

跟踪评级公告

联合〔2019〕1022号

杭州滨江房产集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“16 滨房 01”和“17 滨房 01”进行跟踪评级，确定：

杭州滨江房产集团股份有限公司 主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

杭州滨江房产集团股份有限公司公开发行的“16 滨房 01”和“17 滨房 01”债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十一日

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>

杭州滨江房产集团股份有限公司 公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
16 滨房 01	21 亿元	(3+2) 年	AA+	AA+	2018 年 5 月 15 日
17 滨房 01	6 亿元	(3+2) 年	AA+	AA+	2018 年 5 月 15 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 11 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月末
资产总额 (亿元)	495.45	602.44	875.52	1,042.34
所有者权益 (亿元)	157.33	163.60	193.14	207.17
长期债务 (亿元)	66.47	80.70	212.85	231.63
全部债务 (亿元)	77.73	94.68	266.65	322.12
营业收入 (亿元)	194.52	137.74	211.15	17.86
净利润 (亿元)	19.71	23.10	31.52	5.64
EBITDA (亿元)	31.53	33.26	51.69	--
经营性净现金流 (亿元)	131.31	34.30	-139.40	2.42
营业利润率 (%)	17.71	22.17	30.42	36.76
净资产收益率 (%)	14.78	14.40	17.67	--
资产负债率 (%)	68.25	72.84	77.94	80.12
全部债务资本化比率 (%)	33.07	36.66	57.99	60.86
流动比率 (倍)	1.62	1.48	1.72	1.61
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.41	0.35	0.19	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.43	8.14	3.91	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.17	1.23	1.91	--

注：1、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。2、其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，长期应付款中的有息债务已计入长期债务。3、2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。4、EBITDA/待偿债券本金=EBITDA/本报告所跟踪债项待偿本金。

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”）继续保持杭州市房地产开发商的领先地位，公司作为一家国内大中型上市房地产企业，在开发经验、区域竞争力、产品品质等方面具有竞争优势；公司主要布局以杭州为主的浙江省内城市以及上海、深圳等城市，2018 年加速了规模扩张，大幅新增拿地；公司现金类资产较充裕，债务结构以长期债务为主，盈利能力较强。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到杭州区域房地产调控政策对公司经营影响较大、在建项目尚需投资规模较大、规模扩张后管理难度提升、债务规模快速增长、存在一定债务集中偿付压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建房地产项目的开发完成和实现销售，公司规模有望进一步扩张。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 滨房 01”和“17 滨房 01”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 公司项目主要分布在杭州等浙江省内城市，并逐步拓展至深圳、上海，项目所处地区经济发展水平较高，公司面临的外部发展环境较好。2018 年，公司加速规模扩张，大幅新增拿地，目前可售货值较充裕。

2. 公司深耕杭州市，在杭州地区房地产行业处于优势地位；公司在高端精装修、环境营造以及物业服务方面优势突出，在区域内竞争力强、品牌知名度高。

3. 公司现金类资产较充裕，债务结构以长期债务为主，盈利能力较强；且投资性房地产以成本法计量，未来存在一定的升值空间。

关注

1. 公司目前开发的房地产项目仍主要集中在杭州地区，面临一定的业务区域集中风险；公司部分项目因地理位置优越而拿地成本较高，若未来当地房地产调控政策及市场景气度发生波动，将对项目去化和利润率产生影响。

2. 随着公司加快规模扩张，公司在建项目尚需投资规模较大，面临着一定的资本支出压力；2018 年公司经营活动现金净流出规模较大；同时，项目数量增加和合作开发方式也加大了公司项目管理难度。

3. 2018 年公司债务规模快速增长，债务负担显著加重，存在一定债务集中偿付压力。

分析师

罗星驰

电话：010-85172818

邮箱：luoxc@unitedratings.com.cn

曹梦茹

电话：010-85172818

邮箱：caomr@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

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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：



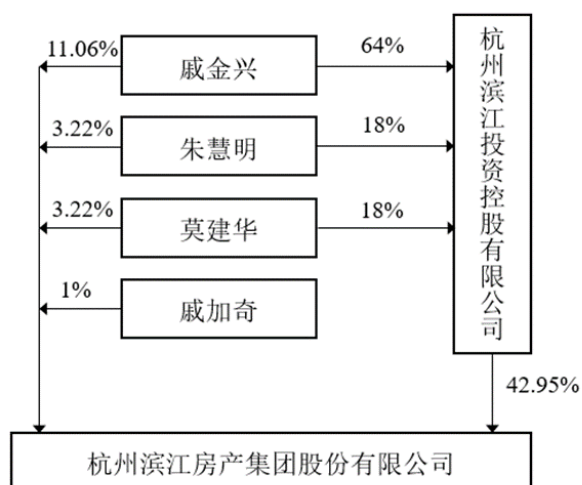
联合信用评级有限公司

一、主体概况

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”）前身系1996年8月成立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5,200万元。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5,000万元，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1,200万元，滨江有限注册资本减为1,200万元，其全部权益由江干区计经委享有。1999年11月，经股权转让，江干区计经委出资中的480万元转由江干区国资局持有，占注册资本的40%；江干区计经委转让其余出资720万元，由戚金兴为代表的经营层集体认购，占注册资本的60%。

2006年12月，滨江有限更名为杭州滨江房产集团股份有限公司，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）。截至2019年3月底，公司注册资本为31.11亿元；其中，公司控股股东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11.06%的股权；因此，公司实际控制人为戚金兴。公司股权结构如下图所示：

图1 截至2019年3月底公司股权结构情况



资料来源：公司提供

2018年，公司营业范围较上年没有变化，截至2018年底，公司及其下属子公司在岗员工总数1,248人。

截至2018年底，公司合并资产总额875.52亿元，负债合计682.38亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计193.14亿元，归属于母公司的所有者权益152.61亿元。2018年，公司实现营业收入211.15亿元，净利润（含少数股东损益）31.52亿元，归属于母公司所有者的净利润12.17亿元；经营活动产生的现金流量净额-139.40亿元，现金及现金等价物净增加额10.88亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额1,042.34亿元，负债总额835.17亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计207.17亿元，其中归属于母公司所有者权益156.43亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入17.86亿元，净利润（含少数股东损益）5.64亿元，其中归属于母公司所有者的净利润3.92亿元；经营活动产生的现金流量净额2.42亿元，现金及现金等价物净增加额52.14亿元。

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。

二、债券发行和募集资金使用情况

公司于 2016 年 8 月 10 日发行“杭州滨江房产集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，债券简称：16 滨房 01；债券代码：112427.SZ。债券发行规模 21 亿元，发行期限为 5 年，附第 3 年末公司赎回选择权、公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为 3.46%。“16 滨房 01”于 2016 年 10 月 25 日在深圳证券交易所上市交易。

