

信用等级公告

联合[2016]312号

新湖中宝股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对新湖中宝股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

新湖中宝股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

新湖中宝股份有限公司拟发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年四月二十八日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

新湖中宝股份有限公司

2016 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 35 亿元（含）

本次债券期限：品种一为 5 年期，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 7 年期，附第 4 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2016 年 4 月 28 日

财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	585.79	708.49	890.67
所有者权益(亿元)	141.66	205.06	254.01
长期债务(亿元)	183.26	193.68	284.38
全部债务(亿元)	304.12	352.12	457.73
营业收入(亿元)	92.09	110.38	116.36
净利润(亿元)	9.75	11.46	10.42
EBITDA(亿元)	20.47	22.91	25.55
经营性净现金流(亿元)	-8.62	-50.08	7.02
营业利润率(%)	19.28	15.65	18.60
净资产收益率(%)	6.94	6.61	4.54
资产负债率(%)	75.82	71.06	71.48
全部债务资本化比率(%)	68.22	63.20	64.31
流动比率	1.80	1.89	1.99
EBITDA 全部债务比	0.067	0.065	0.056
EBITDA 利息倍数(倍)	0.80	0.73	0.71
EBITDA/本次发债余额(倍)	0.58	0.65	0.73

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。

2、本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；除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对新湖中宝股份有限公司（以下简称“公司”或“新湖中宝”）的评级反映了公司作为具备较强综合实力的房地产开发上市公司，在土地成本及规模、区域布局、金融投资多元化发展等方面的优势。近年来，公司通过海涂开发业务在获取规模收益同时强化了其土地储备优势。公司在上海核心区域的地产项目储备增加，有效提升了公司可售项目的变现能力和盈利能力。公司轮动推盘销售，有效降低了市场风险，销售回笼资金规模大。公司在金融投资领域适度投资取得了较大规模投资收益，对公司整体利润形成了良好补充，并取得了较为优质的金融股权。

同时，联合评级也关注到公司受限资产占比较大，且债务负担略重，面临一定短期偿付压力，在建及拟建规模大，存在资本支出压力等因素对公司信用水平产生的不利影响。

公司依托地产板块显著的成本优势、持有的优质金融股权投资收益，以及未来地产与互联网金融双主业的均衡发展，公司盈利能力有望保持在较高水平。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司房地产开发实力较强，业务区域分布较为广泛，有效降低了单一市场波动风险。
2. 公司通过长期持续经营，积累了大量土地储备，且在主要业务区域内成本优势明显。目前公司在建项目及可售面积规模较大，可满足公司长期经营需求。同时，公司通过海涂开发业务在获取规模收益同时进一步强化了其项目储备优势。

3. 公司在金融投资领域适度投资取得了较大规模投资收益, 对公司整体利润形成了良好补充, 并取得了较为优质的金融股权。未来, 公司地产和金融双主业的均衡发展也有助于其平滑行业波动风险。

4. 2015 年 11 月公司通过非公开发行, 净募集资金 50 亿元, 公司权益资本实力得以提升, 整体流动性得到较好补充。

5. 公司在上海核心区域的地产项目储备增加, 有效提升了公司可售项目的变现能力和盈利能力。

关注

1. 公司债务负担较重, 未来资本支出规模较大, 可能推动公司债务规模的持续增长; 同时近两年公司待偿还债务规模较大, 面临一定集中偿付压力。

2. 近年公司项目建设支出和土地支出规模相对较大, 一、二级联动开发业务整体开发周期较长, 回款速度较慢, 公司存在一定的资金周转压力。

3. 公司项目的区域分布中二、三线城市占比较高, 部分二、三线城市地产项目去库存压力较大。

4. 公司受限资产规模较大, 对资产整体流动性有所影响。

分析师

周 旭

电话: 010-85172818

邮箱: zhoux@unitedratings.com.cn

刘亚利

电话: 010-85172818

邮箱: lyl@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层 (100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

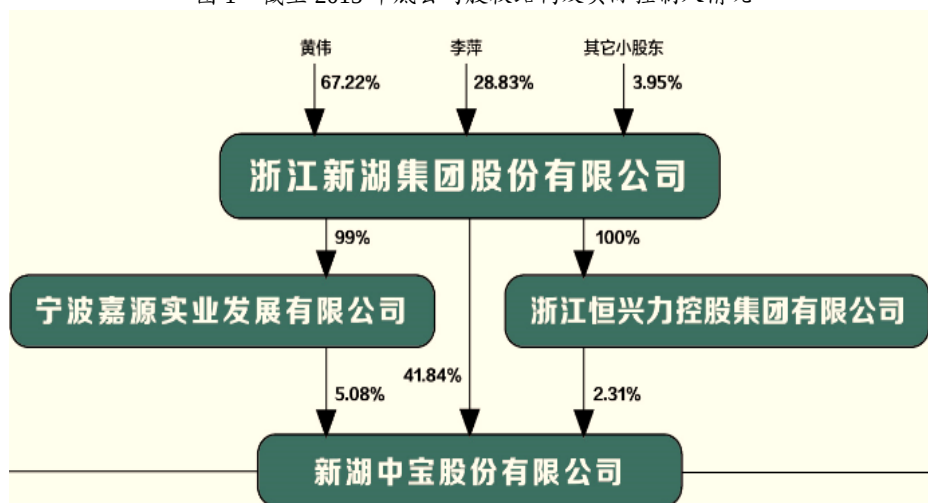


一、主体概况

新湖中宝股份有限公司（以下简称“公司”或“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 5,000 万元，发行股份 500 万股，每股面值 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，股票简称：新湖中宝，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、股权激励以及吸收合并浙江新湖创业投资股份有限公司，截至 2015 年底，公司注册资本 909,967 万元，其中，有限售条件的流通股占 10.58%，无限售条件的流通股占 89.42%。

截至 2015 年底，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 38.07 亿股股份，持股比例为 41.84%，通过其持股 99% 的子公司宁波嘉源实业发展有限公司持有公司 4.62 亿股股份，间接持股比例为 5.08%，通过其全资子公司浙江恒兴力控股集团有限公司持有公司 2.10 亿股股份，间接持股比例为 2.31%；新湖集团为公司控股股东。黄伟持有新湖集团 67.22% 的股份，为公司实际控制人。

图 1 截至 2015 年底公司股权结构及实际控制人情况



资料来源：公司提供

公司主要经营范围：煤炭（《煤炭经营资格证》有效期至 2016 年 6 月 30 日）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）、家俱、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。（依法需经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2015 年底，公司本部下设设计管理中心、工程管理中心、造价管理中心、营销管理中心、资金部、财务部、投资部、人力资源部、证券事务部、行政管理部等 10 个职能部门，纳入合并范围的子公司 72 家。截至 2015 年底，公司拥有在职员工 1,790 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 890.67 亿元，负债合计 636.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益）254.01 亿元。2015 年，公司实现营业收入 116.36 亿元，净利润（含少数股东损益）10.42 亿元，其中归属于母公司净利润 11.61 亿元；2015 年，公司经营活动现金流量净额为 7.02 亿元，现金及现金等价物净增加额 25.14 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。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“新潮中宝股份有限公司 2016 年公司债券”，预计发行规模为不超过人民币 35 亿元（含 35 亿元），发行时引入投资者品种置换选择权。本次债券分为 2 个品种，品种一为 5 年期，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 7 年期，附第 4 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券为固定利率债券，单利按年计息，不计复利。品种一的票面年利率将根据簿记建档结果确定，品种二的票面年利率为品种一的票面年利率加一定基点。本次债券采取网下面向合格投资者询价配售的方式，由发行人与联席主承销商根据询价情况进行债券配售。本次债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还金融机构借款、调整债务结构和补充流动资金。

三、行业分析

公司主营业务以房地产开发、商业贸易和海涂开发¹为主，但公司营业收入和营业利润主要来自于房地产业务，公司属于房地产行业。

1. 行业概况

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

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房地产企业普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房地产企业较难进入。

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三，高负债、高风险、波动性大。房地产企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一

¹海涂开发业务主要指围海造地工程，包括对海域使用权范围内区域海域围海造地、对江滩土地围垦和清理以及区域内公共基础设施建设等。

些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地由政府相关部门发生种种联系。

从近年房地产行业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是2011年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年9月~11月，一二线城市房地产成交价格均出现一定程度的下跌。受2011年行业低迷影响，2012年房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。进入2013年，中国房地产市场景气度明显回升，房地产开发投资增速明显。

2014年以来，中国经济增长继续放缓，中国房地产行业也进入一个调整期，尤其是在上半年整体市场都面临较大的压力。下半年开始，随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消，需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长，但增速放缓。从国家统计局发布的数据来看，2014年，全国房地产开发投资95,036亿元，比上年名义增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），比2013年回落9.3个百分点。其中，住宅投资64,352亿元，较上年增长9.2%。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.7%。2014年，房地产开发企业房屋施工面积726,482万平方米，比上年增长9.2%。其中，住宅施工面积515,096万平方米，增长5.9%。房屋新开工面积179,592万平方米，下降10.7%，降幅扩大1.7个百分点。其中，住宅新开工面积124,877万平方米，下降14.4%。房屋竣工面积107,459万平方米，增长5.9%，增速回落2.2个百分点。其中，住宅竣工面积80,868万平方米，增长2.7%。

2015年，全国房地产开发投资95,979亿元，比上年名义增长1.0%（扣除价格因素实际增长2.8%），其中，住宅投资64,595亿元，比上年增长0.4%。全年房屋施工面积735,693万平方米，比上年增长1.3%，其中，住宅施工面积511,570万平方米，比上年下降0.7%。房屋新开工面积154,454万平方米，比上年下降14.0%，其中，住宅新开工面积106,651万平方米，比上年下降14.6%。全年土地购置面积22,811万平方米，比上年下降31.7%。

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，2014年以来，房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。2015年，中国房地产市场在政策刺激下有所增长，未来随着各项政策的放宽，我国房地产市场基本面整体趋好。

2. 市场供需

土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2011年开始，受国家对房地产企业的严厉调控政策影响，土地市场呈现出明显低迷的态势，但当年全国土地出让收入却仍高达3.15万亿元，创历史新高，北京、上海等地已经进入土地收入“千亿俱乐部”。2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，全国300个城市土地共成交近12亿平方米，较上年同期下降14.6%，其中，住宅用地成交3.8亿平方米，同比下降23.1%。

2013年，全国土地供应规模增加，以北京、上海等重点城市土地市场量价齐升，全年出让金额创历史新高，上海突破两千亿大关。2014年，房地产行业进入调整期，土地供应量大幅减少。

全国300个城市共推出土地36,260宗，同比减少20%；土地面积135,659万平方米，同比减少24%；出让金金额为23,412亿元，同比27%。其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）11,088宗，同比减少26%；土地面积48,486万平方米，同比减少28%；出让金总额为16,001亿元，同比减少27%。

2015年，全国300个城市共推出土地31,686宗，同比减少14%；土地面积113,235万平方米，同比减少18%；出让金总额为21,793亿元，同比减少10%。其中，住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）9,332宗，同比减少18%；土地面积37,295万平方米，同比减少24%；出让金总额15,776亿元，同比减少4%。

土地溢价率方面，2014年受房地产市场不景气影响，各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至10%；其中，住宅类用地平均溢价率为12%，较2013年同期下降7个百分点。尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落，但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增为1,234元/平方米，同比上涨6%。从各线城市来看，一线城市推出面积0.37亿平方米，成交土地面积0.34亿平方米，同比分别减少26%和27%；楼面均价7,705元/平方米，同比上涨41%；土地溢价率25%，比2013年下降7个百分点，但土地价格依然相对坚挺。二线城市推出土地面积5.20亿平方米，成交土地面积4.32亿平方米，同比分别减少20%和23%，跌幅为各线城市最小；楼面均价1,337元/平方米，同比下降4%；土地溢价率8%，同比下降8个百分点。三四线城市推出土地面积8.00亿平方米，成交土地面积5.74亿平方米，同比分别减少26%和36%，跌幅最大；楼面均价724元/平方米，同比下降2%；土地溢价率6%，同比下降4个百分点。整体看，一线城市地价较为坚挺，二三四线城市土地市场遇冷。

2015年，随着利好刺激政策的不断推出，房地产市场逐步转暖，土地市场溢价率也有所好转，全国300个城市土地平均溢价率16%，较去年同期上升6个百分点；其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）平均溢价率21%，较去年同期上升9个百分点。土地市场整体上行，成交量及出让金均高于去年同期，但各线城市推出土地面积及成交土地面积同比涨幅不一，其中一二线城市涨幅明显。土地溢价率方面，一线城市呈现上升态势，比2014年同期上升2个百分点至27%；二线城市较去年同期上升10个百分点至17%；三四线城市较去年同期上升2个百分点至8%。楼面均价方面，一线城市同比大幅上涨19%至9,180元/平方米；二线城市同比上涨18%至1,565元/平方米；三四线城市同比上涨1%至751元/平方米。

表1 2012年~2015年全国300个城市土地交易情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2012年	2013年	2014年	2015年
推出面积	158,084	177,964	135,659	113,235
同比	-8%	13%	-24%	-18%
成交面积	119,595	143,569	104,032	85,671
同比	-15%	20%	-28%	-21%
出让金	19,504	31,305	23,412	21,793
同比	-13%	61%	-25%	-10%
楼面均价	942	1,174	1,234	1,384
同比	-1%	25%	5%	14%
土地平均溢价率	8%	16%	10%	16%
同比	下降4个百分点	上升8个百分点	下降6个百分点	上升6个百分点

资料来源：CREIS中指数据，联合评级整理。

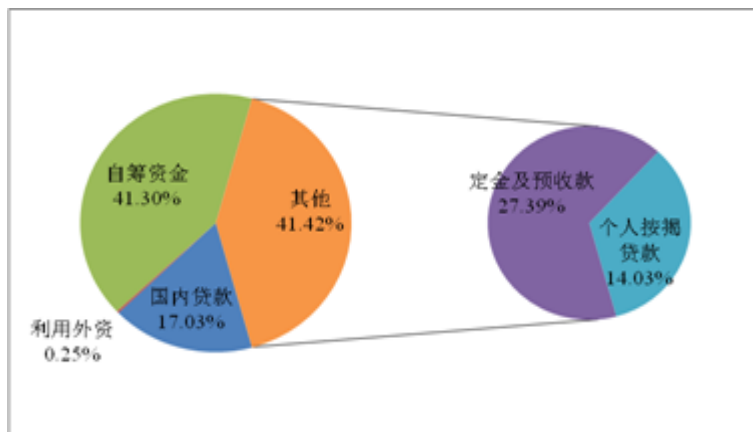
总体看，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，土地价格有所波动，但整体保持在较高水平。值得注意的是，2013年以来由于土地供应量较大，土地成本较高，未来可能会造成大量房源同阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和

