

信用等级公告

联合[2016]550 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杭州滨江房产集团股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券进行综合分析和评估，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拟发行的 2016 年面向合格投资者公开发行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：

二零一六年六月三日

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 2016 年 面向合格投资者公开发行公司债券信用评级报告

本次公司债券信用等级：AA+

发行人主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

发行规模：不超过 30 亿元

债券期限：不超过 7 年

还本付息方式：按年付息、到期还本

评级时间：2016 年 6 月 3 日

主要财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	395.65	382.46	422.30	492.41
所有者权益(亿元)	84.88	92.10	109.35	142.90
长期债务(亿元)	51.83	45.33	62.02	82.75
全部债务(亿元)	91.07	69.12	63.80	84.09
营业收入(亿元)	103.82	117.59	126.18	47.25
净利润(亿元)	14.56	8.06	15.04	5.96
EBITDA(亿元)	21.49	14.87	23.92	--
经营性净现金流(亿元)	4.05	-13.17	80.49	37.25
营业利润率(%)	20.67	14.51	22.03	19.58
净资产收益率(%)	18.01	9.11	14.93	--
资产负债率(%)	78.55	75.92	74.11	70.98
全部债务资本化比率(%)	51.76	42.87	36.84	37.05
流动比率(倍)	1.45	1.48	1.55	1.70
EBITDA 全部债务比(倍)	0.24	0.22	0.37	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.83	1.65	3.20	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.72	0.50	0.80	--

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。3、2016 年 3 月份数据未经审计，相关指标予以简化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对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”）的评级反映了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、土地储备等方面具有明显优势；公司盈利能力强、现金类资产比较充足、现金流状况良好、债务负担较轻。同时，联合评级也关注到杭州地区房地产市场仍存在一定的去库存压力、公司在建规模较大、部分存货存在跌价风险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，公司经营状况将保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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. 公司项目主要分布在杭州市，并逐步拓展至上海市，两地经济发展水平较高，公司面临的外部发展环境较好。

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. 公司土地储备质量较好；且公司前期开发的三、四线城市项目基本销售完毕，未来面对的销售压力较小。

4. 公司盈利能力较强，有息债务规模较低，现金类资产比较充足，财务政策稳健；加之 2016 年公司完成非公开发行股票，资本实力得到进一步充实。

5. 公司资产质量较好，其中投资性房地产均采用成本法计量，未来增值空间较大。

关注

1. 公司业务集中于杭州地区，存在一定的区域集中风险；同时，当地房地产市场仍面临一定的去库存压力。

2. 公司存货中西溪明珠项目 2015 年计提部分存货跌价准备，需持续关注该项目的销售情况。

3. 公司权益土地储备面积规模一般，可持续发展能力有待提高。

4. 公司开展代建业务，进行品牌输出，该业务若运行不当，可能对公司的品牌、美誉度造成不良影响。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@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：



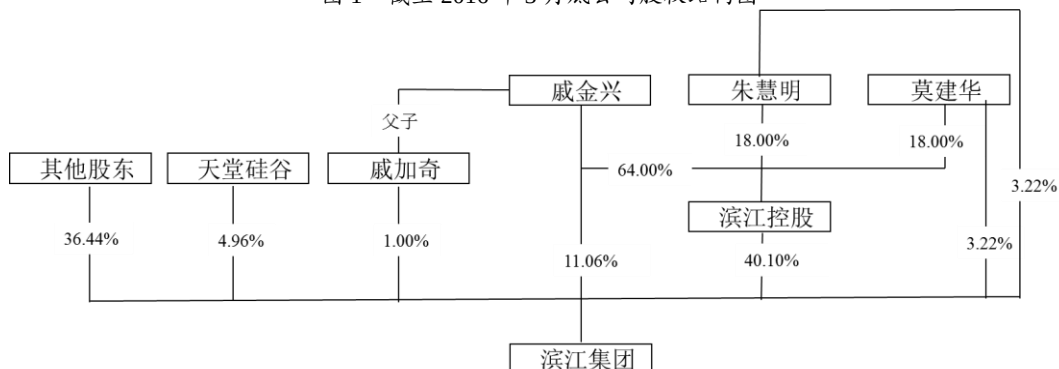
联合信用评级有限公司

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%，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，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）。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2016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40.10%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，公司实际控制人为戚金兴。

图1 截至2016年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司营业范围：房地产开发，房屋建筑，商品房销售，水电安装及室内外装潢。截至2015年底，公司设立了财务部、企划营销部、人力资源部、成本管理部、研发中心、总经理办公室等职能部门；公司拥有26家子公司，截至2015年底，公司及其下属子公司在岗员工总数3,493人。

截至2015年底，公司合并资产总额422.30亿元，负债总额312.95亿元，所有者权益（含少数股东权益）109.35亿元，其中归属于母公司权益合计87.65亿元。2015年，公司实现营业收入126.18亿元，净利润（含少数股东损益）15.04亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为10.03亿元；经营活动产生的现金流量净额80.49亿元，现金及现金等价物净增加额16.98亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额492.41亿元，负债总额349.51亿元，所有者权益（含少数股东权益）142.90亿元，其中归属于母公司权益合计118.68亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入47.25亿元，净利润（含少数股东损益）5.96亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为3.84亿元；经营活动产生的现金流量净额37.25亿元，现金及现金等价物净增加额51.14亿元。

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、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“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”（以下简称“本次债券”），本次债券规模为不超过30亿元，期限为不超过7年（含7年），可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种，分期发行。股东会授权董事会在发行前根据市场情况和公司资金需求情况确定本次发行的公司债券的具体期限构成和各期限品种的发行规模。本次债券采用公开发行方式，发行对象为《公司债券发行与交易管理办法》认可的合格投资者。本次债券采用单利按年计息，不计复利，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。本次债券票面年利率将通过询价方式，由公司与主承销商协商确定利率区间，以簿记建档方式确定最终发行利率。

本次债券无担保。

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，拟用于偿还银行贷款、调整债务结构、补充流动资金及适用的法律法规允许的其他用途。

三、行业分析

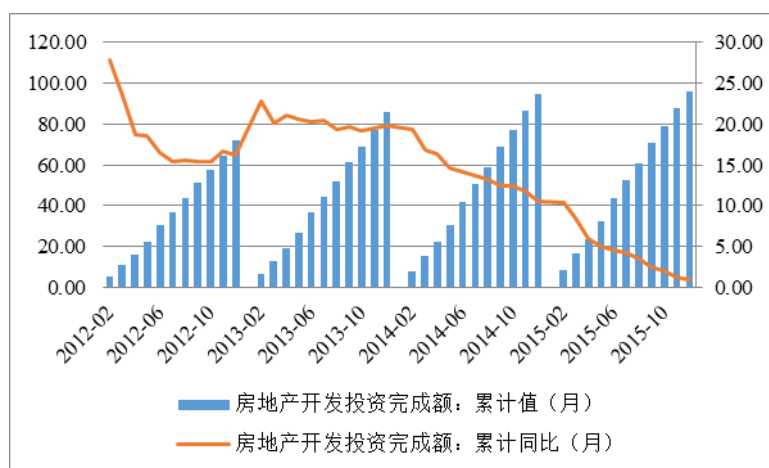
公司为房地产开发企业，其收入几乎全部来源于房地产业务。

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。

从近年房地产行业发展趋势来看，2011年以来，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场持续低迷。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，我国房地市场景气度有所回升，2013年全年房地产开发投资86,013.38亿元，同比增长19.79%，增速同比提高3.6个百分点。2014年以来，我国房地产行业增速持续减缓，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，2014年全年房地产开发投资95,035.61亿元，名义同比增长10.49%，较2013年同期增速大幅下滑9.30个百分点。2015年，全国房地产开发投资95,978.84亿元，较上年名义增长1.0%，增速较上年同期下滑9.5个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资64,595.24亿元，同比增长0.38%；办公楼投资6,210.00亿元，同比增长10.1%；商业营业用房投资14,607.00亿元，同比增长1.82%。

图 2 2012~2015 年全国房地产开发投资情况（单位：千亿元、%）



资料来源：wind 资讯

总的来看，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，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

土地作为房地产的主要成本来源，主要受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿以及房地产宏观调控政策的影响，其中，房地产宏观调控政策对土地市场的影响力度最大。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。

2012 年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2013 年受供应量增加影响，土地成交量较 2012 年增加，2013 年全国 300 个城市共成交土地 37,208 宗，成交面积 143,569 万平方米，同比增加 10%，其中住宅类用地涨幅较明显。2013 年重点城市地价升高，2013 年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013 年全国 300 个城市土地平均溢价率 16%，较上年同期上涨 8 个百分点。

2014 年，受楼市渐冷传导，房企拿地日趋谨慎，直至四季度随着政策利好以及楼市升温，一线城市才出现反弹，但年末升温难改全年土地市场疲态。2014 年全国 100 个城市土地供求量均有较大程度跌幅，土地供应面积及成交面积比 2013 年分别减少 24% 和 26%。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至 11.75%；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%。

2015 年，土地市场整体下行，供应土地量和成交土地量分别为 5.79 亿平方米和 4.68 亿平方米，分别较上年下降 11.74% 和 18.04%；2015 年土地平均溢价率为 16.81%，较上年增加 5.06 个百分点。

表 1 100 大中城市土地供应及成交情况 (单位: 亿平方米)

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
供应土地占地面积	8.57	8.68	6.56	5.79
成交土地占地面积	7.31	7.75	5.71	4.68
成交土地占比	85.30%	89.29%	87.65%	80.83%
土地平均溢价率	7.02%	17.92%	11.75%	16.81%

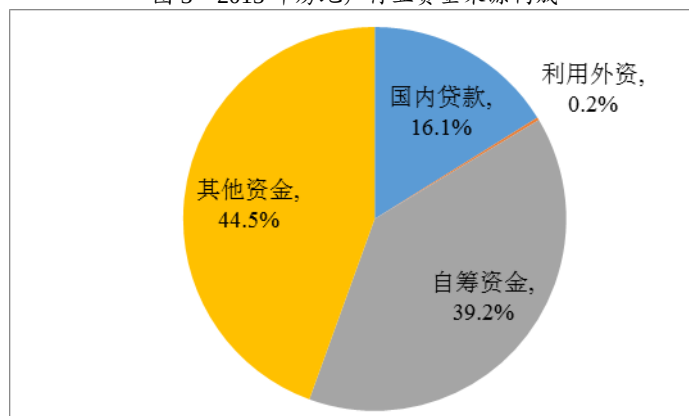
资料来源: Wind 资讯

总体看, 在去库存压力下, 房企拿地速度有明显放缓趋势, 土地供求量均出现较大下滑, 但土地溢价率出现上涨。

(2) 开发资金来源状况

2014 年, 受需求面观望情绪浓厚、土地出让规模持续减少以及商品房成交量下降等因素影响, 房地产行业开发资金来源中占比较大的自筹资金增速大幅减缓, 开发资金规模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 年房地产开发企业本年资金来源 121,991 亿元, 比上年减少 0.1%, 增速较上年下降 26.6 个百分点, 其中, 国内贷款 21,243 亿元, 较上年增长 8.0%; 利用外资 639 亿元, 增长 19.7%; 自筹资金 50,420 亿元, 增长 6.3%; 其他资金 49,690 亿元, 较上年减少 8.8%。