公司于 2017 年 11 月 1 日发行“杭州滨江房产集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，债券简称：17 滨房 01；债券代码：112607.SZ。债券发行规模 6 亿元，发行期限为 5 年，附第 3 年末公司赎回选择权、公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为 5.80%。“17 滨房 01”于 2017 年 11 月 23 日在深圳证券交易所上市交易。

截至 2018 年底，公司“16 滨房 01”和“17 滨房 01”两期债券募集资金总额 27 亿元，债券募集资金已按照募集用途使用完毕。

公司已于 2018 年 8 月 10 日支付“16 滨房 01”上一计息年度的利息；于 2018 年 10 月 31 日支付“17 滨房 01”上一计息年度的利息。

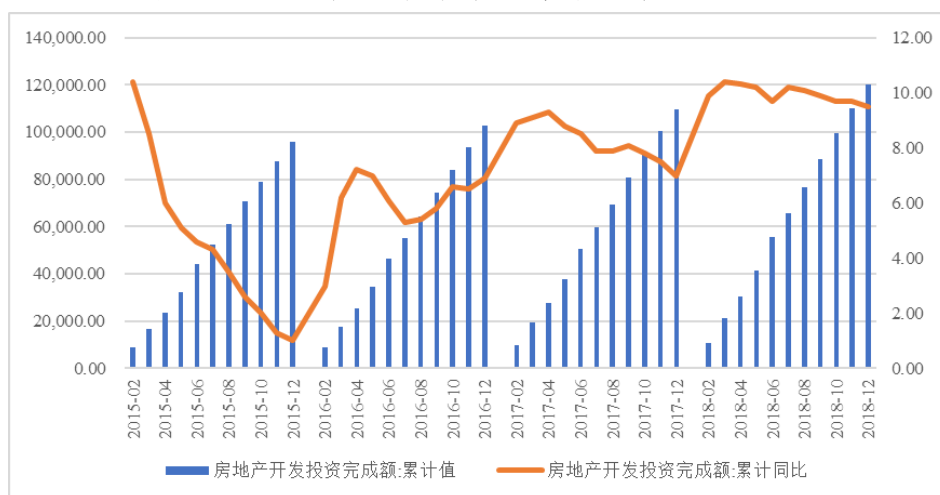
三、行业分析

公司目前主营业务以房地产开发销售为主，属于房地产行业。

1. 行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，全年增速较前 11 月回落 0.2 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费增加和补库存驱动的新开工高增长的背景下，房地产开发投资继续维持在高位。

图 2 2015~2018 年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

总体看，2018 年房地产开发投资增速维持高位，但下滑趋势显现。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，土地供应量同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

表 1 2017~2018 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	2017 年	2018 年
推出面积	111,907	128,440
同比	8	20
成交面积	95,036	105,492
同比	8	14
出让金	40,623	41,773
同比	38	2
楼面均价	2,374	2,159
同比	26	-11
土地平均溢价率	29	13
同比	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，2018 年房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低。

(2) 开发资金来源状况

2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松；首套房及二套房房贷利率 2019 年以来连续下降，2019 年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。

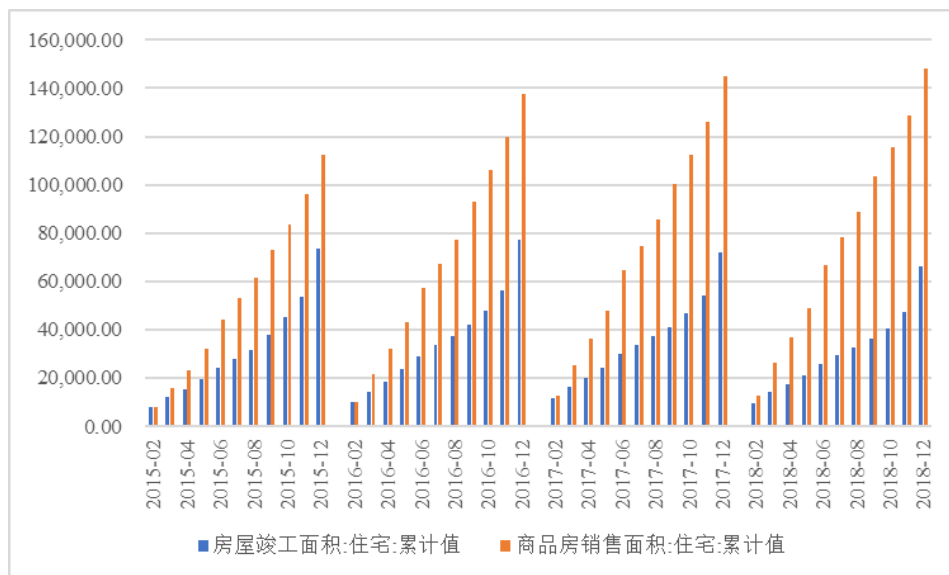
总体看，2018 年，货币政策结构性宽松，2019 年房企融资环境有所改善。

(3) 市场供需情况

2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1~11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速

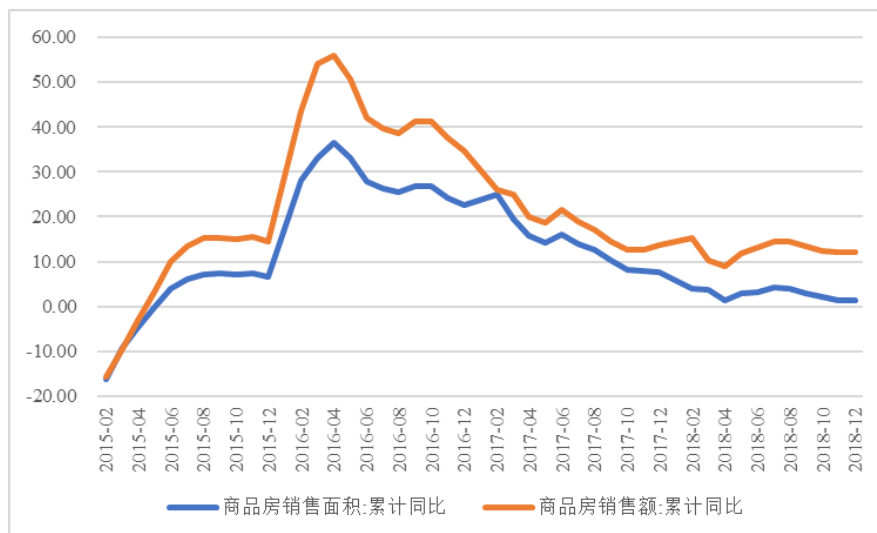
为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图 3 2015~2018 年全国商品房供求情况（单位：万平方米）



