

# 信用等级公告

联合〔2020〕1555号

联合资信评估有限公司通过对杭州滨江房产集团股份有限公司主体长期信用状况及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将杭州滨江房产集团股份有限公司主体长期信用等级由AA<sup>+</sup>调整为AAA，将“17滨江房产MTN002”“18滨江房产MTN001”“19滨江房产MTN001”“20滨江房产MTN001”和“20滨江房产MTN002”的信用等级由AA<sup>+</sup>调整为AAA，并维持“19滨江房产CP003”“20滨江房产CP001”“20滨江房产CP002”和“20滨江房产CP003”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告



## 杭州滨江房产集团股份有限公司 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
杭州滨江房产集团股份有限公司	AAA	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
20 滨江房产 MTN002	AAA	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
20 滨江房产 CP003	A-1	稳定	A-1	稳定
20 滨江房产 CP002	A-1	稳定	A-1	稳定
20 滨江房产 MTN001	AAA	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
20 滨江房产 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定
19 滨江房产 MTN001	AAA	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
19 滨江房产 CP003	A-1	稳定	A-1	稳定
18 滨江房产 MTN001	AAA	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
17 滨江房产 MTN002	AAA	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定

### 债项概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期日
20 滨江房产 MTN002	5.00	5.00	2023/03/12
20 滨江房产 CP003	3.00	3.00	2021/03/12
20 滨江房产 CP002	9.00	9.00	2021/02/26
20 滨江房产 MTN001	12.00	12.00	2023/02/20
20 滨江房产 CP001	9.00	9.00	2021/01/09
19 滨江房产 MTN001	9.00	9.00	2022/11/07
19 滨江房产 CP003	9.00	9.00	2020/10/17
18 滨江房产 MTN001	21.80	21.80	2021/03/15
17 滨江房产 MTN002	8.20	8.20	2020/12/15

评级时间: 2020 年 6 月 12 日

### 本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司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

### 评级观点

跟踪期内, 杭州滨江房产集团股份有限公司(以下简称“公司”或“滨江集团”)作为国内优质上市房地产企业, 在开发经验、区域竞争力、产品品质等方面保持了综合竞争优势。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司业务区域集中度高, 债务杠杆上升, 面临补库存需求, 合作开发项目权益占比有待提升等因素对公司信用水平带来的不利影响。

跟踪期内, 公司在以杭州为主的浙江区域竞争力突出, 产品品质较好, 市场和同行业认可度高。公司项目储备质量较好, 在售项目整体去化情况良好。公司毛利率保持较高水平, 营业利润率和净资产收益率高于行业平均水平。公司融资渠道通畅, 具有融资成本优势。公司销售规模显著提升, 未来随着在建房地产项目逐步竣工交房, 公司收入有望保持增长。

综合评估, 联合资信确定将杭州滨江房产集团股份有限公司的主体长期信用等级由 AA<sup>+</sup>调整为 AAA, 将“17 滨江房产 MTN002”“18 滨江房产 MTN001”“19 滨江房产 MTN001”“20 滨江房产 MTN001”和“20 滨江房产 MTN002”的信用等级由 AA<sup>+</sup>调整为 AAA, 并维持“19 滨江房产 CP003”“20 滨江房产 CP001”“20 滨江房产 CP002”和“20 滨江房产 CP003”信用等级为 A-1, 评级展望为稳定。

### 优势

1. 公司深耕杭州市场, 区域竞争力强。公司深耕杭州市场, 在杭州地区房地产行业处于优势地位, 2019 年位列杭州权益销售排行榜第一名。
2. 公司具备同行业认可的开发运营能力, 并形成了较强的成本控制能力、品牌竞争力和较好的项目合作能力。公司在品质、品牌和开发能力等方面得到同行业认可, 同时已经培养起配合度较高的合作方体系, 为公司实现高品质高效运营和良好的费用控制提供保障。

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aaa	评级结果		AAA
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	1
			企业管理	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	3
		资本结构	2	
		偿债能力	1	
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

分析师: 王爽 王宇飞

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

3. 公司项目储备质量较好, 在售项目去化情况良好, 销售规模显著提升。公司项目主要分布在杭州及浙江省内其他热点城市, 并逐步拓展至上海及深圳, 项目储备质量较好; 受益于良好的去化情况, 2019 年销售规模显著提升。
4. 公司盈利能力较强, 融资渠道畅通, 综合融资成本较低。公司毛利率保持较高水平, 营业利润率和净资产收益率高于行业平均水平。公司未使用授信规模大, 融资渠道以银行和公开市场为主, 无非标融资, 综合融资成本低于行业平均水平。

关注

1. 公司业务存在一定的区域集中风险。公司房地产业务主要集中在杭州地区, 当地房地产市场调控精准度不断提升, 受当地限价、限购等调控政策影响, 企业盈利空间恐受到挤压。
2. 关注公司未来土地拓展及权益占比情况。在销售提速及高效运营策略的作用下, 公司未开发土地储备规模一般, 存在较大的补库存需求。同时, 公司土地项目权益占比有待提升。
3. 公司债务负担提升。2018 年以来, 公司债务规模快速增长, 债务负担有所上升。

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)	95.81	71.90	120.19	127.03
资产总额(亿元)	602.44	875.52	1296.25	1410.11
所有者权益合计(亿元)	163.60	193.14	224.12	232.20
短期债务(亿元)	15.20	78.96	130.07	131.06
长期债务(亿元)	80.70	212.85	220.60	269.35
全部债务(亿元)	95.90	291.81	350.66	400.41
营业收入(亿元)	137.74	211.15	249.55	37.81
利润总额(亿元)	29.27	42.41	54.03	10.74
EBITDA(亿元)	33.26	51.69	65.74	--
经营性净现金流(亿元)	34.30	-139.40	26.21	-25.46
营业利润率(%)	22.17	30.42	27.73	36.89
净资产收益率(%)	14.12	16.32	17.73	--
资产负债率(%)	72.84	77.94	82.71	83.53
全部债务资本化比率(%)	36.96	60.17	61.01	63.30
流动比率(%)	148.31	171.80	140.53	143.81
经营现金流动负债比(%)	9.58	-29.69	3.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.88	5.65	5.33	--
EBITDA利息倍数(倍)	8.14	3.91	3.36	--

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)	279.04	375.81	421.34	432.88
所有者权益(亿元)	126.38	132.31	138.14	139.39
全部债务(亿元)	70.91	104.86	132.67	129.57
营业收入(亿元)	5.36	9.04	4.39	1.09
利润总额(亿元)	19.93	7.01	7.16	1.11
资产负债率(%)	54.71	64.79	67.21	67.80
全部债务资本化比率(%)	35.94	44.21	48.99	48.17
流动比率(%)	233.07	181.52	149.73	142.07
经营现金流动负债比(%)	-12.60	2.10	1.72	--

注: 1. 2020年1-3月财务数据未经审计; 2. 合并口径下, 其他应付款中的有息债务及其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务及相关指标计算; 3. 合并口径下, 长期应付款中的有息债务计入长期债务及相关指标计算; 4. 公司本部口径下, 将其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务及相关指标计算 5. 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
20 滨江房产 CP001 19 滨江房产 CP003	A-1	AA <sup>+</sup>	稳定	2020/2/3	王爽 刘莉婕	房地产企业信用评级方法/模型 V3.0.201907	<a href="#">阅读原文</a>
20 滨江房产 MTN002	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2020/2/3	王爽 刘莉婕	房地产企业信用评级方法/模型 V3.0.201907	<a href="#">阅读原文</a>
20 滨江房产 CP003	A-1	AA <sup>+</sup>	稳定	2020/2/3	王爽 刘莉婕	房地产企业信用评级方法/模型 V3.0.201907	<a href="#">阅读原文</a>
20 滨江房产 CP002	A-1	AA <sup>+</sup>	稳定	2020/2/3	王爽 刘莉婕	房地产企业信用评级方法/模型 V3.0.201907	<a href="#">阅读原文</a>
20 滨江房产 MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2020/2/3	王爽 刘莉婕	房地产企业信用评级方法/模型 V3.0.201907	<a href="#">阅读原文</a>
20 滨江房产 CP001	A-1	AA <sup>+</sup>	稳定	2019/12/16	王爽 刘莉婕	房地产企业信用评级方法/模型 V3.0.201907	<a href="#">阅读原文</a>
18 滨江房产 MTN001 17 滨江房产 MTN002	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2019/5/27	王爽 刘莉婕	房地产企业信用评级方法	<a href="#">阅读原文</a>
19 滨江房产 MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2019/5/27	王爽 刘莉婕	房地产企业信用评级方法	<a href="#">阅读原文</a>
19 滨江房产 CP003	A-1	AA <sup>+</sup>	稳定	2019/5/27	王爽 刘莉婕	房地产企业信用评级方法	<a href="#">阅读原文</a>
18 滨江房产 MTN001 17 滨江房产 MTN002	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2018/6/19	郭昊 王爽	房地产企业信用评级方法	<a href="#">阅读原文</a>
18 滨江房产 MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2018/1/22	郭昊 王爽	房地产企业信用评级方法	<a href="#">阅读原文</a>
17 滨江房产 MTN002	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2017/7/10	郭昊 王爽	房地产企业信用评级方法	<a href="#">阅读原文</a>

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无版本编号

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由杭州滨江房产集团股份有限公司（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。

# 杭州滨江房产集团股份有限公司 2020 年跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

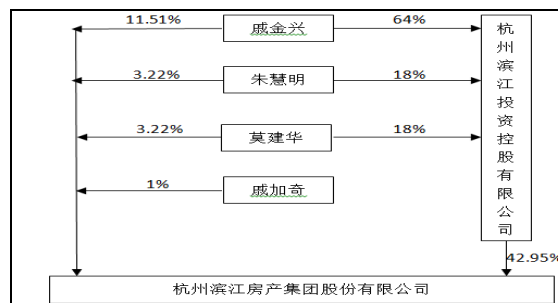
根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于杭州滨江房产集团股份有限公司（以下简称“公司”或“滨江集团”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、企业基本概况

滨江集团前身系成立于 1996 年 8 月的杭州滨江房产集团有限公司（以下简称“滨江有限”），注册资本 5200 万元。其中，杭州市江干区计划经济委员会（以下简称“江干区计经委”）出资 5000 万元，占注册资本的 96%；杭州定海建筑工程公司出资 200 万元，占注册资本的 4%。由于杭州定海建筑工程公司并未实际出资，江干区计经委实际出资 1200 万元，滨江有限注册资本减为 1200 万元。1999 年 11 月，经股权转让，江干区计经委出资中的 480 万元（占注册资本的 40%）转由杭州市江干区国有资产管理局持有，其余 720 万元（占注册资本的 60%）由戚金兴为代表的经营层集体认购。其中，120 万元出资（占注册资本 10%）系代朱慧明持有、120 万元出资（占注册资本 10%）系代莫建华持有、60 万元出资（占注册资本 5%）系代王祖根持有。

