信用等级公告

联合〔2019〕1059 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长期信用状况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^{+}，“17 杭滨江 MTN001”“17 滨江房产 MTN002”和“18 滨江房产 MTN001”的信用等级为 AA+，“18 滨江房产 CP001”“18 滨江房产 CP002”“19 滨江房产 CP001”和“19 滨江房产 CP002”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年五月二十七日

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
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^+
上次评级结果： AA^+

债项信用

债券简称	债券余额	到期日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 杭滨江 MTN001	21 亿元	2020/02/28	AA^+	AA^+
17 滨江房产 MTN002	8.2 亿元	2020/12/15	AA^+	AA^+
18 滨江房产 MTN001	21.8 亿元	2021/03/15	AA^+	AA^+
18 滨江房产 CP001	9 亿元	2019/10/26	A-1	A-1
18 滨江房产 CP002	9 亿元	2019/11/09	A-1	A-1
19 滨江房产 CP001	9 亿元	2020/01/11	A-1	A-1
19 滨江房产 CP002	8 亿元	2020/03/15	A-1	A-1

本次评级展望： 稳定
上次评级展望： 稳定

评级时间：2019 年 5 月 27 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	91.60	95.81	71.90	124.04
资产总额(亿元)	495.45	602.44	875.52	1042.34
所有者权益(亿元)	157.33	163.60	193.14	207.17
短期债务(亿元)	33.78	15.20	78.96	107.03
长期债务(亿元)	66.47	80.70	212.85	231.63
全部债务(亿元)	100.25	95.90	291.81	338.66
营业收入(亿元)	194.52	137.74	211.15	17.86
利润总额(亿元)	28.16	29.27	42.42	6.62
EBITDA(亿元)	31.53	33.26	51.69	–
经营性净现金流(亿元)	131.31	34.30	-139.40	2.42
营业利润率(%)	17.71	22.17	30.42	36.76
净资产收益率(%)	12.53	14.12	16.32	–
资产负债率(%)	68.25	72.84	77.94	80.12
全部债务资本化比率(%)	38.92	36.96	60.17	62.05
流动比率(%)	162.14	148.31	171.80	161.00
经营现金流动负债比(%)	48.34	9.58	-29.69	–
全部债务/EBITDA(倍)	3.18	2.88	5.65	–
EBITDA 利息倍数(倍)	7.43	8.14	3.91	–

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 其他应付款中的有息债务及其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务及相关指标计算；长期应付款中的有息债务计入长期债务及相关指标计算

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，公司房地产项目销售情况良好，营业收入大幅增长，盈利水平有所提高；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；计提其他应收款坏账准备金额较大；2018 年以来债务规模快速增长、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^+，并维持“17 杭滨江 MTN001”“17 滨江房产 MTN002”和“18 滨江房产 MTN001”的信用等级为 AA^+，“18 滨江房产 CP001”“18 滨江房产 CP002”“19 滨江房产 CP001”和“19 滨江房产 CP002”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

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，房地产销售情况良好，盈利水平有所提高。
2. 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。
3. 跟踪期内，公司土地储备聚焦杭州、深耕浙江、辐射华东，项目储备质量较好。
4. 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强。

关注

1. 公司房地产业务存在一定的区域集中风险，当地房地产市场出台严控政策，公司项目

分析师： 王 爽　刘莉婕
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

可能面临一定的政策调整风险。

2. 2018 年以来，随着公司业务规模的扩张，公司债务规模快速攀升，债务负担加重。
3. 跟踪期内，公司拿地支出增大，经营净现金流大幅减少，公司融资需求加大；未来，随着储备土地后续开发，公司将面临较大的融资压力。
4. 因与深圳市安远控股集团有限公司诉讼事项，公司对其他应收款计提坏账准备金额较大。

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 2019 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 42.95%的股权，自然人戚金兴持有滨江控股 64.00%的股权，并直接持有公司 11.06%的股权，为公司实际控制人。

公司经营业务包括房地产开发、酒店服务、物业服务、持有型物业出租、代建等业务，其中房地产开发业务收入近三年占比均超 94%。截至 2019 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 76 家子公司；公司房地产开发系统在岗员工总数 711 人。

截至 2018 年底，公司资产总额 875.52 亿元，所有者权益 193.14 亿元（其中少数股东权益 40.53 亿元）；2018 年实现营业收入 211.15 亿元，利润总额 42.41 亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额1042.34亿元，所有者权益207.17亿元（其中少数股东权益50.74亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入17.86亿元，利润总额6.62亿元。

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”“18 滨江房产 MTN001”“18 滨江房产 CP001”“18 滨江房产 CP002”“19 滨江房产 CP001”和“19 滨江房产 CP002”，截至 2019 年 3 月底，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 87 亿元。跟踪期内，公司已按期支付“17 杭滨江 MTN001”和“17 滨江房产 MTN002”利息，其他存续债券未到付息日。

表1　本次跟踪评级债券情况（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	截至 2019 年 3 月底募集资金使用情况
17 杭滨江 MTN001	21.00	21.00	偿还银行贷款	3	2020/02/28	已按募集用途使用完毕

17 滨江房产 MTN002	8.20	8.20	偿还银行贷款	3	2020/12/15	已按募集用途使用完毕
18 滨江房产 MTN001	21.80	21.80	偿还银行贷款	3	2021/03/15	已按募集用途使用完毕
18 滨江房产 CP001	9.00	9.00	偿还信托贷款	1	2019/10/26	已按募集用途使用完毕
18 滨江房产 CP002	9.00	9.00	偿还到期兑付中票	1	2019/11/09	已按募集用途使用完毕
19 滨江房产 CP001	9.00	9.00	偿还银行贷款	1	2020/01/11	已按募集用途使用完毕
19 滨江房产 CP002	9.00	9.00	偿还银行贷款	1	2020/03/15	已按募集用途使用完毕

数据来源：公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，我国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融

强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，我国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

展望2019年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在我国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到2018年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

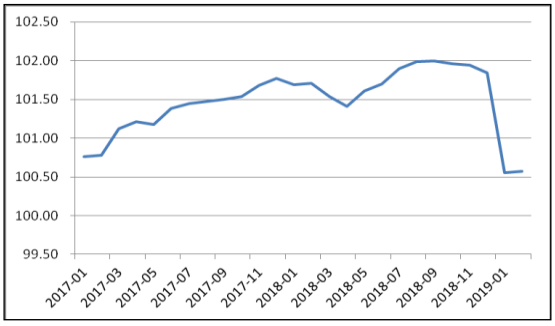
1. 房地产行业分析

（1）房地产开发行业

延续2017年以来房地产市场的严控形势，2018年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018年3月，两会政府工作报告提

出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图 1　2017 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2018 年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.50%，增速较上年增加 2.50 个百分点；其中住宅投资 8.52 万亿元，同比增长 13.40%，增速较上年增加 4.00 个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积 20.93 亿平方米，同比增长 17.20%，其中住宅新开工面积 15.34 亿平方米，同比增长 19.70%。全国房屋施工面积 82.23 亿平方米，同比增长 5.20%；其中住宅施工面积为 57.00 亿平方米，同比增长 6.30%。总体看，2018 年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018年全年商品房销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.30%，增速较上年下降6.40个百分点；共实现销售额15.00万亿元，同比增长12.20%，增速较上年下降1.50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，2018年百城住宅平均价格累计上涨5.09%，较2017年增速下降2.06个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

（2）土地市场与信贷环境

2018年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋近，房企拿地普遍持谨慎态度。2018年，全国300城市共推出用地12.84亿平方米，同比增长20%，其中住宅用地共推出5.05亿平方米，同比增长26%；土地成交量10.55亿平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交3.89亿平方米，同比增长10%。进入2018年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较2017年明显增加。价格方面，2018年，全国300个城市土地出让金总额为41773亿元，同比增长2%，较2017年增长2%；300个城市成交楼面均价为2159元/平方米，同比下跌11%；平均溢价率为13%，较2017年同期下降16个百分点。总体看，进入2018年以来，全国300城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从地产开发资金到位情况来看，2018年1—9月，房地产开发企业开发资金12.19万亿元，同比增长7.8%，较2017年同期下降0.2个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的33.31%和33.03%，且两者的占比均进一步增长，分别增长11.4和16.3个百分点；国内贷款、利用外资和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的14.80%、0.04%和14.38%。

