信用等级公告

联合〔2020〕1920 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^+，并维持“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

二〇二〇年七月一日

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 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
新湖中宝股份有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
17 新湖中宝 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
18 新湖中宝 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 新湖中宝 MTN001	10 亿元	10 亿元	2020/11/07
18 新湖中宝 MTN001	10 亿元	10 亿元	2021/03/29

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 7 月 1 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果		AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	盈利能力	2
			现金流量	2
			资产质量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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”）的评级反映了其作为具备一定综合实力的房地产开发上市公司，在项目开发经验、土地储备及开发规模等方面存在优势，部分金融资产质量较好。跟踪期内，公司房地产业务整体发展情况较为平稳，海涂开发业务仍可为公司获取优质土地提供良好基础；与部分龙头房企进行项目股权转让与合作有助于加快公司资产周转，降低负债；公司投资收益对整体利润形成了有效补充，经营性净现金流得到改善。同时，联合资信关注到公司股票质押比例较高、持有待开发项目中三四线城市面积占比较大、在建及拟建项目未来所需投资规模较大以及销售资金与到期债务可能存在一定程度上的不匹配导致其资金压力较大、关联交易规模仍较大、资产受限比例较高以及债务负担较重且面临较大集中偿付压力等因素可能对公司信用水平产生的不利影响。

公司经营活动现金流入量、EBITDA 和现金类资产对存续期中期票据的保障程度较高。但若考虑公司其他存续债券，则存在较大的集中偿付压力。

未来，随着公司不断加大房地产开发力度，提高周转效率，以及上海部分旧改项目逐步开始销售，公司房地产销售业绩有望保持增长。公司持有的优质金融、金融科技及高科技类股权资产，可为公司提供继续良好的投资收益，增强公司的盈利能力。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，并维持“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。

分析师：牛文婧　李 晨
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

优势

1. **公司土地储备仍较充足且成本整体较低。**2019 年，公司土地储备及在建项目规模仍较大，可满足公司中长期经营需求；且土地成本较低，可为公司未来盈利提供支撑。同时，公司海涂开发业务仍可为其获取优质土地奠定良好基础。
2. **与部分龙头房企进行项目股权转让与合作有助于提高公司资产周转，降低负债。**2019 年以来，公司与龙头房企签订了多项合作协议，并成功入股绿城中国控股有限公司，形成深度合作关系。上述合作事项可在一定程度上降低公司负债规模，提高资产周转率，并将对公司现金流形成补充。
3. **公司部分金融资产质量较好，金融投资收益对公司利润形成有效补充，经营净现金流得到改善。**2019 年，公司在金融投资领域取得了较大规模投资收益，对公司整体利润形成了有效补充。此外，受上海旧改项目拆迁款投入减少等因素影响，公司经营活动净现金流情况得到改善。

关注

1. **需对公司较大规模的三四线城市储备项目后续销售予以关注。**公司持有待开发项目中三四线城市建筑面积占比仍较大，未来开发销售情况存在一定不确定性。此外，需对上海亚龙项目拆迁进度以及天津部分项目去化情况予以关注。
2. **公司资金压力仍较大。**公司房地产在建及拟建项目未来所需投资规模仍较大；综合考虑公司短期债务规模较大以及公司销售资金回流与到期债务可能存在一定程度上的不匹配等方面因素，其后续资金压力仍较大。
3. **2019 年，公司经营业绩有所下降；关联交易规模仍较大。**2019 年，公司各主营业务板块收入均有所下降，且受 51 信用卡股价下降影响，公司利润总额有所下降，未来，其股权投资仍存在一定价值波动风险。此外，公司关联交易仍较大，其中对联营企业投入等非经营性往来款对资金形成一定占用。
4. **公司资产受限规模仍较大，再融资空间相对较为有限；债务负担仍较重且未来仍面临较大偿债压力。**2019 年，公司受限资产规模仍较大，尤其中信银行等优质金融股权资产质押比例较高，再融资空间相对较为有限。此外，

公司债务负担仍较重；现金类资产对短期债务的覆盖程度偏低；且公司于 2020 年和 2021 年仍将面临较大的偿付压力，其未来融资压力较大，需对外部融资环境的变化予以关注。

5. **股票质押比例仍较高。**截至 2020 年 3 月底，公司实际控制人股票质押比例仍较高，需关注公司股价大幅下跌带来的风险。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	184.09	175.01	166.35	147.26
资产总额（亿元）	1245.69	1395.98	1440.32	1450.44
所有者权益（亿元）	329.00	341.13	351.63	352.94
短期债务（亿元）	144.40	202.32	232.35	214.99
长期债务（亿元）	548.83	618.09	574.47	597.04
全部债务（亿元）	693.23	820.41	806.83	812.03
营业收入（亿元）	175.00	172.27	148.10	15.34
利润总额（亿元）	41.79	35.28	27.56	1.43
EBITDA（亿元）	59.72	56.42	55.65	--
经营性净现金流（亿元）	16.83	-37.79	22.68	-10.02
营业利润率（%）	19.47	22.30	22.81	20.27
净资产收益率（%）	10.18	7.90	6.01	--
资产负债率（%）	73.59	75.56	75.59	75.67
全部债务资本化比率（%）	67.82	70.63	69.65	69.70
流动比率（%）	220.08	209.26	170.61	174.64
经营现金流动负债比（%）	4.51	-8.52	4.12	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.61	14.54	14.50	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.44	1.19	1.02	--

公司本部（母公司）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	483.08	525.54	479.87	475.59
所有者权益（亿元）	203.63	199.80	199.58	186.99
全部债务（亿元）	214.60	241.29	176.34	173.00
营业收入（亿元）	23.02	22.12	25.42	7.89
利润总额（亿元）	16.01	8.18	7.92	3.71
资产负债率（%）	57.85	61.98	58.41	60.68
全部债务资本化比率（%）	51.31	54.70	46.91	48.06
流动比率（%）	231.16	154.42	136.34	120.56
经营现金流动负债比（%）	-0.11	7.40	10.96	--

注：公司 2020 年 1—3 月财务报表未经审计；公司 2018 年财务数据采用 2019 年期初数；2017－2020 年 3 月其他流动负债中有息债务部分计入短期债务、其他应付款以及其他非流动负债中有息债务部分计入长期债务，相关指标计算均在此调整基础上进行；报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 新湖中宝 MTN001、17 新湖中宝 MTN001	AA^+	AA^+	稳定	2019/07/22	牛文婧、李晨	房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
18 新湖中宝 MTN001	AA^+	AA^+	稳定	2017/12/13	牛文婧、张博	房地产企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
17 新湖中宝 MTN001	AA^+	AA^+	稳定	2017/06/14	牛文婧、付骁林、孔祥一	房地产企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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 2020 年跟踪评级报告

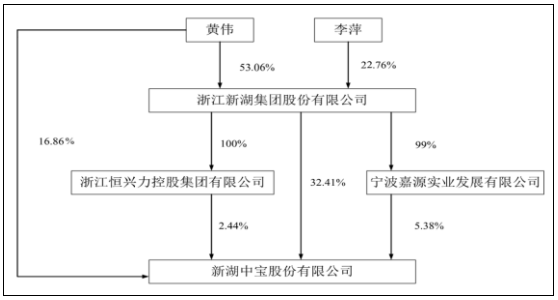
一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于新湖中宝股份有限公司（以下简称“公司”或“新湖中宝”）及相关债项的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

新湖中宝系 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 5000.00 万元，发行股份 500.00 万股，每股面值人民币 10.00 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.SH。历经多次资本公积转增股本、送股、定增等，截至 2020 年 3 月底，公司注册资本为 85.99 亿元。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分别间接持有公司 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 53.06%和 22.76%的股权。截至 2020 年 3 月底，自然人黄伟直接持有公司 16.86%股权，因此黄伟是公司的实际控制人。

图 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，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 10.43 亿股，占其所持有公司股份的 71.91%；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 26.12 亿股，占其所持有公司股份的 75.50%。综合看，截至 2020 年 3 月底，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为 36.54 亿股，占其直接或间接持有公司股份的 74.44%，质押比例较高，需关注若公司股价大幅下跌可能带来的风险。

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。

截至 2020 年 3 月底，公司内设行政管理部、人力资源部、证券事务中心、财务管理中心、地产战略发展中心等多个职能部门和管理中心。截至 2019 年底，公司纳入合并范围子公司 93 家；公司拥有在职员工 1406 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额为 1440.32 亿元，所有者权益合计 351.63 亿元（含少数股东权益 7.28 亿元）；2019 年公司实现营业收入 148.10 亿元，利润总额 27.56 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额为 1450.44 亿元，所有者权益合计 352.94 亿元（含少数股东权益 6.57 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 15.34 亿元，利润总额 1.43 亿元。

公司注册地址：浙江省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为“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。跟踪期内，两期中期票据均正常付息。

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	10.00	2017/11/07	2020/11/07	归还贷款
18 新湖中宝 MTN001	10.00	2018/03/29	2021/03/29	归还贷款
合计	**20.00**	---	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速

为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政

方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基

层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

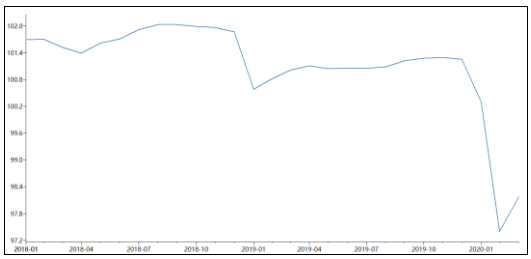
1. *房地产行业概况*

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

图 2　2018 年－2020 年 4 月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；

在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入 2020 年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

2. 土地市场与信贷环境

土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。受信贷政策维持紧缩的影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过 50%，且占比持续提升。

土地市场方面，2019 年，房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米，同比下降 11.40%，相较 2018 年累计同比增长 14.20%的增速下滑 25.60 个百分点；土地成交价款 14709.28 亿元，累计同比下降 8.70%，相较于 2018 年累计同比增长 18.00%的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019 年 1－3 月，土地市场较为冷清；4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始小阳春行情的消退以及行业融资再度收紧，土地市场同步降温。

从资金来源上看，2019 年，房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2018 年回升 1.20 个百分点。其中，国内贷款合计 2.52 万亿元，同比增长 5.10%，国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长，于 2019 年 3 月增速开始转正，全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点；自筹资金合计 5.82 万亿元，同比增长 4.20%，增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点；其他资金合计 9.50 万亿元，

同比增长 10.49%，增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。

表 3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元）

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18%	24004.52	14.46%	25228.77	14.13%
利用外资	168.19	0.11%	107.98	0.07%	175.72	0.10%
自筹资金	50872.22	32.60%	55830.65	33.64%	58157.84	32.56%
其他资金	79770.46	51.12%	86019.74	51.83%	95046.26	53.21%
其中：定金及预收款	48693.57	31.20%	55418.17	33.39%	61359.00	34.35%
个人按揭	23906.31	15.32%	23705.89	14.28%	27281.00	15.27%
合 计	**156052.62**	**100.00%**	**165962.89**	**100.00%**	**178608.59**	**100.00%**

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变。从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，政策或将根据市场情况进行逆周期微调，短期政策或将出现边际调整，但“房住不炒”仍然是硬约束，中长期来看仍将围绕总基调不变。

表 4 2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 3 月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019 年 4 月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019 年 7 月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019 年 9 月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019 年 11 月	央行	强调“因城施政”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托资金受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。

