

信用等级公告

联合[2016] 2888 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及其拟发行的 2017 年度第一期中期票据的信用状况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⁺

杭州滨江房产集团股份有限公司
2017 年度第一期中期票据的信用等级为
AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年十二月二十三日



杭州滨江房产集团股份有限公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 21 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期兑付本金

募集资金用途: 偿还银行贷款

评级时间: 2016 年 12 月 23 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
现金类资产(亿元)	20.33	18.86	35.75	93.38
资产总额(亿元)	395.65	382.46	422.30	493.58
所有者权益(亿元)	84.88	92.10	109.35	150.63
短期债务(亿元)	56.16	68.39	37.48	27.42
长期债务(亿元)	51.83	45.33	62.02	66.39
全部债务(亿元)	107.99	113.72	99.50	93.81
营业收入(亿元)	103.82	117.59	126.18	139.56
利润总额(亿元)	19.71	11.61	20.72	19.59
EBITDA(亿元)	21.49	14.87	23.92	--
经营性净现金流(亿元)	4.05	-13.17	80.49	106.66
营业利润率(%)	20.67	14.51	22.03	17.35
净资产收益率(%)	17.16	8.75	13.75	--
资产负债率(%)	78.55	75.92	74.11	69.48
全部债务资本化比率(%)	55.99	55.25	47.64	38.38
流动比率(%)	145.32	147.55	154.99	162.77
经营现金流流动负债比(%)	1.57	-5.38	32.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.02	7.65	4.16	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.83	1.65	3.22	--

注: 公司 2016 年前三季度财务数据未经审计; 其他应付款中的有息债务计入短期债务; 长期应付款的有息债务计入长期债务。

分析师

郭昊 谭心远

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

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)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明显优势;公司盈利能力较强,现金类资产比较充足,现金流状况良好,债务负担较轻。同时,联合资信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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行额度覆盖能力强。基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据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。
6. 公司 EBITDA 对本期中期票据发行额度覆盖能力强。

关注

1. 房地产业具有发展不平稳、易受经济波动影响、开发周期长、资金投入量大、高杠杆化等特点，上述因素可能会对公司经营发展形成不利影响。
2. 公司业务集中于杭州地区，存在一定的区域集中风险；同时，当地房地产市场新出台限购限贷政策，可能面临一定的政策调整风险。
3. 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。
4. 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。
5. 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、声誉造成不良影响。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与杭州滨江房产集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与杭州滨江房产集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因杭州滨江房产集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由杭州滨江房产集团股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、杭州滨江房产集团股份有限公司 2017 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，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

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

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5200万元。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，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.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2016年9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40.28%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。

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，公司设立了企划部、营销部、人力

资源部、成本管理部、研发中心、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3493人。

截至2015年底，公司合并资产总额422.30亿元，所有者权益109.35亿元（其中少数股东权益21.71亿元）；2015年实现营业收入126.18亿元，利润总额20.72亿元。

截至2016年9月底，公司合并资产总额493.58亿元，所有者权益150.63亿元（其中少数股东权益26.59亿元）；2016年1~9月公司实现营业收入139.56亿元，利润总额19.59亿元。

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、本期中期票据概况

公司于2015年注册总额度为30亿元的中期票据，并于2015年11月发行杭州滨江房产集团股份有限公司2015年度第一期中期票据，发行额度9亿元。公司计划于2017年发行第一期中期票据21亿元（以下简称“本期中期票据”），期限为3年。

公司计划将本期中期票据募集资金全部用于偿还银行贷款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业

生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长6.7%，经济增速保持在2009年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回

暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长8.2%，增速较上半年回落0.8个百分点，较1-8月回升0.1个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长3.1%、2.5%，较去年同期分别下降5.2、7.9个百分点，但较今年1-8月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长10.4%，保持稳健增长，对GDP增长的贡献率达到71%，是2009年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016年前三季度，我国进出口总值17.53万亿元人民币，较上年同期下降1.9%，降幅比上半年收窄1.7个百分点；其中，出口下降1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人

民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016年前三季度我国对外直接投资增速较快。

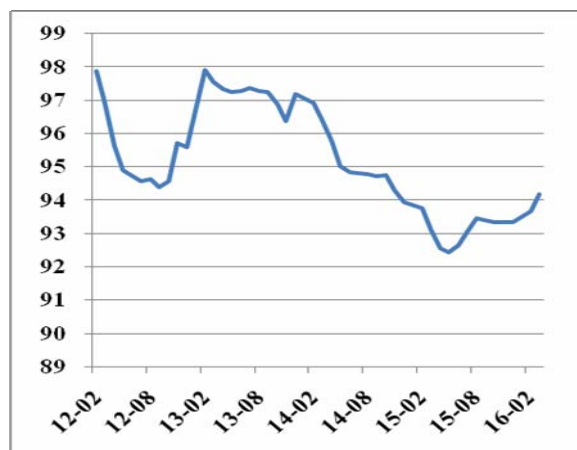
在2016年前三季度经济运行总体平稳的态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度GDP将保持稳定增长。

四、行业及区域经济环境

1. 近年房地产行业概况

2014年的中国房地产市场处于调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑；中央政策以“稳”为主，关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求，稳定住房消费；各地加速房地产市场化转型，限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。进入2015年，在延续上年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，房地产开工面积增速和投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。

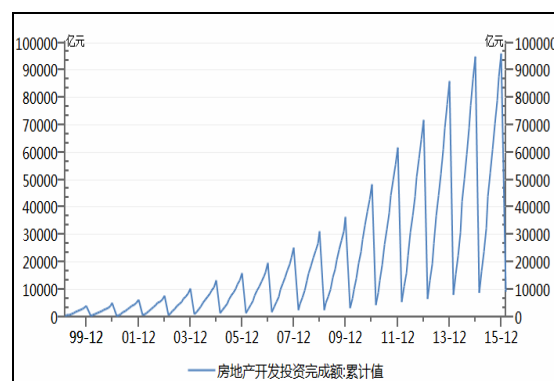
图1 2012年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