2006 年 12 月，公司更为现名，并于 2008 年 5 月在深圳证券交易所正式挂牌上市（股票简称“滨江集团”，股票代码“002244.SZ”）。后经多次增资扩股、股权转让、资本公积定向转增股本、送股及定向增发等，截至 2020 年 3 月底，公司注册资本为 31.11 亿元。其中，杭州滨江投资控股有限公司（以下简称“滨江控股”）持有公司 42.95% 的股权；自然人戚金兴持有滨江控股 64.00% 的股权，并直接持有公司 11.51% 的股权，为公司实际控制人。

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 4 月底，滨江控股持有公司股份 13.36 亿股，已质押股份数量为 3.99 亿股，占其持股数量的 29.83%，占总股本的 12.81%。公司实际控制人无股权质押。

公司主营业务为商品住宅的开发和建设。截至 2020 年 3 月底，公司设有成本管理部、投资发展部、投资部和资金管理部等职能部门（详见附件 1-1）；拥有 152 家子公司（详见附件 1-2）。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 1296.25 亿元，所有者权益合计 224.12 亿元（含少数股东权益 58.45 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 249.55 亿元，利润总额 54.03 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1410.11 亿元，所有者权益合计 232.20 亿元（含少数股东权益 63.76 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 37.81 亿元，利润总额 10.74 亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市庆春东路 38 号；法定代表人：戚金兴。

## 三、债券与募集资金使用情况

本次跟踪评级债券包括“17 滨江房产 MTN002”“18 滨江房产 MTN001”“19 滨江房产 CP003”“19 滨江房产 MTN001”“20 滨江房产 CP001”“20 滨江房产 CP002”“20 滨江房产 CP003”“20 滨江房产 MTN001”和“20 滨江房产 CP003”。

房产 MTN002”，上述债券募集资金均已按募集资金用途使用完毕，债券余额合计 86.00 亿元。跟踪期内，其中“20 滨江房产 MTN002”“20 滨江房产 CP003”“20 滨江房产 CP002”“20

滨江房产 MTN001”“20 滨江房产 CP001”“19 滨江房产 MTN001”和“19 滨江房产 CP003”未到付息日，其余债券均已按约定支付利息。

表1 本次跟踪评级债券情况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	募集资金用途	到期日	募集资金使用情况
20 滨江房产 MTN002	5.00	5.00	用于归还存续期债务融资工具	2023/03/12	已按募集用途使用完毕
20 滨江房产 CP003	3.00	3.00	用于归还存续期债务融资工具	2021/03/12	已按募集用途使用完毕
20 滨江房产 CP002	9.00	9.00	用于归还存续期债务融资工具	2021/02/26	已按募集用途使用完毕
20 滨江房产 MTN001	12.00	12.00	用于归还存续期债务融资工具	2023/02/20	已按募集用途使用完毕
20 滨江房产 CP001	9.00	9.00	用于归还存续期债务融资工具	2021/01/09	已按募集用途使用完毕
19 滨江房产 MTN001	9.00	9.00	用于归还存续期债务融资工具	2022/11/07	已按募集用途使用完毕
19 滨江房产 CP003	9.00	9.00	用于归还存续期债务融资工具	2020/10/17	已按募集用途使用完毕
18 滨江房产 MTN001	21.80	21.80	用于归还银行贷款及部分利息	2021/03/15	已按募集用途使用完毕
17 滨江房产 MTN002	8.20	8.20	用于归还银行贷款及部分利息	2020/12/15	已按募集用途使用完毕
合计	86.00	86.00	--	--	--

数据来源：联合资信根据公开资料整理

#### 四、宏观经济和政策环境

##### 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较2018年增长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（PIRM）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. 宏观政策环境

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的，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、行业及区域经济环境

### 1. 房地产行业分析

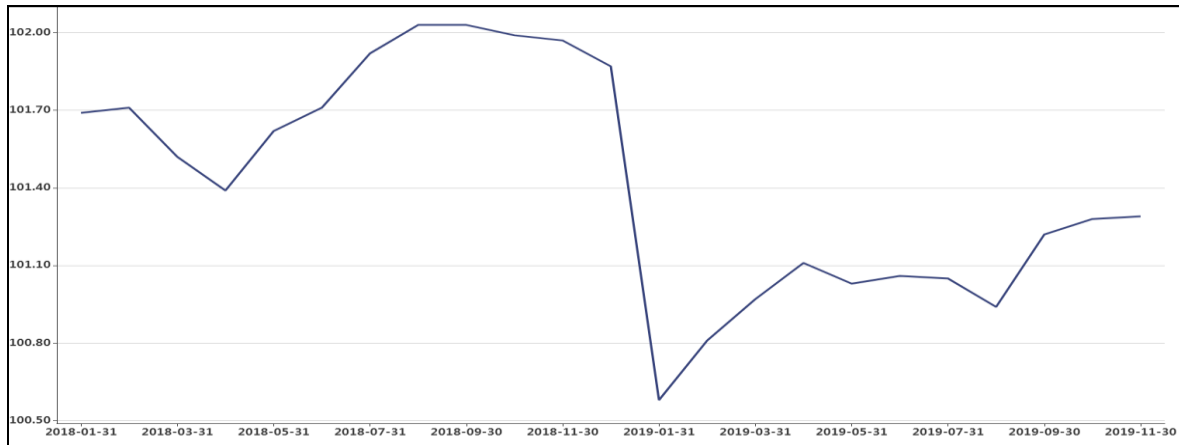
#### (1) 房地产行业概况

**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—2019年11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，本次疫情对在在建项目开工复工产生一定影响，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

## 2. 杭州市房地产业发展情况

公司房地产项目主要集中在杭州市，当地的区域经济环境和房地产市场运行情况与公司的销售业绩关联较大。

### (1) 经济发展水平

杭州市经济发展态势良好，人均可支配收

入稳步增长，有利于房地产企业的发展，杭州常住人口持续净流入，有益于提升市场购买需求。

杭州市位于中国东南沿海、浙江省北部，是浙江省省会，也是浙江省的政治、经济、文化和金融中心。杭州市域面积为 16850 平方公

里(其中市区面积 8289 平方公里),辖 10 个区、1 个县级市、2 个县。

2019 年,全市实现地区生产总值 15373 亿元,比上年增长 6.8%。其中,第一产业增加值 326 亿元,第二产业增加值 4875 亿元,第三产业增加值 10172 亿元,分别较 2018 年增长 1.9%、5.0%和 8.0%。

2019 年,全市居民人均可支配收入 59261 元,较 2018 年增长 9.0%,扣除价格因素实际增长 5.7%。按常住地分,城镇、农村居民人均可支配收入分别为 66068 元和 36255 元,较 2018 年增长 8.0%和 9.2%,扣除价格因素增长 4.8%和 5.9%。

2017—2019 年,杭州全市每年的人口净增分别为 28.0 万人、33.8 万人和 55.4 万人,逐年增长。截至 2019 年底,杭州全市常住人口突破千万,达到 1,036.0 万人,较 2018 年底净增 55.4 万人。

## (2) 房地产市场情况

**2019 年,浙江省房地产市场平稳健康发展,杭州土地市场仍维持活跃态势,住宅新开工面积和销售面积有所回落,但住宅销售均价持续增长;杭州房地产市场政策环境依旧偏严,房地产企业盈利空间受到挤压。**

根据 Wind 数据,2019 年,杭州市供应住宅用地数量为 128 宗,较 2018 年增加 6 宗;住宅用地成交面积 495.76 万平方米,较 2018 年下降 11.75%;住宅用地成交土地规划建筑面积 1157.12 万平方米,较 2018 年变化不大;住宅用地成交楼面均价 13809.88 元/平方米,较 2018 年下降 11.29%。杭州土地政策持续收紧,土地溢价率逐步下调,并辅以“竞自持”“竞配建养老设施”“配建公租房”等措施。2019 年 7 月,杭州首次出台了土地双限新政,所有地块在挂牌之时就有了明确的售价,精确到毛坯均价,最高均价以及精装修价格。总体看,杭州市住宅用地规划建筑面积仍维持较大规模,住宅用地成交楼面均价较 2018 年回落,杭州市住宅土地市场仍较活跃。同时,杭州土地市场政策持

续收紧,房地产企业盈利空间受到挤压。

根据杭州市统计局公布的数据,2019 年,杭州住宅施工面积 6263 万平方米,较 2018 年增长 1.7%;住宅新开工面积 1347 万平方米,较 2018 年下降 15.3%;住宅竣工面积 964 万平方米,较 2018 年增长 14.5%;住宅销售面积 1284 万平方米,较 2018 年下降 3.4%;住宅销售额 3406 亿元,较 2018 年增长 5.2%;住宅销售均价 2.65 万/平方米,较 2018 年增长 8.6%。

2019 年,浙江省楼市调控政策整体继续保持稳定。2019 年 1 月 7 日,浙江省住房和城乡建设厅发布《关于促进建设行业民营经济发展的若干意见》,指出改进住房公积金缴存机制。在地方层面,2019 年 5 月 29 日,杭州落户条件放松,杭州本科生、大专生可按最新政策正式办理落户,只需要满足以下 3 个条件:①在杭工作,社保缴纳 1 月以上且已到账;②专科 35 周岁以下,本科 45 周岁以下;③全日制大专、本科学历;同年 6 月 29 日,杭州首次出台土地“限房价、限地价”新政;7 月,杭州首次出台了土地双限新政,所有地块在挂牌之时就有了明确的售价,精确到毛坯均价,最高均价以及精装修价格;8 月,杭州多家银行推出“二抵贷”业务;10 月,杭州各区出台新版人才政策,加快人口落户。截至 2019 年底,杭州全市常住人口突破千万,达到 1,036.0 万人,比 2018 年底净增 55.4 万人。

## 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 31.11 亿元。公司控股股东滨江控股持有公司 42.95% 的股权。公司实际控制人为戚金兴。

### 2. 企业规模

**公司开发经验丰富,产品品质突出,市场和同行业认可度高,区域竞争力强。**

公司为杭州地区知名房地产企业,开发了“阳光海岸”“金色海岸”“金色家园”“武林壹

号”等高品质项目，已建立包括采购、设计、开发、销售在内的一整套完整、独立的房地产开发业务经营体系。公司具有房地产开发一级开发资质，为全国民营企业 500 强。

经过 28 年的发展，公司开发项目已由杭州等浙江省内城市逐步拓展至深圳及上海。公司开发经验丰富，产品在高端精装修、环境营造以及配套物业服务等方面较为突出，树立了良好的品牌形象。公司与进入浙江的全国地产前 20 强中的 15 家企业均有合作，此外，公司合作开发项目的 95% 均由公司操盘，公司在品质、品牌和开发能力等方面得到同行业认可。