表 5　2019 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 5 月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019 年 7 月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019 年 7 月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率
2019 年 8 月	银保监会	银保监会决定在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019 年 9 月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本与实收资本均为 85.99 亿元，新湖集团是公司控股股东，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

公司房地产开发运营经验丰富，整体开发实力较强；同时公司对金融投资领域进行了布局，对公司整体利润形成良好补充。

公司为浙江省大型房地产开发上市公司，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，在浙江、江苏、上海等长三角地区，天津、沈阳等环渤海地区，以及江西、山东等主要业务区域积累了丰富的项目开发经验，具有较高的市场知名度。公司已开发知名项目包括：上海新湖明珠城、上海青蓝国际、杭州武林国际、杭州新湖果岭、杭州香格里拉、苏州新湖明珠城、丽水新湖国际、乐清海德花园、瑞安新湖广场、南京仙林翠谷等。截至 2019 年底，公司在全国 30 余个城市开发 50 余个住宅和商业地产项目，总开发面积达 3000 万平方米。

公司多次入选“中国房地产开发企业百强”“中国房地产开发企业经营绩效十强”“中国房地产开发企业城市覆盖十强”。2017－2019 年，公司在中国房地产业协会与中国房地产测评中心主办的中国房地产上市公司综合实力 100 强测评中分别位列第 43 名、第 52 名和第 52 名。2016—2020 年，公司连续五年被中国房地产 TOP10 研究组评为“沪深上市房地产公司综合实力 TOP10”。

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，并获取了部分优质金融股权，公司金融品牌逐渐凸显。公司投资的湘财证券股份有限公司（以下简称“湘财证券”）、温州银行股份有限公司（以下简称“温州银行”）、盛京银行股份有限公司（以下简称“盛京银行”）和中信银行股份有限公司（以下简称“中信银行”）等在行业内均具有良好的品牌和优良的业绩。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。

七、管理分析

跟踪期内，公司经营管理团队基本保持稳定，治理结构和管理制度未发生重大变化，整体运作正常。

八、重大事项

跟踪期内，51 信用卡事件对公司 2019 年利润造成了较大影响；联营公司新湖控股有限公司与哈尔滨高科技（集团）股份有限公司的资产重组已完成。此外，公司与融创房地产集团有限公司和绿城房地产集团有限公司签订了多项合作协议，并入股绿城中国控股有限公司，形成深度合作关系，上述合作事项有利于公司提高资产周转率，并将对公司现金流形成补充。

1. 新湖控股有限公司与哈尔滨高科技（集团）股份有限公司实施资产重组

2019 年 6 月 18 日，公司发布公告称，公司参股公司新湖控股有限公司（以下简称“新湖控股”）与哈尔滨高科技（集团）股份有限公司（以下简称“哈高科”；股票代码 600095.SH）签署了《重组意向性协议》，哈高科拟采用向新湖控股发行股份方式购买其持有的湘财证券的股份，交易价格将以评估机构出具的《资产评估报告》的评估值为参考，由各方友好协商确定。2020 年 5 月 21 日，证监会发布公告，哈高科发行股票购买资产并募集配套资金项目获无条件通过。2020 年 6 月 9 日，哈高科发行的新增股份的相关证券登记手续已办理完毕。

2. 公司与融创房地产集团有限公司签署合作协议

2019 年 7 月 17 日，公司发布公告称，为加快公司现有项目开发进度，加速资产周转以及优化公司资产负债水平，公司与融创房地产集团有限公司（以下简称“融创集团”）签署了《合作协议书》，公司向融创集团或其指定方转让浙江瓯瓴实业有限公司 90.1%的股权（以下简称“目标股权 1”）及其对应的平阳隆恒置业有限公司、南通启仁置业有限公司的 100%权益；分步实施并最终完成转让玛宝公司 90.1%的股权（以下简称“目标股权 2”）；同时，平价转让公司及其合并范围内子公司对上述公司的全部债权（以下简称“目标债权”）。以资产评估报告为基础并经交易双方协商，上述交易价款合计约为 67.05 亿元，其中目标股权 1 交易价款为 5.00 亿元，目标股权 2 交易价款为 3.78 亿元，目标债权交易价款为 58.27 亿元。公司本次交易预计产生收益约 5.00 亿元。目前，该交易事项正按照约定进度收款并已经完成工商变更登记。

3. 51 信用卡事件对公司利润造成一定影响

2019 年 10 月 22 日，公司发布公告称，2019 年 10 月 21 日，公司关注到参股公司 51 信用卡的相关媒体报道，51 信用卡已于 10 月 21 日下午 1 时 50 分起在香港联合交易所有限公司临时停牌，以待刊发相关公告。公司对 51 信用卡分次累计投资 2 亿美元，占其总股本的 21.83%，是其第二大股东。公司未向 51 信用卡派出董事、监事和高级管理人员，未参与其经营管理，也无任何业务和资金往来。2018 年，公司对 51 信用卡会计核算科目为“可供出售金融资产”，期末账面价值为 9.87 亿元人民币。2019 年根据新金融工具准则，将其会计核算科目调整为“其他非流动金融资产”。截至 2019 年底，51 信用卡期末账面价值为 3.44 亿元，当期亏损已经在账面全部体现。若后续 51 信用卡股价持续剧烈下跌，仍将对公司 2020 年的投资收益和当期利润产生

一定的影响。

4. 公司与绿城房地产集团有限公司签署多项合作协议

2019 年 12 月 18 日，公司发布公告，公司及子公司与绿城房地产集团有限公司（以下简称“绿城集团”）签署《关于上海新湖房地产开发有限公司股权转让及合作的协议书》，绿城集团或其指定方受让公司持有的上海新湖房地产开发有限公司（以下简称“目标公司”）合计 35%的股权及相应权利和权益。本次交易涉及的项目为目标公司正在开发的上海明珠城项目三期 4 标，规划总建筑面积约 20.27 万平方米，目标项目正在建设中。本次交易价款合计总额为 360000 万元，其中股权转让价款 55000 万元，绿城集团另行向目标公司提供借款 305000 万元，由目标公司按约定使用。本次交易有利于加快公司现有项目开发进度，提升经营效率，优化公司资产负债水平，实现更加稳健高效优质的发展。公司本次交易产生收益约 4.50 亿元。目前，该交易已经完成，公司已经收到全部交易价款并完成工商变更登记。

2020 年 4 月 20 日，公司发布公告，公司与绿城集团签署《关于上海中瀚置业有限公司股权转让及项目开发合作的协议书》，绿城集团受让公司持有的上海中瀚置业有限公司（以下简称“上海中瀚”）35%的股权及相应权利和权益，支付/投入合计总额为 19.00 亿元的交易价款，其中股权转让价款 5.17 亿元。本次交易涉及的目标项目为目前正在开发的上海青蓝国际城项目二期项目，该项目用地面积 3.21 万平方米，规划总建筑面积 18.48 万平方米，其中规划地上建筑面积 10.68 万平方米。本次交易产生收益约 4.96 亿元。目前，该交易已经完成，公司已经收到全部交易价款并完成工商变更登记。

同日，公司与绿城集团签署《关于浙江启丰实业有限公司股权转让及项目开发合作的协议书》，绿城集团受让公司持有的浙江启丰实业有限公司 100%股权及相应权利和权益，从而间接持有目标项目 35%的股权，支付/投入合计总额为 3.79 亿元的交易价款，其中股权转让价款 1.86 亿元。本次交易涉及的目标项目为公司正在开发的沈阳“仙林金谷”项目、“新湖湾”项目和“新湖美丽洲”项目。本次交易产生收益约 1.16 亿元。目前，该交易已经完成，公司已经收到全部交易价款并完成工商变更登记。

同日，公司与绿城集团签署《关于浙江启智实业有限公司股权转让及项目开发合作的协议书》和《关于南通新湖置业置业有限公司股权转让及项目开发合作的协议书》，绿城集团受让公司持有的浙江启智实业有限公司 100%股权及相应权利和权益，从而间接持有目标项目 50%的股权，支付/投入合计总额为 11.51 亿元的交易价款，其中股权转让价款 3.98 亿元；绿城房产将受让公司持有的南通新湖置业置业有限公司 50%股权及相应权利和权益，从而间接持有目标项目 50%的股权，支付/投入合计总额为 6.72 亿元的交易价款，其中股权转让价款 0.72 亿元。本次交易涉及的目标项目为公司正在开发的启东“海上明珠城”项目。本次交易产生收益约 6.6 亿元。目前，该交易中的浙江启智实业有限公司 100%股权转让已经完成，公司已经收到该部分交易价款并完成工商变更登记。

2020 年 4 月 27 日，公司发布公告，公司以现金 30.685 亿港元认购绿城中国控股有限公司（以下简称“绿城中国”）3.23 亿股 H 股股份。交易完成后，公司将占绿城中国总股份数的 12.95%。2020 年 5 月 26 日，公司认购的绿城中国 H 股股份已交割完成。

九、经营分析

1. 经营现状

2019 年，受公司各主营业务板块收入下

降影响，公司营业收入有所下降；但由于房地产结转项目不同，公司房地产业务毛利率显著提升并带动综合毛利率水平有所提升。2020 年一季度，受房地产结转项目增加影响，公司营业收入有所增长。

公司主营业务主要包括房地产业务、商业贸易、海涂开发业务等。2019 年，公司实现营业收入 148.10 亿元，同比下降 14.03%，主要系房地产业务结转收入、贸易收入及海涂开发业务收入均较上年有所下降所致；其中，主营业务收入 147.42 亿元，占营业收入的比重为 99.54%。

从收入构成来看，2019 年，公司房地产业务实现收入 120.40 亿元，同比下降 9.26%，主要系结转区域有所变化导致结转项目均价下降所致；占主营业务收入的比例为 81.67%，占比进一步提升，仍是公司主营业务收入的第一大来源。公司商业贸易板块收入同比下降 14.09%，主要系当期公司不再进行黄金交易所致。公司海涂开发业务收入为 0.64 亿元，较上年大幅减少 8.40 亿元，主要系 2018 年公司温州西湾项目确认收储收入 8.15 亿元，但受工程进度以及一级开发土地收储时点的影响，2019 年未有相关收入所致。公司主营业务中其他业务收入主要来自于学校、酒店等业务，收入规模仍很小。

从毛利率来看，2019 年公司房地产业务毛利率为 43.91%，较上年上升 11.37 个百分点，主要系结转项目不同所致。公司商业贸易业务主要为传统、简单的转手贸易模式，毛利率水平较上年变化不大，仍处于较低水平。海涂开发业务毛利率大幅下降至-144.65%，主要系该业务预计总投资额发生变化导致测算的工程进度发生变化所致。综上，2019 年，公司主营业务综合毛利率为 35.46%，较上年提升 6.98 个百分点。

表 6　2017—2019 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产	127.55	73.07	37.35	132.68	77.32	32.54	120.40	81.67	43.91
商业贸易	44.59	25.55	0.08	29.09	16.95	0.37	24.99	16.95	0.33
海涂开发	0.69	0.40	18.95	9.04	5.27	60.88	0.64	0.44	-144.65
其他	1.74	0.98	76.69	0.79	0.46	10.75	1.38	0.94	18.55
合计	**174.57**	**100.00**	**28.14**	**171.61**	**100.00**	**28.48**	**147.42**	**100.00**	**35.46**

资料来源：公司提供

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 15.34 亿元，同比增长 16.11%，主要系房地产结转收入增加所致；公司主营业务综合毛利率为 22.02%，综合毛利率较上年显著下降主要系当期毛利率较低的商业贸易收入占比较高所致。