2018年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交

易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率各地区均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入2018年10月以来，金融市场上货币政策出现松动。11月15日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在7月31日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

（3）政策环境

2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。

此后，2018 年 5 月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出 3—5 年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应 50%以上。2018 年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于 85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为 40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名 5 市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为 1 年。

2018 年 6 月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018 年 7 月 31 日，中共中央政治局会议提出，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了 2018 年下半年稳中求进的总基调。但同样在 2018 年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7 月太原宣布取消二手房限售，12 月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住房销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在

2018年12月13日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

总体看，2018年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

2. 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16850平方公里，辖10个区、1个县级市、2个县。2018年，杭州市常住人口为980.6万人。

2018年，全市实现地区生产总值13509亿元，比上年增长6.7%。其中第一产业增加值306亿元，第二产业增加值4575亿元，第三产业增加值8632亿元，分别增长1.8%、5.8%和7.5%。三次产业结构由2017年的2.5：34.6：62.9调整为2.3：33.8：63.9。全年全体居民人均可支配收入54348元，增长9.1%，扣除价格因素，实际增长6.6%。其中，城镇常住居民人均可支配收入61172元，增长8.7%，农村常住居民人均可支配收入33193元，增长9.2%，扣除价格因素，实际分别增长6.3%和6.7%。

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

根据Wind数据，2018年，杭州市供应土地数量为624宗，同比增加60宗；供应土地规划建筑地面积3428.07万平方米，同比增长8.29%。其中，供应住宅用地供应数量为122宗，同比减少20宗；供应住宅用地占地面积541.27万平方米，同比小幅下降2.72%。同年，杭州市住宅用地成交占地面积为561.76万平方米，同比增长16.64%；土地成交总价为1857.34亿元，同比增长19.57%；住宅用地成交楼面均价15566.61元/平方米，较2017年的15596.25元/平方米变化不大。总体看，杭州市土地供应量仍维持高位，其中住宅用地供应数量及面积小幅下降，但仍维持较大规模，住宅用地成交楼面均价同比变化不大，杭州市土地市场持续活跃。

2018年，杭州市房地产开发中住宅投资1713.13亿元，同比增长9.8%；住宅新开工面积1590.42万平方米，同比增长27.87%；住宅施工面积6160.57万平方米，同比增长3.64%；住宅竣工面积842.02万平方米，同比下降28.08%；住宅竣工面积842.02万平方米，同比下降28.08%。同期，商品房销售面积1675.98万平方米，同下降18.41%。其中住宅1329.40万。2018年，杭州市商品房销售均价为23917.29元/平方米，较2017年上涨17.51%。

房地产政策

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。

2018 年，杭州土地市场仍维持上年的活跃态势，住宅投资规模及开发面积持续增长，商品房销售面积有所回落，但商品房销售均价持续增长，在杭州房地产市场严控背景下，未来去化情况或将持续放缓。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年3月底，公司注册资本为31.11亿元。其中，滨江控股持有公司 42.95%的股权，自然人戚金兴持有滨江控股 64.00%的股权，并直接持有公司 11.06%的股权，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1300多万平方米，项目开发经验丰富。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，2016—2018年，公司分别位居第28位、第27位和第25位；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，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

诉讼事项

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”）之间的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书。

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。

根据滨江集团2018年3月30日发布的《关于杭州滨江房产集团股份有限公司交易所问询函中有关事项的说明》，在担保措施中，公司享有优先权的三座水电站收益权和深圳、昆明两处房产，其价值保守估计约为12.43亿元，基本可以涵盖本次违约的债权和利息；此外根据相关公司提供的资料，相关股权质押标的公司的净资产及经营情况尚可，相关担保各方的经营规模和净资产均较大，亦具备一定的偿债能力。

2018年9月20日，滨江集团发布《杭州滨江房产集团股份有限公司诉讼进展公告》，公告称公司已收到浙江省高级人民法院送达的《民事调解书》（2018）浙民初17号。民事调解书主要内容包括解除原合作协议书、安远控股承诺归还融资贷款本金及利息，连带责任担保人对债务本息承担连带保证责任，债权人有权折价、拍卖或变卖质押股权、质押电费收益权、抵押房产等事项。

公司将应收安远控股合作项目融资款计入其他应收款，截至2018年底，安远控股抵押及质押资产价值的评估价值合计49857.10万元，考虑相应的受偿比例后预计可收回金额为43620.71元，滨江集团对该重大应收款项计提坏账准备72379.29万元。此次计提坏账准备事项对公司2018年盈利情况有一定影响。

九、经营分析

1. 经营概况

公司经营业务包括房地产开发、酒店服务、物业服务、持有型物业出租、代建等业务，其中房地产开发业务 2018 收入占超 95%。

2018 年，实现营业收入 211.15 亿元，较

上年增长 53.30%，主要系房地产项目结转规模同比增加所致。其中，2018 年房地产开发业务收入为 202.71 亿元，同比增长 54.80%；酒店服务业务收入小幅下降至 1.49 亿元；公司代建业务发展较快，物业出租收入稳定，其他业务收入增长至 6.96 亿元。

毛利率方面，公司综合毛利率持续上升，2018 年为 35.74%，主要系高毛利的房地产项目结转以及高毛利的代建业务收入占比增加所致。其中，受益于高毛利项目交付结转，房地产业务毛利率为33.85%，较2017年上升5.14个百分点；公司酒店服务业务毛利率为 73.46%，较 2017 年上升 12.65 个百分点，主要系酒店餐厅营业成本下降所致；受益于毛利较高的代建业务占比提升，其他业务毛利率上升至 82.86%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 17.86 亿元（同比下降 46.47%），综合毛利率为 45.18%（同比上升 14.98 个百分点）。房地产开发板块实现营业收入 16.90 亿元，同比下降 43.82%，主要系交付结转项目减少所致；毛利率同比上升 20.04 个百分点，主要系交付交转项目毛利同比增加所致。酒店服务业务收入和毛利率同比变化不大。其他业务板块实现营业收入同比减少至 0.61 亿元，毛利率同比下降 19.03 个百分点，主要系持有型物业出租业务毛利率下降所致。

表2　公司营业务收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	186.47	95.86	24.09	130.95	95.08	28.71	202.71	96.00	33.85	16.90	94.61	44.30
酒店服务	1.63	0.84	40.17	1.57	1.14	60.81	1.49	0.71	73.46	0.35	1.98	55.16
物业服务业	2.41	1.24	12.80	0.42	0.30	14.97	--	--	--	--	--	--
其他	4.01	2.06	70.75	4.79	3.48	67.96	6.96	3.30	82.86	0.61	3.41	63.83
合计	**194.52**	**100.00**	**25.05**	**137.74**	**100.00**	**30.40**	**211.15**	**100.00**	**35.74**	**17.86**	**100.00**	**45.18**

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
资料来源：公司提供

跟踪期内，受益于公司房地产项目交付结转规模的提升，公司营业收入大幅增长，毛利率水平快速提升；酒店、代建和物业出租业务均发展良好，对公司盈利形成补充；公司整体经营状况较好。

2. 房地产开发业务

土地储备

跟踪期内，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，公司聚焦杭州、深耕浙江、辐射华东地区，项目储备质量较好。

2018 年，公司成功获得 26 块土地，拿地规模和成本支出快速增长。2018 年获取土地建筑面积合计 346.97 万平方米，同比大幅增长 57.39%；土地获得支出 496.43 亿元，同比大幅增长 54.16%。2018 年，公司获取土地包括浙江省的 23 块（其中杭州市 12 块）、江苏如皋 1 块以及江西上饶 2 块。2019 年 1—3 月，公司获取 3 块土地，全部位于杭州市，土地的计容规划建筑面积合计 19.30 万平方米。截至 2019 年 3 月底，土地价款中尚有 14.10 亿元未缴纳，其中公司待支付权益金额为 6.06 亿元。

跟踪期内，公司拿地规模快速扩张，为其未来房地产项目开发提供了有力保障。公司聚焦杭州、深耕浙江、辐射华东地区，项目储备质量较好。2018 年，公司拿地支出显著增加，为后续开发和资金周转带来压力。

表 3　公司近年拿地情况

（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
2016 年	12	114.16	160.81	7099.06