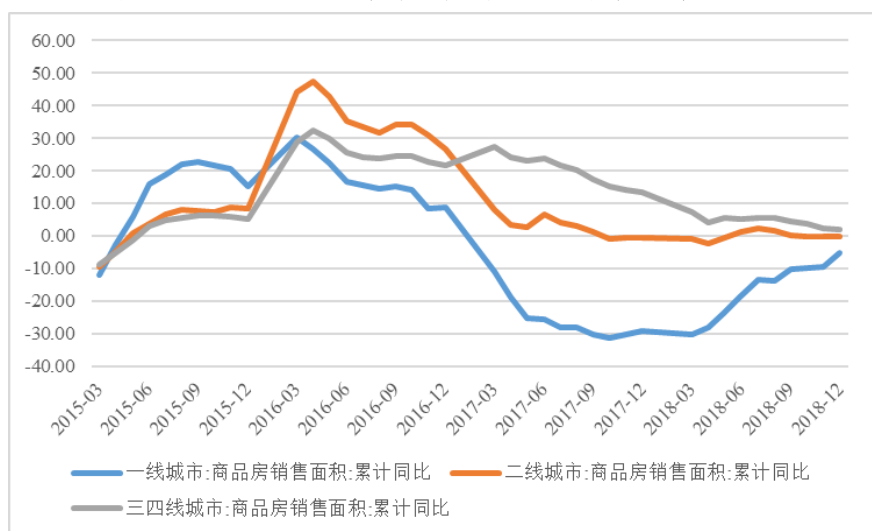
资料来源：Wind

图 4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind

图5 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）



注：二线城市数据用 Wind 资讯 40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线城市数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一二线城市数据进行模拟代替。

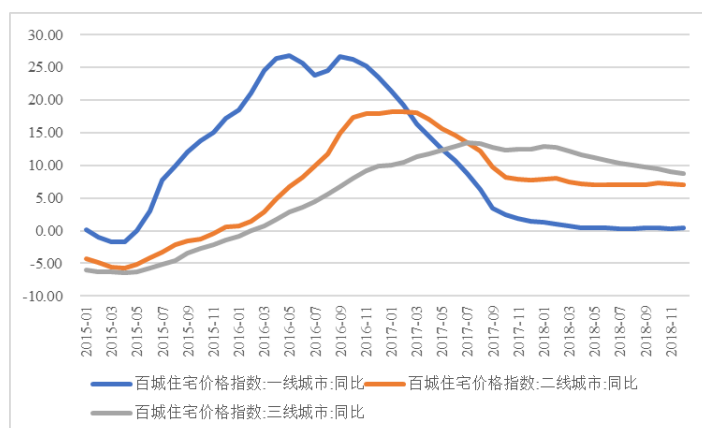
资料来源：Wind，联合评级搜集整理

总体看，在当前经济形势下，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。2018 年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑；一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格来看，2018 年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

图6 2015~2018 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

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，需求进一步释放；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象，三线城市价格增速降缓，但仍表现较好。

3. 行业竞争

房地产市场已经走过了十多年的黄金时期，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。

2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。

表 2 2017~2018 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2017 年	2018 年
前 10 大企业销售额占比	24.10	26.89
前 20 大企业销售额占比	32.50	38.32
前 10 大企业销售面积占比	15.38	19.08
前 20 大企业销售面积占比	20.03	25.74

资料来源：CRIC

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，龙头企业在竞争中占据明显优势。据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿阵营，另有 20 家房企世茂房地产、招商蛇口、华夏幸福、阳光城等销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

表 3 2018 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	绿地控股
2	碧桂园	7	中海地产
3	万科企业	8	龙湖地产
4	保利地产	9	华夏幸福
5	融创中国	10	广州富力

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

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

表 4 主要房地产调控政策

年份	调控政策
2018 年 3 月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法。
2018 年 7 月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018 年 12 月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制。
2018 年 12 月	2018 年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。
2019 年 1 月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。
2019 年 3 月	2019 年 3 月《政府工作报告》提出“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”及“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。

2019 年 4 月	2019 年 4 月 19 日召开的中央政治局会议上，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。
------------	---

资料来源：联合评级搜集整理

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

2019年4月19日，习近平主持中共中央政治局会议，会议要求，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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。

总体看，2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年两会定调房地产市场平稳发展，继续推进房地产税长效机制。

5. 行业关注

（1）行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及2019年3月23日住建部副部长在中国发展高层论坛2019年年会上表示“房地产调控不动摇，保持政策的连续性”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

(3) 中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，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、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 未来发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

四、管理分析

2018年，公司董事、监事、高级管理人员未发生变化，经营团队及核心技术团队保持稳定。各项管理制度连续、治理结构未发生变化，整体运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2018年，受结转项目规模扩大的影响，公司实现营业收入211.15亿元，同比增长53.30%，主要系武林壹号部分楼宇、华家池住宅及商业部分、东方星城住宅、平湖万家花城部分住宅、锦绣之城住宅及湘湖壹号等项目交付结转所致；实现净利润31.52亿元，同比增长36.46%，主要系结转规模扩大以及结转项目价格上涨所致。

从收入构成看，2018年，公司仍以房地产开发为主要业务，房地产开发业务收入占公司营业收入的99.26%，公司主营业务仍十分突出。2018年，为更好的专注于房地产开发业务，公司已全部出售物业子公司。

表5 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

板块	2016年			2017年			2018年			2019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	收入	占比	毛利率
房地产开发	190.44	97.90	25.07	135.69	98.52	30.10	209.60	99.26	35.49	17.49	97.93	45.05
酒店业	1.63	0.84	40.49	1.57	1.14	60.81	1.49	0.71	73.46	0.35	1.96	54.29
物业服务	2.41	1.24	12.86	0.42	0.30	14.97	--	--	--	--	--	--
其他	0.05	0.02	30.00	0.05	0.04	30.73	0.07	0.03	-7.80	0.02	0.11	-53.68
合计	194.52	100.00	25.05	137.74	100.00	30.40	211.15	100.00	33.72	17.86	100.00	45.18

注：房地产开发收入包括房产结转收入、代建收入和房产租赁收入。

资料来源：公司年报

从毛利率水平来看，2018 年公司综合毛利率较 2017 年提升 3.32 个百分点，为 33.72%。房地产开发业务 2018 年毛利率上升主要系销售单价的上升和高端精装修项目有所增加所致。酒店业毛利率较上年有所上升，主要系成本减少所致。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 17.86 亿元，同比下降 46.47%，主要系项目结转规模较小所致；实现净利润 5.64 亿元，同比增长 15.10%，主要系投资收益规模较大所致。公司综合毛利率为 45.18%，其中房地产开发业务毛利率为 45.05%，较上年全年上升 9.56 个百分点。