2. 房地产业务

（1）土地储备

2019年，公司保持审慎的拿地策略，当期新增土地储备项目规模较小。目前，公司土地储备规模仍较大，能够满足公司中长期发展需要，且土地成本较低，可为公司未来盈利提供良好支撑；但公司土地储备中三四线城市建筑面积占比较高，未来项目销售前景存在一定不确定性。

公司主要通过公开市场招拍挂取得，同时也通过项目收购取得土地储备。2019年，公司保持审慎的拿地策略，仅通过招拍挂方式取得平阳隆瑞置业和南通启阳海上明珠城两个项目地块，合计建筑面积55.53万平方米，购地支出14.95亿元，由于上述两个项目为一二级联动项目，其平均土地成本较低（约2692.47元/平方米）。2020年1—3月，公司无

新增土地储备项目。

表 7　2017－2019 年公司土地购置情况表

（单位：万平方米、亿元）

时间	土地购置面积	对应建筑面积	用途	购地支出
2017 年	43.68	68.10	住宅、商业	19.05
2018 年	4.44	14.64	住宅、商业	15.63
2019 年	27.10	55.53	住宅	14.95

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司房地产项目规划总建筑面积约 2230.96 万平方米，其中持有未售的土地建筑面积（规划总建筑面积-扣减项目累计合同销售面积）1214.56 万平方米，项目储备规模较大，按 2019 年新开工面积来看，可满足公司未来 5~7 年左右的开发需求。从区域分布来看，公司持有未售的土地建筑面积中，一线城市占 10.53%，二线城市占 30.96%，三四线城市占 58.51%，公司在三四线城市仍有较大规模的土地储备，未来销售前景存在一定不确定性。

表 8　截至 2020 年 3 月底公司储备项目土地分布情况（单位：万平方米）

区域	城市	规划总建筑面积	持有未售的土地建筑面积
一线城市	上海	188.48	127.89
二线城市	杭州、苏州、南京、沈阳、天津	831.86	376.07
三、四线城市	嘉兴、海宁、衢州、温州（含乐清、瑞安、平阳）、金华、舟山、温岭、南通、泰安、滨州、九江等	1210.62	710.60
合计		**2230.96**	**1214.56**

注：上表统计口径为全口径

资料来源：公司提供

（2）项目开发

2019 年，公司加大了房地产开发力度，新开工及竣工面积均有所增长；目前，公司在建及拟建项目规模仍较大，区域分布以上海和三四线城市为主；综合考虑公司在建及拟建项目尚需投入的资金规模，以及销售收入、到期债务等方面因素，公司后续资金压力仍较大；且仍需关注上海亚龙项目的后续拆迁进度情况。2020 年 1－3 月，受新冠疫情影响，公司房地产项目开发进度显著放缓。

从房地产项目开发情况看，2019 年，公司新开工面积同比增长 14.53%，当年新开工项目主要为南通海上明珠城、上海青蓝国际、杭州金色童年、兰溪香格里拉、沈阳仙林金谷等。同期，公司房地产项目竣工面积同比大幅增长 97.61%，新竣工项目主要为九江庐山国际、衢州新湖景城、苏州明珠城和天津义乌商贸城（商铺及购物中心部分）等项目。公司 2019 年新开工及竣工面积均有所增长，主要系加大房地产开发力度所致。2020 年 1－3 月，受新冠疫情影响，公司当期新开工面积和竣工面积同比分别下降 41.81%和 77.20%。截至 2020 年 3 月底，公司期末在建面积 460.90 万平方米；公司在建项目较多，在建项目规模较大。

表 9　近年来公司地产开发概况

（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
新开工面积	129.66	145.47	166.60	24.95
竣工面积	78.67	86.54	171.01	4.20
期末在建面积	385.89	444.41	440.15	460.90

注：上表统计口径为全口径

资料来源：公司提供

从在建及拟建项目投资情况来看，由于公司对开发节奏有所控制，以及部分项目为旧改和一二级联动项目，因此其在建项目普遍开发周期较长。截至2020年3月底，公司在建及拟建项目规划建筑面积总计1562.07万平方米（其中在建项目1209.83万平方米，拟建

项目352.24万平方米），其中已累计开发978.81万平方米；计划总投资1451.76亿元，累计已完成投资936.69亿元，尚需投资规模515.07亿元。从区域分布来看，一线、二线及三四线城市总投资规模占比分别为41.64%、20.06%和38.30%。整体看，综合考虑公司在建及拟建项目尚需投入的资金规模，以及销售收入、到期债务等方面因素，公司后续资金压力仍较大。

在建及拟建项目中，上海新湖明珠城、上海青蓝国际、上海亚龙项目和上海天虹项目均为上海内环旧改项目。在建项目中，上海新湖明珠城和上海青蓝国际项目合计总投资额约203.36亿元，截至2020年3月底已累计投资163.59亿元。目前，上海新湖明珠城在开发的是第三期四标项目（总共为4栋住宅），预计将于2020年开始销售；上海青蓝国际在开发为第二期项目，预计将于2021年开始销售。拟建项目中，上海亚龙项目和上海天虹项目合计总投资规模为401.19亿元，截至2020年3月底已投资229.85亿元。目前，亚龙项目和天虹项目均已进入征收实施阶段，征收签约率分别为96%和98%；从拆迁进度看，天虹项目已基本拆迁完毕，拆迁率超过99%，但亚龙项目后续拆迁进度存在一定不确定性。

表 10　截至 2020 年 3 月底公司在建及拟建项目投资情况（单位：万平方米、亿元、%）

项目名称	所在地区	开工时间	预计竣工时间	项目性质	规划建筑面积	累计已开发建筑面积	总投资	已投资金额	权益占比
沈阳·仙林金谷	沈阳	2009 年	2025 年	在建	58.90	23.15	25.90	11.56	100.00
沈阳·新湖湾	沈阳	2014 年	2025 年	在建	47.99	13.51	23.00	8.27	100.00
天津·义乌商贸城	天津	2011 年	2023 年	在建	91.54	64.73	37.00	32.07	100.00
滨州·新湖玫瑰园	滨州	2009 年	2021 年	在建	15.75	14.59	5.20	4.15	100.00
苏州·明珠城	苏州	2006 年	2022 年	在建	210.11	210.11	93.00	90.60	100.00
南通新湖·海上明珠城	南通	2014 年	2024 年	在建	66.35	53.23	42.00	19.66	100.00
南通启新·海上明珠城	南通	2019 年	2025 年	在建	112.79	23.51	80.90	16.76	100.00
上海·新湖明珠城	上海	2002 年	2023 年	在建	90.00	77.21	95.00	82.74	63.00
上海·青蓝国际	上海	2012 年	2023 年	在建	33.87	33.87	108.36	80.85	100.00
杭州·香格里拉	杭州	2004 年	2023 年	在建	56.33	48.46	41.15	37.85	100.00
杭州·新湖果岭	杭州	2007 年	2020 年	在建	55.17	55.01	33.48	28.95	100.00
杭州·金色童年	杭州	2014 年	2022 年	在建	23.02	23.02	14.00	6.64	100.00
杭州·未来新湖中心	杭州	2018 年	2023 年	在建	12.78	12.78	16.64	4.72	100.00
嘉兴·新中花园	嘉兴	2012 年	2020 年	在建	50.25	50.25	31.85	30.64	51.00
瑞安·新湖广场	瑞安	2015 年	2021 年	在建	64.83	64.49	52.80	46.12	95.00
兰溪·香格里拉	兰溪	2010 年	2023 年	在建	53.30	53.30	28.23	22.64	100.00
温岭·双溪春晓	温岭	2017 年	2020 年	在建	19.87	19.87	31.05	24.74	100.00
温岭·玖珑春晓	温岭	2018 年	2021 年	在建	13.81	13.81	29.13	20.39	51.00
九江·庐山国际	九江	2010 年	2020 年	在建	98.71	98.71	40.40	39.95	100.00
平阳·四季果岭	平阳	2016 年	2022 年	在建	9.80	9.80	4.50	3.01	100.00
天津·新湖美丽洲	天津	2017 年	2020 年	在建	12.02	12.02	7.00	5.50	100.00
三亚·满天星项目	三亚	2019 年	2023 年	在建	12.64	3.38	25.00	10.74	51.00
南通启阳·海上明珠城	南通	--	--	拟建	43.51	--	28.60	3.22	100.00
平阳·伟成置业	平阳	--	--	拟建	90.54	--	56.58	27.97	100.00
平阳·隆瑞置业	平阳	--	--	拟建	51.86	--	32.88	14.47	100.00
平阳·安瑞置业	平阳	--	--	拟建	53.68	--	32.21	18.07	100.00

平阳·宝瑞置业	平阳	--	--	拟建	57.86	--	34.71	14.57	100.00
上海·亚龙项目	上海	--	--	拟建	43.00	--	319.03	176.73	100.00
上海·天虹项目	上海	--	--	拟建	11.79	--	82.16	53.12	100.00
合计					**1562.07**	**978.81**	**1451.76**	**936.69**	--

注：1. 公司在建项目为动工项目的已开工和未开工部分；2. 上表统计口径为合并范围口径；3. 上表项目中无一级开发项目
资料来源：公司提供

（3）房产销售

2019 年，公司整体销售规模、销售均价及销售回款率较上年均变化不大，销售区域仍以浙江区域为主。截至 2020 年 3 月底，公司在售项目待售面积相较于其销售规模较为充足，整体去化情况保持良好，但需对天津部分项目的后续去化情况予以关注。

2019 年，公司销售模式未发生变化，仍通过自有团队自主销售辅以代理销售，分区域不同销售模式和比例有所不同。

从销售情况来看，2019年，公司整体销售规模、销售均价及销售回款率较上年均变化不大。从结转情况看，2019年，公司结转面积略有增长（同比增长2.88%），但由于结转项目不同导致结转均价同比下降11.17%，致使结转收入同比下降8.61%。回款情况看，2019年，公司销售回款率仍保持在85%以上，整体回款情况保持良好。未来，随着上海旧改项目逐步进入销售阶段，可对公司销售业绩形成一定支撑；但由于公司2020年至2021年的到期债务规模较大，其销售资金的回笼与到期债务偿还可能存在一定程度的不匹配情况。2020年1－3月，公司实现合同销售金额25.65亿元，同比增长20.59%；销售均价15677.15元/平方米；公司实现结转收入9.88亿元，同比增长17.20%。

表11　近三年公司项目销售情况

（单位：万平方米、亿元、元/平方米、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
合同销售面积	92.04	103.65	105.78
合同销售金额	132.08	162.38	162.63
合同销售均价	14350.41	15665.80	15375.00
销售回款率	106.31	87.44	87.81
结转面积	86.54	96.17	98.94
结转收入	143.08	140.94	128.80
结转均价	16533.39	14655.30	13017.99

注：结转收入与经营概况中房地产收入有差异主要系该表统计口径为全口径，部分项目未并表
资料来源：公司提供

从销售区域情况看，2019 年，公司房地产销售额仍主要来自于浙江区域，占比62.08%（较上年下降 6.48 个百分点），其次为江苏和江西地区，其销售金额占比分别为19.79%和 7.02%（分别较上年上升 7.85 个百分点和 0.79 个百分点）。2020 年 1－3 月，公司销售区域仍以浙江区域为主。

表 12　公司地产分区域合同销售情况（单位：亿元）

区域	2017 年	2018 年	2019 年
浙江	83.46	111.33	100.96
上海	5.08	3.59	1.54
江苏	11.67	19.39	32.19
辽宁	5.79	9.81	5.67
天津	8.18	0.59	3.18
山东	1.73	3.84	2.76
江西	10.95	10.11	11.41
其他	5.23	3.73	4.93
合计	**132.08**	**162.38**	**162.63**