2019 年，公司全口径销售收入 1120.60 亿元，较 2018 年增长 31.82%。截至 2020 年 3 月底，公司全口径可售货值 2332.40 亿元。根据克而瑞发布的中国房地产企业销售排行榜，公司 2019 年位列第 31 位，较 2018 年上升 6 位。2019 年，公司位列杭州权益销售排行榜第一名。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度以及高级管理人员等方面无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

跟踪期内，受益于房地产业务规模扩张，

公司营业收入大幅增长，毛利率保持较高水平。公司整体经营状况较好。

公司经营业务包括房地产开发、酒店服务、持有型物业出租、房产项目管理服务。2019 年，公司实现营业收入 249.55 亿元（较 2018 年增长 18.18%），其中房地产开发收入 242.24 亿元，主要系随着房地产项目结转收入规模增长所致。公司酒店服务、持有型物业出租及房产项目管理服务收入规模较小。其中，酒店服务收入增长 40.94%，主要系本期公司位于美国西雅图的酒店投入运营所致；持有型物业出租业务收入增长 21.56%，主要系本期公司位于美国西雅图的公寓投入运营所致；房产项目管理服务收入较 2018 年下降 77.65%，主要系 2019 年房地产项目管理服务收入中向非全资子公司收取的项目管理服务收入（此业务属于内部关联交易，在编制合并报表时营业收入全部予以抵消）占比较上年同期增长较多，导致最终体现在合并报表中的房产项目管理服务收入同比大幅下降所致。

从营业收入构成来看，2018 年杭州地区收入占比在 90%，2019 年收入主要来源于杭州、金华、上海及嘉兴地区，收入占比分别为 59.33%、12.91%、19.31% 和 7.85%。公司区域收入构成发生较大变化，杭州以外地区收入贡献大幅上升。

表6 公司营业收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	202.71	96.00	33.85	242.24	97.07	35.36	36.20	95.76	44.08
酒店服务	1.49	0.71	73.46	2.10	0.84	54.59	0.18	0.48	-37.91
持有型物业出租业务	1.53	0.72	50.54	1.86	0.75	10.45	0.53	1.39	22.95
房产项目管理服务	5.37	2.54	93.17	1.20	0.48	19.33	0.66	1.73	79.32
其他	0.07	0.03	-7.80	2.15	0.86	17.26	0.24	0.64	96.06
合计	211.15	100.00	35.74	249.55	100.00	35.10	37.81	100.00	44.33

注：合计小数后两位差异为四舍五入导致  
资料来源：公司提供

毛利率方面，2019 年，公司综合毛利率为 35.10%。其中，房地产业务毛利率为 35.36%，

较 2018 年上升 1.51 个百分点；公司酒店服务毛利率较 2018 年下降 19.07 个百分点，主要系



美国西雅图桑德酒店新开业，折旧及费用发生较多所致；持有型物业出租业务毛利率较 2018 年大幅下降，主要系美国西雅图公寓新开业折旧及费用发生较多所致；房产项目管理服务毛利率大幅下降，主要系当期收入下降所致。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 37.81 亿元（较 2019 年同期增长 111.70%），综合毛利率为 44.33%（较 2019 年同期变化不大，较 2019 年全年上升 9.23 个百分点）。房地产开发板块实现营业收入 36.20 亿元，较 2019 年增长 114.20%，主要系交付楼盘增加所致；毛利率较 2019 年上升 8.72 个百分点，主要系交付项目毛利率较高所致。受疫情影响，酒店收入下滑，加之友好饭店停业装修，酒店服务毛利率下降。

## 2. 房地产开发业务

公司房地产业务经营模式主要包括自主开发和合作开发。公司目前合作开发企业包括绿城中国控股有限公司、平安不动产有限公司、信达地产股份有限公司、中国铁建股份有限公司、保利房地产（集团）股份有限公司、碧桂园控股有限公司和旭辉控股集团有限公司等。项目联合开发和与专业房地产投资商的合作增强了公司的资金实力，使得公司在土地市场中拥有更多主动权，同时也能够降低在重大项目上的经营风险。

### （1）土地储备

跟踪期内，公司保持较大土地拓展规模且新增土地权益比例有所提升；公司土地储备质量良好，但未开发土地储备规模一般、部分地块单价较高，需关注公司土地拓展情况、后续开发销售节奏及销售价格。

跟踪期内，公司主要通过竞标（招、拍、挂）获取土地。2019 年，公司获取土地规划建筑面积 295.39 万平方米（较 2018 年下降 14.87%），公司土地权益占比由 2018 年的 38.47% 提升至 51.61%。2019 年，公司获取土地

全部位于浙江省内，并首次进入金华。其中，杭州土地集中度进一步提升，由 2018 年的 39.21% 上升至 2019 年的 53.72%；楼面均价较 2018 年增长 19.19% 至 1.71 万元/平方米。2020 年 1—3 月，公司获取 5 块土地，其中 4 块位于杭州、1 块位于苏州，土地规划建筑面积合计 45.27 万平方米。截至 2020 年 3 月底，土地价款中尚有 31.80 亿元未缴纳，其中公司待支付权益金额为 13.07 亿元。公司 2019 年及 2020 年一季度获取地块中“望江单元 SC0402-R21-08 地块”和“翠苑单元 XH0901-01 地块”楼面均价较高，分别为 4.53 万元/平方米和 3.61 万元/平方米，上述地块分别位于上城区及西湖区的核心位置。2019 年，公司全口径拿地规模下降，但权益面积增长。公司获取土地主要分布在杭州等浙江省内城市，区域集中度高；合作开发已成为主要开发模式之一，由于合作开发模式所限，公司对开发项目的控制程度将会受到一定的制约，将有可能影响项目资金的管控、项目实施的协调、成本控制及销售等多个方面。

表 7 公司近年获取土地情况  
(单位：块、亿元、万平方米、元/平方米)

获得时间	地块数量	土地总价	规划建筑面积	楼面均价
2018 年	26	496.43	346.97	14307.71
2019 年	28	503.74	295.39	17053.39
2020 年 1—3 月	5	55.38	45.27	12233.27
合计	75	1377.58	908.08	--

注：上表数据为全口径数据，包括合营、联营项目数据

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司尚未开发的土地计容规划建筑面积合计 121.31 万平方米，主要分布在杭州、上海和深圳等地。其中，深圳龙华区城市更新项目厂房和旧屋村均已完成拆迁工作，目前在申报专项规划中，上海大兴街旧改项目目前还在拆除施工中。考虑到公司开发规模，未开发土地储备规模一般，未来需关注公司土地拓展情况。

表 8 截至 2020 年 3 月底公司未开发土地储备情况 (单位: 万平方米、元/平方米、%)

序号	地块名称	项目名称	所在区域	土地取得时间	物业类型	占地面积	计容规划建筑面积	楼面价	享有权益
1	深圳龙华区城市更新项目	深圳龙华项目	深圳	2017.6.26	商住	4.78	29.40	/	65.00
2	太湖度假区长田漾湿地项目-2018-10 号	长田春晓	湖州	2018.3.13	商业	14.06	15.47	1183	70.00
3	上海大兴街旧改	大兴街项目	上海	2016.12.29	商住	3.71	12.94	/	17.15
4	金开自然资源供(2019)20 号	悦虹湾 1 号	金华	2019.8.21	商住	3.11	4.98	10119	100.00
5	金开自然资源供(2019)21 号	悦虹湾 2 号	金华	2019.8.21	住宅	1.95	3.13	10330	100.00
6	西兴单元 BJ1302-R/B-02 地块	御滨府	杭州	2019.11.19	商住	4.40	10.12	25442	26.50
7	杭政储出(2019)88 号灯塔单元 XC0701-R/B-03 地块	春语蓝庭	杭州	2020.1.17	住宅	4.89	11.74	15120	20.00
8	淳政储出(2018)8 号(千岛湖望江垄项目)	望江垄项目 1	杭州	2020.1.21	住宅	3.83	5.75	7619	30.00
9	淳政储出(2018)9 号(千岛湖望江垄项目)	望江垄项目 2	杭州	2020.1.21	住宅	4.12	6.17	7436	30.00
10	萧政储出(2020)3 号新塘单元 D-83-1、D-83-2 地块	旭滨府	杭州	2020.3.5	住宅	6.34	16.47	12973	49.00
11	苏地 2020-WG-6 号高新区浒墅关开发区文昌路东、大同路绿化地北地块	印江澜	苏州	2020.3.25	住宅	2.57	5.14	14189	50.00
合计		--	--	--	--	53.76	121.31	--	--

注: 上表数据为全口径数据, 包括合营、联营项目数据  
资料来源: 公司提供

## (2) 项目开发情况

公司在建项目规模较大, 但权益占比较低; 考虑到 2019 年公司拿地保持较大规模, 后续开发项目的建设投入以及未来拿地投入仍需一定规模资金支出。

为保证工程品质, 公司在合作开发项目的具体分工序列中, 一般优先选择工程端, 即“工程合作操盘”。公司已建立稳定的高品质供应商体系, 与合作各方结成长期战略合作伙伴关系。公司自成立以来, 总包单位共有 8 家, 均为特级及一级资质企业, 其中有 5 家单位合作年限均在 10 年以上, 最长的在 25 年以上。此外, 在项目开发过程中, 公司与各环节合作方之间、合作方与合作方之间能够高效配合, 为公司项目开发保证质量抢时间提供有力保障。

公司制定了一系列标准化流程, 提高管理及运营效率。产品标准化方面, 公司建立了四大产品体系十五个标准版本的完整产品标准化体系, 并将标准化体系进一步延伸到小区配套及专业服务房产各相关领域。工程管理标准化方面, 公司建立和完善了一系列工程管理

标准化制度, 在关键时间节点和重点环节加强工程质量控制。成本管理方面, 公司通过建立全项目全周期的成本控制体系, 把控目标管理、动态监控、核算总结三环节, 坚持在保证产品品质的基础上, 从分部到分项对工程成本控制进行精细化管理。在保证品质的前提下, 公司对项目运营的时间节点进行管控, 杭州项目从拿地到首期开盘销售要求在 7.5 个月之内完成, 外地项目从拿地到首期开盘销售要求在 6 个月之内完成; 项目首期开盘后要求 2 个月内售罄并续开供货, 杭州项目要求 12 个月内整盘售罄。总体看, 公司通过对工程各个环节的把控, 以确保工程质量及成本在公司控制范围内, 从而在项目快周转的同时保证产品品质。