成本压力。

开发资金来源状况

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

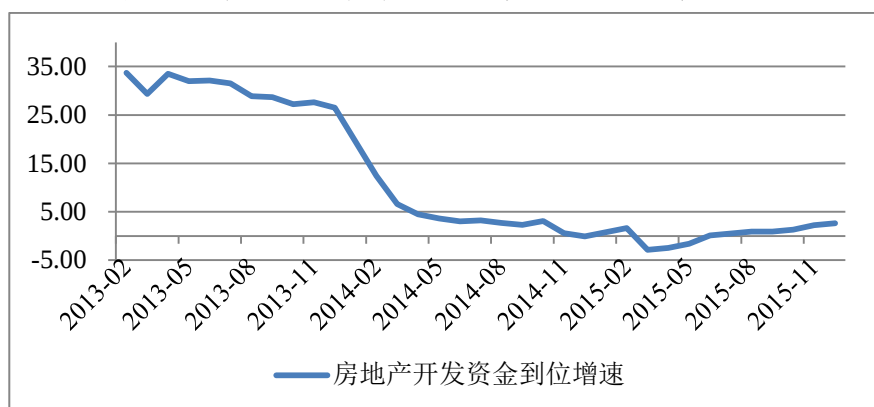
图 2 2015 年末房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

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

图3 2013年以来全国房地产开发企业资金到位增速（单位：%）



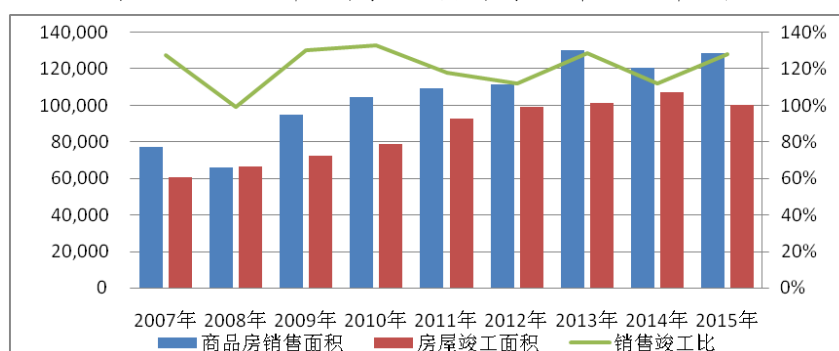
资料来源：国家统计局

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

市场供需情况

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

图4 2007~2015年全国商品住宅供求情况（单位：万平方米、%）

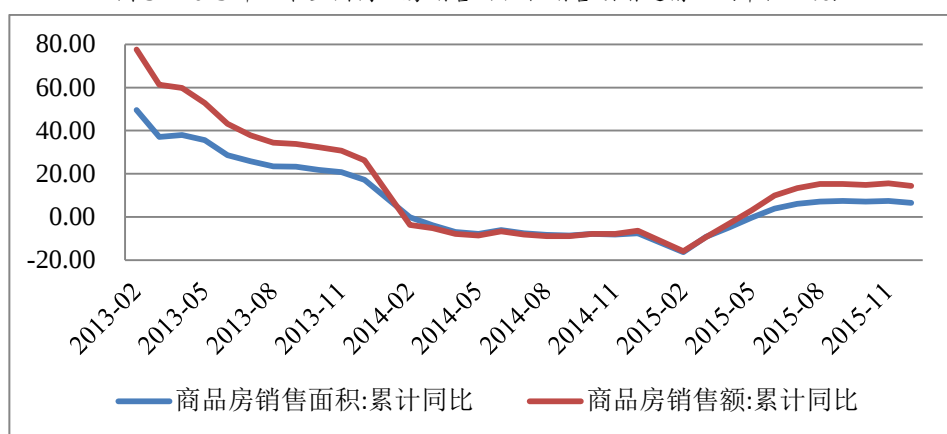


资料来源：国家统计局，联合评级整理。

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

2014年，地产市场在前期限购、限贷调控政策整体不放松、信贷政策不断趋紧情况下，住宅市场低迷，市场观望情绪强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降。全年商品房销售面积120,649万平方米，同比下降7.6%，其中住宅销售面积下降9.1%；商品房销售额76,292亿元，同比下降6.3%，其中住宅销售额下降7.8%。从供给方面看，2014年房地产开发企业房屋竣工面积仍继续保持增长，但增速出现回落，整体上住宅供不应求的状态出现明显好转。全年房屋竣工面积107,459万平方米，增长5.9%。其中，住宅竣工面积80,868万平方米，增长2.7%。

图 5 2013 年以来全国商品房销售面积和销售额增速情况 (单位: %)



资料来源: 国家统计局。

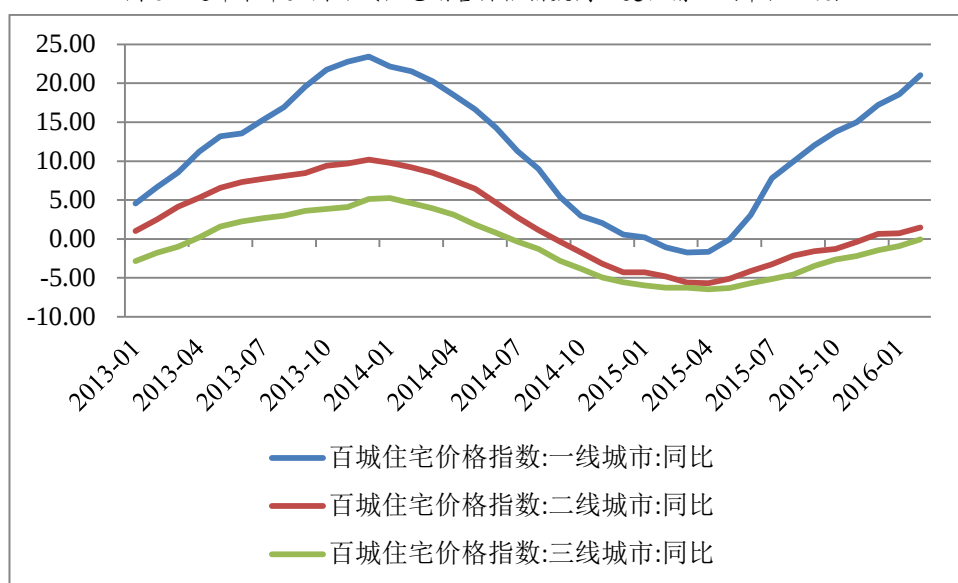
2015 年, 随着政策继续向好, 全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现, 主要得益于中央多轮降准降息、降首付、减免税费等降低购房成本; 地方政策灵活调整, 采取税费减免、财政补贴、取消限购限外等多措施刺激消费。商品房销售面积 128,495 万平方米, 比上年增长 6.5%, 其中, 住宅销售面积增长 6.9%, 办公楼销售面积增长 16.2%, 商业营业用房销售面积增长 1.9%。从供应来看, 土地供应控规模、调结构, 并加大保障性住房货币化安置, 改善市场环境。全年房屋竣工面积 100,039 万平方米, 下降 6.9%, 其中, 住宅竣工面积 73,777 万平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

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

销售价格情况

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

图6 近年来年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

2015年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015年12月，全国100个城市（新建）住宅平均价格为10,980元/平方米，环比上涨0.74%。整体看，全国楼市保持平稳回升态势，12月百城价格指数环比、同比连续第5个月双涨，且涨幅均继续扩大。

总体看，从2008年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，但2014年以来房价上涨趋势得以扭转，2015年随着利好政策逐步落地实施，房价走势有所回暖，但我国房地产市场去库存压力依然较大。未来随着中央工作会议关于去库存、稳楼市的相关部署在各地逐步落地实施，市场供求关系将得到有力调节，库存压力有望进一步缓解。

3. 竞争格局

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

进入2014年，行业集中度进一步提升。2014年房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别提高至16.93%和22.79%，分别提高了3.20个和3.91个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到10.44%和13.65%，分别提高了1.82和2.19个百分点（详见下表）。2015年房地产行业前10名和前20名企业的销售额以及销售面积占比分别较2014年变化不大，其中一季度房企的销售情况并不乐观，从二季度开始逐步好转，三季度后一线和重点二线城市表现火爆、热销项目频现，为房企全年业绩作出了较大贡献。

表2 2012~2015 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

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

资料来源：联合评级搜集整理

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

表3 2016年中国房地产开发公司测评前10强企业

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

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布

备注：因万达对外公告时点方面的原因无法提供测评数据，本次不参与评选。

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

4. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。

表4 2013年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013年2月	国务院“新国五条”
2013年3月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014年	央行多次降息，多地取消限购
2015年2月	央行降息
2015年3月	央行调整二套房首付比例；财政部调整营业税征收标准
2015年7月	国家税务总局总局发布《关于简化个人无偿赠与与不动产土地使用权免征营业税手续的公告》
2015年8月	国土资源部发布《关于做好不动产登记信息管理基础平台 ze 作的通知》，明确各地要按照2015年下半年信息平台上线试运行。《房地产税法》正式列入人大常委会立法规划。
2015年8月	中央六部委联合公布《住建部等部门关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》

2015 年 9 月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
2015 年 9 月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》
2015 年 10 月	公积金异地贷款业务全面推行
2015 年 10 月	全面二孩政策
2016 年 2 月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例。
2016 年 2 月	国家财政部、国家税务总局和住房城乡建设部三部门发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》

资料来源：联合评级搜集整理

2014年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。经济下行压力与日俱增，国家稳定住房消费以防止房地产市场进一步下滑，刺激房地产市场以保经济增速。房地产市场调控政策因此由强力行政干预走向市场化，由令出中央到下放地方。2014年，全国大多数城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展，到目前为止，46个限购城市中仅余北京、上海、广州和深圳仍执行限购政策。此外，部分城市的救市措施还从公积金贷款调整、契税减免、调整首付比例、购房补贴、户籍准入等方面入手，呈现多元化、纵深化格局。

2015年上半年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月、9月、10月五次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史低位。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。

2015年8月，住建部、商务部、发改委、央行、工商总局和外汇局等六部门联合发布《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》，文件在一定程度上放宽了外资投资房地产和购房的限制。

2015年10月，住建部、财政部和央行联合发布《关于切实提高住房公积金使用效率的通知》，提出了全面推行异地贷款业务的要求，对于缴存职工在缴存地以外地区购房，可按购房地住房公积金个人住房贷款政策向购房地住房公积金管理中心申请个人贷款。

2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016年2月，央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例。其中，首次购买普通住房的商业性贷款，原则上最低首付款比例为25%，各地可向下浮动5个百分点；对拥有1套住房且购房贷款未结清的，为改善居住条件再次贷款购买普通住房，最低首付款比例调整为不低于30%。

2016年2月，国家财政部、国家税务总局和住房城乡建设部三部门发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》，（i）对个人购买家庭唯一住房，面积为90平米以下的，减按1%的税率征收契税，面积为90平米以上的，减按1.5%的税率征收契税；（ii）对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为90平米以下的，减按1%的税率征收契税，面积为90平米以上的，减按2%的税率征收契税；（iii）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。其中以上第二、三条政策不在北京、上海、广州和深圳实施。

总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年

起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。从2015年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

5. 行业关注

商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

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

发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2015年三季度，按Wind资讯整体法²计算的房地产板块资产负债率为77.93%，较2014年底提高了3.18个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善。百亿房企把握政策机遇，积极通过低成本公司债和定向增发等市场化融资方式，获得长期稳定的优质资本，渠道进一步拓宽，融资结构持续优化，资金成本显著下降。2015年百亿房企公司债发行量持续提升，特别是6月交易所对公司债开始放量以来，公司债呈爆发式增长，根据Wind资讯统计数据显示，截至2015年12月14日，上市房企总计发行公司债2,974.06亿元，与去年同期的153.97亿元相比，同比暴涨18倍。另外，由于国内资本融资环境向好，海外上市百亿房企积极转向境内发债，融资规模达1,025亿元。

市场格局持续分化

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

房企利润率回归正常水平

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

中小房企面临被整合风险

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

² Wind 行业内标的公司：（成分股*总负债）/（成分股*总资产）。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

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

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

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

转变盈利模式，挖掘全产业链服务价值

伴随中国房地产正从新房开发交易为主的市场逐步向以存量房交易为主转变，行业增长也由外向增长逐渐演变为内生驱动。为提前应对行业变化带来的挑战，房企2015年转型服务商力度空前，结合互联网挖掘上下游产业链服务价值、拓展服务型产业为客户提供更为全面的服务，成为其谋求突破的新风口。房企积极转型服务商，围绕现有客户资源，升级物业服务体系、拓展客户延伸服务，打造全产业链增值服务模式。

兼并重组，房企高效盘活存量、优化资源配置，开启行业整合新时代

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

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

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为浙江省大型房地产开发上市公司，开发运营经验丰富，整体开发实力强（其子公司新湖地产集团有限公司和苏州新湖置业有限公司具备房地产开发一级资质）。经过多年经营累积，公司已形成了区域较为广泛的业务布局，在浙江、江苏、上海等长三角地区，天津、沈阳等环渤

海地区，以及江西、安徽等主要业务区域积累了丰富的项目开发经验和较高的市场知名度；同时在行业中已具备了较大的开发规模，项目储备充足。2015 年公司房地产业务新开工面积达 105.82 万平方米，实现合同销售面积 98.19 万平方米，实现合同销售金额 108.61 亿元。公司自成立以来累计开发总建筑面积（包括在开发项目）逾 1,200 万平方米。公司已开发的项目有杭州武林国际、上海新湖明珠城、上海青蓝国际、丽水新湖国际、乐清海德公园、瑞安新湖广场、南京仙林翠谷等。

