

信用等级公告

联合[2017] 827 号

联合资信评估有限公司通过对新湖中宝股份有限公司及其拟发行的新湖中宝股份有限公司 2017 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

新湖中宝股份有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

新湖中宝股份有限公司

2017 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年六月十四日



新湖中宝股份有限公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 10 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

发行目的: 偿还借款

评级时间: 2017 年 6 月 14 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	127.66	161.24	192.46	250.14
资产总额(亿元)	708.49	890.67	1115.72	1224.58
所有者权益(亿元)	205.06	254.01	298.98	303.01
短期债务(亿元)	148.40	169.32	88.88	115.23
长期债务(亿元)	148.57	261.65	439.55	485.33
全部债务(亿元)	296.96	430.97	528.43	600.56
营业收入(亿元)	110.38	116.36	136.26	15.36
利润总额(亿元)	14.96	14.95	60.66	4.14
EBITDA(亿元)	22.91	25.55	74.53	--
经营性净现金流(亿元)	-50.08	7.02	46.28	17.27
营业利润率(%)	15.65	18.60	14.65	14.53
净资产收益率(%)	5.59	4.10	19.56	--
资产负债率(%)	71.06	71.48	73.20	75.26
全部债务资本化比率(%)	59.15	62.92	63.87	66.47
流动比率(%)	188.90	199.18	229.65	218.50
经营现金流流动负债比(%)	-15.76	1.97	13.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.96	16.87	7.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.73	0.71	1.94	--

注: 2017 年一季度财务数据未经审计。

分析师

牛文婧 付晓林 孔祥一

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(下称“联合资信”)对新湖中宝股份有限公司(下称“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。近年来,公司收入规模稳定扩张,通过海涂开发业务获取较高水平盈利、强化土地储备优势,布局金融投资业务为利润水平形成良好补充。

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,经营活动现金流量净额波动较大,未来公司项目开发支出规模大等因素对公司信用状况的不利影响。

2014 年以来,公司完成两次非公开发行股票,权益资本进一步充实,整体流动性得到补充。同时,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。联合资信对公司评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 规模较大,对本期中期票据保障程度较高。综合考虑,联合资信认为本期中期票据到期不能偿还的风险很低,安全性很高。

优势

1. 公司房地产业务区域分散,区域间轮动推盘销售有效分化了单一市场波动风险。
2. 公司积累了较大规模的项目储备,并布局一线城市上海的多个旧城改造项目,近年通过海涂开发业务在获取规模收益的同时进一步强化了其项目储备优势。
3. 公司积累了部分优质金融股权,投资收益对利润水平形成了良好补充。公司 2016 年通过全资子公司持有中信银行 H 股股

份 23.20 亿股，并将其纳入权益法核算，金融板块规模得到有益扩充。

4. 2014 年以来，公司完成两次非公开发行股票募集资金，权益资本进一步充实。
5. 公司经营活动现金流入量和 EBITDA 规模较大，对本期中期票据保障程度较高。

关注

1. 2016 年下半年以来，政府及有关部门采取了一系列宏观调控措施，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，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. 公司债务负担较重，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。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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 2017 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，新湖集团是公司的控股股东；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 2017 年 3 月底直接持有公司 13.46% 股权，自然人黄伟是公司的实际控制人。

公司经营范围：煤炭（无储存）的销售。实业投资，百货、针纺织品、五金交电、石化产品、化工产品（不含化学危险品）、家具、电子计算机及配件、建筑材料、金属材料、木竹材、电子产品、通讯设备（不含无线）、机电设备、黄金饰品、珠宝玉器的销售，经营进出口业务，投资管理，信息咨询服务，国内广告设计制作发布，代理广告业务，电子计算机网络系统及软件的研发、技术服务，房地产中介服务。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额为 1115.72 亿元，所有者权益（含少数股东权

益 8.45 亿元）298.98 亿元；2016 年公司实现营业收入 136.26 亿元，利润总额 60.66 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 1224.58 亿元，所有者权益（含少数股东权益 8.80 亿元）303.01 亿元；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 15.36 亿元，利润总额 4.14 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。

二、本期中期票据概况

公司计划注册中期票据 33 亿元，本期拟发行 2017 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模 10 亿元，期限 3 年。本期中期票据募集资金将全部用于偿还借款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资稳中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以

上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推力。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费

支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区

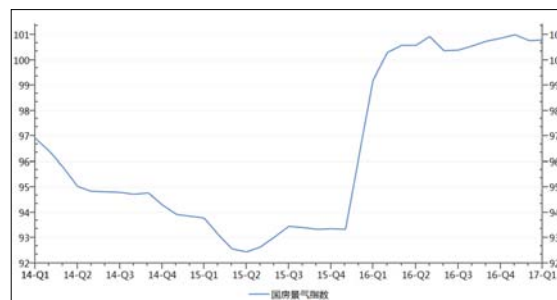
经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

四、行业分析

1. 行业概况

2014 年的中国房地产市场处于调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑；中央政策以“稳”为主，关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求，稳定住房消费；各地加速房地产市场化转型，限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。进入 2015 年，在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足背景下，房地产开工面积增速和投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。2016 年上半年，房地产市场成交大幅回升，在宽松的政策和货币信贷环境下，市场预期向好，成交稳步提升。2016 年 9 月底开始，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地产市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

图 1 2014 年以来国房景气指数（频率：季）



资料来源：Wind 资讯

房地产投资：2014 年，全国房地产开发投资 9.5 万亿元，同比增长 10.5%，增速较上年回落 9.3 个百分点，创近五年新低；其中住宅投资 6.4 万亿元，同比增长 9.2%（较上年回落 10.2 个百分点），商业营业用房和办公楼投资增速分别为 20.1% 和 21.3%（分别较上年回落 8.2 个和 16.9 个百分点）。2015 年，开发投资增速进一步回落，全年房地产开发投资 9.60 万亿元，同比增长 1.0%；其中住宅投资 6.46 万亿元，同比增长 0.4%。2016 年，房地产开发投资增速大幅增长，全年房地产开发投资 10.26 万亿元，同比增长 6.90%；其中住宅投资 6.46 万亿元，同比增长 6.40%。

房屋开工/竣工面积：2014 年全国房屋新开工面积为 18.0 亿平方米，同比下降 10.7%，其中住宅新开工 12.5 亿平方米，同比下降 14.4%；全国房屋施工面积 72.6 亿平方米，同比增长 9.2%；全国房屋竣工面积 10.7 亿平方米，同比增长 5.9%。2015 年，全国房屋新开工面积 15.4 亿平方米，同比下降 14.0%，其中住宅新开工面积 10.7 亿平方米，同比下降 14.6%。2016 年，全国房屋新开工面积 16.69 亿平方米，同比增长 8.38%，其中住宅新开工面积 11.59 亿平方米，同比增长 8.32%。

房地产销售：受政策因素影响，销售增速变动较大。2014 年，全国商品房销售面积为 12.1 亿平方米，同比下降 7.6%，销售额为 7.6 万亿元，同比下降 6.3%，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长；住宅销售面积（10.5 亿平方米）同比下降 9.1%，销售额（6.2

万亿元)同比下降7.8%,办公楼的销售面积和销售额同比分别下降13.4%和21.4%(2498万平方米和2944亿元),商业营业用房的销售面积和销售额同比分别增长7.2%和7.6%(9075万平方米和8906亿元)。2015年,受益于利好政策的刺激,地产销售呈温和回暖,70个大中城市房价同比上涨城市个数增加,房地产贷款稳步上升,全国商品房销售面积为12.85亿平方米,同比增长6.5%,销售额为8.73万亿元,同比增长14.4%。2016年销售增速呈现先升后降的态势。2016年上半年,在利好政策的刺激下,全国房地产销售规模快速增长,2016年10月以来,在政策从紧的影响下,销售增速有所回落。2016年全年商品房销售面积为15.73亿平方米,同比增长22.41%,共实现销售额11.76万亿元,同比增长34.80%。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,2016年百城住宅价格累计上涨18.71%,较2015年全年扩大14.56个百分点,创近年新高。四季度多城市调控政策密集出台,市场运行环境趋紧,10~12月百城均价环比涨幅分别收窄1.18个、0.13个和0.21个百分点。

2. 土地供给与信贷环境

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,2016年全国300个城市共推出各类用地18.2亿平方米,同比下降11.0%,降幅较2015年收窄7.8个百分点,整体仍处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比持续下滑,共成交15.0亿平方米,同比下降5.7%。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2.9万亿元,同比增长30.3%。2016年全国300个城市2016年各类用地成交楼面均价为1904元/平方米,同比上涨38.7%,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。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;另一方面,在政策引导下,一线及重点二线城市2017年住宅土地供应量将稳步增加,为前期审慎拿地企业提供一定空间。此外,三四线城市去库存压力犹存,土地供需仍会维持低位水平。

从房地产开发资金来源来看,2016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中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长,分别占房地产开发资金来源的14.92%、29.09%和16.92%,其中房地产贷款占比有所下降,定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来,房地产贷款规模持续上升,保障房信贷支持力度加大:2015年,全国主要金融机构房地产贷款余额(含外资,主要由个人住房贷款、房地产开发贷款和保障性住房开发贷款构成)为21.0万亿元,同比增长21.0%,增速提升;全年新增房地产贷款3.60万亿元,较上年增加0.84万亿元,占各项贷款新增额的30.6%,较上年有所扩大。2016年,全国主要金融机构(含外资)房地产贷款余额为26.68万亿元,同比增长27.00%,增速进一步上涨;全年新增房地产贷款5.67万亿元,较上年增加2.07万亿元,新增规模进一步扩大。保障房信贷方面,截至2015年底,全国保障性住房开发贷款余额为1.8万亿元,同比增长59.5%(增速提升2.3个百分点)。截至2016年底,全国保障性住房开发贷款余额为2.52万亿元,同比增长38.30%,增速有所回落。进入2017年,房地产开发贷款增速下降,证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧,一二线城市限购、限贷也将限制定金、个人按揭贷款的增加,房地产企业资金链或遭重压。

3. 行业政策

2015年,国家进一步导向稳增长、调结构,积极聚焦于促消费,鼓励自住和改善性需求。2015年2月5日,中国人民银行普降金

融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施。2015年3月1日起，央行年内首次降息0.25个百分点。2015年3月30日，央行、住建部、银监会联合下发《中国人民银行住房城乡建设部中国银行业监督管理委员会关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，发布了二套首付降为40%，首套房公积金贷款首付降为20%，二套房公积金贷款首付降为30%，财政部、国税总局将个人出售住房免征营业税由5年调整为2年以上。2015年4月20日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015年5月11日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，这一调整使商业房贷利率调整到了5.65%，住房公积金贷款利率调整到3.75%。2015年以来，多次降息降准，提振了市场信心。2015年10月29日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对于居住功能需求和住房的升级需求。