总体看，2018 年，受房地产项目结转收入增加的影响，公司营业收入有所上升；受毛利率增长的影响，净利润也有所增长；公司综合毛利率水平持续提升。

2. 房地产开发

(1) 土地储备

2018 年，从购地策略上看，公司聚焦杭州、深耕浙江、辐射华东、关注粤港澳和中西部，同时调整区域布局，把资源重点向杭州以及有前景的区域倾斜，积极进入适应滨江风格的、人口净流入的、经济发达的、需要滨江产品的城市和区域，例如南京、苏州、成都、武汉等。

截至 2018 年底，公司尚未开发的土地储备建筑面积合计 207.59 万平方米，权益建筑面积 86.63 万平方米，考虑到公司开发规模，土地储备尤其是权益土地储备规模一般；从区域分布来看，公司位于杭州的土地储备规划建筑面积占 43.38%，深圳占 18.27%，湖州占 12.50%，上饶占 10.69%，温岭占 6.33%，德清占 2.80%，上海占 2.56%，温州占 2.42%，宁波占 1.05%，主要位于杭州，其余位于一线城市、浙江省内及周边三四线城市，地理位置较优越，具备较好的保值增值空间。考虑到深圳房地产市场存在刚性需求，杭州房地产市场 2016 年以来景气度持续较高，公司土地储备可对公司发展形成良好支持。但另一方面，公司土地储备地区分布较集中，面临的区域政策风险较高；同时，公司部分位于城市核心地段的项目楼面价较高，若当地房地产调控政策及市场景气度发生波动，将对项目去化和利润率造成影响。

截至 2019 年 3 月底，公司尚未开发的土地储备建筑面积合计 143.37 万平方米，权益建筑面积 66.66 万平方米，考虑到公司开发规模，土地储备尤其是权益土地储备规模一般；从区域分布来看，公司位于杭州的土地储备规划建筑面积占 39.28%，深圳占 23.84%，湖州占 10.79%，上海占 9.02%，宁波占 6.36%，上饶占 5.58%，德清占 5.13%。

表 6 截至 2019 年 3 月底公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米）

城市	项目	是否并表	拿地时间	建筑面积	权益建筑面积	楼面价
上海	上海大兴街旧改	否	2016 年	12.94	2.22	35,557
深圳	深圳龙华区城市更新项目	是	2017 年	29.38	14.10	18,225
深圳	深圳南方报业大厦项目	是	2017 年	4.80	1.73	15,000
杭州	临安湖光山社项目	是	2017 年	14.99	14.99	6,672
杭州	上湘湖单元宅地-萧政储出[2018]5 号	是	2018 年	13.45	6.73	29,821
湖州	太湖度假区长田漾湿地项目-2018-10 号	是	2018 年	15.47	10.83	1,183
德清	德清县 2017-535 地块	否	2018 年	7.35	2.43	11,886
上饶	楮溪湿地片区,楮溪北路以西-DEB2018043-DEB2018046	否	2018 年	8.00	2.32	975
杭州	杭政储出[2018]23 号南星单元 D-05 地块	是	2018 年	8.58	4.29	36,086
宁波	奉化萧王庙青云村 3 号地块(学	是	2018 年	9.12	0.91	965

	校)					
杭州	翠苑 XH0901-01 地块-杭 [2018]59 号	否	2019 年	5.71	2.85	36,105
杭州	转塘单元 XH1807-03 地块-杭 [2019]3 号	否	2019 年	7.14	1.71	5,600
杭州	转塘单元 XH1807-04 地块-杭 [2019]4 号	否	2019 年	6.45	1.55	5,598
合计		--	--	143.37	66.66	--

注：深圳龙华区城市更新项目、深圳南方报业大厦城市更新、上海大兴街旧改项目属于旧改项目，楼面价按预估土地价格计算。
 资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司土地储备质量良好但规模一般，主要位于杭州，剩余位于一线城市和浙江省内及周边三四线城市；公司部分项目因地理位置优越而拿地成本较高，若房地产调控政策及市场景气度发生波动，项目未来的去化和利润空间将受到影响。

（2）项目开发

项目开发方面，2018 年，公司加速规模扩张，公司新开工面积合计 269.33 万平方米，较上年大幅增长 242.62%。2018 年，公司竣工面积合计 77.31 万平方米，较上年小幅下降 7.36%。截至 2018 年底，公司期末在建面积 420.70 万平方米，较上年末大幅增长 97.72%，期末在建面积较大。

表7 近年来公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
新开工面积（万平方米）	79.20	78.61	269.33	47.75
竣工面积（万平方米）	68.94	83.45	77.31	10.40
期末在建面积（万平方米）	217.62	212.78	420.70	458.05

资料来源：公司提供

注：1、开发数据包括合营联营项目，为全口径统计数据，由于规划动态调整，期末在建面积可能与实际在建面积存在差异；2、上表数据统计口径不包含代建项目。

截至2019年3月底，公司全口径在建项目49个，预计总投资2,023.57亿元，累计已投资1,528.70亿元，尚需投资494.87亿元，权益口径尚需投资179.83亿元，公司面临一定的资本支出压力。

表 8 截至 2019 年 3 月底公司在建项目基本情况（单位：%、万平方米、亿元）

序号	城市	项目名称	权益比例	计容规划 建筑面积	预计总投资 额	截至 2019 年 3 月底已投资额
1	上海	上海公园壹号	30.00	12.05	61.00	57.88
2	杭州	武林壹号	50	33.40	110.76	103.99
3	杭州	湘湖壹号	50	23.90	59.00	56.59
4	杭州	千岛湖东方海岸	100	19.20	15.50	14.26
5	杭州	东方名府	26	4.75	6.00	5.53
6	杭州	东方悦府	32	7.54	13.40	11.05
7	杭州	信达一品	20	9.24	47.00	46.12
8	杭州	翡翠海岸	33	12.23	70.00	65.42
9	义乌	义乌公园壹号	33	14.15	33.00	26.40
10	杭州	江南名府	100	7.90	19.00	16.75
11	杭州	卧城印象	50	6.48	15.00	12.97
12	杭州	杭州壹号院	10	86.49	220.00	147.08
13	上海	上海湘府花园三期	10	12.00	102.00	91.51