房地产投资：2014年，全国房地产开发投资9.5万亿元，同比增长10.5%，增速较上年回落9.3个百分点，创近五年新低；其中住宅投资6.4万亿元，同比增长9.2%（较上年回落10.2个百分点），商业营业用房和办公楼投资增速分别为20.1%和21.3%（分别较上年回落8.2个和16.9个百分点）。2015年，开发投资增速进一步回落，全年房地产开发投资9.60万亿元，同比增长1.0%；其中住宅投资6.46万亿元，同比增长0.4%。

图2 房地产开发投资完成额



资料来源：Wind资讯

房屋开工/竣工面积：新开工面积增速持续下降，2014年为18.0亿平方米，同比下降10.7%，其中住宅新开工12.5亿平方米，同比下降14.4%；全国房屋施工面积72.6亿平方米，同比增长9.2%；全国房屋竣工面积10.7亿平方米，同比增长5.9%。2015年，全国房屋新开工面积15.4亿平方米，同比下降14.0%，其中住宅新开

工面积10.7亿平方米，同比下降14.6%。

房地产销售：受政策因素影响，销售增速呈现先降后升。2014年，全国商品房销售面积为12.1亿平方米，同比下降7.6%，销售额为7.6万亿元，同比下降6.3%，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长；住宅销售面积（10.5亿平方米）同比下降9.1%，销售额（6.2万亿元）同比下降7.8%，办公楼的销售面积和销售额同比分别下降13.4%和21.4%（2498万平方米和2944亿元），商业营业用房的销售面积和销售额同比分别增长7.2%和7.6%（9075万平方米和8906亿元）。2015年，受益利好政策的刺激，地产销售呈温和回暖，70个大中城市房价同比上涨城市个数增加，房地产贷款稳步上升，全国商品房销售面积为12.85亿平方米，同比增长6.5%，销售额为8.73万亿元，同比增长14.4%。

2016年1-6月份，全国房地产开发投资46631亿元，同比名义增长6.1%（扣除价格因素实际增长8.0%），增速比1-5月份回落0.9个百分点；其中，住宅投资31149亿元，增长5.6%，增速回落1.2个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为66.8%。房地产开发企业房屋施工面积669750万平方米，同比增长5.0%，增速比1-5月份回落0.6个百分点；其中，住宅施工面积459444万平方米，增长3.4%。房屋新开工面积77537万平方米，增长14.9%，增速回落3.4个百分点；其中，住宅新开工面积53433万平方米，增长14.0%。房屋竣工面积39546万平方米，增长20.0%，增速回落0.4个百分点；其中，住宅竣工面积29024万平方米，增长19.2%。商品房销售面积64302万平方米，同比增长27.9%，增速比1-5月份回落5.3个百分点；其中，住宅销售面积增长28.6%。相关政策的出台刺激了购房需求，一定程度减缓三、四线城市库存高企的压力，2016年以来，中国房地产市场延续回暖趋势。

2. 房地产供求与信贷环境

2014年，市场整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。20个代表城市成交量同比下降8.6%，供应量同比增长3.2%，销供比为0.82，较2013年的0.93明显下降。其中，北京当年成交减少而供应增加，销供比仅为0.64，与2013年1.53的水平差距较大；上海、广州、武汉也由2013年的供需基本平衡转为2014年的供大于求，销供比分别下降至0.80、0.70、0.88。2014年前三季度，市场销售下降、供应增加，推动整体库存持续攀升，出清周期延长。进入四季度，销售有所回升，库存仍高位盘整，截至2014年底，20个代表城市可售面积为18782万平方米，环比增长1.8%，较2013年同期增长25.5%，为近五年以来最高水平。

户籍、土地改革、不动产统一登记进程加快，长效机制顶层设计有序推进。2014年11月，《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》出台，提出稳定完善农村土地承包关系，规范引导农村土地经营权有序流转。同时，国土资源部正式发布《节约集约利用土地规定》和《关于推进土地节约集约利用的指导意见》，对大力推进节约集约用地进行整体部署，实现“控总量、挤存量、提质量”，东部地区特别是优化开发的三大城市群地区将以盘活存量为主，率先压减新增建设用地规模。

2015年，中国房地产市场区域分化仍较为严重，整体仍呈现供大于求，库存升至历史高位。其中，一线城市仍房价畸高，部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩、库存较高，房价承压。同期的土地成交市场偏弱，全国房地产开发企业土地购置面积为22811万平方米，同比下降31.70%，降幅扩大；土地成交价款为7622亿元，同比下降23.9%。分季度看，随着销售好转，2~4季度土地购置面积降幅逐步小幅收窄，全年土地投资呈现出前低后高的走势。

近年来，房地产贷款稳步上升，保障房信贷支持力度加大：2014年，房地产贷款余额

17.37万亿元，同比增长18.9%，无论是开发型还是消费型房地产贷款均呈上升态势。2015年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为21.0万亿元，同比增长21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款3.6万亿元，较上年增加8434亿元，占各项贷款新增额的30.6%，较上年有所扩大。保障房信贷方面，截至2015年底，全国保障性住房开发贷款余额为1.8万亿元，同比增长59.5%（增速提升2.3个百分点）；全年新增6761.3亿元，占同期房产开发贷款增量的92.7%，较上年提高37.7个百分点。截至2016年6月底，金融机构人民币房地产贷款余额23.94万亿元，同比增长24%，增幅扩大4.61个百分点，占各项贷款余额的23.6%；上半年新增2.93万亿元，同比多增1.05万亿元，增量占各项贷款增量的38.9%，占比较一季度情况提升6.4个百分点。

3. 政策环境

2015年，国家进一步导向稳增长、调结构，积极聚焦于促消费，鼓励自住和改善性需求。2015年2月5日，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施。2015年3月1日起，央行年内首次降息0.25个百分点。2015年3月30日，央行、住建部、银监会联合下发《中国人民银行住房城乡建设部中国银行业监督管理委员会关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，发布了二套首付降为40%，首套房公积金贷款首付降为20%，二套房公积金贷款首付降为30%，财政部、国税总局将个人出售住房免征营业税由5年调整为2年以上。2015年4月20日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015年5月11日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，这一调整使商业房

