

# 信用等级公告

联合[2018] 1051 号

联合资信评估有限公司通过对杭州滨江房产集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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<sup>+</sup>，“17 杭滨江 MTN001”、“17 滨江房产 MTN002”、“18 滨江房产 MTN001”信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告。



联合资信评估有限公司

二零一八年六月十九日

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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：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<sup>+</sup>      评级展望: 稳定  
 上次评级结果: AA<sup>+</sup>      评级展望: 稳定

### 债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 杭 滨 江 MTN001	21 亿元	2020/02/28	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
17 滨 江 房 产 MTN002	8.2 亿元	2020/12/15	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
18 滨 江 房 产 MTN001	21.8 亿元	2021/03/15	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>

评级时间: 2018 年 6 月 19 日

### 财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	35.75	91.60	95.81	66.27
资产总额(亿元)	422.30	495.45	602.44	673.33
所有者权益(亿元)	109.35	157.33	163.60	168.66
短期债务(亿元)	37.48	33.78	15.20	16.70
长期债务(亿元)	62.02	66.47	80.70	128.40
全部债务(亿元)	99.50	100.25	95.90	145.10
营业收入(亿元)	126.18	194.52	137.74	33.36
利润总额(亿元)	20.72	28.16	29.27	6.76
EBITDA(亿元)	23.92	31.53	33.26	--
经营性净现金流(亿元)	80.49	131.31	34.30	-103.21
营业利润率(%)	22.03	17.71	22.17	27.83
净资产收益率(%)	13.75	12.53	14.12	--
资产负债率(%)	74.11	68.25	72.84	74.95
全部债务资本化比率(%)	47.64	38.92	36.96	46.25
流动比率(%)	154.99	162.14	148.31	161.17
经营现金流动负债比(%)	32.08	48.34	9.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.16	3.18	2.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.22	7.43	8.14	--

注: 1. 公司 2018 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。

### 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, 公司房地产销售情况良好, 盈利水平有所提高, 受结转面积影响营业收入有所下降; 公司预收售房款大幅增长, 为未来确认收入提供有力支撑。同时, 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态势。

综合评估, 联合资信确定维持杭州滨江房产集团股份有限公司的主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>, 评级展望为稳定, 并维持“17 杭滨江 MTN001”、“17 滨江房产 MTN002”、“18 滨江房产 MTN001”的信用等级为 AA<sup>+</sup>。

### 优势

- 跟踪期内, 公司继续保持杭州市房地产领先开发企业地位, 房地产销售情况良好, 盈利水平有所提高。
- 跟踪期内, 公司预收售房款大幅增长, 为未来确认收入提供有力支撑。
- 跟踪期内, 公司在杭州、深圳和浙江省富裕县市进行战略布局, 公司土地储备面积进一步扩大, 土地储备质量较好。
- 公司经营活动现金流入量对本次跟踪评级的存续债券保障能力较强。

### 关注

- 跟踪期内, 房地产行业政策趋紧, 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。
- 公司业务集中于杭州地区, 存在一定的区域集中风险; 同时, 当地房地产市场出台

限购限贷政策，公司项目可能面临一定的政策调整风险。

3. 公司部分项目为合作开发模式，在项目资金的投入、项目实施的协调、成本控制及销售等方面有可能受到制约。
4. 公司土地储备中权益比例计算的计容规划建筑面积规模一般。
5. 2018 年一季度，公司经营活动现金流支出大幅增加，债务规模增加。

## 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

根据有关法规要求，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的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、企业基本概况

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，其中杭州市江干区计划经济委员会（以下简称“江干区计经委”）出资5000万元，占注册资本的96%；杭州定海建筑工程公司出资200万元，占注册资本的4%。由于杭州定海建筑工程公司并未实际出资，江干区计经委实际出资1200万元，滨江有限注册资本减为1200万元，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，公司更名为现名，并于2008年5月在深圳证券交易所正式挂牌上市（股票简称：滨江集团，股票代码：002244.SZ）。后经多次增资扩股、股权转让、资本公积定向转增股本、送股及定向增发等，截至2018年3月底，公司注册资本为31.11亿元。其中，杭州滨江投资控股有限公司（以下简称“滨江控股”）持有公司42.52%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2018年3月底，公司设有企划部、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65家子公司；公司房地产开发系统在岗员工总数453人。

截至2017年底，公司合并资产总额602.44亿元，所有者权益163.60亿元（其中少数股东权益20.82亿元）；2017年实现营业收入137.74亿元，利润总额29.27亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额673.33亿元，所有者权益168.66亿元（其中少数股东权益22.89亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入33.36亿元，利润总额6.76亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市庆春东路38号；法定代表人：戚金兴。

### 三、债券与募集资金使用情况

本次跟踪评级的存续债券分别为“17杭滨江MTN001”、“17滨江房产MTN002”和“18滨江房产MTN001”，截至报告出具日，公司存续债券募集资金已按照募集资金用途使用完毕，尚需偿还债券本金合计51亿元。跟踪期内，公司已按期支付“17杭滨江MTN001”利息，“17滨江房产MTN002”和“18滨江房产MTN001”未到付息日。

表1 存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	募集资金用途	期限	到期日
17杭滨江MTN001	21	21	偿还银行贷款	3	2020.02.28
17滨江房产MTN002	8.2	8.2	偿还银行贷款	3	2020.12.15
18滨江房产MTN001	21.8	21.8	偿还银行贷款	3	2021.03.15

数据来源：公开资料整理

### 四、宏观经济和政策环境

2017年,世界主要经济体仍维持复苏态势,为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境,加上供给侧结构性改革成效逐步显现,2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年,中国国内生产总值(GDP)82.8万亿元,同比实际增长6.9%,经济增速自2011年以来首次回升。具体来看,西部地区经济增速引领全国,山西、辽宁等地区有所好转;产业结构持续改善;固定资产投资增速有所放缓,居民消费平稳较快增长,进出口大幅改善;全国居民消费价格指数(CPI)有所回落,工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PIRM)涨幅较大;制造业采购经理人指数(制造业PMI)和非制造业商务活动指数(非制造业PMI)均小幅上升;就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年,全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元,支出同比增幅(7.7%)和收入同比增幅(7.4%)均较2016年有所上升,财政赤字(3.1万亿元)较2016年继续扩大,财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜;进行税制改革和定向降税,减轻相关企业负担;进一步规范地方政府融资行为,防控地方政府性债务风险;通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资,推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年,央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”,市场资金面呈紧平衡状态;利率水平稳中有升;M1、M2增速均有所放缓;社会融资规模增幅下降,其中人民币贷款仍是主要融资方式,且占全部社会融资规模增量的比重(71.2%)也较上年有所提升;人民币兑美元汇率有所上升,外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长,产业结构继续改善。2017年,中国农业生产形势较好;在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回

