跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1397 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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，并维持“17杭滨江MTN001”AA^+的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年七月十日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

杭州滨江房产集团股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA+	评级展望：稳定
上次评级结果：AA+	评级展望：稳定

债项信用

名　称	发行额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
17 杭滨江 MTN001	21 亿元	2017/02/28-2020/02/28	AA+	AA+

跟踪评级时间：2017 年 7 月 10 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	18.86	35.75	91.60	89.48
资产总额(亿元)	382.46	422.30	495.45	509.49
所有者权益(亿元)	92.10	109.35	157.33	154.23
短期债务(亿元)	68.39	37.48	33.78	22.20
长期债务(亿元)	45.33	62.02	66.47	68.18
全部债务(亿元)	113.72	99.50	100.25	90.38
营业收入(亿元)	117.59	126.18	194.52	12.17
利润总额(亿元)	11.61	20.72	28.16	5.40
EBITDA(亿元)	14.87	23.92	31.53	--
经营性净现金流(亿元)	-13.17	80.49	131.31	24.60
营业利润率(%)	14.51	22.03	17.71	29.10
净资产收益率(%)	8.75	13.75	12.53	--
资产负债率(%)	75.92	74.11	68.25	69.73
全部债务资本化比率(%)	55.25	47.64	38.92	36.95
流动比率(%)	147.55	154.99	162.14	154.79
经营现金流动负债比(%)	-5.38	32.08	48.34	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.65	4.16	3.18	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.65	3.22	7.43	--

注：1. 2017 年前一季度财务数据未经审计；2. 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　王 爽
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

跟踪期内，杭州滨江房产集团股份有限公司（以下简称“公司”或“滨江集团”）继续保持杭州市房地产开发企业的领先地位，受益于2016年房地产市场的高景气度，公司房地产销售情况较好，收入规模和盈利水平均有大幅提高；公司在2016年完成非公开发行股票，进一步增强了其资本实力和整体抗风险能力。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到房地产行业受政策影响大、公司在建规模较大、业务区域集中度较高、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。

综合考虑，联合资信维持公司AA+的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“17杭滨江MTN001”AA+的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，公司继续保持杭州市房地产领先开发企业地位，伴随2016年房地产市场景气度的提升，公司房地产销售情况较好，收入规模和盈利水平均有大幅提高。
2. 2016年公司完成非公开发行股票，资本实力得到进一步充实。
3. 跟踪期内，公司深耕杭州市的同时，逐步拓展至上海及深圳，三地经济发展水平较高，公司面临的外部发展环境较好。
4. 公司经营活动现金流入量和EBITDA对存续债券保障程度较强。

关注

1. 2016年10月以来，房地产行业政策趋紧张，同时考虑到房地产行业具有开发周期长、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、成本控制及销售等方面。

声　明

一、本报告引用的资料主要由杭州滨江房产集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

杭州滨江房产集团股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照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主体长期信用及存续期内中期票据的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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 2017 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 40.28%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，为公司实际控制人。

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2016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49家子公司，截至2017年3月底，公司房地产开发系统在岗员工总数402人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 495.45 亿元，所有者权益 157.33 亿元（其中少数股东权益 29.38 亿元）；2016 年实现营业收入 194.52 亿元，利润总额 28.16 亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额509.49亿元，所有者权益154.23亿元（其中少数股东权益22.05亿元）；2017年1~3月，公司实现营业收入12.17亿元，利润总额5.40亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市庆春东路 38 号；法定代表人：戚金兴。

三、债券与募集资金使用情况

“17 杭滨江 MTN001”于 2017 年 2 月 28 日发行，发行期限 3 年，发行额度 21 亿元，资金全部用于偿还银行贷款。截至目前，所有募集资金已全部使用。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指

数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数(PMI)四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增

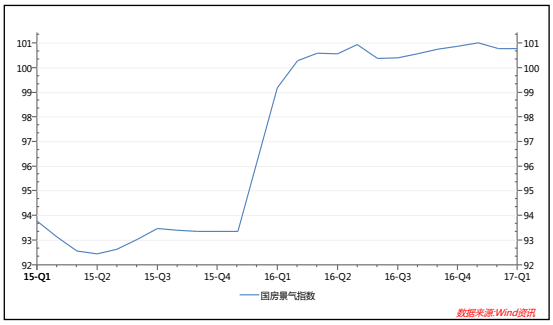
长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 行业概况

2015 年末以来，在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下，房地产市场持续升温，2016 年 9 月底开始，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地产市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

图 1　2015 年以来国房景气指数



资料来源：Wind资讯

2016年，房地产开发投资增速大幅增长，全年房地产开发投资10.26万亿元，同比增长6.90%；其中住宅投资6.46万亿元，同比增长6.40%。全国房屋新开工面积16.69亿平方米，同比增长8.38%，其中住宅新开工面积11.59亿平方米，同比增长8.32%。

房地产销售方面，2016年销售增速呈现先升后降的态势。2016年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016年10月以来，在政策从紧的影响下，销售增速有所回落。2016年全年商品房销售面积为15.73亿平方米，同比增长22.41%，共实现销售额11.76万亿元，同比增长34.80%。价格方面，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，2016年百城住宅价格累计上涨18.71%，较2015年全年扩大14.56个百分点，创近年新高。四季度多城市调控政策密集出台，市场运行环境趋紧，10~12月百城均价环比涨幅分别收窄1.18个、0.13个和0.21个百分点。

分类来看，与2015年全年相比，2016年一线城市商品房销售面积与2015年基本持平，但价格涨幅持续扩大，代表城市1~11月房价累计涨幅达22.95%；二线城市销售规模显著增长，价格方面增幅较大，二线代表城市1~11月房价累计涨幅13.34%，四季度随调控政策出台，增幅有所回落；三线城市成交规模差异显著，核心城市周边区域成交大幅增长，普通三线城市成交量呈稳定增长态势，代表城市2016年1~11月房价累计增长10.15%，价格变化相对一二线城市较为稳定。

2. 土地供给与信贷环境

在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，2016年全国300个城市共推出各类用地18.2亿平方米，同比下降11.0%，降幅较2015年收窄7.8个百分点，整体仍处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比持续下滑，共成交15.0亿平方米，同比下降5.7%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.9万亿元，同比增长30.3%。2016年全国300个城市2016年各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨38.7%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战；另一方面，在政策引导下，一线及重点二线城市2017年住