贷利率调整到了5.65%，住房公积金贷款利率调整到3.75%。2015年以来，多次降息降准，提振了市场信心。2015年10月29日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对于居住功能需求和住房的升级需求。

2016年以来，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2月2日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“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。2月19日，财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为90平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为90平方米以上的，减按1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为90平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为90平方米以上的，减按2%的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足2年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买2年以上（含2年）的住房对外销售的，免征营业税。2016年6月，国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，明确指出支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房，有助于增强土地政策的适用性和灵活性，对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。

截至2016年10月12日，已有一线城市和部分二线城市出台房地产限购、限贷政策，2016年，中国新增限购限贷城市有上海、深圳、苏州、杭州、厦门、南京、武汉等。“十一”期间，中国21个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，包括，限购政策以限制本市户籍3套及以上住房及非本市户籍2套及以上住房购买为主，此外增加了对于非本市户籍购房者社保缴纳年限的要求；限贷政策方面，首套住房

最低首付比例提高至30%，二套住房贷款最低首付比例为40%，暂停发放三套住房贷款；房价备案制度方面，21个城市中合肥、无锡、苏州、北京、福州、东莞、珠海、天津、南昌、上海出台房价备案管理政策，政策要求对于在售房源进行房价备案管理，在售房源需明码标价且不得高于备案价格；政策明确指出增加土地供给的城市有合肥、厦门、福州、深圳、无锡、南昌、上海；此外，对土地出让金支付期限提出限制的城市有福州、厦门、佛山、合肥。

总体看，2015年以来房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。2016年以来，已有21个城市出台房地产调控政策，未来，房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。未来随着房地产调控力度进一步加大，同时随着市场传导效应不断显现，未来或将有更多城市加入政策收紧行列，房价上涨空间将紧缩，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

4. 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16596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10053.58亿元，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，2015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42642元，增长8.7%，其中城镇居民人均可支配收入48316元，增长8.3%，农民人均可支配收入25719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1189.10万平方米，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2472.07亿元，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1441.68亿元，增长7.8%；非住宅类投资1030.39亿元，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11142.68万平方米，增长6.1%，增幅较上年回落6.5个百分点。房屋新开工面积2029.33万平方米，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1030.54万平方米，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1481.45万平方米，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 1291.64 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 63477 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 1162 万平方米，年末住宅存量约 1090 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 25000 元以上房源 11049 套，较 2014 年上涨了 90.99%；25000 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。

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。受政策持续刺激作用，2016 年杭州市房地产持续火爆，加之 G20 峰会的成功召开，当地房地产去化效果明显，根据 Wind 资讯，杭州市可售商品住宅面积由 2016 年年初的 1090.83 万平方米下降到 2016 年 10 月 17 日的 604.38 万平方米，去化压力明显下降。

2016 年 9 月 30 日，杭州市出台本市调控政策，具体如下：对本市户籍：限购 2 套；非本市户籍，购房之日起算的前 2 年内累计缴纳 1 年以上个人所得税或社会保险，限购 1 套住房；拥有 1 套及以上住房的非本市户籍居民家庭、不能提供上述证明，暂停向其售房；首套住宅，首付款不低于 30%；第二套住宅，购买改善型第二套住房的家庭，首付款比例不得低于 60%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。

2016 年 11 月 10 日，杭州发布住房限购政

策，实施进一步住房限购、上调住房公积金贷款和商业性住房贷款首付比例、暂停发放第三套及以上住房贷款、加强对首付资金来源审核、加强对土地竞买资金来源审查。政策明确规定购买首套房，或拥有 1 套房并已结清、再次申请公积金贷款，首付比从不低于 20% 调整为不低于 30%；拥有 1 套房但未结清贷款，再申请公积金贷款，首付比从不低于 50% 调整为不低于 60%；拥有 2 套及以上住房或未结清公积金贷款不得申请。

总体看，此次调控力度较大，对非本地人口购房抑制明显，预计将对杭州市房地产市场的快速上涨起到一定的遏制作用。

总体上看，2015 年杭州市房地产市场明显回暖，2016 年杭州市房地产市场持续火爆，去化效果明显。预计随着近期杭州市房地产调控政策的推出，去化速度将有所放缓，但考虑到目前杭州市库存量已较年初明显下降，整体去化压力不大。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年 9 月底，公司注册资本为 31.11 亿元，其中滨江控股持有 40.28% 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，戚金兴为公司实际控制人。

2. 企业规模

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 1203.50 万平方米，项目开发经验丰富。截至 2016 年 9 月底，公司土地储备规划建筑面

积达162.94万平方米，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地地块，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—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。

3. 人员素质

截至2016年9月底，公司有董事长1人、董事总经理1人、副总经理若干人、财务总监1人、

董事会秘书1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，公司在职工3493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%，物业管理人员占比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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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. 管理制度

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3000万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。

七、重大事项

1. 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40744.39万股，募集资金总额为275432.07万元，募集资金净额为272121.37万元，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8284.00万股、12425.35万股、7609.00万股、12426.0万4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。

2. 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6000万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。

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3000万美元的股权投资，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1500万美元的股权投资，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7000万美元。公司投入1500万美元的股权投资，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，但公司未受到关于任何不当行为的指控。经美国法院批准，公司撤销了对Shoreline与Othello项目的投资。同时，经美国法院批准，公司与新合作方Molasky集团（一家具有六十余年经验，聚焦美国西南部大型商业地产项目开发管理的专业地产开发商）分别以收购Tower项目公司85%的股和15%的股权的方式对Tower项目进行了重组。该项目已于今年9月底完成了交割。Tower项目将是位于华盛顿州西雅图市中心的一处41层的多用途综合物业，拥有142间精品酒店房间和339套住宅公寓。

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。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为房地产开发与销售。2013年~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126.18亿元，较上年增长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，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，公司毛利率明显上升。

表1 2013~2016年9月公司营业务收入和毛利率构成(单位:亿元、%)