升的背景下,中国工业结构得到进一步优化,工业生产保持较快增速,工业企业利润快速增长;服务业保持较快增长,第三产业对GDP增长的贡献率(58.8%)较2016年小幅上升,仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年,全国固定资产投资(不含农户)63.2万亿元,同比增长7.2%(实际增长1.3%),增速较2016年下降0.9个百分点。其中,民间投资(38.2万亿元)同比增长6.0%,较2016年增幅显著,主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施,通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力,推动了民间投资的增长。具体来看,由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控,房地产开发投资增速(7.0%)呈趋缓态势;基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响,基础设施建设投资增速(14.9%)小幅下降;制造业投资增速(4.8%)小幅上升,且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年,全国社会消费品零售总额36.6万亿元,同比增长10.2%,较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年,全国居民人均可支配收入25974元,同比名义增长9.0%,扣除价格因素实际增长7.3%,居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看,生活日常类消费,如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长;升级类消费品,如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速;网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年,在世界主要经济体持续复苏的带动下,外部需求较2016年

明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费

将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

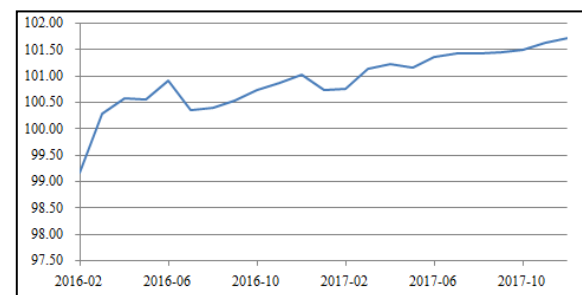
## 五、行业及区域经济环境

### 1. 房地产行业分析

#### （1）房地产开发行业

2016年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图1 2016年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋

施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。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，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

## （2）房地产供求与信贷环境

2016年，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，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。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2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，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。2017年，全国300个城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉动成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300个城市各类

用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。

分城市来看，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。

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。住房和城乡建设部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017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主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。



从房地产开发资金增速上看,2017年以来,随着金融去杠杆力度的推进,证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件,房地产融资继续收紧。北京“317新政”的出台,标志房地产调控加码。2017年,其他资金增速降至8.60%,比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄,海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年,利用外资增速明显提升,2017年,利用外资同比增速为19.80%,较2016年同期上升72.40个百分点。

### (3) 行业竞争

2017年,在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下,销售额超过百亿元的房企达144家,较上年增加13家,销售额共计8.21万亿元,市场份额超过60%,行业集中度快速提升。2017年,部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机,在重点一线城市市场严控的环境下,抢占具有发展潜力的二、三线市场份额,寻求发展机遇。与此同时,2017年房地产企业收并购案例明显增多。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,在目前土地价格增长、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。

### (4) 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。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。

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,40余个城市或地区,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。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日,中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场,坚持政策连续性和稳定性,加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面,2017年7月,住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》,要求在人口净流入的大中城市,加快发展住房租赁市场。目前,住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州,也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》,积极构建购租并举的住房制度,方案

中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。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。未来一段时间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。

## 2. 杭州市区域经济及房地产发展情况

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10个区、2个县，代管1个县级市。2017年，杭州市常住人口为946.8万人。

2017年，全市实现地区生产总值12556

亿元，比上年增长8.0%。其中第一产业增加值312亿元，第二产业增加值4387亿元，第三产业增加值7857亿元，分别增长1.9%、5.3%和10.0%。全年全体居民人均可支配收入49832元，增长8.1%，扣除价格因素，实际增长5.5%。其中，城镇常住居民人均可支配收入56276元，增长7.8%，农村常住居民人均可支配收入30397元，增长8.9%，扣除价格因素，实际分别增长5.2%和6.2%。

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

2017年，杭州市区土地出让面积586万平方米，同比增长4.9%；成交金额2025.4亿元，同比增长24.7%。2017年市区土地出让面积为近5年的第二位，仅次于2013年的894.4万平方米；土地成交金额达2025.4亿元，为市区首次突破2000亿元，创历史新高。

2017年，杭州市全市完成房地产开发投资2734.20亿元，增长4.9%，其中住宅投资1713.13亿元，增长9.8%。房屋施工面积11527.37万平方米，下降0.3%；竣工面积2085.61万平方米，增长8.5%。全年商品房销售面积2054.11万平方米，下降11.7%，其中住宅销售1520.17万平方米，下降19.4%。2017年1~10月，棚户区改造和保障性安居工程项目实现开工69570套，竣工79105套。

2017年杭州市商品房销售均价为20353.21元/平方米，相比2016年上涨了29.21%。2017年前三季度，杭州市商品房销售均价持续走高，三季度为22618元/平方米，四季度销售均价小幅回落至22343元/平方米。

### 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。

2018 年 4 月 4 日，杭州市发布商品房摇号销售政策，主要内容如下：房地产开发企业采用公证摇号方式公开销售商品住房，应在申领商品房预售许可证前制定商品住房公证摇号公开销售方案，一次性公开销售当期准售房源；意向客户登记数量超过准售房源数量的商品住房项目，房地产开发企业应联系公证机构，采取公证摇号方式产生选房家庭和选房顺序号，并按序售房；摇号销售商品住房，应对“无房家庭”给予倾斜，提供一定比例的房源保障（无房家庭是指在杭州市限购范围内无自有住房的家庭）；中选后放弃选房、购房达二次的家庭，自放弃选房、购房之日起 3 个月内，各房地产开发企业不再接受其购房意向登记；中选后放弃选房、购房达三次（含）以上的家庭，自放弃选房、购房之日起 6 个月内，各房地产开发企业不再接受其购房意向登记。

2017 年，杭州市整体土地市场持续高热，房屋销售面积有所下降，但成交价格有所上升。预计随着调控力度的不断加大，去化速度将有所放缓。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2018年3月底，公司注册资本为31.11亿元，其中滨江控股持有42.52%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

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1200多万平方米，项目开发经验丰富。截至2018年3月底，公司土地储备规模为281.76万平方米，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，并重点尝试拓展深圳、上海市场，2015年9月，公司联合平安不动产（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；2017年，公司通过股权收购的方式获取深圳龙华区城市更新项目，增加了公司在深圳市场的土地储备。

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；“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，2015~2017年，公司分别位居第29位、第28位和第27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、深圳等一二线城市，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

2018年4月20日，滨江集团发布《杭州滨江房产集团股份有限公司关于诉讼事项的公告》，公告称滨江集团与深圳市安远控股集团有限公司（以下简称“安远控股”）之间深圳龙华区安丰工业区地块城市更新改造项目未能推进，滨江集团决定退出该项目合作并要求安远控股归还本金总额为11.6亿元的融资款。因安远控股未能提供令人信服的还款计划，滨江集团已向浙江省高级人民法院提起诉讼，并已收到浙江省高级人民法院受理案件的通知。