2016年上半年，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2月2日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“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。2月19日，财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为90平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为90平方米以上的，减按1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为90平方米及以下的，减按1%的税率征收契

税；面积为90平方米以上的，减按2%的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足2年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买2年以上（含2年）的住房对外销售的，免征营业税。2016年10月以来，北京、天津、南京、武汉等22个城市先后发布新楼市调控政策，包括，限购政策以限制本市户籍3套及以上住房及非本市户籍2套及以上住房购买为主，此外增加了对于非本市户籍购房者社保缴纳年限的要求；限贷政策方面，首套住房最低首付比例提高至30%，二套住房贷款最低首付比例为40%，暂停发放三套住房贷款；房价备案制度方面，22个城市中合肥、无锡、苏州、北京、福州、东莞、珠海、天津、南昌、上海出台房价备案管理政策，政策要求对于在售房源进行房价备案管理，在售房源需明码标价且不得高于备案价格；政策明确指出增加土地供给的城市有合肥、厦门、福州、深圳、无锡、南昌、上海；此外，对土地出让金支付期限提出限制的城市有福州、厦门、佛山、合肥。受上述影响，房地产市场明显降温。

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 月以来，已经有 18 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，且从政策力度来看，基本上与其他城市相同，而部分近期价格上涨幅度不大的二线城市，虽然也收紧了政策口径，但力度变化不大。

4. 行业竞争

2016 年，销售额超过百亿元的房企达到 131 家，市场占有率快速提升。根据中国指数研究院的统计，2016 年百强房企的市场占有率为 40.8%，销售额增速为 52.5%，行业集中度加速提升，而其中 top30 的房地产企业规模销售增速显著高于百强房企的平均水平。2016 年房地产企业并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率等方面具有较为显著的优势，在目前土地价格高居不下、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。

总体看，2016 年一线城市及部分热点二线城市房地产销售量价齐升，房地产市场繁荣的热潮传导至三四线城市，一定程度上减轻了三四线城市的库存压力，但部分三四线城市库存压力仍较大。2016 年 9 月末后，随着房地产调控政策的不断升级，热点城市销售情况或将出现回落，价格可能有小幅回调，三四线城市未来市场表现有望保持平稳，行业整体面临一定下行压力，开发商竞争加剧。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，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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2017 年 3 月底，公司股本为人民币 85.99 亿元，其中浙江新潮集团股份有限公司（以下简称“新潮集团”）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，新潮集团是公司的控股股东；自然人黄伟及其配偶李萍分别持有新潮集团 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 2017 年 3 月底直接持有公司 13.46% 股权，自然人黄伟是公司的实际控制人。

2. 企业规模及综合竞争优势

公司整体开发实力强（其子公司新潮地产集团有限公司和苏州新潮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“新潮地产”品牌。截至 2016 年底，公司现有开发项目近 40 个（不含海涂开发项目），项目土地面积约 1230 万平方米，按权益计算约为 1080 万平方米，海涂开发土地面积约 1200 万平方米；总建筑面积约 2300 万平方米，权益总建筑面积约 2060 万平方米。2016 年，公司房地产业务实现合同销售收入 160 亿元、合同销售面积 112 万平方米，同比分别增长 47.42% 和 14.52%。

公司在积极发展房地产开发主业的基础上，适度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。公司金融股权收益性良好，发展前景好。未来公司地产和金融及金融科技双主业的发展格局增强了其应对行业周期波动风险的能力。

3. 人员素质

截至 2017 年 3 月底，公司设总裁 1 人，另有副总裁 2 名。董事会成员 7 人，其中董事长、副董事长各一名，独立董事 3 人。监事会成员 3 人，其中监事会主席 1 人。

公司董事长林俊波，1999 年起历任浙江新潮创业投资股份有限公司董事会秘书、杭州新潮美丽洲置业有限公司总经理、新潮控股有限公司副总裁兼新潮地产集团有限公司董事长，公司副董事长、总裁。现任公司董事长。

公司副董事长叶正猛，1980 年起历任永嘉县人民政府办公室秘书，共青团温州市委副书记、书记，洞头县委、县政府历任副书记、县长、书记，温州市委副秘书长，温州市人民政府副秘书长、办公室主任。2000 年起任浙江新潮集团股份有限公司副董事长、总经理。2015 年起任公司副董事长。

公司总裁赵伟卿，1998 年起历任新潮地产集团有限公司副总经理、常务副总经理、沈阳新潮房地产开发有限公司总经理，本公司副总裁、副董事长。现任公司董事、总裁。

截至 2016 年底，公司员工总数 1833 人。从专业构成看，销售人员占 26.46%、技术人员占 31.64%、财务人员占 9.60%、行政人员占 19.97%、管理人员占 12.33%；从教育程度看，硕士及以上学历占 6.93%、本科学历占 45.66%、大专学历占 34.32%、大专以下学历占 13.09%。

总体看，公司高级管理人员具有较长时间的行业从业经历和丰富的管理经验；员工构成以本科及以上学历为主，文化素质符合

业务经营需求。

4. 品牌建设

公司的杭州·武林国际项目被评为 2014 年度杭州市建设工程“西湖杯”（建筑工程奖）。公司荣获 2014 博鳌房地产论坛“中国地产风尚大奖·2014 中国最具价值地产上市企业”、“2015 年度十佳品牌房企”、“2015 年最具价值地产上市公司”和“2016 沪深上市房地产公司综合实力 TOP10”等荣誉。

在中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合主办的 2017 年中国房地产上市公司综合实力 100 强测评中，新潮中宝排名第 43 位。

5. 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。

2016 年内，公司新增土地储备面积约 21 万平方米，新增总建筑面积约 84 万平方米。截至 2016 年底，公司项目土地面积约 1230 万平方米，按公司权益计算约为 1080 万平方米；总建筑面积约 2300 万平方米，权益总建筑面积约 2060 万平方米。

2016 年，公司持续发力上海旧改。通过股权转让方式收购了上海黄浦区 508 号街坊地块，总建筑面积约 43 万平方米；以变更开发建设单位的方式取得上海市虹口区乍浦路街道 32 坊 2/1 丘地块，总建筑面积约 11.79 万平方米。目前，在上海内环核心区项目 5 个，未结算总建筑面积约 138 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。公司完成对上海旧改项目的股权收购后，进一步增强公司在上海核心区域的地产项目储备。

6. 外部环境

2016 年度，公司销售前三城市为上海、丽水和苏州。分地区来看，2016 年上海地产调控政策层层加码，但上海房地产市场的量、价仍实现了大幅提高。2016 年上海商品住宅成交量创近七年来新高，成交均价突破 5 万元/平方米；同时因土地资源进一步稀缺，住宅用地土地成交面积下降 45%，土地市场价格继续攀升，个别地块楼面价突破 10 万/平方

米，创下历史新高。2016 年丽水地产市场开始升温，全年丽水市商品房销售面积 240.64 万平方米，其中住宅销售面积 191.75 万平方米，比 2015 年分别增加了 31.9%和 31.7%；丽水市城区近几年的住宅用地推出量相对较少，2016 年有所增加也仅出让 29.37 万平方米。2016 年苏州地产市场热度不减，全年苏州市商品房销售面积 2494.05 万平方米，其中住宅销售面积 2258.60 万平方米，比 2015 年分别增加了 16.9%和 16.4%；同时，苏州新开工面积也快速增长，比 2015 年增加了 37.8%，但土地成交面积并未大幅增加，仅比 2015 年略有增长（8.8%）。

表 1 2016 年上海、丽水和苏州三地的房地产发展状况（单位：万平方米、%）

项目	上海		丽水		苏州	
	面积	同比	面积	同比	面积	同比
房屋施工面积	15111.24	0.1	1074.11	6.1	12124.10	7.4
-住宅施工面积	8073.94	-3.6	703.79	0.9	8554.74	7.8
房屋新开工面积	2840.95	9.1	0	0	2966.51	37.8
-住宅新开工面积	1436.13	-8.0	0	0	2310.14	45.1
房屋竣工面积	2550.64	-3.6	181.40	24.0	1882.07	13.8
-住宅竣工面积	1532.88	-3.5	119.17	8.8	1402.80	10.1
房屋销售面积	2705.69	11.3	240.64	31.9	2494.05	16.9
-住宅销售面积	2019.80	0.5	191.75	31.7	2258.60	16.4

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。

六、重大事项

1. 发行 A 股股票

2014 年，公司经证监会核准，通过非公开发行股票方式募集资金净额 54.37 亿元（其中计入股本 17.74 亿元），用于投向“上海新湖明珠城三期三标段、四标段”和“上海新湖·新湖国际”两个棚户区改造项目（三标段建设期为 2005 年下半年至 2014 年下半年，四标段建设期为 2014 年上半年至 2019 年下半年，项目总投资预计 58.05 亿元）。

2015 年，公司经证监会核准，通过非公开发行人民币普通股，募集资金金额 49.77 亿元（其中计入股本 9.62 亿元），已于年末办

妥相关工商变更登记手续。本次非公开发行募集资金用于投向苏州·明珠城五期项目（项目总投资 40.95 亿元，募集资金投入约 20 亿元）、丽水·新湖国际三期项目（项目总投资 28.52 亿元，募集资金投入约 10 亿元）、瑞安·新湖广场项目（项目总投资 47.71 亿元，募集资金投入约 10 亿元）和偿还贷款（约 10 亿元）。

总体看，公司通过非公开发行股票，使权益资本得以进一步充实，将为项目推进和投资提供一定规模的资金支持。

2. 股份回购

根据公司 2016 年 1 月 19 日公告的《关于以集中竞价交易方式回购股份的议案》，

公司此次回购总额为 10~20 亿元，回购价不超过 5.20 元/股。截至 2016 年 6 月 27 日，公司累计已回购股份数量为 500326892 股（占总股本的 5.50%），成交最高价为 4.26 元/股，成交最低价为 3.71 元/股，累计支付总额 19.67 亿元。公司已于 2016 年 6 月 29 日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司注销所回购股份。2016 年 8 月 8 日，公司董事会审议通过了与此回购事项相关的《关于减少公司注册资本的议案》及《关于修改<公司章程>的议案》，并已于 2016 年 8 月 9 日完成相关工商变更登记手续。

