

# 信用等级公告

联合[2018] 133 号

联合资信评估有限公司通过对杭州滨江房产集团股份有限公司及其拟发行的 2018 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

杭州滨江房产集团股份有限公司

主体长期信用等级为

AA<sup>+</sup>

杭州滨江房产集团股份有限公司

2018 年度第一期中期票据的信用等级为

AA<sup>+</sup>

特此公告。



# 杭州滨江房产集团股份有限公司

## 2018 年度第一期中期票据信用评级报告

### 评级结果：

主体长期信用等级：AA<sup>+</sup>

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AA<sup>+</sup>

本期中期票据发行额度：21.8 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：每年付息一次，到期兑付本金

募集资金用途：偿还银行贷款

评级时间：2018 年 1 月 22 日

### 财务数据

| 项目             | 2014<br>年 | 2015<br>年 | 2016<br>年 | 17 年<br>9 月 |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-------------|
| 现金类资产(亿元)      | 18.86     | 35.75     | 91.60     | 87.62       |
| 资产总额(亿元)       | 382.46    | 422.30    | 495.45    | 564.14      |
| 所有者权益(亿元)      | 92.10     | 109.35    | 157.33    | 153.76      |
| 短期债务(亿元)       | 68.39     | 37.48     | 33.78     | 15.42       |
| 长期债务(亿元)       | 45.33     | 62.02     | 66.47     | 79.01       |
| 全部债务(亿元)       | 113.72    | 99.50     | 100.25    | 94.44       |
| 营业收入(亿元)       | 117.59    | 126.18    | 194.52    | 64.93       |
| 利润总额(亿元)       | 11.61     | 20.72     | 28.16     | 18.12       |
| EBITDA(亿元)     | 14.87     | 23.92     | 31.53     | --          |
| 经营性净现金流(亿元)    | -13.17    | 80.49     | 131.31    | 59.64       |
| 营业利润率(%)       | 14.51     | 22.03     | 17.71     | 30.03       |
| 净资产收益率(%)      | 8.75      | 13.75     | 12.53     | --          |
| 资产负债率(%)       | 75.92     | 74.11     | 68.25     | 72.74       |
| 全部债务资本化比率(%)   | 55.25     | 47.64     | 38.92     | 38.05       |
| 流动比率(%)        | 147.55    | 154.99    | 162.14    | 146.62      |
| 经营现金流流动负债比(%)  | -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. 公司 2017 年三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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对杭州滨江房产集团股份有限公司（以下简称“公司”或“滨江集团”）的评级反映了公司作为国内大中型上市房地产企业，在开发经验、区域竞争力、产品品质等方面具有明显优势；公司盈利能力较强，现金流状况良好，债务负担较轻。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、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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流量对本期中期票据发行额度覆盖能力强。基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

### 优势

1. 公司项目主要分布在杭州市，并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。
2. 公司深耕杭州市场，在高端精装修、环境营造以及物业服务方面优势突出，在区域内竞争力强、品牌知名度高。
3. 公司土地储备质量较好，在杭州、上海、深圳和浙江省富裕县市进行战略布局。
4. 公司盈利能力较强，有息债务规模较低，现金类资产比较充足，财务政策稳健；2016 年公司完成非公开发行股票，资本实力有所增强。
5. 公司经营活动现金流量对本期中期票据发行额度覆盖能力强。

#### 关注

1. 房地产行业具有发展不平稳、易受经济波动影响、开发周期长、资金投入量大、高杠杆化等特点，上述因素可能会对公司经营发展形成不利影响。
2. 公司业务集中于杭州地区，存在一定的区域集中风险；同时，当地房地产市场出台限购限贷政策，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. 公司权益比例计算的计容规划建筑面积规模一般，可持续发展能力有待提高。

## 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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 杭州滨江房产集团股份有限公司

### 2018 年度第一期中期票据信用评级报告

#### 一、主体概况

杭州滨江房产集团股份有限公司（以下简称“公司”或“滨江集团”）前身系成立于1996年8月的杭州滨江房产集团有限公司（以下简称“滨江有限”），注册资本5200万元，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）。后经过多次增资扩股、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9月底，公司注册资本为31.11亿元。其中，杭州滨江投资控股有限公司（以下简称“滨江控股”）持有公司41.01%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49家子公司。截至2017年9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9月底，公司合并资产总额564.14亿元，所有者权益153.76亿元（其中少数股东权益16.71亿元）；2017年1~9月，公司实现营业收入64.93亿元，利润总额18.12亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市庆春东路38号；法定代表人：戚金兴。