滨江集团的诉讼请求主要包括解除合作协议，安远控股归还融资款本金及利息，连带责任担保人对债务本息的归还承担连带保证

责任，以及公司优先受偿相关抵押、质押资产折价、拍卖或变卖所得价款等。

上述案件的判决时间、判决结果及执行情况均存在不确定性。联合资信将持续关注该事项对公司未来发展的影响。

## 九、经营分析

### 1. 经营概况

表2 2015~2018年3月公司营业收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2015年			2016年			2017年			2018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	119.49	94.70	31.39	186.47	95.86	24.09	130.95	95.08	28.71	30.08	90.17	24.26
酒店业	1.71	1.36	45.86	1.63	0.84	40.17	1.57	1.14	60.81	0.30	0.91	54.11
物业服务	1.72	1.36	16.68	2.41	1.24	12.80	0.42	0.30	14.97	--	--	--
其他	3.25	2.57	65.87	4.01	2.06	70.75	4.79	3.48	67.96	2.98	8.92	87.86
合计	126.18	100.00	32.27	194.52	100.00	25.05	137.74	100.00	30.40	33.36	100.00	30.20

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，2017年房地产开发业务实现营业收入130.95亿元，占当年营业收入的95.08%，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，2015年~2017年，酒店业收入占比呈持续下降的趋势且规模较小；2015~2016年，物业服务收入小幅上升，公司物业服务业务的经营主体是杭州滨江物业管理有限公司（以下简称“物业公司”），2017年2月，公司将物业公司转让至滨江控股。公司其他业务主要是房地产代建业务和持有型物业出租业务，近年来公司代建业务发展较快，物业出租收入稳定，对公司盈利形成补充。

毛利率方面，公司近三年综合毛利率有所波动，分别为32.27%、25.05%和30.40%，其中，2015年伴随市场行情好转且结转项目为武林壹号 and 凯旋门等较高毛利率的项目，公司现房销售毛利率较高，从而综合毛利率较高；

公司主营业务为房地产开发与销售。2015~2017年，公司营业收入波动中有所增长，三年复合增长率为4.48%，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；2017年实现营业收入137.74亿元，较上年下降29.19%，主要系公司结转面积下降致使收入结转规模下降所致。

2016年受部分结转房地产项目毛利率较低影响，公司综合毛利率较2015年下降7.22个百分点；2017年综合毛利率较2016年上升5.35个百分点至30.40%，主要系当期结转项目武林壹号毛利较高以及高毛利的代建业务收入占比增加所致。近三年，公司酒店业务毛利率呈波动上升趋势，保持在40%以上，2016年为40.17%，较2015年下降5.69个百分点，主要系服务员工资上调增加成本所致；2017年毛利率为60.81%，较2016年上升20.64个百分点，主要系主要系酒店装修费基本摊销完毕使得成本相应减少所致。2015~2016年公司物业服务毛利率呈下降趋势，分别为16.68%和12.80%，受各地上调最低工资标准影响，营业成本有所增加。此外，公司代建业务为服务输出，代建业务和物业出租业务相关成本较低，毛利率处于较高水平，2017年分别为75.43%和52.83%。总体上看，公司综合毛利率有所波动，但仍处于较高水平。

2018年1~3月，公司实现营业收入33.36

亿元，为2017年全年的24.22%，其中，房地产开发板块实现营业收入30.08亿元，为2017年该板块营业收入的22.97%，毛利率较2017年下降4.45个百分点；酒店业实现营业收入0.30亿元，毛利率较2016年下降6.70个百分点；其他业务板块实现营业收入2.98亿元，毛

利率较2017年上升19.90个百分点。

总体看，公司主营业务平稳发展，酒店、代建和物业出租业务均发展良好，对公司主营业务形成补充；公司毛利率保持在较高水平，经营状况较好。

表3 2015~2018年一季度公司营业收入分地区情况（单位：亿元、%）

区域	2015年		2016年		2017年		2018年1-3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
杭州地区	103.55	82.07	151.41	77.83	128.41	93.23	28.68	85.97
衢州地区	1.66	1.32	16.24	8.35	2.59	1.88	0.73	2.19
绍兴地区	14.91	11.81	16.81	8.64	2.15	1.56	0.11	0.33
金华地区	6.05	4.80	3.02	1.55	0.41	0.30	0.04	0.12
嘉兴地区	---	--	7.04	3.62	4.18	3.03	3.80	11.39
合计	126.18	100.00	194.52	100.00	137.74	100.00	33.36	30.20

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。2017年杭州地区营业收入为128.41亿元，占比上升至92.23%，收入主要来自武林壹号部分楼盘、华家池住宅部分、萧山东方海岸等项目。2018年一季度，公司主要收入来自杭州地区。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、信达地产股份有限公司、中国铁建股份有限公司、保利房地产(集团)股份有限公司、碧桂园控股有限公司、旭辉控股集团等。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。

### (1) 土地储备

公司主要通过竞标（招、拍、挂）、合作、并购等方式获取土地储备。从购地策略上看，公司布局杭州、深圳、上海及长三角富裕县市，近三年新增项目主要分布在杭州、上海、深圳和浙江省富裕县市，如平湖、义乌、温州等地区。

近三年，公司分别成功获得7块、12块和16块土地，公司拿地计容规划建筑面积分别为104.30万平方米、160.81万平方米和220.45万平方米，合计485.56万平方米；土地成本支出分别为73.74亿元、114.16亿元和322.03亿元。从楼面单价来看，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。2016年，公司加速进军上海市场，与中崇投资集团有限公司合作取得大兴街及相府花园两块土地，权益占比分别为16.81%和10.00%；公司继续深耕杭州地区，取得9块土地；2017年，公司以招拍挂、并购和收购的形式总共获取了16块土地，包括杭州的9个项目，深圳龙华区城市更新和深圳南方报业大厦城市更新项目，温州市和义乌市各2个项目，温岭市1个项目；2018年1~3月，公司获取8块土地，包括杭州的6个项目，台州市1个项目和湖州市1个项目。

表4 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	获得成本	计容规划建筑面积	楼面均价
2015年	7	73.74	104.30	7069.78
2016年	12	114.16	160.81	7099.06
2017年	16	322.03	220.45	14607.85
2018年1~3月	8	90.24	82.95	11687.14
<b>合计</b>	<b>43</b>	<b>600.17</b>	<b>568.51</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供

注：该表格中数据包括非并表数据。

截至2018年3月底，公司尚有未开发的土地计容规划建筑面积合计281.76万平方米，主要分布在杭州、上海和深圳等地；其中按照权益比例计算的计容规划建筑面积为128.49万平方米。