宅土地供应量将稳步增加，为前期审慎拿地企业提供一定空间。此外，三四线城市去库存压力犹存，土地供需仍会维持低位水平。

从房地产开发资金来源来看，2016年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长，分别占房地产开发资金来源的14.92%、29.09%和16.92%，其中房地产贷款占比有所下降，定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2015年，全国主要金融机构房地产贷款余额（含外资，主要由个人住房贷款、房地产开发贷款和保障性住房开发贷款构成）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3.60万亿元，较上年增加0.84万亿元，占各项贷款新增额的30.6%，较上年有所扩大。2016年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为26.68万亿元，同比增长27.00%，增速进一步上涨；全年新增房地产贷款5.67万亿元，较上年增加2.07万亿元，新增规模进一步扩大。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）。截至2016年底，全国保障性住房开发贷款余额为2.52万亿元，同比增长38.30%，增速有所回落。进入2017年，房地产开发贷款增速下降，证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧，一二线城市限购、限贷也将限制定金、个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭重压。

3. 政策环境

2016 年 9 月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过 22 个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范，至 11 月末调控政策仍在持续加码中。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。以深圳为例，楼市新政主要包括①限购：深圳市户籍单身（含离异）限购 1 套房，非深圳市户籍要满五年社保，限购一套；②限贷：无房无贷款记录首套首付比例最低 30%，有房二套贷款首付比例不低于 70%；③加大住房用地供应力度：加快落实“十三五”期间 800 公顷商品住房、人才住房和保障性住房用地供应目标，尽快完成 2016 年 137 公顷各类住房供地任务；④加强监督指导：房地产开发企业应当接受主管部门对商品住房和商务公寓项目销售价格的指导；对超出备案价格、擅自提价且不接受价格指导的企业，立即停止网签并责令整改。其他城市中合肥、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。

2016 年 12 月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立

法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017 年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017 年 3 月以来，已经有 18 个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分 16 年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策，且从政策力度来看，基本上与其他城市相同，而部分近期价格上涨幅度不大的二线城市，虽然也收紧了政策口径，但力度变化不大。

4. 行业竞争

2016年，销售额超过百亿元的房企达到131家，市场占有率快速提升。根据中国指数研究院的统计，2016年百强房企的市场占有率为40.8%，销售额增速为52.5%，行业集中度加速提升，而其中top30的房地产企业规模销售增速显著高于百强房企的平均水平。2016年房地产企业并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格高居不下、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

总体看，2016年一线城市及部分热点二线城市房地产销售量价齐升，房地产市场繁荣的热潮传导至三四线城市，一定程度上减轻了三四线城市的库存压力，但部分三四线城市库存压力仍较大。2016年9月末后，随着房地产调控政策的不断升级，热点城市销售情况或将出现回落，价格可能有小幅回调，三四线城市未来市场表现有望保持平稳，行业整体面临一定下行压力，开发商竞争加剧。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。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。

5. 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。

2016 年，全市实现生产总值 11050.49 亿元，比上年增长 9.5%。其中第一产业增加值 304.84 亿元，第二产业增加值 3977.39 亿元，第三产业增加值 6768.26 亿元，分别增长 1.9%、4.7%和 13.0%。全年全体居民人均可支配收入 46116 元，增长 8.1%，扣除价格因素，实际增长 5.4%。其中，城镇常住居民人均可支配收入 52185 元，增长 8.0%，农村常住居民人均可支配收入 27908 元，增长 8.5%，扣除价格因素，实际分别增长 5.3%和 5.8%。

整体上看，杭州市经济发展态势良好，人均可支配收入稳步增长，有利于房地产企业的发展。

房地产市场情况

2016 年杭州市区共成交土地 558.75 万平方米，同比增长 23.25%；总可建面积 1314.55 万平方米，同比增长 31.57%；总成交金额 1624.08 亿元，同比增长 144.67%。纵向比较，成交金额创下了历史年度最高，横向比较，这一数值位居全国第二位，仅低于南京。

尽管成交金额刷新历史记录，2016 年土地成交面积为近 8 年来的倒数第三位，仅高于 2012 年和 2015 年。

2016 年，杭州市全市完成房地产开发投资

2606.41 亿元，增长 5.4%，其中住宅投资 1559.98 亿元，增长 8.2%。房屋施工面积 11562.96 万平方米，增长 3.8%；竣工面积 1922.99 万平方米，增长 15.5%。全年商品房销售面积 2326.69 万平方米，增长 57.1%，其中住宅销售 1887.11 万平方米，增长 46.1%。保障性安居工程项目开工 76161 套，竣工 58664 套。

2016 年，杭州市区新建商品房签约均价为 17289 元/平米，相比 2015 年上涨了 8.1%，根据国家统计局数据，2016 年 11 月杭州全市新建商品住宅价格同比上涨 30.1%，涨幅排名全国第 6 位。从新建商品住宅价格的季度变化来看，上半年杭州新建商品房上涨幅度处于合理区间，基本是对前面近 5 年时间杭州房价的补涨，整体价格体系相对稳定。此后随着 G20 的举办，外地购房者加速涌入杭州，新建商品住宅价格的上涨速度在第三季度有所加快，限购限贷政策重启后，四季度价格环比增幅出现下降，但房价仍处于较高位。

随着价格的上涨，部分高端项目的热销，2016 年主城区单价在 3 万元/平方米以上的房源签约占比达 21%，较去年增加了 8 个百分点。相应的，主城区总价超过 350 万元的房源占比较去年上涨了 8 个百分点。

进入 2017 年房价持续走高。截至 2017 年 3 月 30 日，第一季度杭州市区(含余杭、萧山、富阳)共成交商品房 34983 套，成交均价 19248 元/平方米，其中主城区成交商品房 12954 套，成交均价 25210 元/平方米。进入 4 月，杭州房价平均单价为 23304 元/㎡，环比 1.61%。5 月杭州市区新建商品房成交均价 20906 元/平方米，创历史次新高，环比上涨 2.5%，同比上涨 24.2%。其中，商品住宅成交均 21072 元/平方米，环比微跌 0.6%，同比上涨 22.1%。5 月杭州市场依然在官方限购、限贷、限预售证、限网签、限价的最严厉调控政策下惯性向前，市区商品房成交仍维持在高位。6 月杭州各区平均房价同比上涨 29.4%。

房地产政策

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。

自 2017 年 3 月 29 日起，经市政府研究决定，进一步完善杭州住房限购及销售监管措施、调整住房公积金贷款相关政策措施。在住房限购及销售监管政策方面，一是明确本市户籍成年单身(含离异)人士在限购区域内限购一