#### 二、本期中期票据概况

公司于2017年注册中期票据额度30亿元，已发行2017年度第二期中期票据8.20亿元，本期计划发行2018年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）21.80亿元，存续期限3年，按年付息，到期一次还本。

公司计划将本期中期票据募集资金全部用于偿还银行贷款。

本期中期票据无担保。

#### 三、宏观经济和政策环境

2016年，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，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并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。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。

2016年,中国GDP实际增速为6.7%,经济增速稳中趋缓。具体来看,农业生产形势基本稳定,工业生产企稳向好,服务业保持快速增长,支柱地位进一步巩固,三大产业结构继续改善;固定资产投资增速略有放缓,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)实现2.0%的温和上涨,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。

2017年1~9月,中国继续实施积极的财政政策,加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度,持续通过减税降费减轻企业负担,规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡,促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下,2017年前三季度,中国国内生产总值(GDP)增速分别为6.9%、6.9%、6.8%,经济保持中高速增长;贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长,山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转;CPI稳中有升,PPI和PPIRM保持平稳增长;就业水平相对稳定。

2017年1~9月,中国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好;工业生产有所加快,工业结构进一步优化,工业企业利润保持快速增长;服务业持续快速增长,第三产业对GDP增长的贡献率(58.8%)继续提升,产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓,高技术制造业投资增速加快。2017年1~9月,中国固定资产投资(不含农户)45.8万亿元,同比增长7.5%(实际增速2.2%),增速较1-6月(8.6%)和上年同期(8.2%)均有所放缓。具体来看,房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速(8.1%)继续放缓,但较上年同期

仍有所加快,主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致;基础建设投资增速(15.9%)较1-6月和上年同期均有所回落,呈现一定的逆周期特点;受工业去产能持续作用影响,制造业投资(4.2%)继续回落,但高端装备制造业投资保持较高增速,促进了工业结构的优化。此外,民间投资增速(6.0%)较1-6月有所放缓,民间投资信心仍略显不足,但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展PPP模式适用范围等鼓励措施的影响,民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长,日常生活与升级类消费增长较快。2017年1~9月,中国社会消费品零售总额26.3万亿元,同比增长10.4%,增速与1-6月和上年同期均持平。具体来看,受商品房销售保持较快增长的拉动,与居住有关的行业消费仍然保持较高增速;生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长;网络销售继续保持高速增长态势,实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9月,全国居民人均可支配收入19342元,同比增长9.1%(实际增速7.5%),仍保持较快增速,居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落,对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下,外部需求有所回暖,加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹,共同带动了进出口的增长。2017年1~9月,中国货物贸易进出口总值20.3万亿元,同比增加16.6%,但增速较1-6月(19.6%)有所回落,外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面,机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力,部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在10%以上;进口方面,铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来,全球经济维持复苏将为中国经济增长提供良好的外部环境,但随着美联储缩

表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对中国经济产生影响。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，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内中国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，中国经济增速短期内或将继续放缓，预计2017年全年经济增速将在6.8%左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

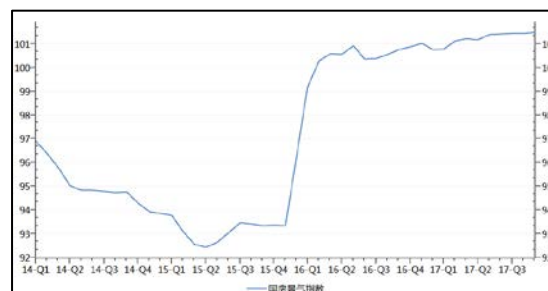
#### 四、行业及区域经济环境

##### 1. 房地产行业概况

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

到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。2016年上半年，房地产市场成交大幅回升，在宽松的政策和货币信贷环境下，市场预期向好，成交稳步提升。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 2014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%。2017年1~9月，全国房地产开发投资8.06万亿元，同比增长8.10%；其中住宅投资5.51万亿元，同比增长10.40%。从增速上看，房地产开发投资在2017年一季度迎来小高峰后增速持续回落，一线城市尤为明显。

**房屋开工/竣工面积：**2014年全国房屋新开工面积为18.0亿平方米，同比下降10.7%，其中住宅新开工12.5亿平方米，同比下降14.4%；全国房屋施工面积72.6亿平方米，同比增长9.2%；全国房屋竣工面积10.7亿平方米，同比增长5.9%。2015年，全国房屋新开工面积15.4亿平方米，同比下降14.0%，其中住宅新开工面积10.7亿平方米，同比下降14.6%。2016年，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%。2017年1~9月，全国房屋施工面积73.81亿平方米，同比增长3.10%；新开工面积13.10亿平方米，同比增长6.80%，其中住