2019 年, 新开工面积 396.55 万平方米, 较 2018 年增长 39.03%; 公司竣工面积下降, 公司项目开发周期一般为两年, 当期竣工面积主要受以前年度开工面积影响。截至 2020 年 3 月底, 公司在建面积合计 750.03 万平方米, 在建规模大。

表9 公司主要开发数据情况 (单位: 万平方米)

项目	2018年	2019年	2020年 1-3月
新开工面积	285.23	396.55	45.76
竣工面积	77.31	73.36	39.62
期末在建面积	420.70	743.89	750.03

注: 上表为全口径数据, 包括合营、联营项目数据  
资料来源: 公司提供

从城市分布上看, 公司在建项目主要集中在杭州及浙江省其他城市, 此外, 公司部分项目分布于上海、深圳、上饶、南通等地。截至2020年3月底, 公司全口径在建项目67个, 预计总投资2437.02亿元, 已投资1808.04亿元,

尚需投资628.98亿元; 在建项目已实现签约销售收入1320.60亿元, 累计回款金额1242.58亿元, 由于公司把握开发与销售节奏, 回笼资金较充足。同期, 公司在建项目可售面积893.02万平方米, 剩余可售面积447.92平方米, 其中杭州剩余可售面积200.15万平方米。

截至2020年3月底, 公司项目可售货值2332.40亿元(包括拟建、在建及竣工项目), 公司权益货值984.35亿元, 项目储备规模较大, 以公司2020年销售收入目标测算, 可满足未来两年销售需求。

表10 截至2020年3月底公司在建项目基本情况 (单位: 万平方米、亿元、万元/平方米、%)

序号	项目名称	所在地	项目类别	计容建筑面积	预计总投资	已投资金额	可销售面积	已售面积	销售均价	销售进度	权益比例
1	江南名府	杭州	住宅	7.90	21.32	18.25	7.79	7.79	3.31	100.00	100.00
2	卧城印象	杭州	住宅	6.48	15.86	14.38	6.37	5.20	3.05	81.63	50.00
3	杭州壹号院	杭州	商住	63.95	247.11	168.74	61.49	27.29	5.23	44.38	10.00
4	平湖万家花城	平湖	住宅	93.44	80.46	59.16	91.94	91.94	1.23	100.00	35.10
5	天目山小镇	杭州	商住	13.38	15.67	3.22	4.68	--	--	--	100.00
6	御江南	杭州	住宅	8.59	28.78	26.00	7.50	7.24	3.82	96.53	100.00
7	上品	杭州	住宅	13.48	87.11	71.16	10.55	10.39	7.26	98.48	50.50
8	义乌锦绣之城	义乌	住宅	16.57	38.33	35.36	16.36	8.00	3.10	48.90	100.00
9	义乌滨江壹品	义乌	住宅	21.94	50.34	45.73	21.55	15.68	2.93	72.76	100.00
10	海铭雅园	杭州	住宅	19.45	35.09	30.25	19.18	18.10	1.90	94.37	51.00
11	翡翠江南	杭州	住宅	11.59	32.40	28.59	7.81	7.73	3.69	98.98	50.00
12	翡翠之星	杭州	住宅	5.97	18.55	18.42	4.65	4.59	4.07	98.71	50.00
13	温州万家花城	温州	住宅	15.55	23.18	15.18	14.42	4.25	1.65	29.47	51.00
14	锦宸	杭州	住宅	6.04	21.08	18.90	5.92	5.84	4.06	98.65	50.00
15	五幸银座	杭州	商业	3.79	3.40	3.13	1.84	--	--	--	24.00
16	温岭玫瑰春晓	温岭	住宅	9.07	25.13	20.40	9.46	5.08	2.76	53.70	49.00
17	乐清金色家园	乐清	住宅	28.00	31.83	23.11	27.57	17.07	1.60	61.92	45.00
18	曙光之星	南通	商住	19.79	18.17	8.38	15.60	12.21	0.96	78.27	35.00
19	定安府	杭州	商业	1.26	9.08	5.61	1.25	--	--	--	70.00
20	悦虹湾	杭州	住宅	27.79	88.22	75.23	26.94	26.12	3.56	96.96	24.90
21	温州TOD	温州	商住	41.58	67.62	44.82	36.92	22.38	1.99	60.62	16.50
22	舟山创世纪	舟山	商住	15.31	18.12	12.08	12.84	2.89	1.53	22.51	11.00
23	锦粼府	杭州	住宅	11.71	34.86	31.87	11.46	9.51	3.07	82.98	30.00
24	温岭铂金海岸北苑	温岭	住宅	4.21	2.80	2.33	3.97	1.13	0.62	28.46	50.00
25	宁波海语天下	宁波	住宅	23.13	75.80	51.79	23.13	6.93	3.39	29.96	50.00
26	五幸金座	杭州	商业	6.15	6.50	4.35	3.00	--	--	--	24.00
27	万潮星汇	杭州	商业	5.05	15.40	10.26	2.45	--	--	--	12.25
28	拥潮府	杭州	住宅	11.27	37.59	36.25	11.13	10.94	4.03	98.29	66.00
29	十里春晓	湖州	住宅	14.98	21.12	20.79	14.22	9.72	1.67	68.35	70.00
30	温州壹号	温州	商住	35.25	135.13	83.64	34.27	17.04	4.07	49.72	15.00
31	诺德学府	宁波	住宅	13.12	10.84	8.20	12.73	10.51	1.06	82.56	40.00
32	温岭万家之星	温岭	住宅	5.64	10.87	8.99	5.64	4.42	2.43	78.37	34.00

序号	项目名称	所在地	项目类别	计容建筑面积	预计总投资	已投资金额	可销售面积	已售面积	销售均价	销售进度	权益比例
33	阳光名城	杭州	住宅	10.41	13.60	7.60	9.18	--	--	--	15.00
34	澄品	杭州	住宅	31.29	144.00	123.31	29.63	22.35	5.26	75.43	18.00
35	上饶公园壹号	上饶	住宅	13.60	13.60	8.35	13.28	8.72	1.23	65.66	80.00
36	乐清东潮府	乐清	住宅	8.40	16.30	10.17	8.29	4.53	2.23	54.64	25.00
37	御品	杭州	住宅	8.73	40.29	31.65	7.73	7.67	7.36	99.22	50.00
38	湘湖里	杭州	住宅	13.45	62.83	46.78	7.77	--	--	--	50.00
39	莫干山语	德清	住宅	7.35	16.81	10.97	7.29	1.26	2.35	17.28	33.00
40	仁恒滨江园	杭州	住宅	8.58	46.29	37.71	6.80	6.51	7.09	95.74	50.00
41	古翠蓝庭	杭州	住宅	5.71	32.61	23.59	5.04	0.70	6.83	13.89	50.00
42	时代滨江四季	杭州	住宅	10.54	51.43	37.26	10.36	--	--	--	20.00
43	明石东潮府	杭州	商住	9.35	24.00	17.80	8.79	1.02	5.45	11.60	33.00
44	乐清乐虹湾	乐清	住宅	19.58	27.80	16.68	19.22	1.60	1.54	8.32	50.00
45	金华锦翠蓝庭	金华	住宅	7.01	13.21	7.63	6.91	1.73	1.99	25.04	50.00
46	温岭悦景园	温岭	商住	11.18	22.54	13.77	11.18	--	--	--	33.00
47	温州悦虹湾	温州	商住	9.38	33.94	23.92	8.97	--	--	--	50.00
48	云栖名筑一期	杭州	商业	7.14	7.42	4.28	3.50	--	--	--	24.00
49	云栖名筑二期	杭州	商业	6.45	7.06	3.86	3.16	--	--	--	24.00
50	永康悦虹湾	永康	住宅	7.25	10.66	6.81	7.15	--	--	--	100.00
51	杭语蓝庭	杭州	商住	8.27	23.27	18.43	8.13	1.85	3.77	22.76	33.00
52	温岭锦湖园	温岭	商住	4.79	9.54	6.03	4.68	--	--	--	75.00
53	义乌万家风华	义乌	商住	34.99	63.00	45.92	34.04	2.60	2.54	7.64	24.99
54	悦湖蓝庭	台州	住宅	17.97	14.97	4.48	17.63	--	--	--	51.00
55	拥翠府	杭州	住宅	6.14	22.41	17.23	5.74	5.74	3.75	100.00	50.00
56	御虹府	杭州	住宅	13.85	57.61	46.70	13.03	8.83	4.72	67.77	100.00
57	空港壹号	杭州	商住	9.37	14.56	8.13	8.91	--	--	--	26.00
58	湖州湖畔春晓	湖州	住宅	10.04	13.67	7.71	9.53	--	--	--	100.00
59	拥涛府	杭州	住宅	8.40	30.14	21.55	7.88	--	--	--	100.00
60	湖光山社	杭州	住宅	13.42	19.53	12.73	12.65	--	--	--	100.00
61	万家花城庆和苑	平湖	住宅	6.45	9.39	5.13	6.32	--	--	--	50.00
62	滨江爱义南方大厦	深圳	商业	4.88	14.00	8.41	2.35	--	--	--	51.00
63	御潮府	杭州	住宅	11.48	70.59	53.87	8.81	--	--	--	50.00
64	滨耀城	杭州	商住	17.56	30.00	14.44	12.47	--	--	--	50.00
65	悦潮府	杭州	住宅	7.75	23.51	15.93	7.24	--	--	--	70.00
66	君品	杭州	住宅	13.78	55.47	42.80	12.88	--	--	--	25.50
67	嘉品美寓	杭州	商住	12.75	53.21	41.84	11.85	--	--	--	100.00
<b>合计</b>	--	--	--	<b>978.70</b>	<b>2437.02</b>	<b>1808.04</b>	<b>893.02</b>	<b>445.10</b>	--	--	--

注：部分项目尚未符合销售条件；上表数据为全口径数据，包括合营、联营项目数据  
资料来源：公司提供

### (3) 项目销售情况

2019年，公司销售规模显著增长，在售项目整体去化情况良好；公司可售货值规模较大，对公司未来发展提供支撑；公司在售项目区域集中度较高，易受单一区域市场波动影响。

公司以自销为主，销售团队成员入职平均年限3~5年，销售经验足，对于当地客群的特点比较了解。公司销售团队为客户提供从咨询、

置业到交付一系列专业的服务，客户体验较好。2017—2019年公司当期的销售费用率<sup>1</sup>分别为0.50%、0.76%和1.08%，比例较低，公司通过区域深耕较好的控制了销售成本。