套住房。二是增设企业购买限购区域住房的限制上市交易年限，需满 3 年方可上市交易。三是增设对户籍由外地迁入四县(市)的居民家庭的购房限制，自户籍迁入之日起满 2 年，方可在本市市区范围内购买住房。在住房公积金贷款政策方面，进一步严格公积金贷款认贷标准，在市区范围内，职工家庭名下已拥有一套住房或无住房但有住房贷款记录的，购买普通自住住房执行二套住房公积金贷款政策，贷款首付款比例不低于 60%，公积金贷款利率按同期住房公积金贷款基准利率 1.1 倍执行。在商业性住房贷款方面，一是进一步调整信贷首付比例，在市区范围内，对于已拥有一套住房，或无住房但有住房贷款记录的居民家庭，申请商业性个人住房贷款购买住房，执行二套房信贷政策，首付款比例不低于 60%。二是要求各商业银行严格审核借款人还款能力，严格落实月供收入比不超过 50%等政策要求，对已成年、未就业、无固定收入且还款资金来源于其他共同还款人的借款人，可参照二套房信贷政策执行。三是严格审核个人住房贷款首付款资金来源，严禁各类“加杠杆”金融产品用于购房首付款。

总体上看，2016年以来杭州房地产市场持续火爆，去化效果明显。预计随着调控力度的不断加大，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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2017 年 3 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，为公司实际控制人。

2. 企业规模

自1996年成立以来，公司深耕杭州地区，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1262.11万平方米，项目开发经验丰富。截至2017年3月底，公司土地储备（拟建项目的预计建筑面积与在建项目的计容建筑面积之和）规模为421.79万平方米，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的去化，并重点尝试拓展深圳、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—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。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

八、重大事项

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、12426.04万股。

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（4.00亿元）、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。

九、经营分析

1．经营概况

公司主营业务为房地产开发与销售。2014年~2016年，公司营业收入大幅增长，三年复合增长率为28.62%，2016年实现营业收入194.52亿元，较上年增长54.17%，主要系房地产市场景气度回暖以及公司结转收入规模较大因素共同所致。

表1　2014～2017年3月公司营业务收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2014年			2015年			2016年			2017年1~3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	112.56	95.73	21.32	119.49	94.70	31.39	186.47	95.86	24.09	9.70	79.67	29.30
酒店业	1.61	1.37	44.32	1.71	1.36	45.86	1.63	0.84	40.17	0.28	2.33	49.04
物业服务业	1.28	1.09	17.27	1.72	1.36	16.68	2.41	1.24	12.80	0.44	3.61	19.15
其他	2.13	1.81	71.20	3.25	2.57	65.87	4.01	2.06	70.75	1.75	14.38	86.64
合计	**117.59**	**100.00**	**22.50**	**126.18**	**100.00**	**32.27**	**194.52**	**100.00**	**25.05**	**12.17**	**100.00**	**37.64**

资料来源：公司提供

注：1. 物业公司已于2017年2月剥离；2. 合计小数后两位差异为四舍五入导致。

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%左右，2016年房地产开发业务实现营业收入186.47亿元，占当年营业收入的95.86%，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，2014年~2016年，酒店业收入占比呈持续下降的趋势且规模较小；同期，物业服务业收入占比波动上升，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22.50%、32.27%和25.05%，其中，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；2016年受部分结转房地产项目毛利率较低影响，公司整体毛利率较2015年下降7.30个百分点，为24.09%；公司酒店业务毛利率呈波动下降趋势，保持在40%以上，2016年为40.17%，较2015年下降5.69个百分点，主要系服务人员工资上调增加成本所致；公司物业服务业毛利率呈持续下降趋势，分别为17.27%、16.68%和12.80%，受各地上调最低工资标准影响，营业成本增速有所增加；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，2016年为79.74%。总体上看，公司综合毛利率有所波动，但仍处于较高水平。

2017年1~3月，公司实现营业收入12.17亿元，为2016年全年的6.26%，其中，房地产开发板块实现营业收入9.70亿元，为2016年该板块营业收入的5.20%，下降幅度较大，主要系公司本期交付楼盘较少，结转收入较少所致，毛利率较2016年增长5.21个百分点；酒店业实现营业收入0.28亿元，毛利率较2016年增长8.87个百分点；物业服务业实现营业收入0.44亿元，毛利率较2016年增长6.35个百分点；其他业务板块实现营业收入1.75亿元，毛利率较2016年增长15.89个百分点。

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　2014~2017 年一季度公司营业收入分地区情况（单位：亿元、%）

区域	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
杭州地区	101.25	86.11	103.55	82.07	151.41	77.83	9.79	80.44
衢州地区	4.90	4.17	1.66	1.32	16.24	8.35	0.68	5.58
绍兴地区	1.92	1.63	14.91	11.81	16.81	8.64	0.54	4.42
金华地区	9.50	8.08	6.05	4.80	3.02	1.55	0.78	6.45
嘉兴地区	--	--	---	--	7.04	3.62	0.38	3.11
合计	**117.59**	**100.00**	**126.18**	**100.00**	**194.52**	**100.00**	**12.17**	**100.00**

资料来源：公司提供

注：合计小数后两位差异为四舍五入导致。

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。2016 年杭州地区营业收入为 151.41 亿元，占比降低至 77.83%，收入主要来自武林壹号部分住宅、湘湖壹号、华家池等项目。2017 年一季度，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、平安不动产、信达地产、中铁建、保利地产、碧桂园、旭辉控股集团等。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”[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，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，公司分别成功获得 5 块、7 块和 12 块土地，公司拿地计容规划建筑面积分别为 52.98 万平方米、104.30 万平方米和 160.81 万平方米，合计 318.09 万平方米；土地成本支出分别为 11.77 亿元、73.74 亿元和 114.16 亿元。

[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。

从楼面单价来看，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相对较高，拉动公司楼面均价上升；2016 年，公司加速进军上海市场，与中崇集团合作，分别取得大兴街及相府花园两个块土地，权益占比分别为 16.81%和 10%；公司继续深耕杭州地区，取得 9 块土地，其中，公司奥体项目与信达地产及融创合作取得，计容建筑面积 57.00 万平方米，公司权益占比 10%。

表 3　公司近三年拿地情况（单位：块、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
2014 年	5	11.77	52.98	2221.63
2015 年	7	73.74	104.30	7069.78
2016 年	12	114.16	160.81	7099.06
合计	**24**			--