表5 截至2018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
西湖大道11号地块	杭州	2016年5月	商业	1.13	1.25	22572	1.25	70.00	是
上海大兴街旧改	上海	2016年12月	商住	3.71	12.96	75000	12.96	16.81	否
上海相府花园三期	上海	2016年12月	商住	7.51	12.00	70000	12.00	10.00	否
深圳龙华区城市更新项目	深圳	2017年5月	商住	4.80	29.40	22000	29.40	48.00	是
深圳南方报业大厦项目	深圳	2017年6月	商住	0.60	4.80	34042	4.80	36.00	是
御江南 萧政储出【2017】12号	杭州	2017年8月	商住	5.05	8.59	24990	8.59	66.00	是
南星项目 杭政储出【2017】59号	杭州	2017年9月	商住	4.73	13.48	44460	13.48	50.50	是
翡翠江南 萧政储出【2017】16号	杭州	2017年9月	商住	4.66	11.59	19805	11.59	50.00	是
温岭市石塘镇 ST050205、ST050206 地块	温岭	2017年9月	商住	10.15	16.90	612	16.90	50.00	是
义乌新光壹品 义土挂【2017】17号	义乌	2017年9月	商住	6.14	21.94	15047	21.94	49.00	否
下湘湖萧政储出【2017】20号	杭州	2017年10月	商住	10.69	27.79	22950	27.79	24.90	否
翡翠之星萧政储出【2017】17号	杭州	2017年10月	商住	2.22	5.99	24991	5.99	50.00	否
温州市仰双片区林里单元B-28	温州	2017年12月	商住	13.94	15.55	6631	15.55	51.00	是
义乌锦绣之城义土挂【2017】43号	义乌	2017年12月	商住	5.22	16.57	16110	16.57	100.00	是
三墩北单元 B-C2-01 地块	杭州	2018年1月	商业	1.26	3.79	4648	3.79	24.00	否

三墩北单元 B-C2-03 地块	杭州	2018 年 1 月	商业	2.05	6.15	4580	6.15	24.00	否
阳光名城义蓬镇	杭州	2018 年 1 月	商住	5.38	10.52	7128	10.52	15.00	否
未来海岸新湾街道宅地大江东储出(2017)8号	杭州	2018 年 1 月	商住	8.84	19.45	10190	19.45	51.00	是
湘湖里上湘湖单元宅地	杭州	2018 年 2 月	商住	13.32	13.45	29821	13.45	50.00	是
定海村留用地	杭州	2018 年 3 月	商业	1.44	5.05	14188	5.05	12.25	否
温岭 XQ060301	台州	2018 年 3 月	商住	3.94	9.07	17199	9.07	49.00	是
太湖度假区长田漾湿地项目	湖州	2018 年 3 月	商住	14.06	15.47	1183	15.47	70.00	是
<b>合计</b>				<b>130.84</b>	<b>281.76</b>	<b>--</b>	<b>281.76</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

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，重点布局在杭州、深圳、上海及长三角富裕县市；2017年以来获取的部分地块单价较高，在调控政策背景下后续开发销售节奏及价格可能面临一定风险；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；合作开发方式已成为公司主要房地产开发模式之一，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。

## (2) 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。

2015~2017年，公司房地产开发新开工面积呈波动上升趋势。2017年，公司新开工面积78.61万平方米，较上年小幅下降0.59%。近三年，随着项目建设进度推进，公司竣工面积呈增长趋势，2017年公司竣工面积较大，为83.45

万平方米。2015~2017年，公司期末在建面积有所波动，2017年公司期末在建面积为212.78万平方米，规模较大。

表6 2015~2018年3月公司主要开发数据情况

(单位：万平方米)

项目	2015年	2016年	2017年	18年1~3月
新开工面积	40.23	79.20	78.61	14.38
竣工面积	62.58	68.94	83.45	--
期末在建面积	207.36	217.62	212.78	227.16

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；上表数据为并表口径。

从城市分布上看，公司持有的项目主要集中在杭州地区，此外公司有部分项目在上海、义乌地区。截至目前，公司持有在建项目19个，总投资合计915.74亿元，已投资722.43亿元，尚需投资191.13亿元；由于公司合理把握开发与销售的节奏，且公司武林壹号、信达一品、翡翠海岸等精装修项目售价较高，截至2018年3月底，公司在建项目已实现签约销售收入合计763.97亿元。虽然公司在建项目规模较大，但公司采用合作开发方式居多，综合来看，在建项目资金支出压力不大。



表7 截至2018年3月底公司在建项目基本情况（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	已投资情况	已销售总额收入	计容规划建筑面积	可售面积	累计已售面积	销售单价
1	武林壹号	50	110.76	99.27	177.79	33.40	25.01	24.63	6.99
2	湘湖壹号	50	59.47	43.21	116.30	24.14	23.90	14.83	3.83
3	千岛湖东方海岸	100	19.00	13.53	12.70	19.20	18.50	12.72	1.08
4	上海公园壹号	30	53.00	51.55	--	12.05	11.22	--	--
5	锦绣之城	51	35.00	28.66	52.14	10.91	10.77	10.59	4.64
6	平湖万家花城	35.1	57.54	42.36	67.97	93.53	92.15	63.99	1.06
7	东方名府	26	5.30	4.62	11.21	4.75	4.70	4.26	2.52
8	信达一品	20	47.00	43.00	36.87	9.24	9.14	4.92	6.98
9	翡翠海岸	33	70.00	57.24	21.99	12.23	12.11	3.13	6.70
10	义乌后宅	33	33.00	31.00	22.00	14.25	14.11	7.80	3.40
11	江南名府	100	19.05	15.23	4.45	7.90	7.79	1.35	3.31
12	杭州壹号院	10	220.00	141.97	24.50	86.49	71.15	5.21	4.71
13	卧城印象	50	19.00	11.35	--	6.48	5.08	--	--
14	东方星城	30	21.59	21.15	39.86	12.68	12.39	12.02	3.24
15	江南之星	33	33.00	29.11	63.52	25.37	24.48	24.30	2.80
16	临安天目山	100	14.00	1.17	--	13.38	4.68	--	--
17	万家之星	35	5.50	4.90	11.65	5.41	5.36	5.32	2.02
18	大江名筑	31	8.00	3.62	4.03	6.70	6.63	1.79	2.25
19	东方悦府	32	13.40	9.54	17.96	7.54	7.46	7.40	2.45
20	华家池	51	72.13	69.95	79.03	18.90	18.71	17.61	4.25
	<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>915.74</b>	<b>722.43</b>	<b>763.97</b>	<b>424.55</b>	<b>385.34</b>	<b>221.87</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供

注：部分项目中底商均为公司自持；上海公园壹号、卧城印象、临安天目山项目尚未符合销售条件；上表数据为并表口径。

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、上海、义乌、平湖等地区；在建项目资金支出压力不大，但考虑到2017年以来公司拿地规模较大，随着后续开发项目的建设投入以及未来拿地投入，公司资金压力将显著增大。

### （3）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，公司签约销售面积及销售金额持续增长，2017年公司签约销售面积和金额分别达89.46万平方米和305.60亿元。从签约均价上看，公司房屋销售平均价格也呈持续上涨态势，由2015年的20580元/平方米大幅上升至2017年的34161元/平方米，主要系2017年公司签约销售项目中包括大规模高端楼盘项目所致。