2019年，公司并表口径签约销售面积和金额分别增至170.27万平方米和530.83亿元；房

<sup>1</sup> 当期销售费用率=当期销售费用/当期销售金额，计算数据为并表口径

屋销售均价 3.12 万元/平方米，较 2018 年下降 25.36%，主要系本期销售项目中三、四线城市占比提升所致。2019 年，义乌公园壹号、江南之星、湘湖壹号、平湖万家花城、东方悦府、东方名府和上海公园壹号等项目交付结转，结转面积 82.44 万平方米。一季度为房地产行业销售淡季，叠加疫情影响，公司 2020 年一季度销售规模 2019 年同期下降。

表11 近年来公司项目销售情况（并表）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
签约销售面积 (万平方米)	96.08	170.27	27.11
签约销售金额 (亿元)	400.90	530.83	78.72
签约销售均价 (万元/平方米)	4.18	3.12	2.90
结转收入面积 (万平方米)	62.69	82.44	20.75
结转收入 (亿元)	202.71	242.24	36.20

注：上表数据为并表口径  
资料来源：公司提供

2019 年，公司全口径销售面积及销售金额分别为 346.04 万平方米和 1120.60 亿元，分别较 2018 年增长 46.63% 和 31.82%；公司权益销售金额占比由 2018 年的 44.09% 下降至 2019 年的 37.73%。

表12 近年来公司项目销售情况（全口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
签约销售面积 (万平方米)	236.00	346.04	45.33
权益销售面积 (万平方米)	104.50	129.50	18.96
签约销售金额 (亿元)	850.10	1120.60	152.10
权益销售金额 (亿元)	374.80	422.80	59.10

注：上表数据为全口径数据，包括合营、联营项目数据  
资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司全口径在售项目数量较多，部分项目去化率较低（详见表 10）。其中，杭语蓝庭截至目前已基本完成去化；温州万家花城、莫干山语、明石东潮府、乐清乐虹湾、金华锦翠蓝庭和义乌万家风华项目开盘时间较晚，且部分住宅尚未开盘；义乌锦绣之城、温岭玖珑春晓、宁波海语天下、温州壹号、乐清东潮府和古翠蓝庭项目已开盘部分基本去

化完成，剩余部分尚未开盘；舟山创世纪和温岭铂金海岸北苑项目因产品类型及区位原因去化较慢。完工在售项目方面，截至 2020 年 3 月底，公司共有 6 个完工在售项目（全口径）。其中，义乌公园壹号、千岛湖东方海岸和东方名府在售部分为项目尾盘，销售去化率均在 90% 以上；武林壹号、大江名筑、同协金座项目去化率分别为 76.60%、86.47% 和 42.80%，其中武林壹号部分商业自持，大江名筑最后一期尚未开盘，同协金座因产品类型及区位原因去化较慢且部分房源未开盘。总体看，公司在售项目整体去化情况良好，杭州项目去化速度快，清盘周期缩短。

### 3. 其他业务

公司酒店、持有型物业和房产项目管理业务收入规模相对较小，但可为公司提供一定的现金流及盈利补充；公司持有物业计入投资性房地产并且以成本法计量，增值空间较大。

公司酒店业务的经营主体包括杭州千岛湖滨江希尔顿度假酒店和杭州友好饭店有限公司。2019 年，公司酒店业实现收入 2.10 亿元，较上年增长 40.94%，主要系希尔顿酒店入住率提升所致。

公司持有型物业主要包括写字楼、商铺、公寓等，其中写字楼、商铺主要集中于杭州。公司目前持有物业包括万家星城底商、金色黎明底商、曙光之城底商、凯旋门底商、美国西雅图公寓等，2019 年底公司持有物业资产可租面积 19.58 万平方米，平均出租率为 98.02%。

房产项目管理服务方面，该板块收入包括代建业务收入和合作开发项目管理费收入。公司目前承接的政府拆迁安置代建项目 2 个，确认收入规模很小。此外，对于公司负责操盘的合作开发项目，收取一定比例的管理费计入代建业务收入。项目管理服务收入主要包括工程管理费和营销管理费收入，收取对象有非全资子公司、联营企业、外部单位三类。其中向非全资子公司收取的项目管理服务收入，属于内

部关联方交易，在编制合并报表时营业收入全部予以抵消。2019年房地产项目管理服务收入中向非全资子公司收取的项目管理服务收入占比较上年同期增长较多，导致最终体现在合并报表中的房产项目管理服务收入同比大幅下降。

#### 4. 经营效率

公司存货周转次数由2018年的0.35次下降至2019年的0.23次，总资产周转率由2018年的0.29次下降至2019年的0.23次，公司经营效率下降。通过与74家房地产企业经营效率指标均值对比，公司总资产周转率高于行业平均水平，存货周转率低于行业平均水平。

表13 截至2019年底公司与同行业企业经营效率指标情况（单位：次）

项目	存货周转率	总资产周转率
滨江集团	0.23	0.23
平均值	0.28	0.21

注：上表平均值为AA<sup>+</sup>、AAA级别房地产企业经营效率指标均值，其中AA<sup>+</sup>级别企业33家、AAA级别企业41家  
资料来源：Wind

#### 5. 未来发展

**公司未来发展规划明确，项目储备规模有助于经营目标的实现。**

2020年工作目标包括：（1）区域布局方面，聚焦杭州，深耕浙江，辐射华东，开拓粤港澳大湾区，关注中西部重点城市；（2）销售目标方面，继续保持1000亿元以上销售规模；（3）土地储备方面，目标新增30幅土地，新增后储备货值不少于2500亿元；（4）融资方面，资金上继续保持稳健，保持合理的有息负债水平；（5）进一步建设和加强政府、行业、媒体、业主等社会各界的外部生态链，以及个人和团队、作战团队和协作团队之间的内部生态链。

## 九、重大事项

2016年12月，公司与上海湘府房地产开

发有限公司（以下简称“上海湘府公司”）、上海崇滨建设发展有限公司（以下简称“上海崇滨公司”）、中崇集团有限公司（以下简称“中崇集团”）签署《上海湘府房地产开发有限公司股权合作框架协议》，公司以7.98亿元收购上海崇滨公司持有的上海湘府公司10%股权。因上海湘府公司未按协议支付相关固定收益，公司于2018年9月向上海国际经济贸易仲裁委员会递交仲裁申请书，申请解除上述合作框架协议；并请求依法判令上述上海湘府公司、上海崇滨公司、中崇集团共同向公司返还资金7.06亿元和按约定支付年化10%的收益，作为股本投入的0.92亿元和《上海湘府房地产开发有限公司股权合作框架协议》中约定的超额收益在项目清算时另行处理。该案件已于2020年1月作出裁决：上海崇滨公司应返还公司借款本金人民币7.06亿元，并按年10%向申请人支付固定收益。由于裁决仍在执行过程中，相关资金的回收存在不确定性。

## 十、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供了2019年财务报告，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，出具了标准无保留意见审计结论；公司提供的2020年1—3月财务报表未经审计。

公司根据新金融工具准则、新财务报表格式及修订的相关会计准则进行了会计政策变更。

从合并范围变化看，随着经营规模的扩大，近三年公司合并报表范围扩大，但主要系新增房地产项目公司，加之相关子公司规模相对较小，对财务数据可比性影响不大。

截至2019年底，公司（合并）资产总额1296.25亿元，所有者权益合计224.12亿元（含少数股东权益58.45亿元）；2019年，公司实现营业收入249.55亿元，利润总额54.03亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总

额 1410.11 亿元，所有者权益合计 232.20 亿元（含少数股东权益 63.76 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 37.81 亿元，利润总额 10.74 亿元。

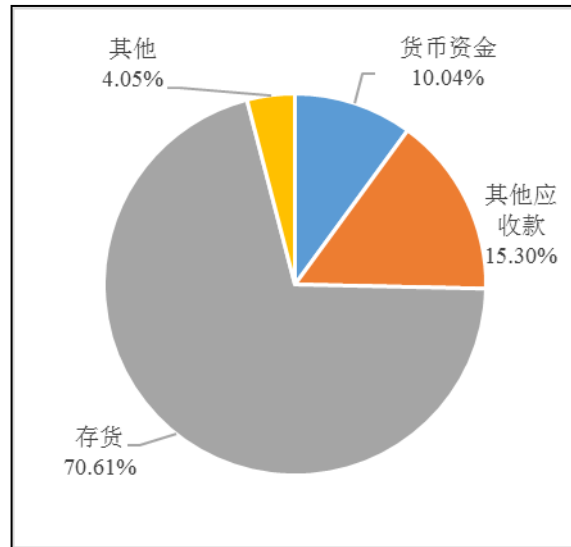
## 2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模增长，资产构成仍以流动资产为主。公司存货规模较大，考虑到杭州存货项目占比高，且杭州项目去化情况良好，公司存货变现能力较好。公司与合营联营房地产企业之间资金拆借款规模较大，存在一定回收风险。公司投资性房地产以成本法计量，存在一定升值空间。公司受限资产占比较高。

截至 2019 年底，公司资产总额 1296.25 亿元，较 2018 年底增长 48.05%，主要系流动资产增长所致。公司资产构成以流动资产为主（2019 年底流动资产占 92.65%），符合房地产开发企业的特征。

截至 2019 年底，公司流动资产 1196.54 亿元，较 2018 年底增长 48.33%，主要系存货增长所致。截至 2019 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 10.04%）、其他应收款（占 15.30%）和存货（占 70.61%）构成。截至 2019 年底，公司货币资金 120.17 亿元，较 2018 年底增长 67.14%，主要系销售及筹资取得的货币资金增加所致。同期，公司其他应收款 183.10 亿元，较 2018 年底增长 18.66%，主要系拆借款增加所致；单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款为应收安远控股合作项目融资款，坏账准备计提金额为 7.24 亿元；公司其他应收款坏账准备余额为 12.83 亿元，综合计提比例为 6.55%；公司其他应收款金额前五名合计占当期其他应收款余额的比重为 31.52%。同期，公司存货为 844.94 亿元，较 2018 年增长 57.89%，主要系本期取得土地、支付工程款增加所致；公司存货主要由开发成本（占 93.22%）和开发产品（占 6.78%）构成；公司存货未计提跌价准备。

图 3 截至 2019 年底公司流动资产构成



注：“其他”包括应收账款、预付账款和其他流动资产等资料来源：根据公司财务报告整理

表 14 截至 2019 年底公司其他应收款金额前五名情况  
(单位：亿元、%)