注：上表包括住宅和商业地产
资料来源：公司提供

在售项目方面，截至2020年3月底，公司主要在售项目规划建筑面积1730.71万平方米，其中已取得预售证的建筑面积1105.71万平方米，累计已销售面积1016.39万平方米，待售面积（规划建筑面积-累计已销售面积）714.31万平方米，相较于公司销售规模而言，其待售规模较为充足。

从去化情况看，公司在售项目累计去化率约为 91.92%，整体去化情况保持良好，但仍有部分项目因项目体量较大以及市场原因

等因素而去化较慢；其中天津义乌商贸城项目由于商业部分尚处培育期，因此去化率较低；天津新湖美丽洲去化较慢主要系市场原因所致；南通新湖海上明珠城、杭州金色童年、温岭玖珑春晓去化相对较慢则主要系开盘时间较短所致。

表 13　截至 2020 年 3 月底公司主要项目销售情况（单位：%、万平方米）

项目名称	所处城市	权益比例	首期开盘时间	规划建筑面积	已取得预售证面积	已销售面积	去化率
沈阳·北国之春	沈阳	100	2003 年 9 月	116.52	109.17	108.40	99.29
沈阳·新湖花园	沈阳	100	2014 年 11 月	17.58	13.64	13.63	99.93
沈阳·仙林金谷	沈阳	100	2011 年 9 月	58.90	12.56	11.06	88.06
沈阳·新湖湾	沈阳	100	2018 年 8 月	47.99	4.34	3.57	82.26
天津·香格里拉	天津	100	2009 年 9 月	13.46	12.84	9.97	77.65
天津·新湖美丽洲	天津	100	2018 年 10 月	12.02	8.14	3.61	44.35
天津·义乌商贸城	天津	100	2013 年 6 月	91.54	45.19	17.47	38.66
滨州·新湖玫瑰园	滨州	100	2010 年 7 月	15.75	11.70	10.45	89.32
泰安·新湖绿园	泰安	100	2009 年 8 月	19.14	18.98	18.98	100.00
南京·仙林翠谷	南京	35	2007 年 9 月	55.82	42.88	39.82	92.86
苏州·明珠城	苏州	100	2006 年 11 月	210.11	142.04	140.85	99.16
南通新湖·海上明珠城	南通	100	2019 年 8 月	66.35	15.16	6.57	43.34
上海·新湖明珠城	上海	63	2004 年	90.00	50.31	49.31	98.01
上海·青蓝国际	上海	100	2015 年 9 月	33.87	13.20	11.28	85.45
杭州·香格里拉	杭州	100	2004 年 12 月	56.33	23.40	23.02	98.38
杭州·新湖果岭	杭州	100	2009 年 1 月	55.17	34.01	33.22	97.68
杭州·武林国际	杭州	100	2012 年 6 月	12.87	8.35	8.16	97.72
杭州·金色童年	杭州	100	2020 年 3 月	23.02	2.45	0.88	35.92
嘉兴·新中花园	嘉兴	51	2013 年 5 月	50.25	34.03	33.57	98.65
衢州·新湖景城	衢州	100	2004 年 9 月	109.57	96.16	88.50	92.03
丽水·新湖国际	丽水	100	2011 年 11 月	47.01	42.39	41.99	99.06
乐清·海德花园	乐清	65	2013 年 12 月	37.22	25.61	25.61	100.00
瑞安·新湖广场	瑞安	95	2015 年 9 月	64.83	29.91	29.50	98.63
兰溪·香格里拉	兰溪	100	2010 年 9 月	53.30	27.08	24.14	89.14
舟山·御景国际	舟山	100	2013 年 3 月	24.26	16.34	13.19	80.72
温岭·双溪春晓	温岭	100	2018 年 2 月	19.87	14.77	13.30	90.05
温岭·玖珑春晓	温岭	51	2019 年 4 月	13.81	12.35	6.48	52.47
九江·柴桑春天	九江	100	2006 年 4 月	107.25	100.23	98.24	98.01
九江·庐山国际	九江	100	2011 年 11 月	98.71	71.91	68.66	95.48
恩施·巴山春晓	恩施	48	2018 年 2 月	45.12	17.68	14.28	80.77
平阳·四季果岭	平阳	100	2018 年 9 月	9.80	2.56	2.46	96.09
其他	--	--	--	53.26	46.37	46.23	99.70
合计				**1730.71**	**1105.71**	**1016.39**	**91.92**

注：1. 上表中加总数与合计数存在差异系四舍五入造成；2. 上述表格中部分项目是分期开盘
资料来源：公司提供

（4）物业出租

2019年以来，受益于苏州新湖广场开业运营，公司物业出租业务收入规模及出租率均有显著提升；但公司出租物业收入规模仍较小，尚不能对公司收入及利润形成有效补充。

2019年，公司出租物业仍主要为公司住宅项目配套商铺及购物中心及办公写字楼。截至2019年底，公司可供出租物业建筑面积18.65万平方米，已出租建筑面积14.37万平方米，出租率由上年的58.82%提升至77.06%，主要系苏州新湖广场于2019年6月底开业所致。2019年，公司出租物业收入为0.80亿元，同比增长55.86%，主要系苏州明珠城项目租金收入大幅增加0.24亿元所致。2020年1－3月，公司出租物业实现租金收入为0.21亿元，同比增长46.95%，主要系2019年一季度苏州明珠城项目未开业所致；当期平均出租率约为80%。公司出租物业收入规模较小，尚不能对公司收入及利润形成有效补充。

表 14　2019 年公司主要房地产项目出租情况（单位：万平方米、%、万元）

地区	项目	经营业态	已出租建筑面积	租金收入	出租率
辽宁	沈阳·北国之春	商铺及购物中心	0.42	205.09	75.73
浙江	杭州·香格里拉	办公写字楼	0.03	89.8	40.11
江苏	苏州·明珠城	商铺及购物中心	5.95	2631.63	124.66
上海	上海·新湖明珠城	办公写字楼	0.19	190.14	100.00
上海	上海·新湖明珠城	商铺及购物中心	0.76	624.16	79.49
上海	上海·虹桥绿谷广场	办公写字楼	2.02	2563.77	100.00
浙江	丽水·新湖国际	商铺及购物中心	0.42	278.15	75.13
浙江	绍兴·红太阳中心	办公写字楼	0.06	11.78	55.29
浙江	绍兴·红太阳中心	商铺及购物中心	1.53	427.35	78.51
浙江	兰溪·香格里拉	商铺及购物中心	0.74	142.47	85.01
浙江	衢州·新湖景城	商铺及购物中心	2.19	802.82	36.43
浙江	嘉兴·新中花园	商铺及购物中心	0.05	29.09	9.30
合计			**14.37**	**7996.24**	**77.06**

资料来源：公司提供

3. 海涂开发业务

2019 年，受海涂围垦项目收储时点影响，公司海涂开发业务收入大幅下降。但由于 2019 年以来，公司转让部分项目股权，其项目周转压力在一定程度上有所缓解。

截至 2019 年底，公司海涂开发业务仍主要为温州西湾和启东圆陀角两个项目。其中，温州西湾项目已完成 402.29 万平方米的海涂开发，启东圆陀角项目已完成 264.46 万平方米的海涂开发；公司海涂业务待开发土地面积 539.25 万平方米；已投资 33.32 亿元，尚需投资 14.54 亿元。

表 15　截至 2019 年底公司海涂开发概况（单位：%、万平方米、亿元）

项目	权益	占地面积	已完成海涂开发面积	项目计划总投资额	截至 2019 年底已投资额	2020 年计划投资	2021 年计划投资
启东圆陀角项目	100.00	400.00	264.46	19.00	17.29	1.00	0.71
温州西湾项目	80.00	806.00	402.29	28.86	16.03	1.70	1.70
合计		**1206.00**	**666.75**	**47.86**	**33.32**	**2.70**	**2.41**

资料来源：公司提供

（1）温州西湾项目

截至 2019 年底，公司温州西湾项目已累计完成投入 16.03 亿元，尚需投入 12.83 亿元。目前，该项目南片项目三横四纵主道路已全部完成路基工程，主路路面工程已完成 40%，桥梁工程已完成 50%，3.8 公里河道开挖工程已完成，配套 300 亩公园项目一期已完成。截至 2019 年底，该项目北片围垦工程已累计投资 6.24 亿元；北片总长 4.7 公里围堤工程主体已完工。北片一期 53.29 万平方米（约合

799.275 亩）回填造地工程已于 2018 年完成验收并收储并确认收入 8.15 亿元，收储款已于 2019 年全部收回。由于平阳海涂围垦按照收储时点确认收入，导致公司 2019 年海涂开发业务收入大幅下降。

二级开发方面，截至 2019 年底，公司通过招拍挂方式取得了占地面积 188.04 万平方米住宅及商业土地，规划计容建筑面积 408.80 万平方米，总建筑面积 408.80 万平方米，平均楼面价 2146.14 元/平方米，共支付土地对价 87.73 亿元。剔除股权转让部分（详见重大事项部分内容），公司通过招拍挂方式取得了占地面积 122.35 万平方米住宅及商业土地，规划计容建筑面积 253.93 万平方米，平均楼面价 2290.99 元/平方米，共支付土地对价 58.18 亿元。

（2）启东圆陀角项目

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，包括项目范围内的土地一级开发、公共基础设施及部分旅游设施等的建设。

截至 2019 年底，公司已完成约 264.46 万平方米的土地一级开发，累计投入 17.29 亿元，尚需投入 2.71 亿元；累计确认收入 18.28 亿元，累计收到海涂开发款项 20.09 亿元；其中，2019 年，公司启东圆陀角项目按建设项目的完工进度确认收入 0.64 亿元，较上年减少 0.25 亿元。公司启东圆陀角项目收入确认受公司投资建设进度和土地出让因素影响，存在一定波动。目前，该项目一级开发土地围填已经完成，正在进行市政道路景观、旅游配套设施的建设。

二级开发方面，截至 2019 年底，公司在启东开发区域内获得占地面积 131.64 万平方米土地储备，规划计容建筑面积 250.65 万平方米，累计支付土地出让金金额 21.65 亿元，平均楼面地价 776.32 元/平方米；剔除股权转让部分（详见重大事项部分内容），公司在启东开发区域内获得占地面积 100.89 万平方米土地储备，规划计容建筑面积 198.51 万平方米，累计支付土地出让金金额 17.16 亿元，平均楼面地价 770.77 元/平方米；累计开工面积为 76.73 万平方米，形成可售面积大约 60 万平方米。其中，首期住宅已经于 2019 年 8 月进入销售阶段，2020 年将加大项目推盘销售力度，旅游、酒店、商业等项目加速实施中。

4. 贸易业务

2019 年，公司不再进行黄金交易，导致当期贸易收入规模有所下降；公司贸易业务对整体收入形成了一定补充，但该业务毛利率水平仍很低，对公司利润贡献有限。未来，公司仍将保持一定规模的贸易业务量。

2019 年，公司商业贸易业务主要品种为化工原料和有色金属，不再进行黄金交易，导致当期收入规模有所下降。其业务经营模式未发生变化，仍采取快速转手的经营模式。2019 年，公司贸易业务对整体收入形成了一定补充，但该业务 2019 年毛利率水平仍很低，仅为 0.33%，对公司利润贡献有限。