项目	2013年			2014年			2015年			2016年1-9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	99.98	96.30	30.02	113.47	96.50	21.50	120.62	95.60	31.57	133.70	95.80	26.15
酒店业	1.65	1.59	45.04	1.61	1.37	44.32	1.71	1.36	45.86	1.21	0.87	56.41
物业服务	0.99	0.95	15.91	1.28	1.09	17.27	1.72	1.36	16.68	1.71	1.23	18.08
其他	1.20	1.16	58.22	1.22	1.04	91.60	2.12	1.68	73.73	1.90	1.36	89.06
合计	103.82	100.00	30.45	117.59	100.00	22.50	126.18	100.00	32.27	139.56	100.00	27.43

资料来源:公司提供

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形成的收入,2013年~2015年,酒店业收入占比呈持续下降的趋势且规模较小;物业服务收入占比有所上升,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且结转项目为武林壹号和凯旋门等较高毛利率的项目,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;公司物业服务毛利率波动上升,分别为15.91%、17.27%和16.68%,受各地上调最低工资标准影响,营业成本增速有所增加,但是公司通过成本控制,物业服务板块毛利率基本保持稳定;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。

2016年1~9月,公司实现营业收入139.56亿元,为2015年全年的110.84%,其中,房地产开发板块实现营业收入133.70亿元,超过2015年全年13.08亿元,主要系本期部分武林壹号部分住宅、黎明三期及衢州月亮湾项目交付结转收入所致,毛利率较2015年下降5.42个百分点,主要系武林壹号和凯旋门等较高毛利率的项目大部分已在2015年结转,导致2016年毛利率有所下降;酒店业实现营业收入1.21亿元,毛利率较2015年增长10.55个百分点,主要系收到今年以来杭州市举办G20等大

型活动影响，旅游人数大幅上升，带动公司酒店业板块毛利率上涨所致；其他业务板块实现营业收入 1.90 亿元，毛利率较 2015 年增长 15.33 个百分点，主要系代建收入比重增加所致。

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。

表 2 2013~2016 年三季度公司营业收入分地区情况（单位：亿元、%）

区域	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1~9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
杭州地区	82.11	79.09	101.25	86.11	103.55	82.07	113.84	81.57
衢州地区	4.89	4.71	4.90	4.17	1.66	1.32	7.20	5.16
绍兴地区	16.82	16.20	1.92	1.63	14.91	11.81	15.07	10.80
金华地区	--	--	9.50	8.08	6.05	4.80	3.45	2.47
合计	103.82	100.00	117.59	100.00	126.18	100.00	139.56	100.00

资料来源：公司提供

从营业收入的地区分布来看，近三年公司售房确认收入的地区主要集中在杭州地区。2015 年杭州地区营业收入为 103.55 亿元，占比降低至 82.07%，收入主要来自武林壹号部分住宅、黎明二期、上虞城市之星、绍兴金色蓝庭等项目。2016 年前三季度，公司主要收入持续来自杭州地区。公司在做好做精杭州市场的同时，重点进军上海、深圳等市场，逐步取得区域性的开发优势。

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”¹五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

¹ 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。

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，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，公司不断加强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，公司仅在平湖地区（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）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，平安不动产持有滨安地产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3 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	13412.66
2014年	5	11.77	52.98	2221.63
2015年	7	73.74	104.30	7069.78
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9月底，公司尚有未开发的土地计容规划建筑面积合计162.94万平方米，分布在上海、杭州、平湖和义乌；其中按照权益

比例计算的计容规划建筑面积为65.78万平方米，规模不大。

表4 截至2016年9月底公司尚未开发的主要土地储备情况（单位：平方米、元/平方米、%）

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	60249.80	120499.60	28755.28	120499.60	30	否
2	江南之星	杭州	2015年10月	住宅(含商业配套)	90600	253680	7530.94	253680	33	否
3	万家花城(平湖G1地块)	平湖	2015年4月	商住	32772	97988.28	1286.79	97988.28	35.1	是
	万家花城(平湖G2地块)	平湖		商住	50739	151709.61	1286.80	151709.61		
	万家花城(平湖F2-1地块)	平湖	2015年6月	住宅	38286.60	109116.81	1297.88	109116.81		
	万家花城(平湖F2-2地块)	平湖		商服、住宅	64260.80	183143.28	1381.10	183143.28		
4	锦绣之城	杭州	2016年2月	住宅(设配套公建)	36383	109149.00	18924.27	109149	51	是
5	东方名府 萧政储出(2016)8号地块	杭州	2016年4月	商住	19012	47530	6227.65	47530	33	是
6	定安府 西湖大道11号地块	杭州	2016年5月	商业	11308	12460	22572.23	12460	75	是
7	万家之星 余政储出【2015】64号	杭州	2016年1月	商住	24596	54111.20	5005.62	54111.20	51	否
8	杭政储出[2015]41号南星单元B-02地块	杭州	2016年1月	住宅	33008	92422	36679.42	92422	20	否
9	味精厂 杭政储出[2016]14号	杭州	2016年6月	住宅	35956	122250.40	39509	122250.40	33	否
10	义乌后宅项目	义乌	2016年8月	住宅	134795	141534.75	12194.89	134795.00	33	否
11	临政储出【2016】12号	杭州临安	2016年8月	商业	223035	133821.00	8222.67	133821.00	100	是
合计					885001.20	1629415.93	--	1622676.18	--	--

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、平湖及义乌地区；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，能够较好的保证产品品质；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30.00%；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5 截至2015年底公司建筑承包商集中度情况
(单位：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	100.00

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6 2015年公司装修采购集中度情况
(单位：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 年~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7 2013~2016年9月公司主要开发数据情况

项目	2013年	2014年	2015年	2016年1-9月
新开工面积(万平方米)	36.19	43.22	40.23	32.82
竣工面积(万平方米)	39.55	48.70	62.58	12.94
期末在建面积(万平方米)	235.19	229.71	207.36	207.42

