.29 亿元，为济和集团有限公司提供担保金额 0.57 亿元，为民丰特种纸股份有限公司提供担保金额 1.55 亿元，为美都经贸浙江有限公司提供担保金额 0.70 亿元，公司为关联企业母公司浙江新湖集团股份有限公司提供 27.55 亿元担保。公司对外担保单一客户集中度高，但主要为关联母公司，公司与其余被担保企业存在互保关系，但合计金额不大，被担保企业经营状况良好。总体看，公司或有负债风险较低。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得各家银行授信额度为 875.06 亿元，尚有 463.18 亿元未使用，公司间接融资渠道较畅通；另外，公司作为上市公司具备直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（G03304020095790M），截至 2018 年 5 月 15 日，公司无未结清不良类和关注类信贷信息记录，已结清的信贷信息中有 28 笔关注类贷款，欠息记录 2 笔（最近一笔已于 2014 年 1 月 3 日结清），根据公司提供的说明，上述 28 笔款项已正常收回。

8. 抗风险能力

公司作为房地产开发上市公司，土地储备规模大，区域间轮动推盘销售可以有效分化单一市场波动风险，金融投资业务收益良好及整体盈利能力较强。未来地产和金融双主业的发展格局有助于增强其应对行业周期波动风险的能力。公司整体抗风险能力很强。

十一、存续期中期票据偿债能力分析

公司分别于2017年11月和2018年3月发行了中期票据“17新湖中宝MTN001”和“18新湖中宝MTN001”，期限均为3年，发行额度合计20亿元。

表13 公司存续债券保障情况（单位：倍）

项目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入量/存续债券余额	9.88	11.74
经营活动现金流量净额/存续债券余额	2.31	0.84
EBITDA/存续债券余额	3.73	2.99

资料来源：联合资信整理

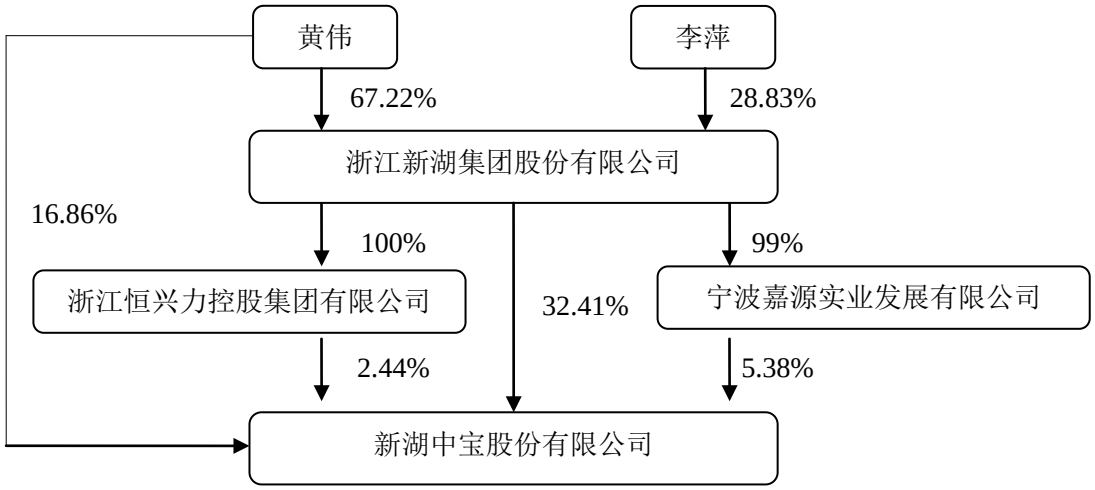
2015~2017年，公司EBITDA分别为25.55亿元、74.53 亿元和 59.72 亿元，分别为存续中期票据合计额度的 1.28 倍、3.73 倍和 2.99

倍；2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 164.63 亿元、197.60 亿元和 234.76 亿元，分别为存续中期票据合计额度的 8.23 倍、9.88 倍和 11.74 倍；2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 7.02 亿元、46.28 亿元和 16.83 亿元，分别为存续中期票据合计额度的 0.35 倍、2.31 倍和 0.84 倍，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对存续中期票据的保障能力较强。