表 16　公司贸易品种及贸易额情况（单位：亿元）

种类	2017 年	2018 年	2019 年
黄金交易	13.64	8.17	--
化工原料	19.27	2.50	1.47
有色金属	9.09	18.14	23.49
其他	2.60	0.28	0.03
合计	**44.59**	**29.09**	**24.99**

资料来源：公司提供

5. 股权投资

2019 年，公司股权投资支出规模有所下降；股权投资业务为公司贡献了较为可观的投资收益，对公司整体利润形成了良好补充；但由于投资周期和退出时点的不同，公司股权投资板块投资收益有较大的波动性，可能影响公司投资收益整体稳定性。

2019 年，公司对外股权投资总额为 17.63 亿元，同比下降 43.75%，主要系投资支出减

少所致。截至 2019 年底，公司主要投资参股的金融股权情况如表 17 所示。

表17　截至2019年底公司主要投资参股的金融类股权情况

公司	最初投资成本（万元）	期末持股（万股）	持股比例（%）
中信银行股份有限公司	1108840.00	244626.50	4.99
温州银行股份有限公司	206316.26	53779.36	18.15
阳光保险集团股份有限公司	189000.00	42000.00	4.06
中信银行（国际）有限公司	183918.00	72666.73	6.00
AISA Pacific exchange	53048.00	4000.00	20.00
盛京银行股份有限公司	45000.00	30000.00	3.41
湘财证券股份有限公司	17880.90	13201.89	3.58
新湖期货有限公司	9684.70	6675.00	29.67

资料来源：公司提供

（1）金融类股权投资

转让股权方面，2019年，公司通过二级市场转让了长城证券股份有限公司1492万股股权，转让价2.01亿元。无买入金融类股权事项。

公司持有的金融股权投资中，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。2019年，上述3家银行分别实现营业收入1875.84亿元、42.31亿元和210.07亿元，实现归属于母公司所有者的净利润分别为480.15亿元、6.93亿元和54.43亿元。

从公司股权投资分红情况来看，2019年公司股权投资项目合计分红约6.82亿元，主要来自于中信银行，其分红规模占比约为74.38%。

除上述股权类投资外，公司与国投瑞银基金管理有限公司签订了《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 2019 年底，公司上述两项合同涉及的境外投资资产管理期末净值（扣除对中信银行的投资）为 0.08 亿元。

（2）非金融类股权投资（不含地产项目股权转让事项）

股权转让方面，2019 年，公司通过二级市场转让了中芯国际集成电路制造有限公司1400 万股股权，转让价 1.30 亿元。买入股权方面，2019 年，公司通过股权转让的形式收购了杭州宏华数码科技股份有限公司 25.00%的股权，交易对价 5.00 亿元；通过股权转让和增资的形式增加了浙江邦盛科技有限公司的股权，作价 1.24 亿元，变更后持股比例为14.05%；通过增资的形式增加对宁波鼎晖祁赫投资合伙企业（有限合伙）的投资，作价 1.80 亿，持股比例为 47.75%。

6. 关联交易

2019 年，公司关联交易仍较多，关联交易规模仍相对较大，对资金形成一定占用。

从关联交易情况看，公司关联交易主要包括与关联方的经营性往来、资金拆借、关联方借款、关联方担保及关联方租赁等。截至 2019 年底，公司与关联方形成的资产类科目以其他应收款为主，金额为 30.35 亿元，较上年底增长 16.67%，主要系当期增加对联营企业新湖控股提供的资金所致；公司与关联方形成的负债类科目以其他应付款为主，金额为 1.45 亿元，规模不大。除上述关联交易事项外，2019 年，公司向关联方取得的借款余额（含本金及利息）为 112.09 亿元，主要是向中信银行、温州银行和盛京银行取得的借款。

表 18　公司关联交易情况（单位：万元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
应收账款	0.98	0.00	0
预付款项	52.05	61.87	287.79
其他应收款	28784.52	260152.35	303526.39
资产类科目小计	**28837.54**	**260214.23**	**303814.18**
应付账款	1584.86	881.27	940.88
预收款项	0.00	20.17	13.81
其他应付款	51479.19	16861.44	14536.52
负债类科目小计	**53064.05**	**17762.89**	**15491.21**

资料来源：公司财务报告

7. 经营效率

公司整体经营效率一般。

2019 年，公司总资产周转次数和存货周转次数分别为 0.10 次和 0.14 次，均较上年小幅下降。由于房地产企业以预收款项（或合同负债）为主，应收账款规模较小，销售债权周转次数参考意义不大。

表 19　2019 年同行业企业经营效率指标

（单位：次）

项目	存货周转次数	总资产周转次数
新湖中宝	0.14	0.10
广东珠江投资股份有限公司	0.11	0.07
江苏中南建设集团股份有限公司	0.40	0.27

资料来源：联合资信整理

8. 未来发展

公司在房地产业务、金融科技和高科技领域均有较为明确的发展方向，可实施性较强。

地产业务方面，公司将重点做好以下工作：一是聚焦于发展空间广阔且更符合公司未来发展战略的长三角区域，进一步提升在长三角区域的规模、业绩和品牌影响力。二是加快项目周转速度，提升资源转化效率。三是积极采取多元的拿地策略，适度补充和扩充土地资源储备。四是积极打造品牌，提升产品品质。从具体经营计划来看，2020 年，公司计划新开工面积 105.40 万平方米，计划新竣工面积 134.39 万平方米，计划合同销售面积 155.91 万平方米，计划合同销售收入 249.19 亿元，计划结转面积 100.69 万平方米，计划结转收入 152.23 亿元。

在金融科技领域，公司将在近年投资布局的基础上，加大引导金融科技企业与投资的传统金融企业的融和，充分发挥公司的桥梁作用，推动公司旗下证券、期货、银行、保险等传统金融企业与万得信息等金融科技公司的合作，不断整合金融资源；充分利用公司的产业优势，扩展金融科技企业的应用场景，通过区块链、大数据、人工智能等助力传统金融业务更具竞争力。同时，公司推动投资入股的湘财证券、新湖期货有限公司等金融企业尽早完成上市。

在高科技领域，公司将严格控制投资质量，规范投资要求，加强投后管理；继续适度投资符合国家未来产业发展方向且具有良好成长性的行业。公司利用杭州集聚浙大和阿里两大科技创新中心的优势，发展和培育优质科创企业，重点投资符合国家高科技产业发展方向的信息技术、人工智能、智能制造、生物医药等的高科技企业。同时，公司要扩大已投资高科技企业的应用场景，条件成熟的要推进科创板上市。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年度财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司 2020 年一季度财务数据未经审计。公司自 2019 年 1 月 1 日起执行财政部修订后的《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》《企业会计准则第 23 号—金融资产转移》《企业会计准则第 24 号—套期保值》以及《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》。根据相关新旧准则衔接规定，对可比期间信

息不予调整，首次执行日执行新准则与原准则的差异追溯调整本报告期期初留存收益或其他综合收益。

2019 年，公司合并范围无新增子公司，不再纳入合并范围的子公司 3 家；2020 年 1－3 月，公司合并范围未发生变化。截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司共 93 家。整体看，公司财务数据可比性仍较强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额为 1440.32 亿元，所有者权益合计 351.63 亿元（含少数股东权益 7.28 亿元）；2019 年公司实现营业收入 148.10 亿元，利润总额 27.56 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额为 1450.44 亿元，所有者权益合计 352.94 亿元（含少数股东权益 6.57 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 15.34 亿元，利润总额 1.43 亿元。

2. 资产质量

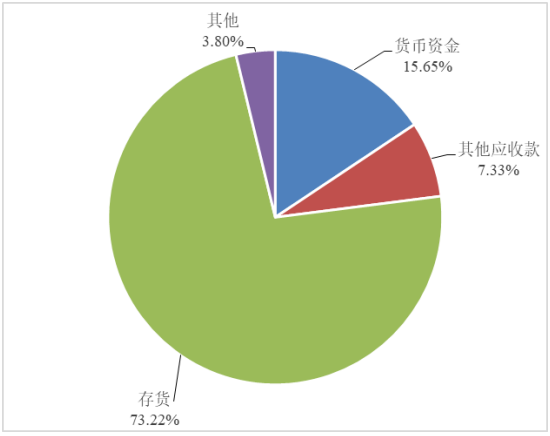
2019 年，公司资产规模略有增长，资产结构仍以流动资产为主。公司流动资产中仍保持一定规模的货币资金，存货仍存在一定跌价风险，其他应收款中的非经营性往来款对公司资金形成一定占用；非流动资产中长期股权投资持续增长，产生的投资收益对公司的利润贡献较多，但易受市场波动影响，具有不确定性。公司受限资产规模仍较高，尤其中信银行等优质金融股权资产质押比例较高，再融资空间相对较为有限；整体资产质量尚可。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1440.32 亿元，较年初增长 3.18%。其中，流动资产占 65.16%，非流动资产占 34.84%。公司资产仍以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 938.45 亿元，较年初增长 1.07%。公司流动资产主要由货币资金（占 15.65%）、其他应收款（占 7.33%）和存货（占 73.22%）构成。

图 3 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司货币资金 146.90 亿元，较年初下降 8.29%，主要系偿还到期债务规模增加所致。公司货币资金主要由银行存款（占 85.76%）和其他货币资金（占 14.24%）构成；货币资金中使用受限的资金为 21.65 亿元（主要包括用于质押的定期存款 1.27 亿元、其他货币资金中银行承兑汇票保证金 2.00 亿元、银行贷款保证金 16.84 亿元、按揭担保保证金 0.97 亿元等），受限比例为 14.73%，受限规模一般。

截至 2019 年底，公司其他应收款 68.81 亿元，较年初大幅增长 142.31%，主要系当期出售子公司债权导致应收债权转让款增加所致。公司其他应收款主要由往来款和股权债权转让款构成，分别为 34.59 亿元和 30.17 亿元，其中，往来款主要是公司按持股比例对联营企业新湖控股提供的资金拆借款 28.57 亿元，为非经营性资金往来，对公司资金形成一定占用；股权债权转让款全部为对融创集团形成的应收债权转让款。截至 2019 年底，公司其他应收款累计计提坏账准备 0.47 亿元，计提比例 0.67%。

截至 2019 年底，公司存货 687.17 亿元，较年初下降 2.33%。公司存货主要由开发成本构成，占比 90.89%；存货中用于抵押的受限规模为 191.72 亿元，占比 27.90%，受限规模

一般；公司对开发产品计提存货跌价准备 0.84 亿元，占比 0.12%。由于公司在三四线城市较大规模的存货未来销售前景存在一定不确定性，公司存货存在一定跌价风险。

非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 501.87 亿元，较年初增长 7.36%，主要系长期股权投资增长所致；公司非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 16.74%）和长期股权投资（占 69.60%）构成。

截至 2019 年底，公司新增其他非流动金融资产 84.01 亿元，主要系公司按照新金融工具准则的相关规定，将可供出售金融资产重新划分至其他权益工具投资和其他非流动金融资产科目所致。公司其他非流动金融资产全部为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，存在一定的公允价值波动风险。

截至 2019 年底，公司长期股权投资 349.29 亿元，较年初增长 9.39%，主要系一方面增加对杭州趣链科技有限公司、杭州宏华数码科技股份有限公司等企业的投资，另一方面当期确认的投资收益增加所致。公司长期股权投资主要是对联营企业中信银行（占 62.86%）、盛京银行（占 7.76%）、温州银行（占 6.77%）和新湖控股（占 6.18%）等企业的投资。截至 2019 年底，公司长期股权投资因质押而受限的规模合计 127.33 亿元，占当期长期股权投资账面价值的 36.45%；其中，公司持有的中信银行、盛京银行、温州银行、阳光保险股权已分别质押 45.93%、40.65%、26.67%和 100%，公司长期股权投资整体受限比例仍较高，其再融资空间较为有限。2019 年，公司权益法核算的长期股权投资收益为 28.51 亿元，同比增长 23.37%，主要系中信银行等投资收益增加所致；公司投资收益仍主要来自中信银行（共 23.34 亿元）。