公司近年来坚持“大众精品、城市经典”的开发理念，注重打造高性价比的“价值地产”形象。公司持续强化品牌建设工作，地产品牌的市场及社会认可度得到一定提升，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”，并于 2012 年荣获“中国最具价值地产上市企业”。2014 年，公司荣获博鳌房地产论坛“中国地产风尚大奖·2014 中国最具价值地产上市企业”称号，公司开发的“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）。2015 年，公司荣获“2015 年度十佳品牌房企”和“2015 年度最具价值地产上市公司”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主办的 2015 年中国房地产上市公司综合实力 100 强测评中，公司位列 39 名。

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、大智慧、新湖期货、温州银行、盛京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。

公司一直延续有节奏的拿地策略，注重项目土地价值培育，在上海、天津、南京、杭州、苏州、温州、沈阳等区域储备了充足的项目土地，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。

截至 2015 年底，公司住宅和商业开发土地储备近 1,200 万平方米，海涂业务待开发土地面积逾 600 万平方米。可满足公司 5~8 年的开发需求，且土地获取成本较低。公司目前地产项目规划建筑面积 2,194.98 万平方米（其中权益面积 1,849.71 万平方米），未销售待开发建筑面积（规划建筑面积-项目累计销售面积）1,518.29 万平方米。公司储备项目主要集中在浙江省和江苏省，两区域规划建筑面积和未售待开发面积合计占比均在 65%以上；天津、辽宁两地规划建筑面积和未售待开发面积合计占比约为 15%左右；上海规划建筑面积和未售待开发面积合计占比约为 5%左右。

总体看，公司作为大型房地产企业，开发经验较丰富，经营规模较大，具备一定的竞争力；公司拥有部分优质金融股权，投资收益较好，抵御房地产行业波动能力较强；公司项目土地储备在一、二、三线城市均有分布，且单个城市项目储备占比较小，受单一市场波动影响相对较小。

2. 人员素质

公司现有董事会成员 7 人，其中董事长、副董事兼总裁各 1 名，独立董事 3 人，其余董事由管理人员兼任。监事会成员 3 人，设监事会主席 1 名。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

林俊波女士，现任公司董事长，历任浙江新潮创业投资股份有限公司董事会秘书、杭州新湖美丽洲置业有限公司总经理、新湖控股有限公司副总裁兼新湖地产集团有限公司董事长，公司副董事长、总裁。

叶正猛先生，现任公司副董事长，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，浙江新潮集团股份有限公司副董事长、总经理。2015 年起，就任公司副董事长。

赵伟卿先生，现任公司董事、总裁，历任新湖地产集团有限公司副总经理、常务副总经理、沈阳新湖房地产开发有限公司总经理、公司副总裁、副董事长。

截至 2015 年底，公司拥有在职员工 1,790 人，其中管理人员占 12.23%，销售人员占 26.42%，财务人员占 9.50%，技术人员占 31.68%，行政人员占 20.17%；从人员学历结构看，硕士及以上学历人员占 6.59%，本科学历人员占 45.59%，大专学历占 34.75%，大中专以下学历占 13.07%。

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；员工以本科及以上学历为主，人员构成符合业务经营需求。

3. 外部环境

2015 年，公司合同销售收入主要来源于浙江（占 42.77%）、江苏（占 21.62%）、上海（占 18.47%）、江西（占 6.40%）等地；其余主要市场包括辽宁、天津、山东、安徽等地。公司房地产业务进驻的城市分布较为广泛，区域间经济发达程度、市场容量、区域购买及供需平衡情况存在较大不同。

2014 年各地限购的影响持续深化，公司主要市场中，除温州外，其余地区销售面积和销售额均出现负增长；价格方面，除上海、天津、苏州销售均价小幅上涨外，其他主要城市则呈现量价齐跌态势。2015 年，政策环境向好，房地产行业景气度有所回调。沪宁苏杭及温州地区价量显增，沈阳地区销售均价跌幅较大，天津地区销售量跌幅收紧，销售均价持续提升。杭州作为全国房地产市场的风向标之一，表现出更显著的量价波动风险。

总体看，公司主要市场分布广泛，所处的区域经济环境发展较为平稳，为公司发展提供了良好的外部环境，但主要市场受当地房地产景气度影响，价格波动风险较大。

五、公司管理

1. 公司治理

公司在业务、人员、资产、机构和财务等方面建立了独立的运作体系，公司董事会、监事会和高级管理层能按照各自的职责独立运作。

根据《公司法》等相关法律、法规的要求，公司建立了相对完善的法人治理结构。股东大会是公司最高权力机构，董事会是公司的常设决策机构，董事会向股东大会负责，对公司经营活动中的重大事项进行审议并做出决定，或提交股东大会审议。目前公司董事会由 7 名董事组成，设董事长 1 人，副董事长 1 人，独立董事 3 名；监事会由 3 名监事组成，包括 1 名职工代表。股东会、董事会议事规则符合相关的法律、法规和规范性文件的规定。

公司设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。公司总裁、副总裁、财务总监、董事会秘书为公司高级管理人员。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。

总体看，公司法人治理结构完善，实际运行情况良好。

2. 管理体制

公司本部下设设计管理中心、工程管理中心、造价管理中心、营销管理中心、资金部、财务部、投资部、人力资源部、证券事务部、行政管理部等 10 个职能部门；截至 2015 年底，公司拥有 72 家纳入合并财务报表范围的子公司。公司通过成立项目公司从事房地产项目开发，并在项目地设立子公司。各职能部门和子公司独立运作，同时各职能部门对各子公司实施有效的监控和管理。作为上市公司，公司通过一系列制度建设，实现了日常管理的制度化、规范化。

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》对公司流动资产管理、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、会计档案管理等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 5,000 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。

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。

公司下属地产开发项目公司较多，区域跨度大。公司针对其业务特性执行“条”、“块”控制有机结合的垂直管理。公司总部设设计管理中心、造价管理中心、工程管理中心、营销管理中心等管理职能中心，对经营层负责，并对口下属项目公司相应职能模块，对项目开发销售的全过程进行管控。在该管理模式，公司分条块完成了项目定位及设计优化、成本控制、质量控制、品牌建设及开发节奏的管控等经营重点的管理。公司“条”、“块”结合管理模式有助于管理系统内信息的及时、有效传递，有利于公司针对不同区域业务复杂情况及时作出经营决策及业务调整。

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。

在供应商选择方面，公司造价管理中心设立了严格的审核制度，要求供应商提供产品成本构成、产品核心组件来源、人力成本占比等细节，充分量化供应商的性价比，形成了科学合理的成本控制与质量控制体系。公司还建立了合格供应商、承包商、监理单位信息库，并不定期进行跟踪考察、评估，实现了总部与各分、子公司的供应商信息共享。

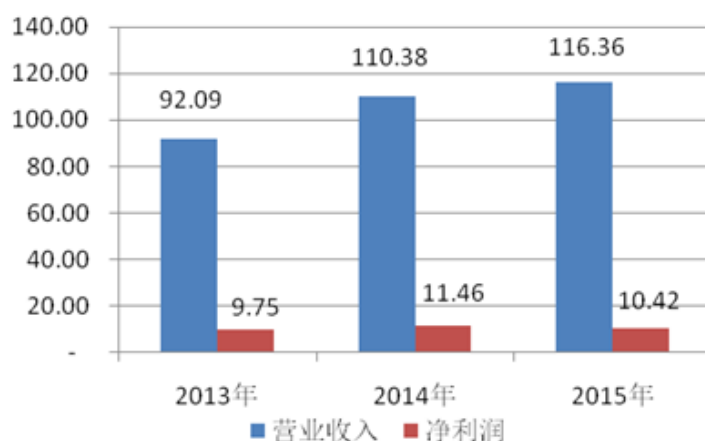
总体看，公司内部管理机制健全，整体管理风险相对较小。

六、经营分析

1. 经营概况

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。近三年，公司经营规模波动增长，营业收入分别为 92.09 亿元、110.38 亿元和 116.36 亿元。公司净利润近年来呈波动增长态势，年均增长 3.39%。2015 年，公司实现净利润 10.42 亿元，比上年同期下降 9.10%，主要系公司 2015 年税费增长所致。公司近三年营业收入及净利润情况如下图所示。

图 7 公司 2013~2015 年公司营业收入及净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告

公司整体经营规模较大，近三年主营业务收入分别为 90.71 亿元、109.67 亿元和 115.92 亿元，收入规模逐年增长，年均复合增速为 13.05%。从主营业务收入构成情况来看，2015 年公司实现主营业务收入 115.92 亿元，房地产、商业贸易和海涂开发业务占比分别为 60.37%、35.99%和 2.33%，房地产开发和销售业务、商业贸易和海涂开发为公司的核心业务，公司主营业务突出。

表 5 2013 年~2015 年公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

板块	2013 年			2014 年			2015 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	43.23	47.66	37.57	63.48	57.89	32.73	69.98	60.37	39.35
商业贸易	39.69	43.76	0.13	41.05	37.43	0.41	41.71	35.99	0.05
海涂开发	6.29	6.94	57.17	3.48	3.17	46.81	2.70	2.33	47.32
其他	1.49	1.64	82.37	1.65	1.51	85.45	1.52	1.31	55.38
合计	90.71	100	23.28	109.67	100	21.87	115.92	100	25.61

资料来源：公司提供

公司房地产业务板块业务规模增长较快，2015 年该业务实现营业收入 69.98 亿元，主要由住宅、商业地产开发销售收入构成，近三年商业地产收入占比较小，2015 年，商业地产收入在房地产业务收入中占比 2.71%。受公司每年结转产品类型不同的影响，公司地产板块毛利率有所波动。2014 年，公司结转收入的地产项目中由以定价较高的改善型户型为主转为定价较低的刚需小户型销售居多，公司地产板块毛利率水平相应有所下滑；2015 年，结转项目中改善户型销售居多，地产板块毛利率相应上升。公司商业地产开发销售规模相对较小，产品主要为住宅项目配套商业。

海涂开发收入是公司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一级开发部分取得的收入。收入确认受投资进度及一级开发土地收储时点影响整体有所波动，但毛利率水平较高；贸易收入主要为公司从事的大宗商品贸易业务，经营规模较大，但整体毛利率水平较低。

近三年，公司主营业务毛利率有所波动，2013~2015 年分别为 23.28%、21.87%和 25.61%。2015 年，公司房地产业务、海涂开发业务、大宗商品贸易业务的毛利率分别为 39.35%、47.32%和 0.05%。公司 2014 年整体毛利率水平有所下降，主要系公司毛利率较高的海涂开发业务收入减少，以及房地产业务毛利率下降等因素所致，公司 2015 年毛利率有小幅上升，主要系房地产业务收入占比提高，毛利率小幅上升所致。

通过对金融投资领域的长期布局，公司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。自 2014 年起，公司战略转型取得较大进展，“地产+互联网金控”战略布局逐步成型，明确了以地产、金融双主业的发展模式，2014~2015 年金融投资板块实现投资收益分别为 4.35 亿元和 5.39 亿元。

总体看，近年来公司经营规模波动增长，主营业务收入水平和盈利能力受房地产市场景气度、销售收入结转周期和土地收储计划等因素影响，波动较大。公司近年来在金融领域的投资收益较大，对公司整体盈利规模起到一定补充。

2. 房地产业务

区域分布

截至 2015 年底，公司主要在开发项目 26 个，拟开发项目 9 个，已完工项目 1 个，进入开发城市 20 余个。公司业务区域分布较广，主要集中在环渤海和长三角区域；一至四线城市，公司均有进入开发。其中，江苏、浙江、辽宁、江西和上海为公司房地产业务收入占比较高的项目区域。2013 年，公司合同销售收入和结算收入中浙江、江苏、辽宁及江西区域收入合计占比在 80%以上，其余地区占比相对较小；2014 年，公司上海新湖明珠城项目销售规模扩大，销售占比大幅上升，成为公司第二大合同销售收入来源；2015 年，浙江、江苏和上海三地成为主力，合同销售收入和结算收入合计占比均达 80%以上，公司业务区域分布广阔，有助于公司分散单一区域市场波动风险。

表6 2013~2015年公司区域销售占比分布（单位：%）

项目	合同销售收入占比			结算收入占比		
	2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年
辽宁	6.54	8.07	5.69	15.52	8.53	5.05
天津	1.69	3.05	0.58	2.09	2.59	0.42
山东	1.48	0.87	0.96	1.42	0.06	2.76
江苏	19.14	11.86	21.62	19.94	10.9	19.92
安徽	0.36	0.27	0.16	0.75	0.33	0.32

浙江	53.68	35.97	42.77	33.74	64.83	40.65
上海	1.65	25.41	18.47	4.38	5.14	19.95
江西	9.56	11.03	6.40	18.36	7.62	10.93
其他	5.9	3.47	3.35	3.80	0.00	0.00
合计	100	100	100	100	100	100

资料来源：公司提供

公司储备项目主要集中在浙江、江苏，两区域规划建筑面积和未售待开发面积合计占比均在65%以上。公司江苏区域的合同销售收入基本全部来自于南京和苏州地产项目销售。截至2015年底，上述两地拥有区域内约半数未售待开发项目资源和全部可售项目资源。浙江区域内杭州及温州区域（包含乐清、瑞安、平阳）以及海宁、丽水区域收入和项目土地储备规模占比较大。

表7 公司区域城市及2015年底土地储备可售项目分布（单位：%）

区域	进入城市	规划建筑面积占比	未售待开发面积占比	可售面积占比
辽宁	沈阳	9.87	7.72	15.09
山东	泰安、滨州	1.13	0.77	5.59
江苏	苏州、南京、南通	23.16	25.07	5.91
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	42.76	47.17	43.11
江西	九江	9.28	5.93	16.55
天津	--	5.34	6.80	6.78
上海	--	6.03	5.36	2.95
其他	--	2.42	1.18	4.02
合计	--	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

总体看，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。近年来，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，获得了较高的市场认可度。

土地储备

公司采取审慎的拿地策略，规避盲目扩张、高价获得土地可能带来的财务风险，注重土地的价值成长性，重点关注城市市郊结合处项目。公司在项目获取决策中充分论证定位和可行性研究，规避开发风险。在获取方式上，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。