图 3 2015 年房地产行业资金来源构成



数据来源: wind 资讯

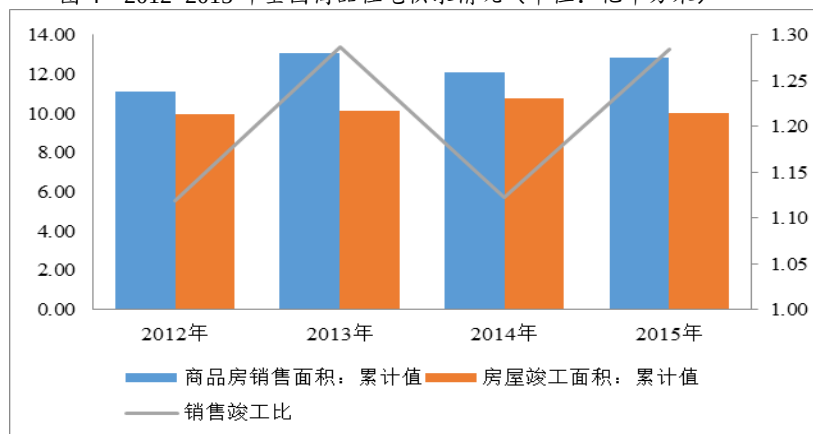
2015 年, 我国经济增速放缓, 存在一定下行压力, 但政府持续实行适度宽松的货币政策, 央行多次降准降息, A 股再融资活跃延续, 房企银行间市场中期票据发行开闸, 证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人, 大大降低发行债券门槛, 且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债, 房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年, 房地产开发企业到位资金 125,203 亿元, 比上年增长 2.6%。其中, 国内贷款 20,214 亿元, 下降 4.8%; 利用外资 297 亿元, 下降 53.6%; 自筹资金 49,038 亿元, 下降 2.7%; 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%。

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。

（3）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%。2013 年份房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。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%。2014 年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014 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，商品房竣工面积仍保持增长，2014 年，住宅竣工面积 107,459 万平方米，同比增长 5.9%。房地产市场呈明显的波动态势。

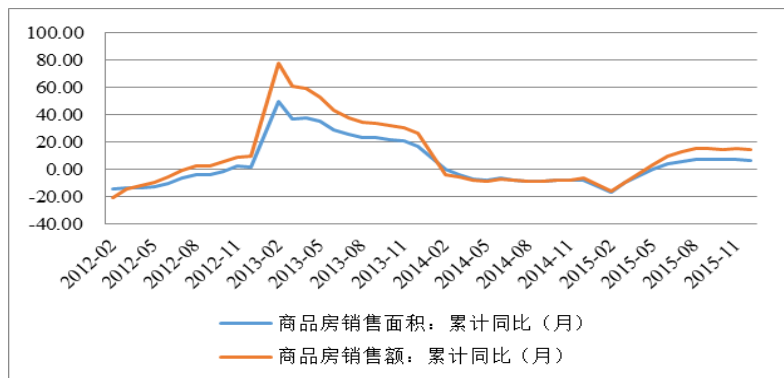
图 4 2012~2015 年全国商品住宅供求情况（单位：亿平方米）



数据来源：wind 资讯

受 2014 年市场低迷影响，2015 年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，商品房销售面积 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%，增速比 1-11 月份回落 0.9 个百分点；商品房销售额 87,281 亿元，同比增长 14.4%，增速回落 1.2 个百分点。其中，住宅销售额增长 16.6%，办公楼销售额增长 26.9%，商业营业用房销售额下降 0.7%。

图 5 2012~2015 年全国商品房销售面积及销售金额同比增速（单位：%）



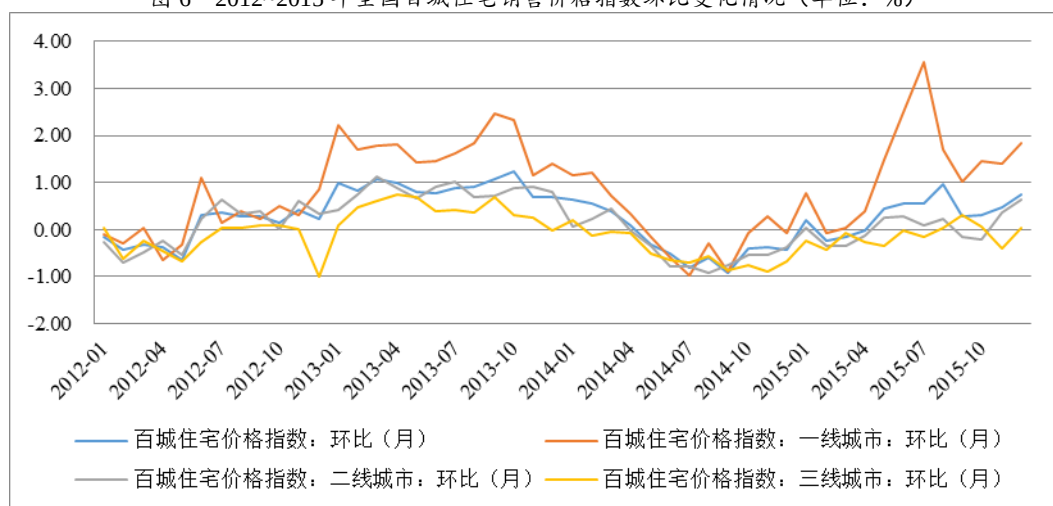
数据来源：wind 资讯

整体来看，2015 年以来，房地产调控政策转向，多重政策利好刺激住房需求持续释放，楼市逐步回暖趋势已基本确定。

（4）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。根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2013 年 12 月百城住宅均价为 10,833 元/平方米，同比上涨 11.51%。2014 年以来，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，同比下跌 2.69%，环比下跌 0.92%，连续第 5 个月下跌，环比跌幅扩大 0.33 个百分点，如下图所示。

图 6 2012~2015 年全国百城住宅销售价格指数环比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

2015 年以来，房地产行业受到多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积明显回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 12 月，百城住宅平均价格为 10,980.00 元/平方米，同比增长 4.15%，增速较上年同期增加 6.84 个百分点；环比增长 0.74%。2015 年以来一线城市房价基本保持持续增长态势，且增幅相对较大；二线城市房价自 2014 年 4 月份以来连续 12 个月下跌，2015 年 5 月份开始有所好转，11~12 月份回暖趋势较为明显；三线城市房价自 2014 年至 2015 年 7 月连续下跌，8 月份开始虽有所回升，但回升趋势并不明显。

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，自 2014 年 5 月起持续下跌，而后随着多重宽松政策调增陆续出台和实施，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；同时，不同城市房地产市场价格持续分化。

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。

2014年，20家典型房企销售业绩同比增长18%，增速相比去年同比下降了7个百分点；房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为17.19%和23.15%，分别较上年提高了3.47和4.27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10.51%和13.74%，分别较上年提高了1.89和2.28个百分点，前10名和前20名金额与面积集中度上升幅度均高于前几年。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 前20名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
前10大企业销售额占比	10.75	12.76	13.72	17.19	16.87
前20大企业销售额占比	14.97	17.98	18.88	23.15	22.82
前10大企业销售面积占比	5.78	7.72	8.62	10.51	11.31
前20大企业销售面积占比	7.66	10.38	11.46	13.74	14.62

资料来源：CRIC，中国地产测评中心。

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，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表3 2015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	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
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：国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。

2014年，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。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳

定住房消费。2014年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续2013年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自4月开始陆续放开限购。至年末，限购政策基本放开，全国47个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市未做调整坚持限购。9月底，央行“930新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款申请条件、提高首套自住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后，多个省市纷纷出台公积金调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

表 4 近期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 9 月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014 年 10 月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 3 月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015 年 9 月	央行、住建部、财政部发文再度下调二套房个贷首付比例
2015 年 9 月	央行、银监会发文下调不限购城市首套房个贷首付比例
2015 年 9 月	《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》
2015 年 10 月	习近平主席主持召开中央财经领导小组第十一次会议，发表重要讲话提出“要化解房地产库存，促进房地产业持续发展”
2015 年 10 月	全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策
2015 年 11 月	公积金贷款再度放款，将允许发行住房公积金个人住房贷款支持证券，并可将公积金购买高信用等级固定收益产品；国家住房银行有望推出。
2016 年 2 月	不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点
2016 年 2 月	从 2016 年 2 月 22 日起，对个人购买家庭首套房和改善性住房的，按不同税率减征契税（不适用于北、上、广、深四城市）
2016 年 2 月	国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见中提出，加快落实户籍制度改革政策；并鼓励引导农民在中小城市就近购房

资料来源：联合评级搜集整理

2015 年，中央定调稳定住房消费，密集出台金融信贷政策，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，央行则五次降息降准。经此调整，一年期基准贷款利率下降至 4.35%，均已处于历史地位。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。

2016 年，财政部、国家税务总局、住房城乡建设部三部门联合发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，通知明确规定了最新房产契税政策。新房产契税政策自 2016 年 2 月 22 日起执行。2016 年 2 月 2 日，央行联合银监会发文下调不限购城市购房首付比例。其中，首套房的首付比例原则上最低为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点，同时，对拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的再次购房最低首付款比例调整为不低于 30%。上述政策的实行，有效降低了购房者的购房成本，对楼市需求有刺激作用。

总体看，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涨，2015年底，按Wind资讯整体法¹计算的沪深股票房地产板块资产负债率为76.39%，较2014年底提高了1.84个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，房企融资环境明显改善，百亿房企公司债发行量持续提升，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。以融创为例，其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。

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，

¹Wind 行业内标的公司：（成分股*总负债）/（成分股*总资产）。

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，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，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持续分化，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小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

7. 杭州市房地产发展情况

公司的房地产业务主要集中在浙江省杭州市，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。

经济发展水平

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 16,596 平方公里，辖 9 个区、2 个县，代管 2 个县级市。2015 年，杭州市常住人口为 901.8 万人。

从经济发展情况来看，2015 年，杭州市全市实现地区生产总值 10,053.58 亿元，成为第 10 个 GDP 突破万亿元的城市。按可比价计算，GDP 增长 10.2%，分别高于全国、全省 3.3 和 2.2 个百分点，增速位于副省级以上城市第二。杭州市经济以现代服务业为主，2016 年杭州市服务业增加值增长 14.6%，高于上年 6 个百分点，对 GDP 的贡献达到 74.6%。城乡居民收入方面，全市居民人均可支配收入 42,642 元，增长 8.7%，其中城镇居民人均可支配收入 48,316 元，增长 8.3%，农民人均可支配收入 25,719 元，增长 9.2%。

整体上看，杭州市经济发展态势良好，处于全国前列，有利于房地产企业的发展。

房地产市场情况

近年来，由于杭州市前期土地供应量大，导致房地产市场明显供过于求。根据 Wind 资讯，截至 2014 年底，杭州市商品房可售面积达到 1,189.10 万平方米，库存高企，而 2014 年全年商品房销售量仅为 858.89 万平方米。进入 2015 年，伴随相关政策陆续出台，杭州市房地产市场呈现

明显的去库存趋势。

从房地产开发投资来看，2015年，杭州市完成房地产开发投资2,472.07亿元，增长7.4%，增幅比上年回落16.8个百分点。其中，商品住宅投资1,441.68亿元，增长7.8%；非住宅类投资1,030.39亿元，增长6.9%，增幅较上年分别回落6.5和34.1个百分点。

从施工面积上看，2015年杭州市商品施工面积11,142.68万平方米，增长6.1%，增幅较上年回落6.5个百分点。房屋新开工面积2,029.33万平方米，下降15.8%。其中住宅新开工面积998.79万平方米，下降18.5%；非住宅类新开工面积1,030.54万平方米，下降13.1%。整体上看，杭州市新开工房地产项目面积下降明显。

从商品房销售情况来看，受政策持续放松影响，2015年杭州市新建商品房销售面积1,481.45万平方米，增幅由上年-1.60%转为32.10%，上升33.7个百分点。其中商品住宅销售1,291.64万平方米，增幅由上年-1.90%转为35.90%，上升37.80个百分点。根据杭州市住房保障和房产管理局统计数据，杭州市区（含萧山、余杭，不含富阳）二手住房成交63,477套，增长81.5%；成交面积638.3万平方米，增长85.2%。整体上看，2015年杭州市房地产销售市场明显回暖。受此影响，杭州市2015年去化效果明显。2015年杭州市全市住宅去化1,162万平方米，年末住宅存量约1,090万平方米，去化周期为9个月左右。

此外，杭州市房地产市场在2015年也发生了一些新的变化。2015年，杭州共计成交单价25,000元以上房源11,049套，较2014年上涨了90.99%；25,000元以上房源共计成交591.12亿，较2014年上涨74.93%，反映出目前杭州房地产市场中改善性需求明显上升。