表8 2015~2018年3月公司项目销售情况

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1-3月
签约销售面积（万平方米）	77.93	87.24	89.46	20.04
签约销售金额（亿元）	160.38	212.98	305.60	57.32
签约销售均价（元/平方米）	20580	24413	34161	28603
结转收入面积（万平方米）	47.52	97.75	51.61	8.33
结转收入（亿元）	119.49	186.47	130.95	30.08

资料来源：公司提供

注：上表数据为并表口径。

截至2018年3月底，公司项目可售面积合计385.34万平方米（部分项目在建，未取得预售许可证），总待售面积163.47万平方米，其中，已取得预售证尚未销售面积合计142.49万平方米。公司主要待售项目分布在杭州、上海、义乌和平湖地区。

总体上看，公司销售方式主要以自销为主；近三年，公司销售金额持续增长；目前公司主要待售项目主要集中在杭州等地，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，将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。

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。2015~2017 年，公司代建业务分别实现营业收入 2.10 亿元、2.55 亿元和 3.52 亿元，呈现增长态势。

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。2015~2017 年，公司酒店业收入分别为 1.71 亿元、1.63 亿元和 1.57 亿元，营业收入有所下降。

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。近三年，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。

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。2015~2017 年，该酒店入住率略有波动，维持在 48% 左右，酒店客房均价呈下降趋势。

总体上看，公司酒店经营状况良好，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

2015~2017 年，公司销售债权周转次数波动下降，2017 年为 79.05 次；近三年公司存货周转次数波动下降，2017 年为 0.38 次；总资产周转次数波动下降，2017 年为 0.25 次。总体看，公司经营效率指标处于正常水平。

### 6. 未来发展

作为杭州地区主要上市房地产企业，公司未来五到十年的产业布局战略为长租公寓+房地产+金融。公司区域布局战略包括：聚焦杭州，深耕浙江，辐射华东，关注珠三角、京津冀、中西部重点城市三个“游击区”。

公司 2018 年重点工作概括为一个中心，三个标杆。一个中心即以滨江的品牌为中心，争取 1000 亿销售额，三个标杆包括做行业标杆、做区域标杆以及做房产人的标杆。

## 十、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2015~2017 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 2018 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，但主要系新增房地产项目公司，加之相关子公司规模相对较小，对财务数据可比性影响不大。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 602.44 亿元，所有者权益 163.60 亿元（其中少数股东权益 20.82 亿元）；2017 年实现营业收入 137.74 亿元，利润总额 29.27 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 673.33 亿元，所有者权益 168.66 亿元（其中少数股东权益 22.89 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 33.36 亿元，利润总额 6.76 亿元。

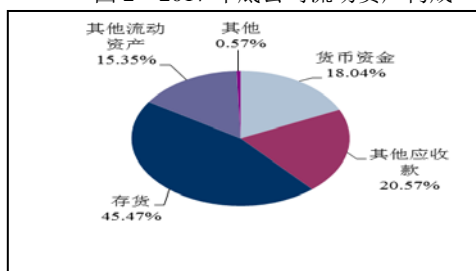
## 2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 19.44%；截至 2017 年底，公司资产总额 602.44 亿元，同比增长 21.60%，主要系其他应收款、其他流动资产和可供出售金融资产增加所致。其中流动资产占 88.17%，非流动资产占 11.83%。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

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 16.87%。截至 2017 年底，公司流动资产 531.15 亿元，同比增长 20.59%，主要源于其他应收款和其他流动资产的增长；公司流动资产主要由货币资金（占 18.04%）、其他应收款（占 20.57%）、存货（占 45.47%）和其他流动资产（占 15.35%）构成。

图 2 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司财务报告整理

2015~2017 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 63.70%。截至 2017 年底，公司货币资金合计 95.81 亿元，同比增长 6.57%，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 99.91%）构成；其中，使用权受限的货币资金共计 0.12 亿元，主要为代建项目保函保证金，占货币资金总额的 1.25%，占比不高。

2015~2017 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 80.32%，截至 2017 年底，公司其他应收款 109.27 亿元，同比增长 51.29%，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支付大额政府保证金增加所致。截至 2017 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 19.85 亿元，其中 17.14 亿元账龄在一年以内，坏账计提比例为 5.00%；1.49 亿元账龄在 1 到 2 年，坏账计提比例为 10.00%；0.17 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 10.06%。截至 2017 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 95.89 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 2017 年底，公司其他应收款综合计提比例为 5.59%，计提较为充分。截至 2017 年底，公司其他应收款余额前五名合计占当期其他应收款余额的比例为 54.53%，集中度高。

表 9 2017 年底公司其他应收款金额前五名情况

（单位：亿元、%）

企业全称	款项性质	余额	账龄	占比
浙江万厦房地产开发有限公司	拆借款	16.17	1 年以内	13.98
绿城房地产开发集团有限公司	拆借款	14.36	1 年以内	12.41
义乌市财政局	押金保证金	12.14	1 年以内	10.49
杭州滨保房地产开发有限公司	拆借款	7.91	1 年以内	9.01

		2.52	1至2年	
上海滨安房地产开发有限公司	拆借款	1.34	1年以内	8.64
		8.67	1至2年	
小计	--	63.11	--	54.53

资料来源：公司财务报告

注：合计小数后两位差异为四舍五入导致。

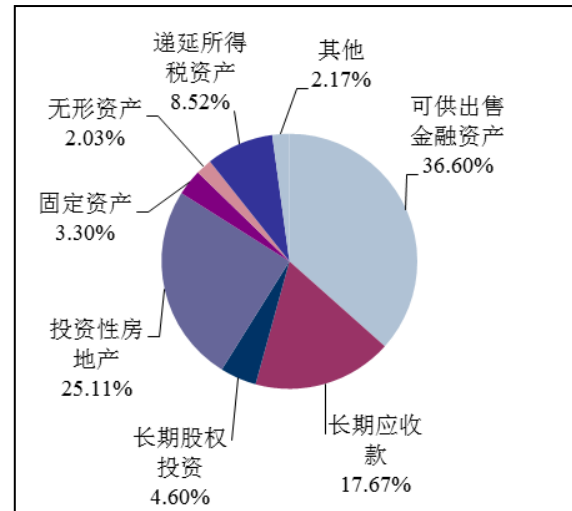
2015~2017年，公司存货不断下降，年均复合下降11.07%。截至2017年底，公司存货为241.49亿元，同比下降8.10%，主要系部分项目完工交付结转成本所致。公司存货主要由开发成本和开发产品构成，占比分别为87.00%和12.99%。其中，金额较大的开发成本包括锦绣之城项目（29.28亿元）、平湖万家花城项目（26.23亿元）、武林壹号项目（25.14亿元）、华家池项目（23.91亿元）、湘湖壹号项目（22.20亿元）和东方星城项目（20.56亿元）；金额较大的开发产品包括华家池项目（15.05亿元）、西溪明珠项目（4.33亿元）、萧山东方海岸项目（2.59亿元）和佑康紫金府项目（2.08亿元）。截至2017年底，公司所有权或使用权受限的存货账面价值合计18.53亿元，为借款提供抵押担保，占期末存货账面价值的7.67%，占比不高。公司存货主要集中在杭州市，受当地限价等政策影响，公司存货面临一定的去化压力。