截至 2019 年底，公司因抵押、质押、保证金等原因而受限的资产合计 371.09 亿元，占总资产的 25.76%，公司受限资产规模仍较高，再融资空间相对较为有限。

表 20　截至 2019 年底公司受限资产情况

（单位：亿元、%）

项目	期末账面价值	占总资产比重	受限原因
货币资金	21.65	1.50	抵押、质押、保证金等
其他应收款	0.25	0.02	质押
存货	191.72	13.31	抵押
长期股权投资	127.33	8.84	质押
其他非流动金融资产	20.73	1.44	质押
投资性房地产	6.88	0.48	抵押
固定资产	2.53	0.18	抵押
合计	**371.09**	**25.76**	--

资料来源：公司财务报告

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1450.44 亿元，较年初增长 0.70%。其中，流动资产占 64.67%，非流动资产占 35.33%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。公司流动资产仍以货币资金、其他应收款和存货为主，分别为 127.09 亿元、69.04 亿元和 703.57 亿元。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2019 年，公司所有者权益规模略有增长，但未分配利润占比仍较大，权益结构稳定性一般。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 351.63 亿元，较年初增长 3.08%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 97.93%，少数股东权益占比为 2.07%。归属于母公司所有者权益中，其中股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 24.97%、22.05%、0.38%和 50.60%。公司所有者权益中未分配利润占比仍较大，权益结构稳定性一般。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 352.94 亿元，较年初增长 0.37%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 98.14%，少

数股东权益占比为 1.86%。归属于母公司所有者权益中，其中股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 24.83%、21.93%、0.82%和 50.73%。

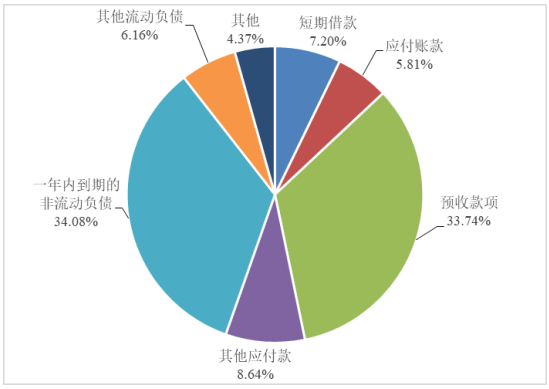
负债

2019 年，公司负债规模有所增长，流动负债占比进一步上升；有息债务结构以长期债务为主，债务负担仍较重；且公司于 2020 年和 2021 年仍将面临较大的偿付压力。

截至 2019 年底，公司负债总额 1088.69 亿元，较年初增长 3.21%。其中，流动负债占 50.53%（较年初上升 8.46 个百分点），非流动负债占 49.47%，公司流动负债占比进一步上升。

截至 2019 年底，公司流动负债 550.07 亿元，较年初增长 23.97%，主要系预收款项、其他应付款、一年内到期的非流动负债、其他流动负债等增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 7.20%）、应付账款（占 5.81%）、其他应付款（占 8.64%）、预收款项（占 33.74%）、一年内到期的非流动负债（占 34.08%）和其他流动负债（占 6.16%）构成。

图 4　截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司短期借款 39.60 亿元，较年初增长 34.64%，主要系融资需求较大所致。其中，保证借款占 32.73%，抵押并保证借款占 27.16%，抵押借款占 11.56%，质押借款占 17.50%，其余为信用借款、抵押、质押并保证借款等。

截至 2019 年底，公司应付账款 31.98 亿元，较年初增长 58.76%，主要系应付的工程款、拆迁款等增加所致。

截至 2019 年底，公司预收款项 185.60 亿元，较年初增长 13.47%，主要系预售房款增加所致。

截至 2019 年底，公司其他应付款 47.51 亿元，较年初增长 152.53%，主要系向联营企业股东应付的拆借款增加所致。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 187.44 亿元，较年初增长 13.05%，主要系一年内到期的应付债券规模增加所致。公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款（占 41.21%）、一年内到期的应付债券（占 44.79%）和一年内到期的其他非流动负债（占 10.67%）构成。

截至 2019 年底，公司其他流动负债 33.90 亿元，较年初增长 82.36%，主要系当期预提土地增值税增加所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债 538.62 亿元，较年初下降 11.87%，主要系一年内到期的长期借款、应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 65.99%）、应付债券（占 25.61%）、其他非流动负债（占 7.97%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 355.44 亿元，较年初下降 12.13%；长期借款主要由质押借款（71.22 亿元）、保证借款（115.10 亿元）、抵押并保证借款（40.44 亿元）和质押并保证借款（117.23 亿元）构成。从期限分布看，2021 年到期的占 10.27%，2022 年到期的占 41.65%，2023 年及以后到期的占 48.08%，公司长期借款期限结构较为合理。

截至 2019 年底，公司应付债券 137.95 亿元，较年初下降 22.50%，主要系“15 新湖债”“17 新湖中宝 MTN001”“平安-新湖中宝购房尾款资产支持专项计划”和“XINHU BVI N2003”（合计金额 83.95 亿元）当期转入一年内到期的非流动负债所致。从到期期限分

布看，若考虑投资者行使回售权，公司应付债券中于2020年回售的金额合计22.88亿元，2021年到期或回售的金额合计85.42亿元，2022年到期或回售的金额合计29.65亿元。考虑到一年内到期的非流动负债中即将到期的应付债券83.95亿元，公司2020年和2021年将存在较大的债券偿付压力。

表21　截至2019年底公司应付债券构成

（单位：年、亿元）

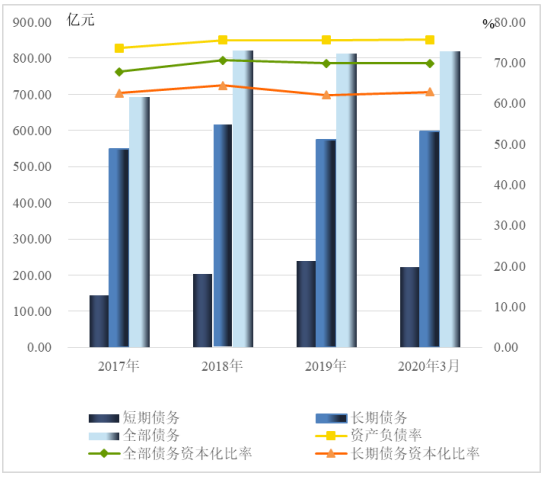
债券名称	发行时间	债券期限	发行金额	期末余额
16新湖01	2016/05/20	5（3+2）	35.00	25.88
17浙南教育ZR001	2017/12/08	4	1.00	1.00
18新湖中宝MTN001	2018/03/27	3	10.00	10.00
18中宝01	2018/03/23	4（2+2）	5.00	4.96
18中宝02	2018/09/10	4（2+2）	18.00	17.92
XINHU BVI N2112	2018/12/20	3	16.47	15.95
19新湖01	2019/09/06	4（2+2）	7.50	7.49
19新湖03	2019/11/22	4（2+2）	9.20	9.19
19利得01	2019/11/22	2	8.00	7.95
19利得02	2019/11/22	23个月	8.00	7.95
XINHU BVI N2203	2019/03/14	3	19.18	18.58
XINHU BVI N2206	2019/06/12~2019/06/28	3	11.16	11.07
合计	--	--	**148.52**	**137.95**

资料来源：公司财务报告

截至2019年底，公司其他非流动负债42.92亿元，较年初增长69.03%，主要系信托类借款及资管类贷款增加所致，相关资金用途包括债权转让、股权收益权转让和项目收益权转让等。从融资成本看，信托平均融资成本10.30%、资管平均融资成本10.44%；从期限分布看，2021年到期的占44.46%，2022年到期的占55.54%。

有息债务方面，将其他流动负债中有息债务部分计入短期债务、其他应付款以及其他非流动负债中有息债务部分计入长期债务。截至2019年底，公司全部债务806.83亿元，较年初下降1.66%，变化不大。其中，短期债务232.35亿元（占比28.80%），较年初增长14.84%，主要系一年内到期的中长期债务规模增长所致；长期债务574.47亿元（占比71.20%），较年初下降7.06%。公司债务结构仍以长期债务为主，但短期债务占比有所提升。债务指标方面，截至2019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75.59%、69.65%和62.03%，较年初分别上升0.03个百分点、下降0.98个百分点和下降2.41个百分点。整体看，公司整体债务负担仍较重。

图5　近年公司债务情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年3月底，公司全部债务812.03亿元，较年初增长0.65%。其中，短期债务214.99亿元（占26.48%），较年初下降7.47%，主要系当期偿还部分到期债务所致；长期债务597.04亿元（占73.52%），较年初增长3.93%。从债务到期分布期限来看，在考虑债券回售的情况下，公司有息债务中（不含其他应付款中的有息债务部分金额），2020年4－12月到期规模206.55亿元（其中债券部分76.61亿元）、2021年到期规模181.89亿元（其中债券部分98.86亿元）、2022年及以后到期规模384.70亿元（其中债券部分10.89亿元），公司2020年和2021年仍将面临较大的偿付压力。债务指标方面，截至2020年3月底，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75.67%、69.70%和62.85%，较年初分别上升

0.08 个百分点、上升 0.05 个百分点和上升 0.82 个百分点；公司债务负担仍较重。

表22　截至2020年3月底公司有息债务期限分布情况

（单位：亿元）

时间	假设债券不回售		假设债券全部回售	
	到期债务金额	到期债券金额	到期债务金额	到期债券金额
2020 年 4－12 月	172.09	42.15	206.55	76.61
2021 年	152.37	69.34	181.89	98.86
2022 年及以后	448.68	74.87	384.70	10.89
合计	**773.14**	**186.36**	**773.14**	**186.36**

注：1.由于公司对其他应付款中有息债务部分的还款期限不能准确估计，故上表数据中未包含相关有息债务金额；2.上表数据中已剔除相关科目中应付利息的影响

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2019 年，受公司各主营业务板块收入下降以及公允价值变动收益下降等因素影响，公司营业收入及利润总额均有所下降；但投资收益对公司利润形成有效补充；公司整体盈利能力尚可。

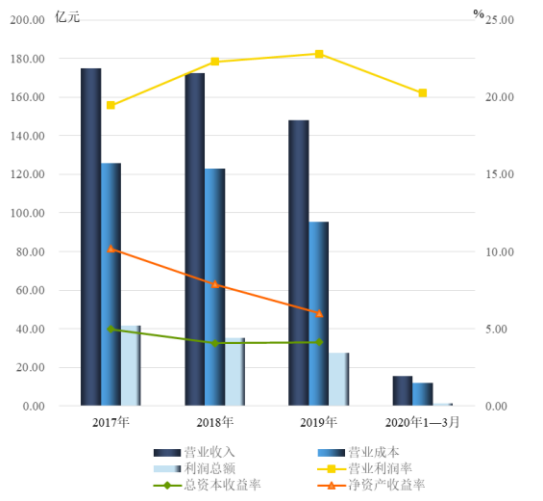
2019 年，公司实现营业收入 148.10 亿元，同比下降 14.03%，主要系房地产业务结转收入、贸易收入及海涂开发业务收入均较上年有所下降所致；实现利润总额 21.12 亿元，同比下降 21.60%，主要系一方面房地产业务结转收入下降，另一方面 51 信用卡事件导致公允价值变动收益下降所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 34.68 亿元，同比增长 42.52%，主要系财务费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 11.46%、12.84%和 75.70%，以财务费用为主。2019 年，公司财务费用为 26.25 亿元，同比增长 54.61%，主要系当期非资本化利息规模增加及平均融资成本略有上升等因素影响所致。