资料来源：公司提供
注：该表格中数据包括非并表数据。

截至2017年3月底，公司尚有未开发的土地计容规划建筑面积合计96.68万平方米，分布在上海和杭州；其中按照权益比例计算的计容规划建筑面积为23.41万平方米。

表 4　截至 2017 年 3 月底公司尚未开发的主要土地储备情况（单位：万平方米、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	计容规划建筑面积	楼面价	尚未开发的建筑面积	享有权益	是否并表
临政储出【2016】12 号	杭州临安	2016 年 8 月	商业	22.30	13.38	747	13.38	100.00	是
杭政储出[2016]9 号	杭州	2016 年 5 月	商业	15.78	57.09	13868	57.09	10.00	是
定安府	杭州	2016 年 5 月	商业	1.13	1.25	22572	1.25	75.00	是
大兴街	上海	2016 年 12 月	住宅、商业	3.71	12.96	74985	12.96	16.81	否
相府花园	上海	2016 年 12 月	住宅、商业	7.51	12.00	70000	12.00	10.00	否
合计				**50.43**	**96.68**	--	**96.68**	--	--

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，复合公司“三点一面”战略，布局在杭州、上海集长三角富裕县市；公司近年加大合作开发力度，开发速度加快，截至 2017 年 3 月底，公司未开工主要土地储备均未超过 1 年，相对于公司每年开发面积，公司土地储备规模及在建项目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。

（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。

从公司房地产开发建设情况看，2014 年~2016 年，公司房地产开发新开工面积保持在较稳定水平。2016 年，公司新开工面积 79.20 万平方米，较上年增长 96.87%。近三年，随着项目建设进度推进，公司竣工面积呈增长趋势，2016 年公司竣工面积较大，为 68.94 万平方米。近三年，公司期末在建面积呈波动下降趋势，2016 年公司期末在建项目为 271.62 万平方米，规模较大。

表5　2014~2017年3月公司主要开发数据情况

（单位：万平方米）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1~3 月
新开工面积	43.22	40.23	79.20	12.23
竣工面积	48.70	62.58	68.94	0.00
期末在建面积	229.71	207.36	217.62	229.85

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，以及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。截至目前，公司持有在建在售项目 16 个，总投资合计 641.70 亿元，已投资 493.08 亿元，尚需投资 148.62 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 2017 年 3 月底，公司已确认收入资金合计 448.43 亿元。此外，截至 2017 年 3 月底，公司持有已竣工在售项目 15 个，总投资合计 328.69 亿元，已回笼资金 407.51 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 50 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 6　截至 2017 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 2017 年 3 月底已投资情况	截至 2017 年 3 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	92.46	136.44	33.40	25.01	19.90	6.86
	2	湘湖壹号	50	59.47	43.31	76.87	24.14	23.90	21.58	3.56
	3	华家池	51	72.13	56.75	68.97	18.90	18.71	15.66	4.04
	4	萧山东方海岸	50	25.18	21.89	27.15	21.85	19.22	18.95	1.43
	5	千岛湖东方海岸	100	19.00	12.38	10.62	19.20	18.50	11.73	0.90
	6	东方星城	30	24.09	19.55	29.97	12.68	12.02	9.88	3.03
	7	上海公园壹号	30	53.00	43.71	--	12.05	11.22	未开始销售	--
	8	锦绣之城	51	35.00	25.95	34.46	10.91	10.77	7.15	4.82
	9	江南之星	33	33.00	23.89	24.57	25.37	24.48	8.54	2.88
	10	万家之星	35	5.50	3.40	4.65	5.41	5.36	2.15	2.16
	11	平湖万家花城	35.10	39.07	31.79	34.73	93.53	66.00	40.10	0.87
	12	东方名府	26	5.30	3.44	--	4.75	4.70	未开始销售	--
	13	东方悦府	32	13.20	7.69	--	7.54	7.46	未开始销售	--
	14	信达一品	20	47.00	37.35	--	9.24	9.14	未开始销售	--
	15	翡翠海岸	33	70.00	51.24	--	12.23	12.11	未开始销售	--
	16	义乌后宅	33	30.00	18.28	--	14.25	14.11	未开始销售	--
		小计	**--**	**641.70**	**493.08**	**448.43**	**325.45**	**282.71**	**155.64**	**--**

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	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	19.30	15.47	15.34	15.34	1.26
	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	22.51	4.08
	8	金色黎明一期	51			26.73		16.76	16.30	1.64
	9	金色黎明二期	51	21.73	21.73	24.80	14.23	14.09	13.36	1.86
	10	金色黎明三期	51	19.88	19.88	25.48	14.00	13.86	12.69	2.01
	11	西溪明珠	100	23.20	23.19	12.74	7.01	6.89	4.56	0.33
	12	衢州月亮湾	100	24.55	24.55	22.36	25.53	25.27	25.27	0.88
	13	曙光之城	100	23.00	23.00	23.62	13.48	12.77	12.77	1.85
	14	绍兴金色家园	100	13.60	13.60	16.01	17.74	11.20	11.21	1.43
	15	凯旋门	100	35.03	35.03	31.17	10.73	8.24	8.24	3.78
		小计	--	**328.69**	**328.69**	**407.51**	**241.22**	**219.03**	**214.19**	--

资料来源：公司提供

注：部分项目中底商均为公司自持；平湖万家花城项目分期开发，目前符合销售条件的为 66.00 万平方米；东方名府、东方悦府、信达一品、翡翠海岸和义务后宅项目均为 2017 年 3 月后开工项目；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；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。

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，2016 年公司签约销售面积和金额分别达 87.24 万平方米和 212.98 亿元。签约均价上看，公司房屋销售平均价格也呈持续上涨态势，由 2014 年的 19040.24 元/平方米大幅上升至 2016 年的 24413.11 元/平方米，主要系 2016 年公司签约销售项目中包括较大规模高端盘项目所致。

表7　2014~2017年3月公司项目销售情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
签约销售面积（万平方米）	49.48	77.93	87.24	25.03
签约销售金额（亿元）	94.21	160.38	212.98	73.94
签约销售均价（元/平方米）	19040.24	20580.34	24413.11	29540.55
结转收入面积（万平方米）	45.99	47.52	97.75	4.79
结转收入（亿元）	112.56	119.49	186.47	9.70

资料来源：公司提供

截至2017年3月底，公司项目可售面积合计501.74万平方米（部分项目在建，未取得预售许可证），总待售面积131.91万平方米，其中，已取得预售证尚未销售面积合计73.17万平方米，包括已竣工剩余可售面积为4.84万平方米。整体上看，公司主要待售项目分布在杭州和平湖地区，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，易受区域风险影响，公司部分项目均价较高，因政策原因可能去化较慢，若预售不达预期，对公司资金形成占用。

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。

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。2014~2016 年，公司代建业务分别实现营业收入 1.20 亿元、2.10 亿元和 2.55 亿元，呈现快速发展的态势。