2017 年	16	322.03	220.45	14607.85
2018 年	26	496.43	346.97	14307.71
2019 年 1—3 月	3	28.21	19.30	14615.89
合计	**57**	**960.83**	**747.53**	--

注：上表数据包括合营、联营项目数据
资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司尚有未开发的土地规划建筑面积合计143.37万平方米，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规划建筑面积为66.65万平方米。

表 4　截至 2019 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、%）

编号	地块名称	项目所在地	交易时间	规划用途	建设用地面积	规划建筑面积	土地总价	土地权益	是否并表
1	上海大兴街旧改	上海	2016.12.29	商住	3.71	12.94	46.00	17.15	否
2	深圳龙华区城市更新项目	深圳	2017.6.26	商住	4.78	29.38	53.54	48.00	是
3	深圳南方报业大厦项目	深圳	2017.6.26	商住	0.60	4.80	7.20	36.00	是
4	临安湖光山社项目	杭州	2017.11.24	住宅	14.99	14.99	10.00	100.00	是
5	上湘湖单元宅地-萧政储出[2018]5 号	杭州	2018.2.5	住宅	13.32	13.45	40.12	50.00	是
6	太湖度假区长田漾湿地项目-2018-10 号	湖州	2018.3.13	商业	14.06	15.47	1.83	70.00	是
7	德清县 2017-535 地块	德清	2018.5.17	住宅	7.00	7.35	8.74	33.00	否
8	储溪湿地片区,储溪北路以西-DEB2018043-DEB2018046	上饶	2018.6.22	商业	10.00	8.00	0.78	29.00	否
9	杭政储出[2018]23 号南星单元 D-05 地块	杭州	2018.7.16	住宅	3.18	8.58	30.96	50.00	是
10	奉化萧王庙青云村 3 号地块（学校）	宁波	2018.8.6	学校	9.12	9.12	0.88	10.00	否
11	翠苑 XH0901-01 地块-杭〔2018〕59 号	杭州	2019.1.29	住宅	2.11	5.71	20.61	50.00	否
12	转塘单元 XH1807-03 地块-杭〔2019〕3 号	杭州	2019.3.4	商业	3.57	7.14	4.00	24.00	否
13	转塘单元 XH1807-04 地块-杭〔2019〕4 号	杭州	2019.3.4	商业	3.22	6.45	3.61	24.00	否
合计			--	--	**89.67**	**143.37**	**228.27**	--	--

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司土地拓展规模较大且土地储备质量良好，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；合作开发已成为公司主要开发模式之一，由于合作开发模式所限，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管控、项目实施的协调、成本控制及销售等多个方面。

项目开发情况

2018 年，公司加大开发规模，新开工面积 285.23 万平方米，较上年增加 206.62 万平方米；公司竣工面积 83.45 万平方米，同比下降 7.36%。截至 2018 年底，公司在建面积为 420.70 万平方米，规模较大。

表5　公司主要开发数据情况

（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
开工面积	79.20	78.61	285.23	47.75
竣工面积	68.94	83.45	77.31	10.40
期末在建面积	217.62	212.78	420.70	458.05

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
资料来源：公司提供

从城市分布上看，公司持有的项目主要集中在杭州及浙江省其他城市，此外公司有部分项目在上海、平湖、上饶、南通等地区。截至2019年3月底，公司持有在建项目49个，预计总投资2023.57亿元，已投资1528.70亿元，尚需投资494.87亿元；由于公司合理把握开发与销售节奏，且公司武林壹号、信达一品、翡翠海岸、上品南星等精装修项目售价较高。截至2019年3月底，公司在建项目已实现签约销售收入合计977.38亿元。

表 6　截至 2019 年 3 月底公司在建项目基本情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米、%）

序号	项目名称	所在区域	项目类别	预计竣工时间	计容建筑面积	预计总投资	已投资金额	可销售面积	已售面积	销售均价	销售进度	权益比例
1	上海公园壹号	上海	住宅	2019.6	12.05	61.00	57.88	11.53	7.41	4.55	64.27	30.00
2	武林壹号	杭州	住宅商业	2015 年 1 月开始分期竣工	33.40	110.76	103.99	25.01	24.90	7.32	99.56	50.00
3	湘湖壹号	杭州	住宅	2014 年 6 月开始分期竣工	23.90	59.00	56.59	20.88	20.07	4.21	96.12	50.00
4	千岛湖东方海岸	杭州	住宅	2017 年 2 月开始分期竣工	19.20	15.50	14.26	18.52	18.52	0.84	100.00	100.00
5	东方名府	杭州	商住	2019.12	4.75	6.00	5.53	4.70	4.44	2.77	94.47	26.00
6	东方悦府	杭州	住宅商业	2019.4	7.54	13.40	11.05	7.46	7.36	2.59	98.66	32.00
7	信达一品	杭州	住宅	2019.12	9.24	47.00	46.12	9.14	9.11	7.50	99.67	20.00
8	翡翠海岸	杭州	住宅	2019.12	12.23	70.00	65.42	12.11	11.86	7.23	97.94	33.00
9	义乌公园壹号	义乌	住宅	2019.3	14.15	33.00	26.40	13.90	11.25	2.91	80.94	100.00
10	江南名府	杭州	住宅	2020.6	7.90	19.00	16.75	7.79	7.26	3.34	93.20	100.00
11	卧城印象	杭州	住宅	2021.1	6.48	15.00	12.97	5.11	5.11	3.05	100.00	50.00
12	杭州壹号院	杭州	商住	2021.12	86.49	220.00	147.08	71.15	14.00	4.80	19.68	10.00
13	上海湘府花园三期	上海	住宅	2019.12	12.00	102.00	91.51	9.00	--	--	--	10.00
14	平湖万家花城	平湖	住宅	2016 年 11 月开始分期竣工	93.53	57.54	48.23	92.15	77.70	1.13	84.32	35.10
15	临安天目山	杭州	商住	2020.8	13.38	14.00	2.28	4.68	--	--	--	100.00
16	大江名筑	杭州	商住	2020.3	6.70	8.00	5.35	6.63	5.12	1.91	77.22	31.00
17	御江南	杭州	住宅	2021.1	8.59	27.35	24.20	7.24	6.25	3.86	86.33	100.00
18	上品南星	杭州	住宅	2021.5	13.48	79.28	66.14	10.54	3.24	6.55	30.74	50.50
19	义乌锦绣之城	义乌	住宅	2021.5	16.57	43.09	30.67	16.41	3.64	2.33	22.18	100.00
20	义乌滨江壹品	义乌	住宅	2020.12	21.94	50.34	37.70	20.80	9.69	2.58	46.59	100.00
21	未来海岸	杭州	住宅	2020.6	19.45	32.00	25.56	19.32	12.99	1.85	67.24	51.00
22	同协金座	杭州	商住	2020.12	14.17	14.7	11.60	6.15	1.98	3.18	32.20	17.15
23	翡翠江南	杭州	住宅	2020.5	11.59	30.42	26.40	7.76	7.28	3.08	93.81	50.00
24	翡翠之星	杭州	住宅	2021.1	5.99	18.55	17.07	4.65	4.53	3.90	97.42	50.00
25	温州万家花城	温州	住宅	2021.6	15.33	22.00	12.02	15.23	--	--	--	51.00
26	锦宸府	杭州	住宅	2021.6	6.04	20.53	14.94	5.94	--	--	--	50.00
27	五幸银座	杭州	商业	2021.9	3.79	3.40	2.00	1.85	--	--	--	24.00
28	温岭玖珑春晓	温岭	住宅	2021.3	9.07	29.13	19.09	9.05	--	--	--	49.00
29	乐清金色家园	乐清	住宅	2021.8	28.00	29.83	18.75	27.58	4.26	1.55	15.45	45.00
30	曙光之星	南通	商住	2020.10	19.79	16.00	4.41	15.67	3.35	0.62	21.38	35.00
31	定安府	杭州	商业	2021.1	1.26	7.50	4.08	1.25	--	--	--	70.00
32	悦虹湾	杭州	住宅	2021.12	27.79	88.22	71.26	26.95	7.89	3.58	29.28	24.90
33	温州之翼 TOD	温州	商住	2021.1	41.58	61.50	40.98	40.96	6.92	1.81	16.89	16.50
34	定山海花园	舟山	商住	2021.12	15.40	20.12	11.53	12.84	0.80	1.29	6.23	11.00
35	锦粼府	杭州	住宅	2020.12	11.71	35.86	28.56	11.45	1.72	2.98	15.02	30.00
36	温岭铂金海岸	温岭	住宅	2020.9	16.90	7.10	2.22	16.73	0.55	0.64	3.29	50.00
37	海语天下	宁波	住宅	2022.4	23.13	61.8	49.93	22.92	--	--	--	50.00
38	五幸金座	杭州	商业	2021.5	6.15	6.50	2.96	3.01	--	--	--	24.00
39	公园之星	杭州	商业	2022.3	5.05	15.40	8.09	2.45	--	--	--	12.25
40	拥潮府	杭州	住宅	2021.12	11.27	45.35	30.80	11.00	1.63	4.01	14.82	66.00
41	十里春晓	湖州	住宅	2021.6	14.98	30.12	14.63	14.15	--	--	--	70.00
42	温州壹号	温州	商住	2022.5	35.25	122.81	73.79	34.51	5.06	3.98	14.66	15.00