政策层面上看，2016年2月，杭州市政府办公厅下发《关于进一步促进房地产市场健康稳定发展的通知》（以下简称“通知”）。通知对购房条件进一步放宽，包括允许杭州区域外缴纳公积金的购房者，在杭州申请异地公积金贷款、最低首付款比例降到20%等。杭州市政府对当地房地产市场发展持支持态度。

2016年，杭州市房地产库存仍持续去化；截至2016年4月底，根据Wind资讯，杭州市可售商品住宅面积合计963.47万平方米，去化明显，但库存规模仍较大，仍需一定的去化周期。

总体上看，2015年杭州市房地产市场明显回暖，有利于房地产的持续去化。但杭州市目前库存量仍较大，存在一定的去化压力。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司自1996年成立以来，深耕杭州地区，为杭州地区知名房地产企业。公司先后开发“万家花园”、“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。

经过二十余年的发展，公司累计开发建筑面积达1,203.50万平方米，项目开发经验丰富。截至2016年3月底，公司土地储备规划建筑面积达115.21万平方米，土地储备较充足。近年来，公司在深耕杭州地区房地产市场的基础上，不断加快周边三四线城市去化，并重点尝试拓展上海市场，2015年9月，公司联合平安不动产有限公司（以下简称“平安不动产”）成功竞得上海宝山大场地块，土地投资金额达34.65亿元，公司开发项目第一次落地上海。

公司产品在高端精装修、环境营造，以及配套物业服务等方面的优势突出，树立了较好的品牌形象。2005年，公司推出高端项目“金色海岸”，产品结合高端精装修概念、江景与建筑的融

合度、样板房实地营销体验，成为浙江房地产市场精装修高端产品的代表；“金色家园”项目率先将热带风格园林引入杭州地区，获得市场的普遍认可，热带风格园林成为公司项目的标志性景观配置；目前，“武林壹号”项目已成为浙江省最具代表性的豪宅项目。公司在杭州地区商品房的销售金额持续居于前三位，区域竞争力强。

公司秉承“创造生活，建筑家”的专业理念，形成了“品牌为基础、战略为导向、品质为中心、精干高效为手段”的企业核心竞争力。近年来，公司先后获得2013年度杭州市现代服务业先进企业、2014年“新型城镇化十大功勋地产企业”等荣誉。同时，公司连续多年入选由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所及中国指数研究院发布的中国房地产百强企业，2014~2016年，公司分别位居第30位、第29位和第28位，并连续三年位居中国房地产百强企业一盈利性TOP10。

总体看，公司作为一家大中型房地产上市公司，开发经验丰富，产品品质突出，在杭州市场声誉高；公司土地储备充足，且主要分布在杭州、上海等一二线城市，具有较强的区域竞争优势。

2. 人员素质

截至2016年3月底，公司有董事长1人、董事兼总经理1人、其他董事5人（其中独立董事3人）、监事会主席1人、监事2人、常务副总经理2人，副总经理3人。公司董事、监事及高级管理人员均具有较为丰富的从业经验，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况较为熟悉。

公司董事长戚金兴先生，1962年生，硕士研究生学历，高级经济师，工程师。历任杭州市江干区第四建筑工程公司副经理；杭州滨江房屋建设开发有限公司董事长、总经理，杭州滨江房产集团有限公司董事长、总经理、党支部书记；2003年至今任公司董事长、党委书记，兼任杭州滨江投资控股有限公司执行董事。

公司总经理朱慧明先生，1963年生，大专学历，工程师、高级经济师。1988年~1992年任职于杭州市江干区第四建筑工程公司；后历任杭州滨江房屋建设开发有限公司副总经理，杭州滨江房产集团有限公司副总经理；2003年至今任公司董事、总经理。

截至2015年底，公司在职员工3,493人，按照教育程度划分，硕士及以上学历占比1.40%，本科学历占比28.51%，其他占比70.08%；按岗位职责划分，财务人员占比0.63%，行政人员占比1.92%，销售人员占比3.21%，技术人员占比3.72%，物业管理人員占76.35%。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，具有多年行业从业经验和管理经验；公司员工岗位构成和学历构成较合理，能够满足目前经营需要。

五、公司治理

1. 治理结构

公司已根据《公司法》、《证券法》和其他有关法律法规的规定，建立了股东大会、董事会、监事会的法人治理结构，制定了相应的议事规则，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成较为有效的职责分工和制衡机制。

公司设股东大会，股东大会是公司的权力机构，由全体股东组成。股东大会决定公司的经营方针和投资计划，审议批准董事会、监事会的报告，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等重大事项。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由七名董事组成，其中包含3位独立董事。董事会设董事长一名。董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事由股东大会选举或更换，任期

三年。董事任期届满，可连选连任。董事会向股东大会负责，向股东大会报告工作，负责决定公司的经营计划、投资方案、经营计划和投资方案，制订公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等职权。

公司设监事会。监事会由三名监事组成，监事会设主席一名，由全体监事过半数选举产生。监事会包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中设职工监事一名。监事会行使对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见，检查公司财务和对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

公司设总经理一名，副总经理若干名，均由董事会聘任或解聘。总经理每届任期三年，连聘可以连任。总经理对董事会负责，负责主持公司生产经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案等工作。

总体看，公司治理结构规范，能够满足公司日常经营需要，整体运行情况良好。

2. 管理体制

公司根据自身经营管理需要，建立了以分管副总经理为核心的管理制度。其中两名常务副总经理分别分管万家区域公司和海岸区域公司及其营销工作；一名副总经理分管企划部、物业和酒店业务；一名副总经理分管会计核算部、资金管理部和投资部；一名副总经理分管办公室、证券部、资产管理公司、人力资源部和法务部，并设总工程师负责公司的成本管理部 and 研发中心。

对子公司的管理方面，公司对下属子公司采取项目运营资金由总部统一调拨、财务独立核算的方式进行管理。

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》、《资金管理制度》、《工程、广告支出管理制度》、《费用报销、固定资产购置管理制度》、《集团内部往来管理制度》、《财务人员管理制度》、《内部稽核制度》、《会计档案管理制度》、《会计电算化管理制度》等一系列专门的、操作性强的会计制度；同时还建立了持续的财务人员培训制度，让财务人员学习掌握国家最新政策法规，不断提高财务人员知识水平和业务技能素质；公司制定了控制风险的相关规定，对于会计岗位的设置也是贯彻“责任分离、相互制约”的原则；公司同时聘用会计师事务所进行会计报表审计、净资产验证及其他相关的咨询服务等业务，保证公司资产的完整性。

工程管理方面，公司制定了《房地产开发工作大纲》、《招投标管理规定》、《工程管理细则》、《工地现场安全文明施工检查评分表》、《商品住宅质量管理手册》、《工程预决算规定》等工程管理制度。公司以工程质量为第一，形成了建设效率高的、可操作性强的执行规范，保证了公司的开发效率。

销售管理控制方面，公司制定了《销售部内部管理制度》、《房交会管理流程》、《销售事项流程》、《交房流程管理制度》等销售管理制度。公司以“销售服务是房产品质的重要组成部分”为宗旨，强化销售服务的完整性，确保了对客户的服务品质，保证快速的资金回笼速度。

关联交易管理控制方面，公司制定了《关联交易决策度》对关联交易的定义、关联人与关联交易的范围关联、关联交易的审核权限及表决等方面作出了明确规定。对于董事会有判断并实施关联交易的审核权限及表决等方面作出了明确规定。对于董事会有判断并实施交易，若金额在3,000万元人民币以上或者占公司最近经审计净资产5%以上的，必须经二分之一以上独立董事认可。对于应由股东大会表决并授权实施的关联交易，应在关联股东回避的情况下经出席会议股东半数以上表决通过，公司独立董事对该项关联交易的程序及公允性明确发表意见，但经中国证监会批准豁免的除外。

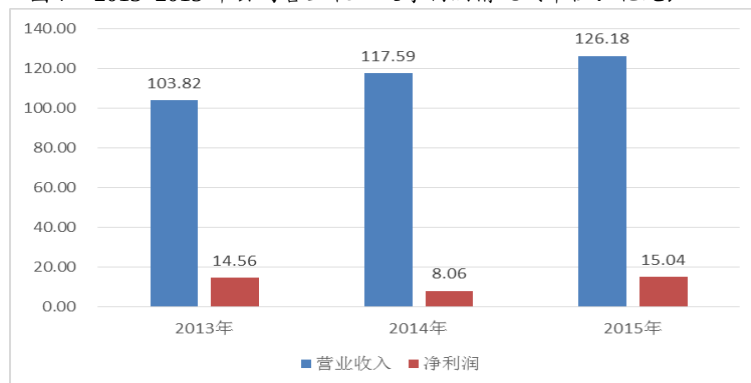
整体上看，公司治理结构清晰、职责划分细致、部门设置完善。

六、经营分析²

1. 经营概况

公司主营业务为房地产开发与销售。2013~2015 年，公司营业收入平稳增长，三年复合增长率为 10.24%，2015 年实现营业收入 120.62 亿元，较上年增加 7.31%，主要系武林壹号 5-7 号楼、金色黎明二期、上虞城市之星、绍兴金色蓝庭等现房销售结转所致；近三年，公司净利润年均复合增长 1.62%，2015 年达到 15.04 亿元，较上年增长 86.58%，主要系 2014 结转项目以刚需盘为主，周转较快，但毛利率较低，从而使公司 2014 年净利润大幅下降，而 2015 年随着市场行情好转，公司金华、绍兴、上虞等地的现房销售状况改观，公司净利润明显上升。

图 7 2013~2015 年公司营业收入及净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司年报，联合评级整理。

从公司营业收入的构成来看，房地产开发业务是公司主要收入来源，近三年占公司营业收入的比例均在 95%以上，2015 年房地产开发业务实现营业收入 120.62 亿元，占当年营业收入的 95.60%，公司主营业务十分突出。此外，公司有部分酒店业和物业服务业形成的收入，2013~2015 年，酒店业收入占比保持在 1.5%左右，规模较小；物业服务业收入占比有所上升，但占比较少，最高为 2015 年的 1.36%。公司其他业务主要是房地产代建业务，近年来公司代建业务发展较快，对公司盈利形成有利补充。

毛利率方面，公司近三年整体毛利率呈波动上升趋势，分别为 30.45%、22.50%和 32.27%，其中 2014 年毛利率下降较多主要系当年公司房地产开发业务结转项目以快周转刚需盘为主，毛利率较低，而 2015 年伴随市场行情好转，公司现房销售毛利率有所回升，从而拉动公司综合毛利率回升。公司酒店业务毛利率基本稳定，保持在 45%左右；公司物业服务业毛利率不断上升，分别为 15.91%、16.62%和 16.68%，呈上升趋势；此外，公司代建业务为服务输出，相关成本很低，毛利率处于很高水平，2015 年为 73.73%。总体上看，公司综合毛利率有所波动，但仍处于较高水平。

² 除土地储备部分外，公司提供的经营分析其他部分所涉及的项目开发、销售数据均为合并报表口径。

表 5 公司近三年营业收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务板块	2013 年			2014 年			2015 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
房地产开发	99.98	96.30	30.02	113.47	96.50	21.50	120.62	95.60	31.57
酒店业	1.65	1.59	45.04	1.61	1.37	44.32	1.71	1.36	45.86
物业服务业务	0.99	0.95	15.91	1.28	1.09	17.27	1.72	1.36	16.68
其他	1.20	1.16	58.22	1.22	1.04	91.60	2.12	1.68	73.73
合计	103.82	100	30.45	117.59	100.00	22.50	126.18	100.00	32.27

资料来源：公司审计报告

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 47.25 亿元，实现净利润 5.96 亿元，分别占 2015 年全年的 37.45%和 39.66%，经营状况良好。

总体看，公司主营业务平稳发展，酒店、物业服务业务和代建业务均发展良好，对公司主营业务形成有利补充；公司毛利率保持在较高水平，经营状况较好。

2. 房地产开发业务

公司房地产业务的经营模式主要包括自主开发和合作开发，其中合作经营项目主要由公司负责全程开发管理等。公司目前合作开发企业包括绿城中国控股有限公司、三花控股集团有限公司和平安不动产等。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。