通过经营积累，公司已储备了较大规模的土地。近三年，部分海涂开发等一、二级联动开发项目进入二级开发阶段，公司相应扩充了区域内项目土地储备，促进公司土地储备规模加速增长。由于房地产市场受宏观调控政策影响较大，近三年公司新增土地储备面积大幅下降，分别为140万平方米、90万平方米和43万平方米（约）。2013~2015年，公司累计获取土地281.95万平方米，需支付土地价款136.13亿元，2013年~2015年公司分别支付土地价款合计61.01亿元、35.69亿元和14.55亿元，合计111.25亿元³。

2015年，公司新增土地储备面积约43万平方米，主要来自平阳安瑞6块竞拍土地（土地出让金合计12.72亿元），新增规划建筑面积约85万平方米。截至2015年底，公司住宅和商业开发土地储备1,211.19万平方米，地产项目规划建筑面积2,194.98万平方米（其中权益面积1,849.70万平方米）。公司未销售待开发建筑面积（规划建筑面积-项目累计销售面积）1,518.29万平方米，项目储备规模较大，可满足未来5~8年的开发需求。近年来，公司获取土地情况如下表所示。

³ 上海地块的土地款尚未付清，剩余款项为拆迁款，拆迁款依据拆迁进度进行支付。

表 8 2013~2015 年底公司土地获取情况（单位：万元、平方米、元/平方米）

地区	占地面积	计容建筑面积	总建筑面积	土地款	楼面价
上海	21,486.00	60,160.00	98,160.00	248,840.00	25,350.45
沈阳	146,414.00	219,620.00	219,620.00	22,291.53	1,015.00
乐清	186,967.00	259,281.00	376,227.00	152,720.00	4,059.25
瑞安	159,845.00	407,000.00	460,509.00	166,218.00	3,609.44
南通	954,695.00	1,760,286.00	1,760,286.00	163,633.00	929.58
平阳	1,350,142.00	2,990,836.00	2,990,836.00	607,621.35	2,031.61
合计	2,819,549.00	5,697,183.00	5,905,638.00	1,361,323.88	2,305.13

资料来源：公司提供

注：楼面地价=土地出让金÷规划建筑面积

近年在中国经济的增长和城镇化进程的推动下，中国房地产市场经历了几轮波动增长。公司持有地块所在区域土地及地产产品价格相应波动上涨。公司多数项目取得时间较早，开发周期较长，土地储备比较成本优势在行业发展过程中得以累积。2013~2015 年，公司获取土地的楼面地价均值为 2,305.12 元/平方米（如上表所示）。

2015 年，公司在上海地区新增两个旧改项目，公司通过收购方式获得上海海虹口青云路 167 弄地块和黄浦区 508 号街坊地块，占地面积约 9.4 万平方米，建筑面积约 23 万平方米，本次收购完成后，公司在上海内环项目达 4 个，进一步增强一线城市核心区域土地储备。

未来项目获取上，考虑到中国房地产行业变化情况和一线城市很强的人口、资金及资源吸附能力以及市场容量大，购买力更强等因素，公司未来在区域布局上将加大一线城市土地储备的投资力度和业务布局。

总体看，公司在主要经营区域内土地价格比较优势显著，有助于公司未来开发经营中保持一定成本优势。

项目开发

公司开发项目以住宅为主，近年逐步加大改善型和刚需产品的开发力度。2013~2014 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达 80%和 90%以上；截至 2015 年底，公司该类产品占比约 70%，较好地契合市场需求。

表 9 公司地产开发概况（单位：万平米、元/平米、亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
开工面积	146.62	123.57	105.82
竣工面积	96.10	79.15	121.90
期末在建面积	385.66	430.08	414.00
期末可售面积	124.61	141.7	142.56
合同销售面积	88.37	61.07	98.19
合同销售金额	94.34	72.97	108.61
销售均价	10,676.12	11,949.40	11,060.93

资料来源：公司提供

公司土地储备规模较大，项目开发规划主要参考市场销售情况，针对不同区域市场需求情况滚动推盘。2013~2015 年，公司合计新开工面积 376.01 万平米，合计竣工面积 297.15 万平米，开工面积随行业景气度影响逐年减少，竣工面积有所波动。

开发模式上，公司主要开发项目均由公司控股，合作开发项目占比相对较小。

开发成本控制上，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。

截至 2015 年底，公司在建面积为 414.00 万平方米，未售待开发项目面积 1,518.29 万平方米。公司可开发项目资源充足，对公司地产项目的持续发展形成了有力保障。

近年来，公司通过一、二级联动开发取得的项目储备中，启东地区长江口圆陀角旅游度假区项目已进入开工阶段。平阳地区取得的土地储备项目尚在规划中。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，一定程度上将加重公司资金周转压力。未来，为应对住宅产品市场景气度波动，公司计划加快现有项目土地储备的开发节奏。

从公司目前主要在建投资进展来看，截至 2015 年底，公司 26 个主要在建项目已完成投资 557.24 亿元，未来三年投资需求约 203.90 亿元，投资需求三年较均匀。另外，公司还有 9 个拟建项目，主要分布在上海、平阳、南通、瑞安，截至 2015 年底已完成前期投资 97.20 亿元，未来三年投资需求约为 42.67 亿元。

总体来看，公司开发规模有所波动，开工规模有所控制、竣工规模有所波动。公司项目储备较为充足，部分项目开发周期较长。同时，由于公司在建、拟建项目较多，资金需求量大，未来两年面临较大融资压力。

房产销售及物业出租

从销售模式来看，公司房产销售通过自有团队自主销售以及与专业营销代理机构合作代理销售，分区域不同销售模式和比例有所不同。此外，为创新营销模式，加大市场营销力度，2013 年，公司与易居（中国）控股有限公司（以下简称“易居”）签订战略合作协议，通过在传统销售代理和引入移动电商平台等方式加快公司项目销售周转。易居是中国首家在美国纽约股票交易所上市的房地产综合服务商，在房地产服务行业中积累了丰富的资源，有助于公司销售综合实力的提升。

2013~2015 年，公司整体合同销售面积和销售额有所波动，2015 年房地产行业整体景气度回升，公司当年实现合同销售面积 98.19 万平米，同比上升 60.79%；合同销售金额 108.61 亿元，同比增长 48.83%；各地区销售均价亦受地方政策和行业景气度影响有所波动，如下表所示。

表 10 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	2013 年	2014 年	2015 年
辽宁	合同销售面积	8.24	6.76	8.40
	合同销售金额	6.17	5.89	6.18
	销售均价	7,486.54	8,718.53	7,353.19
天津	合同销售面积	2.94	3.35	1.21
	合同销售金	1.59	2.23	0.63
	销售均价	5,423.19	6,637.83	5,250.15
山东	合同销售面积	4.33	1.16	2.01
	合同销售金额	1.39	0.64	1.04
	销售均价	3,215.88	5,517.30	5,184.69
江苏	合同销售面积	20.39	10.07	28.83
	合同销售金额	18.06	8.66	23.49
	销售均价	8,857.60	8,592.66	8,146.10
安徽	合同销售面积	0.54	0.2	0.29
	合同销售金额	0.34	0.19	0.17
	销售均价	6,285.98	9,908.30	5,782.85
浙江	合同销售面积	29.2	17.77	35.59
	合同销售金额	50.64	26.25	46.45
	销售均价	17,344.42	14,768.98	13,049.50
上海	合同销售面积	0.89	5.69	3.78
	合同销售金额	1.55	18.54	20.06

	销售均价	17,535.30	32,606.69	53,031.91
江西	合同销售面积	12.93	13.22	12.54
	合同销售金额	9.02	8.05	6.95
	销售均价	6,976.01	6,087.64	5,538.76
其他	合同销售面积	8.92	2.86	5.54
	合同销售金额	5.57	2.53	3.64
	销售均价	6,250.91	8,865.97	6,582.98
合计	合同销售面积	88.37	61.08	98.19
	合同销售金额	96.40	73.85	108.61
	销售均价	10,676.12	11,949.40	11,060.93

资料来源：公司提供

注：上表包括住宅和商业地产

从收入结转周期来看，公司 2013 年各区域加快了推盘速度，多数项目合同销售规模呈增长态势，其中在浙江、江苏等地销售均价和销售面积同比大幅增长，带动当年公司整体合同销售面积和销售金额大幅提升，当年实现合同销售收入 96.40 亿元，另外公司在主要市场外开拓的其他区域项目也在 2013 年开始实现销售，对公司 2014 年结转收入规模的增长产生较大贡献。公司 2014 年实现合同销售收入 73.85 亿元，其中浙江市场贡献新增收入 26.25 亿元，主要源自杭州武林国际项目和公司快周转的乐清海德公园项目以及丽水新湖国际项目的销售增长。2015 年公司房地产实现合同销售收入 108.61 亿元，规模较 2014 年增长 48.83%，主要系受行业景气度提升带动，公司 2015 年在浙江、江苏等地销售面积同比大幅上升，带动当年公司整体合同销售面积和销售金额提升。

公司销售区域分布广泛，应对行业周期波动，区域间及区域内地产项目的轮动推盘销售对抵御单一区域市场波动对整体销售业绩的影响较为有效。2013~2015 年，公司分别实现结算面积（不含合作项目）55.67 万平米、56.94 万平米和 61.67 万平方米；结转收入（不含合作项目）43.09 亿元、63.77 亿元和 70.02 亿元⁴。

截至 2015 年底，公司主要房地产项目的规划建筑面积 2,194.98 万平米，累计合同销售面积 676.68 万平米，可供出售楼面面积 142.56 万平方米。公司目前可售面积规模较大，去化能力一般，考虑到公司主要采取参考市场销售情况制定项目开发进度的发展策略，实际去化压力尚可。

截至 2015 年底，公司在开发项目累计实现合同销售收入 600.85 亿元，平均销售均价 8,879.44 元/平方米；累计结转收入 472.34 亿元，平均销售价格 8,343.73 元/平米。公司可结转销售额较为充足，对未来业绩形成较好保障。

商业地产方面，公司商业地产开发销售规模相对较小，主要为住宅项目配套商业。公司对商业地产采取半租半售的方式经营运作。

近年来公司加大了商业地产的开发力度，2011 年，公司在天津静海县布局了天津义乌商贸城（以下简称“义乌商贸城”）大型综合性项目。义乌商贸城项目毗邻静海县行政中心，距京沪高铁天津南站 15 分钟车程。项目规划打造成与南方义乌遥相呼应成为北方的商品批发集散地和“一站式”商业中心。项目规划建筑面积 91.54 万平方米，其中 30.31 万平方米拟发展为出租用途，预计总投资 37 亿元。根据公司与义乌市个体劳动者协会中国小商品城分会（以下简称“义乌小商品城”）签订的战略合作协议，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。项目共分为六个区(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

⁴ 结转收入中含部分处置投资性房地产收入，计入“其他业务收入”中。

交付，F区已于2014年年中开始销售。F区和D区正在进行招商中，现已有部分商户进驻F区开始经营。C区已拿到开工证整准备施工。

近三年公司房地产销售收入中，商业地产销售分别实现结转收入3.14亿元、3.78亿元和1.90亿元。2013~2015年，公司商业地产毛利率分别为51.51%、38.69%、43.13%。

2013年~2015年，公司出租物业收入分别为3,047.71万元、1,477.10万元和3,016.99万元。截至2015年底，公司可出租物业9.17万平方米，已出租7.43万平方米，主要为公司住宅项目配套商铺及购物中心及办公写字楼。未来随义乌商贸城逐步投入营业，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。

总体看，公司整体销售面积与收入规模有所波动，销售均价有所下降，目前可结转销售额较充足。2015年以来，公司销售情况受市场影响持续波动，未来将面临更为复杂的行业市场变化；公司可售面积规模较大，未来去化压力将有所增长，加速项目开发并持续保持高利润水平的难度加大。

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大型综合项目。

2013~2015年公司海涂围垦业务分别实现营业收入6.29亿元、3.48亿元和2.70亿元，海涂围垦业务毛利率分别为57.17%、46.81%和47.32%。公司海涂开发收入规模受收储影响，波动较大，但整体利润率水平较高。截至2015年底，公司海涂业务待开发土地面积近600万平方米。

平阳海涂围垦开发业务主要由公司子公司平阳县利得海涂围垦开发有限公司（以下简称“平阳利得”）负责。2011年，公司通过收购和增资取得平阳利得51%股权。公司与少数股东签订了可分配利润协议，平阳利得可分配利润在20亿元（含本数）以下部分全部归公司所有，超过部分公司与少数股东按股权比例分配。

平阳县是浙江省辖县，地处浙南沿海，陆地面积1,051.17平方公里，与苍南共有海域37,200平方公里，与瑞安市、文成县、泰顺县、苍南县接壤，县城距温州市区50千米，南麂列岛离台湾基隆140海里。平阳县是全国首批沿海经济开放县。

平阳利得已与平阳县政府签订了《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围垦及后续二级开发事宜展开合作。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。平阳利得已向平阳政府全额缴纳相应海域使用金。该项目计划开发周期13年，计划建设成集人居、商务、休闲、生态于一体的现代化滨海新城，着力打造“世界温州人家园”。项目围垦总面积为806万平方米，分南北片两期项目开发。南片围垦工程已完工，并于2012年由平阳县完成收储，收储面积5,231亩（348.76万平方米），实现收入44.30亿元，毛利率为58.47%。公司未收储款在公司应收账款反应，截至2015年底已全部付清。公司平阳海涂围垦按照收储时点确认收入，导致公司平阳围垦业务收入存在较大波动性。公司北片围垦工程已于2010年12月开工，目前正在建设中，由于需完成去盐碱化及地基加固等多项前期工作，整体开发时间较长，短期内完成开发收储确认规模收入可能性较低。

根据《平阳西湾滨海新城公司控制性详细规划（初稿）》，围垦区域内将形成居住、商业用途土地5,400亩（约340.00万平米），其中南片约2,500亩（约166.67万平方米），北片2,900亩（约193.33万平方米）。二级开发部分，公司2013~2015年底通过招拍挂形式取得了占地面积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2,031.61元/平方米。

合计支付土地价款 60.76 亿元，其中 2013 年为 18.49 亿元，2014 年为 29.56 亿元，2015 年 12.71 元。目前公司取得该区域土地的项目建设规划仍在规划中。

此外，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，项目一级开发投入 15 亿元。项目地块中商住开发用地不低于 3,000 亩（约 200 万平方米）。根据公司与启东市人民政府签订的开发建设协议，公司将参与项目开发后期二级开发事宜，土地开发后出让收益由公司与启东市按协议分成。