表8 2014~2017年3月代建项目情况（单位：个、亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
新增代建项目数量	2	4	1	0
新增代建项目金额	1.89	2.53	0.28	0.00
代建项目确认收入金额	1.20	2.10	2.55	1.37
期末在手代建合同金额	5.63	6.06	33.00	31.63

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。2014~2016 年，公司酒店业收入分别为 1.61 亿元、1.71 亿元和 1.63 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。近几年，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 2121.45 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。2014~2016 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 2016 年底，其账面价值为 1.85 亿元。

总体上看，公司酒店业务经营状况良好，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

2014~2016 年，公司销售债权周转次数持续上升，2016 年为 187.47 次；近三年公司存货周转次数波动上升，2016 年为 0.51 次；总资产周转次数有所上升，2016 年为 0.42 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。

作为杭州地区主要本地上市房地产企业实行“房产+服务+金融”的战略：

房地产开发方面，基于滨江的六大优势，即团队优势、管理优势、品牌优势、服务优势、合作优势和资本优势，房地产开发战略上定位为“一保持二加强一拓展”，即要长期保持大本营杭州行业前三的市场地位，重点加强在金融中心上海、创新中心深圳的项目储备，同时在政治中心北京找机会突破。战术上表现为“三点一面一拓展”布局：三点，指杭州、上海、深圳；一面，指长三角重点富裕县市；一拓展，是指北京。2017 年公司将加强品牌销售，目标确保 300 亿，争取 400 亿。

服务方面，增加和扩大股权类合作；加大兼并、收购力度。2017 年整个实施“三点

一面一拓展”，确保新增 12 个项目，争取 20 个，新增项目一半以上通过兼并购取得。2017 年的目标分区域看，上海至少新增 3 个，深圳新增 3 个，杭州及“一面一拓展”必须新增 6 个项目。

金融方面，2017 年公司计划以 40 亿元的资金投资于一级、一级半、二级市场。争取在 2018 年，投资总额达到 100 亿元。为滨江在房产领域外，能够了解各个行业的状况，分享各个行业的成果，也为我们上市公司寻找优秀的合作伙伴。

不动产配置方面，公司计划在澳洲、日本、英国、香港等目标区域购买资产，包括酒店和写字楼，实现公司 20%资产的海外配置。

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。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2014～2016 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 2017 年一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 2016 年底，公司合并资产总额 495.45 亿元，所有者权益 157.33 亿元（其中少数股东权益 29.38 亿元）；2016 年实现营业收入 194.52 亿元，利润总额 28.16 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 509.49 亿元，所有者权益 154.23 亿元（其中少数股东权益 22.05 亿元）；2017 年 1~3 月公司实现营业收入 12.17 亿元，利润总额 5.40 亿元。

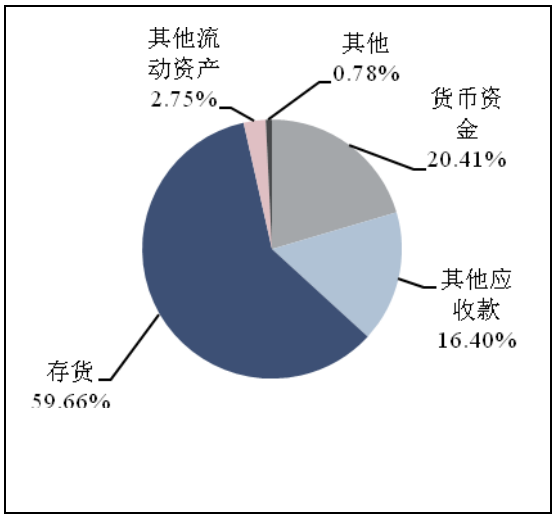
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额不断增长，年均复合增长 13.82%；截至 2016 年底，公司资产总额 495.45 亿元，同比增长 17.32%，主要系货币资金和其他应收款增加所致。其中流动资产占 88.90%，非流动资产占 11.10%。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

2014~2016 年，公司流动资产不断增长，年均复合增长 10.39%。截至 2016 年底，公司流动资产 440.45 亿元，同比增长 13.25%，主要源于货币资金和其他应收款的增长；公司流动资产主要由货币资金（占 20.41%）、其他应收款（占 16.40%）和存货（占 59.66%）构成。

图 2　2016 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司年报整理

2014~2016 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 118.85%。截至 2016 年底，公司货币资金合计 89.91 亿元，较上年末增长 151.47%，主要系公司预售楼盘增加，相应货币资金增长所致。公司货币资金主要由银行存款（占 99.89%）构成；其中，使用权受限的货币资金共计 0.08 亿元，主要为代建项目保函保证金，占货币资金总额的 0.09%，占比不高。

2014~2016 年，公司其他应收款快速增

长，年均复合增长 695.86%，截至 2016 年底，公司其他应收款 72.23 亿元，较上年末增长 114.92%，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 2016 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 6.92 亿元，其中 5.56 亿元账龄在一年以内，坏账计提比例为 5.00%；0.31 亿元账龄在 1 到 2 年，坏账计提比例为 10.00%；0.24 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 15.84%。截至 2016 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 68.51 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 2016 年底，公司其他应收款综合计提比例为 4.24%，计提较为充分。截至 2016 年底，公司其他应收款额前五名合计占当期其他应收款余额的比例为 74.84%，集中度高。

表 9　2016 年底公司其他应收款金额前五名情况

（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	18.76	1 年内（70.63%），1~2 年（29.32%）	24.87
杭州滨保房地产开发有限公司	拆借款	16.69	1 年以内	22.13
上海滨安房地产开发有限公司	拆借款	8.70	1 年以内	11.54
杭州京滨置业有限公司	拆借款	6.43	1 年以内	8.53
义乌滨信房地产开发有限公司	拆借款	5.86	1 年以内	7.77
小计	--	**56.44**	--	**74.84**

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司存货不断下降，年均复合下降 10.78%。截至 2016 年底，公司存货为 262.78 亿元，同比下降 13.94%，主要系 2016 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。公司存货主要由开发成本和开发产品构成，占比分别为 88.17%和 11.82%。其中，金额较大的开发成本包括武林壹号项目（34.79 亿元）、华家池项目（54.67 亿元）和湘湖壹号项目（27.02 亿元）；金额较大的开发产品包括西溪明珠项目（12.26 亿元）、武林壹号 1#4#5#6#7#楼项目（4.72 亿元）和金色黎明二三期（2.13 亿元）。受房地产市场回暖影响，2016 年公司未计提存货跌价准备。截至 2016 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 30.66%，占比较高。