在产品线上，公司根据需求特点，形成了高周转和高端精装修两大产品系列。高周转产品主要满足刚性购房需求，通过快速开发销售保障整体开发量和资金快速回笼；高端精装修产品主要面向改善性住房需求，项目选择相对稀缺地块，配套高附加值的精装修，较高的毛利水平能够提升公司的盈利能力。在两大产品系列的基础上，公司根据装修标准进一步细分产品种类，已建立涵盖“A+、A、B+、B、C”³五个类型的产品标准化体系，能够满足市场的多层次需求。公司产品要求为“毛坯不毛，精装更精”，其高品质住宅在杭州获得很高的美誉度。

（1）土地储备

房地产项目开发的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是实现预期收入和利润最为重要的环节。

从土地储备的具体流程来看，公司拿地过程分为三个阶段，第一阶段为土地监察及筛选阶段，公司企划部土地拓展人员定期监察监测地方政府发布的关于土地公开招标、拍卖或挂牌出让的公告，并与房地产代理商、经纪商等保持良好关系以获取二级市场上合适地块的出让信息。在发现合适地块的出让信息后，土地拓展人员将根据前期调研情况完成《地块概况表》，并向公司领导进行汇报。第二阶段为项目可行性研究及决策阶段。经公司领导初步筛选需要深入调研的地块，企划部对相关地块进行可行性研究并完成《可行性研究报告》，其内容包括但不限于地理位置及地块规模；当地人口、购买力、目标客户需求及地块所在区域的预期增长情况；当地交通设施和基础设施配套情况；预计开发成本及时间；预期的财务回报；当地竞争环境；政府针对该地块及其周边区域的发展计划；产品定位等。项目的《可行性研究报告》将提交至公司的投资决策小组，

³ A+产品：以武林壹号、湘湖壹号为代表的国际一流精装修住宅。A类产品：以城市之星为代表的国内一流精装修住宅。B+类产品：以金色黎明、曙光之城为代表的高品质毛坯住宅（石材或铝板立面）。B类产品：以万家花城、万家星城为代表的高品质毛坯住宅（面砖立面）。C类产品：以绍兴翡翠园、普福公寓三、四期为代表的代建系列住宅。

投资决策小组将综合考量各方面因素，最终形成项目的投资决策。最后，对于决策通过的地块，公司相关部门根据项目的类型，分别采取参与竞标（招、拍、挂）或对外签订合作协议的形式执行公司决策。

从开发成本的构成来看，由于公司产品线分为高周转和高端精装修两大产品系列，导致建安成本在开发成本中的占比各不相同，无明确比例数据。

从购地策略上看，2013年开始，公司不断强调加快三四线城市去化，不再深入开发浙江省三四线城市项目；对于三四线城市合适优质项目，公司谨慎决策并采取快速开发去化的策略。公司近三年新增项目主要分布在杭州和平湖地区，同时在2015年积极拓展上海地区业务。具体来看，近三年，公司分别成功竞得3块、5块和7块土地，公司拿地计容规划建筑面积分别为50.43万平方米、52.98万平方米和104.30万平方米，合计207.72万平方米；土地成本支出分别为67.65亿元、11.77亿元和73.74亿元。从楼面单价来看，2013年，公司拿地区域均分布在杭州地区，土地均价处于较高水平；2014年，在市场不景气的情况下，公司仅在平湖⁴地区取得部分储备，由于该地区地块楼面单价较低，故公司当年取得土地支出较少；2015年，除杭州与平湖外，公司通过与平安不动产合作首次开拓上海地区业务，该项目由公司与平安不动产共同投资成立项目公司上海滨安房地产开发有限公司（以下简称“滨安地产”）合作开发，公司持有滨安地产30%的股权，平安持有滨安地产70%的股权；双方按同股同权的原则，按股权比例分享收益，该项目由公司操盘，公司向项目公司收取管理费。由于2015年公司在上海地区取得的该地块楼面价较高，拉动公司楼面均价上升。

表 6 公司近三年拿地情况（单位：亿元，万平方米，元/平方米）

获得时间	地块数量	获得价格	计容规划建筑面积	楼面均价
2013 年	3	67.65	50.43	13,412.66
2014 年	5	11.77	52.98	2,221.63
2015 年	7	73.74	104.30	7,069.78
合计	15	153.15	207.72	--

资料来源：公司提供

注：该表格中数据包括非并表数据。

截至 2016 年 3 月底，公司尚有未开发的土地计容规划建筑面积合计 115.21 万平方米，分布在上海、杭州和平湖；其中按照权益比例计算的计容规划建筑面积为 40.38 万平方米，规模不大。考虑到上海房地产市场存在刚性需求，杭州房地产 2015 年以来明显复苏，平湖项目楼面价较低，且万家花城销售情况良好，公司所拿地块对公司发展可形成良好支持。

表 7 截至 2016 年 3 月底公司尚未开发的土地储备情况（单位：平方米，元/平方米，%）

序号	项目名称	项目所在地	土地取得时间	物业类型	占地面积	计容规划建面	楼面价	尚未开发的建筑面积	享有权益	是否并表
1	公园之星	上海	2015 年 9 月	住宅	60,249.8	120,499.6	28,755.28	120,499.6	30	否
2	东方星城	杭州	2015 年 2 月	途为住宅（设配套公建）	48,780	126,828	10,109.91	126,828	30	是
3	江南之星	杭州	2015 年 10 月	住宅（含商业配套）	90,600	253,680	7,530.94	253,680	33	否

⁴ 平湖市是嘉兴市辖区之一，靠近上海金山区，位于杭州市与上海市之间，地理位置较好。

4	万家花城(平湖G1 地块)	平湖	2015 年 4 月	商住	32,772	97,988.28	1,286.79	97,988.28	35.1	是
	万家花城(平湖G2 地块)	平湖		商住	50,739	151,709.61	1,286.80	151,709.61		
	万家花城(平湖F2-1 地块)	平湖	2015 年 6 月	住宅	38,286.6	109,116.81	1,297.88	109,116.81		
	万家花城(平湖F2-2 地块)	平湖	2015 年 6 月	商服、住宅	64,260.8	183,143.28	1,381.10	183,143.28		
5	锦绣之城	杭州	2016 年 2 月	住宅(设配套公建)	36,383	109,149.00	18,924.27	109,149	51	是
合计					422,071.20	1,152,114.58	--	1,152,114.58		

资料来源：公司提供

注：该表格中数据包括非并表数据。

总体上看，公司土地储备质量良好，主要分布在杭州、上海及平湖地区；公司近年加大合作开发力度；相对于公司每年开发面积，公司土地储备规模能够支撑公司未来几年发展。

(2) 土建工程和原材料采购

公司建筑原材料包括土建、装修、园林和材料。公司产品已基本实现标准化，公司主要通过招投标的方式进行集中采购，由总经理负责、常务副总经理参与并成立专门的招标小组进行审核确定，同时，公司制定了《招投标管理制度》、《工程造价管理制度》等规范文件，对采购行为进行管理。由于公司对品质要求高，经过历年合作，公司形成了比较稳定的合作单位，与供应商达成战略合作。该模式下，一方面可将采购成本压缩 10%左右，但也使得公司供应商集中度较高。具体来看，供应商方面，除园林景观只有一家供应商外，其他项目均有约 4~5 家供应商，均为浙江及全国知名企业。

土建工程

公司主要主体建筑供应商为浙江省知名的大型建筑承包商，与公司建立了稳定的业务合作关系，公司土建工程均由该五家建筑承包商承担。该方式有利于提高施工效率，减少无效投入，降低工程成本；施工方更了解公司的产品体系，能够较好地保证产品品质；但也导致公司采购集中度高。2015 年，公司对第一大建筑承包商浙江城投建设集团有限公司的采购金额为 4.78 亿元，占同类业务的比例 30%；公司前五大建筑承包商包揽了公司全部建筑供应业务，采购金额合计 15.86 亿元，集中度很高。

表 8 截至 2015 年底公司建筑承包商集中度情况（亿元，%）

序号	公司名称	发包金额	占当期同类发包量比重
1	浙江城投建设集团有限公司	4.78	30.00
2	杭州中豪建设工程有限公司	3.62	23.00
3	浙江杰立建设集团有限公司	3.37	21.00
4	浙江杭州湾集团有限公司	2.93	19.00
5	杭州通达建设集团有限公司	1.16	7.00
合计		15.86	100

资料来源：公司提供

工程结算方面，公司对总包方按照进度进行结算，各节点支付工程量的 80%左右，竣工决算后支付到 95%，剩余 5%的质保金，一般 2 年左右付清。

施工单位质量控制方面，公司制定了《供方与招标管理程序》及《工程管理程序》等规定，

以合同约定的质量标准为依据，对施工单位的进度控制、项目控制进行核查，对各类施工过程资料的全面性和准确进行抽查，并在各分部项工程完毕后进行质量检查。如出现重大质量、安全事故或者严重滞后合同工期，项目公司将发出整改通知单，严重影响工程正常进行的将上报分管副总审定是否与该供方终止合同。

材料采购

在材料采购方面，土建工程总包模式下，公司对混凝土和钢筋采用甲指乙供的方式；对于毛坯项目，相关电梯等设施和设备由公司进行甲供，其他材料采用甲指乙供的方式进行；对于精装修项目，室内所需的橱柜、家电、卫浴、石材等均为甲供方式。

在材料供应商的选择上，公司根据工程项目的要求，收集有关物资供应商提供的资料，了解供应商的资质、社会信誉、生产能力和质量保证能力，查阅所供，物资的材质证明、合格证书、检测试验报告、价格等有关资料，分类建立供应商信息档案，并对其进行评价、汇总填入《材料供方单位评价表》，并编制《合格供方名册》。

材料质量控制方面，公司下属各项目公司对各类材料（设备）的实际供应情况进行日常考核，填写《日常供货记录》，报项目公司经理，由项目经理审核，并在工程完成后根据监理公司抽检合格率、质保资料、履约情况、服务态度、使用情况等对供应商进行考核。

材料采购结算方面，公司主要按照相关材料到位进度进行结算。

园林采购及精装修

园林采购方面，公司注重项目园林景观，通过多年合作经验，目前园林采购供应商仅一家，即上市公司棕榈园林股份有限公司；同时，公司采购方式比较简单，一般采用包干价的方式；结算方面则采用进度款的方式，支付工程量的 80~95%，剩余为质保金。

精装修施工方面，公司主要与四家装修公司进行合作，分别为浙江绿城装饰工程管理有限公司、浙江亚厦装饰股份有限公司、杭州通达建设集团有限公司和上海大华装饰工程有限公司。

表 9 截至 2015 年底公司装修采购集中度情况（亿元，%）

序号	公司名称	金额	占比
1	浙江绿城装饰工程管理有限公司	2.15	60.06
2	浙江亚厦装饰股份有限公司	0.89	24.86
3	杭州通达建设集团有限公司	0.26	7.26
4	上海大华装饰工程有限公司	0.28	7.82
	合计	3.58	100.00

资料来源：公司提供

整体上看，公司建立了完善的质量控制体系，对产品品质的控制能力较强；同时由于采用集中采购、战略合作的方式，公司供应商比较稳定，但集中度高。

（3）项目开发情况

公司项目开发通过总公司和区域公司的两级构架进行管理，区域公司包括万家区域公司和海岸区域公司。其中万家区域公司主要定位为刚需住宅，海岸区域公司主要定位为高端精装住宅。房地产项目开发的前期准备由总公司进行，待项目进入后期建设阶段转由区域公司进行管理。区域公司负责具体房产项目的开发管理，确保项目开发品质和建设进度，合理控制成本。区域公司下设项目工程部、项目财务部、项目前期部、项目采购部，涵盖了从具体项目前期规划设计、到工程建设管理、会计成本核算以及部分采购的工作。

公司对项目质量的管理较为先进。公司以 ISO9001 管理制度为质量控制先决条件，导入

ISO9001:2010 质量管理体系，结合公司多年房地产项目开发经验，编制了统一的质量手册以及配套程序，内容涵盖了开发设计、工程管理销售交付等房产项目所有环节。