从利润构成来看，公司利润主要来自主营业务产生的经营性利润和投资收益。2019 年，公司投资收益为 36.44 亿元，同比增长 46.35%，主要系来自于中信银行等被投资企业的投资收益增加以及处置浙江瓯瓴实业有限公司等子公司部分股权所取得投资收益增加所致；综上，公司投资收益占营业利润的比重由上年的 70.16%上升至 128.49%，对营业利润形成有效补充。同期，公司公允价值变动损益为-6.90 亿元（上年同期为-0.87 亿元），主要系受 51 信用事件影响所致；公允价值变动损益占营业利润的比重为 24.32%，对营业利润影响较大。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 22.81%、4.16%和 6.01%，较上年分别上升 0.51 个百分点、上升 0.09 个百分点和下降 1.89 个百分点。

图 6　近年公司盈利情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 15.34 亿元，同比增长 16.11%，主要系房地产结转收入增加所致；实现利润总额 1.43 亿元，同比大幅下降 81.96%，主要系公允价值变动收益下降所致。

5. 现金流分析

2019 年，受上海旧改项目拆迁款投入减少以及投资规模下降等因素影响，公司经营活动净现金流及投资活动净现金流均由上年

的净流出转为净流入；但随着到期债务规模的增长，公司筹资活动现金流出规模大幅增长。考虑到公司未来 1~2 年的到期债务规模较大，其未来融资压力仍较大，需对外部融资环境的变化予以关注。

表 23　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入量	234.76	197.07	193.85	32.01
现金收入比	118.87	104.90	123.53	189.06
经营活动产生的现金流量净额	16.83	-37.79	22.68	-10.02
投资活动产生的现金流量净额	-64.33	-40.69	20.22	-1.63
筹资活动前现金流净额	-47.50	-78.47	42.90	-11.65
筹资活动产生的现金流量净额	51.78	60.97	-63.38	-8.18

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动看，2019 年，公司经营活动现金流入 193.85 亿元，同比下降 1.64%，变化不大；公司经营活动现金流出 171.17 亿元，同比下降 27.12%，主要系上海旧改项目拆迁工作逐步进入收尾阶段，导致当期拆迁款投入减少所致。综合以上因素，2019 年公司经营活动现金流量净额为 22.68 亿元，由上年的净流出转为净流入。

从投资活动看，2019 年，公司投资活动现金流入 68.74 亿元，同比下降 43.97%，主要系赎回理财产品大幅减少所致；投资活动现金流出 48.51 亿元，同比下降 70.30%，主要系购买理财产品减少以及对联营企业、非全资子公司等的拆借款减少所致。综合以上因素，公司投资活动现金流净额为 20.22 亿元，由上年的净流出转为净流入。

2019 年，公司筹资活动前现金流量净额为 42.90 亿元，现金流状况明显改善。但考虑到公司未来 1~2 年的到期债务规模较大，仍存在一定的融资需求。

从筹资活动看，2019 年，公司筹资活动现金流入 402.48 亿元，同比增长 25.58%，主要系融资规模扩大所致；公司筹资活动现金流出 465.85 亿元，同比大幅增长 79.51%，主要系偿还到期债务规模增加所致。综合以上因素，公司筹资活动产生的现金流量净额为-63.38 亿元，由上年的净流入转为净流出。考虑到公司未来 1~2 年的到期债务规模较大，其未来融资压力仍较大，需对外部融资环境的变化予以关注。

2020 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-10.02 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-1.63 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-8.18 亿元。

6. 偿债能力

公司长短期偿债能力指标表现较弱。考虑到公司在土地储备及开发规模等方面具备一定竞争优势，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率与速动比率分别为 170.61%和 45.68%，均较上年底有所下降；截至 2020 年底，上述指标分别为 174.64%和 43.63%，流动资产对流动负债的保障程度尚可。2019 年，公司经营现金流动负债比为 4.12%，指标较弱。2019 年底和 2020 年 3 月底，公司现金短期债务比分别为 0.72 倍和 0.68 倍，现金类资产对短期债务的保障程度有所下降。整体看，公司短期偿债能力指标较弱。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 55.65 亿元，同比下降 1.37%。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 1.19 倍下降至 1.02 倍，主要系利润规模下降的同时利息规模有所增长所致，EBITDA 对利息的覆盖程度较弱。2019 年，公司全部债务/EBITDA 为 14.50 倍，较上年变化不大，EBITDA 对全部债务的覆盖程度仍较弱。整体看，公司长期债务偿债能力指标仍较弱。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 788.46 亿元，其中未使用银行授信额度 254.56 亿元，间接融资渠道较为通畅。此

外，公司为 A 股上市公司，具备资本市场直接融资渠道，但考虑到公司实际控制人及控股股东对公司股票的质押比例较高，再融资空间较小。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额为 72.68 亿元，占期末净资产的 20.59%；其中关联方担保余额为 35.96 亿元，主要是对控股股东新湖集团提供的担保 35.60 亿元；非关联方担保余额为 36.72 元，主要系对上海玛宝房地产开发有限公司 35.10 亿元的担保。公司对外担保方式均为连带责任担保，且均未有逾期现象，或有负债风险较可控。

截至 2020 年 3 月底，公司无重大未决诉讼或仲裁情况。

7. 同行业对比情况

与同行业相比，公司资产规模尚可，但债务负担较重，盈利水平一般。

表 24　2019 年同业对比数据情况

项目	新湖中宝	广东珠江投资股份有限公司	江苏中南建设集团股份有限公司
资产总额（亿元）	1440.32	1792.30	2905.71
所有者权益（亿元）	351.63	426.82	268.23
全部债务（亿元）	813.42	838.69	815.76
资产负债率（%）	75.59	76.19	90.77
全部债务资本化比率(%)	69.82	66.27	75.26
营业收入（亿元）	148.10	123.30	718.31
利润总额（亿元）	27.56	20.12	61.55
营业利润率（%）	22.81	26.43	14.13

注：广东珠江投资股份有限公司与江苏中南建设集团股份有限公司的全部债务数据未进行调整
资料来源：联合资信整理

8. 过往债务履约情况

根据中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G1033040200095790M），截至 2020 年 5 月 25 日，公司未结清贷款无关注类、不良类信贷信息记录，已结清的贷款中有 28 笔属于关注类信贷信息记录。以上关注类信贷信息记录均属银行系统操作问题。

9. 母公司财务分析

母公司资产主要系对子公司的投资以及与子公司、关联方的往来款，自身债务负担尚可，利润主要来源于投资收益。

截至 2019 年底，母公司资产总额 479.87 亿元，较年初下降 8.69%。其中，流动资产 239.71 亿元（占 49.95%），非流动资产 240.16 亿元（占 50.05%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 22.53%）和其他应收款（占 74.08%，系与子公司和关联方的往来款以及股权债权转让款）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 56.58%，主要系对子公司、联营和合营企业的股权投资）、其他权益工具投资（占 28.40%）和其他非流动金融资产（占 13.43%）构成。截至 2019 年底，母公司货币资金为 54.01 亿元。

截至 2019 年底，母公司负债总额 280.29 亿元，较年初下降 13.95%。其中，流动负债 175.82 亿元（占 62.73%），非流动负债 104.47 亿元（占 37.27%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 16.98%）、其他应付款（占 39.80%）和一年内到期的非流动负债（占 38.13%）构成；非流动负债主要由应付债券（占 72.22%）和其他非流动负债（占 27.78%）构成。截至 2019 年底，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 58.41%和 46.91%，均较年初有所下降，母公司债务负担尚可。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 199.58 亿元，较年初下降 0.11%；其中，股本为 85.99 亿元（占 43.09%）、资本公积合计 78.07 亿元（占 39.12%）、未分配利润合计 32.43 亿元（占 16.25%）、盈余公积合计 11.08 亿元（占 5.55%）。母公司所有者权益中股本和资本公积占比较高，权益稳定性较好。

损益方面，2019 年，母公司营业收入为

25.42 亿元，利润总额为 7.92 亿元。本期，投资收益为 31.53 亿元，主要为对子公司投资产生的投资收益；投资收益为母公司利润的主要来源。

现金流方面，2019 年，母公司经营活动现金流净额为 19.27 亿元；投资活动净现金流为 103.52 亿元，筹资活动现金流量净额为 -111.09 亿元。

10. 抗风险能力

公司作为房地产开发上市公司，土地储备规模较大，金融投资业务收益良好。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、存续期债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量、EBITDA和现金类资产对存续期中期票据的保障程度较高。但若考虑公司其他存续债券，则存在较大的集中偿付压力。

截至2020年3月底，公司存续期内由联合资信评级的债券为“17新湖中宝MTN001”（将于2020年11月7日到期）和“18新湖中宝MTN001”（将于2021年3月29日到期），发行额度合计20亿元。

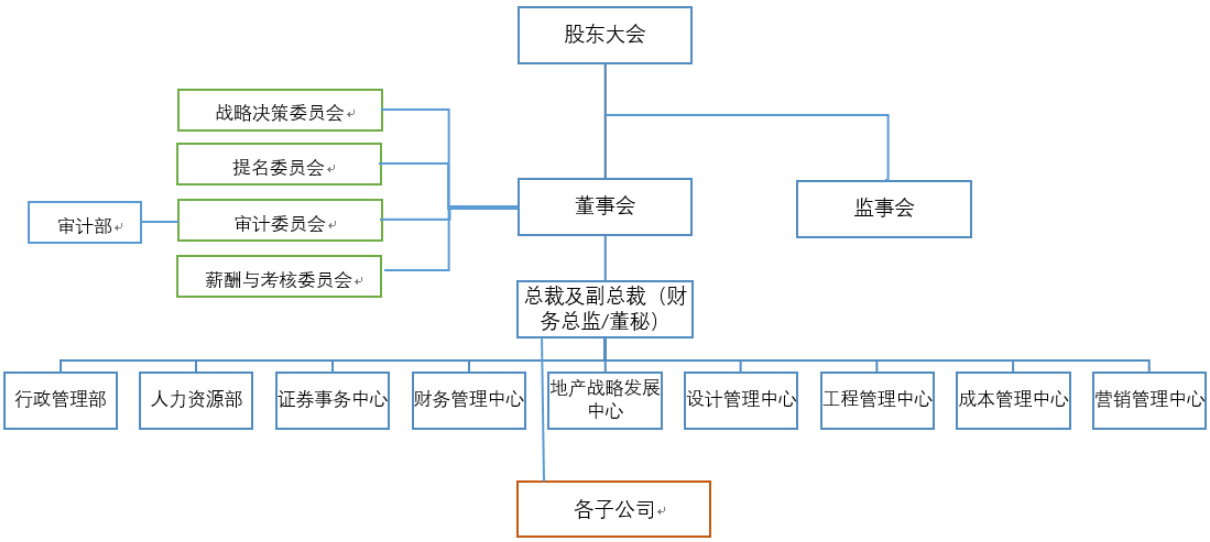
2019 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 和现金类资产分别为 20 亿元的 9.69 倍、1.13 倍、2.78 倍和 8.32 倍，公司现金类资产、EBITDA 和经营活动现金流入量对存续期中期票据的保障程度较高。