2015~2017年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长172.51%，截至2017年底为81.51亿元，同比增长572.11%，主要系预付土地款增加所致。

### 非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长46.11%。截至2017年底，公司非流动资产合计71.29亿元，同比增长29.63%，主要系可供出售金融资产增长所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占36.60%）、长期应收款（占17.67%）和投资性房地产（占25.11%）构成。

图3 2017年底公司非流动资产构成



资料来源：根据公司财务报告整理

2015~2017年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长110.37%。截至2017年底，公司可供出售金融资产账面余额26.09亿元，同比增长59.49%，投资企业主要包括上海湘府房地产开发有限公司（7.98亿元，持股比例10.00%）、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（1.00亿元，持股比例10%）。

截至2017年底，公司长期应收款为12.60亿元，同比增长8.62%，主要为购买的信托资金计划。

2015~2017年，公司投资性房地产有所下降，年均复合下降4.06%。公司投资性房地产采用成本法计量。截至2017年底，公司投资性房地产账面价值合计17.90亿元，累计和折旧摊销期末余额3.97亿元。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；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，为借款提供抵押担保，占期末投资性房地产账面价值总额的25.98%。

截至2018年3月底，公司合并资产总额

673.33 亿元，较 2017 年底增长 11.77%，主要系存货大幅增长所致；资产构成较 2017 年底变化不大。截至 2018 年 3 月底，公司存货 381.63 亿元，较 2017 年底增长 58.03%，主要系本期支付土地款较多以及期初预付的土地款转入存货共同影响所致；货币资金 66.27 亿元，较 2017 年底下降 30.83%，主要原因系公司支付土地款及项目投入等经营性支出较大所致；其他流动资产 41.74 亿元，较 2017 年底下降 48.79%，主要系预付土地款转入存货所致。

总体看，跟踪期内，公司资产规模大幅增长，以流动资产为主。流动资产中货币资金较充裕，存货和其他应收款占比相对较大，由于近年来房地产行业受宏观政策调控影响，公司存货或将面临一定周转和跌价风险，公司与合营联营房地产企业之间往来款规模较大，存在一定风险；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

2015~2017 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 22.32%，主要系 2016 年公司非公开发行股票及股本溢价导致股本及资本公积增长所致。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 163.60 亿元，同比增长 3.99%。公司于 2016 年非公开发行股票 407443890 股，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。截至 2017 年底，归属于母公司所有者权益为 142.79 亿元，其中股本占 21.79%、资本公积占 16.35%、盈余公积占 6.40%、未分配利润占 55.44%、其他综合收益占 0.03%。公司归属于母公司所有者权益以未分配利润为主，权益结构稳定性一般。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 168.66 亿元(其中少数股东权益 22.89 亿元)。同期，归属于母公司所有者权益中，股本占 21.35%、资本公积占 16.01%、盈余公积占

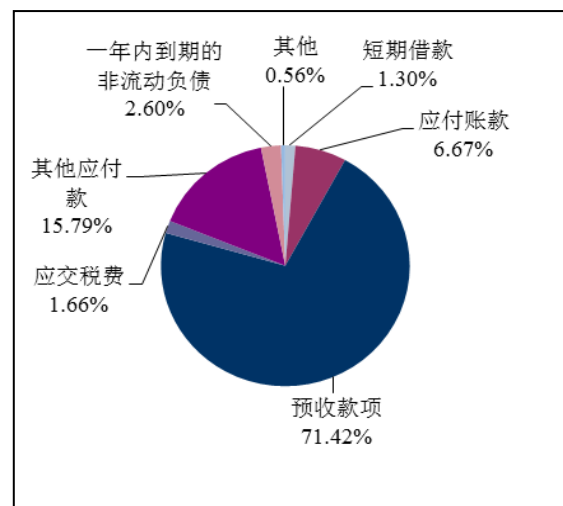
6.26%、未分配利润占 56.67%、其他综合收益占-0.29%。归属于母公司所有者权益稳定性一般。

#### 负债

2015~2017 年，公司负债规模快速增长，年均复合增长 18.42%。截至 2017 年底，公司负债总额为 438.84 亿元，同比增长 29.79%，主要系预收款项、其他应付款和应付债券增长所致；其中流动负债占 81.61%，非流动负债占 18.39%，以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 19.47%。截至 2017 年底，公司流动负债合计 358.13 亿元，同比增长 31.83%，主要以预收款项(占 71.42%)、其他应付款(占 15.79%)和应付账款(占 6.67%)为主。

图 4 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：根据公司财务报告整理

2015~2017 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 33.24%。截至 2017 年底，应付账款 23.88 亿元，同比增长 14.97%，主要由房地产开发未付工程款(占 99.14%)构成。

2015~2017 年，公司预收款项快速增长，年均复合增长 20.56%。截至 2017 年底，公司预收款项合计 255.79 亿元，同比增长 28.78%，主要系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。2017 年公司预收售房款大幅增加，对未来结转收入提供有力支撑。

2015~2017年，公司其他应付款波动中有所增长，年均复合增长6.88%，主要系合作开发项目合作方投入款波动所致。截至2017年底，公司其他应付款56.54亿元，同比增长78.78%，主要系合作项目投入款较2016年底增加20.22亿元所致；其中，账龄在1年以上的重要其他应付款占其他应付款的11.21%，主要为未完工项目合作方投入款，伴随合作项目实现销售，公司将根据销售进度逐步支付该款项。

2015~2017年，公司非流动负债不断增长，年均复合增长14.07%。截至2017年底，公司非流动负债合计80.71亿元，主要由长期借款（占24.16%）和应付债券（占69.40%）构成。

2015~2017年，公司长期借款快速下降，年均复合下降39.36%。截至2017年底，公司长期借款余额为19.50亿元，同比下降37.50%，主要系公司抵押及保证借款大幅减少所致。截至2017年底，公司长期借款由抵押借款（占29.49%）和抵押兼保证借款（占70.51%）构成。从期限构成来看，公司长期借款到期日期分布在2020~2041年，集中度不高，集中偿付压力不大。

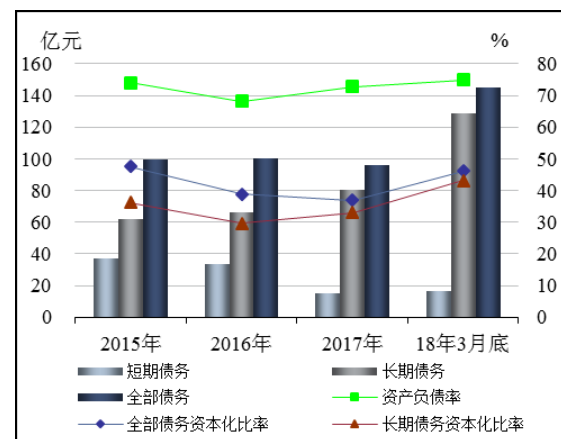
公司应付债券主要包括“16滨房01”（额度21亿元，2021年到期）、“17滨房01”（额度6亿元，2022年到期）、“17杭滨江MTN001”（额度21亿元，2020年到期）和“17滨江房产MTN002”（额度8.20亿元，2020年到期）。