43	诺德学府	宁波	住宅	2021.6	13.12	9.18	5.78	12.55	2.58	0.96	20.56	40.00
44	温岭万家之星	温岭	住宅	2021.6	5.64	10.87	7.40	5.39	1.20	2.47	22.26	34.00
45	阳光名城	杭州	住宅	2020.9	10.52	13.60	8.01	9.91	--	--	--	15.00
46	澄品 101	杭州	住宅	2022.6	31.29	144.00	105.94	29.62	--	--	--	18.00
47	上饶公园壹号	上饶	住宅	2021.8	13.61	13.10	5.30	13.2	1.18	1.05	8.94	51.00
48	东潮府	乐清	住宅	2022.3	8.40	14.37	8.09	8.29	--	--	--	25.00
49	御品	杭州	住宅	2023.2	8.73	48.35	27.39	7.73	--	--	--	50.00
合计		--	--	--	**858.51**	**2023.57**	**1528.70**	**772.86**	**310.85**	--	--	--

注：部分项目尚未符合销售条件
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司合理把握在建与销售的节奏，回笼资金较充足；公司在建项目主要集中在杭州地区，存在一定的区域集中风险，在当地房地产市场政策严控背景下，项目去化能力或将受到影响；公司在建项目规模较大，且多采用合作开发方式，可缓解资金压力，但考虑到2018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，综合来看，公司资金压力将显著增加。

项目销售情况

2018 年公司签约销售面积和金额分别达 96.08 万平方米和 400.90 亿元。从签约销售均价上看，公司房屋销售平均价格也呈持续上涨态势，由 2016 年的 2.44 万元/平方米大幅上涨至 2018 年的 4.18 万元/平方米。

表7　近年来公司项目销售情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
签约销售面积（万平方米）	87.24	89.46	96.08	38.36
签约销售金额（亿元）	212.98	305.60	400.90	125.40
签约销售均价（万元/平方米）	2.44	3.42	4.18	3.27
结转收入面积（万平方米）	97.75	51.61	62.69	10.40
结转收入（亿元）	186.47	130.95	202.71	16.90

注：上表数据为并表口径
资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司项目可售面积合计772.86万平方米（部分项目在建，未取得预售许可证）；取得预售许可证项目可售面积合计627.78万平方米，其中尚未销售面积合计316.93万平方米。公司主要待售项目分布在杭州（待售面积占37.32%）、温州（待售面积占20.04%）、义乌（待售面积占8.37%）、乐清（待售面积占7.36%）等地区，浙江省项目待售面积合计占91.02%。

跟踪期内，公司销售金额维持增长态势；公司部分项目销售均价较高，在房地产严控政策背景下，若销售不达预期，将对公司资金形成占用；公司在售项目具备区域集中性，易受单一区域市场波动影响。

3. 未来发展

作为杭州地区主要上市房地产企业，公司的战略布局：聚焦杭州、深耕浙江、辐射华东、关注粤港澳和中西部，同时调整区域布局，把资源重点向杭州以及有前景的区域倾斜，积极进入适应滨江风格的、人口净流入的、经济发达的、需要滨江产品的城市和区域，例如南京、苏州、成都、武汉等。公司经营目标：销售目标 1000 亿元（全口径），按与 2018 年持平的原则新增土地储备；继续扩大写字楼、商铺、长租公寓等投资性房地产规模，继续关注和探索养老产品；严格执行销售管理制度，实行优胜劣汰；继续保持合理的有息负债水平；增强各部门的协作能力，最大程度发挥企业优势。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016—2018 年财务报告，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 2019 年一季度财务报表未经审计。

跟踪期内，公司合并报表范围变化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 2018 年底，公司资产总额 875.52 亿元，所有者权益 193.14 亿元（其中少数股东权益 40.53 亿元）；2018 年实现营业收入 211.15 亿元，利润总额 42.41 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 1042.34 亿元，所有者权益 207.17 亿元（其中少数股东权益 50.74 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 17.86 亿元，利润总额 6.62 亿元。

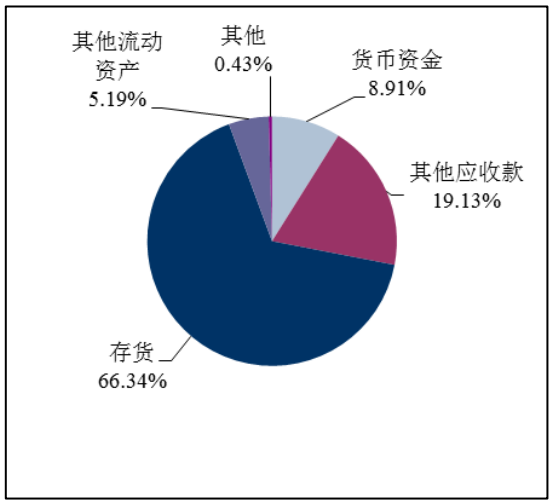
2．资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 875.52 亿元，同比增长 45.33%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 92.13%，非流动资产占 7.87%。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

截至 2018 年底，公司流动资产 806.66 亿元，同比增长 51.87%，主要源于存货的增长。截至 2018 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 8.91%）、其他应收款（占 19.13%）和存货（占 66.34%）构成。

图 2　截至 2018 年底公司流动资产构成



注：“其他”包括应收账款和预付账款等
资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2018 年底，公司货币资金合计 71.90 亿元，同比下降 24.96%，主要系公司拿地支出及偿还债务规模增加所致；公司货币资金主要由银行存款（占 99.69%）构成。截至 2018 年底，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 0.17%，受限比率低。

截至 2018 年底，公司其他应收款 154.30 亿元，同比增长 41.21%，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 2018 年底，单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款为应收安远控股合作项目融资款，坏账准备计提金额为 7.24 亿元。截至 2018 年底，公司其他应收款坏账准备余额为 13.50 亿元，综合计提比例为 8.04%。截至 2018 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 42.02%，集中度高。

表 8　截至 2018 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
宁波京海投资管理有限公司	拆借款	19.07	1 年以内	11.36
绿城房地产开发集团有限公司	拆借款	10.00	1 年以内	8.79
		4.76	1-2 年	
杭州保泓房地产开发有限公司	拆借款	14.72	1 年以内	8.77
深圳市安远控股集团有限公司	拆借款	3.00	1-2 年	6.91
		8.60	2-3 年	
杭州金昇房地产开发有限公司	拆借款	6.73	1 年以内	6.19
		3.65	1-2 年	
合计	--	**70.53**	--	**42.02**

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

截至 2018 年底，公司存货主要由开发成本（占 95.86%）和开发产品（占 4.14%）构成。其中，期末余额较大的开发成本包括上品项目（64.28 亿元）、滨江壹品项目（37.55 亿元）、湘湖里项目（33.10 亿元）、义乌锦绣之城项目（29.82 亿元）、拥潮府项目（29.37 亿元）、滨江金地御品（27.05 亿元）、翡翠江南项目（25.73