3. 收购上海玛宝和古城房产 100% 股权及债权

2015 年 12 月，公司收购上海玛宝房地产开发有限公司（下称“上海玛宝”）100% 股权及债权，获取其持有的虹口区青云路 167 弄地块土地开发权，共支付转让款 2.40 亿元¹，同时支付 167 弄地块共计 7.20 亿元的拆迁相关款项。上海市虹口区青云路 167 弄地块项目规划占地面积 21486 平方米，总规划建筑面积约 98160 平方米。

2016 年 4 月，公司收购上海亚龙古城房地产开发有限公司（下称“古城房产”）100% 股权及部分债权，获取上海市黄浦区 508 号街坊地块后续土地开发、建设权，共支付转让价款 11.90 亿元²。古城房产于 2004 年获取 508 号地块土地使用权，已缴纳完毕土地所有权出让金。该地块总占地面积 93950 平方米，其中旧城改造面积 90916 平方米，地块现状为毛地。后续所需拆迁资金投入及项目总投资额度较大，存在融资需求。

4. 收购 Total Partner 100% 股权及其持有的中信银行股份

2015 年，公司通过 QDII 资管计划认购

Total Partner 发行的境外票据，Total Partner 的全资子公司 Summit Idea 认购 UBS London 持有的 22.93 亿股中信银行 H 股股份（认购价为每股 5.73 港元），公司通过资管计划享有上述中信银行 H 股股份的最终经济利益，并将该投资列入可供出售金融资产核算。2016 年 11 月 29 日，公司收购 Total Partner 100% 的股份（转让价款为 1 美元），从而直接持有 Summit Idea 100% 的股份以及中信银行 H 股股份。目前公司合计持有中信银行 H 股 23.20 亿股，占中信银行总股本的 4.74%，占中信银行 H 股总股本的 15.59%，为中信银行的第二大股东。2016 年 11 月 16 日，公司推荐董事获得中国银监会的批准进入中信银行董事会；2016 年 12 月 1 日起公司对持有的中信银行股份按权益法进行核算，由此调整长期股权投资的账面价值产生投资收益 -9.07 亿元，营业外收入 57.39 亿元。

5. 控股股东协议转让公司部分股权

2016 年 6 月 17 日，控股股东新潮集团将其持有公司的 6.00 亿股无限售条件流通股股份过户至黄伟先生名下；2016 年 12 月 20 日，新潮集团将其持有公司的 4.20 亿股无限售条件流通股股份过户至黄伟先生名下。上述过户完成后，黄伟先生直接持有公司 10.20 亿股股份（占公司总股本的 11.86%），在公司拥有权益的股份比例仍为 52.09%；新潮集团直接持有本公司 27.87 亿股股份（占公司总股本的 32.41%），在公司拥有权益的股份比例为 40.23%。本次协议转让事宜未导致公司控股股东以及实际控制人发生变化，黄伟先生仍为公司的实际控制人。

七、管理分析

1. 法人治理结构

公司设立了股东大会、董事会、监事会、经营层，目前已经建立了权责明确、制衡有

¹股权转让款 2.08 亿元，债权转让款 0.32 亿元。

²股权转让价款 3.2 亿元，债权转让价款 8.7 亿元。

效、运转协调的法人治理结构。

股东大会是公司的权利机构，决定公司的经营方针和投资计划，选举更换非职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项等事项；审议批准章程规定的关联交易及对外担保等章程约定的其他事项。

公司董事由股东大会选举或更换，总裁或其他高级管理人员兼任董事人数不超过董事总数的 1/2。公司董事会对股东负责，由 7 名董事组成，设董事长 1 人，副董事长 1 人。公司董事会负责召集股东大会，并向股东大会报告，决定公司经营计划和投资方案；聘任或者解聘公司总裁、董事会秘书；根据总裁提名，聘任或者解聘公司副总裁、财务总监等高级管理人员，并决定其报酬事项和奖惩事项以及其他章程约定的经营管理职责。

公司设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。在公司控股股东、实际控制人单位担任除董事以外其他职务的人员，不得适用于高级管理人员。公司总裁主持公司生产经营工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告，根据公司章程及《总裁工作细则》相关约定履行相关职责。

公司设监事会，由 1 名监事会主席和 2 名监事组成，其中监事会应包含股东代表和不低于 1/3 的职工代表。职工代表由职工代表大会、职工大会或其他形式民主选举产生。监事会履行对董事会编制的定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等章程规定的职权。

2. 管理水平

内控管理方面，公司建立了内部控制规范体系，制定了《内部控制手册》，在日常经营工作中执行。公司在内部控制日常监督和专项监督的基础上，公司定期对内部控制成效进行自我评价。

内部审计方面，根据公司《内部审计制

度》，公司审计部对董事会负责，并在董事会下设的审计委员会直接领导，独立行使职权，不受其他部门或个人干涉。审计部对公司财务收支及其有关经济活动的真实性、合法性和效益性进行审计；对公司固定资产投资项目进行审计；对公司内设机构和所属单位领导人进行任期经济责任审计和离任审计；内部控制制度的健全性和有效性以及风险管理评审；重大经营决策的可行性、合理性、效益性评审；重大经济合同的签定及执行情况审计以及其他《内部审计制度》规定的其他职责事项。

公司审计部在每个会计年度结束后两个月内根据公司战略部署和公司生产经营需要，确定审计重点，编制提交本年度内部审计工作，并报送公司审计委员会后实施。

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》，公司财务部对子公司财务管理制度的设计、拟定进行指导和监督；收集、汇总下属子公司财务预算资料，具体负责公司财务预算的编制，并对下属子公司财务预算的执行情况进行检查、分析；及时组织、编制公司定期财务报告；完成各项定期或不定期财务信息统计以及内部稽核工作。此外公司《财务管理制度》对公司流动资产、费用控制管理、营业收入、利润及利润分配管理、资产减值计提与财务核销、会计档案管理及工作移交等方面做出了具体制度安排。

对外担保方面，公司制定了《对外担保管理制度》公司对外担保实行统一管理，由财务部负责。未经公司批准，子公司不得对外提供担保，不得互相提供担保，也不得请其它单位为其提供担保。公司对外担保必须要求对方提供反担保，且反担保的提供方应具有实际承担能力。公司对外提供担保应提交董事会或股东大会审议，须经股东大会审批的对外担保事项包括：(1)单笔担保额超过公司最近一期经审计净资产 10%的担保；(2)公司及其控股子公司的对外担保总额，超过

公司最近一期经审计净资产 50%以后提供的任何担保；（3）为资产负债率超过 70%的担保对象提供的担保；（4）按照担保金额连续十二个月内累计计算原则，超过公司最近一期经审计总资产 30%的担保；（5）按照担保金额连续十二个月内累计计算原则，超过公司最近一期经审计净资产的 50%，且绝对金额超过 5000 万元以上的担保；（6）对股东、实际控制人及其关联人提供的担保；（7）公司章程规定的其他担保。

此外，公司制定了《关联交易管理制度》，对关联交易及交易范围进行了规范，对关联交易的实施和管理进行了制度性安排。

项目施工和质量管理方面，公司建筑工程总包方通过招投标确定，公司制定了标准化合同范本规范和工程类技术规程等公司标准，在公司内推行标准化管理。公司工程管理中心联合三方机构定期对各项目公司的合同履行、工程质量等情况进行定期检查。公司建立了合格供应商、承包商、监理单位信息库，并不定期进行跟踪考察、评估。

对外投资管理方面，公司制定了《对外投资管理制度》，对公司以货币、实物、无形资产向其他单位投资或者购买其他单位的股票、债券等有偿证券，对其他企业兼并，联营投资等行为进行了制度性安排。公司投资部作为对外投资的管理部门，其负责组织相关人员对投资项目调研、收集项目预选到完成的档案资料；编制公司的投资计划，参与拟定投资方案及建议书向总裁和董事会报告投资进展情况。审计部负责对投资项目进行监督，财务部等其他部门参与投资项目的估价。公司从投资方案的拟订、论证、决策、计划编制与审批、实施及跟踪管理到项目的到期处置过程实施全过程管控。

总体来看，公司法人治理结构较为完善、内部管理机制比较健全，财务内控制度较为

规范，整体管理风险相对较小。

八、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，2014~2016 年，主营业务收入以年均 11.35%的速度稳步提升，主要源于房地产业务对收入的贡献。2016 年，公司实现主营业务收入 135.97 亿元，其中房地产收入占 74.10%、商业贸易占 23.54%、海涂开发占 1.16%。

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，2014~2016 年，公司房地产业务以年均 25.98%的速度持续增长，高于主业增速 14.63 个百分点，2016 年公司房地产收入 100.75 亿元，同比增长 43.95%，主要系当期结转面积大幅增长所致；公司商品贸易收入主要源于从事铜、黄金和化工产品等大宗商品的国内贸易，由于贸易业务毛利率较低，公司拟逐步缩小贸易规模，近三年该业务收入有所下降，复合变动率为-11.69%；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，年均复合变动率为-32.83%。

从毛利率看，2014~2016 年，公司主营业务综合毛利率有所波动，分别为 21.87%、25.61%和 20.24%。近三年公司房地产业务受当期结转项目影响，毛利率呈现一定波动；海涂开发业务毛利率水平较高，且呈逐年增长趋势；商业贸易毛利率水平很低。2016 年公司房地产、商业贸易、海涂开发的毛利率分别为 24.99%、0.65%和 50.65%。

表2 近年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2014 年			2015 年			2016 年			2017 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	63.48	57.89	32.73	69.98	60.37	39.35	100.75	74.10	24.99	6.57	43.03	30.80
商业贸易	41.05	37.43	0.41	41.71	35.99	0.05	32.01	23.54	0.65	8.15	53.32	0.80
海涂开发	3.48	3.17	46.81	2.70	2.33	47.32	1.57	1.16	50.65	0.18	1.16	51.06
其他	1.65	1.51	85.45	1.52	1.31	55.38	1.64	1.20	81.59	0.38	2.49	86.63
小计	109.67	100.00	21.87	115.92	100.00	25.61	135.97	100.00	20.24	15.28	100.00	16.43

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。

2017 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 15.28 亿元，同比下降 20.77%，主要系商业贸易和海涂开发收入较上年同期下降所致；综合毛利率为 16.43%，同比下降 6.82 个百分点，其中房地产业务毛利率为 30.80%，同比下降 22.79 个百分点，主要系结转项目区域和类型不同所致。

综上所述，公司主营业务收入稳步上升，房地产业务不断扩张，但盈利能力有所波动。

2. 房地产业务

(1) 住宅项目

区域分布

截至 2017 年 3 月底，公司主要在开发项

目 24 个，拟开发项目 12 个，已完工项目 3 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。2016 年，公司合同销售收入中排名前五的区域分别为浙江、上海、江苏、江西和辽宁（与结算收入排名前五的区域一致），合计贡献了总量的 95.80%。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；上海区 2016 年受上海·青蓝国际项目销售的影响，收入贡献快速上升；江苏、江西和辽宁区的比重有所波动。