公司长期应付为美国之路区域中心EB-5项目借款，2016~2017年分别为5.48亿元和5.20亿元。

截至2018年3月底，公司负债总额为504.67亿元，较上年底增长15.00%，主要来自其他应付款、长期借款和应付债券的增长；公司流动负债比重下降至74.56%。截至2018年3月底，公司其他应付款87.20亿元，较2017年底增长54.23%，主要系合作开发项目合作方投入款增加所致；应付账款13.04亿元，较2017年底下降45.40%，主要系未支付工程款减少所

致；长期借款45.58亿元，较2017年底增加26.08亿元；应付债券77.82亿元，较上年底大幅增长，主要系2018年3月，公司发行“2018年度第一期中期票据”（21.8亿元，期限3年）所致。

图5 2015~2018年3月底公司债务情况



资料来源：根据公司财务报告整理

本评级报告将其他应付款中的有息部分调整至短期债务核算，将长期应付款中的有息部分，调整至长期债务。2015~2017年，公司有息债务规模相对稳定，年均复合下降1.82%。截至2017年底，公司调整后长期债务规模为95.90亿元。从债务结构看，近三年公司有息债务以长期债务为主，截至2017年底，公司调整后长期债务占84.15%。

2015~2017年，公司资产负债率和调整后长期债务资本化比率波动中有所下降，调整后全部债务资本化比率不断下降。截至2017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72.84%、36.96%和33.03%。

截至2018年3月底，公司调整后长期债务总额145.10亿元，较上年底有所上升，其中短期债务占11.51%，长期债务占88.49%。同期，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上升至74.95%、46.25%和43.22%。

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，债务负担较轻。

#### 4. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入波动中有所增长，年均复合增长4.48%。2017年，公司实现营业收入137.74亿元，同比下降29.19%，主要系公司交付楼盘较少导致结转收入同比减少所致；结转项目包括武林壹号项目、华家池项目、萧山东方海岸项目、金色黎明二三期项目、金色江南项目。近三年，公司营业成本波动增长，年均复合变动率为5.91%，2017年，公司营业成本为95.86亿元。

期间费用方面，2015~2017年，公司期间费用有所增长，年均复合增长5.17%。2017年公司期间费用合计6.04亿元，同比增长5.50%，主要系财务费用增长所致。2015~2017年，公司销售费用波动增长，年均复合增长13.16%，2017年销售费用为1.54亿元，同比下降5.32%，主要系外部单位代销费减少所致。2015~2017年，公司管理费用波动下降，年均复合下降3.66%，2017年管理费用为2.39亿元，同比下降19.08%，主要系工资及福利费和中介咨询服务费减少所致。2015~2017年，公司财务费用波动增长，年均复合增长12.00%，2017年销售费用为2.11亿元，同比增长84.63%，主要系债券利息支出增所致。2015~2017年，公司费用收入比分别为4.33%、2.94%和4.38%，公司费用控制能力较强。

非经常性损益方面，近三年，公司投资收益快速增长，2017年为5.82亿元，较2016年增加5.05亿元，主要系公司处置物业子公司所形成的投资收益以及金融资产投资收益增加所致。

2015~2017年，公司利润总额快速增长，三年分别为20.72亿元、28.16亿元和29.27亿元。

盈利指标方面，2015~2017年，公司营业利润率波动增长，分别为22.03%、17.71%和22.17%；总资本收益率不断增长，分别为8.03%、

8.34%和9.96%；净资产收益率波动增长，分别为13.75%、12.53%和14.12%。

2018年1~3月，公司实现营业收入和利润总额分别为33.36亿元和6.76亿元，较上年同期分别上升174.08%和25.18%，主要系交付楼盘较去年同期增加所致。当期，公司营业利润率为27.83%，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，跟踪期内，公司利润规模持续上升，整体盈利能力较强。

#### 5. 现金流

经营活动方面，2015~2017年公司经营活动现金流入量分别为170.16亿元、219.43亿元和199.88亿元，年均复合增长8.38%，经营活动现金流入量主要为销售商品、提供劳务收到的现金，近三年占比均超过98.00%以上；2015~2017年公司经营活动现金流出量主要受公司土地支出及房地产开发投入金额影响，近三年分别为89.68亿元、88.12亿元和165.58亿元，年均复合增长35.88%；2015~2017年经营活动产生的现金流量净额分别为80.49亿元、131.31亿元和34.30亿元。从收入实现情况来看，近三年公司现金收入比分别为132.71%、112.39%和144.59%。2017年项目签约销售金额较2016年增加，销售现金流较2016年减少，销售回款速度放慢，并且拿地支出增大，公司经营现金流有所趋紧。

投资活动方面，2015~2017年公司投资活动现金流入量快速增长，分别为1.86亿元、13.59亿元和463.13亿元，2017年大幅增长主要系收回理财产品所致；2015~2017年公司投资活动的现金流出主要受合作项目财务资助款支出及金融产品投资影响，分别为39.82亿元、94.27亿元和502.91亿元，2017年大幅增长主要系当期公司购买理财产品增加所致；2015~2017年公司投资活动现金流量净额分别为-37.96亿元、-80.68亿元和-39.78亿元。

筹资活动方面, 2015~2017 年公司筹资活动产生的现金流入分别为 52.15 亿元、75.50 亿元和 102.94 亿元, 2017 年增长主要收到合作项目外部股东财务资助款所致; 2015~2017 年公司筹资活动产生的现金流出分别为 77.68 亿元、72.50 亿元和 90.91 亿元, 主要由归还银行借款、偿还所发行债券、归还项目合作款及分配股利构成; 2015~2017 年公司筹资活动现金流量净额分别为-25.53 亿元、3.00 亿元和 12.02 亿元。

2018 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-103.21 亿元、-12.91 亿元和 86.69 亿元; 当期, 公司新获取 8 块土地, 土地款支出规模增加, 致使经营活动现金流量净额大幅下降。

总体看, 跟踪期内, 公司经营活动现金流持续表现为净流入。2017 年公司销售回款速度放慢, 且 2017 年以来拿地支出规模增大, 经营现金流已无法满足公司的投资需求, 公司融资需求加大。未来, 随着储备土地后续开发投入及拿地支出投入, 公司对融资的依赖将加强。