启东市是全国农村综合实力百强县（市）之一，是江苏省南通市代管的县级市，陆地面积 1,208 平方公里，下辖 11 个镇、1 个乡以及 2 个省级经济开发区。启东地处长江入海口北侧，拥有 203 公里江海岸线，60 多万亩滩涂，辖下的吕四渔港是中国六大中心渔港之一，每年海产品捕捞量占江苏省的 1/3。

2013~2015 年，公司启动圆陀角项目按建设项目的完工进度确认收入 6.29 亿元、3.48 亿元和 2.70 亿元，毛利率分别为 57.17%、46.81%和 47.32%，累计收到海涂开发款项 19.93 亿元。公司启东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。近三年，公司在启东开发区域内获得占地面积 130.47 万平方米土地储备，建筑面积 247.89 万平方米，累计支付土地出让金金额 21.48 亿元，平均楼面地价 866.32 元/平方米。二级开发方面，截至 2015 年底，在获取土地中，公司已形成南通新湖长江公园规划，项目占地面积 31.47 万平方米，规划建筑面积 56.02 万平方米，累计开工面积 20.01 万平方米，预计 2016~2017 年开始销售。

表 11 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	项目总投资额	截至 2015 年底已投资额	2016 年投资	2017 年投资	2018 年投资
启东圆陀角项目	100%	400	262.12	15.00	10.90	1.00	0.80	0.8
温州西湾项目	51%	806	349.00	29.51	13.17	1.50	1.70	1.70
合计	--	1,206	--	44.51	24.07	2.50	2.50	2.50

资料来源：公司提供

总体看，海涂开发业务为公司贡献了较大规模收入和利润，但收入连续性不强。同时，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。但由于项目整体开发周期较长，投资规模较大，将带动公司外部融资需求的增加，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、化工产品和煤炭等，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。

表 12 公司贸易品种及贸易额情况（单位：万元）

种类	2013 年	2014 年	2015 年
黄金交易	132,083.65	154,285.87	198,814.08
化工原料	157,705.71	159,037.28	144,618.73
铜	91,452.94	71,048.04	59,562.75
其他	15,659.75	26,142.04	14,151.28
合计	396,902.05	410,513.23	417,146.84

资料来源：公司提供

近三年，公司贸易收入规模持续增长，由于公司采取快速转手的贸易模式，经营过程中基本不占用自身资金。贸易业务对整体收入形成了重要补充，但整体毛利率较低，2013~2015 年毛利率水平分别为 0.18%、0.41%和 0.05%，对公司利润贡献有限。

总体看，公司贸易板块收入规模较大，但盈利水平低，对公司利润贡献小。

5. 股权投资

金融股权投资

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，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。近年，公司先后投资了成都农村商业银行股份有限公司（以下简称“成都农商行”）、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”）、长城证券股份有限公司、湘财证券股份有限公司（以下简称“湘财证券”）等公司股权；除上述投资参股企业外，公司控股新潮期货有限公司，持股比例 91.67%。截至 2015 年底公司主要投资参股的金融股权及持有上市公司股权情况如下表所示。

表13 截至2015年底公司主要投资参股金融股权及持有上市公司股权情况

公司	最初投资成本（万元）	期末持股（万股）	持股比例（%）
星美文化集团控股有限公司	11,943.94	3,994.52	4.93
长城证券股份有限公司	7,072.56	1,492.00	0.53
北京歌华有线电视网络股份有限公司	30,000	2,031.14	1.46
中信银行股份有限公司	11,120	2,759.80	0.06
盛京银行股份有限公司	45,000.00	30,000.00	5.18
湘财证券股份有限公司	11,000.00	11,000.00	3.44
温州银行股份有限公司	131,950.00	35,000.00	13.96

资料来源：公司提供

近年来，公司根据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，公司处置了所持成都农商行全部股权，共计 48,750 万股，取得处置价款 8.73 亿元。该笔股权公司 2009 年出资 6.53 亿元取得，持有期获得现金股利 1.56 亿元。

2014 年 5 月，公司转让持有的吉林银行股份有限公司全部股权，该笔股权 2008 年公司取得成本 1.8 亿元，本次转让价格 2.02 亿元，持有期获得现金股利 0.34 亿元。

2015 年 1 月，公司经保监会批准，转让其持有的锦泰财产保险股份有限公司 2.00 亿股股权，最初投资金额 2.00 亿元，本次转让价格 2.70 亿元。

买入股权方面，公司 2013 年竞得温州银行定向增发股份 35,000 万股，投资总额 13.20 亿元，并于 2014 年获得银监会批复，公司持有其 13.96%股份，成为其单一第一大股东。2013~2015 年温州银行分别实现营业收入 27.68 亿元、31.78 亿元和 92.34 亿元，同期实现净利润分别为 7.05 亿元、6.46 亿元和 8.12 亿元。

公司参股的盛京银行已于 2014 年 12 月 29 日在香港上市，2013~2015 年实现营业收入分别为 88.65 亿元、112.05 亿元和 141.84 亿元，实现净利润 48.76 亿元、54.24 亿元和 62.24 亿元。

2015 年 4 月，公司通过全资子公司泰昌投资有限公司以 5,000 万美元认购 U51.COM INC.发行的优先股 489.20 万股，每股价格为 10.220807 美元，持股比例为 14.29%。此交易已于 2015 年 4 月 28 日完成股权交割。U51.COM INC.注册地为开曼群岛，于 2015 年 1 月正式成立运营，2015

年 1~12 月，U51.COM INC.营业收入为人民币 10,016.97 万元，亏损 13,502.77 万元；其年底总资产为 35,757.10 万元。U51.COM INC.旗下的“51 信用卡管家”是国内最大的信用卡互联网公司，覆盖中国 1/10 以上的信用卡持卡人群。公司通过上述布局，进一步完善其在互联网金融领域的布局。

此外，公司拟收购参股公司新潮控股有限公司（以下简称“新潮控股”，公司持股比例为 48%）持有的阳光保险集团股份有限公司（以下简称“阳光保险”）4.24%的股权（共 42,000 万股），转让价格 18.90 亿元，已预付投资款 5.67 亿元，阳光保险 2013~2015 年实现营业收入分别为 363.27 亿元、400.52 亿元和 647.63，同期实现净利润为 1.08 亿元、9.24 亿元和 32.20 亿元。截至 2015 年底，公司已缴纳 5.67 亿元的股权转让款。2016 年 1 月，该股份转让事宜已在深圳联合产权交易所完成股权过户手续。过户完成后，公司持有阳光保险集团 42,000 万股股份，占其总股本的 4.24%。截止 2016 年 3 月，公司已付清全部股权转让款项。2015 年 9 月，公司与上海万得信息技术股份有限公司（以下简称“万得”）及其创始股东签订《合资合作协议》，约定公司与万得及其创始股东将进行金融业务领域的全方位合资合作（以下简称“万得合作平台业务”）。签约各方将共同选择万得旗下一境内公司为目标公司，本公司向目标公司增资 28 亿元人民币，取得和持有目标公司 20%的相应股权。该目标公司作为万得合作平台业务的惟一平台，除公司书面同意外，万得及其创始股东在本协议签署前已开展的相关合作平台业务和相应资产（如有）均应无条件纳入目标公司。为进一步加强公司和万得的长期合作，互利共赢双边关系，公司同时拟以货币资金共计人民币 6 亿元，以增资扩股的方式取得万得 1%的股份，该认股对价应在协议签署后一个月内支付完成。公司已于 2015 年 12 月 7 日以人民币 6 亿元向万得增资，并取得其 1%的股份。根据公司战略规划，公司计划打造互联网金融平台，将所投资的金融企业整合归拢到移动互联网金融平台上，形成协同、整合效应，实现资源、业务、客户、产品在互联网平台上的共享。

总体看，公司通过调整金融股权投资为公司带来了较大规模的投资收益，同时未来持续持有的金融股权盈利性较强，有望为公司持续贡献一定规模的投资收益。

非金融股权投资

公司近年投资了上海大智慧股份有限公司（以下简称“大智慧”）、浙江金洲管道科技股份有限公司（以下简称“金洲管道”）和浙江古纤道新材料股份有限公司等企业。其中，金洲管道和大智慧已实现上市。2013 年公司处置金洲管道 2,762 万股股权，转让时产生投资收益 1.63 亿元；公司 2007 年通过受让股权方式取得金洲管道 2,000 万股股权，持有期获得现金股利 0.07 亿元。2013 年 12 月和 2014 年上半年，公司减持大智慧 8,634 万股股权和 8,097 万股股权，减持时共产生投资收益 6.31 亿元，截至 2014 年 6 月 30 日，公司全部减持大智慧股权；该笔股权公司 2009 年出资 3.52 亿元取得，持有期间获得现金股利 0.16 亿元。

2015 年 2 月，公司董事会审议通过了《关于拟认购北京歌华有线电视网络股份有限公司非公开发行股票的议案》，拟以人民币 3.00 亿元认购歌华有线非公开发行的 A 股股份，发行价格 14.95 元/股。该认购计划已经北京歌华有线网络股份有限公司第五届董事会第十三次会议及公司 2014 年度股东大会审议通过。歌华有线已于 2015 年 11 月 6 日实现本次非公开发行普通股，公司最终以 3 亿元认购歌华有线共计 2031.14 万的非公开发行 A 股。

2015 年 6 月，公司转让其持有的滁州长城国际动漫旅游创意园有限公司 2,230 万股股份，转让价款 4,044.60 万元，现已完成工商变更。

总体看，公司非金融板块股权投资业务近年为公司贡献了较为可观的投资收益。公司拥有部分未上市公司项目储备，对未来股权投资业务的持续发展形成一定支撑。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。

6. 经营效率

2013~2015 年，公司持续扩大融资规模，资产总额年均复合增长 23.31%，所有者权益年均复合增长 33.91%；受房地产市场状况影响，公司近三年营业收入年均复合增长 12.41%，净利润年均复合增长 3.39%。受一级开发土地收储款支付进度影响，公司应收账款周转率三年来变动较大，分别为 2.34 次、4.60 次和 15.61 次。受公司整体开发规模扩大影响，公司存货周转率和总资产周转率均呈下降态势，近三年存货周转率分别为 0.25 次、0.23 次和 0.19 次；近三年总资产周转率分别为 0.18 次、0.17 次和 0.15 次。公司流动资产周转率同样呈下降态势，2014~2015 年，公司流动资产周转率分别为 0.20 次和 0.18 次。考虑到公司贸易业务收入规模较大而毛利率较低，实际经营效率低于上述计算值。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司存货周转率和流动资产周转率处于行业较低水平；总资产周转率偏低。

表 14 2015 年房地产开发类上市公司经营效率指标（单位：次）

指标名称	万科 A	保利地产	世茂股份	荣盛发展	绿景控股	新潮中宝
流动资产周转率	0.39	0.34	0.41	0.27	0.06	0.18
存货周转率	0.40	0.30	0.39	0.28	0.08	0.19
总资产周转率	0.35	0.32	0.24	0.26	0.06	0.15

资料来源：Wind 资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

总体看，公司经营效率一般。

7. 关联交易

公司关联交易主要包括关联方向公司提供物业服务、证券交易服务等劳务服务所需支付的物业服务费和佣金支出、关联方之间的资金拆借以及参股公司盛京银行向公司提供的银行贷款等。其中劳务费用均按协商价交易；提供的银行贷款利率在中国人民银行公布的贷款利率区间内。随着公司业务规模的扩大，日常关联交易规模呈逐年增长态势。2015 年公司接受关联方提供的劳务的 7,536.33 万元，向关联方出租房获得收入 5.90 万元；2015 年末，盛京银行向公司提供贷款 8.92 亿元，温州银行向公司提供贷款 9.93 亿元。

对外投资的重大关联交易方面，公司近年来持续对新潮控股增资。2013 年新潮控股增加注册资本 33,163 万元，均由公司以 1.35 元/股的价格认缴，增资后新潮控股注册资本 415,385 万元，公司持股 48%，新潮集团对新潮控股持股 52%。

总体看，公司的关联方交易主要为参股公司的贷款往来和资金拆借，有利于公司长期整体经营与发展。

8. 重大事项

2014 年完成非公开发行 17.74 亿股股票

公司于 2014 年 11 月完成非公开发行 17.74 亿股，发行价格 3.10 元/股，募集资金总金额 54.99 亿元，扣除发行费用后，净募集资金 54.37 亿元。其中 17.74 亿元计入实收资本，36.63 亿元计入

资本公积。公司注册资本和实收资本相应增加至 80.33 亿元。本次事项已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审验。

此次非公开发行完成后，新湖集团持有公司 38.07 亿股，持股比例为 47.39%；并通过其控股或全资子公司间接持股 8.37%，新湖集团仍为公司控股股东，黄伟仍为公司实际控制人。

公司本次非公开发行募集资金用于其上海普陀区及闸北区的棚户区改造项目。

上海新湖明珠城三期三标段、四标段地处上海市普陀区东新村地块，东、南毗邻苏州河，北抵轻轨明珠线，西至东新支路及合德里地块边缘。该项目是上海市内环线以内最大的“365”旧城改造项目之一，也是普陀区“365”棚户区改造的重点项目。项目地理位置优越，交通便利，且紧靠苏州河，景观资源较好。三期三标段建设期为 2005 年下半年至 2014 年下半年；三期四标段建设期为 2014 年上半年至 2019 年下半年。该项目总投资预计 58.05 亿元，预计实现销售收入 79.93 亿元，净利润 11.58 亿元。

上海新湖·青蓝国际位于上海闸北区内环线内，与虹口区接壤；东依东宝兴路、南临芷江中路、西达宝昌路，北至青云路。该项目是上海市新一轮“365”旧城改造的重点项目之一，是闸北区旧城棚户区改造的民生工程项目，同时也是闸北区内环线以内较大的成片改造地块。项目周边住宅需求量较大，项目开发有助于满足市场刚性需求。该项目一期建设期为 2012 年下半年至 2015 年下半年、二期建设期为 2015 年下半年至 2018 年下半年。项目总投资预计 67.78 亿元，预计实现销售收入 92.55 亿元，净利润 12.49 亿元。