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 9 月底，公司持有在建在售项目 10 个，总投资合计 478.30 亿元，已投资 340.55 亿元，尚需投资 131.81 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 9 月底，公司已回笼资金合计 604.25 亿元。此外，截至 2016 年 9 月底，公司持有已竣工项目 11 个，总投资合计 257.07 亿元，已回笼资金 309.71 亿元。虽公司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8 截至2016年9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9月底已投资情况	截至2016年9月底已销售总额	计容规划建筑面积	可售面积	累计已售面积	销售单价
开发在售项目	1 武林壹号	50	110.76	89.43	128.68	33.4	33.07	19.35	6.65
	2 湘湖壹号	50	59.47	40.83	37.88	23.89	23.65	10.61	3.57
	3 华家池	51	72.13	52.82	42.67	18.9	18.71	9.76	4.37
	4 萧山东方海岸	50	25.18	20.17	25.19	21.85	21.63	18.67	1.35
	5 千岛湖东方海岸	100	19.00	11.77	8.58	19.2	19.01	9.69	0.89
	6 平湖万家花城项目	35.1	46.67	26.51	21.59	93.08	92.15	27.86	0.77
	7 东方星城	30	24.09	16.82	21.67	12.68	12.55	8.16	2.66

	8	上海公园壹号		53.00	38.22	--	12.05	11.22	未开始销售	--
	9	锦绣之城	51	35.00	22.99	11.95	10.91	10.77	2.69	4.44
	10	江南之星		33.00	20.99	--	25.37	25.11	未开始销售	--
		小计	--	478.30	340.55	298.21	271.33	267.87	106.79	--
已竣工在售项目	1	衢州春江月	100	9.59	9.59	13.28	13.69	13.56	13.56	0.98
	2	上虞城市之星	100	18.00		20.45	26.48	18.71	18.71	1.09
	3	绍兴金色兰庭	100	10.56	10.56	11.69	10.48	10.38	10.27	1.14
	4	金华金色兰庭	100	17.01	17.01	19.03	15.47	15.34	15.34	1.24
	5	万家星城二期	100	58.14	58.14	23.14	49.87	10.38	10.36	2.23
	6	万家星城三期	100			44.95		19.07	19.04	2.36
	7	城市之星	100	54.41	54.41	91.79	22.51	22.51	22.15	4.14
	8	金色黎明二期	51	21.73	21.73	24.80	14.23	14.09	13.36	1.86
	9	金色黎明三期	51	19.88	19.88	25.48	14.00	13.86	12.69	2.01
	10	西溪明珠	100	23.20	23.19	12.74	7.01	6.94	3.91	3.26
	11	衢州月亮湾	100	24.55	24.55	22.36	25.53	25.27	25.27	0.88
		小计	--	257.07	239.06	309.71	199.27	170.11	164.66	--

资料来源：公司提供

注：部分项目中底商均为公司自持；西溪明珠为排屋项目去化较慢。

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，签约销售面积持续增长、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21476.35元/平方米小幅下降至2015年的20580.34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9 2013~2016年9月公司项目销售情况

项目	2013年	2014年	2015年	2016年1-9月
签约销售面积(万平方米)	48.77	49.48	77.93	75.32
签约销售金额(亿元)	104.74	94.21	160.38	152.09
签约销售均价(元/平方米)	21476.35	19040.24	20580.34	20192.51
结转收入面积(万平方米)	49.18	45.99	47.52	59.46
结转收入(亿元)	99.98	112.56	119.49	133.70

资料来源：公司提供

截至2016年9月底，公司项目可售面积合计437.98万平方米，总待售面积166.53万平方米，其中，已取得预售证尚未销售面积合计130.20万平方米，包括已竣工剩余可售面积为5.45万平方米；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，且已竣工项目已基本销售完毕，去化压力有所下降。

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10 2013~2016年9月代建项目情况

(单位: 个、亿元)

项目	2013年	2014年	2015年	2016年9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	0.00
代建项目确认收入金额	0.38	1.20	2.10	1.71

表11 2013~2016年9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1~9月
杭州友好饭店	入住率	82	80	81	78

期末在手代建合同金额	5.43	5.63	6.06	5.18
------------	------	------	------	------

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 18306 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 2583 万元。2015 年，该酒店实现收入 8248 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 54590.08 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 8944 万元。

	客房均价	576	551	538	533
	营业额	8170	7798	8248	6328
杭州千岛湖希尔顿酒店	入住率	49.75	46.91	48.16	50.41
	客房均价	867.67	959.13	1030.93	953.95
	营业额	8404	8434	8944	6518.37

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。

4. 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9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。

5. 经营效率

2013~2015年，公司销售债权周转次数持续下滑，2015年为158.16次；近三年公司存货周转次数波动上升，2015年为0.27次；总资产周转次数持续上升，2015年为0.31次。总体看，公司经营效率指标处于正常水平。

6. 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。

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。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2013~2015年合并财务报告，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，均出具了标准无保留意见审计结论；公司2016年三季度财务报表未经审计。

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2015年底，公司合并资产总额422.30亿元，所有者权益109.35亿元（其中少数股东权益21.71亿元）；2015年实现营业收入126.18亿元，利润总额20.72亿元。

截至2016年9月底，公司合并资产总额493.58亿元，所有者权益150.63亿元（其中少数股东权益26.59亿元）；2016年1~9月公司实现营业收入139.56亿元，利润总额19.59亿元。

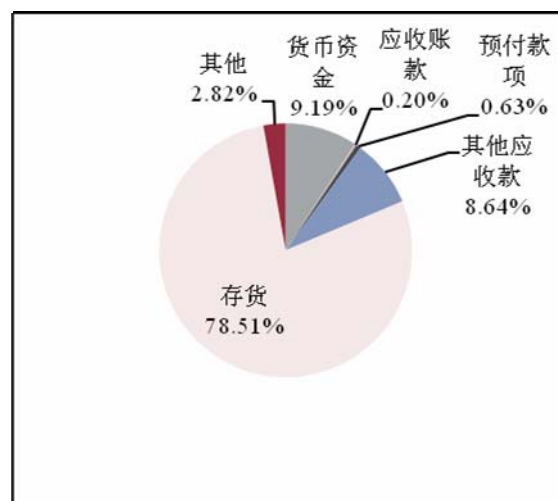
2. 资产质量

2013~2015年，公司资产总额呈波动上升态势，年均复合增长3.31%；截至2015年底，公司资产总额422.30亿元，同比增长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，公司流动资产波动增长，年均复合增长率为1.70%。截至2015年底，公司流动资产388.91亿元，同比增长7.60%，主要源于货币资金、其他应收款和预付款项的增长；公司流动资产主要由货币资金（占9.19%）、其他应收款（占8.64%）和存货（占78.51%）构成。