若考虑公司所有存续债券情况，同时假设投资者行使回售权（详见表 22），则 2021 年公司存续期内债券单年偿还最高额度为 98.86 亿元。按单年偿还最高额度进行测算，2019 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为98.86亿元的 1.96 倍、0.23 倍和 0.56 倍，公司面临较大的集中偿付压力。

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^+，并维持“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 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司合并范围子公司情况

序号	子公司名称	注册地	业务性质	持股比例（%）	
				直接	间接
1	沈阳沈北金谷置业有限公司	沈阳	房地产业	--	100.00
2	沈阳青蓝装饰工程有限公司	沈阳	装修、景观园林工程	--	100.00
3	沈阳新湖明珠置业有限公司	沈阳	房地产业	--	100.00
4	天津新湖凯华投资有限公司	天津	房地产业	--	100.00
5	天津新湖中宝投资有限公司	天津	房地产业	100.00	--
6	义乌北方（天津）国际商贸城有限公司	天津	市场建设、房地产开发	--	100.00
7	天津新湖物业发展有限公司	天津	市场管理及服务	--	100.00
8	天津海建市政工程有限公司	天津	市政、装修、景观	--	100.00
9	滨州新湖房地产开发有限公司	滨州	房地产业	--	100.00
10	南通新湖置业有限公司	南通	房地产业	--	100.00
11	南通启阳建设开发有限公司	南通	房地产业	--	100.00
12	南通启新置业有限公司	南通	房地产业	--	100.00
13	启东新湖建设发展有限公司	南通	房地产业	--	100.00
14	苏州充橙商业管理有限公司	吴江	商业管理	--	100.00
15	上海新湖城市开发有限公司	上海	房地产业	--	100.00
16	上海新湖天虹城市开发有限公司	上海	房地产业	--	100.00
17	杭州新湖明珠置业有限公司	杭州	房地产业	--	100.00
18	杭州新湖鸬鸟置业有限公司	杭州	房地产业	--	100.00
19	浙江新湖海创地产发展有限公司	杭州	房地产业	--	100.00
20	嘉兴新湖中房置业有限公司	嘉兴	房地产业	51.00	--
21	舟山新湖置业有限公司	舟山	房地产业	45.00	55.00
22	丽水新湖置业有限公司	丽水	房地产业	--	100.00
23	温岭新湖地产发展有限公司	温岭	房地产业	--	100.00
24	温岭锦辉置业有限公司	温岭	房地产业	--	51.00
25	乐清新湖置业有限公司	乐清	房地产业	--	65.00
26	瑞安市中宝置业有限公司	瑞安	房地产业	--	95.00
27	平阳伟成置业有限公司	平阳	房地产业	51.00	49.00
28	平阳安瑞置业有限公司	平阳	房地产业	51.00	49.00
29	平阳宝瑞置业有限公司	平阳	房地产业	51.00	49.00
30	平阳隆瑞置业有限公司	平阳	房地产业	--	100.00
31	九江新湖中宝置业有限公司	九江	房地产业	--	100.00
32	启东新湖投资开发有限公司	南通	江海滩涂围垦	100.00	--
33	启东三水汇生态环境科技有限公司	南通	健身、垂钓、会议服务；农作物种植、销售、租赁	--	100.00
34	启东新湖碧海旅游管理有限公司	南通	旅游服务、餐饮服务	--	100.00
35	上海拓驿投资管理有限公司	上海	投资	100.00	--
36	新湖中宝投资管理有限公司	杭州	投资	100.00	--
37	浙江新湖金融信息服务有限公司	杭州	金融服务	100.00	--
38	浙江新湖智脑投资管理合伙企业（有限合伙）	杭州	投资	50.00	50.00

39	浙江新湖乐居科技有限公司	杭州	计算机软件开发	100.00	--
40	浙江智新科技有限公司	杭州	投资	100.00	--
41	浙江启安实业有限公司	杭州	项目管理	80.00	20.00
42	浙江启珩实业有限公司	杭州	项目管理	72.00	28.00
43	浙江启辉实业有限公司	杭州	项目管理	30.00	70.00
44	浙江启隆实业有限公司	杭州	项目管理	63.75	36.25
45	浙江启信实业有限公司	杭州	项目管理	68.00	32.00
46	浙江启远实业有限公司	杭州	项目管理	--	100.00
47	浙江启智实业有限公司	杭州	项目管理	100.00	--
48	浙江启丰实业有限公司	杭州	项目管理	100.00	--
49	贵州新湖能源有限公司	毕节	矿产品销售、能源项目投资	100.00	--
50	浙江新湖国际教育投资有限公司	嘉兴	教育产业的投资、开发	--	100.00
51	嘉兴南湖国际实验中学	嘉兴	普通中学	--	100.00
52	嘉兴市南湖区南湖国际罗马都市幼儿园	嘉兴	学前教育	--	100.00
53	嘉兴经济技术开发区世贸新城幼儿园	嘉兴	教育服务	--	60.00
54	新湖影视传播有限公司	杭州	影视投资、广告、文化教育培训等	100.00	--
55	上海众孚实业有限公司	上海	实业投资	--	100.00
56	上海融喆投资发展有限公司	上海	投资	--	95.00
57	香港新湖投资有限公司	香港	投资	100.00	--
58	泰昌投资有限公司	英属维尔京群岛	投资	--	100.00
59	香港新澳投资有限公司	香港	投资	100.00	--
60	香港冠盛投资有限公司	香港	投资	--	100.00
61	澳洲兴澳投资有限公司	澳大利亚	投资	--	100.00
62	Xinhu (BVI) Holding Company Limited	英属维尔京群岛	投资	--	100.00
63	Xinhu (Oversea) 2017 Investment Company Limited	英属维尔京群岛	投资	--	100.00
64	Xinhu (BVI)2018 Holding Company Limited	英属维尔京群岛	投资	--	100.00
65	冠瑞投资有限公司	英属维尔京群岛	投资	--	100.00
66	泰信控股有限公司	开曼群岛	投资	--	100.00
67	泰融控股有限公司	开曼群岛	投资	--	100.00
68	冠宏投资有限公司	开曼群岛	投资	--	100.00
69	沈阳新湖房地产开发有限公司	沈阳	房地产业	--	100.00
70	泰安新湖房地产开发有限公司	泰安	房地产业	--	100.00
71	苏州新湖置业有限公司	吴江	房地产业	--	100.00
72	上海中瀚置业有限公司	上海	房地产业	100.00	--
73	上海新湖房地产开发有限公司	上海	房地产业	--	63.00
74	新湖地产集团有限公司	杭州	房地产业	100.00	--
75	杭州新湖美丽洲置业有限公司	杭州	房地产业	--	100.00
76	衢州新湖房地产开发有限公司	衢州	房地产业	--	100.00
77	绍兴百大房地产有限责任公司	绍兴	房地产业	90.00	10.00
78	绍兴市红太阳物业管理有限公司	绍兴	物业管理	10.00	90.00
79	温州新湖房地产开发有限公司	温州	房地产业	100.00	--
80	九江新湖远洲置业有限公司	九江	房地产业	100.00	--

81	上海亚龙古城房地产开发有限公司	上海	房地产业	--	100.00
82	浙江新兰得置业有限公司	杭州	房地产业	--	100.00
83	浙江澳辰地产发展有限公司	兰溪	房地产业	--	100.00
84	海南满天星旅业开发有限公司	三亚	旅游业、房地产业	--	50.50
85	平阳县利得海涂围垦开发有限公司	平阳	海涂开发	51.00	29.00
86	丰宁承龙矿业有限公司	丰宁	矿产品勘查、购销	80.00	--
87	浙江允升投资集团有限公司	嘉兴	实业投资	100.00	--
88	杭州大清谷旅游开发有限公司	杭州	旅游服务	--	90.00
89	嘉兴新国浩商贸有限公司	嘉兴	商业贸易	--	100.00
90	杭州余杭财经投资有限公司	杭州	投资	--	100.00
91	杭州鸬鸟旅游开发有限公司	杭州	旅游资源开发	--	100.00
92	Total Partner Global Limited	英属维尔京群岛	投资	--	100.00
93	Summit Idea Limited	英属维尔京群岛	投资	--	100.00

资料来源：公司 2019 年年报

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	184.09	175.01	166.35	147.26
资产总额（亿元）	1245.69	1395.98	1440.32	1450.44
所有者权益（亿元）	329.00	341.13	351.63	352.94
短期债务（亿元）	144.40	202.32	232.35	214.99
长期债务（亿元）	548.83	618.09	574.47	597.04
全部债务（亿元）	693.23	820.41	806.83	812.03
营业收入（亿元）	175.00	172.27	148.10	15.34
利润总额（亿元）	41.79	35.28	27.56	1.43
EBITDA（亿元）	59.72	56.42	55.65	--
经营性净现金流（亿元）	16.83	-37.79	22.68	-10.02
财务指标				
销售债权周转次数（次）	209.91	37.48	33.39	--
存货周转次数（次）	0.23	0.19	0.14	--
总资产周转次数（次）	0.15	0.13	0.10	--
现金收入比（%）	118.87	104.90	123.53	189.06
营业利润率（%）	19.47	22.30	22.81	20.27
总资本收益率（%）	4.97	4.07	4.16	--
净资产收益率（%）	10.18	7.90	6.01	--
长期债务资本化比率（%）	62.52	64.44	62.03	62.85
全部债务资本化比率（%）	67.82	70.63	69.65	69.70
资产负债率（%）	73.59	75.56	75.59	75.67
流动比率（%）	220.08	209.26	170.61	174.64
速动比率（%）	61.02	50.71	45.68	43.64
经营现金流动负债比（%）	4.51	-8.52	4.12	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.44	1.19	1.02	--
全部债务/EBITDA（倍）	11.61	14.54	14.50	--

注：公司 2020 年 1—3 月财务报表未经审计；公司 2018 年财务数据采用 2019 年期初数；2017－2020 年 3 月其他流动负债中有息债务部分计入短期债务、其他应付款以及其他非流动负债中有息债务部分计入长期债务，相关指标计算均在此调整基础上进行

附件 2-2　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	90.79	39.54	54.01	34.49
资产总额(亿元)	483.08	525.54	479.87	475.59
所有者权益(亿元)	203.63	199.80	199.58	186.99
短期债务(亿元)	41.83	106.51	100.90	110.04
长期债务(亿元)	172.77	134.78	75.44	62.96
全部债务(亿元)	214.60	241.29	176.34	173.00
营业收入(亿元)	23.02	22.12	25.42	7.89
利润总额(亿元)	16.01	8.18	7.92	3.71
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	-0.10	12.84	19.27	-0.30
财务指标				
销售债权周转次数(次)	131.24	588.12	882.20	--
存货周转次数(次)	*	*	*	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.05	--
现金收入比(%)	111.21	112.18	108.51	105.25
营业利润率(%)	5.13	0.32	0.29	0.42
总资本收益率(%)	/	/	/	--
净资产收益率(%)	7.31	4.09	3.97	--
长期债务资本化比率(%)	45.90	40.28	27.43	25.19
全部债务资本化比率(%)	51.31	54.70	46.91	48.06
资产负债率(%)	57.85	61.98	58.41	60.68
流动比率(%)	231.16	154.42	136.34	120.56
速动比率(%)	231.15	154.42	136.33	120.56
经营现金流动负债比(%)	-0.11	7.40	10.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注：母公司 2020 年 1－3 月财务报表未经审计；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息；“*”表述数据过大，不具参考意义

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-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+应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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

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　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。

附件 4-3　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