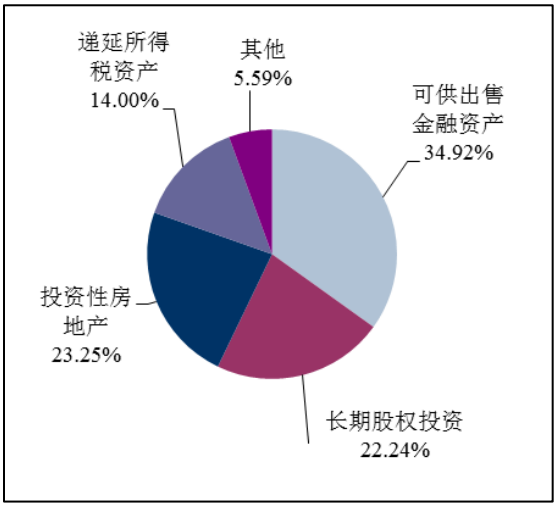
亿元）、未来海岸项目（24.25 亿元）、平湖万家花城项目（23.86 亿元）、御江南项目（23.75 亿元）；期末余额较大的开发产品包括武林壹号住宅项目（5.50 亿元）、湘湖壹号项目（4.26 亿元）、佑康紫金府项目（2.08 亿元）、华家池项目（3.16 亿元）。截至 2018 年底，公司所有权或使用权受限的存货账面价值合计 266.28 亿元，为借款提供抵押担保，占期末存货账面价值的 49.76%，占比较高。公司存货主要集中在杭州市，受当地房地产市场严控政策影响，公司存货面临一定的去化压力。

公司其他流动资产主要包括预缴税金、预付土地款和信托理财产品等，2018 年底为 41.86 亿元，同比下降 48.64%。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 68.86 亿元，同比下降 3.40%，主要系长期应收款减少所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 34.92%）、长期股权投资（占 22.24%）和投资性房地产（占 23.25%）构成。

图 3　截至 2018 年底公司非流动资产构成



注：“其他”包括固定资产、无形资产和长期待摊费用等
资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产为 24.04 亿元，同比下降 7.85%，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%）等。

截至 2018 年底，公司长期应收款同比下降 100%，主要系本期信托计划部分收回，部分改列至其他应收款所致。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 15.32 亿元，同比增长 367.10%，主要系本期对联营企业投资增加所致。

公司投资性房地产采用成本法计量。截至 2018 年底，公司投资性房地产账面价值合计 16.01 亿元，累计折旧和累计摊销期末余额为 4.68 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 15.24 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 95.23%。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 1042.34 亿元，较 2018 年底增长 19.05%，主要系货币资金和存货大幅增长所致。截至 2019 年 3 月底，公司货币资金 124.04 亿元，较 2018 年底增长 72.53%，主要系本期预收售房款及借款增加所致；公司存货 591.47 亿元（其中开发成本 564.27 亿元，开发产品 26.85 亿元），较 2018 年底增长 10.53%，主要系本期新增土地储备及项目开发投入所致；其他应收款 181.14 亿元，较 2018 年底增长 17.40%，主要系与联营合营企业往来款增加所致；其他流动资产 71.20 亿元，较 2018 年底下降 70.08%，主要系预付土地款和预缴税金增加所致。

截至 2019 年 3 月底，公司受限资产规模为 327.34 亿元，受限资产占资产总额的 31.40%，受限比率尚可。

表 9　截至 2019 年 3 月底公司受限资产情况

（单位：万元）

项目	账面价值
货币资金	1217.55

固定资产	882.49
存货	3117416.39
投资性房地产	150749.95
无形资产	3113.38
合计	3273379.76

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司资产规模大幅增长，资产结构以流动资产为主。流动资产中货币资金较充裕，存货款占比高，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；2018年其他应收款计提坏账准备金额较大，对公司盈利有一定影响。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 193.14 亿元，同比增长 18.06%，主要系未分配利润及少数股东权益增长所致。截至 2018 年底，公司未分配利润 87.89 亿元，同比增长 11.04%；少数股东权益 40.53 亿元，同比增长 94.70%，主要系合作开发项目增加所致。同期，公司所有者权益中股本、资本公积、未分配利润和少数股东权益占比较高，分别为 16.11%、11.95%、45.51%和 20.99%。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 207.17 亿元，较 2018 年底增长 7.26%，主要系少数股东权益和未分配利润增长所致。同期，所有者权益构成较 2018 年底变化不大。

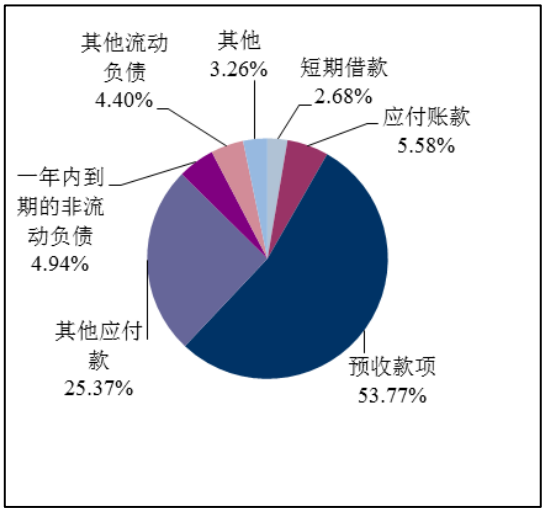
跟踪期内，随着公司业务规模的扩大，合作开发项目增加，少数股东权益规模快速增长。

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 682.38 亿元，同比增长 55.50%，主要系其他应付款和长期借款增长所致。其中，流动负债占 68.81%（同比下降 12.80 个百分点），非流动负债占 31.19%，以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 469.53 亿元，同比增长 31.10%，主要以预收款项（占 53.77%）和其他应付款（占 25.37%）为主。

图 4 截至 2018 年底公司流动负债构成



注：“其他”包括应交税费和应付职工薪酬等
资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2018 年底，公司预收款项合计 252.47 亿元，同比下降 1.30%。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。2018 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。

截至 2018 年底，公司其他应付款 119.10 亿元，同比增长 110.65%，主要系关联方拆借款同比增加 61.39 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 9.22%，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。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 23.20 亿元，同比增长 149.18%，全部为一年内到期的长期借款。

截至 2019 年底，公司其他流动负债 20.65 亿元，主要包括短期应付债券和联营企业未实现利润。短期应付债券为发行额度 9 亿元的“18 滨江房产 CP001”和发行额度 9 亿元的“18 滨江房产 CP002”。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 212.85 亿元，主要由长期借款（占 60.84%）和应付债券（占 36.58%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 129.49 亿

元，同比大幅增长 564.17%，主要系公司业务规模扩大，融资需求增加所致。截至 2018 年底，公司长期借款由抵押借款（占 22.45%）、抵押兼保证借款（占 77.50%）和保证借款（占 0.05%）构成。从期限构成来看，公司长期借款主要集中在 2021 年到期。

表 10　公司长期借款到期情况

年份	到期规模（万元）
2020 年	240000.00
2021 年	885798.71
2022 年及以后	169100.00

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司应付债券余额77.86亿元，同比增长39.01%。公司应付债券主要集中在2020年和2021年兑付。

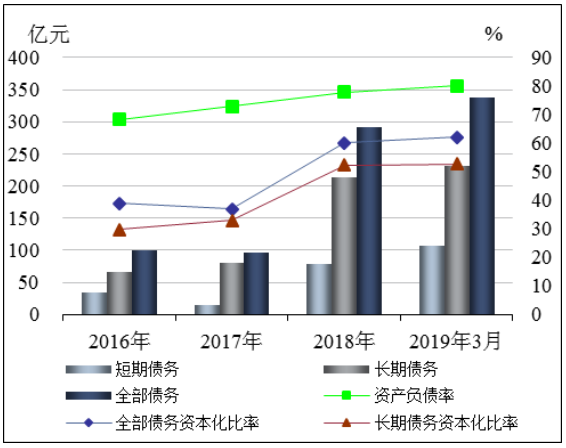
表 11　截至 2018 年底公司应付债券明细

证券名称	发行日期	到期日期	下一行权日	债券余额
18 滨江房产 MTN001	2018-03-13	2021-03-15	--	21.80
17 滨江房产 MTN002	2017-12-13	2020-12-15	--	8.20
17 滨房 01	2017-10-30	2022-10-31	2020-10-31	6.00
17 杭滨江 MTN001	2017-02-24	2020-02-28	--	21.00
16 滨房 01	2016-08-09	2021-08-10	2019-08-10	21.00
合计	--	--	--	**78.00**