表3 2014~2016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		
	2014 年	2015 年	2016 年	2014 年	2015 年	2016 年
浙江	35.97	42.77	50.43	64.83	40.65	51.02
上海	25.41	18.47	25.71	5.14	19.95	3.62
江苏	11.86	21.62	11.40	10.90	19.92	28.37
辽宁	8.07	5.69	3.38	8.53	5.05	5.54
天津	3.05	0.58	2.00	2.59	0.42	1.86
山东	0.87	0.96	1.14	0.06	2.76	1.56
安徽	0.27	0.16	--	0.33	0.32	--
江西	11.03	6.40	4.88	7.62	10.93	8.03
其他	3.47	3.35	1.06	--	--	--
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 2017 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 63.37%和 68.43%。公司未售待开发面积中,一线城市中上海所占比重为 8.36%,天津、

杭州、苏州、沈阳、南京等二线城市占比约为 27.11%,温州、衢州、丽水、嘉兴、舟山、九江等三线城市占比约为 64.53%。

表4 截至2017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	40.48	41.69	44.74	41.38
上海	--	7.11	7.91	8.36	1.32
江苏	苏州、南京、南通	22.57	21.68	23.69	6.52
辽宁	沈阳	10.08	9.14	6.87	7.97
天津	--	5.29	4.93	6.18	24.49
山东	泰安、滨州	1.60	1.48	1.15	2.68
江西	九江	8.48	8.62	4.55	13.12
其他	--	4.39	4.55	4.46	2.52
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。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。

产品结构方面:公司坚持普通刚需住宅

产品定位,2014~2016年,公司新增住宅产品中,140平方米以下中小户型产品占比分别为90%、70%和70%;同时积极把握改善性需求释放时机,加快高端产品开发节奏,代表产品为杭州·武林国际、上海·青蓝国际和上海·新湖明珠城等。

表5 2014~2017年一季度公司地产开发概况
(单位:万平方米、元/平方米、亿元)

项目	2014年	2015年	2016年	17年1-3月
开工面积	123.57	105.82	96.06	12.77
竣工面积	79.15	121.90	175.88	0
期末在建面积	430.08	414.00	335.04	347.81
期末可售面积	141.70	142.56	114.84	152.70
合同销售面积	61.08	98.19	112.45	22.73
合同销售金额	72.98	108.61	160.10	31.10
销售均价	11948.26	11061.21	14239.59	13682.36

资料来源:公司提供

2014~2016年,公司着重对现有在建楼盘的开发建设,开工面积逐年下降,竣工面积逐年上升,2016年分别为96.06万平方米和175.88万平方米。截至2017年3月底,公司

在建面积为 347.81 万平方米，可售面积为 152.70 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 6 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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
浙江	合同销售面积	17.77	35.59	57.70	11.05
	合同销售金额	26.25	46.45	80.74	20.42
	销售均价	14768.98	13049.5	13991.57	18483.77
上海	合同销售面积	5.69	3.78	6.05	0.22
	合同销售金额	18.54	20.06	41.17	1.54
	销售均价	32606.69	53031.91	68100.79	70947.08
江苏	合同销售面积	10.07	28.83	15.01	2.12
	合同销售金额	8.66	23.49	18.24	2.93
	销售均价	8592.66	8146.1	12157.05	13,833.97
辽宁	合同销售面积	6.76	8.4	8.52	1.41
	合同销售金额	5.89	6.18	5.42	0.80
	销售均价	8718.53	7353.19	6,358.76	5,653.25
天津	合同销售面积	3.35	1.21	5.10	1.49
	合同销售金额	2.23	0.63	3.21	1.09
	销售均价	6637.83	5250.15	6284.49	7350.49
山东	合同销售面积	1.16	2.01	3.42	0.61
	合同销售金额	0.64	1.04	1.83	0.31
	销售均价	5517.3	5184.69	5349.04	5046.72
江西	合同销售面积	13.22	12.54	13.58	5.70
	合同销售金额	8.05	6.95	7.81	3.89
	销售均价	6087.64	5538.76	5745.93	6820.71
其他	合同销售面积	2.86	5.54	3.06	0.13
	合同销售金额	2.53	3.64	1.69	0.12
	销售均价	8865.97	6582.98	5535.15	8792.07
安徽	合同销售面积	0.2	0.29	-	-
	合同销售金额	0.19	0.17	-	-
	销售均价	9908.3	5782.85	-	-
合计	合同销售面积	61.08	98.19	112.45	22.73
	合同销售金额	72.98	108.61	160.10	31.10
	销售均价	11948.26	11061.21	14239.59	13682.36

资料来源：公司提供

2014~2016 年，受行业景气度影响，公司整体合同销售面积和合同销售金额呈现快速上升的态势，年均复合增长率分别为 35.68% 和 48.11%，2016 年分别为 112.45 万平方米和 160.10 亿元。销售均价方面，2014~2016 年，浙江地区的销售均价维持在 13000~15000 元/

平方米的范围内；上海地区的由于产品结构以及房价上涨，均价以年均 44.52% 的速度快速攀升，2016 年为 6.81 万元/平方米；2016 年江苏地区受市场影响，销售均价大幅增至 1.22 万元/平方米，同比增长 49.24%；其余地区单价均呈现一定波动。2017 年 1~3 月，公

司合同销售面积和合同销售金额分别为 22.73 万平方米和 31.10 亿元；当期销售均价为 1.37 万元/平方米，相比 2016 年下降 3.91%，主要由于均价较低的二三线城市销售占比提升所致。

联合资信关注到，公司区域分布中二、三线占比较高，目前受房地产政策调控影响，个别城市存在一定去库存压力，支撑地产价格增长的动力将弱于以往。公司将面临更为复杂的行业市场变化，加速项目开发并维持高利润水平的难度加大。

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。

近年来，公司出于审慎策略，拿地节奏放缓。2014~2017 年一季度，公司新增土地面积 187.75 万平方米，新增项目规划建筑面积 401.79 万平方米；截至 2017 年 3 月底，公司住宅(含底商)和商业开发土地储备为 1258.76 万平方米。土地储备规模较大，且主要布局于二、三线城市，存在一定的去化压力。

表 7 2014~2017 年一季度公司土地获取情况
(单位：亿元、万平方米、元/平方米)

地区	土地出让金	占地面积	规划总建筑面积	楼面价
上海	260.55	13.28	64.6	40330.04
杭州	1.32	1.76	11.62	1138.50
温岭	14.69	8.22	17.33	8475.16
南通	5.73	39.31	67.49	849.55
平阳	42.28	93.94	208.54	2027.20
沈阳	2.23	14.64	21.96	1015.00
嘉兴	0.37	0.53	0.79	4745.66
其他	6.48	16.06	9.46	6851.50
合计	333.65	187.75	401.79	8304.13

资料来源：公司提供

注：1.合计数小数点差异系四舍五入所致；

2.上海新增地块的土地出让金为 260.55 亿元，其中已支付 28.64 亿元，剩余款需根据拆迁进度支付。

土地价格方面，2014~2017 年一季度，公司新增土地的综合楼面价达 8304.13 元/平方米（2013~2015 年新增土地综合楼面价为 2305.13 元/平方米），平均楼面价偏高系因上海拆迁项目拉高所致。公司 2015 年底至 2016 年通过收购等方式取得了上海·玛宝项目、上海·亚龙项目和上海·天虹项目三个拆迁项目，其土地预计拆迁款分别为 24.88 亿、193.85 亿和 41.81 亿，其拆迁成本根据实际情况还会发生变化。扣除上海拆迁项目的新增土地楼面均价为 2167.92 元/平方米。整体看，公司持有地块所在区域土地及地产产品价格近年来有所上涨，但受益于重大项目的土地取得时间较早（主要发生在 2010 年之前），公司在土地储备成本方面具备一定优势。

综上所述，近年来由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。另外由于土地主要分布在二、三线城市，公司也存在一定去化压力。

(2) 商业地产及出租物业

2014~2016 年，公司商业地产板块分别实现收入 3.78 亿元、1.90 亿元和 5.61 亿元，毛利率分别为 38.69%、43.13%和 38.41%，产品主要为住宅项目配套商业，毛利率水平较高。2017 年 1~3 月，商业地产板块实现收入 0.68 亿元，毛利率进一步升至 59.67%。

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。根据与义乌市个体劳动者协会中国小商品城分会（下称“义乌小商品城”）的战略合作协议，公司将与义乌小商品城合作开发义乌商贸城义乌小商品城负责项目招商引资工作，将其协会内商家及相关企业引入义乌商贸城。

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。C区正在规划当中。

该项目规划建筑面积91.54万平方米，用于出租的面积为30.31万平方米，2017年3月底尚未竣工；用于出售的面积为61.23万平方米，2017年3月底已有45.19万平方米达预售条件，预售率为28%，预售率较低主要是因为D区的29万平方米于2017年刚取得预售证。

出租物业方面，截至2016年底，公司可出租物业9.43万平方米，已出租6.44万平方米，主要为公司住宅项目配套商铺及购物中心及办公写字楼。2014~2016年，公司出租物业收入分别为0.30亿元、0.30亿元和0.23亿元。

元。

未来随公司义乌商贸城全部建成投运，公司出租物业收入有望实现大幅增长，并带来相对稳定的现金流入。

3. 海涂开发业务

为顺应国家新一轮城镇化发展趋势和行业发展变化趋势，公司加大了大型综合项目的开发力度。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，分别由子公司平阳利得海涂围垦开发有限公司（公司直接持股51%，间接持股29%，下称“平阳利得”）和启东新湖投资开发有限公司（公司持股100%，下称“启东新湖”）负责。截至2017年3月底，启东新湖已完成262万平方米的海涂开发，平阳利得已完成南片349万平方米的海涂开发。

表8 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17年3月底累计投资	17年4-12月拟投资	2018年拟投资	2019年拟投资
启东圆陀角项目	100.00	400	262	15.00	12.22	0.68	0.70	0.70
温州西湾项目	80.00	806	349	28.86	14.18	1.60	1.70	1.70
合计		1206	611	43.86	26.40	2.28	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2017年3月底，公司已累计完成投入14.18亿元，投资进度约为49.13%。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，由于需完成去盐碱化及地