#### 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2015~2018 年 3 月底, 公司的流动比率分别为 154.99%、162.14%、148.31%和 161.17%, 速动比率分别为 33.30%、65.40%、80.88%和 59.75%。2015~2017 年, 公司经营现金流动负债比分别为 32.08%、48.34%和 9.58%。2017 年受经营活动现金净流量大幅下降以及流动负债增长影响, 经营现金流动负债比下降幅度较大。整体看, 公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看, 2015~2017 年, 公司 EBITDA 分别为 23.92 亿元、31.53 亿元和 33.26 亿元, EBITDA 利息倍数分别为 3.22 倍、7.43 倍和 8.14 倍; 全部债务/EBITDA 分别为 4.16 倍、3.18 倍和 2.88 倍。整体看, 公司整体偿债能力逐步提高。

截至 2018 年 3 月底, 公司共获得金融机构授信总额 375.60 亿元, 已使用的授信额度为 78.34 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 2018 年 3 月底, 公司对外担保合计 71.21 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 2018 年 5 月 8 日, 公司已结清和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。

### 十一、 存续债券偿还能力分析

“17 杭滨江 MTN001”、“17 滨江房产 MTN002”和“18 滨江房产 MTN001”, 公司待偿还债券本金合计 51 亿元。

2017 年, 公司 EBITDA 为 33.26 亿元, 为待偿还债券本金的 0.65 倍; 同期公司经营活动现金流入量 199.88 亿元, 为待偿还债券本金的 3.92 倍; 经营活动现金流量净额为 34.30 亿元, 为待偿还债券本金的 0.67 倍。

总体看, 公司经营活动现金流入量对本次跟踪评级的存续债券保障能力较强。

公司待偿还的债券包括“15 杭滨江 MTN001”、“16 滨房 01”、“17 滨房 01”、“17 杭滨江 MTN001”、“17 滨江房产 MTN002”和“18 滨江房产 MTN001”, 发行额度合计 87.00 亿元, 截至目前, 剩余需偿还额度 87.00 亿元。



其中“16 滨房 01”附 2019 年投资者回售选择权，“17 滨房 01”附 2020 年投资者回售选择权，公司单独年度内需偿还债券最高金额为 42.80 亿元（包括“18 滨江房产 MTN001”21.80 亿元和“16 滨房 01”21.00 亿元），集中兑付年度为 2021 年。

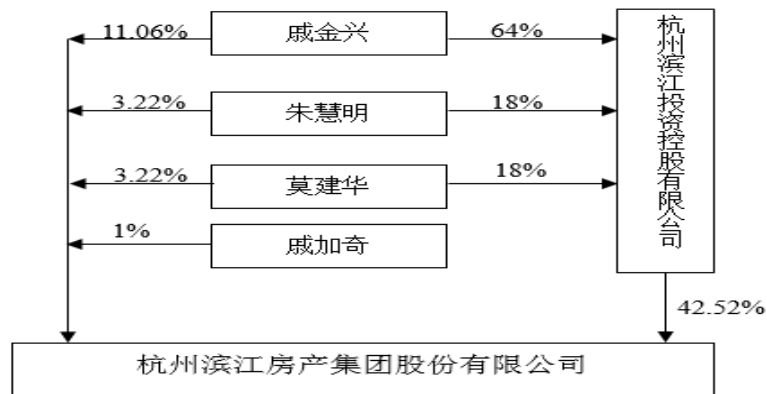
2017 年，公司 EBITDA 为 33.26 亿元，为最高单年偿付额的 0.78 倍；同期公司经营活动现金流入量 199.88 亿元，为最高单年偿付额的 4.67 倍；经营活动现金流量净额为 34.30 亿元，为最高单年偿付额的 0.80 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对存续债券最高单年偿付额的保障能力较强。

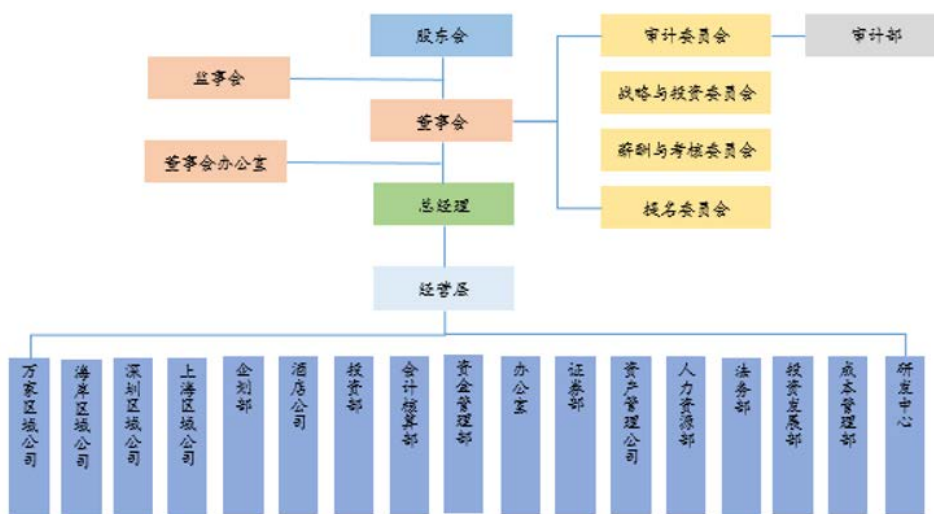
## 十二、 结论

综合评估，联合资信确定维持杭州滨江房产集团股份有限公司的主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，并维持“17 杭滨江 MTN001”、“17 滨江房产 MTN002”、“18 滨江房产 MTN001”的信用等级为 AA<sup>+</sup>。

附件 1-1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	35.75	91.60	95.81	66.27
资产总额(亿元)	422.30	495.45	602.44	673.33
所有者权益(亿元)	109.35	157.33	163.60	168.66
短期债务(亿元)	37.48	33.78	15.20	16.70
长期债务(亿元)	62.02	66.47	80.70	128.40
全部债务(亿元)	99.50	100.25	95.90	145.10
营业收入(亿元)	126.18	194.52	137.74	33.36
利润总额(亿元)	20.72	28.16	29.27	6.76
EBITDA(亿元)	23.92	31.53	33.26	--
经营性净现金流(亿元)	80.49	131.31	34.30	-103.21
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	158.16	187.47	79.05	--
存货周转次数(次)	0.27	0.51	0.38	--
总资产周转次数(次)	0.31	0.42	0.25	--
现金收入比(%)	132.71	112.39	144.59	90.59
营业利润率(%)	22.03	17.71	22.17	27.83
总资本收益率(%)	10.75	9.30	9.96	--
净资产收益率(%)	13.75	12.53	14.12	--
长期债务资本化比率(%)	36.19	29.70	33.03	43.22
全部债务资本化比率(%)	47.64	38.92	36.96	46.25
资产负债率(%)	74.11	68.25	72.84	74.95
流动比率(%)	154.99	162.14	148.31	161.17
速动比率(%)	33.30	65.40	80.88	59.75
经营现金流流动负债比(%)	32.08	48.34	9.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.22	7.43	8.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.16	3.18	2.88	--

注：1. 2018 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
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -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	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
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%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/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。