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 835.17 亿元，较上年底增长 22.39%，主要来自预收账款的增长。其中，公司流动负债比重上升至 72.25%。截至 2019 年 3 月底，公司预收款项 360.09 亿元，较上年底增长 42.63%，主要系预收售房款增加所致；一年内到期的非流动负债 42.89 亿元，较上年底增长 84.88%，主要系有较多借款将在一年内到期所致；其他流动负债 37.26 亿元，较上年底增长 80.44%，主要系本期公司发行额度为 9 亿元的“19 滨江房产 CP001”和额度为 8 亿元的“19 滨江房产 CP002”；公司长期借款 169.39 亿元，较上年底增长 30.81%，主要系公司融资规模增加所致；公司应付债券 56.87 亿元，较上年底下降 26.96%，主要系将本金为 21.00 亿元的“16 滨房 01”调整至一年内到期非流动负债所致。

图 5　2016—2019 年 3 月底公司债务情况



资料来源：根据公司财务报告整理

本评级报告已将其他应付款中的有息部分及其他流动负债中的短期应付债券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。截至 2018 年底，公司调整后有息债务规模为 291.81 亿元，同比大幅增长 204.28%；有息债务以长期债务为主，长期债务占 72.94%，较 2017 年下降 11.21 个百分点。

2018 年，公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为 77.94%、60.17%和 52.43%，较上年分别上升 5.10 个、23.22 个和 19.39 个百分点。2018 年，公司债务规模快速攀升，债务负担加重。

截至 2019 年 3 月底，公司调整后有息债务总额 338.66 亿元，较 2018 年底大幅增长 16.06%，其中短期债务占比上升至 31.60%，长期债务占 68.40%。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为 80.12%、62.05%和 52.79%，较 2018 年底分别上升 2.19 个、1.87 个和 0.36 个百分点，债务规模较 2018 年底进一步上升。

跟踪期内，随着业务规模的扩张，公司债务规模快速攀升，债务负担加重，短期债务规

模比重大幅上升；公司预收款项主要为预收售房款，规模较大，对未来结转收入提供有力支撑。

4. 盈利能力

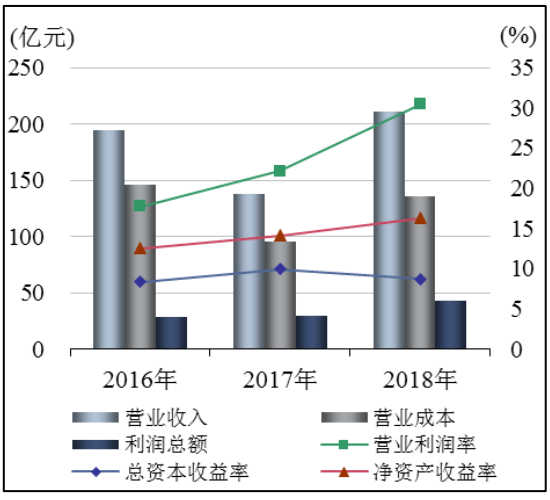
2018 年，公司实现营业收入 211.15 亿元，同比增长 53.30%，主要系公司项目交付结转收入同比增加所致。结转项目包括武林壹号部分楼宇、华家池住宅及商业部分、东方星城住宅、平湖万家花城部分住宅、锦绣之城住宅和湘湖壹号等项目。2018 年营业成本为 135.68 亿元，同比增长 41.53%。

期间费用方面，2018 年公司期间费用合计 12.73 亿元，同比增长 110.90%，主要系财务费用增长所致。公司销售费用 3.07 亿元，同比增长 99.31%，主要系本期新增楼盘所致。公司财务费用 6.57 亿元，同比增长 211.92%，主要系利息支出增加所致。公司费用收入比分别为 6.03%，公司费用控制能力较强。

截至 2018 年底，公司资产减值损失 8.08 亿元，同比增长 570.29%，主要系本期对应收安远控股合作项目融资款计提 7.24 亿元坏账准备所致。

2018 年，公司利润总额为 42.42 亿元，同比增长 44.93%。

图 6　2016—2018 年公司盈利情况



资料来源：根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2018 年，公司营业利润率和净资产收益率分别为 30.42%和 16.32%，同比分别同比上升 8.25 个和 2.20 个百分点；总资本收益率波动幅度较大，分别为 8.34%、9.96%和 8.17%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入和利润总额分别为 17.86 亿元和 6.62 亿元，较上年同期分别下降 46.47%和 2.14%。当期，公司营业利润率为 36.76%，较 2018 年上升 6.34 个百分点。同期，公司投资收益 4.08 亿元，较上年同期增长 964.95%，主要系本期对联营企业的投资收益增加所致。

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，2018 年公司经营活动现金流入量为 221.95 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金（2018 年为 221.95 亿元）。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增加影响，2018 年为 361.35 亿元，同比增长 118.23%。经营活动产生的现金流量净额为-139.40 亿元。

投资活动方面，2018 年公司投资活动现金流入量为 34.78 亿元，同比减少 428.35 亿元，主要系上年收回理财产品所致。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，2018 年为 109.20 亿元。2018 年公司投资活动现金流量净额为-74.42 亿元。

筹资活动方面，2018 年公司筹资活动产生的现金流入为 313.86 亿元，同比增长 204.91%，近主要系借款规模增加以及收到合作项目外部股东财务资助款增加所致。公司筹资活动产生的现金流出为 124.39 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。公司筹资活动现金流量净额为 189.48 亿元。

2019 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 2.42 亿元、13.54 亿元和 36.31 亿元。

跟踪期内，公司拿地支出增大，经营净现金流大幅减少已无法满足公司的投资需求，公司融资规模快速提升。未来，随着储备土地后续开发及拿地投入，公司将面临较大的融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年底及 2019 年 3 月底，公司的流动比率分别为 171.80%和 161.00%，速动比率分别为 57.83%和 62.98%。2018 年，公司经营现金流动负债比分别为 -29.69%。2018 年底及 2019 年 3 月底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数分别为 0.91 倍和 1.16 倍。随着公司业务规模的扩张，公司拿地支出也大幅增加，公司经营活动现金净流量大幅下降，但考虑到公司销售回款及现金类资产规模较大，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力看，2018 年，公司 EBITDA 为 51.69 亿元，EBITDA 利息倍数和分别为 3.91 倍和 5.65 倍。整体看，伴随债务规模的快速攀升，公司长期偿债能力有所下降。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得金融机构授信总额 350.17 亿元，未使用的授信额度为 146.19 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 2019 年 3 月底，公司对外担保合计 59.63 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，公司或有负债风险小。

7. 公司本部财务分析

截至 2018 年底，公司本部资产合计 375.81 亿元，其中流动资产占 76.82%，非流动资产占 23.18%。截至 2018 年底，公司本部流动资产 288.70 亿元，主要由货币资金（3.38 亿元）和其他应收款（277.48 亿元）等构成。同期，非流动资产 87.11 亿元，主要由可供出售金融资产（12.38 亿元）和长期股权投资（67.19 亿元）等构成。截至 2019 年 3 月底，公司本部资产总计 390.46 亿元，其中流动资产 295.55 亿元，非流动资产 94.91 亿元。

截至 2018 年底，公司本部负债合计 243.50 亿元，其中流动负债占 65.31%，非流动负债占 34.69%；同期，公司本部有息债务为 84.61 亿元，其中长期债务伟 84.46。截至 2018 年底，公司流动负债 159.04 亿元，主要由其他应付款（134.78 亿元）和其他流动负债（20.25 亿元）等构成。同期，非流动负债 84.46 亿元，由长期借款（6.60 亿元）和应付债券（77.86 亿元）构成。截至 2019 年 3 月底，公司本部负债合计 253.96 亿元，其中流动负债 185.48 亿元，非流动负债 68.47 亿元；同期，公司本部有息债务为 90.62 亿元，其中长期债务 68.47 亿元。

2018 年，公司本部营业收入 9.04 亿元，投资收益 8.04 亿元，利润总额 7.01 亿元。2019 年 1—3 月，公司本部营业收入 7.06 亿元，投资收益 1.47 亿元，投资收益 3.76 亿元，利润总额 4.23 亿元。