基加固等多项前期工作，开发期较长，短期内完成开发收储确认规模收入可能性较低。

二级开发方面：截至 2017 年 3 月底，公司通过招拍挂方式取得了占地面积 135.01 万平方米住宅、商业土地，建筑面积 299.08 万平方米，平均楼面地价 2031.61 元/平方米，共支付土地兑价 60.76 亿元（2013~2015 年分别支付 18.49 亿元、29.56 亿元和 12.72 亿元）。截至 2017 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 15.00 亿元，截至 2017 年 3 月底，公司累计投入该项目资金共计 12.22 亿元，投资进度约为 81.47%。2014~2017 年一季度，公司按建设项目完工进度分别确认了 3.48 亿元、2.70 亿元、1.57 亿元和 0.18 亿元收入，毛利率分别是 46.81%、47.32%、50.65%和 51.06%，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 2017 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。

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铜、黄金和化工原料等，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。由于贸易业务毛利率水平较低，公司拟逐步缩小贸易规模，2016 年公司贸易收入规模有所下降。

表 9 公司贸易品种概况（单位：亿元）

品种类	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1-3 月
黄金交易	15.43	19.88	17.82	1.49
化工原料	15.90	14.46	10.59	4.60
铜	7.10	5.96	0	0
其他	2.61	1.42	3.59	2.05
合计	41.05	41.71	32.01	8.15

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，对公司利润贡献有限。

5. 金融投资业务

公司在房地产开发主业的基础上，适度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 2 家非金融类上市公司星美文化（代码为“HK.02366”）和歌华有线（代码为“600037”）；除上述

投资参股企业外，公司也控股了新湖期货有限公司（91.67%）、新湖期货（香港）有限公司（91.67%）、上海新湖瑞丰金融服务有限公司（91.67%）和上海新湖瑞丰资产管理有限公司（91.67%）等资产管理、期货经纪公司。

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，2016 年成立浙江新湖金融信息服务有限公司，专司互联网金融领域的投资、经营管理，同时与万得信息技术股份有限公司合资合作（持股 1%，投资金额 6 亿元）³，整合 U51.com（持股 14.29%，投资金额 5000 万美元），投资杭州恩牛网络技术有限公司（以下简称“恩牛网络”，持股 11.13%，投资金额 10000 万美元），认购通卡联成网络科技有限公司新增股权（增资完成后持股 34%，投资金额 3500 万元）等，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。

表 10 截至 2017 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	期末持股数量	持股比
星美文化旅游集团控股有限公司	1.19	3994.52	4.93
北京歌华有线电视网络股份有限公司	3.00	2031.14	1.46
中信银行股份有限公司	117.87	232017.70	4.74
长城证券股份有限公司	0.71	1492.00	0.53
盛京银行股份有限公司	4.50	30000.00	5.18
湘财证券股份有限公司	1.10	11000.00	3.44
温州银行股份有限公司	13.30	35000.00	13.96
阳光保险集团股份有限公司	18.90	42000.00	4.06

资料来源：公司提供

注：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 4.74%、13.96% 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三大股东。

³公司拟于万得及其创始股东签署《合资合作协议》，约定公司与万得及其创始股东共同选择万得旗下境内公司作为合作平台业务的唯一平台，公司向该公司增资 28 亿元，取得和持有该公司 20% 相应股权。

金融类股权投资

近年，根据公司对金融股权的整体规划，对所持金融股权进行了调整。

转让股权方面：2013 年处置了成都农商银行 48750 万股股权（2009 年出资 6.53 亿元取得），取得处置价款 8.73 亿元；2014 年以 2.02 亿元对价转让持有的吉林银行全部股权（2008 年的取得成本 1.8 亿元）；2015 年经中国保监会批准（保监许可[2015]102 号）以 2.7 亿元对价转让持有的锦泰保险 2 亿股股权（2011 年出资 2 亿元取得），当年收到全部股权转让款，实现损益 1.04 亿元。

买入股权方面：2013 年公司竞得温州银行定增股份 35000 万股（2014 年银监会批复），投资总额 13.30 亿元，持有其 13.96% 股份。2017 年，公司拟参与温州银行股份有限公司配股，配股股数 7000 万股，配股金额 2.77 亿元；同时如有其他股东放弃配股，公司拟认购该配股不足部分。若配股完成，公司将持有温州银行 18.18% 的股份，成为温州银行的第一大股东。截至 2017 年 3 月底，公司已支付股权款 7.44 亿元，尚在等待银监会的批复。2016 年 1 月公司以 18.90 亿元对价收购参股子公司新湖控股有限公司（下称“新湖控股”，公司持股 48%）持有的阳光保险集团股份有限公司（下称“阳光保险”）42000 万股股权，目前公司持有阳光保险 4.06% 股份。2016 年 11 月 29 日，公司通过收购 Total Partner 100% 的股份（转让价款为 1 美元），从而直接持中信银行 H 股 23.20 亿股，占中信银行总股本的 4.74%，占中信银行 H 股总股本的 15.59%。

公司持有的金融股权中，中信银行、温州银行和盛京银行是公司投资收益的主要来源。2016 年，上述三家银行分别实现营业收入 1537.81 亿元、45.96 亿元和 161.14 亿元，实现的净利润分别为 416.29 亿元、10.29 亿元和 68.65 亿元。

除上述股权类投资外，公司与国投瑞银签订《国投瑞银-新湖中宝境外投资者资产管

理计划资产管理合同》和《国投瑞银-新湖中宝境外资产配置 1 号资产管理计划资产管理合同》，截至 2016 年底，公司上述两项合同涉及的境外投资资产管理期末净额（扣除对中信银行的投资）为 21.84 亿元。联合资信关注到公司境外投资资产管理规模大，近年来金融环境和汇率走势均存在不确定性因素，该部分资产及收益存在波动风险。

总体看，公司金融板块投资收益为利润水平形成了良好的补充，核心的金融投资企业具有较强的盈利能力。

非金融类股权投资

近年来，公司投资了浙江古纤道新材料股份有限公司、万得信息、歌华有线、U51.Com.Inc、恩牛网络、通卡联城等企业。2015 年，公司出资 6 亿元认购万得信息 1% 股份；3 亿元认购歌华有线非公开发行股票；出资 5000 万美元认购 U51.COM INC. 发行的 489.20 万股优先股；2016 年，公司认购恩牛网络股份持股比例增加 23.15%；认购通卡联城的新增股权，增资完成后占其股本总额的 34%。

6. 经营效率

2014~2016 年，受开发规模扩大影响，公司总资产周转次数和存货周转次数呈下降趋势，2016 年分别为 0.14 次和 0.22 次。公司销售债权周转次数快速上升，2016 年为 164.50 次，主要系应收账款大幅下降所致。

整体看，公司经营效率一般。

7. 未来发展

在建项目方面：公司在建项目主要系各地的住宅及商业地产项目，建设周期普遍较长。截至 2017 年 3 月底，公司主要在建项目 24 个，规划总投资为 784.44 亿元，已完成投资 572.90 亿元；未来三年，公司计划投资金额分别为 59.32 亿元、66.83 亿元和 42.80 亿元。

拟建项目方面：截至 2017 年 3 月底，公司主要拟建项目 12 个，规划总投资为 754.32 亿元，已完成投资 152.42 亿元，主要为前期支付的土地款和上海三个拆迁项目的拆迁成本。未来三年，公司计划投资金额分别为 109.06 亿元、133.83 亿元和 54.97 亿元。

整体看，公司未来三年的投资规模较大，面临较大筹资压力。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2014~2016 年财务报表均已经由天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计意见。

公司 2014 年纳入合并范围子公司共 65 家，较 2013 年合并范围新增加 7 家子公司，不再纳入合并范围 1 家子公司；公司 2015 年较 2014 年合并范围新增加 8 家子公司，不再纳入合并范围 1 家子公司；2016 年，公司合并范围较 2015 年底新增 12 家子公司，减少 2 家子公司。截至 2017 年 3 月底，公司合并范围新增 2 家子公司，共计 84 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，财务数据可比性强。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额为 1115.72 亿元，所有者权益（含少数股东权益 8.45 亿元）298.98 亿元；2016 年公司实现营业收入 136.26 亿元，利润总额 60.66 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 1224.58 亿元，所有者权益（含少数股东权益 8.80 亿元）303.01 亿元；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 15.36 亿元，利润总额 4.14 亿元。

2. 资产质量

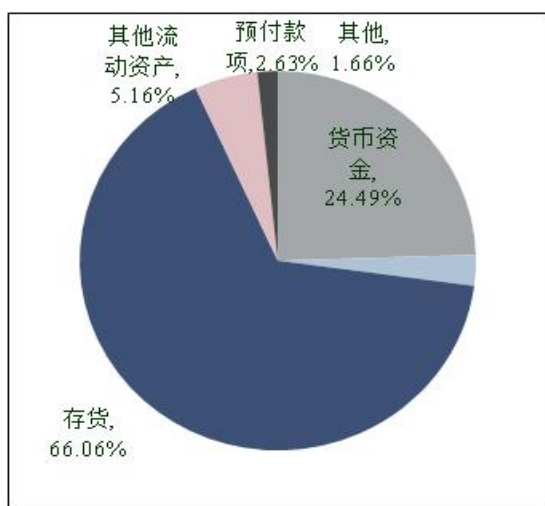
2014~2016 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 25.49%，主要来自货币资金、存货、其他流动资产、可供出售金融资产和长期股权投资的增长。截至 2016 年底，公司

资产总额为 1115.72 亿元，同比增长 25.27%；其中流动资产占 70.15%，非流动资产占 29.85%，公司资产以流动资产为主，符合房地产开发企业特征。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产规模快速增长，年均复合增长 14.18%，主要是由于货币资金、存货和预付款项的增长所致。截至 2016 年底，公司流动资产合计 782.66 亿元，同比增长 10.17%，主要由货币资金（占 24.49%）、存货（占 66.06%）、预付款项（占 2.63%）及其他流动资产（占 5.16%）构成。

图 2 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 22.61%。截至 2016 年底，公司货币资金 191.69 亿元，同比增长 20.32%，主要来自经营活动产生的现金。货币资金主要由银行存款（150.38 亿元）和其他货币资金（41.31 亿元）构成。截至 2016 年底，公司使用受限的货币资金为 33.06 亿元，包括银行存款中用于质押的定期存款 3.21 亿元，其他货币资金中银行承兑汇票保证金 0.66 亿元，银行贷款保证金 1.31 亿元，按揭担保保证金 1.06 亿元，期货客户保证金 26.13 亿元，开工保证金 0.59 亿元，其他 0.10 亿元。