从公司房地产开发建设情况看，2013~2015 年，公司房地产开发新开工面积保持在较稳定水平。2015 年，公司新开工面积 40.23 万平方米，较上年下降 6.92%。近三年，随着项目建设进度推进，公司竣工面积呈增长趋势，2015 年公司竣工面积较大，为 62.58 万平方米。近三年，公司期末在建面积呈下降趋势，2015 年公司期末在建项目为 207.36 万平方米，规模较大。

表10 2013~2016年3月公司主要开发数据情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
新开工面积（万平方米）	36.19	43.22	40.23	--
竣工面积（万平方米）	39.55	48.70	62.58	--
期末在建面积（万平方米）	235.19	229.71	207.36	207.36

资料来源：公司提供

注：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。

公司深耕杭州地区，以期在熟悉的市场中进行运作开发，降低成本、加快开发节奏，并保证较高的利润空间。从城市分布上看，公司持有的项目主要集中在杭州地区，此外公司有少部分项目在平湖、金华地区。截至2016年3月底，公司持有在建在售项目9个，总投资合计394.80亿元，已投资292.91亿元，尚需投资101.89亿元。由于公司合理把握开发与销售的节奏，且公司武林壹号等精装修项目售价较高，截至2016年3月底，公司已回笼资金合计239.86亿元。此外，截至2016年3月底，公司持有已竣工8个，总投资合计209.32亿元，已回笼资金292.26亿元。虽公司2015年新增尚未开发项目规模较大，尚未开发项目计容规划建筑面积超过100万平方米，但公司采用合作开发方式居多，综合来看，公司未来资金支出压力不大。

表 11 截至 2016 年 3 月底公司在售项目基本情况（单位：%、亿元、万平方米、万元/平方米）

	序号	项目名称	持股比例	总投资	截至2016年3月底 已投资情况	计容规划建筑面积	已回笼 资金
开 发 在 售 项 目	1	武林壹号	50	110.76	87.72	33.4	108.83
	2	湘湖壹号	50	59.47	42.00	23.89	28.56
	3	华家池	51	72.13	52.48	18.9	30.40
	4	西溪明珠	100	23.20	22.74	7.01	6.46
	5	金色江南	100	13.84	13.13	9.69	16.34
	6	萧山东方海岸	50	25.18	17.93	21.85	10.10
	7	千岛湖东方海岸	100	19	11.08	19.2	7.37
	8	平湖万家花城项目	35.1	46.67	25.85	93.08	12.48
	9	衢州月亮湾	100	24.55	19.98	25.53	19.32
		小计	--	394.8	292.91	252.55	239.86
已 竣 工 在 售 项 目	1	上虞城市之星	100	18.00	17.60	26.48	19.58
	2	衢州春江月	100	9.59	9.59	13.69	12.96
	3	绍兴金色兰庭	100	10.56	10.56	10.48	9.64
	4	金华金色兰庭	100	17.01	17.01	15.47	17.59
	5	万家星城	100	58.14	58.14	49.87	91.30
	6	城市之星	100	54.41	54.41	22.51	90.41
	7	金色黎明二期	51	21.73	21.73	14.23	25.82
	8	金色黎明三期	51	19.88	19.88	14	24.96
		小计	--	209.32	208.92	166.73	292.26

资料来源：公司提供

总体上看，公司合理把握在建与销售的节奏，回笼资金充足；公司在建项目区域分布集中在

杭州、平湖等地区；公司在建项目规模较大，但资金支出压力不大。

（4）项目销售情况

由于公司深耕杭州地区，对当地市场很熟悉，项目销售以自销为主，而外地项目则部分采用代理方式。公司自销方式下，支付销售人员的销售提成大概在0.2%左右。

公司管理比较扁平化，年初会对每个项目下达销售考核指标、资金回笼指标，业绩考核需综合该两项进行。在项目定价方面，各项目公司会根据调研、客户的接待情况，分析定价策略，并报董事会；董事会据此确定价格指标；根据市场行情，项目公司可能进行微调。

近三年，公司签约销售情况受到国内房地产行业整体波动影响，签约销售面积和销售金额呈波动增长态势；伴随 2015 年房地产市场景气度回升，公司签约销售情况大幅提升，2015 年公司签约销售面积和金额分别达 77.93 万平方米和 160.38 亿元，均较上年明显增长。签约均价上看，公司房屋销售平均价格也呈波动下降态势，由 2013 年的 21,476.35 元/平方米小幅下降至 2015 年的 20,580.34 元/平方米，主要系 2015 年公司签约销售项目中包括较大规模的绍兴、金华、上虞等刚需盘项目所致。

表12 2013~2016年3月公司项目销售情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
签约销售面积（万平方米）	48.77	49.48	77.93	37.66
签约销售金额（亿元）	104.74	94.21	160.38	94.43
签约销售均价（元/平方米）	21,476.35	19,040.24	20,580.34	25,074.35
结转收入面积（万平方米）	49.18	45.99	47.52	18.58
结转收入（亿元）	99.98	112.56	119.49	47.25

资料来源：公司提供

截至2016年3月底，公司项目可售面积合计407.85万平方米，总待售面积137.70万平方米；其中已取得预售证面积合计302.32万平方米，已售面积合计270.15万平方米，已取得预售证尚未销售面积合计32.17万平方米；其中，公司分布在上虞、衢州、绍兴、金华等地的竣工项目基本已售完，仅剩部分尾盘。整体上看，公司主要待售项目分布在杭州和平湖地区，规模较大，仍面临一定的去化压力。

表 13 截至 2016 年 3 月底公司在售项目基本情况（单位：%、万平方米、万元/平方米）

	序号	项目名称	权益比例	计容规划建筑面积	可售面积	累计已售面积	销售单价
在开发 在售项目	1	武林壹号	50	33.4	33.07	17.23	6.51
	2	湘湖壹号	50	23.89	23.65	8.4	3.60
	3	华家池	51	18.9	18.71	7.14	4.76
	4	西溪明珠	100	7.01	6.94	2.34	3.27
	5	金色江南	100	9.69	9.59	9.29	1.68
	6	萧山东方海岸	50	21.85	21.63	11.32	1.25
	7	千岛湖东方海岸	100	19.2	19.01	8.58	0.86
	8	平湖万家花城项目	35.1	93.08	92.15	36.84	0.74
	9	衢州月亮湾	100	25.53	25.27	23.67	0.82
		小计	--	252.55	250.02	124.81	--
已竣工 在售项目	1	上虞城市之星	100	26.48	18.71	18.07	1.04
	2	衢州春江月	100	13.69	13.56	13.49	0.91
	3	绍兴金色兰庭	100	10.48	10.38	8.55	1.15
	4	金华金色兰庭	100	15.47	15.34	14.16	1.27
	5	万家星城	100	49.87	49.38	42.59	2.17
	6	城市之星	100	22.51	22.51	22.51	4.03
	7	金色黎明二期	51	14.23	14.09	13.36	1.86
	8	金色黎明三期	51	14	13.86	12.61	2.01
		小计	--	166.73	157.83	145.34	--

资料来源：公司提供

总体上看，公司销售方式主要以自销为主；近三年，公司销售情况受到行业波动影响，但2015年明显回升；目前公司主要待售项目集中在杭州等地，规模较大，仍需面临一定的去化压力。

3. 代建业务

近年来，公司开始实施轻资产运营模式，依托房地产主业的品牌优势积极发展代建业务，先后参与承建普福农转非安置房、牛田地块农转非安置房等政府项目。公司逐步将代建业务拓展至商品房开发代建，先后与绍兴、杭州地区的房地产开发商签订了代建管理协议。

在代建业务模式下，投资商筹集项目所需开发资金，拥有项目开发中的投资决策权、监督权、建议权和知情权，享有项目的投资收益，并承担项目投资风险；公司则派出专业人员全权负责项目开发的整体管理和操盘，负责包括项目前期管理、规划设计管理、工程营造管理、成本管理、营销管理、竣工交付管理等开发环节的全过程管理，通过输出品牌和专业化管理能力与投资商合作，在帮助投资商提升产品价值的同时以轻资产的模式收取稳定的代建管理费用。

公司对代建业务合作方进行严格的筛选，以“不熟悉的产品不做，不熟悉的区域不做，法人信誉不好的不做”为原则，对投资方的资金实力、信用记录、项目区域分布、项目改造空间等方面进行筛选。

公司对于代建项目一般按工程进度和销售收入提取一定比例的代建管理费用。总体上看，公司代建费收入在代建项目销售收入中的占比在 3%~6%左右。2013~2015 年，公司代建业务分别实现营业收入 0.38 亿元、1.20 亿元和 2.10 亿元，呈现快速发展的态势。

表 14 2013~2016 年 3 月代建项目情况（单位：个，亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
新增代建项目数量	1	2	4	0
新增代建项目金额	2.09	1.89	2.53	0
代建项目确认收入金额	0.38	1.20	2.10	0.17
期末在售代建合同金额	5.43	5.63	6.06	5.89

资料来源：公司提供

总体上看，公司代建项目可为公司收入形成一定补充；但由于公司代建项目主要为品牌输出，如若代建项目出现工程和产品质量问题，将对公司的声誉、品牌与市场形象造成不利影响。

4. 酒店、物业服务业务

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。2013~2015 年，公司酒店业收入分别为 1.65 亿元、1.61 亿元和 1.71 亿元，营业情况平稳。

杭州友好饭店有限公司地处杭州市中心，毗邻西湖景区，位于杭州平海路 53 号。该酒店于 1986 年 10 月起营业，为涉外四星级酒店。该酒店总建筑面积为 18,306 平方米，客房数量 229 间。2013~2015 年，该酒店入住率基本保持在 80% 左右，入住率较高；但客房均价呈小幅下降趋势。公司将杭州友好饭店计入固定资产科目，账面价值为 2,583 万元。2015 年，该酒店实现收入 8,248 万元。

杭州千岛湖滨江希尔顿度假酒店位于千岛湖辉照山，为希尔顿酒店管理集团运营管理的五星级酒店。该酒店总建筑面积为 54,590.08 平方米，客房数量 348 间。该酒店于 2011 年 7 月起营业。2013~2015 年，该酒店入住率略有波动，维持在 45%~50% 之间；受益于千岛湖旅游业的发展，该酒店客房均价呈上升趋势。公司将其计入固定资产科目，截至 2015 年底，其账面价值为 2.21 亿元。2015 年，该酒店实现收入 8,944 万元。

表 15 2013~2016 年 3 月公司酒店经营情况（单位：%、元/间/天，万元）

酒店名称	项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
杭州友好饭店	入住率	82	80	81	75
	客房均价	576	551	538	505
	营业额	8,170	7,798	8,248	1,905
杭州千岛湖希尔顿酒店	入住率	49.75	46.91	48.16	34.20
	客房均价	867.67	959.13	1,030.93	761.73
	营业额	8,404	8,434	8,944	1,318

资料来源：公司提供

此外，公司物业管理业务经营主体为杭州滨江物业管理有限公司（以下简称“滨江物业”）。滨江物业具备国家一级资质物业管理资质，主要负责公司开发项目的后续物业服务。滨江物业的服务模式包括公共性服务、个性化服务和物业资产管理服务，已建立根据服务对象提供的差异化的服务标准、优质的物业服务，为公司房地产开发和销售提供了较强支持。2013~2015 年，公司物业管理业务实现收入分别为 0.99 亿元、1.28 亿元和 1.72 亿元，呈增长态势，主要系随着公司项目完成，物业业务规模扩大所致。

总体上看，公司酒店、物业服务业务经营状况良好，可为公司盈利提供一定补充；此外，公司将酒店资产均计入固定资产，增值空间较大。

5. 经营效率

2013~2015 年，受存货波动增长、营业成本增长幅度较大影响，公司存货周转率波动上升，公司存货周转率分别为 0.23 次、0.29 次和 0.27 次；受此影响，公司流动资产周转率分别为 0.28 次、0.32 次和 0.34 次；伴随收入规模增长，公司总资产周转率小幅提高，分别为 0.27 次、0.30 次和 0.31 次。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），受公司存货规模较大影响，公司存货周转率一般；公司流动资产周转率和总资产周转率处于平均水平。