2015 年完成非公开发行股票 9.62 亿股股票

公司于 2015 年 11 月完成非公开发行 9.62 亿股，发行价格 5.20 元/股，共募集资金 50 亿元，扣除发行费用后，净募集资金 49.77 亿元。其中 9.62 亿元计入实收资本，其余 40.15 亿元计入资本公积。公司注册资本与实收资本增加至 91 亿元。本次事项已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审验。

此次非公开发行完成后，新湖集团仍为公司控股股东，黄伟仍为公司实际控制人。

本次非公开发行股票募集资金用于投资建设“苏州新湖明珠城五期”、“丽水新湖国际三期”和“瑞安新湖城”三个地产项目。

“苏州新湖明珠城五期”位于苏州吴江经济技术开发区运西分区江陵西路北侧，西侧和北侧直抵太湖水系的太湖大堤，北侧隔太湖水系邻近苏州石湖风景区的七子山，地段较好；项目预计总投资 40.95 亿元，本次募集资金投入总额 20 亿元，预计销售价格为 7,500~8,100 元/平米，预计整体收益率 21.56%。

“丽水新湖国际三期”地处浙江西南山区，但由于其经济相对发达、华侨人数众多，消费能力较高、周边同等竞争力楼盘相对不多，且拥有地段、品质、品牌优势；项目预计总投资 28.52 亿元，本次募集资金投入总额 10 亿元，预计销售价格 16,000 元/平米，预计整体收益率 25.10%。

“瑞安新湖城”位于温州市瑞安市滨海新区城市主干路万松东路与港口大道交叉区域，为土地资源稀缺，人口集聚，经济富庶的瑞安城市发展新的重点区域。瑞安滨海新区是展示瑞安二十一世纪跨越式发展的形象与地标，是实现市政府“东扩”战略、现代商业、服务业所确定的发展愿景。规划“一廊、两带、六心、三片”的功能结构，集合商务、高端居住、文化、公园、教育、行政为一体的发展新区。该项目为公司新项目，项目预计总投资 47.71 亿元，本次募集资金投入总额 10 亿元，计划分四期开发，预计销售价格 14,000~20,000 元/平米。

收购上海两处核心地块项目

公司于 2015 年 11 月收购上海玛宝房地产开发有限公司（以下简称“玛宝”）100%股权及债权，获取玛宝持有的虹口区青云路 167 弄地块土地开发权，共支付转让价款 2.40 亿元，其中股权转让款 2.08 亿元，债权转让款 0.32 亿元，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 21,486 平方米，总规划建筑面积约 98,160 平方米。该项目地处上海市核心区域，土地资源稀缺，增值潜力大。

2016 年 3 月，公司收购亚龙古城房地产开发有限公司（以下称“古龙房产”）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，其中股权转让价款 3.2 亿元，债权转让价款 8.7 亿元。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 93,950 平方米，其中旧城改造面积 90,916 平方米，地块现状为毛地，需动迁居民 5,100 户、动迁单位 109 户，目前已动迁 802 户、动迁单位 8 户。黄浦区 508 号地块地处上海核心区域，土地资源稀缺，未来盈利可观，但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。

2015 年完成公开和非公开公司债券发行

2015 年 7 月，公司获中国证监会核准发行不超过 35 亿的公司债。公司已于 2015 年 7 月 24 日完成发行，实际发行规模 35 亿元，发行期限 5 年，票面利率 5.50%。2015 年 9 月，公司获上海证券交易所核准，非公开发行公司债券规模不超过人民币 50 亿元（含 50 亿元），并于 9 月 14 日发行结束，实际发行规模 50 亿元，期限 4 年，票面利率 6.99%。

设立并购基金

2015 年 7 月，公司董事会表决通过，与中新融创资本管理有限公司以 1:1 比例，分别认购不超过 5 亿元，设立合资公司，成立并购基金，同时对外募集不低于 20 亿元的额优先级有限合伙人份额，并购基金主要围绕 P2P、互联网消费金融、互联网供应链金融、互联网基金销售、互联网证券、互联网保险等六大领域，开展投资并购业务。2015 年 12 月 29 日，与中新融创资本管理有限公司旗下的重庆中新融创投资有限公司共同成立了杭州湖新投资有限公司，注册资本 1000 万元，除此公司外，上述并购基金尚未成立。

获准中期票据发行

2014 年 12 月，公司董事会审议通过《在境内银行间市场申请发行中期票据的议案》，并于 2016 年 4 月收到银行间市场交易商协会准予中期票据注册，本期获准注册中期票据额度 33 亿元，注册额度在通知书 2 年内有效。截至到本报告日，票据尚未发行。

股份回购

2016 年 2 月 3 日，公司临时股东大会审议通过《关于集中竞价交易方式回购股份的议案》，截至到报告日，公司累计已回购股份数量为 64,588,312 股，占公司总股本的比例为 0.71%，成交最高价为 4.07 元/股，成交最低价为 3.92 元/股，累计支付的总金额为 25,912.61 万元。

总体看，非公开发行股票使公司权益资本得以充实，公司债的成功发行调整了公司债务结构，一定程度上缓解了公司在开发项目多、项目周期较长造成的资金需求压力，整体流动性得到补充；公司加大了一线城市核心地块项目储备，实现自身影响力提升，同时后续融资需求加大，旧城改造项目项目周期长、难度大，存在一定资金需求压力。

9. 经营关注

部分区域市场去库存压力较大

公司业务区域分布中二、三线城市占比较高，经历本轮景气度下滑后行业呈现弱势复苏，部分二、三线城市地产去库存压力较大，价格快速反弹可能性较小，目前中国经济增速或有所放缓，支撑地产价格快速增长动力将弱于以往。公司将面临更为复杂的行业市场变化，加速项目开发并持续保持高利润水平的难度加大。

短期偿付压力大

近年公司项目建设支出和土地支出规模相对较大，2013~2014 年公司经营活动现金流量净额持续净流出，2015 年转为净流入，且公司债务负担略重，面临一定短期偿付压力。公司项目未来开发支出规模大，行业景气度波动，公司销售难度加大等因素加重了公司资金周转压力。

成本支出较高、销售回款速度较慢、资金周转存在一定压力

近年公司项目建设成本支出和土地成本支出规模相对较大，一、二级联动开发业务整体开发周期较长，回款速度较慢；且公司在杭州等地部分精品项目去化周期较长，降低了整体销售回款速度，公司存在一定的资金周转压力。

10. 未来发展

在原有以地产为主业，适当辅之以金融、资源等高效投资的发展战略基础上，公司进一步明确了以地产、金融双主业的发展模式，提出通过地产与金融协同发展，提升资源获取、客户把握能力，强化服务、创新能力，追求有质量、均衡和风险可控的可持续发展的经营思路。

地产领域方面，公司将加强产品创新，缩短开发周期，提高成本控制能力，加大销售规模；优化地产行业的战略布局，积极调整地产资源结构和地产产品结构。同时公司将持续优化管控模式，提升产品品质，强化精细化管理水平，提升专业化运作能力，促进公司价值增长。此外，公司将积极探索商业地产经营、房地产基金等业务；继续完善土地一级开发方式，拿地策略依旧坚持适度获取，销售与拿地规模相匹配，确保公司主业维持可持续的发展和增长。开发节奏上，公司计划加快开发节奏、加大销售回笼力度。

金融领域方面，公司将继续整合金融资源，持续扩展互联网金融业务规模，深化“互联网”金融业务创新，利用互联网和大数据进一步增强各金融板块的协同性，打造互联网金融领域核心竞争力，实现金融与互联网的资源互通。

未来投资方面，公司主要在建地产项目 2016~2018 年计划投资额分别为 70.21 亿元、72.56 亿元和 61.13 亿元，拟建地产项目 2016~2018 年计划投资额分别为 14.61 亿元、15.41 亿元和 12.64 亿元；公司未来投资规模依然较大，将导致公司对外融资需求的持续增长。

总体看，公司在保持现有房地产业务规模不断扩大的基础上，逐渐加强金融板块业务的拓展，不断加大互联网金融的投资力度，公司收入规模和盈利能力有望进一步提升。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2013~2015 年财务报表均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。公司于 2014 年 7 月 23 日起实施国家财政部 2014 修订的《企业会计准则—基本准则》，并对财务数据进行了追溯调整。

公司 2013 年较 2012 年在合并范围内新增加 9 家子公司，不再纳入合并范围的子公司 2 家。2014 年公司在合并范围内新增子公司 7 家（其中通过非同一控制下企业合并方式新增子公司 2 家，新设子公司 5 家），不再纳入合并范围的子公司 1 家。2015 年，公司新增平阳安瑞置业有限公司、新湖期货（香港）有限公司和澳洲兴澳投资有限公司等 8 家纳入合并范围子公司（其中实现非同一控制下合并方式新增 1 家子公司，新设子公司 7 家）。截至 2015 年底，纳入合并范围的子公司共计 72 家。整体看，公司近三年合并范围变化不大，财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 890.67 亿元，负债合计 636.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益）254.01 亿元。2015 年公司实现营业收入 116.36 亿元，净利润（含少数股东损益）10.42 亿元，归属于母公司所有者净利润 11.61 亿元。2015 年公司经营活动现金流量净额为 7.02 亿元，现金及现金等价物净增加额 25.14 亿元。

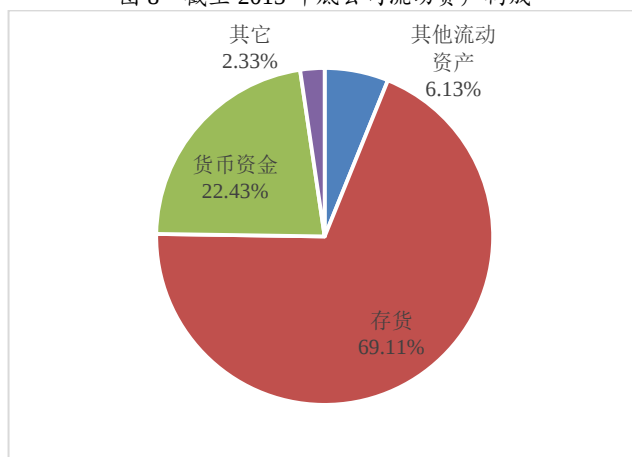
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 23.31%，主要系货币资金、存货、可供出售金融资产和长期股权投资的增加所致。截至 2015 年底，公司资产总额为 890.67 亿元，较年初增长 25.71%；其中流动资产占 79.76%，非流动资产占 20.24%，流动资产占比较高，符合房地产开发企业特征。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产规模快速增长，年均复合增长 20.82%，主要是由于货币资金和存货的增长所致。截至 2015 年底，公司流动资产合计 710.39 亿元，较年初增长 18.33%，从构成来看，主要是由货币资金（占 22.43%）、存货（占 69.11%）和其他流动资产（占 6.13%）构成。截至 2015 年底，公司流动资产构成情况如下图所示。

图 8 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2013~2015 年，公司货币资金规模快速增长，年均复合增长 25.91%。截至 2015 年底，公司货币资金余额 159.32 亿元，较年初增长 24.93%，主要系公司完成非公开发行股份及公司债发行，融资规模扩大所致。其中使用受限资金为 41.32 亿元（主要为用于质押的定期存款 9.15 亿元、其他货币资金中银行承兑汇票保证金 3.00 亿元、银行贷款保证金 3.76 亿元、按揭担保保证金 0.94 亿元、期货客户保证金 23.78 亿元）。

2013~2015 年，公司存货呈逐年增长趋势，年均复合增长 23.13%，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 2015 年底，公司存货账面余额为 493.89 亿元，计提跌价准备 2.92 亿元，存货账面净额为 490.96 亿元，较年初增加 14.74%；主要由开发成本（占账面余额

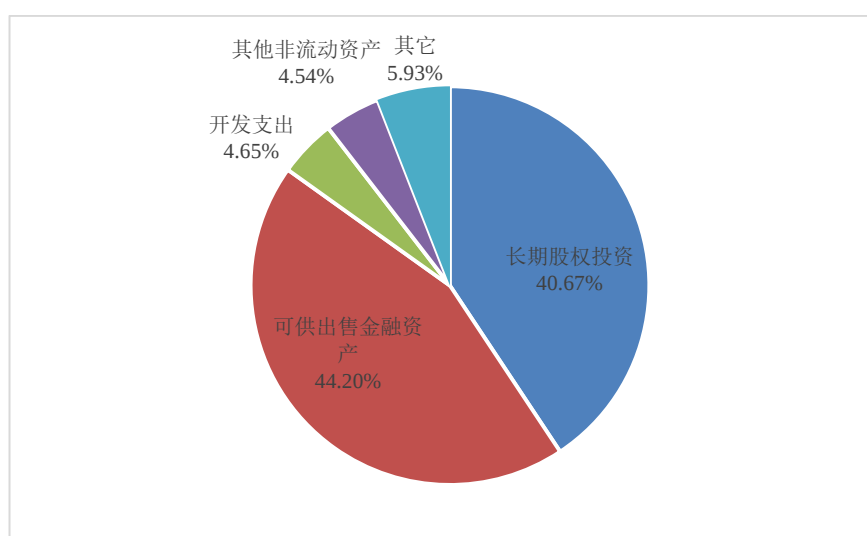
的 88.88%) 和开发产品 (占账面余额的 11.11%) 构成, 其中开发成本主要系房地产开发和建设阶段支付的土地出让金、利息及项目建设款, 开发产品主要系已完工的开发楼盘; 存货中有 263.16 亿元用于抵押担保, 受限资产规模较大, 流动性一般。

2013~2015 年, 公司其他流动资产逐年增长趋势, 年均复合增长 57.92%, 主要为公司存出保证金、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, 公司其他流动资产账面余额为 43.51 亿元, 较年初增加 105.40%, 主要系 2015 年计入该科目的理财产品增加 18.67 亿元所致。

非流动资产

公司非流动资产规模相对较小, 2013~2015 年, 公司非流动资产逐年增长, 年均复合增长 34.83%。截至 2015 年底, 公司非流动资产为 180.29 亿元, 较年初增长 66.69%, 主要由可供出售金融资产 (占 44.20%)、长期股权投资 (占 40.67%) 及开发支出 (占 4.65%) 和其他非流动资产 (占 4.54%) 构成。截至 2015 年底, 公司非流动资产构成情况如下图所示。