图3 2015年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司年报整理

2013~2015年，公司货币资金波动增长，年均复合增长32.60%。截至2015年底，公司货币资金合计35.75亿元，较上年末增长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，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 78.61%，截至 2015 年底，公司其他应收款为 33.61 亿元，较上年末增长 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。截至 2015 年底，公司采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额为 2.10 亿元，其中 0.91 亿元账龄在一年以内，坏账计提比例为 5.00%；0.32 亿元账龄在 1 到 2 年，坏账计提比例为 10.00%；0.16 亿元账龄在 2 到 3 年，坏账计提比例为 20.00%；其余账龄在 3 年以上，坏账计提比例为 80.00%；采用账龄分析法的其他应收款综合计提比例为 35.76%。截至 2015 年底，公司采用余额百分比法计提坏账的其他应收款账面余额为 32.59 亿元，主要由对联营、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和已确定盈利的项目公司对其股东的财务资助款构成，坏账计提比例为 1.00%。截至 2015 年底，公司其他应收款综合计提比例为 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。

表 12 2015 年底公司其他应收款金额前六名情况
(单位: 亿元、%)

名称	款项性质	余额	账龄	占比
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
----	--	-------	--	-------

资料来源：公司年报

2013~2015 年，公司存货有所波动，年均复合增长 0.68%。截至 2015 年底，公司存货为 305.35 亿元，同比下降 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%，占比较高。

2013~2015 年，公司其他流动资产保持相对稳定，截至 2015 年底为 10.98 亿元，主要为预缴的房产预售相关税金。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 30.39%。截至 2015 年底，公司非流动资产合计 33.39 亿元，同比增长 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。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产账面余额为 5.90 亿元，同比大幅增长，投资企业主要包括杭州沃安供应链管理有限公司（1 亿元，持股比例 10%）、POTALA TOWER SEATILELLC（1.95 亿元，持股比例 20%）、POTALA SHORELINE,LL（0.97 亿元，持股比例 40.00%）和 PATH OTHELLO,LLC（0.97 亿元，持股比例 27.50%）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。截至 2016 年 9 月底,公司与合作方 Molasky 集团分别以收购该项目公司 85%和 15%的股权的方式对该项目进行了重组。该项目已经完成交割。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,公司投资性房地产快速增长,年均复合增长 36.16%。截至 2015 年底,公司投资性房地产账面价值合计 19.45 亿元,同比大幅增长 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%。

2013~2015 年,公司固定资产持续下降,年均复合下降 13.17%。截至 2015 年底,公司固定资产账面价值为 3.01 亿元,同比下降 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 47.09%)和专用设备(占 38.02%)构成。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%。

截至 2016 年 9 月底,公司合并资产总额 493.58 亿元,较 2015 年底增长 16.88%,主要系货币资金、其他应收款、其他流动资产和可供出售金融资产增长所致;资产构成较 2015 年底变化不大。截至 2016 年 9 月底,公司货币资金 88.36 亿元,较上年底增长 147.15%,主要系公司当期非公开发行 4.07 亿股股票,募集资金 27.21 亿元以及经营回款规模扩大所致;公司其他应收款 64.55 亿元,较上年底增

长 92.08 亿元,主要系公司当期对联营、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已确定盈利的项目公司对其股东的财务资助款增加所致;其他流动资产 19.64 亿元,较上年底增长 78.89%,主要系公司使用自有资金对外提供财务资助以及预缴税金增加所致;可供出售金融资产 10.18 亿元,较上年底增长 72.65%,主要系公司增加了对宁波金丹丰、上海永绥创业投资和上海吉劼创业投资等公司的投资所致。

总体看,公司资产规模波动增长,以流动资产为主。流动资产中存货占比较大,且公司未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,存在一定升值空间。综合看,公司资产质量较好。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2013~2015 年,公司所有者权益持续增长,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 30.85%、资本公积占 0.27%、盈余公积占 7.96%、未分配利润占 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。

截至 2016 年 9 月底,公司所有者权益合计 150.63 亿元(其中少数股东权益 26.59 亿元),同比大幅增长,主要系当期公司非公开发行股票所致;当期公司非公开发行股票 407443890 股股票,募集资金净额 27.21 亿元,其中新增股本 4.07 亿元,新增资本公积 23.14 亿元。2016 年 9 月底,归属于母公司所有者权益中,股本占 25.08%、资本公积占 18.85%、盈余公积占 5.62%、未分配利润占 50.38%。归属于母公司所有者权益稳定性仍然较弱。

负债

2013~2015 年,公司负债规模波动增长,

年均复合增长 0.35%。截至 2015 年底，公司负债总额为 312.95 亿元，同比增长 7.78%，其中流动负债占 80.18%，非流动负债占 19.82%，以流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债波动下降，年均复合下降 1.52%。截至 2015 年底，公司流动负债合计 250.93 亿元，同比增长 2.44%，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。

2013~2015 年，公司应付账款持续下降，年均复合减少 11.10%。截至 2015 年底，应付账款 13.45 亿元，较上年末下降 19.01%，主要由房产开发未付工程款构成。

2013~2015 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 2.22%。截至 2015 年底，公司的预收款项合计 175.99 亿元，较上年末增长 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。

2013~2015 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 43.95%；截至 2015 年底，公司其他应付款 49.50 亿元，同比下降 17.63%，主要系合作开发项目合作方投入款及利息有所减少所致。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。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 1.78 亿元，同比大幅减少，主要系公司偿还借款所致，全部为一年内到期的长期借款。

2013~2015 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 9.18%。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，公司长期借款波动增长，年均复合增长 1.14%。截至 2015 年底，公司长期借款余额为 53.02 亿元，同比增长 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。