表16 2015年房地产开发类上市公司经营效率指标（单位：次）

证券代码	证券简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
600048.SH	保利地产	0.30	0.30	0.29
000002.SZ	万科 A	0.41	0.36	0.33
1109.HK	华润置地	0.40	0.40	0.29
2007.HK	碧桂园	0.60	0.49	0.36
3380.HK	龙光地产	0.36	0.33	0.29
3883.HK	中国奥园	0.24	0.25	0.22
002244.SZ	滨江集团	0.27	0.30	0.28

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind 资讯。

总体看，与行业中具有较高市场地位的可比企业进行比较，公司经营效率处于正常水平。

6. 重要事项

非公开发行股票

2016年3月，公司以6.76元/股非公开发行A股股票，发行数量为40,744.39万股，募集资金总额为275,432.07万元，募集资金净额为272,121.37万元，分别由深圳平安大华汇通财富管理有限公司、兴业财富资产管理有限公司、财通基金管理有限公司、华龙证券股份有限公司认购，认购股份数量分别为8,284.00万股、12,425.35股、7,609.00股、12,426.04股。

公司非公开发行股票募集资金将主要用于千岛湖东方海岸项目（4亿元）、衢州市月亮湾项目（1.50亿元）、萧山东方海岸项目（4.50亿元）、华家池项目（13.00亿元）及偿还银行借款（5.00亿元）。

总体上看，公司本次成功进行非公开发行股票，有利于充实资本，并支持公司项目开发。

海外投资事项

公司于2015年2月13日与（美国）DARGEY DEVELOPMENT, LLC签订投资意向协议。根据意向协议的约定，公司拟合计投资6,000万美元参与位于西雅图的3处物业的开发，该3处物业由DARGEY DEVELOPMENT, LLC及其关联方投资开发。

2015年5月16日，公司全资子公司上海滨顺公司与POTALA TOWER SEATTLE, LLC、PATH OTHELLO, LLC、POTALA SHORELINE, LLC正式签署认购协议，并在报告期内完成了全部的承诺投资。

其中，POTALA TOWER SEATTLE, LLC从事位于华盛顿州金郡西雅图市第4大道2116号的多用途物业项目开发。该项目为一幢41层建筑，开发完成后将包括一家拥有142间房间的精品酒店和339套住宅公寓。该处物业预计总投资1.88亿美元。公司投入3,000万美元的股权投资，享受20%的初始投资人股权权益。

PATH OTHELLO, LLC从事位于华盛顿州金郡西雅图市奥赛罗南街和马丁路德金南大道西南角的多用途公寓物业项目开发，包括490套公寓单元。该处物业预计总投资1.1亿美元。公司投入1,500万美元的股权投资，享受27.5%的初始投资人股权权益。

POTALA SHORELINE, LLC从事位于华盛顿州金郡海岸线市第155大道北900-904号和奥罗拉大道北15555-15565号的多用途公寓物业项目开发，包括309套公寓单元。该处物业预计总投资7,000万美元。公司投入1,500万美元的股权投资，享受40%的初始投资人股权权益。

但目前，该三个公司因为美国项目公司及项目公司的合资股东涉及美国SEC诉讼案而被法院冻结，公司正在进行关于Tower项目的重组事宜以及其他两个项目投资撤销事宜的商讨。

总体上看，由于三项项目尚未使用公司投入资金，因此公司承担损失的可能性不大，据此，公司未对相应的可供出售金融资产计提减值准备等；但考虑到海外投资的复杂性、不可控性，公司仍面临一定的海外投资风险。

7. 经营关注

公司项目分布比较集中，存在一定的业务区域集中的风险

虽公司近年来曾拓展杭州周边地区市场，目前力图拓展上海市场；但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。

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。

权益土地储备面积规模一般，可持续发展能力有待提高

公司加大力度采用合作开发方式获取新项目，截至2016年3月底，公司土地储备中按照公司权益比例计算的计容规划建筑面积规模一般，可持续发展能力有待提高。

代建业务风险

2015年公司代建业务实现营业收入2.10亿元，根据公司提出的“4-4-2”战略，即自有业务占40%、合作业务占40%、商业代建业务占20%以内，未来公司代建业务有较大发展空间。但考虑到代建项目由公司全程主导并进行全面管理，并冠以公司品牌。在品牌输出过程中，若代建项目出现工程和质量问题、委托方资金筹措出现问题，或消费者误将应由委托方承担的责任转移给公司，均可能会对公司的声誉、品牌与市场形象造成不利影响。

8. 未来发展

作为杭州地区主要本地上市房地产企业，公司未来五年的战略为打造“实力滨江”，不仅包括经济实力，也包括品牌实力、管理实力、控制实力、服务实力等在内的综合实力。

具体来看，未来五年公司目标是保持250亿元左右销售，不低于200亿元；加大在上海投资；并继续保持杭州前三的市场地位；加快三四线城市的库存去化。同时，公司在未来的业务标准和业务控制上，坚持“4-4-2”战略，即自有业务占40%、合作业务占40%、商业代建业务控制在20%以内。

2016年，公司的具体目标为销售额确保200亿，争取达到250亿；计划新增土地储备额度80亿元，新增代建项目2-3个。在具体工作上，公司坚持“一个中心，三个突破”，即继续保持以销售为中心，实现“时间突破、品牌突破、金融投资突破”。

一为时间突破，即在保持管理、成本控制、服务、品质的优势下加快开发速度。二为品牌突

破，即公司通过 13 年的品质建设、8 年的标准化管理，从细节服务、行业认可度、客户美誉度都有了极大提高，2016 年公司定位要做浙江名牌，创中国的名牌。三为金融投资突破，即在保持房地产主业平稳发展基础上，加大金融投资力度，做到以房地产为主，服务业、金融投资“一体两翼”均衡发展。目前，公司已经逐步组建形成了三支金融投资团队，在整个投资领域中涵盖了一级、一级半、二级市场，投资周期长、中、短结合；2016 年投资规模计划在 20~60 亿元，投资方向上主要涵盖大健康、环保、文化、工业 4.0 等方向。

总体上看，公司发展战略明确，有利于公司未来保持快速健康发展。

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，均出具了标准无保留意见的审计报告；公司2016年一季度财务报告未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

从合并范围变化来看，随着经营规模的扩大，近三年公司合并报表范围有所变化；但主要系新设房地产公司，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。

表 17 2013~2015 年公司合并范围变化情况

序号	名称	变动时间	方向	变动原因
1	杭州滨江南部房地产开发有限公司	2013 年	新增	新设
2	杭州滨江盛元海岸房地产开发有限公司	2013 年	新增	新设
3	杭州滨江商博房地产开发有限公司	2013 年	新增	新设
4	上虞市创恒实业投资有限公司	2013 年	减少	出售
5	上虞亚厦金色家园置业有限公司	2013 年	减少	出售
6	杭州千岛湖滨江房地产开发有限公司	2013 年	减少	注销
7	平湖滨江房地产开发有限公司	2014 年	新增	新设
8	杭州滨润房地产开发有限公司	2015 年	新增	新设
9	上海滨顺投资管理有限公司	2015 年	新增	新设
10	滨江（香港）有限公司	2015 年	新增	新设
11	BinShun Limited Liability Company	2015 年	新增	新设
12	Binjiang Limited Partnership	2015 年	新增	新设
13	Binjiang Othello Corp	2015 年	新增	新设
14	Binjiang Shoreline Corp	2015 年	新增	新设
15	Binjiang Tower Corp	2015 年	新增	新设

资料来源：公司年报

截至2015年底，公司合并资产总额422.30亿元，负债合计312.95亿元，所有者权益（含少数股东权益）109.35亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计87.65亿元。2015年，公司实现营业收入126.18亿元，净利润15.04亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为10.03亿元；经营活动产生的现金流量净额为80.49亿元，现金及现金等价物净增加额16.98亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 492.41 亿元，负债合计 349.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益）142.90 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 118.68 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 47.25 亿元，净利润（含少数股东损益）5.96 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.84 亿元；经营活动产生的现金流量净额 37.25 亿元，现金及现金等价物净增加额 51.14 亿元。

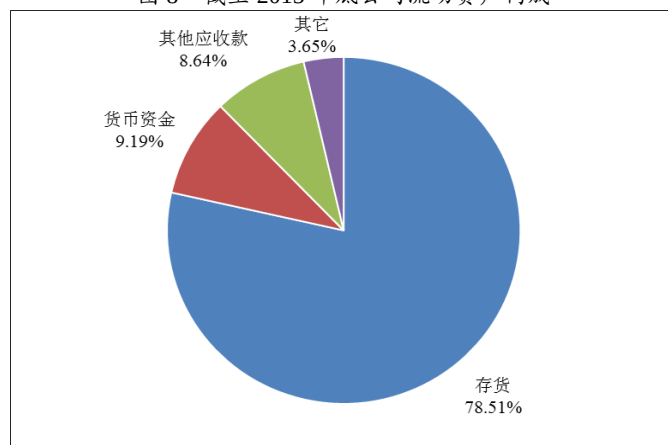
2. 资产质量

2013~2015年，公司资产总额呈逐年上升态势，年均复合增长3.31%；截至2015年底，公司资产总额为422.30亿元，较年初增加10.42%，主要系货币资金和投资性房地产增加所致。其中流动资产占92.09%，非流动资产占7.91%。公司资产构成以流动资产为主，符合房地产开发企业的特征。

流动资产

2013~2015年，公司流动资产年均复合增长1.70%，呈波动增长态势，主要系货币资金、预付款项和其他应收款增长所致。截至2015年末，公司流动资产合计为388.91亿元，主要由货币资金（占9.19%）、其他应收款（占8.64%）和存货（占78.51%）构成。

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，公司货币资金年均复合增加32.60%，呈波动上升趋势。截至2015年底，公司货币资金合计35.75亿元，较年初增长90.46%，主要系公司加快去库存，现金回笼迅速增长所致。公司货币资金主要由银行存款（占99.65%）构成；其中，使用权受限的货币资金共计0.11亿元，主要为代建项目保函保证金，占货币资金总额的0.20%，占比不高。

2013~2015年，公司其他应收款复合增长78.61%，呈波动上升态势。截至2015年底，公司其他应收款为33.61亿元，较年初增长2847.16%，主要系对联营、合营企业按公司持股比例提供除注册资本外的项目投入款以及对项目公司的财务资助款增加所致。从账龄上看，公司1年以内的其他应收款占比2.71%，计提坏账比例为5.00%；1至2年的占比0.94%，计提坏账比例为10.00%；2至3年的占比0.49%，计提坏账比例为20.00%；3年以上的占比0.94%，计提坏账比例为80.00%。截至2015年底，公司计提坏账准备1.08亿元，计提比例为3.10%，计提较为充分。截至2015年底，公司其他应收款金额前六名合计占当期其他应收款余额的比例为96.71%，集中度高，详见下表。

表 18 2015 年底公司其他应收款集中度情况（单位：亿元，%）

名称	款项性质	余额	账龄	占其他应收款 余额的比例
绿城房地产开发集团有限公司	拆借款	18.54	1 年以内	53.46
上海滨安房地产开发有限公司	拆借款	10.40	1 年以内	29.99
杭州京滨置业有限公司	拆借款	3.22	1 年以内	9.28
杭州市物业维修资金管理中心	物业维修金、保修金	0.98	0-5 年	2.82
杭州市国土资源局	投标保证金	0.20	1 年以内	0.58
河北建设投资集团有限责任公司	投标保证金	0.20	1 年以内	0.58
小 计		33.54		96.71