图 9 截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源: 公司年报

2013~2015 年, 公司可供出售金融资产规模逐年扩大, 年均复合增长 123.91%。截至 2015 年底, 公司可供出售金融资产账面价值为 79.69 亿元, 较年初增长 347.34%, 主要系 2015 年公司增加金融板块投入, 境外投资大幅增加所致。其中, 按公允价值计量的可供出售权益工具 62.19 亿元, 主要系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, 该项委托财产期末净值 46.42 亿元, 份额净值 0.738 元/份; 按成本计量的可供出售权益工具 17.50 亿元, 主要系公司对上海万得信息技术股份有限公司、U51.com Inc、长城证券股份有限公司、湘财证券股份有限公司、青海碱业有限公司、浙江古纤道新材料股份有限公司等 10 家企业进行的股权投资。

2013~2015 年, 公司长期股权投资呈持续上升趋势, 年均复合增长 21.18%, 截至 2015 年底, 公司长期股权投资账面价值为 73.33 亿元, 主要为公司持有新潮控股 (28.40 亿元)、盛京银行 (21.85 亿元) 等 8 家公司的股权。截至 2015 年底, 长期股权投资用于股权质押的受限资产合计 42.82 亿元, 占比 58.39%。

2013~2015 年, 公司开发支出呈持续上升趋势, 年均复合增长 7.89%。截至 2015 年底, 公司开发支出账面价值为 8.39 亿元, 其中子公司贵州新潮能源有限公司对所属贵州省纳雍县沙子岭煤矿、旧院煤矿探矿权支出占 98.62%。

2013~2015 年，公司其他非流动资产波动下降，年均复合下降 27.37%。截至 2015 年底，公司其他非流动资产主要为预付投资款 5.67 亿元和房屋购置款 2.29 亿元，其中预付投资款为公司收购联营公司新潮控股有限公司持有的阳光保险集团 42,000 万股股份（转让价格 18.90 亿元，截至 2015 年底预付 5.67 亿元），房屋购置款为公司购买上海众合地产开发有限公司持有的虹桥绿谷广场 C 幢所支付的首付款。

总体看，公司开发投入和股权投资规模持续增加，带动资产规模大幅增长；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但货币资金与存货受限比例较高，资产流动性一般。

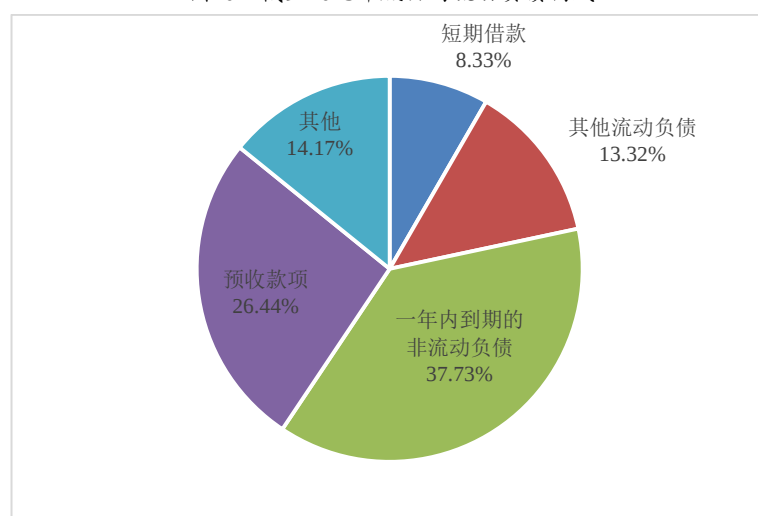
3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015 年，公司负债规模快速增长，年均复合增长 19.73%。截至 2015 年底，公司负债合计 636.67 亿元，较年初增长 26.47%。从结构来看，截至 2015 年底，流动负债占比 56.02%，非流动负债占 43.98%，公司以流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债规模逐年增长，年均复合增长 14.88%，主要由预收款项、其他流动负债和一年内到期的长期借款的增加所致。截至 2015 年底，公司流动负债合计 356.65 亿元，较年初增长 12.23%，以短期借款（占 8.33%）、预收款项（占 26.44%）、一年内到期的非流动负债（占 37.73%）和其他流动负债（占 13.32%）为主（如下图所示）。

图10 截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2013~2015 年，公司短期借款规模波动增长，年均复合增长 2.52%。截至 2015 年底，公司短期借款余额 29.72 亿元，主要系保证借款（占 49.09%）、质押借款（占 24.24%）、质押并保证借款（占 9.76%）和抵押并保证借款（占 8.03%）等。

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。2013~2015 年，公司预收账款波动增长，复合增长率为 16.27%。截至 2015 年底，公司预收账款为 94.30 亿元，较年初增长 38.73%，其中主要为预售房款 83.85 亿元、启东圆陀角岸线海涂开发预收款 5.45 亿元和温州西湾项目基础设施建设预收款 4.71 亿元。由于预售房款届时将结转为收入，这部分负债对于公司而言不存在实际偿付压力。

2013~2015 年，公司其他应付款余额波动下降，年均复合下降 15.31%；近三年分别为 19.01 亿元、20.49 亿元和 13.63 亿元，主要为联营股东提供给公司子公司的借款（本报告中已纳入长期债务核算）、押金保证金等。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，复合增长率为 30.66%，截至 2015 年底为 134.57 亿元，较年初增长 26.38%，主要系一年内到期的长期借款（占比 62.43%）、一年内到期的应付债券（占比 10.89%）和一年内到期的其他非流动负债（占比 26.68%），公司一年内到期的其他流动负债主要为公司子公司的债权转让款和项目收益权转让款。

2013~2015 年，公司其他流动负债波动增长，年均复合增长率为 10.47%，截至 2015 年底为 47.51 亿元，主要为应付期货保证金款项 40.06 亿元和应付中国华融资产管理股份有限公司浙江省分公司债权转让款 6.00 亿元和应付民生信托有限公司股权收益权回购款 1.00 亿元。

2013~2015 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 26.90%，主要系长期借款、应付债券和其他非流动负债增长所致。截至 2015 年底，公司非流动负债合计 280.01 亿元，主要由长期借款（占比 53.25%）、应付债券（占比 40.19%）和其他非流动负债（占比 5.53%）构成。

2013~2015 年，公司长期借款规模逐年稳定增长，年均复合增长 6.99%；截至 2015 年底，公司长期借款 149.10 亿元，主要为抵押借款和抵押并保证借款。公司长期借款主要集中在 2017 年（占比 41.00%）和 2019 年（占比 33.97%）偿还，存在一定集中偿付压力。

2013~2015 年，公司应付债券大幅增长，年均复合增长 183.91%，主要系公司于 2015 年 7 月公开发行期限为 5 年，票面利率为 5.50%，额度为 35.00 亿元的公司债券，又于同年 9 月非公开发行期限为 4 年，票面利率为 6.99%，额度为 50.00 亿元所致。

2013~2015 年，公司其他非流动负债规模波动下降，年均复合下降 26.22%。截至 2015 年底，公司其他非流动负债 15.49 亿元，较年初下降 55.23%，主要为公司通过向信托公司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，包括中江国际信托股份有限公司（5.28 亿元）、中国长城资产管理公司杭州办事处（3.64 亿元）、中国华融资产管理股份有限公司浙江省分公司（3.50 亿元）、中国信达资产管理有限公司江西省分公司（3.07 亿元），期限从 18 个月到 36 个月不等，到期日全部集中在 2017 年。2015 年，其他非流动负债大幅下降，主要系部分因临近期限借款转入一年内到期的非流动负债所致。

近三年，公司全部债务规模较快增长，年均复合增长 22.68%。截至 2015 年底，公司全部债务 457.73 亿元，其中短期债务占 37.87%，长期债务占 62.13%。从债务余额期限结构分布上看，公司债务偿还主要集中在 2016 年、2017 年和 2019 年，待偿还金额分别为 173.34 亿元、78.92 亿元和 116.65 亿元。从债务指标方面看，近年来公司债务规模持续大幅扩大，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率相应增长。2015 年，公司公开发行公司债券 35.00 亿元、非公开发行公司债券 50.00 亿元，同年 11 月非公开发行股票募集资金净额 49.77 亿元，公司期末资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.48%、64.31%和 52.82%，较 2014 年分别增长 0.42 个百分点、1.11 个百分点和 4.25 个百分点，债务负担有所增长，处于较高水平。由于公司预收款项规模较大（主要为预收房款），若剔除预收房款因素的影响，公司实际负债水平会相应降低。

表 15 截至 2015 年底公司有息债务期限结构（单位：亿元）

到期	短期借款	一年内到期的非流动负债	应付票据	其他流动负债	交易性金融负债	长期借款	应付债券	其他非流动负债	其他应付款（付息项）	合计
2016 年	29.72	134.58	1.30	7.00	0.74	-	-	-	-	173.34
2017 年	-	-	-	-	-	61.12	2.31	15.49	-	78.92
2018 年	-	-	-	-	-	23.33	10.00	-	-	33.33
2019 年	-	-	-	-	-	50.65	66.00	-	-	116.65
2020 年	-	-	-	-	-	14.00	35.00	-	-	49.00
不确定	-	-	-	-	-	-	-	-	6.48	6.48
合计	29.72	134.58	1.30	7.00	0.74	149.10	113.31	15.49	6.48	457.73

资料来源：公司提供

注：上表中应付票据金额已扣除承兑汇票保证金；应付债券已做利息调整为借款本金。

总体看，近三年公司负债规模持续增长，债务结构以长期债务为主，结构较为合理；公司债务负担较重，虽然 2014 年、2015 年公司两次完成非公开发行股票，权益资本得以充实，但由于 2015 年两次发行公司债券，额度较大，导致资产负债水平有所上升。公司未来两年待偿付债务及开发投资规模大，面临较大的集中支付压力。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益规模较快增长，年均复合增长 33.91%。截至 2015 年底，公司所有者权益 254.01 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 241.24 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占 37.72%，资本公积占 36.69%，盈余公积占 3.26%，未分配利润占 26.25%，公司所有者权益中股本和资本公积占比较高，所有者权益结构稳定性尚可。截至 2015 年底，公司所有者权益较 2014 年底增长 23.87%，主要系 2015 年资本公积中股本溢价大幅上升所致。

2013~2015 年，公司资本公积呈现快速增长趋势，年均复合增长率为 222.14%。截至 2015 年底，公司资本公积为 88.51 亿元（其中资本溢价 88.99 亿元、其他资本公积-0.48 亿元），较年初增长 99.93%，主要为 2015 年 11 月非公开发行股票募集资金净额 49.77 亿元，其中计入资本公积中的股本溢价 40.15 亿元，导致资本公积大幅上升。另外，公司 2010 年股票期权激励计划的 205 名激励对象于 2015 年 2 月行权，行权价格 5.07 元/股，行权数量 1.05 亿股，新增注册资本 1.05 亿股，产生股本溢价 4.29 亿元。

整体看，公司近年来所有者权益规模增长较快，主要由股本和资本公积构成，稳定性尚可。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入分别为 92.09 亿元、110.38 亿元和 116.36 亿元，年均复合增长 12.41%。近三年，公司主营业务中房地产业务收入占比持续走高，海涂开发也受收储时点影响收入占比呈下降态势，毛利率偏低的商贸业务收入贡献持续走低。营业成本方面，近三年，营业成本呈上升态势，公司房地产业务与商贸业务营业成本占营业总成本 90%以上，年均复合增长 11.34%。2013~2015，公司营业利润分别为 12.67 亿元、14.87 亿元和 15.09 亿元，其中投资收益贡献占比较高。近三年，公司 2013~2015 年，受期间费用等不断上涨等因素影响，净利润年均复合增长 3.39%，增速低于营业收入增速。2015 年，公司实现净利润 10.42 亿元，较 2014 年下降 9.10%，其中归属于母公司所有者的净利润 11.61 亿元。

2013~2015 年，公司投资收益稳定增长，年均复合增长 5.71%。近三年，公司投资收益占营业利润的比重分别为 69.23%、71.04%和 64.93%，投资收益在公司整体利润构成中占比大。2015 年度投资收益为 9.80 亿元，其中按权益法核算的投资收益为 8.25 亿元，较上年同期增长 31.40%，

主要为参股新潮控股有限公司、盛京银行股份有限公司、温州银行股份有限公司和海宁绿城新湖房地产开发有限公司等公司的投资收益。近三年，公司处置长期股权投资和处置可供出售金融资产产生的投资收益分别为 5.74 亿元、4.51 亿元和 1.22 亿元；其中 2013 年主要为处置大智慧股权（3.11 亿）和上海新湖明珠置业有限公司股权（0.50 亿元），2014 年主要为处置大智慧股权（3.21 亿元），2015 年主要为出售锦泰财产保险股份有限公司股份股权（1.04 亿元）。

公司完成金融股权调整后，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。

近三年，公司营业外收入及营业外支出规模均较小，对公司利润总额的影响较小。2015 年，公司营业外收入 962.41 万元，在利润总额占比较低。2013~2015 年，公司利润总额分别为 13.41 亿元、14.96 亿元和 14.95 亿元。

从期间费用看，2013~2015 年，公司费用收入比分别为 13.50%、11.70%和 13.87%，整体期间费用控制较强。其中财务费用增长较快，主要是公司债务规模快速扩张，费用化的利息支出增长导致。公司近三年销售费用、管理费用、财务费用的复合增长率分别为 14.33%、1.29%、19.62%。2015 年，公司的销售费用、管理费用和财务费用分别为 4.20 亿元、3.16 亿元、8.78 亿元。

从盈利指标看，2013~2015 年，公司营业利润率波动下降，三年分别为 19.28%、15.65%和 18.60%。受公司净资产规模增长以及土地一级开发和房地产市场形势共同影响，近三年公司净资产收益率、总资产收益率和总资产报酬率持续下降，2015 年上述指标分别为 4.54%、3.23%和 3.13%。从同行业比较来看，公司销售毛利率、净资产收益率和总资产报酬率偏低，盈利能力一般。

表 16 2015 年主要房地产上市公司盈利指标情况（单位：%）

指标	万科 A	保利地产	世茂股份	荣盛发展	绿景控股	新潮中宝
净资产收益率	19.24	18.58	11.51	14.07	-12.33	5.36
总资产报酬率	6.11	6.41	6.58	3.80	-7.22	2.88
销售毛利率	29.35	33.20	36.32	28.52	36.80	25.70