公司名称	款项性质	期末余额	账龄	占比
绿城房地产开发集团有限公司	拆借款	2.00	1 年以内	7.08
		10.00	1~2 年	
		1.88	2~3 年	
宁波京海投资管理有限公司	拆借款	2.54	1 年以内	6.38
		9.96	1~2 年	
宣城市德信房地产咨询有限公司	拆借款	5.18	1 年以内	6.35
		7.25	1~2 年	
深圳市安远控股集团有限公司	拆借款	3.00	2~3 年	5.92
		8.60	3~4 年	
中大金石集团有限公司	拆借款	10.12	1 年以内	5.79
		1.23	1~2 年	
合计	--	61.76	--	31.52

注：合计小数后两位差异为四舍五入导致

资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 99.72 亿元，较 2018 年底增长 44.80%，主要系长期股权投资和投资性房地产增加所致；公司非流动资产主要由投资性房地产（占 27.63%）、长期股权投资（占 25.78%）、递延所得税资产（占 15.16%）和其他权益工具投资（占 13.59%）构成。同期，公司长期股权投资 25.70 亿元，较 2018 年底增长 67.83%，主要系公司业务规模扩大，合作开发项目增加，对联营及合营企业投

资增加所致。同期，公司投资性房地产账面价值合计 27.55 亿元，较 2018 年底增长 72.07%，主要系本期公寓资产达到预定可使用状态由存货转入所致；公司投资性房地产采用成本法计量，累计折旧和累计摊销期末余额为 6.24 亿元。公司按照新金融工具准则对金融资产进行科目调整，2019 年底其他权益工具投资 13.55 亿元，其中投资金额较大的项目包括 Prologium Holding Inc. (3.22 亿元)、上海崇置城市建设发展合伙企业 (2.64 亿元)、北京中联康生物科技股份有限公司 (1.50 亿元) 和微宏动力系统 (湖州) 有限公司 (1.30 亿元)。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 1410.11 亿元，较 2019 年底增长 8.78%；资产构成较 2019 年底变化不大。同期，存货 927.14 亿元，其中开发产品 67.43 亿元、开发成本 859.69 亿元；存货中杭州项目占比为 70.07%，考虑到公司杭州项目去化情况良好，存货变现能力较好。截至 2020 年 3 月底，公司受限资产规模为 521.92 亿元，受限资产占资产总额的 37.01%，受限比率上升，主要系为借款提供抵押担保的存货增加所致。

表 15 截至 2020 年 3 月底公司存货区域分布情况

(单位: 万元、%)

项目区域	账面价值	占比
杭州	6496286.13	70.07
金华	978925.47	10.56
温州	623367.29	6.72
湖州	283853.63	3.06
嘉兴	251086.09	2.71
台州	216424.77	2.33
深圳	175832.10	1.90
江苏如皋	82546.47	0.89
上海	77123.10	0.83
江西上饶	76810.67	0.83
美国西雅图	9113.61	0.10
合计	9271369.32	100.00

资料来源: 公司提供

表 16 截至 2020 年 3 月底公司受限资产情况

(单位: 万元)

项目	账面价值
货币资金	388.17
存货	4910703.79
投资性房地产	255719.11
固定资产	38595.11
无形资产	13843.74
合计	5219249.92

资料来源: 公司提供

### 3. 负债和所有者权益

#### (1) 所有者权益

跟踪期内，随着公司业务规模的扩大，合作开发项目增加，少数股东权益规模快速增长。公司权益结构稳定性较弱。

截至 2019 年底，所有者权益合计 224.12 亿元，较 2018 年底增长 16.04%。同期，未分配利润 101.72 亿元，较 2018 年底增长 15.73%；少数股东权益 58.45 亿元，较 2018 年底增长 44.20%，主要系合作开发项目增加所致。同期，公司所有者权益中股本、资本公积、未分配利润和少数股东权益占比分别为 13.88%、9.81%、45.39% 和 26.08%。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 232.20 亿元，较 2019 年底增长 3.60%；所有者权益构成较 2019 年底变化不大。

#### (2) 负债

2018 年以来，公司有息债务规模快速增长，债务负担有所上升。跟踪期内，短期债务规模占比有所上升；合同负债主要为预收售楼款，规模较大，对未来结转收入提供有力支撑。

截至 2019 年底，公司负债合计 1072.13 亿元，较 2018 年底增长 57.12%，主要系流动负债增长所致；负债构成以流动负债为主，流动负债占 77.13%。

截至 2019 年底，公司流动负债合计 851.44 亿元，较 2018 年底增长 81.34%；公司流动负债主要由预收款项 (占 65.30%) 和其他应付款 (占 16.98%) 构成。同期，公司预收款项合计 555.96 亿元，较 2018 年底增加 303.49 亿元。公司预收款项主要为房地产项目的预售款，房



屋预售款将于交房时结转收入；2019 年公司预收售房款大幅增加，对未来结转收入提供有力支撑。同期，公司其他应付款 144.60 亿元，较 2018 年底增长 18.49%，主要系关联方拆借款增长所致；其他应付款中拆借款占 83.58%，主要为未完工项目合作方投入款，伴随合作项目实现销售，公司将根据销售进度逐步支付该款项。同期，公司一年内到期的非流动负债 74.24 亿元（较 2018 年底增加 51.04 亿元），其中一年内到期的长期借款 44.13 亿元，应付债券 30.11 亿元。同期，公司其他流动负债 27.40 亿元，包括短期应付债券（26.81 亿元）和联营企业未实现利润。

表 17 账龄超过 1 年的重要其他应付款  
(单位: 亿元)

项目	期末余额	未偿还或结转的原因
四川新希望房地产开发有限公司	4.76	项目未清算
杭州盛元房地产开发有限公司	4.08	项目未清算
杭州滨保房地产开发有限公司	3.30	项目未清算
深圳市爱义福鑫投资控股有限公司	3.22	项目未清算
杭州信达地产有限公司	2.04	项目未清算
旭辉集团股份有限公司	2.03	项目未清算
合计	19.43	--

资料来源: 公司财务报告

表 18 截至 2019 年底公司短期融资券明细  
(单位: 亿元)

债券名称	发行日期	债券到期日	发行金额
19 滨江房产 CP001	2019/1/11	2020/1/11	9.00
19 滨江房产 CP002	2019/3/15	2020/3/15	8.00
19 滨江房产 CP003	2019/10/17	2020/10/17	9.00
合计	--	--	26.00

资料来源: 公司财务报告

截至 2019 年底，公司非流动负债合计 220.69 亿元，主要由长期借款（占 70.80%）和应付债券（占 26.65%）构成。同期，公司长期借款 156.24 亿元，较 2018 年底增长 20.66%，主要系公司业务规模扩大，融资需求增加所致；公司长期借款由抵押借款（占 41.98%）、抵押兼保证借款（占 54.81%）和保证借款（占 3.21%）构成。同期，公司应付债券余额 58.81 亿元，

较 2018 年底下降 24.47%，主要系将一年内到期的应付债券调整至一年内到期的非流动负债所致。公司存续债券主要集中在 2021 年和 2022 年兑付。

表 19 截至 2019 年底公司存续债券明细(单位: 亿元)

证券名称	发行日期	到期日期	下一行权日	债券余额
19 滨江房产 MTN001	2019/11/07	2022/11/07	--	9.00
18 滨江房产 MTN001	2018/03/13	2021/03/15	--	21.80
17 滨房 01	2017/10/30	2022/10/31	2020/10/31	6.00
16 滨房 01	2016/08/09	2021/08/10	2019/08/10	21.00
合计	--	--	--	57.80

资料来源: 公司提供

表 20 近年公司债务情况(单位: 亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	78.96	130.07	131.06
长期债务	212.85	220.60	269.35
全部债务	291.81	350.66	400.41
资产负债率	77.94	82.71	83.53
全部债务资本化比率	60.17	61.01	63.30
长期债务资本化比率	52.43	49.60	53.70

注: 有息债务调整项包括其他应付款中的有息部分、其他流动负债中的短期应付债券、长期应付款中的有息部分

资料来源: 根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司有息债务为 350.66 亿元，较 2018 年底增长 20.17%；有息债务中长期债务占 62.91%，较 2018 年底下降 10.03 个百分点。同期，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 82.71%、61.01%和 49.60%，较 2018 年底分别上升 4.77 个百分点、上升 0.84 个百分点和下降 2.83 个百分点。2018 年以来，公司债务规模快速增长，债务负担有所上升。通过与 74 家房地产企业债务指标均值对比，公司有息债务指标处于行业平均水平。

表 21 截至 2019 年底公司与同行业企业债务指标情况  
(单位: %)

项目	资产负债率	全部债务资本化比率	长期债务资本化比率
滨江集团	82.71	58.97	48.97

平均值	77.30	57.86	48.26
-----	-------	-------	-------

注：上表平均值为 AA<sup>+</sup>、AAA 级别房地产企业债务指标均值，其中 AA<sup>+</sup> 级别企业 33 家、AAA 级别企业 41 家；为便于对比，有息债务调整项为其他流动负债中的应付短期债券，其他有息债务未作调整；上表滨江集团指标除短期债券外未作其他调整，与报告中的指标值不一致

资料来源：Wind

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 1177.92 亿元（较 2018 年底增长 9.87%），其中合同负债<sup>2</sup>597.32 亿元，长期借款 210.38 亿元（较 2019 年底增长 34.65%）；负债构成较 2019 年变化不大。同期，公司有息债务 400.41 亿元（较 2019 年底增长 14.19%），其中短期债务占比下降至 32.73%，长期债务占 67.27%。同期，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 83.53%、63.30% 和 53.70%，较 2019 年底分别上升 0.82 个百分点、2.29 个百分点和 4.10 个百分点，债务负担较 2019 年底小幅上升。截至 2020 年 3 月底，公司长期债务 269.35 亿元，主要集中于 2022 年到期，到期规模为 103.41 亿元。

表 22 截至 2020 年 3 月底长期债务未来到期情况

年份	到期规模（万元）
2021 年	606378.56
2022 年	1034062.83
2023 年	804029.49
2024 年及以后	249064.34

注：长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款中的有息部分  
资料来源：公司提供

#### 4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入和利润规模保持增长，营业利润率和净资产收益率高于行业平均水平，公司整体盈利能力处于行业中上等水平。

2019 年，公司实现营业收入 249.55 亿元，较 2018 年增长 18.18%，主要系公司项目交付结转收入较 2018 年增加所致；营业成本较 2018 年增长 19.37% 至 161.96 亿元。同期，公司期间费用合计 18.53 亿元，较 2018 年增长 45.54%，主要系销售费用和财务费用增长所