2014~2016 年，公司其他流动资产有所增长，年均复合增长 9.32%，截至 2016 年底为 12.13 亿元，同比增长 10.49%，主要系预缴的房产预售相关税金增长所致。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 61.70%。截至 2016 年底，公司非流动资产合计 54.99 亿元，同比增长 64.69%，主要系可供出售金融资产和长期应收款增长所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 29.75%）、长期应收款（占 21.09%）和投资性房地产（占 33.92%）构成。

2014~2016 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 1179.06%。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产账面余额 16.36 亿元，同比大幅增长 177.47%，投资企业主要包括 PROLOGIUM HOLDING INC.（3.22 亿元，持股比例 11.63%）、北京中联康生物科技股份有限公司（1.50 亿元，持股比例 20.00%）、上海崇置城市建设发展合伙企业（有限合伙）（2.69 亿元，持股比例 11.67%）和杭州沃安供应链管理有限公司（1 亿元，持股比例 10%）。

截至 2016 年底，公司长期应收款为 11.60

亿元，主要为购买的信托资金。

公司投资性房地产采用成本法计量。2014~2016 年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 24.65%。截至 2016 年底，公司投资性房地产账面价值合计 18.65 亿元，同比下降 4.10%。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 2016 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 11.30 亿元，用于借款担保，占期末投资性房地产账面价值总额的 60.60%。

2014~2016 年，公司固定资产不断下降，年均复合下降 14.25%。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值为 2.62 亿元，同比下降 12.96%，主要系公司处置部分房屋及建筑物和计提折旧增加所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 45.94%）和专用设备（占 36.11%）构成。截至 2016 年底，公司使用权或所有权受限的固定资产原值合计 1.09 亿元，占期末固定资产原值的 16.20%。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 509.49 亿元，较 2016 年底增长 2.83%，主要系交易性金融资产、其他流动资产和可供出售金融资产增长所致；资产构成较 2016 年底变化不大。截至 2017 年 3 月底，公司交易性金融资产 6.97 亿元，较上年底增长 312.12%，主要系公司增加对二级市场的投资所致（对上海湘府房地产开发、浙江东亚药业股份、湖北长江星医药、宁波东睦东奥投资管理等公司的股权投资）；公司其他流动资产 36.79 亿元，较上年底增长 203.39%，主要系公司及下属子公司的预缴税金增加及购买 21.63 亿元理财产品所致；可供出售金融资产 22.48 亿元，较上年底增长 37.39%，主要系公司增加对外投资所致。

总体看，公司资产规模不断增长，以流动资产为主。流动资产中存货占比较大，未来存货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

2014~2016 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 30.70%。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 157.33 亿元，同比增长 43.87%，主要系当期公司非公开发行股票及股本溢价导致资本公积增长所致。当期公司非公开发行 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。同期，归属于母公司所有者权益为 127.95 亿元，其中股本占 24.32%、资本公积占 18.27%、盈余公积占 5.71%、未分配利润占 51.57%。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 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 154.23 亿元（其中少数股东权益 22.05 亿元）。同期，归属于母公司所有者权益中，股本占 23.54%、资本公积占 17.69%、盈余公积占 5.53%、未分配利润占 53.17%。跟踪期内，归属于母公司所有者权益稳定性仍然较弱。

负债

2014~2016 年，公司负债规模有所增长，年均复合增长 7.91%。截至 2016 年底，公司负债总额为 338.12 亿元，同比增长 8.04%，其中流动负债占 80.34%，非流动负债占 19.66%，以流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债有所增长，年均复合增长 5.31%。截至 2016 年底，公司流动负债合计 271.65 亿元，同比增长 8.26%，主要以预收款项（占 73.12%）、其他应付款（占 11.64%）和应付账款（占 7.65%）为主。

2014~2016 年，公司应付账款波动中有所增长，年均复合增长 11.82%。截至 2016 年底，应付账款 20.77 亿元，较上年末增长 54.40%，主要由房产开发未付工程款构成。

2014~2016 年，公司预收款项快速增长，年均复合增长 21.43%。截至 2016 年底，公司预收款项合计 198.63 亿元，较上年末增长

12.86%，主要系伴随 2016 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。

2014~2016 年，公司其他应付款快速下降，年均复合下降 27.45%。截至 2016 年底，公司其他应付款 31.63 亿元，同比下降 36.11%，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 39.49%，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。

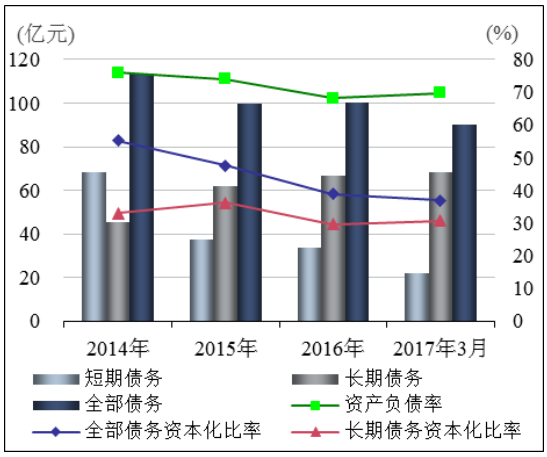
2014~2016 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 21.00%。截至 2016 年底，公司非流动负债合计 66.47 亿元，主要由长期借款（占 46.93%）和应付债券（占 44.82%）构成。

2014~2016 年，公司长期借款波动下降，年均复合下降 17.04%。截至 2016 年底，公司长期借款余额为 31.19 亿元，同比下降 41.17%，主要系公司销售情况较好、资金较为充裕，主动归还大量长期借款所致。公司长期借款主要由抵押借款（占 17.82%）、抵押兼保证借款（占 73.59%）以及抵押兼质押兼保证借款（占 8.58%）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”（额度9亿元，2018年到期）和“2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”（额度21亿元，2021年到期）。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额为 355.26 亿元，较上年底增长 5.07%，主要来自预收款项和应付债券的增长；公司负债结构变化不大。截至 2017 年 3 月底，公司预收款项 233.10 亿元，较上年底增长 17.36%，主要系公司销售规模增加所致；公司应付债券 50.80 亿元，较上年底大幅增长，主要系 2017 年 2 月，公司发行“2017 年度第一期中期票据”（21 亿元，期限 3 年）所致。

图 3　2014~2017 年 3 月底公司债务情况



资料来源：根据公司财务报告整理

2014~2016 年，公司有息债务规模波动中有所下降，年均复合下降 6.11%。截至 2016 年底，公司调整后有息债务规模为 100.25 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 2016 年底，公司调整后长期债务占 66.30%。