截至 2016 年 9 月底，公司负债总额为 342.95 亿元，较上年底增长 9.59%，主要来自预收款项和应付债券的增长；负债结构变化不大。截至 2016 年 9 月底，公司应付债券 29.77 亿元，较上年底大幅增长，主要系 2016 年 8 月，公司发行“16 滨房 01”（21 亿元，期限 3+2）所致；公司预收款项 212.34 亿元，较上年底增长 20.65%，主要系公司销售规模增加所致。

图 4 2013~2016 年 9 月底公司债务情况



2013~2015 年，公司有息债务规模波动下降，年均复合下降 4.01%。截至 2015 年底，公司调整后有息债务规模为 99.50 亿元。从债务结构看，近三年公司有息债务以长期债务为主，截至 2015 年底，公司长期债务占 70.77%。

2013~2015 年，公司资产负债率和全部债

务资本化比率持续下降，长期债务资本化比率波动下降。截至 2015 年底，公司调整后资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率分别为 74.11%、47.64%和 36.19%。

截至 2016 年 9 月底，公司调整后有息债务总额 93.81 亿元，较上年底有所下降，其中短期债务占 29.23%，长期债务占 70.77%。2016 年 9 月底，公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.48%、38.38%和 30.59%，较上年均有不同程度下降，主要系公司非公开发行股票权益规模增长所致。

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

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。近三年，公司营业成本波动增长，年均复合变动率为 8.79%，低于营业收入的增幅；2015 年，公司营业成本 85.46 亿元。

期间费用方面，2013~2015 年，公司期间费用年均复合增长 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，资本化利息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。

非经常性损益方面，近三年，公司投资收益分别为 2.78 亿元、0.01 亿元和 0.01 亿元；公司营业外收入分别为 0.14 亿元、0.22 亿元和 0.29 亿元，非经常性损益对公司利润影响小。

2013~2015 年，公司利润总额有所波动，三年分别为 19.71 亿元、11.61 亿元和 20.72 亿元。

图 5 2013~2015 年公司盈利情况



资料来源：根据公司年报整理

盈利指标方面，2013~2015 年，公司营业利润率波动增长，分别为 20.67%、14.51%和 22.03%；总资产收益率波动增长，分别为 10.46%、8.30%和 10.75%；净资产收益率波动中有所下降，分别为 17.16%、8.75%和 13.75%。

2016 年 1~9 月份，公司实现营业收入和利润总额分别为 139.56 亿元和 19.59 亿元，均超过 2015 年全年，主要系武林壹号部分住宅、衢州月亮湾和金色黎明三期项目完工交付，收入结转增加所致。当期，公司营业利润率为 17.35%，较上年有所下降。

总体看，近年来公司利润规模有所波动，但整体盈利能力较强。

5. 现金流

经营活动方面，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%，2015 年大幅增长主要系当期销售商品、提供劳务收到的现金大幅增长所致；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，年均复合下降 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。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%。

投资活动方面，2013~2015 年公司投资活动现金流入波动下降，分别为 10.78 亿元、12.84 亿元和 1.86 亿元，2015 年大幅下降主要系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，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，2015 年转为净流出状态。

筹资活动方面，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，主要由收到合作项目股东投入的项目合作款构成（计入取得借款收到的现金科目）；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，主要由归还合作项目股东投入的项目合作款构成（计入偿还债务支付的现金科目）；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。

2016 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为 106.66 亿元、-48.19 亿元和-9.47 亿元。

总体看，随着公司销售规模扩大，2015 年以来公司经营活动现金流表现为净流入，且规模较大，对外融资需求不大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2016 年 9 月底，公司的流动比率分别为 145.32%、147.55%、154.99%和 162.77%，速动比率分别为 28.91%、12.78%、33.30%和 65.64%。2013~2015 年底，公司现金类资产分别为 20.33 亿元、18.86 亿元和 35.75 亿元，经营现金流动负债比分别为 1.57%、-5.38%和 32.08%。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力看，2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 21.49 亿元、14.87 亿元和 23.92 亿元，EBITDA 利息倍数分别为 3.83 倍、1.65 倍和 3.22 倍；全部债务/EBITDA 分别为 5.02 倍、7.65 倍和 4.16 倍。整体看，公司长期偿债能力尚可。

综合来看，公司整体偿债能力较强。

截至 2016 年 9 月底，公司共获得金融机构授信总额 90.20 亿元，已使用的授信额度为 40.39 亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，公司是上市公司，拥有直接融资渠道。

对外担保方面，截至 2016 年 9 月底，公司对外担保合计 75.38 亿元，全部是公司为购房人提供按揭担保。从以往历年的情况来看，公司没有发生由于上述担保连带责任而发生重大损失的情形，公司或有风险较小。

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 G1033010400015770C），截至 2016 年 12 月 8 日，公司未结清信贷信息中不存在关注类和不

良类信息。

8. 抗风险能力

基于对房地产行业发展趋势的基本判断，以及公司在地理区位、业务结构、土地储备和财务状况等方面因素的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行金额为21亿元，占公司2016年9月底长期债务的31.63%，全部债务的22.39%，对公司现有债务影响较大。

截至2016年9月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为69.48%和38.38%，若不考虑其他因素，本期中期票据发行后，上述指标将分别升至70.73%和43.25%。考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还银行贷款，公司实际债务指标或低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015年，公司经营活动现金流入量分别为99.65亿元、84.09亿元和170.16亿元，对本期中期票据的保障倍数分别为4.75倍、4.00倍和8.10倍，同期，公司经营活动现金流量净额分别为4.05亿元、-13.17亿元和80.49亿元，对本期中期票据的保障倍数分别为0.19倍、-0.63倍和3.83倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行额度覆盖能力强。

2013~2015年，公司EBITDA分别为21.49亿元、14.87亿元和23.92亿元，分别为本期中期票据发行额度的1.02倍、0.71倍和1.14倍。公司EBITDA对本期中期票据覆盖能力一般。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行额度覆盖能力强。