2014~2016 年，公司应收账款波动下降，分别为 11.58 亿元、0.76 亿元和 0.89 亿元，2015

年快速下降主要系子公司平阳利得陆续收回平阳县滨海新区建设管理委员会的土地收储款导致。截至 2016 年底，公司应收账款账面余额为 1.05 亿元，计提坏账准备 0.16 亿元，计提比例 14.91%。从集中度来看，前 5 名的应收账款合计为 0.63 亿元，占应收账款账面余额的比例为 59.82%，相应计提的坏账准备为 0.03 亿元，应收账款集中度较高。从账龄来看，截至 2016 年底，公司应收账款账龄在 1 年以内占 80.17%，1~2 年占 0.39%，2~3 年占 9.71%，5 年以上占 9.73%，应收账款账龄较短。

2014~2016 年，公司的预付款项快速增长，年均复合增长 200.27%。截至 2016 年底，公司预付款项 20.61 亿元，较上年底增长 120.28%，主要系公司预付上海旧改项目拆迁相关款项所致。

2014~2016 年，公司其他应收款波动增长，年均增幅为 34.61%。截至 2016 年底，公司其他应收款账面余额为 11.89 亿元，主要包括股权债权转让款（4.36 亿元）、押金保证金（2.60 亿元）、拆借款（3.61 亿元）；公司对其他应收款计提坏账准备 1.25 亿元，计提比例 10.55%，其他应收款账面价值为 10.63 亿元，同比增长 144.58%。从集中度来看，截至 2016 年底，公司其他应收款前 5 名账面余额合计 7.95 亿元，占比为 66.89%，集中度较高，主要为应收股权转让款（4.36 亿元）、按揭保证金（0.75 亿元）和往来款（2.84 亿元）。从账龄来看，1 年以内的其他应收款占比 81.22%，1~2 年占比 6.60%，2~3 年占比 4.26%，3 年以上的占比 3.99%，5 年以上占比 3.92%，账龄较短。

2014~2016 年，公司存货规模有所增长，年均复合增长 9.92%，主要受公司项目开发投入增加及土地购置规模增加影响。截至 2016 年底，公司存货账面余额为 518.98 亿元，计提跌价准备 1.97 亿元，存货账面价值 517.01 亿元，同比增长 5.31%；公司存货主要为开发

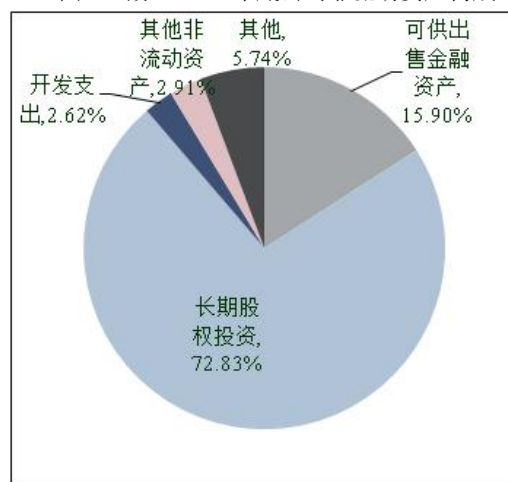
成本（占 83.99%）和开发产品（占 15.88%）；开发成本主要包括上海·青蓝国际项目（58.24 亿元）、上海·新湖明珠城项目（32.41 亿元）、平阳·隆恒置业项目（35.03 亿元）、平阳·海涂开发项目（29.86 亿元）和丽水·新湖国际项目（25.06 亿元）等 44 个项目。开发产品主要系已完工的开发楼盘，包括 2016 年新竣工的舟山·御景国际项目（17.05 亿元）等。截至 2016 年底，公司存货中有 265.14 亿元用于抵押，占公司 2016 年底存货账面余额的 51.09%，存货受限比例较高，一定程度上影响了公司整体资产的流动性。

2014~2016 年底，公司其他流动资产波动增长，分别为 21.19 亿元、43.51 亿元和 40.35 亿元，主要包括公司存出保证金、理财产品、预缴的房产预售相关税金及待摊费用等款项。截至 2015 年底，由于增加理财产品 18.67 亿元，公司其他流动资产同比增长 105.40%至 43.51 亿元。截至 2016 年底，其他流动资产中包括存出保证金 22.03 亿元、理财产品 10.20 亿元、预缴的房产预售相关税金 7.19 亿元、待抵扣进项税额 0.15 亿元、待摊费用 0.68 亿元和信托保障基金 0.10 亿元。

非流动资产

公司非流动资产规模相对较小，2014~2016 年，受可供出售金融资产和长期股权投资波动增长的影响，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 75.48%。截至 2016 年底，公司非流动资产为 333.05 亿元，同比增长 84.74%，主要由可供出售金融资产（占 15.90%）、长期股权投资（占 72.83%）、开发支出（占 2.62%）及其他非流动资产（占 2.91%）等构成。

图 3 截至 2016 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司可供出售金融资产波动增长，分别为 17.81 亿元、79.69 亿元和 52.95 亿元。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产较上年底降低 33.56%，主要系公司将中信银行的投资从按可供出售金融资产核算调整为长期股权投资。截至 2016 年底，公司按公允价值计量的可供出售金融资产 19.13 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 12.99 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 2.72 亿元；③公司持有星美文化旅游集团控股有限公司和歌华有线的股份，按 2016 年 12 月最后一个交易日的收盘价计算，公允价值共计 3.42 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 0.06 亿元。截至 2016 年底，公司按成本计量的可供出售金融资产为对长城证券股份有限公司、上海钻石交易所有限公司、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、阳光保险等的投资。2016 年底，可供出售金融资产中有 22.01 亿元用于质押而受限。

2014~2016 年，公司长期股权投资波动增

长, 年均复合增长率为 92.70%。截至 2016 年底, 公司长期股权投资 242.58 亿元, 同比增长 230.81%, 快速增长的主要原因是公司于 2016 年 11 月收购 Total Partner 100% 的股份, 从而合计持有中信银行 H 股 23.20 亿股, 占中信银行 H 股总股本的 15.59%, 为中信银行第二大股东, 而且公司推荐的董事获准进入中信银行董事会, 公司对中信银行已有重大影响, 将对其的投资从可供出售金融资产调整为按权益法核算的长期股权投资, 2016 年底, 公司对中信银行的投资合计 161.97 亿元。截至 2016 年底, 用于股权质押的受限长期股权投资合计 102.29 亿元, 占比为 42.17%。

2014~2016 年, 公司开发支出有所增长, 年均复合增长 5.50%。截至 2016 年底, 公司开发支出账面价值为 8.73 亿元, 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)。

2014~2016 年, 公司其他非流动资产快速增长, 年均增幅 28.22%。截至 2016 年底, 公司其他非流动资产 9.68 亿元, 主要包括预付投资款 (6.86 亿元)、基金及资管计划 (2.24 亿元)、信托保障基金 (0.51 亿元) 等。预付投资款主要系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恩牛网络, 现金金额为等值于 10000 万美元的人民币, 2016 年已支付人民币 6.76 亿元, 股权变更手续已于 2017 年 4 月 6 日完成; 基金及资管计划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” 2.20 亿份, 每份基金价格 1 元, 合计 2.20 亿元。

截至 2017 年 3 月底, 公司合并资产总额为 1224.58 亿元, 较 2016 年底增长 9.76%, 其中流动资产占比 71.46%, 非流动资产占比 28.54%, 与 2016 年基本持平。截至 2017 年 3 月底, 公司货币资金 249.13 亿元, 较 2016 年底增长 29.96%, 主要由于预收房款和往来款

回流导致, 其中受限货币资金 37.64 亿元; 公司存货较 2016 年底增长 3.86% 至 536.96 亿元; 其他流动资产 54.34 亿元, 较上年底增长 34.67%, 主要系公司购买理财产品所致。非流动资产方面, 公司长期股权投资较 2016 年底增长 5.86% 至 256.80 亿元, 主要系公司对被投资单位享有权益的净增加所致, 其他非流动资产较 2016 年底增长 5.77% 至 10.24 亿元。

总体看, 近年来公司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, 公司整体质量较好; 但资产整体受限比例较高, 对公司未来资产流动性和融资空间有一定不利影响。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016 年, 公司所有者权益规模快速增长, 年均复合增长 20.75%。截至 2016 年底, 公司所有者权益 (含少数股东权益 8.45 亿元) 规模合计 298.98 亿元, 同比增长 17.71%, 主要由于实收资本、资本公积和未分配利润的增加所致。截至 2016 年底, 公司所有者权益中实收资本占 28.76%, 资本公积占 26.68%, 未分配利润占 38.85%, 盈余公积占 3.04%, 少数股东权益占 2.83%。

2014~2016 年, 公司的实收资本波动中有所增长, 年均复合增长 3.47%。截至 2016 年底, 公司实收资本 85.99 亿元, 同比下降 5.50%, 主要系公司 2016 年通过上海证券交易所系统以集中竞价交易方式回购公司股份 5.00 亿股, 分别减少股本 5.00 亿元, 资本公积 14.66 亿元。

2014~2016 年, 公司资本公积波动增长, 年均复合增长率为 34.24%。截至 2016 年底, 公司资本公积 79.78 亿元, 较上年下降 9.87, 其中资本溢价 (股本溢价) 减少 8.73 亿元, 除了公司通过回购股份减少的 14.66 亿元股

本溢价，公司通过收购子公司少数股东股权和股权转让等方式增加股本溢价 5.18 亿元。

2014~2016 年，公司的盈余公积不断增长，年均复合增长率 14.74%。截至 2016 年底，公司盈余公积为 9.10 亿元，同比增长 15.64%。

2014~2016 年，公司其他综合收益变动幅度较大，分别为 3.47 亿元、-9.46 亿元和 -0.50 亿元。截至 2016 年底，公司其他综合收益中可供出售金融资产公允价值变动损益 0.06 亿元。

2014~2016 年，随着公司每年利润的转入，公司的未分配利润快速增长，年均复合增长率 42.48%。截至 2016 年底，公司未分配利润 116.17 亿元，同比增长 83.48%。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益（含少数股东权益 8.80 亿元）合计 303.01 亿元，较 2016 年底上升 1.35%，所有者权益结构较 2016 年底变动不大。

整体看，公司所有者权益以实收资本、资本公积和未分配利润为主；2016 年以来，受公司回购股份的影响，公司所有者权益有所下降，未分配利润占比高，公司权益稳定性一般。

负债

2014~2016 年，公司负债规模快速增长，年均复合增长 27.37%。截至 2016 年底，公司负债合计 816.73 亿元，同比增长 28.28%；其中流动负债占比 41.73%，非流动负债占比 58.27%，公司非流动负债占比较高。

流动负债方面，2014~2016 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 3.56%，主要来自短期借款、预收款项和其他流动负债的增长。截至 2016 年底，公司流动负债合计 340.80 亿元，同比下降 4.44%，主要由短期借款（占 12.21%）、预收款项（占 39.11%）、一年内到期非流动负债（占 13.38%）和其他流动负债（占 20.17%）构成。