2014~2016 年，公司资产负债率有所下降，调整后全部债务资本化比率快速下降，调整后长期债务资本化比率波动中有所下降。截至 2016 年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化率和调整后长期债务资本化比率分别为 68.25%、38.92%和 29.70%。

截至 2017 年 3 月底，公司调整后有息债务总额 90.38 亿元，较上年底有所下降，其中短期债务占 24.56%，长期债务占 75.44%。2017 年 3 月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 68.25%、36.95%和 30.65%，全部债务资本化比率有所下降，主要系公司短期债务规模有所下降所致。

总体看，跟踪期内，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

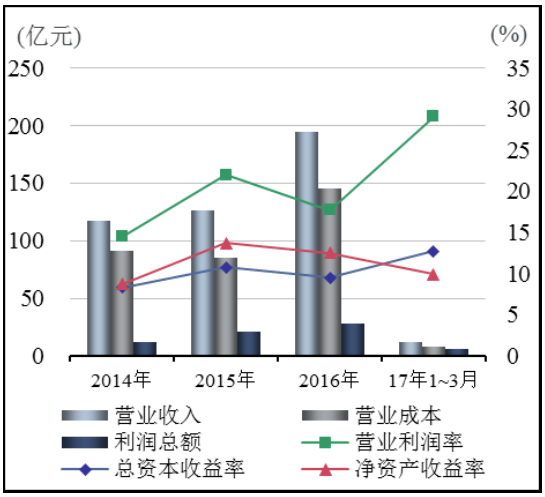
2014~2016 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 28.62%。2016 年，公司实现营业收入 194.52 亿元，同比增长 54.17%，主要系公司武林壹号 1、4 号楼、金色黎明三期、金色江南、千岛湖东方海岸一期、衢州月亮湾、平湖万家花城 H 地块以及万家星城等部分房产销售结转所致。近三年，公司营业成本波动增长，年均复合变动率为 26.48%，低于营业收入的增幅；2016 年，公司营业成本 145.80 亿元。

期间费用方面，2014~2016 年，公司期间费用保持相对稳定，年均复合增长 1.88%。2016 年公司期间费用合计 5.72 亿元，同比增长 4.83%，主要系销售费用和管理费用增长所致。2014~2016 年，公司销售费用快速增长，年均复合增长 17.75%，2016 年销售费用为 1.62 亿元，较上年增长 35.24%，主要系外部单位代销费增加所致。2014~2016 年，公司管理费用不断增长，年均复合增长 12.58%，2016 年管理费用为 2.96 亿元，较上年增长 14.70%，主要系收购新项目费用及美国项目律师咨询费。2014~2016 年，公司财务费用快速下降，年均复合下降 24.64%，2016 年财务费用为 1.14 亿元，较上年下降 32.06%，主要系发生汇兑收益及对联营、合营企业实现的利息收入。2014~2016 年，公司费用收入比快速下降，分别为 4.69%、4.33%和 2.94%，公司费用控制能力较强。

非经常性损益方面，近三年，公司投资收益分别为 0.01 亿元、0.01 亿元和 0.76 亿元；公司营业外收入分别为 0.22 亿元、0.29 亿元和 0.11 亿元，非经常性损益对公司利润影响小。

2014~2016 年，公司利润总额快速增长，三年分别为 11.61 亿元、20.72 亿元和 28.16 亿元。

图 4　2014~2017 年 3 月公司盈利情况



资料来源：根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2014~2016 年，公司营业利润率波动中有所增长，分别为 14.51%、22.03%和 17.71%；总资本收益率波动中有所增长，分别为 8.30%、10.75%和 9.30%；净资产收益率波动增长，分别为 8.75%%、13.75%和 12.53%。

2017 年 1~3 月份，公司实现营业收入和利润总额分别为 12.17 亿元和 5.40 亿元，较上年同期分别下降 74.24%和 33.73%，主要系交付楼盘较去年减少所致。当期，公司营业利润率为 29.10%，较上年有所增长，主要系营业成本和营业税金及附加下降幅度大于营业收入所致。

总体看，近年来公司利润规模持续上涨，整体盈利能力较强。

5. 现金流

经营活动方面，2014~2016 年公司经营活动现金流入量分别为 84.09 亿元、170.16 亿元和 219.43 亿元，年均复合增长 61.54%，2016 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；2014~2016 年公司经营活动现金流出量分别为 97.26 亿元、89.68 亿元和 88.12 亿元，年均复合下降 4.81%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金减少所致；2014~2016 年经营活动产生的

现金流量净额分别为-13.17 亿元、80.49 亿元和 131.31 亿元。从收入实现情况来看，近三年公司现金收入比分别为 71.04%、132.71%和 112.39%。

投资活动方面，2014~2016 年公司投资活动现金流入波幅度较大，分别为 12.84 亿元、1.86 亿元和 13.59 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，2016 年大幅增长主要系收回理财产品、委贷收回及股票的赎回所致；2014~2016 年公司投资活动的现金流出分别为 3.25 亿元、39.82 亿元和 94.27 亿元，2015 年大幅增长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，2016 年大幅增长主要系公司增加对可供出售金融资产的投资及对联营、合营企业的财务资助；2014~2016 年公司投资活动现金流量净额分别为 9.59 亿元、-37.96 亿元和-80.68 亿元。

筹资活动方面，2014~2016 年公司筹资活动产生的现金流入分别为 61.98 亿元、52.15 亿元和 75.50 亿元，2016 年增长主要系非公开发行股票及发行债券所致；2014~2016 年公司筹资活动产生的现金流出分别为 60.00 亿元、77.68 亿元和 72.50 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）；2014~2016 年公司筹资活动现金流量净额分别为 1.98 亿元、-25.53 亿元和 3.00 亿元。

2017 年 1~3 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 24.60 亿元、-30.40 亿元和-1.52 亿元。

总体看，随着公司销售规模扩大，2016 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，2014~2017 年 3 月底，公司的流动比率分别为 147.55%、154.99%、162.41%和 154.79%，速动比率分别为 12.78%、33.30%、65.40%和 62.23%，速动比率较低。2014~2016 年底，公司经营现金流动负债比分别为-5.38%、32.08%和 48.34%。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力看，2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 14.87 亿元、23.92 亿元和 31.53 亿元，EBITDA 利息倍数分别为 1.65 倍、3.22 倍和 7.43 倍；全部债务/EBITDA 分别为 7.65 倍、4.16 倍和 3.18 倍。整体看，公司整体偿债能力不断提升。