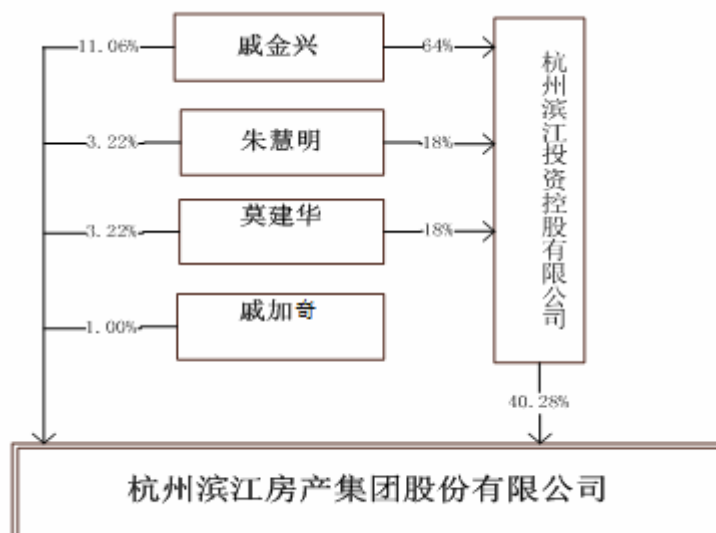
十一、 结论

杭州滨江房产集团股份有限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，联合资信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。

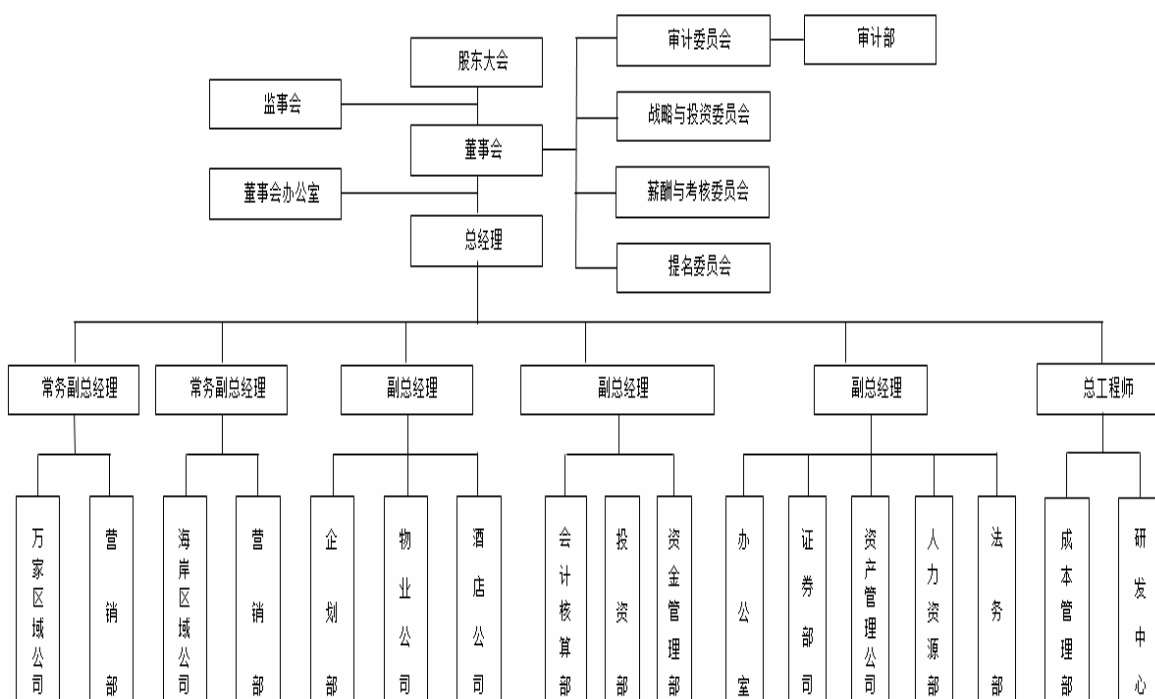
未来随着公司在建房地产项目的开发完成和实现销售，公司经营情况将保持良好。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2016 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2016 年 9 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	20.33	18.86	35.75	93.38
资产总额(亿元)	395.65	382.46	422.30	493.58
所有者权益(亿元)	84.88	92.10	109.35	150.63
短期债务(亿元)	56.16	68.39	37.48	27.42
长期债务(亿元)	51.83	45.33	62.02	66.39
全部债务(亿元)	107.99	113.72	99.50	93.81
营业收入(亿元)	103.82	117.59	126.18	139.56
利润总额(亿元)	19.71	11.61	20.72	19.59
EBITDA(亿元)	21.49	14.87	23.92	--
经营性净现金流(亿元)	4.05	-13.17	80.49	106.66
财务指标				
销售债权周转次数(次)	203.00	176.82	158.16	--
存货周转次数(次)	0.24	0.29	0.27	--
总资产周转次数(次)	0.26	0.30	0.31	--
现金收入比(%)	95.37	71.04	132.71	128.04
营业利润率(%)	20.67	14.51	22.03	17.35
总资本收益率(%)	10.46	8.30	10.75	--
净资产收益率(%)	17.16	8.75	13.75	--
长期债务资本化比率(%)	37.91	32.98	36.19	30.59
全部债务资本化比率(%)	55.99	55.25	47.64	38.38
资产负债率(%)	78.55	75.92	74.11	69.48
流动比率(%)	145.32	147.55	154.99	162.77
速动比率(%)	28.91	12.78	33.30	65.64
经营现金流流动负债比(%)	1.57	-5.38	32.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.83	1.65	3.22	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.02	7.65	4.16	--

注：2016 年前三季度财务数据未经审计；其他应付款中的有息债务计入短期债务；长期应付款的有息债务计入长期债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额×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%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 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 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

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。

联合资信评估有限公司关于 杭州滨江房产集团股份有限公司 2017 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

杭州滨江房产集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。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，杭州滨江房产集团股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注杭州滨江房产集团股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现杭州滨江房产集团股份有限公司出现重大变化，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，联合资信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跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送杭州滨江房产集团股份有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一六年十二月二十三日