2014~2016 年，公司短期借款有所波动，年均复合增长率为 16.20%。截至 2016 年底，

公司短期借款 41.63 亿元，同比增长 40.04%，主要由保证借款（24.12 亿元）、质押借款（2.94 亿元）、抵押借款（2.92 亿元）、质押并保证借款（3.05 亿元）和抵押并保证借款（8.59 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。2014~2016 年，公司预收账款快速增长，年均复合增长率为 40.03%。截至 2016 年底，公司预收账款为 133.30 亿元，同比增长 41.35%，其中预售房款为 124.30 亿元、启东圆陀角岸线海涂开发预收款 3.87 亿元、温州西湾项目基础设施建设预收款 4.71 亿元。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，分别为 106.49 亿元、134.57 亿元和 45.61 亿元。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底减少 88.96 亿元，主要系 1 年内到期的长期借款和一年内到期的其他非流动负债大幅下降导致，公司 1 年内到期的长期借款 34.68 亿元、1 年内到期的应付债券 2.16 亿元，1 年内到期的其他非流动负债 8.78 亿元。

2014~2016 年，公司其他流动负债波动增长，复合增幅 17.43%。截至 2016 年底，公司其他流动负债 68.74 亿元，同比增长 44.69%，主要系本期新增应付中国华融资产管理股份有限公司、华澳国际信托有限公司、中国信达资产管理股份有限公司的债权转让款 24.37 亿元导致。

非流动负债方面，2014~2016 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 60.12%，主要来自长期借款和应付债券的增长。截至 2016 年底，公司非流动负债合计 475.93 亿元，主要由长期借款（占 61.03%）、应付债券（占 31.33%）和其他非流动负债（占 7.04%）构成。

2014~2016 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 47.28%。截至 2016 年底，公司

长期借款 290.45 亿元，同比增长 94.80%，新增借款主要为质押借款（80.88 亿元），保证借款（28.08 亿元），抵押借款（41.75 亿元），抵押、保证借款（109.09 亿元），质押、保证借款（13.24 亿元）和质押、抵押并保证借款（15.91 亿元）。

2014~2016 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长率 218.81%。截至 2016 年底，公司应付债券 149.09 亿元，较上年增长 32.48%，主要系公司于 2016 年 5 月公开发行 35.00 亿元公司债和于 2016 年分期发行的 4.00 亿元私募债所致。

2014~2016 年，公司其他非流动负债波动幅度较大，年均复合下降 1.59%。截至 2016 年底，公司其他非流动负债 33.50 亿元，同比增长 116.30%，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，包括中国华融资产管理股份有限公司（24.30 亿元）、中国信达资产管理有限公司（2.70 亿元）、中国民生信托有限公司（2.50 亿元）和中信信托有限责任公司（4.00 亿元）。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 921.57 亿元，较 2016 年底增长 12.84%，其中流动负债占 43.46%，非流动负债占 56.54%，公司负债结构同 2016 年底变化不大。截至 2017 年 3 月底，公司短期借款和长期借款分别为 40.82 亿元和 288.43 亿元，较 2016 年底均有小幅下降；由于预售房款增加，公司预收款项较 2016 年底增长 23.57%至 164.72 亿元；公司一年内到期的非流动负债较 2016 年底增长 58.23%至 72.17 亿元，主要系一年内到期的长期借款增加所致；公司应付债券增长较快，截至 2017 年 3 月底为 196.90 亿元，较 2016 年底增长 32.06%，主要原因是当期发行 7 亿美元公司债。

从债务结构方面看，2014~2016 年，公司全部债务规模快速增长，年均复合增长 33.40%。截至 2016 年底，公司全部债务 528.43

亿元，其中短期债务 88.88 亿元，占 16.82%，长期债务 439.55 亿元，占 83.18%。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务 600.56 亿元，其中短期债务 115.23 亿元，占 19.19%，长期债务 485.33 亿元，占 80.81%。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 2016 年底，公司全部债务为 595.79 亿元，其中短期债务 113.76 亿元（占 19.09%），长期债务 482.03 亿元（占 80.91%）；截至 2017 年 3 月底，公司调整后的全部债务 661.27 亿元，其中长期债务 531.04 亿元（占 80.31%），短期债务 130.23 亿元（占 19.69%）。

图 4 公司 2014~2016 年偿债指标情况



资料来源：公司提供，联合资信整理

从债务指标方面看，2014~2016 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 2016 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 73.20%、63.87%和 59.52%，三年平均值分别为 72.26%、62.64%和 53.38%。截至 2017 年 3 月底，公司上述三个指标分别为 75.26%、66.47%和 61.56%，均较 2016 年底均有所上升。若考虑调整后的全部债务，则截至 2016 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 66.59%和 61.72%，截至 2017 年 3 月底，该两项指标分别上升为 68.58%和 63.67%。

总体看，近年来公司负债规模持续增长，长期债务占比不断提升，结构较为合理；公司债务负担略重，2014年和2015年公司非公开发行完成后，权益资本得以充实，但由于公司近两年债券发行额度较大，整体债务水平有所上升。公司2017年~2019年待偿付债务规模大，面临一定集中支付压力。

4. 盈利能力

2014~2016年，受益于房地产业务的稳步发展，公司营业收入稳步增长，分别110.38亿元、116.36亿元和136.26亿元。近三年，公司营业利润率水平有所波动，分别为15.65%、18.60%和14.65%，其中2015年较上年提高2.95个百分点，主要受益于公司房地产业务收入占比和毛利率的增长；2016年公司营业利润率有所下滑，主要系公司地产业务集中结转毛利率较低的项目导致。

从期间费用看，2014~2016年，公司期间费用占营业收入的比例分别为11.70%、13.87%和14.72%，呈上升趋势，整体期间费用控制一般。其中公司财务费用占比不断上升且规模快速增长，主要是公司债务规模不断扩张影响。

2014~2016年，公司投资收益快速下降，年均复合下降42.15%。2016年，公司实现投资收益为3.53亿元，较2015年下降63.93%，主要系公司对中信银行的投资转为权益法核算调整长期股权投资账面价值而产生投资收益-9.07亿元。2016年投资收益占同期营业利润的109.14%。整体看，投资收益对公司利润贡献大，随着公司增加对中信银行等的投资，未来投资收益有望保持一定规模。

公司持有金融股权较为优质，金融企业整体盈利规模较大，未来有望为公司贡献较为稳定的投资收益。近年公司处置长期股权投资和处置可供出售金融资产投资收益规模占比较大，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。

2014~2016年，公司营业外收入分别为0.21亿元、0.10亿元和57.68亿元，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，本期营业外收入对公司利润贡献突出，但不具持续性。

2014~2016年，公司利润总额分别为14.96亿元、14.95亿元和60.66亿元。公司投资收益和营业外收入规模的快速上升，带动公司整体盈利规模的提升。

从盈利指标看，受营业外收入规模波动影响，近三年公司净资产收益率和总资产收益率波动较大，截至2016年底，分别为8.68%和19.56%，较2015年底分别上升5.69和15.46个百分点。

2017年1~3月，公司实现营业收入15.36亿元，同比下降20.65%，为2016年全年的11.28%，主要系贸易板块收入下降所致；营业利润率为14.53%，较2016年下降约0.12个百分点。当期，公司期间费用占营业收入的比重为38.12%（2015年同期为26.98%），其中财务费用和管理费用占比快速上升，分别占当期营业收入的23.36%和11.38%，其中财务费用增长主要系公司债务规模上升所致；当期，公司实现投资收益7.63亿元。2017年1~3月，公司实现利润总额4.13亿元。

总体看，公司地产主业盈利能力尚可，但期间费用对利润的侵蚀严重，近年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。公司整体盈利能力较好。

截至2017年3月底，公司预收款规模较大，未来可结转资源较为丰富，对公司近期房地产收入结转形成一定保障。但地产行业自2016年下半年受政策调整影响行业景气度下行，公司地产销售难度有所提升。金融板块股权投资布局调整完成后，公司所投资金

融机构整体盈利状况良好，有望持续为公司贡献较大规模的投资收益，平滑房地产业务的市场性风险。

5. 现金流分析

从经营活动看，2014~2016 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。2014~2016 年公司收到的经营活动现金流入分别为 142.08 亿元、164.63 亿元和 197.60 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为 134.20 亿元、159.05 亿元和 182.95 亿元，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 121.58%、136.69% 和 134.27%，公司整体收现质量较好。2014~2016 年，公司经营活动现金流出分别为 192.16 亿元、157.61 亿元和 151.32 亿元，主要以购买商品接受劳务支付的现金为主，分别为 169.18 亿元、129.75 亿元和 109.81 亿元，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，分别为 9.35 亿元、8.87 亿元和 20.94 亿元。2014 年受房地产项目开发投入和土地投资增加影响，公司经营活动现金流量净额表现为大规模净流出 -50.08 亿元；2015~2016 年，受益于房地产业务收入的增长及项目投资规模的缩减，公司经营活动现金流量净额表现为净流入，分别为 7.02 亿元和 46.28 亿元。

从投资活动看，2014~2016 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。2014~2016 年公司收到的投资活动现金流入分别为 25.66 亿元、20.82 亿元和 32.75 亿元，其中收回投资收到的现金分别为 17.46 亿元、13.75 亿元和 4.18 亿元；收到的其他与投资活动有关的现金主要为收回拆出款、收到股权认购款、

收到债权认购款和赎回理财产品等，三年分别为 5.27 亿元、5.46 亿元和 22.71 亿元，2016 年大幅增长的主要原因是赎回理财产品回收现金流 16.37 亿元。2014~2016 年，公司投资活动现金流出分别为 21.54 亿元、114.78 亿元和 55.20 亿元，主要以投资支付的现金为主，分别为 17.23 亿元、86.66 亿元和 25.11 亿元；其中 2015 年金额较大，主要为委托国投瑞银境外投资支付投资款（67.33 亿元）、支付万得信息技术股份有限公司投资款（6.00 亿元）、支付北京歌华有线电视网络股份有限公司投资款（3.00 亿元）、支付 U51.COM.INC 投资款（3.11 亿元）。2014~2016 年，公司支付其他与投资活动有关的现金分别为 3.41 亿元、23.62 亿元和 22.04 亿元；2015~2016 年规模较大，主要为购买理财产品和收购债权的支出。