14	平湖	平湖万家花城	35.1	93.53	57.54	48.23
15	杭州	临安天目山	100	13.38	14.00	2.28
16	杭州	大江名筑	31	6.70	8.00	5.35
17	杭州	御江南	100	8.59	27.35	24.20
18	杭州	上品南星	50.50	13.48	79.28	66.14
19	义乌	义乌锦绣之城	100	16.57	43.09	30.67
20	义乌	义乌滨江壹品	100	21.94	50.34	37.70
21	杭州	未来海岸	51	19.45	32.00	25.56
22	杭州	同协金座	17.15	14.17	14.70	11.60
23	杭州	翡翠江南	50	11.59	30.42	26.40
24	杭州	翡翠之星	50	5.99	18.55	17.07
25	温州	温州万家花城	51	15.33	22.00	12.02
26	杭州	锦宸府	50	6.04	20.53	14.94
27	杭州	五幸银座	24	3.79	3.40	2.00
28	温岭	温岭玖珑春晓	49	9.07	29.13	19.09
29	乐清	乐清金色家园	45	28.00	29.83	18.75
30	南通	曙光之星	35	19.79	16.00	4.41
31	杭州	定安府	70	1.26	7.5	4.08
32	杭州	悦虹湾	24.9	27.79	88.22	71.26
33	温州	温州之翼 TOD	16.5	41.58	61.5	40.98
34	舟山	定山海花园	11	15.40	20.12	11.53
35	杭州	锦粼府	30	11.71	35.86	28.56
36	温岭	温岭铂金海岸	50	16.90	7.1	2.22
37	宁波	海语天下	50	23.13	61.8	49.93
38	杭州	五幸金座	24	6.15	6.5	2.96
39	杭州	公园之星	12.25	5.05	15.4	8.09
40	杭州	拥潮府	66	11.27	45.35	30.80
41	湖州	十里春晓	70	14.98	30.12	14.63
42	温州	温州壹号	15	35.25	122.81	73.79
43	宁波	诺德学府	40	13.12	9.18	5.78
44	温岭	温岭万家之星	34	5.64	10.87	7.40
45	杭州	阳光名城	15	10.52	13.6	8.01
46	杭州	澄品 101	18	31.29	144	105.94
47	上饶	上饶公园壹号	51	13.61	13.1	5.30
48	乐清	东潮府	25	8.40	14.37	8.09
49	杭州	御品	50	8.73	48.35	27.39
合计			--	858.51	2,023.57	1,528.70

资料来源：公司年报，联合评级整理

总体看，公司在建项目主要集中在杭州、义乌等浙江省内城市；公司在建项目尚需投资规模较大，面临着一定的资本支出压力。2018 年公司大幅加快开发节奏，公司规模扩张速度加快，有利于提升规模优势，但项目的增多也加大了公司管理难度。

（3）项目销售

2018年，公司签约销售面积达到96.08万平方米（不含代建项目），较上年增长7.40%，房地产签约销售金额达到400.90亿元，较上年增长31.18%，销售金额创公司历史最高水平，签约销售均价为4.18万元/平方米，较上年增长22.22%。从项目结转情况来看，2018年，公司结转收入面积为62.69万

平方米，对应结转收入为198.30亿元。2019年1~3月，公司签约销售金额125.40亿元，占2018年全年销售金额的31.28%，签约销售均价有所下降，但仍处于较高水平。

表9 公司项目销售情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米、%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月
签约销售面积	87.24	89.46	96.08	38.36
签约销售金额	212.98	305.60	400.90	125.40
签约销售均价	2.44	3.42	4.18	3.27
销售回款率	98.14	99.12	92.83	--
结转面积	97.75	51.61	62.69	10.40
结转收入	186.47	130.95	198.30	16.90

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司主要已完工项目共22个，均已基本售罄；并表的在建项目剩余可售面积193.62万平方米，主要位于平湖、乐清、温州、宁波和湖州等地，考虑到公司销售规模，剩余可售面积较充裕。

截至2019年3月底，公司主要已完工项目共23个，均已基本售罄；其中业态为住宅、商业并存，住宅部分均已售罄，商业部分自持；公司全口径的在建项目剩余可售面积461.96万平方米，并表的在建项目剩余可售面积164.17万平方米，主要位于杭州、平湖、金华、绍兴和衢州，公司估算剩余可售货值约1,800亿元，剩余可售货值较充裕。

总体看，2018年，公司项目销售量价齐升；目前公司主要待售项目集中在杭州等地，剩余可售货值较充裕。

3. 其他业务

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。2018年，公司酒店业实现收入1.49亿元，较上年下降5.10%，主要系餐饮收入小幅下降以及酒店住宿单价有所下降所致。2019年1~3月，公司酒店业收入0.35亿元。公司将酒店资产计入固定资产，按成本模式计量，增值空间较大。

公司物业服务业务的经营主体此前为杭州滨江物业管理有限公司（以下简称“滨江物业”）。2017年2月，公司将持有的滨江物业100%股权转让给公司控股股东滨江控股，不再经营物业服务业务。

总体看，公司酒店业务可为公司盈利提供一定补充，酒店资产均计入固定资产，存在增值空间；公司出售了物业子公司，更加专注于房地产主营业务。

4. 关联交易

关联担保方面，截至2018年底，公司作为担保方为其关联方提供担保金额合计12.07亿元的担保，主要系对合作项目公司提供的担保。

关联往来方面，截至2018年底，公司拆入关联方杭州滨保房地产开发有限公司3.63亿元以及杭州同达置业有限公司0.54亿元的拆借资金，拆出资金31.98亿元，主要系与合作项目公司的资金往来。

总体看，公司合作项目较多，产生了一定规模的关联担保和关联资金往来，对公司资金形成一定占用，但整体风险可控。

5. 经营关注

(1) 项目分布较集中，存在一定的业务区域集中风险

公司近年来根据“三点一面”的战略积极拓展杭州、深圳、上海及长三角富裕城市市场，但目前开发的房地产项目仍主要集中在杭州地区，公司面临一定的业务区域集中风险。

(2) 项目合作开发风险

目前，公司房地产业务的经营模式主要为自主开发和合作开发，合作开发方式已成为公司主要房地产开发模式之一。但是由于合作开发的模式所限，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投入、项目实施的协调、成本控制及销售等多个方面。

(3) 公司加速规模扩张，部分项目拿地成本较高，影响未来利润空间

公司位于杭州、上海的部分项目因地理位置优越而拿地成本较高，且公司近两年加速扩张，对管理能力提出了较高的要求。考虑到“限价”政策，若未来当地房地产调控政策及市场景气度发生波动，项目去化及利润率将受到影响。

6. 未来发展

在区域布局战略方面，公司将聚焦杭州、深耕浙江、辐射华东、关注粤港澳和中西部，同时调整区域布局，把资源重点向杭州以及有前景的区域倾斜。在产业布局战略方面，未来五到十年，公司将布局“长租公寓+房地产+金融”。公司将以“滨江”的品牌为中心，争取实现1,000亿销售额，既注重品质支撑，也注重规模发展。公司计划做到“一个中心，三个加强”：一个中心，冲刺千亿销售目标，继续做好行业品牌领跑者，高端品质标准制定者。第一，管理标准化的加强，要深化、细化标准化管理制度，努力实现有效地协同管理和无缝对接服务；第二，品质品牌的加强，继续做精做细，努力实现产品品质、企业品牌的全面推进；第三，团队的加强，增强业务水平，部门负责人、中高层管理人员要加强领导能力，增强事先、事中、事后的把控能力，提高各部门间的协调能力、预测能力、全面创新能力。