致；公司销售费用 5.72 亿元，较 2018 年增长 86.50%，主要系本期预售的楼盘较 2018 年同期增加及本期广告宣传费及外部代销费增加所致；公司财务费用 9.01 亿元，较 2018 年增长 37.10%，主要系本期公司根据新金融工具准则将投资性利息收入改列至投资收益科目所致；公司费用收入比为 7.43%，公司费用控制能力强。同期，公司投资收益 3.04 亿元，较 2018 年增加 4.09 亿元。主要系权益法核算的长期股权投资收益增长所致。2019 年，公司净利润 39.73 亿元，其中归属于母公司的净利润占比为 41.06%，归属于母公司的净利润占比较低主要系公司为扩大业务规模，合作开发项目增加，项目权益占比下降所致。

盈利指标方面，2019 年，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为 27.73%、8.57% 和 17.73%，分别较 2018 年下降 2.69 个百分点、上升 0.40 个百分点和上升 1.41 个百分点。通过与 74 家房地产企业债务指标均值对比，公司盈利指标指标高于行业平均水平。

表 23 截至 2019 年底公司与同行业企业盈利指标情况  
(单位：%)

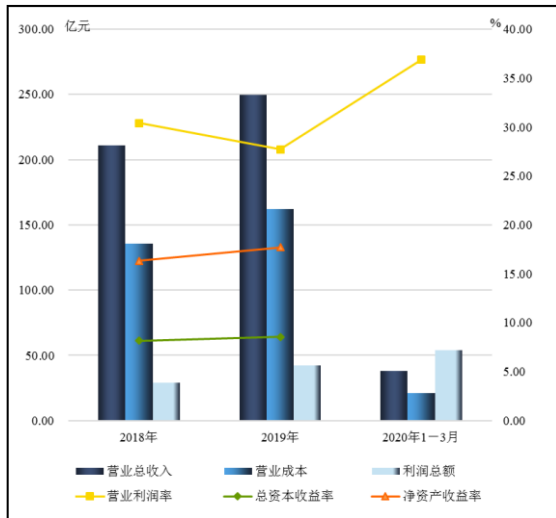
项目	营业利润率	净资产收益率
滨江集团	27.73	17.73
平均值	24.14	11.09

注：上表平均值为 AA<sup>+</sup>、AAA 级别房地产企业盈利指标均值，其中 AA<sup>+</sup> 级别企业 33 家、AAA 级别企业 41 家  
资料来源：Wind

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入和利润总额分别为 37.81 亿元和 10.74 亿元，较 2019 年同期分别增长 111.71% 和 62.27%。同期，公司营业利润率为 36.89%，较 2019 年上升 9.16 个百分点；投资收益 2.05 亿元。

<sup>2</sup> 公司根据新收入准则，将预收款项中符合合同负债规定的部分进行调整，由预收款项转入合同负债

图4 公司盈利情况



资料来源：根据公司财务报告整理

## 5. 现金流

跟踪期内，公司房地产销售规模扩大，项目销售回款大幅增长；随着公司业务规模扩张、拿地支出增加，经营活动现净现金流有所波动；考虑到拿地支出及项目开发，公司面临一定的融资压力。

经营活动方面，2019年公司经营活动现金流入量432.98亿元，较2018年增长95.08%；销售商品、提供劳务收到的现金为427.32亿元，主要为房地产项目销售回款。同期，公司经营活动现金流出量主要受公司土地支出及房地产开发投入金额影响，2019年为406.77亿元，较2018年增长12.57%。2019年经营活动产生的现金流量净额为26.21亿元。投资活动方面，2019年，公司投资活动现金流入量为85.40亿元，较2018年增长145.52%，主要系本期收回拆借款及利息的现金增长较多所致；公司投资活动现金流出主要受合作项目财务资助款支出及金融产品投资影响，2019年为95.20亿元。同期，公司投资活动现金流量净额为-9.80亿元。2019年，公司筹资活动前现金流量净额为16.41亿元，2019年公司房地产项目销售回款规模大幅增长，经营活动现金流能够满足投资需求。筹资活动方面，2019年公司筹资活动现金流入量为252.27亿元，较2018

年下降19.62%，主要系本期取得借款收到的现金较2018年减少；筹资活动现金流出量为220.48亿元，较2018年增长77.25%，主要系本期偿还债务支付及偿付利息的现流较上期增加所致；公司筹资活动现金流量净额31.79亿元。

表24 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年1-3月
销售商品、提供劳务收到的现金	220.25	427.32	81.70
经营活动产生的现金流量净额	-139.40	26.21	-25.46
投资活动产生的现金流量净额	-74.42	-9.80	-3.40
筹资活动前现金流量净额	-213.82	16.41	-28.86
筹资活动产生的现金流量净额	189.47	31.79	35.65

资料来源：根据公司财务报告整理

2020年1-3月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-25.46亿元、-3.40亿元和35.65亿元。公司经营活动现金流较2019年同期度减少27.88亿元，主要系本期拿地支出规模增加所致；投资活动现金流较2019年同期度减少16.94亿元，主要系本期收回拆借款减少所致；筹资活动现金流较2019年同期变化不大。

## 6. 偿债能力

跟踪期内，公司债务规模增长，部分偿债指标下滑；考虑到公司项目储备质量较好，在售项目去化良好，销售及回款规模较大，公司偿债能力极强。公司融资渠道以银行和公开市场为主，无非标融资，综合融资成本低。

从短期偿债能力指标看，2019年及2020年3月底，公司流动比率分别为140.53%和143.81%，速动比率分别为41.30%和41.76%。2019年，公司经营现金流动负债比为3.08%，公司流动负债中预收款项占比大，主要为预售房款，短期并不具有强制偿还性。2019年及2020年3月底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数分别为0.92倍和0.97倍。公司短期偿债指标一般。

从长期偿债能力看，截至 2019 年底，公司 EBITDA 为 65.74 亿元，较 2018 年底增长 27.16%；EBITDA 利息倍数由 2018 年的 3.91 倍下降至 3.36 倍；全部债务/EBITDA 为由 2018 年的 5.65 倍下降至 5.33 倍。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得银行授信 621.45 亿元，未使用授信额度为 366.45 亿元（较 2019 年 3 月底增加 220.26 亿元），公司间接融资渠道畅通。此外，公司是上市公司，直接融资渠道通畅。融资成本方面，截至 2019 年底，公司综合融资成本为 5.6%，融资成本区间详见表 25，公司综合融资成本低于行业平均水平。

表 25 截至 2019 年底公司融资成本情况

融资方式	期末余额 (亿元)	融资成本区间/平均 融资成本
银行贷款	206.05	基准利率上浮 5%~20%
中期票据	60.00	4.99%~6.5%
公司债	26.56	5.3%~5.8%
短融	26.00	4.1%~5.3%
合计	318.61	综合成本 5.6%

资料来源：公司 2019 年度报告

对外担保方面，截至 2020 年 3 月底，公司对外担保（企业）19.79 亿元，全部为对联营及合营企业提供的担保；公司向购房人提供的阶段性担保合计 186.39 亿元，该阶段性担保风险较小。总体看，公司或有负债风险较小。

#### 7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（企业信用机构代码 91330000719577660B），截至 2020 年 6 月 3 日，公司无已结清及未结清关注类和不良类信息。

#### 8. 公司本部（母公司）财务分析

**跟踪期内，公司本部收入规模较小，有息债务规模大，偿债需依靠下属子公司。**

公司本部不直接进行房地产项目开发和运营，营业收入主要为合作开发项目管理费收入及物业租金收入，收入规模较小，盈利主要来

源于下属子公司。

截至 2019 年底，公司本部资产合计 421.34 亿元，其中流动资产占 75.67%，非流动资产占 24.33%。截至 2019 年底，公司本部流动资产 318.80 亿元，主要由货币资金（9.39 亿元）和其他应收款（302.62 亿元）构成。同期，非流动资产 102.53 亿元，主要由长期股权投资（82.28 亿元）和其他非流动金融资产（8.66 亿元）等构成。截至 2020 年 3 月底，公司本部资产总计 432.88 亿元，其中流动资产 329.14 亿元，非流动资产 103.74 亿元。

截至 2019 年底，公司本部负债合计 283.20 亿元，其中流动负债占 75.18%，非流动负债占 24.82%。同期，公司本部有息债务为 132.67 亿元，其中长期债务为 70.28 亿元，短期债务为 62.39 亿元。截至 2019 年底，公司流动负债 212.92 亿元，主要由其他应付款（合计 145.92 亿元）和其他流动负债（28.36 亿元）等构成。同期，非流动负债 70.28 亿元，由长期借款（11.47 亿元）和应付债券（58.81 亿元）构成。截至 2020 年 3 月底，公司本部负债合计 293.49 亿元，其中流动负债 231.68 亿元，非流动负债 61.81 亿元；同期，公司本部有息债务为 129.57 亿元，其中长期债务 61.81 亿元，短期债务 67.76 亿元。

2019 年，公司本部营业收入 4.39 亿元，投资收益 13.88 亿元，利润总额 7.16 亿元。2020 年 1—3 月，公司本部营业收入 1.09 亿元，投资收益 2.89 亿元，利润总额 1.11 亿元。

2019 年，公司本部经营活动、投资活动、筹资活动净现金流分别为 3.67 亿元、-43.42 亿元和 45.86 亿元。2020 年 1—3 月，公司本部经营活动、投资活动和筹资活动净现金流分别为 0.09 亿元、-5.39 亿元和 10.68 亿元。

截至 2019 年底及 2020 年 3 月底，公司本部资产负债率分别为 67.21%和 67.80%，全部债务资本化比率分别为 48.99%和 48.17%；2019 年及 2020 年一季度，公司本部营业利润率分别为 94.70%和 94.77%。

## 十一、 存续债券偿还能力分析

### 1. 跟踪评级债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对跟踪评级债券本金偿付的保障能力强，公司现金类资产对一年内到期债券本金偿付的保障能力强。

本次跟踪评级债券包括“17滨江房产MTN002”“18滨江房产MTN001”“19滨江房产CP003”“19滨江房产MTN001”“20滨江房产CP001”“20滨江房产CP002”“20滨江房产CP003”“20滨江房产MTN001”“20滨江房产MTN002”，上述债券待偿还本金合计86.00亿元，其中一年内到期债券本金合计60.00亿元。

公司2019年经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为存续期内应付债券合计额度的5.03倍和0.30倍；公司2019年EBITDA为应付债券总额的0.76倍。整体看，公司经营活动现金流入量对存续期内应付债券余额的保障能力强。