近三年公司的对外投资规模波动中有所增长，投资活动现金流量净额分别为 4.13 亿元、-93.95 亿元和 -22.46 亿元。

从筹资活动看，2014~2016 年，随着公司经营和投资活动资金需求的波动，筹资活动现金流入波动中有所增长，三年分别为 320.89 亿元、358.75 亿元和 347.21 亿元，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，2015 年和 2016 年公司发行债券收到的现金分别为 112.52 亿元和 38.75 亿元。2014~2016 年，公司筹资活动现金流净额分别为 65.41 亿元、112.07 亿元和 16.49 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 17.27 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -16.48 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 52.03 亿元。当期现金收入比为 326.63%，较 2016 年同期上升 102.39 个百分点。

总体看，随着公司拿地节奏的放缓和房地产销售规模的增长，公司经营活动现金净流入规模有所增长。公司投资活动整体规模

较大，筹资活动现金流入波动中有所增长。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，近三年公司流动比率分别为188.90%、199.18%和229.65%；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，三年分别为54.26%、61.52%和77.95%。近三年，公司经营现金流动负债比不断上升，分别为-15.76%、1.97%和13.58%；截至2017年3月底，公司流动比率和速动比率分别为218.50%和84.42%。总体看，公司面临一定短期偿付压力。

从长期偿债能力指标看，2014~2016年，公司全部债务/EBITDA呈波动下降态势，分别为12.96倍、16.87倍和7.09倍，同期公司EBITDA利息倍数分别为0.73倍、0.71倍和1.94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2017年3月底，公司对外担保合计27.18亿元，担保比率为8.97%，其中主要为公司为美都能源股份有限公司提供担保金额2.80亿元，为济和集团有限公司提供担保金额0.67亿元，为民丰特种纸股份有限公司提供担保金额2.21亿元，公司为关联企业母公司浙江新潮集团股份有限公司提供21.50亿元担保。公司对外担保单一客户集中度高，但主要为关联母公司，被担保企业经营状况良好。总体看，公司或有负债风险低。公司为商品房承购人向银行提供按揭贷款担保金额为88.14亿元，此部分风险小。

截至2017年3月底，公司共获得各家银行授信额度为691.06亿元，尚有379.83亿元

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2017年6月1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有效分化了单一市场波动风险，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、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司拟发行本期中期票据的额度为10亿元，占2017年3月底公司调整后长期债务和全部债务的比重分别为1.88%和1.51%，对公司现有债务结构影响小。

截至2017年3月底，公司调整后全部债务资本化比率和资产负债率分别为68.58%和75.26%。本期中期票据发行后，公司全部债务资本化比率和资产负债率将分别上升至68.90%和75.46%，债务负担略有加重。由于本期中期票据所募资金将全部用于偿还借款，公司实际债务指标可能低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据本金的14.21倍、16.46倍和19.76倍。2014年，公司经营活动现金

流表现为净流出，2015 年~2016 年，公司经营现金流量净额分别为本期中期票据本金的 0.70 倍和 4.63 倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度较高。

2014~2016 年，公司 EBITDA 持续上升，三年分别为本期中期票据发行额度的 2.29 倍、2.56 倍和 7.45 倍。EBITDA 对本期中期票据的保障程度较高。

十一、结论

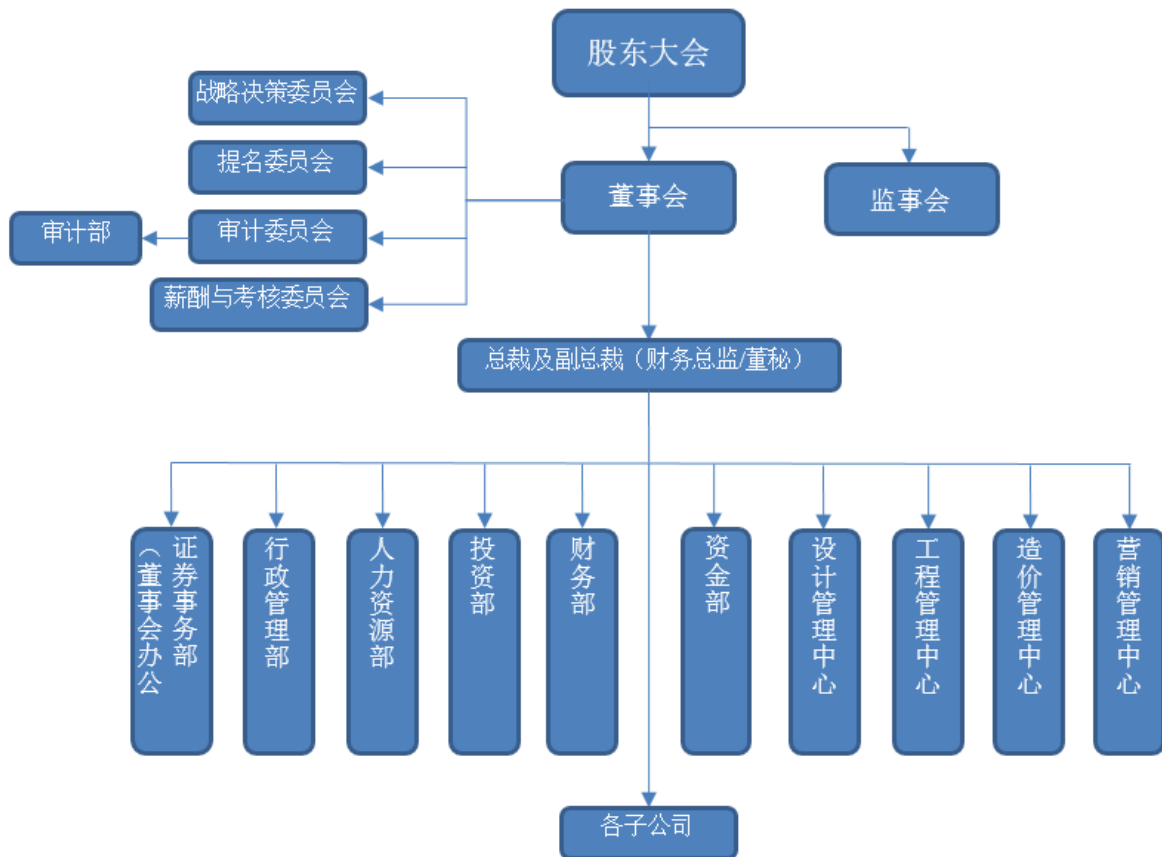
公司作为以房地产开发为主业的上市公司，在开发规模、土地储备及成本、区域布局等方面存在优势，通过轮动推盘销售，有效分化了单一市场波动风险；同时，公司通过海涂开发业务获取较高水平盈利、强化土地储备优势，布局金融投资业务为利润水平形成良好补充。2014 年以来，公司通过非公开发行股票和发行公司债，充实了权益资本，调整了债务结构，整体流动性得以补充。

近年来，随着开发投入规模和金融投资业务增长，公司资产规模增长较快，持有部分优质金融股权，整体资产质量较好，收入规模显著提升。联合资信同时关注到，房地产行业政策收紧，公司债务负担略重，未来在建及拟建项目开发支出规模大，债务水平或将进一步增长。

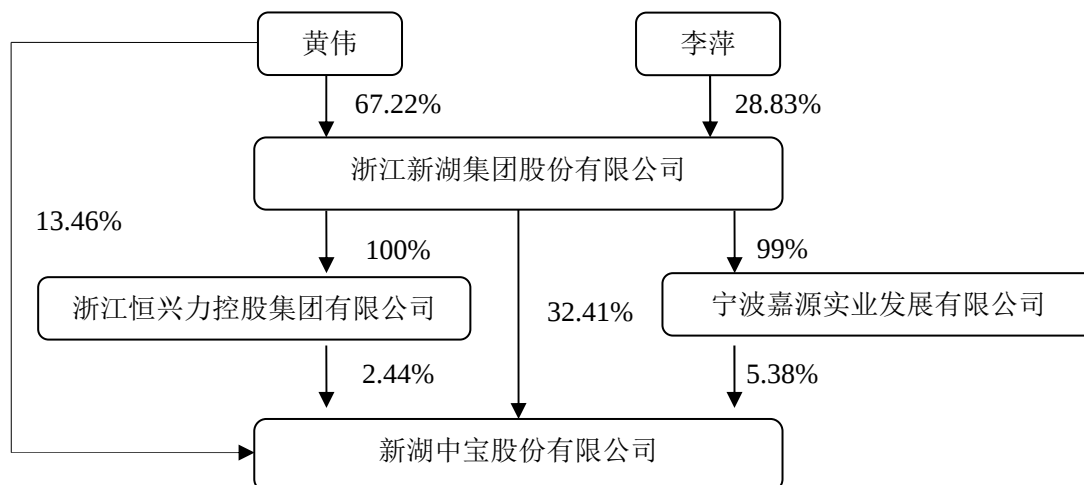
公司经营活动现金流入量和 EBITDA 规模大，对本期中期票据保障程度较高。

总体来看，公司主体信用风险很低，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 公司组织结构图



附件 1-2 截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	127.66	161.24	192.46	250.14
资产总额(亿元)	708.49	890.67	1115.72	1224.58
所有者权益(亿元)	205.06	254.01	298.98	303.01
短期债务(亿元)	148.40	169.32	88.88	115.23
长期债务(亿元)	148.57	261.65	439.55	485.33
全部债务(亿元)	296.96	430.97	528.43	600.56
营业收入(亿元)	110.38	116.36	136.26	15.36
利润总额(亿元)	14.96	14.95	60.66	4.14
EBITDA(亿元)	22.91	25.55	74.53	--
经营性净现金流(亿元)	-50.08	7.02	46.28	17.27
财务指标				
销售债权周转次数(次)	19.07	18.86	164.50	--
存货周转次数(次)	0.40	0.19	0.22	--
总资产周转次数(次)	0.31	0.15	0.14	--
现金收入比(%)	121.58	136.69	134.27	326.63
营业利润率(%)	15.65	18.60	14.65	14.53
总资本收益率(%)	3.76	2.99	8.68	--
净资产收益率(%)	5.59	4.10	19.56	--
长期债务资本化比率(%)	42.01	50.74	59.52	61.56
全部债务资本化比率(%)	59.15	62.92	63.87	66.47
资产负债率(%)	71.06	71.48	73.20	75.26
流动比率(%)	188.90	199.18	229.65	218.50
速动比率(%)	54.26	61.52	77.95	84.42
经营现金流动负债比(%)	-15.76	1.97	13.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.73	0.71	1.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.96	16.87	7.09	--

注：公司 2017 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。

联合资信评估有限公司关于 新湖中宝股份有限公司 2017 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

新湖中宝股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

新湖中宝股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对新湖中宝股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，新湖中宝股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注新湖中宝股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现新湖中宝股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对新湖中宝股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如新湖中宝股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对新湖中宝股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与新湖中宝股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。