总体看，公司未来发展规划明确，符合公司发展要求。

六、财务分析

1. 财务概况

公司2018年度财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见；2019年1季度财务数据未经审计，相关指标未年化。2018年，公司合并范围新增子公司36家，新增非同一控制下子公司2家，公司合并范围的变动对资产和利润规模等影响较小，且主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性仍较强。

截至2018年底，公司合并资产总额875.52亿元，负债合计682.38亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计193.14亿元，归属于母公司的所有者权益152.61亿元。2018年，公司实现营业收入211.15亿元，净利润（含少数股东损益）31.52亿元，归属于母公司所有者的净利润12.17亿元；经营活动产生的现金流量净额-139.40亿元，现金及现金等价物净增加额10.88亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额1,042.34亿元，负债总额835.17亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计207.17亿元，其中归属于母公司所有者权益156.43亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入17.86亿元，净利润（含少数股东损益）5.64亿元，其中归属于母公司所有者的净利润3.92亿元；经营活动产生的现金流量净额2.42亿元，现金及现金等价物净增加额52.14亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产合计 875.52 亿元，较年初增长 45.33%，主要系流动资产增加所致。其中流动资产 806.66 亿元（占 92.13%）、非流动资产 68.86 亿元（占 7.87%），资产结构仍以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 806.66 亿元，较年初增长 51.87%，主要系其他应收款和存货增加所致；流动资产主要由货币资金（占 8.91%）、其他应收款（占 19.13%）、存货（占 66.34%）和其他流动资产（占 5.19%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金账面价值为 71.90 亿元，较年初下降 24.96%，主要系公司扩大开发规模所致；公司货币资金以银行存款为主，占比超过 99%。截至 2018 年底，公司货币资金中受限资金 0.12 亿元，受限规模很小。

截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值为 154.30 亿元，较年初增长 40.54%；公司其他应收款主要由拆借款（占 93.84%）和押金保证金（占 3.57%）构成，其中拆借款占比较大，主要系公司对合作项目的投资款，对资金形成了一定的占用；其中，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中，公司 1 年以内的其他应收款占比 64.02%，1 至 2 年的占比 23.09%，整体账龄尚可。截至 2018 年底，公司其他应收款累计计提坏账准备 13.50 亿元，计提比例为 8.04%，计提较为充分。截至 2018 年底，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例为 42.02%，集中度较高，对资金造成一定的占用。

截至 2018 年底，公司存货账面价值为 535.14 亿元，较年初大幅增长 121.60%，主要系新获取土地项目及新开工项目增加所致；公司存货主要包括开发成本（占 95.86%）和开发产品（4.14%）。截至 2018 年底，公司未计提存货跌价准备。截至 2018 年底，公司所有权或使用权受限的存货账面价值合计 266.28 亿元，用于借款担保，占期末存货账面价值的 49.76%，占比较高。公司存货主要位于杭州，区域分布较好，资产质量较高。

截至 2018 年底，公司其他流动资产账面价值为 41.86 亿元，较年初下降 48.64%，主要系部分预付土地款转为存货所致。

（2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 68.86 亿元，较年初下降 3.40%，主要系可供出售金融资产和长期应收款减少所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占 34.92%）、长期股权投资（占 22.24%）、投资性房地产（占 23.25%）和递延所得税资产（占 14.00%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产账面价值为 24.04 亿元，较年初下降 7.85%，主要系公司计提减值准备 0.85 亿元以及对微宏动力系统（湖州）有限公司的投资减少 1.30 亿元所致。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产中，按成本法计量的 22.92 亿元、按公允价值计量的 2.02 亿元。截至 2018 年底，公司长期股权投资 15.32 亿元，较年初增长 367.10%，主要系公司增加对杭州大文投资管理有限公司、杭州春天房地产开发有限公司、杭州滨汇置地有限公司等联营企业投资所致。2018 年，公司权益法核算的长期股权投资收益为-0.23 亿元，为负值主要系部分合作开发项目尚在前阶段所致。

公司投资性房地产按成本法计量，逐年计提折旧。截至 2018 年底，公司投资性房地产账面价值为 16.10 亿元，较年初减少 10.58%，其中公司使用权或所有权受限的投资性房地产账面价值合计 15.25 亿元，用于借款担保，占期末投资性房地产账面价值总额的 94.72%，占比很高。

截至 2018 年底，公司递延所得税资产账面价值为 9.64 亿元，较年初大幅增长 58.61%，主要系

内部交易未实现利润产生的可抵扣暂时性差异增加所致。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 282.06 亿元，主要包括受限存货 266.28 亿元和受限投资性房地产 15.25 亿元；公司受限资产占公司期末总资产的 32.21%，受限比例较高。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 1,042.34 亿元，较年初增长 19.05%，主要系流动资产增加所致，资产结构较年初变化不大。其中，受当期预收房款和借款的增加影响，公司货币资金较年初增长 72.53% 至 124.04 亿元；受土地款和预缴税金增加的影响，其他流动资产较年初增长 70.08% 至 71.20 亿元；由于实施新金融工具准则的影响，公司可供出售金融资产全部结转至债券投资、其他权益工具投资和其他非流动资产科目。

总体看，2018 年，公司资产规模扩大，以流动资产为主。流动资产中存货占比较大且主要位于杭州；公司投资性房地产以成本法计量，存在较大升值空间；公司受限资产占比较高，其他应收款对公司资金形成一定占用。综合看，公司资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

截至 2018 年底，公司负债规模合计 682.38 亿元，较年初增长 55.50%，流动负债和非流动负债均有所增加，其中流动负债 469.53 亿元（占 68.81%），非流动负债 212.85 亿元（占 31.19%），负债结构仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 469.53 亿元，较年初增长 31.10%，主要系其他应付款增加所致；流动负债主要由应付账款（占 5.58%）、预收款项（占 53.77%）和其他应付款（占 25.99%）构成。

截至 2018 年底，公司应付账款为 26.18 亿元，较年初增长 9.63%，主要为应付工程款。

截至 2018 年底，公司预收款项为 252.47 亿元，较年初下降 1.30%，主要系当年项目结转规模大幅增加所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款为 122.04 亿元，较年初大幅增长 111.07%，其中拆借款占 88.96%。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 212.85 亿元，较年初增长 163.73%，主要系长期借款和应付债券增加所致；非流动资产主要由长期借款（占 60.84%）、应付债券（占 36.58%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 129.49 亿元，较年初大幅增长 564.17%，主要系项目开发规模扩大、资金需求相应增加所致；其中，抵押借款占 22.45%，抵押及保证借款占 77.50%；从期限构成来看，公司长期借款将于 2020 年到期的占 18.53%，2021 年到期的占 68.41%，2022 年以后到期的占 13.06%，集中度较高，2021 年公司有一定的长期借款集中偿付压力。