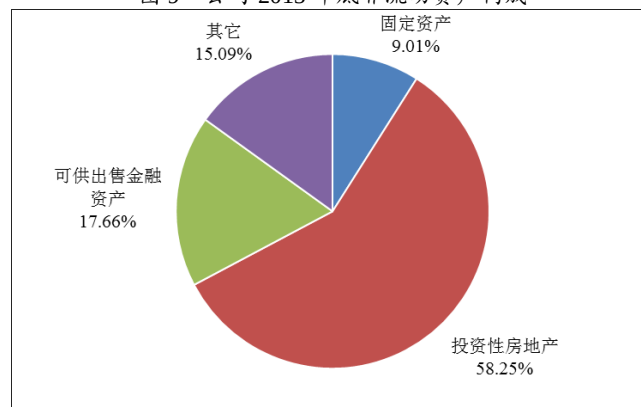
数据来源：公司年报

2013~2015年，公司存货年均复合增长0.68%，呈波动上升态势。截至2015年底，公司存货为305.35亿元，较年初下降7.51%，主要系2015年新增开发成本以及部分项目完工交付转出共同影响所致。存货主要由开发成本和开发产品构成，占比分别为86.72%和13.27%。其中，金额较大的开发成本包括武林壹号项目（54.13亿元）、华家池项目（49.61亿元）和湘湖壹号项目（29.95亿元）；金额较大的开发产品包括上虞城市之星项目（10.82亿元）、武林壹号5#6#7#楼项目（8.30亿元）和绍兴金色蓝庭项目（5.28亿元）。截至2015年底，公司累计计提存货跌价准备1.04亿元，主要系西溪明珠项目受到市场波动影响，可变现净值低于项目成本所致。截至2015年底，公司所有权或使用权受限的存货账面价值合计80.58亿元，用于借款担保，占期末存货账面价值的26.39%，占比比较高。

非流动资产

2013~2015年，公司非流动资产年均复合增长30.39%，呈持续上升态势。截至2015年底，公司非流动资产合计33.39亿元，较上年末增加58.77%，主要系投资性房地产增加所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占17.66%）、投资性房地产（占58.25%）和固定资产（占9.01%）构成。

图 9 公司 2015 年底非流动资产构成



资料来源：公司年报

2013~2015年，公司可供出售金融资产年均复合增加667.86%。截至2015年底，公司可供出售金融资产余额为5.90亿元，较年初增加5,796.16%。主要系投资杭州沃安供应链管理有限公司（以下简称“沃安公司”）等公司所致。截至2015年底，公司可供出售金融资产主要包括对沃安公司投资（1亿元）、POTALA TOWER SEATILE,LLC（1.95亿元，持股比例20%）等。其中，POTALA TOWER SEATILE,LLC等公司由于诉讼处于冻结状态，公司预期对其中两家公司的股权投资可全部收回，同时，公司对POTALA TOWER SEATILE,LLC公司项目认可度较高，预期盈利能力强，

故将通过合作投资的方式继续推进项目实施。故公司未对可供出售金融资产计提减值准备。

公司投资性房地产采用成本法计量。2013~2015年，公司投资性房地产年均复合增长36.16%，呈持续上升趋势。截至2015年底，公司投资性房地产账面价值合计19.45亿元，较上年末大幅上升62.01%，主要系金色黎明二期以及凯旋门项目转入增加原值所致。公司投资性房地产主要包括主要为部分开发项目留存的商铺和写字楼。截至2015年底，公司使用权或所有权受限的投资性房地产账面价值合计5.14亿元，用于借款担保，占期末投资性房地产账面价值总额的26.41%，占比一般。

2013~2015年，公司固定资产账面价值年均复合下降13.17%，呈逐年下降趋势。截至2015年底，公司固定资产账面价值为3.01亿元，较年初减少15.52%，主要系公司处置部分房屋及建筑物和运输设备所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比47.09%）和专用设备（占比38.02%）构成。截至2015年底，公司固定资产成新率为44.72%，成新率较低。截至2015年底，公司使用权或所有权受限的固定资产原值合计3.31亿元，占期末固定资产原值的100%，占比高。

截至2016年3月底，公司资产总额合计492.41亿元，较年初增长16.60%，主要系公司非公开发行股票募集资金、新增借款增加及销售回款规模较大所致。从资产构成上看，公司流动资产和非流动资产的占比分别为92.34%和7.66%，流动资产占比有所提高。

总体看，公司资产呈波动上升趋势，以流动资产为主。流动资产中存货占比较大，且公司对部分存货计提跌价准备，未来该部分存货仍可能面临一定的跌价风险；公司投资性房地产以成本法计量，存在较大升值空间。综合看，公司资产质量较好。

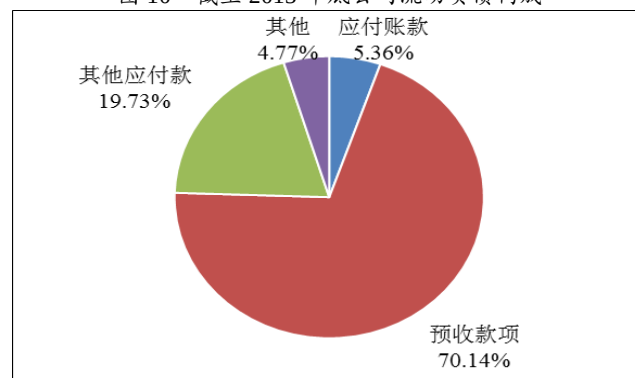
3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015年，公司负债规模年均复合增长0.35%，呈波动上升趋势。截至2015年底，公司负债总额为312.95亿元，较年初增长7.78%，其中流动负债占比80.18%，非流动负债占比19.82%，以流动负债为主。

2013~2015年，公司流动负债规模年均复合减少1.52%，呈波动下降趋势。截至2015年底，公司流动负债合计250.93亿元，较年初增长2.44%，主要系应付账款和其他应付款大幅增加所致。公司流动负债主要以预收款项（占70.14%）、其他应付款（占19.73%）和应付账款（占5.36%）为主。

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，公司应付账款年均复合减少11.10%，呈持续下降趋势。截至2015年底，应付账款合计13.45亿元，较年初下降19.01%，主要系房产开发未付工程款降低所致。

2013~2015年，公司预收款项年均复合增长2.22%，呈波动增长趋势。截至2014年底，公司预收款项合计134.70亿元，较年初降低20.03%，主要系当年销售金额有所减少所致；截至2015年底，公司的预收款项合计175.99亿元，较年初增长30.66%，主要系伴随2015年市场环境好转，公司售房金额明显增长所致。公司预收款项主要为各房地产项目的预售款，房屋预售款将于交房时结转收入，因此无实际偿付压力。

2013~2015年，公司其他应付款年均复合增长43.95%，呈波动增长趋势，主要系公司合作项目规模增大，合作方对合作开发项目投入款规模较大所致；截至2015年底，公司其他应付款余额为49.50亿元，较年初降低17.63%，主要系合作开发项目合作方投入款及利息有所减少。其中，账龄在1年以上的重要其他应付款占其他应付款的44.89%，均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。

2013~2015年，公司非流动负债年均复合增长9.18%，呈波动增长趋势，主要系公司长期借款和应付债券增加所致。截至2015年底，公司非流动负债主要由长期借款（占85.48%）和应付债券（占14.51%）构成。

2013~2015年，公司长期借款年均复合增长1.14%，呈波动上升趋势。截至2014年底，公司长期借款余额为45.33亿元，较2013年末下降12.55%，主要系金色黎明、武林壹号等项目长期借款到期所致。截至2015年底，公司长期借款余额为53.02亿元，较年初增长16.97%，主要系为支持华家池、平湖万家花城等项目开发建设，公司增加银行借款和抵押兼保证借款增加所致。公司长期借款主要由抵押借款（占15.73%）、抵押兼保证借款（占73.33%）以及抵押兼质押兼保证借款（占10.94%）构成。从期限构成来看，公司长期借款截止日期分布在2017~2024年，集中度不高，集中偿付压力不大。

公司应付债券主要为公司发行的“2015年度第一期中期票据”，该债券规模为9亿元，将于2018年到期。

有息债务方面，2013~2015年，公司全部债务年均复合减少16.31%。截至2015年底，公司短期债务为1.78亿元（占2.78%），长期债务62.02亿元（占97.22%）。债务比率方面，2013~2015年，公司长期债务资本化比率变动幅度不大，资产负债率和全部债务资本化比率持续下降。其中，资产负债率呈逐年下降趋势，三年分别为78.55%、75.92%和74.11%，主要系公司去杠杆战略的逐步落实，以及大力推行轻资产的代建管理业务，负债规模有所下降所致；全部债务资本化比率呈逐年下降趋势，三年分别为51.76%、42.87%和36.84%；长期债务资本化比率变动幅度不大，三年分别为37.91%、32.98%和36.19%。总体看，公司债务规模有所下降，债务负担处于行业较好水平。

截至2016年3月底，公司负债总额为349.51亿元，较年初增加11.68%，主要由流动负债构成，占比为76.32%。其中，应付账款为14.91亿元，较年初增加10.83%；预收款项为188.58亿元，较年初增加7.15%；其他应付款52.61亿元，较年初增长6.28%。其他各负债项目未发生显著变动。同时，资产负债率有所下降，全部债务资本化率略微上升，分别为70.98%和37.05%。

总体看，公司负债以流动负债为主，负债结构与资产结构较为匹配；公司刚性债务负担不重，且以长期债务为主，债务结构较为合理。

所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益年均复合增长13.50%。截至2015年底，公司所有者权益合计109.35亿元，归属于母公司所有者权益为87.65亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占比30.85%、资本公积占比0.27%、盈余公积占比7.96%、未分配利润占比60.87%。公司归属于母公司所有者权益以未分配利润为主，稳定性较弱。

伴随公司完成非公开发行股票，截至2016年3月底，公司所有者权益合计142.90亿元，较年初增加30.68%。同时，所有者权益结构变动较大。具体来看，公司所有者权益中归属于母公司的权益占83.05%，其中，股本占26.22%、资本公积占19.70%、盈余公积占5.88%、未分配利润占48.19%。

总体看，公司所有者权益中归属于母公司所有者的权益占比高，伴随公司完成非公开发行股票，公司所有者权益稳定性有所提高。

4. 盈利能力

2013~2015年，公司营业收入年均复合增长10.24%，呈逐年上升态势。2015年，公司实现营业收入126.18亿元，同比增长7.31%，主要系公司武林壹号5-7号楼、金色黎明二期、上虞城市之星、绍兴金色蓝庭、湘湖壹号二期交付，以及城市之星等部分现房销售结转。2013~2015年，公司净利润年均复合增长1.62%；2015年公司实现净利润15.04亿元，同比增长86.58%，其中，归属于母公司所有者的净利润为10.03亿元。

期间费用方面，2013~2015年，公司期间费用年均复合增加15.85%，2015年公司期间费用合计5.46亿元，同比降低1.00%，主要系财务费用减少所致。2013~2015年，公司销售费用呈持续增长趋势，年均复合增长3.01%，2015年销售费用为1.20亿元，较上年增长2.52%，主要系中介机构费用增加所致。2013~2015年，公司管理费用呈波动上升趋势，年均复合增长3.20%，2015年管理费用为2.58亿元，较上年增加10.51%，主要系办公费、差旅费以及部分房产折旧增加所致。2013~2015年，公司财务费用呈波动上升趋势，年均复合增长80.73%，2015年财务费用为1.68亿元，较上年下降16.41%，主要系合作开发项目的外部股东计提利息在项目开工后，资本化增加而计入损益利息减少以及本期归还部分借款所致。2013~2015年，公司费用收入比分别为3.92%、4.69%和4.33%，呈波动增长趋势，公司费用控制能力略有减弱。

利润构成方面，2013~2014年，公司分别实现投资收益2.78亿元和78.41万元，其中，2013年公司投资收益大幅增加，主要原因为当期转让东尚置业50%股权对应的信托受益权，产生投资收益24,178.94万元。2014年投资收益大幅下降主要系由于当年公司投资收益只有理财产品收益78.41万元。2015年公司取得理财产品投资收益87.41万元。此外，2013~2015年，公司营业外收入分别为0.14亿元、0.22亿元和0.29亿元，在公司利润总额中占比均低于5.00%，占比较低，对公司利润总额影响不大。

从盈利指标来看，2013~2015年，公司主营业务毛利率分别为30.12%、21.77%和31.56%，呈波动增长趋势，其中，2015年主营业务毛利率增长较快主要受结转项目不同的影响；公司总资产收益率分别为8.99%、5.98%和10.03%，总资产报酬率分别为5.21%、3.50%和5.58%，净资产收益率分别为18.01%、9.11%和14.93%，整体看，公司近三年盈利能有所增强。从同行业比较情况看，在同类行业领先企业中，公司盈利指标属于中等水平（如下表所示）。