截至2019年底和2020年3月底，公司现金类资产分别为一年内到期债券2.00倍和2.12倍。截至2019年底，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为一年内到期债券的7.22倍和0.44倍。整体看，公司现金类资产和经营活动现金流入量对一年内到期债券的保障能力强。

### 2. 存续债券集中偿付压力分析

公司经营活动现金流入量对单独年度最高偿付额的保障能力较好。

公司存续债券余额合计112.56亿元，单独年度最高偿付金额为63.36亿元(以下简称“测算额度”)，集中偿付年度为2021年。2019年，公司经营活动现金流入量为测算额度的6.83倍；经营活动现金净流量为测算额度的0.41倍；EBITDA为测算额度的1.04倍。

表26 公司存续债券明细(单位:亿元)

证券名称	到期日期	下一行权日	债券余额
20滨江房产MTN002	2023/03/12	--	5.00

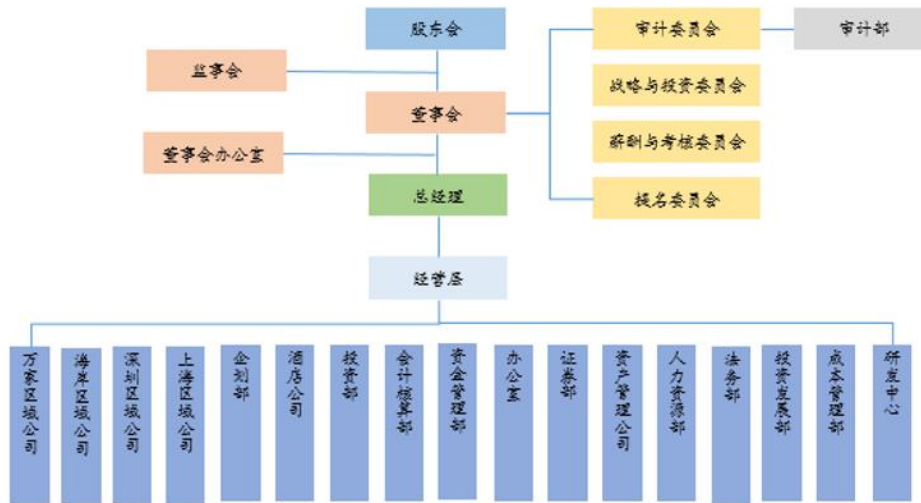
20滨江房产CP003	2021/03/12	--	3.00
20滨江房产CP002	2021/02/26	--	9.00
20滨江房产MTN001	2023/02/20	--	12.00
20滨江房产CP001	2021/01/09	--	9.00
19滨江房产MTN001	2022/11/07	--	9.00
19滨江房产CP003	2020/10/17	--	9.00
18滨江房产MTN001	2021/03/15	--	21.8
17滨江房产MTN002	2020/12/15	--	8.2
17滨江房01	2022/10/31	2020/11/02	6
16滨江房01	2021/08/10	--	20.56

资料来源: Wind

## 十二、 结论

综合评估，联合资信确定将杭州滨江房产集团股份有限公司的主体长期信用等级由AA<sup>+</sup>调整为AAA，将“17滨江房产MTN002”“18滨江房产MTN001”“19滨江房产MTN001”“20滨江房产MTN001”和“20滨江房产MTN002”的信用等级由AA<sup>+</sup>调整为AAA，并维持“19滨江房产CP003”“20滨江房产CP001”“20滨江房产CP002”和“20滨江房产CP003”信用等级为A-1，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 2020 年 3 月底公司合并报表范围内的子公司

序号	公司名称	业务性质	注册资本 (万元)	持股比 例 (%)	表决权 比例 (%)
1	杭州滨宁房地产开发有限公司	房地产业	140000.00	66.00	66.00
2	杭州滨惠投资管理有限公司	投资	100000.00	50.00	50.00
3	杭州滨望房地产开发有限公司	房地产业	100000.00	50.00	50.00
4	Bellevue 10 Apartments, LLC	房地产业	USD11271.07	85.00	85.00
5	杭州滨江集团天目山开发建设有限公司	房地产业	54000.00	100.00	100.00
6	杭州滨江盛元房地产开发有限公司	房地产业	50000.00	50.00	50.00
7	上海滨顺投资管理有限公司	投资	50000.00	100.00	100.00
8	杭州滨得房地产开发有限公司	房地产业	50000.00	70.00	70.00
9	杭州滨禹企业管理有限公司	投资	50000.00	50.00	70.00
10	杭州滨原房地产开发有限公司	房地产业	50000.00	50.00	70.00
11	Binjiang Limited Partnership	投资	USD5940.00	100.00	100.00
12	POTALA TOWER SEATILE, LLC	房地产业	USD5882.35	85.00	85.00
13	杭州星瀚商务咨询有限公司	投资	40000.00	50.00	51.00
14	杭州星滨置业有限公司	房地产业	40000.00	50.00	51.00
15	杭州千岛湖滨江度假酒店有限公司	住宿和餐饮业	31000.00	100.00	100.00
16	宁波金丹丰股权投资合伙企业(有限合伙)	服务业	30100.00	99.68	99.68
17	东方海岸(淳安)房地产开发有限公司	房地产业	22000.00	100.00	100.00
18	Binjiang Tower Corp	投资	USD3000.00	100.00	100.00
19	杭州滨江房产集团衢州置业有限公司	房地产业	20000.00	100.00	100.00
20	杭州滨江西部房地产开发有限公司	房地产业	20000.00	100.00	100.00
21	杭州滨景投资管理有限公司	投资	20000.00	34.00	100.00
22	温岭滨岭房地产开发有限公司	房地产业	20000.00	34.00	100.00
23	杭州兴耀投资有限公司	投资	20000.00	26.00	50.50
24	杭州星信置业有限公司	房地产	20000.00	26.00	50.50
25	温岭滨锦房地产开发有限公司	房地产业	20000.00	75.00	75.00
26	浙江新广发置业有限公司	房地产业	15000.00	100.00	100.00
27	杭州滨江集团天目山商业管理有限公司	服务业	12000.00	100.00	100.00
28	Binjiang Othello Corp	投资	USD1500.00	100.00	100.00
29	Binjiang Shoreline Corp	投资	USD1500.00	100.00	100.00
30	平湖滨江房地产开发有限公司	房地产业	10000.00	35.10	50.00
31	杭州滨创股权投资有限公司	投资管理咨询	10000.00	100.00	100.00
32	杭州滨旭置业有限公司	房地产业	10000.00	32.00	100.00
33	杭州滨保实业有限公司	房地产业	10000.00	50.50	50.50
34	深圳市爱义房地产开发有限公司	房地产业	10000.00	65.00	65.00
35	杭州滨宏房地产开发有限公司	房地产业	10000.00	51.00	51.00
36	杭州滨泰投资管理有限公司	投资	10000.00	50.00	51.00
37	杭州滨融房地产开发有限公司	房地产业	10000.00	50.00	51.00
38	杭州滨恒房地产开发有限公司	房地产业	10000.00	50.00	100.00
39	上饶市滨桐置业发展有限公司	房地产业	10000.00	80.00	80.00
40	杭州滨乾房地产开发有限公司	投资	10000.00	100.00	100.00
41	金华滨泽房地产开发有限公司	房地产	10000.00	100.00	100.00
42	金华滨润房地产开发有限公司	房地产	10000.00	100.00	100.00
43	上海滨安房地产开发有限公司	房地产	10000.00	30.00	100.00
44	淳安千岛湖森垄房地产开发有限公司	房地产	10000.00	30.00	100.00

注：公司合并报表范围共有 152 家子公司；上表仅列示注册资本在 10000 万元及以上的子公司

## 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
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	95.81	71.90	120.19	127.03
资产总额(亿元)	602.44	875.52	1296.25	1410.11
所有者权益合计(亿元)	163.60	193.14	224.12	232.20
短期债务(亿元)	15.20	78.96	130.07	131.06
长期债务(亿元)	80.70	212.85	220.60	269.35
全部债务(亿元)	95.90	291.81	350.66	400.41
营业收入(亿元)	137.74	211.15	249.55	37.81
利润总额(亿元)	29.27	42.41	54.03	10.74
EBITDA(亿元)	33.26	51.69	65.74	--
经营性净现金流(亿元)	34.30	-139.40	26.21	-25.46
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	79.05	80.38	64.98	--
存货周转次数(次)	0.38	0.35	0.23	--
总资产周转次数(次)	0.25	0.29	0.23	--
现金收入比(%)	144.59	104.31	171.24	216.09
营业利润率(%)	22.17	30.42	27.73	36.89
总资本收益率(%)	9.96	8.17	8.57	--
净资产收益率(%)	14.12	16.32	17.73	--
长期债务资本化比率(%)	33.03	52.43	49.60	53.70
全部债务资本化比率(%)	36.96	60.17	61.01	63.30
资产负债率(%)	72.84	77.94	82.71	83.53
流动比率(%)	148.31	171.80	140.53	143.81
速动比率(%)	80.88	57.83	41.30	41.76
经营现金流动负债比(%)	9.58	-29.69	3.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.14	3.91	3.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.88	5.65	5.33	--

注：1. 2020 年 1-3 月财务数据未经审计；2. 其他应付款中的有息债务及其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务及相关指标计算；3. 长期应付款中的有息债务计入长期债务及相关指标计算



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
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	26.34	3.38	9.39	14.78
资产总额(亿元)	279.04	375.81	421.34	432.88
所有者权益(亿元)	126.38	132.31	138.14	139.39
短期债务(亿元)	9.15	18.33	62.39	67.76
长期债务(亿元)	61.76	84.46	70.28	61.81
全部债务(亿元)	70.91	102.79	132.67	129.57
营业收入(亿元)	5.36	9.04	4.39	1.09
利润总额(亿元)	19.93	7.01	7.16	1.11
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-11.46	3.35	3.67	0.09
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	7.47	3.04	1.11	--
存货周转次数(次)	5.43	3.88	11.71	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.01	--
现金收入比(%)	122.18	59.47	155.29	94.68
营业利润率(%)	91.65	97.11	94.70	94.77
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	14.40	6.43	5.56	--
长期债务资本化比率(%)	32.83	38.96	33.72	30.72
全部债务资本化比率(%)	35.94	43.72	48.99	48.17
资产负债率(%)	54.71	64.79	67.21	67.80
流动比率(%)	233.07	181.52	149.73	142.07
速动比率(%)	233.03	181.52	149.72	142.06
经营现金流流动负债比(%)	-12.60	2.10	1.72	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：1. 2020 年 1-3 月财务数据未经审计；2. 其他应付款中的有息债务及其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务及相关指标计算；3. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> ]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

### 附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

### 附件 4-4 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