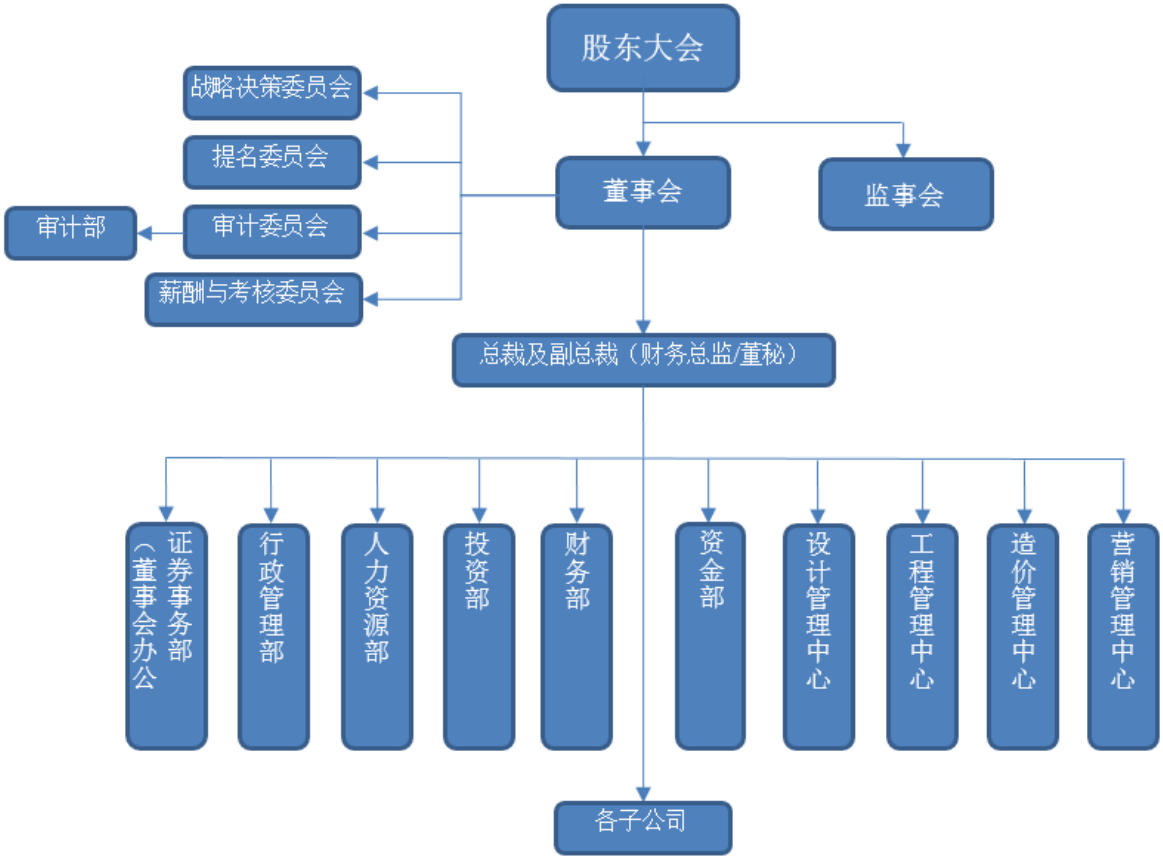
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“17 新湖中宝 MTN001”和“18 新湖中宝 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	161.24	192.46	184.09	176.62
资产总额(亿元)	890.67	1115.72	1245.69	1312.73
所有者权益合计(亿元)	254.01	298.98	329.00	338.17
短期债务(亿元)	169.32	88.88	140.00	139.72
长期债务(亿元)	261.65	439.55	514.60	568.94
全部债务(亿元)	430.97	528.43	654.60	708.66
营业收入(亿元)	116.36	136.26	175.00	29.86
利润总额(亿元)	14.95	60.66	41.79	9.81
EBITDA(亿元)	25.55	74.53	59.72	--
经营性净现金流(亿元)	7.02	46.28	16.83	-30.34
财务指标				
销售债权周转次数(次)	18.86	164.50	209.91	--
存货周转次数(次)	0.19	0.22	0.23	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.14	0.15	--
现金收入比(%)	136.69	134.27	118.87	115.99
营业利润率(%)	18.60	14.65	19.47	31.12
总资本收益率(%)	2.99	8.68	5.17	--
净资产收益率(%)	4.10	19.56	10.18	--
长期债务资本化比率(%)	50.74	59.52	61.00	62.72
全部债务资本化比率(%)	62.92	63.87	66.55	67.70
资产负债率(%)	71.48	73.20	73.59	74.24
流动比率(%)	199.18	229.65	220.08	229.30
速动比率(%)	61.52	77.95	61.02	58.12
经营现金流动负债比(%)	1.97	13.58	4.51	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.71	1.94	1.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	16.87	7.09	10.96	--

注：公司 2018 年第一季度财务数据未经审计。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。