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，公司地产主业盈利能力较强，近年来公司积极布局金融投资业务，持有的金融股权投资收益情况良好，对公司整体盈利规模形成了良好补充。公司整体盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动看，2013~2015 年，公司经营活动现金流入主要为房地产业务收到的销售款。2013~2015 年公司收到的经营活动现金流入分别为 143.42 亿元、142.08 亿元和 164.63 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为 134.57 亿元、134.20 亿元和 159.05 亿元。公司近三年的现金收入比分别为 146.13%、121.58%和 136.69%，公司收入实现较好。2013~2015 年，公司经营活动现金流出分别为 152.03 亿元、192.16 亿元和 157.61 亿元，主要为购买商品接受劳务支付的现金，分别为 133.04 亿元、169.18 亿和 129.75 亿元。另外，由于公司往来款、代收款及保证金较多，使得公司收到其他与经营后动有关的现金与支付其他与经营活动有关的现金规模亦较大。2013~2015 年，公司经营现金活动现金流量净额分别为-8.62 亿元、-50.08 亿元和 7.02 亿元，2015 年，公司经营现金活动现金流量由净流出转为净流入，主要系 2015 年公司房地产业务板块销售收入所获现金大幅增长所致。

从投资活动看, 2013~2015 年, 公司投资活动现金流入以收回投资收到的现金为主。2013~2015 年公司收到的投资活动现金流入分别为 34.79 亿元、25.66 亿元和 20.82 亿元, 其中收回投资收到的现金分别为 29.84 亿元、17.46 亿元和 13.75 亿元, 其中 2013 年金额较大, 主要为出让交易性金融资产 (10.40 亿元)、转让大智慧 (5.73 亿元) 及成都农商 (8.73 亿元) 股权等款项。2013~2015 年, 公司投资活动现金流出分别为 49.99 亿元、21.54 亿元和 114.78 亿元, 主要以投资支付的现金为主, 分别为 45.34 亿元、17.23 亿元和 86.66 亿元, 其中 2013 年主要为支付投资款: 温州银行 13.30 亿元、新湖控股 (增资) 4.48 亿元、甘肃西北矿业集团有限公司 5.50 亿元、委托国投瑞银基金管理有限公司资金管理 7.00 亿元, 新湖瑞丰购买交易性金融资产 10.60 亿元。2014 年, 受处置股权收回的现金增加和新增股权投资减少影响, 公司投资活动现金流量净额由 2013 年的净流出 15.20 亿元转为净流入 4.13 亿元。2015 年, 公司委托国投瑞银基金进行境外投资资产管理投资支付现金 67.33 亿元, 受投资支付现金激增的影响, 公司投资活动现金流量由 2014 年净流入转为净流出 93.95 亿元。

从筹资活动看, 2013~2015 年, 随着公司经营和投资活动资金需求的增加, 筹资活动现金流入快速增长, 三年分别为 238.19 亿元、320.89 亿元和 358.75 亿元。2013~2015 年, 公司筹资活动现金流净额分别为 45.23 亿元、65.41 亿元和 112.07 亿元, 年均复合增长 57.42%。公司筹资活动现金流入增长较快, 2014 年, 公司非公开发行股票募集资金金额 54.37 亿元。2015 年, 公司通过发行公司债券共募集资金 112.51 亿元, 并于 11 月非公开发行股票 97,656.25 万股, 共募集资金净额 49.77 亿元。

总体看, 随着公司经营和投资活动资金需求的增加, 筹资活动现金流入快速增长。公司未来三年在建和拟建地产项目计划支出规模在 250 亿以上, 有较大的对外融资需求, 此外公司 2016 年、2017 年到期的有息债务规模较大, 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, 公司 2015 年流动比率、速动比率分别为 1.99 倍和 0.62 倍; 因公司流动资产主要由存货构成, 导致流动比率和速动比率差异较大。近三年, 公司经营现金流动负债比分别为 -3.19%、-15.76% 和 1.97%, 2015 年经营现金流动负债比由负转正; 截至 2015 年底, 公司短期债务余额 173.34 亿元。2013~2015 年, 公司现金短期债务比分别为 0.71 倍、0.68 倍和 0.79 倍 (扣除期货保证金), 公司现金类资产对短期债务的保障能力较强。

从长期偿债能力指标看, 公司近三年有息债务规模大幅扩张, 年均复合增长 22.68%, 截至 2015 年底公司有息债务余额 457.73 亿元。2015 年公司 EBITDA 为 25.55 亿元 (三年复合增长 11.72%), 其中利润总额占 58.49%, 利息支出占比 39.41%。2013~2015 年, EBITDA 利息倍数分别为 0.80 倍、0.73 倍和 0.71 倍, 覆盖程度持续下滑主要系资本化利息和计入财务费用的利息支出不断增长以及利润总额大幅波动所致; 公司债务规模近年来持续扩大, EBITDA 全部债务比分别为 0.067 倍、0.065 倍和 0.056 倍, 公司 EBITDA 对全部债务的保障能力较弱。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告 (机构信用代码: G1033040200095790M), 截至 2016 年 4 月 4 日, 公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录, 过往债务履约情况良好。

截至 2015 年底, 公司共获得各家银行授信额度为 345.83 亿元, 尚有 123.07 亿元未使用; 同时, 公司作为上市公司, 直接融资渠道畅通。

截至 2015 年底，公司对外担保合计 14.28 亿元，其中为关联方借款提供的担保额共计 6.45 亿元，目前关联方经营稳定，公司或有风险较小。另外，公司为商品房承购人向银行提供按揭贷款担保金额为 69.42 亿元，此部分或有负债风险较小。

表17 截至2015年底公司对外担保明细（单位：万元、%）

担保对象	担保金额	是否为关联单位
浙江新湖集团股份有限公司	64,500.00	是
美都能源股份有限公司	30,000.00	是
浙江绿城装饰工程有限公司	16,200.00	是
浙江绿城材料设备有限公司	11,700.00	是
民丰特种纸股份有限公司	10,612.11	是
济和集团有限公司	9,749.90	是
蓝城房产建设管理集团有限公司	60.00	是
合计	142,822.01	--

数据来源：公司提供

截至 2015 年底，公司无重大未决诉讼。

总体看，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力还有待提升。公司目前债务规模较大，到期债务较集中，未来 1~2 年面临较大集中偿债压力。但考虑到 2015 年房地产市场有所回暖，公司合同销售收入大幅增加，有利于公司偿债能力的提升。同时考虑到公司作为浙江省大型房地产开发企业，在综合实力、业务规模、地域品牌、经营模式、土地储备等方面具有一定的竞争优势，并持有较大规模的优质金融股权，公司整体偿债能力较强。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券的发行对目前债务的影响

截至 2015 年底，公司债务总额为 457.73 亿元，本次拟发行债券规模为 35 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较小，但仍对公司负债结构有一定影响。

以 2015 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 35 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 72.56%、65.98% 和 55.70%，较发债前分别提高了 1.08 个百分点、1.67 个百分点和 2.88 个百分点，债务负担有所加重。由于本次债券所募集的资金中预计 12 亿元用于偿还金融机构贷款，公司实际债务指标将有所下降。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2015 年底的相关财务数据为基础，2015 年公司 EBITDA 为 25.55 亿元，为本次债券发行额度 35.00 亿元的 0.73 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度一般；2015 年经营活动产生的现金流入 164.63 亿元，为本次公司债券发行额度 35.00 亿元的 4.70 倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本次债券覆盖程度较高。

综合以上分析，考虑到公司作为浙江省大型房地产开发企业，在综合实力、业务规模、地域品牌、土地储备等方面具有一定的竞争优势，公司目前在开发项目较多、可售面积规模较大，且持有较大规模的优质金融股权，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力较强。

九、综合评价

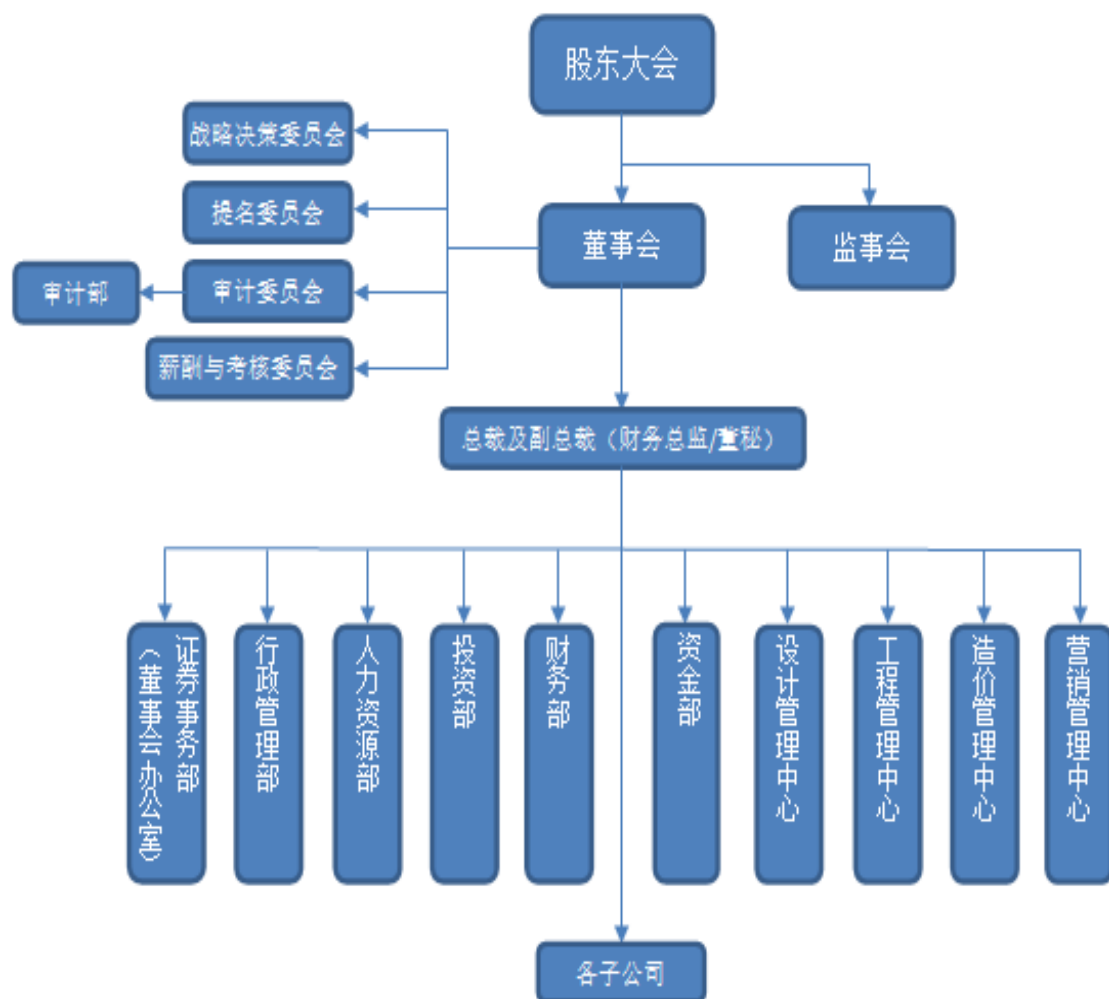
公司作为具备较强综合实力的房地产开发上市公司，在土地成本及规模、区域布局、金融投资多元化发展等方面的优势。近年来，公司通过海涂开发业务在获取规模收益同时强化了其土地储备优势。公司轮动推盘销售，有效降低了市场风险，销售回笼资金规模大。公司在金融投资领域适度投资取得了较大规模投资收益，对公司整体利润形成了良好补充，并取得了较为优质的金融股权。

同时，联合评级也关注到公司债务负担较重，面临一定短期偿付压力，受限资产占比较大，资产流动性一般，且债务负担略重，面临一定短期偿付压力，在建及拟建规模大，存在资本支出压力等因素对公司信用水平产生的不利影响。

公司于 2015 年 11 月非公开发行股票，有效充实了权益资本，并于 2015 年 7 月和 2015 年 9 月分别发行了 35 亿元和 50 亿元公司债，债务结构有所调整，整体流动性得以补充。依托地产板块显著的成本优势、持有的优质金融股权投资收益，以及未来地产与金融主业的均衡发展，公司盈利能力有望保持在较高水平。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 新湖中宝股份有限公司组织结构图



附件 2 新湖中宝股份有限公司 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	585.79	708.49	890.67
所有者权益 (亿元)	141.66	205.06	254.01
短期债务 (亿元)	120.86	158.43	173.34
长期债务 (亿元)	183.26	193.68	284.38
全部债务 (亿元)	304.12	352.12	457.73
营业收入 (亿元)	92.09	110.38	116.36
净利润 (亿元)	9.75	11.46	10.42
EBITDA (亿元)	20.47	22.91	25.55
经营性净现金流 (亿元)	-8.62	-50.08	7.02
应收账款周转次数 (次)	2.34	4.60	15.61
存货周转次数 (次)	0.25	0.23	0.19
总资产周转次数 (次)	0.18	0.17	0.15
现金收入比率 (%)	146.13	121.58	136.69
总资本收益率 (%)	4.01	3.77	3.23
总资产报酬率 (%)	3.78	3.46	3.13
净资产收益率 (%)	6.94	6.61	4.54
营业利润率 (%)	19.28	15.65	18.60
费用收入比 (%)	13.50	11.70	13.87
资产负债率 (%)	75.82	71.06	71.48
全部债务资本化比率 (%)	68.22	63.20	64.31
长期债务资本化比率 (%)	56.40	48.57	52.82
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.80	0.73	0.71
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.067	0.065	0.056
流动比率 (倍)	1.80	1.89	1.99
速动比率 (倍)	0.60	0.54	0.62
现金短期债务比 (倍)	0.71	0.68	0.79
经营现金流动负债比率 (%)	-3.19	-15.76	1.97
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.58	0.65	0.73

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 新湖中宝股份有限公司 2016 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年新湖中宝股份有限公司年报出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

新湖中宝股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。新湖中宝股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注新湖中宝股份有限公司的相关状况，如发现新湖中宝股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如新湖中宝股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至新湖中宝股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送新湖中宝股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一六年四月二十八日