截至 2017 年 3 月底，公司共获得金融机构授信总额 84.20 亿元，已使用的授信额度为 34.38 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 2017 年 3 底，公司对外担保合计 10.16 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．存续期内债券偿还能力

公司存续期债券为“17 杭滨江 MTN001”，于 2017 年 2 月 28 日发行，发行期限为 3 年，发行额度 21 亿元。2014~2016 年，公司经营活动现金流入量分别为 84.09 亿元、170.16 亿元和 219.43 亿元，对“17 杭滨江 MTN001”的保障倍数分别为 4.00 倍、8.10 倍和 10.45 倍，同期，公司经营活动现金流量净额分别为-13.17 亿元、80.49 亿元和 131.31 亿元，对“17 杭滨江 MTN001”的保障倍数分别为-0.63 倍、3.83 倍和 6.25 倍。2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 14.87 亿元、23.92 亿元和 31.53 亿元，分别为“17 杭滨江 MTN001”发行额度的 0.71 倍、1.14 倍和 1.50 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对“17 杭滨江 MTN001”覆盖能力较强。

8. 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2017年6月30日，公司未结清信贷信息中不存在关注类和不良类信息，已结清信贷信息中存在1笔欠息，欠息行为并非公司恶意所致。

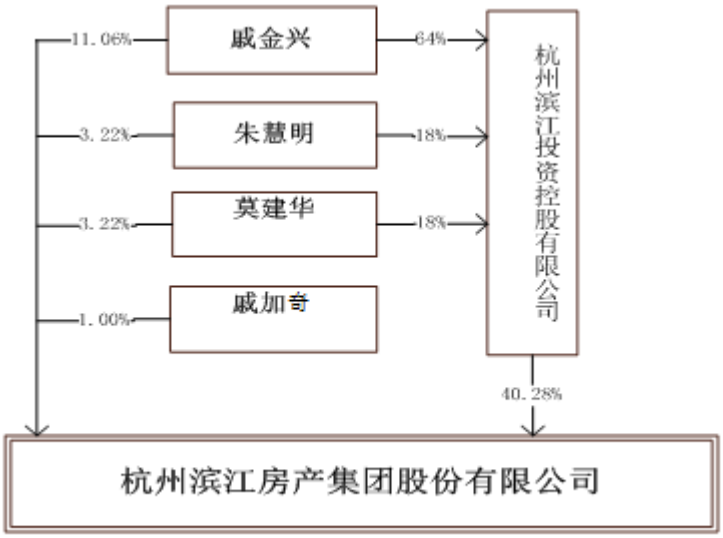
9. 抗风险能力

跟踪期内，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。

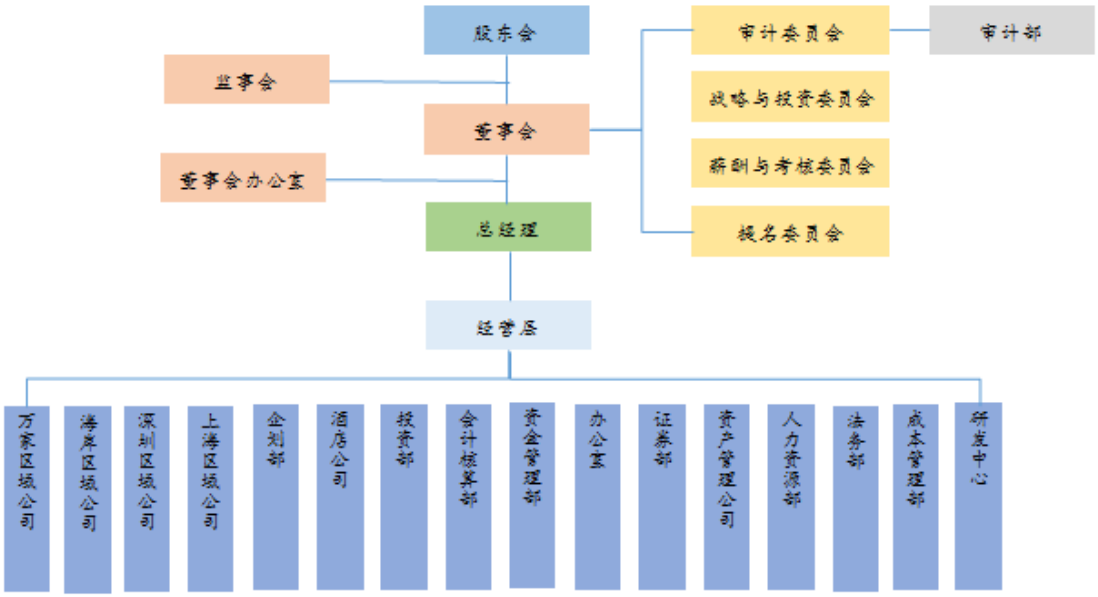
十一、 结论

综合考虑，联合资信维持公司AA^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“17杭滨江MTN001”AA^+的信用等级。

附件 1-1 截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2017 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.86	35.75	91.60	89.48
资产总额(亿元)	382.46	422.30	495.45	509.49
所有者权益(亿元)	92.10	109.35	157.33	154.23
短期债务(亿元)	68.39	37.48	33.78	22.20
长期债务(亿元)	45.33	62.02	66.47	68.18
全部债务(亿元)	113.72	99.50	100.25	90.38
营业收入(亿元)	117.59	126.18	194.52	12.17
利润总额(亿元)	11.61	20.72	28.16	5.40
EBITDA(亿元)	14.87	23.92	31.53	--
经营性净现金流(亿元)	-13.17	80.49	131.31	24.60
财务指标				
销售债权周转次数(次)	176.82	158.16	187.47	--
存货周转次数(次)	0.29	0.27	0.51	--
总资产周转次数(次)	0.30	0.31	0.42	--
现金收入比(%)	71.04	132.71	112.39	386.99
营业利润率(%)	14.51	22.03	17.71	29.10
总资本收益率(%)	8.30	10.75	9.30	--
净资产收益率(%)	8.75	13.75	12.53	--
长期债务资本化比率(%)	32.98	36.19	29.70	30.65
全部债务资本化比率(%)	55.25	47.64	38.92	36.95
资产负债率(%)	75.92	74.11	68.25	69.73
流动比率(%)	147.55	154.99	162.14	154.79
速动比率(%)	12.78	33.30	65.40	62.23
经营现金流动负债比(%)	-5.38	32.08	48.34	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.65	3.22	7.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.65	4.16	3.18	--

注：1. 2017 年一季度财务数据未经审计；2. 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%
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。