表 19 2015 年房地产上市公司盈利指标比较（单位：%）

证券代码	简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
600048.SH	保利地产	25.90	18.58	6.41
000002.SZ	万科 A	24.79	19.24	6.11
1109.HK	华润置地	31.24	16.57	9.37
2007.HK	碧桂园	20.19	15.21	4.71
3380.HK	龙光地产	30.40	21.40	8.29
3883.HK	中国奥园	27.64	10.18	4.62
002244.SZ	滨江集团	24.55	11.99	5.55

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

注：为便于同业比较，本表对比公司的数据引自 Wind 资讯，与本报告附表口径有一定差异。

2016年1~3月份，公司实现营业收入、营业利润、净利润分别为47.25亿元、8.20亿元、5.96亿元，达到2015年全年总额的37.45%、39.70%、39.66%。公司营业收入、营业利润和净利润均超过25%，主要系武林壹号、上虞城市之星以及金色黎明三期部分楼盘交付所致。

总体看，公司盈利规模增长较快，2015年盈利能力有所回升；公司期间费用控制能力略有减弱；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分别为99.65亿元、84.09亿元和170.16亿元，年均复合增长30.67%，主要系公司2015年销售商品、提供劳务收到的现金增加及新增收到佑康置地有限公司暂收款所致；2013~2015年公司经营活动现金流出分别为95.60亿元、97.26亿元和89.68亿元，年均复合减少3.15%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金减少所致；2013~2015年经营活动产生的现金流量净额分别为4.05亿元、-13.17亿元和80.49亿元，年均复合增加345.59%，2015年转为净流入状态，主要系本期预收房款大幅增加所致。从收入实现情况来看，近三年公司现金收入比分别为95.37%、71.04%和132.71%。

从投资活动看，2013~2015年公司投资活动现金流入大幅减少，分别为10.78亿元、12.84亿元和1.86亿元，年均复合减少58.51%，主要系2015年公司未获得合作项目外部股东财务资助款所致；2013~2015年公司投资活动的现金流出分别为8.09亿元、3.25亿元和39.82亿元，年均复合增长率为121.88%，2015年增幅较大，主要系公司新增支付项目合作方的外部股东财务资助款32.17亿元所致；2013~2015年公司投资活动现金流量净额分别为2.69亿元、9.59亿元和-37.96亿元，年均复合减少275.37%，2015年转为净流出状态。

从筹资活动看，2013~2015年公司筹资活动产生的现金流入分别为73.09亿元、61.98亿元和52.15亿元，年均复合减少15.53%，主要系公司2015年收到合作项目股东投入的项目合作款大幅减少所致；2013~2015年公司筹资活动产生的现金流出分别为75.05亿元、60.00亿元和77.68亿元，年均复合增长率增长1.74%，主要系公司2015年归还合作项目股东投入的项目合作款21.36亿元所致；2013~2015年公司筹资活动现金流量净额分别为-1.96亿元、1.98亿元和-25.53亿元，年均复合增加260.91%，2015年转为净流出状态。

2016年1~3月，公司经营活动现金流量净额为37.25亿元；投资活动现金流量净额为-14.73亿元；筹资活动现金流量净额为28.62亿元，主要是系公司收到非公开发行股票募集的资金以及银行贷款增加等现金流入较大所致。

总体看，公司经营活动呈净流入状态；投资活动和筹资活动转为净流出状态。2016年1~3月，公司非公开发行股票募集资金到位，公司筹资活动现金流入量较大。伴随公司持续开发项目，公司仍面临一定的资金支出压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015年，公司流动比率分别为1.45倍、1.48倍和1.55倍，流动比率基本保持稳定；受公司存货规模较大影响，公司速动比率分别为0.29倍、0.13倍和0.33倍，2015年有所回升。近三年，公司现金短期债务比分别为0.52倍、0.79倍和20.14倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力很强。公司经营性现金流动负债比率分别为1.57%、-5.38%和32.08%，其中2014年较2013年大幅下降，主要系包括杭州在内的全国各地房地产市场低迷进一步放缓了公司的资金回笼速度，2015年较2014年大幅增涨，主要系房地产市场的回暖所致，公司经营活动现金流对流动负债的覆盖能力较强。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2013~2015年，公司EBITDA年均复合增长5.50%，呈波动上升态势，主要系利润总额增长所致；2015年公司EBITDA为23.92亿元，其中，利润总额占86.60%、计入财务费用的利息支出占7.21%、摊销占比0.30%、折旧占比5.90%。2013~2015年，公司EBITDA利息保障倍数分别为3.83倍、1.65倍和3.20倍，呈波动下降态势，整体仍处于较高水平；EBITDA全部债务比分别为0.24倍、0.22倍和0.37倍，逐年上升，主要受利润总额上升较快的影响，公司EBITDA对利息和本金的保障能力较强。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至2016年3月底，公司获得授信额度75.09亿元，已全部使用，公司间接融资渠道有待拓展。作为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

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G1033010400015770C），截至2016年5月25日，公司未结清信贷信息中不存在关注类和不良类信息。

截至2016年3月底，公司无重大未决诉讼。

截至2016年3月底，公司无对合并范围外公司的担保。

总体看，公司目前债务负担一般，货币资金充裕，现金流状况良好，整体偿债能力很强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至2016年3月底，公司债务总额为84.09亿元，本次拟发行债券规模不超过30亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度较大，对公司债务水平具有一定的影响。

以2016年3月底财务数据为基础，假设募集资金净额为30亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为44.10%、44.40%和72.65%，分别上升了7.43个百分点、7.35个百分点和1.67个百分点，债务负担有所加重，但仍属合理水平。考虑到本次债券募集资金中部分将用于偿还金融机构借款，实际债务指标较测算值会有所降低。

2. 本次债券偿债能力分析

以2015年底的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为170.16亿元，对本次债券发行额度（30.00亿元）的保护倍数为5.67倍；公司2015年EBITDA为23.92亿元，对本次债券发行额度（30.00亿元）的保护倍数为0.80倍。公司经营活动现金流入量和EBITDA对本次债券的保护程度较高。

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，公司业务发展稳健，财务成本控制能力强，公司能够通过持续经营取得较高的盈利水平，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、综合评价

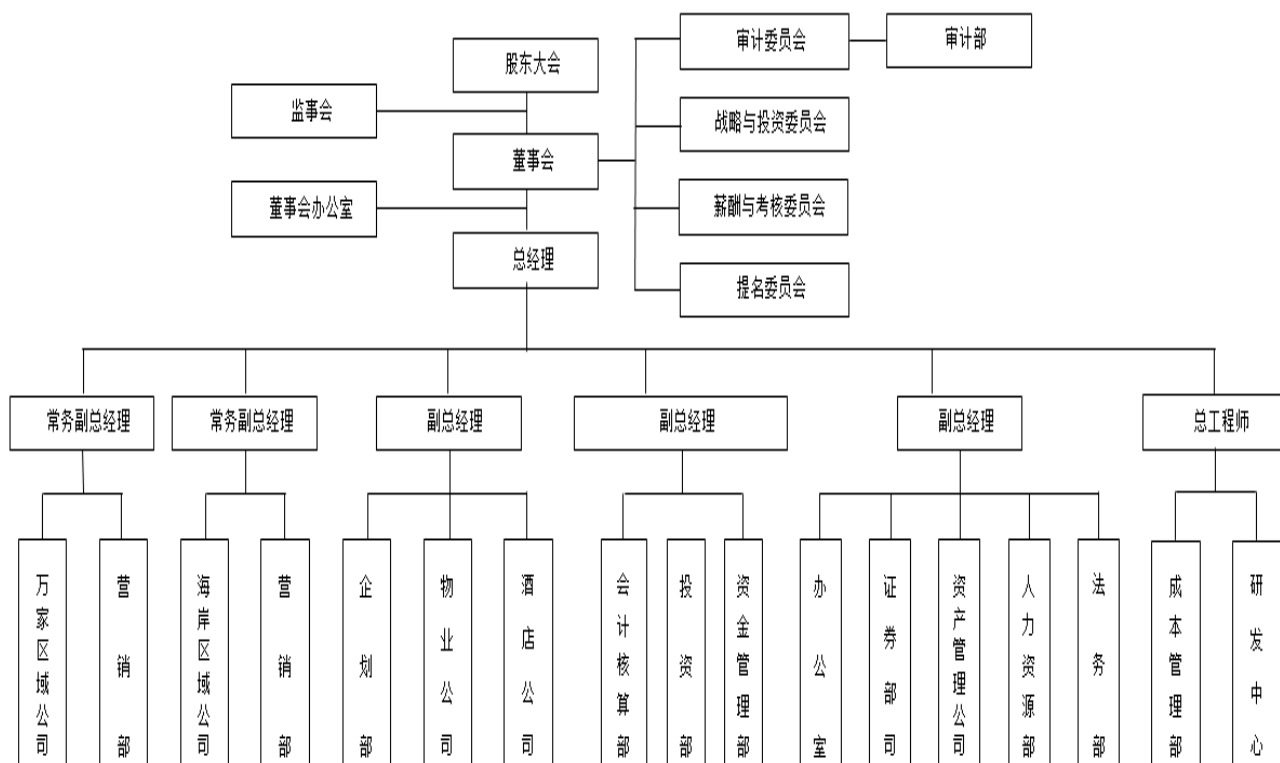
杭州滨江房产集团股份有限公司一家国内大中型上市房地产企业，在开发经验、区域竞争力、产品品质、土地储备等方面具有明显优势；公司盈利能力强、现金类资产比较充足、现金流状况良好、债务负担较轻。同时，联合评级也关注到杭州地区房地产市场仍存在一定的去库存压力、公司在建规模较大、部分存货存在跌价风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建房地产项目的开发完成和实现销售，公司经营状况将保持良好。联合评级

对公司的评级展望为“稳定”。

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 杭州滨江房产集团股份有限公司 组织结构图



附件 2 杭州滨江房产集团股份有限公司

主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	395.65	382.46	422.30	492.41
所有者权益（亿元）	84.88	92.10	109.35	142.90
短期债务（亿元）	39.24	23.80	1.78	1.34
长期债务（亿元）	51.83	45.33	62.02	82.75
全部债务（亿元）	91.07	69.12	63.80	84.09
营业收入（亿元）	103.82	117.59	126.18	47.25
净利润（亿元）	14.56	8.06	15.04	5.96
EBITDA（亿元）	21.49	14.87	23.92	--
经营性净现金流（亿元）	4.05	-13.17	80.49	37.25
应收账款周转次数(次)	362.06	177.57	153.97	--
存货周转次数（次）	0.23	0.29	0.27	--
总资产周转次数（次）	0.27	0.30	0.31	--
现金收入比率（%）	95.37	71.04	132.71	126.87
总资本收益率（%）	8.99	5.98	10.03	--
总资产报酬率（%）	5.21	3.50	5.58	--
净资产收益率（%）	18.01	9.11	14.93	--
营业利润率（%）	20.67	14.51	22.03	19.58
费用收入比（%）	3.92	4.69	4.33	2.18
资产负债率（%）	78.55	75.92	74.11	70.98
全部债务资本化比率（%）	51.76	42.87	36.84	37.05
长期债务资本化比率（%）	37.91	32.98	36.19	36.67
EBITDA 利息倍数（倍）	3.83	1.65	3.20	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.24	0.22	0.37	--
流动比率（倍）	1.45	1.48	1.55	1.70
速动比率（倍）	0.29	0.13	0.33	0.53
现金短期债务比（倍）	0.52	0.79	20.14	69.63
经营现金流动负债比率（%）	1.57	-5.38	32.08	13.96
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.72	0.50	0.80	--

注：2016 年 1 季度数据未经审计，相关指标未予年化。

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 + 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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期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 / 本期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 / 本期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

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 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人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，在每年杭州滨江房产集团股份有限公司年报公告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。

杭州滨江房产集团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。杭州滨江房产集团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杭州滨江房产集团股份有限公司的相关状况，如发现杭州滨江房产集团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（期）债券的信用等级。

如杭州滨江房产集团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，可公布信用等级暂时失效，直至杭州滨江房产集团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杭州滨江房产集团股份有限公司、监管部门等。