截至 2018 年底，公司应付债券为 77.86 亿元，较年初增长 39.01%，主要系公司 2018 年发行了“18 滨江房产 MTN001”、“18 滨江房产 CP001”和“18 滨江房产 CP002”所致。“18 滨江房产 MTN001”、“18 滨江房产 CP001”和“18 滨江房产 CP002”发行利率分别为 6.40%、5.90%、6.19%，成本较低。截至 2018 年底，公司应付债券到期期限主要分布在 2019 年（占 15.98%）、2020 年（占 40.88%）和 2021 年（占 37.88%），2020~2021 年公司面临一定的债券集中偿付压力。具体情况如下表所示。

表 10 截至 2019 年 3 月底公司债券发行情况（单位：亿元、%）

债券简称	金额	发行时间	债券期限	票面利率
16 滨房 01	21.00	2016/8/10	3+2 年	3.46
17 滨房 01	6.00	2017/10/31	3+2 年	5.80
17 杭滨江 MTN001	21.00	2017/2/28	3 年	4.99

17 滨江房产 MTN002	8.20	2017/12/15	3 年	6.50
18 滨江房产 MTN001	21.80	2018/3/15	3 年	6.40
18 滨江房产 CP001	9.00	2018/10/26	1 年	6.19
18 滨江房产 CP002	9.00	2018/11/9	1 年	5.90
19 滨江房产 CP001	9.00	2019/1/11	1 年	5.30
19 滨江房产 CP002	8.00	2019/3/15	1 年	4.10

资料来源：公司年报

截至 2018 年底，公司全部债务 266.65 亿元，较年初增长 64.49%，主要系公司长期借款增加及发行债券所致；其中，短期债务占 20.18%，长期债务占 79.82%，以长期债务为主。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 77.94%、57.99%和 52.43%，分别较年初提高 5.10 个百分点、21.34 个百分点和 19.39 个百分点。2018 年随着公司加快规模扩张速度，债务规模大幅增长，债务负担显著加重，但仍处于合理水平。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 835.17 亿元，较年初增长 22.39%，主要系流动负债增加所致。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 322.12 亿元，较年初增长 20.80%；其中，短期债务占比 28.09%；长期债务占比 71.91%。截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率为 80.12%，较年初提高 2.19 个百分点；长期债务资本化比率为 52.79%，较年初提高 0.36 个百分点；全部债务资本化比率为 60.86%，较年初提高 2.87 个百分点，债务负担较年初变化不大。从债务期限分布来看，近两年公司有一定规模的进入回售期或到期债券，面临一定的偿付压力。

表 11 截至 2019 年 3 月底公司债务到期分布情况（单位：亿元）

时间	假设债券不回售		假设债券全部回售	
	到期债务金额	到期债券金额	到期债务金额	到期债券金额
2019 年	50.49	18.00	50.49	39.00
2020 年	102.77	46.20	102.77	46.20
2021 年及以后	168.86	48.80	168.86	27.80
合计	322.12	113.00	322.12	113.00

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司负债规模逐年增长，负债结构以流动负债为主；随着公司加快规模扩张，公司债务规模大幅增长，尤其 2018 年债务负担显著加重，但尚处于合理水平；公司债务结构以长期债务为主，近两年有一定规模的进入回售期或到期债券，存在一定的偿付压力，但整体债务集中偿付程度不高。

（2）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 193.14 亿元，较年初增长 18.06%；其中归属于母公司的所有者权益 152.61 亿元，归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（占 20.39%）、资本公积金（占 15.13%）、其它综合收益（占 0.35%）、盈余公积（占 6.54%）和未分配利润（占 57.59%）构成；未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 207.17 亿元，较年初变动不大。其中归属于母公司的所有者权益 156.43 亿元，其规模及结构较年初变化不大。

总体看，截至 2018 年底，公司权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2018 年，公司结转项目增加，实现营业收入 211.15 亿元，较上年增长 53.30%；公司实现营业利润 42.46 亿元，较上年增长 44.19%；实现净利润 31.52 亿元，较上年增长 36.46%，主要系收入规模及毛利率上升所致。

从期间费用看，2018 年公司费用总额 12.73 亿元，较上年大幅增长 110.90%，主要系财务费用增加所致。2018 年，公司销售费用为 3.07 亿元，较上年增长 99.31%，主要系房地产业务营销费用增加所致；公司管理费用为 3.10 亿元，较上年增长 29.44%，主要系公司业务规模扩大所致；公司财务费用为 6.57 亿元，较上年增长 211.92%，主要系利息支出增长所致；其中，利息支出 8.09 亿元，汇兑损益-0.30 亿元。

2018 年，公司资产减值损失 8.08 亿元，占公司营业利润的 19.03%，同比增长 570.29%，主要系本年坏账损失和可供出售金融资产减值损失增加所致。2018 年，公司投资收益由 2017 年的 5.82 亿元下降至-1.05 亿元，主要系公司长期股权投资损失、可供出售金融资产在持有期间的投资损失和委贷及信托损失增加所致。2018 年，公司营业外收入为 0.11 亿元，规模小，对公司盈利水平影响很小。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率为 30.42%，较上年提升 8.25 个百分点；总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率较 2017 年均有所提高，分别从 2017 年的 10.48%、5.83%和 14.40% 上升至 2018 年的 11.03%、6.83%和 17.67%，盈利能力有所上升。

2019年1~3月，公司实现营业收入17.86亿元，同比减少46.47%，主要系本期交付的楼盘减少所致；实现净利润5.64亿元，同比增长18.85%。公司净利润与营业收入变动不一致，主要系本期交付楼盘减少导致相应的营业成本同比下降，对联营企业的投资收益同比增加以及实施新金融工具准备影响等综合影响所致；其中，财务费用同比增长70.39%至2.40亿元，销售费用同比增长282.75%至1.16 亿元，销售费用的增长主要系本期预售楼盘的增加所致，资产减值损失较上年同期下降108.16%至-0.04亿元。

总体看，2018 年公司收入规模大幅增长，利润水平随之增长；随着规模扩张速度的加快，财务费用显著增长，对利润形成一定侵蚀；公司利润主要来自主营业务，盈利指标整体呈上升态势。