2018 年，公司本部经营活动现金流入 8.16 亿元，经营活动净现金流为 3.35 亿元；投资活动净现金流-105.89 亿元；筹资活动净现金流 79.54 亿元。2019 年 1—3 月，公司本部经营活动现金流入 1.02 亿元，经营活动净现金流为 -3.66 亿元；投资活动净现金流 3.06 亿元；筹资活动净现金流 4.88 亿元。

截至 2018 年底及 2019 年 3 月底，公司本部资产负债率分别为 64.79%和 65.04%，全部债务资本化比率分别为 39.01%和 39.90%；2018 年及 2019 年 1—3 月，营业利润率分别为 97.12%和 95.92%。

公司本部不直接进行房地产项目开发和运营，营业收入主要为合作开发项目管理费收入及物业租金收入，收入规模较小，盈利主要来源于下属子公司；公司本部债务规模大，偿债需依靠下属子公司。

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2019年4月28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。

9. 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”“18滨江房产MTN001”、“18滨江房产CP001”“18滨江房产CP002”“19滨江房产CP001”和“19滨江房产CP002”，公司待偿还债券本金合计87亿元，其中一年内到期债券本金合计48亿元。

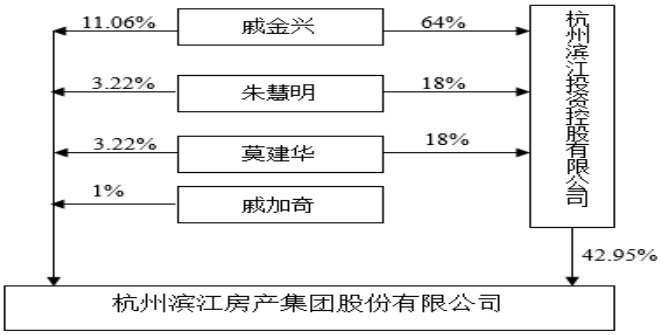
截至2018年底，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为存续期内应付债券合计额度的2.55倍和-1.60倍；公司EBITDA为应付债券总额的0.59倍。整体看，公司经营活动现金流入量对存续期内应付债券余额的保障能力强。

截至2018年底和2019年3月底，公司现金类资产分别为一年内到期债券的1.50倍和2.58倍。截至2018年底，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为一年内到期债券的4.62倍和-2.90倍。整体看，公司现金类资产和经营活动现金流入量对一年内到期债券的保障能力强。

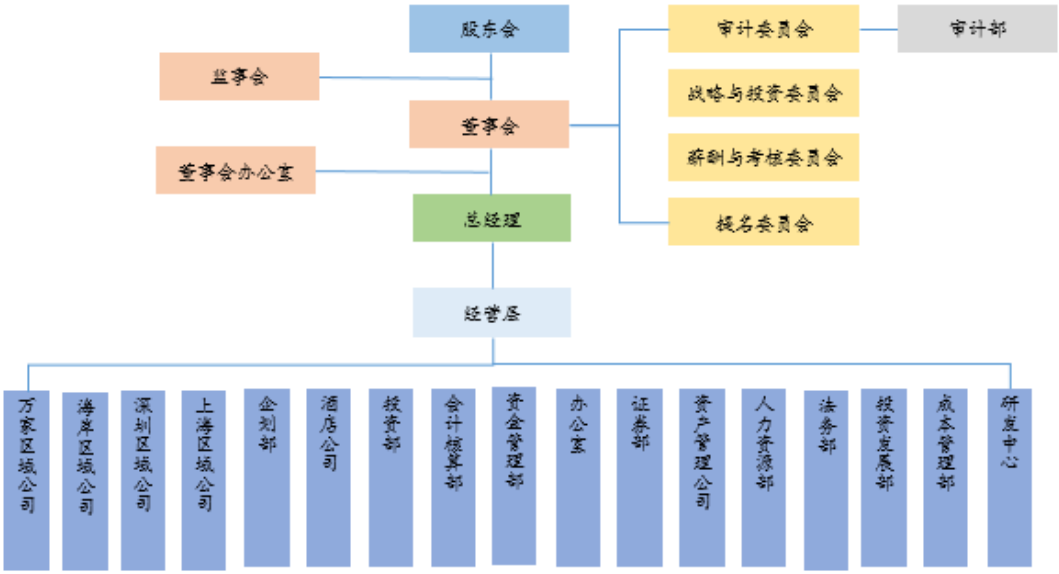
十二、 结论

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^{+}，并维持“17杭滨江MTN001”“17滨江房产MTN002”和“18滨江房产MTN001”的信用等级为AA^{+}，“18滨江房产CP001”“18滨江房产CP002”“19滨江房产CP001”和“19滨江房产CP002”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	91.60	95.81	71.90	124.04
资产总额(亿元)	495.45	602.44	875.52	1042.34
所有者权益(亿元)	157.33	163.60	193.14	207.17
短期债务(亿元)	33.78	15.20	78.96	107.03
长期债务(亿元)	66.47	80.70	212.85	231.63
全部债务(亿元)	100.25	95.90	291.81	338.66
营业收入(亿元)	194.52	137.74	211.15	17.86
利润总额(亿元)	28.16	29.27	42.42	6.62
EBITDA(亿元)	31.53	33.26	51.69	--
经营性净现金流(亿元)	131.31	34.30	-139.40	2.42
财务指标				
销售债权周转次数(次)	187.47	79.05	80.38	--
存货周转次数(次)	0.51	0.38	0.35	--
总资产周转次数(次)	0.42	0.25	0.29	--
现金收入比(%)	112.39	144.59	104.31	414.46
营业利润率(%)	17.71	22.17	30.42	36.76
总资本收益率(%)	8.34	9.96	8.17	--
净资产收益率(%)	12.53	14.12	16.32	--
长期债务资本化比率(%)	29.70	33.03	52.43	52.79
全部债务资本化比率(%)	38.92	36.96	60.17	62.05
资产负债率(%)	68.25	72.84	77.94	80.12
流动比率(%)	162.14	148.31	171.80	161.00
速动比率(%)	65.40	80.88	57.83	62.98
经营现金流动负债比(%)	48.34	9.58	-29.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.43	8.14	3.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.18	2.88	5.65	--

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 其他应付款中的有息债务及其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务及相关指标计算；长期应付款中的有息债务计入长期债务及相关指标计算

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　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

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。

附件 4-4　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 5　截至 2019 年 3 月底纳入公司合并范围子公司情况

序号	公司名称	注册地	注册资本（万元）	业务性质	间接或直接持股比例（%）	表决权比例（%）
1	杭州曙光之城房地产开发有限公司	杭州	1000.00	房地产业	100.00	100.00
2	杭州滨凯资产管理有限公司	杭州	1000.00	房地产业	100.00	100.00
3	杭州滨绿房地产开发有限公司	杭州	6000.00	房地产业	50.00	50.00
4	杭州滨江城东房地产开发有限公司	杭州	1000.00	房地产业	100.00	100.00
5	绍兴上虞滨江城市之星置业有限公司	绍兴	1000.00	房地产业	100.00	100.00
6	东方海岸（淳安）房地产开发有限公司	淳安	22000.00	房地产业	100.00	100.00
7	杭州滨江房产建设管理有限公司	杭州	1000.00	服务业	100.00	100.00
8	杭州滨江房屋资产管理有限公司	杭州	2000.00	房地产业	100.00	100.00
9	杭州滨润房地产开发有限公司	杭州	1000.00	房地产业	30.00	50.00
10	金华滨江蓝庭置业有限公司	金华	1000.00	房地产业	100.00	100.00
11	杭州滨江集团天目山商业管理有限公司	杭州	12000.00	服务业	100.00	100.00
12	杭州滨江南部房地产开发有限公司	杭州	5000.00	房地产业	100.00	100.00
13	杭州千岛湖滨江度假酒店有限公司	淳安	31000.00	住宿和餐饮业	100.00	100.00
14	平湖滨江房地产开发有限公司	平湖	10000.00	房地产业	35.10	50.00
15	杭州滨江房产集团衢州置业有限公司	杭州	20000.00	房地产业	100.00	100.00
16	杭州滨江三花房地产开发有限公司	杭州	1000.00	房地产业	100.00	100.00
17	杭州滨江商博房地产开发有限公司	杭州	5000.00	房地产业	51.00	51.00
18	绍兴滨江蓝庭置业有限公司	绍兴	1000.00	房地产业	100.00	100.00
19	杭州滨江盛元房地产开发有限公司	杭州	50000.00	房地产业	50.00	50.00
20	杭州滨江盛元海岸房地产开发有限公司	杭州	5000.00	房地产业	50.00	50.00
21	杭州万家星城房地产开发有限公司	杭州	1000.00	房地产业	100.00	100.00
22	杭州滨江西部房地产开发有限公司	杭州	20000.00	房地产业	100.00	100.00
23	杭州千岛湖滨江游艇有限公司	淳安	500.00	服务业	100.00	100.00
23.1	淳安千岛湖滨江旅行社有限公司	淳安	50.00	服务业	100.00	100.00
24	杭州友好饭店有限公司	杭州	5000.00	住宿和餐饮业	100.00	100.00
24.1	杭州友途旅行社有限公司	杭州	50.00	服务业	100.00	100.00
25	上海滨顺投资管理有限公司	上海	50000.00	服务业	100.00	100.00
25.1	滨江（香港）有限公司	香港	UKD1000.00	投资	100.00	100.00
25.1.1	Bin Shun Limited Liability Company	美国	USD60.00	投资	100.00	100.00
25.1.1.1	Binjiang Limited Partnership	美国	USD5940.00	投资	100.00	100.00
25.1.1.1.1	Binjiang Othello Corp	美国	USD1500.00	投资	100.00	100.00
25.1.1.1.2	Binjiang Shoreline Corp	美国	USD1500.00	投资	100.00	100.00
25.1.1.1.3	Binjiang Tower Corp	美国	USD3000.00	投资	100.00	100.00
25.1.1.1.3.1	POTALA TOWER SEATTLE LLC	美国	USD5882.35	房地产业	85.00	85.00
26	浙江锦绣天成置业有限公司	杭州	10000.00	房地产业	51.00	51.00
27	杭州滨江集团天目山开发建设有限公司	杭州	54000.00	房地产业	100.00	100.00
28	杭州新惠房地产开发有限公司	杭州	2500.00	房地产业	70.00	70.00
29	深圳滨安房地产开发有限公司	深圳	2000.00	房地产业	70.00	70.00
30	杭州滨创股权投资有限公司	杭州	10000.00	投资管理咨询	100.00	100.00
31	杭州滨通房地产开发有限公司	杭州	500.00	房地产业	26.00	50.00
32	杭州旭兆投资管理有限公司	杭州	10.00	投资	100.00	100.00
32.1	杭州滨旭置业有限公司	杭州	10000.00	房地产业	32.00	66.67
33	杭州滨保实业有限公司	杭州	10000.00	房地产业	50.50	50.50
34	杭州滨翰房地产开发有限公司	杭州	5000.00	房地产业	50.00	51.00
35	杭州滨昊实业有限公司	杭州	1000.00	服务业	51.00	51.00

35.1	温州滨致建设开发有限公司	温州	1000.00	房地产业	51.00	51.00
36	杭州滨虹企业管理有限公司	杭州	2.00	服务业	100.00	100.00
37	杭州滨威企业管理有限公司	杭州	2.00	服务业	100.00	100.00
37.1	杭州滨瑞房地产开发有限公司	杭州	5000.00	房地产业	100.00	100.00
38	杭州滨朗企业管理有限公司	杭州	2.00	投资	100.00	100.00
38.1	杭州滨顺房地产开发有限公司	杭州	5000.00	房地产业	100.00	100.00
39	杭州滨欣房地产开发有限公司	杭州	5000.00	房地产业	50.00	51.00
40	杭州滨峙实业有限公司	杭州	1000.00	服务业	100.00	100.00
41	杭州春盛置业有限公司	杭州	1000.00	房地产业	31.00	66.67
42	宁波金丹丰股权投资合伙企业（有限合伙）	宁波	20003.00	服务业	99.68	99.68
43	上海吉劭创业投资合伙企业（有限合伙）	上海	9702.15	服务业	99.06	99.06
44	上海永绥创业投资合伙企业（有限合伙）	上海	22508.99	服务业	99.59	99.59
45	深圳市爱义房地产开发有限公司	深圳	10000.00	房地产业	48.00	53.00
46	深圳市滨江建设管理有限公司	深圳	5000.00	房地产业	100.00	100.00
47	台州兴滨投资合伙企业（有限合伙）	台州	30001.00	服务业	100.00	100.00
48	温岭盈石房产开发有限公司	温岭	1000.00	房地产业	50.00	66.67
49	杭州滨涛企业管理有限公司	杭州	1000.00	投资	100.00	100.00
50	杭州滨雅企业管理有限公司	杭州	2.00	投资	100.00	100.00
50.1	义乌滨锦房地产开发有限公司	义乌	5000.00	房地产业	100.00	100.00
50.1.1	义乌滨江壹品家园项目	义乌	5000.00	房地产业	100.00	100.00
50.2	义乌盛品房地产经纪有限公司	义乌	50.00	服务业	100.00	100.00
51	暖屋（杭州）租赁住房发展有限公司	杭州	5010.00	服务业	100.00	100.00
52	杭州滨宏房地产开发有限公司	杭州	10000.00	房地产业	51.00	51.00
53	杭州滨济企业管理有限公司	杭州	2000.00	投资	45.00	80
53.1	乐清滨江房地产开发有限公司	乐清	5000.00	房地产业	45.00	80
54	花漾年华旅居置业（湖州）有限公司	湖州	2000.00	房地产业	70.00	70.00
55	杭州滨泰投资管理有限公司	杭州	10.00	投资	100.00	100.00
56	杭州滨星企业管理有限公司	杭州	2.00	投资	66.00	66.00
56.1	杭州滨宁房地产开发有限公司	杭州	140000.00	房地产业	66.00	66.00
57	杭州滨辰企业管理有限公司	杭州	31.00	投资	100.00	100.00
58	杭州滨熹投资管理有限公司	杭州	2.00	投资	100.00	100.00
59	杭州滨泽投资管理有限公司	杭州	2.00	投资	100.00	100.00
60	杭州滨柏投资管理有限公司	杭州	2.00	投资	50.00	100.00
60.1	杭州滨恒房地产开发有限公司	杭州	10000.00	房地产业	50.00	100.00
61	杭州滨惠投资管理有限公司	杭州	100000.00	投资	50.00	50.00
61.1	杭州滨望房地产开发有限公司	杭州	100000.00	房地产业	50.00	50.00
62	杭州滨哲企业管理有限公司	杭州	10.00	投资	100.00	100.00
63	杭州滨翼企业管理有限公司	杭州	10.00	投资	100.00	100.00
64	杭州滨祺企业管理有限公司	杭州	10.00	投资	100.00	100.00
65	浙江新广发置业有限公司	杭州	15000.00	房地产业	100.00	100.00
66	杭州滨奇投资管理有限公司	杭州	2.00	投资	100.00	100.00
67	杭州滨华投资管理有限公司	杭州	5010.00	投资	60.00	60.00
68	杭州滨新资产管理有限公司	杭州	1500.00	投资	100.00	100.00
69	杭州滨丰投资管理有限公司	杭州	2.00	投资	100.00	100.00
70	上饶市滨桐置业发展有限公司	上饶	10000.00	房地产业	51.00	51.00
71	杭州滨格投资管理有限公司	杭州	10.00	投资	100.00	100.00
72	杭州滨上投资管理有限公司	杭州	10.00	投资	100.00	100.00
73	杭州滨南企业管理有限公司	杭州	2.00	投资	100.00	100.00
73.1	南通曙江房地产开发有限公司	南通	2000.00	房地产业	35.00	100.00
74	杭州滨景投资管理有限公司	杭州	20000.00	投资	34.00	100.00
74.1	温岭滨岭房地产开发有限公司	温岭	20000.00	房地产业	34.00	100.00
75	浙江超创投资管理有限公司	杭州	1000.00	投资	100.00	100.00

75.1	义乌滨信房地产开发有限公司	义乌	5000.00	房地产业	100.00	100.00
76	杭州京滨置业有限公司	杭州	5000.00	房地产业	33.00	66.00

资料来源：公司提供