5. 现金流

经营活动方面，2018年经营活动现金流入较上年增长11.04%，主要系销售房屋收入增加所致；2018年经营活动现金流出较上年增长118.23%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致；经营活动产生的现金流量净额为-139.40亿元，由上年的净流入状态转为净流出状态，主要系公司规模扩大的同时对外投资规模也相应扩大。

投资活动方面，2018 年公司投资活动现金流入 34.78 亿元，同比大幅下降 92.49%，2017 年规模较大，主要系公司处置长期股权投资、收回交易性金融资产所致；2018 年投资活动现金流入主要来自收回拆借款及利息。2018 年公司投资活动现金流出 109.20 亿元，同比下降 78.29%，主要系 2017 年公司支付的投资现金规模较大所致，2018 年投资活动现金流出主要为支付拆借款；投资活动产生的现金流量金额为净流出 74.42 亿元，净流出规模持续扩大。

筹资活动方面，2018 年公司筹资活动现金流入 313.86 亿元，同比增长 204.90%，主要系公司发行债券和借款增加所致；筹资活动现金流出 124.39 亿元，同比增长 36.82%，主要系偿还债务支付的现金增加所致；筹资活动产生的现金流量金额为净流入 189.47 亿元，净流入规模较上年大幅增加，同比增长 14.76 倍。

2019年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为2.42亿元，受预收楼盘的增加，购买商品、

接受劳务支付的现金下降，相比去年同期-103.21亿元由负转正；投资活动产生的现金流量净额为13.54亿元；筹资活动产生的现金流量净额为36.31亿元。

总体看，2018年，公司经营活动现金流由净流入转为大规模净流出状态，公司投资活动现金流持续净流出，筹资活动现金流持续净流入；伴随公司持续开发项目，公司资本支出规模增加，公司仍面临一定的资金支出压力，融资需求较强烈。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2018年底，公司流动比率由年初的1.48倍上升至1.72倍；速动比率由年初的0.81倍下降至0.58倍，流动资产对流动负债的保护程度尚可；2018年，随着公司短期债务规模的扩大，公司现金短期债务比由年初的6.85倍下降至1.34倍，现金类资产对短期债务的保障能力下降，但仍属较高。总体上看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018年公司EBITDA为51.69亿元，较上年增长55.43%，主要系利润总额和计入财务费用的利息支出增加所致；公司EBITDA由折旧（占2.10%）、摊销（占0.19%）、计入财务费用的利息支出（占15.66%）和利润总额（占82.05%）构成；EBITDA利息倍数由上年的8.14倍下降至3.91倍，EBITDA全部债务比由上年的0.35倍下降至0.19倍。整体看，公司长期偿债能力强。

截至2019年3月底，公司获得银行授信总额合计350.17亿元，其中未使用额度146.19亿元，公司间接融资渠道较为畅通；公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

截至2019年3月底，公司无对外担保事项。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，机构信用代码（G1033010400015770C），截至2019年4月28日，公司2009年有一笔欠息，系银行系统问题未按时扣款所致，除此以外，公司已结清和未结清信贷业务中，无不良和关注类记录。

总体看，公司短期及长期偿债能力强，考虑到公司在杭州市场有很强的区域竞争力，项目城市布局较好，规模加速扩张，剩余可售面积较充裕，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2019年3月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达124.04亿元，为“16滨房01”和“17滨房01”待偿本金（27亿元）的4.59倍；公司净资产达207.17亿元，约为“16滨房01”和“17滨房01”待偿本金（27亿元）的7.67倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16滨房01”和“17滨房01”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为51.69亿元，约为“16滨房01”和“17滨房01”待偿本金（27亿元）的1.91倍，公司EBITDA对“16滨房01”和“17滨房01”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入221.95亿元，约为“16滨房01”和“17滨房01”待偿本金（27亿元）的8.22倍，公司经营活动现金流入量对“16滨房01”和“17滨房01”的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为一家大中型房地产开发企业，在区域内有很强的竞争优势，能够通过持续经营取得较高的盈利水平，联合评级认为，公司对“16滨房01”和“17滨房01”的偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司继续保持杭州市房地产开发商的领先地位，公司作为一家国内大中型上市房地产企业，在开发经验、区域竞争力、产品品质等方面具有竞争优势；公司主要布局以杭州为主的浙江省内城市以及上海、深圳等城市，2018 年加速了规模扩张，大幅新增拿地；公司现金类资产较充裕，债务结构以长期债务为主，盈利能力较强。同时，联合评级也关注到杭州区域房地产调控政策对公司经营影响较大、在建项目尚需投资规模较大、规模扩张后管理难度提升、债务规模快速增长、存在一定债务集中偿付压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建房地产项目的开发完成和实现销售，公司规模有望进一步扩张。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 滨房 01”和“17 滨房 01”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1 杭州滨江房产集团股份有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月末
资产总额（亿元）	495.45	602.44	875.52	1,042.34
所有者权益（亿元）	157.33	163.60	193.14	207.17
短期债务（亿元）	11.26	13.98	53.80	90.49
长期债务（亿元）	66.47	80.70	212.85	231.63
全部债务（亿元）	77.73	94.68	266.65	322.12
营业收入（亿元）	194.52	137.74	211.15	17.86
净利润（亿元）	19.71	23.10	31.52	5.64
EBITDA（亿元）	31.53	33.26	51.69	--
经营性净现金流（亿元）	131.31	34.30	-139.40	2.42
流动资产周转次数（次）	0.47	0.28	0.32	--
存货周转次数（次）	0.51	0.38	0.35	--
总资产周转次数（次）	0.42	0.25	0.29	--
现金收入比率（%）	112.39	144.59	104.31	416.46
总资本收益率（%）	10.52	10.48	11.03	--
总资产报酬率（%）	6.52	5.83	6.83	--
净资产收益率（%）	14.78	14.40	17.67	--
营业利润率（%）	17.71	22.17	30.42	36.76
费用收入比（%）	2.94	4.38	6.03	23.49
资产负债率（%）	68.25	72.84	77.94	80.12
全部债务资本化比率（%）	33.07	36.66	57.99	60.86
长期债务资本化比率（%）	29.70	33.03	52.43	52.79
EBITDA 利息倍数（倍）	7.43	8.14	3.91	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.41	0.35	0.19	--
流动比率（倍）	1.62	1.48	1.72	1.61
速动比率（倍）	0.65	0.81	0.58	0.63
现金短期债务比（倍）	8.13	6.85	1.34	1.37
经营现金流动负债比率（%）	48.34	9.58	-29.69	0.40
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.17	1.23	1.91	--

1、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。2、其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，长期应付款中的有息债务已计入长期债务。3、2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。4、EBITDA/待偿债券本金=EBITDA/本报告所跟踪债项待偿本金。

附件 2 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 = $[(\text{本期} / \text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	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 + 销售费用 + 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 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期融资款 + 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 3 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。