宅新开工面积9.41亿平方米,同比增长11.10%;竣工面积5.77亿平方米,同比增长1.00%,其中住宅竣工面积4.13亿平方米,同比增长1.90%。

房地产销售:受政策因素影响,销售增速变动较大。2014年,全国商品房销售面积为12.1亿平方米,同比下降7.6%,销售额为7.6万亿元,同比下降6.3%,仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长;住宅销售面积(10.5亿平方米)同比下降9.1%,销售额(6.2万亿元)同比下降7.8%,办公楼的销售面积和销售额同比分别下降13.4%和21.4%(2498万平方米和2944亿元),商业营业用房的销售面积和销售额同比分别增长7.2%和7.6%(9075万平方米和8906亿元)。2015年,受益于利好政策的刺激,地产销售呈温和回暖,70个大中城市房价同比上涨城市个数增加,房地产贷款稳步上升,全国商品房销售面积为12.85亿平方米,同比增长6.5%,销售额为8.73万亿元,同比增长14.4%。2016年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%。2017年1~9月,商品房销售面积11.60亿平方米,同比增长10.30%;实现销售额9.19万亿元,同比增长14.60%。进入2017年以来,受房地产市场限购、限售、限价等调控政策影响,中国商品房销售面积和销售额的累计同比增速除了在6月份的时候有小幅回调以外,是呈逐月回落的趋势,销售面积同比增速由年初的26.0%下降到了第三季度的14.60%。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。2017年以来,一线城市新建住宅价格基本保持

稳定,8月后环比开始由正转负,8月单月出现0.30%的年内最大跌幅。二线城市新建住宅价格环比也由第二季度的0.53%下降到了第三季度的0.16%。三四线城市商品房价格涨幅大于一二线城市,但也出现了环比回落态势,三线代表城市新建住宅价格9月环比增幅仅为0.20%,逐步趋稳。

## 2. 土地供给与信贷环境

从土地成交情况来看,2017年主力房企销售情况良好,资金较为充裕,补库存意愿较强,同时各线城市土地供应同比均有所增加,土地市场量价齐升。2017年1~9月,房地产开发企业土地购置面积1.67亿平方米,同比增长12.2%;土地成交价款8149亿元,同比增长46.3%;300个城市成交楼面均价为2384元/平方米,同比上涨28%。一线城市响应土地供应新规,土地供应显著增加,但其中自住房土地供应增加,对销售条件和价格以及自持比例等限制也较多,溢价率相对其他城市较低,为18%。二线城市土地供应与去年基本持平,土拍政策也渐趋多元,土地价格仍呈上涨,平均溢价率为33%,涨幅则有所收窄。三四线城市上半年的良好销售情况和热点城市的需求外溢,带动了土地市场升温,土地供应和成交面积均有较大幅度的增长,根据中指院的统计,成交楼面均价较2016年同期增长19%,平均溢价率高达45%。

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签到要稳定房地产市场，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。

#### 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、经营效率等方面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，热点城市销售情况出现增幅回落，三四线城市对地产市场销售形成支撑。随着三四线城市库存压力减轻，后续市场热度或有所下降，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。

#### 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/平方米，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/m<sup>2</sup>，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，商品住宅成交均价 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。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2017 年 9 月底，公司注册资本为 31.11 亿元，其中滨江控股持有 41.01%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 1295.02 万平方米，项目开发经验丰富。截至 2017 年 9 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 469.11 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有限公司（以下简称“平安不动产”）成功竞得上海宝山大场地块，土地投资金额达 34.65 亿元，公司开发项目第一次落地上海。

公司产品在高端精装修、环境营造，以及配套物业服务等方面的优势突出，树立了较好的品牌形象。2005 年，公司推出高端项目“金色海岸”，产品结合高端精装修概念、江景与建筑的融合度、样板房实地营销体验，成为浙江房地产市场精装修高端产品的代表；“金色家园”项目率先将热带风格园林引入杭州地区，获得市场的普遍认可，热带风格园林成为公司项目的标志性景观配置；目前，“武林壹号”项目已成为浙江省最具代表性的豪宅项目。公司在杭州地区商品房的销售金额持续居于前三位，区域竞争力强。

公司秉承“创造生活，建筑家”的专业理念，形成了“品牌为基础、战略为导向、品质

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

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

### 3. 人员素质

截至2017年9月底，公司有董事长1人、董事总经理1人、副总经理若干人、财务总监1人、董事会秘书1人。公司董事、监事及高级管理人员均具有较为丰富的从业经验，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况较为熟悉。

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

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

截至2017年9月底，公司房地产开发系统共有员工402人，酒店服务业共有员工489人；按照教育程度划分，硕士及以上学历33人，本科学历256人，大专及其他602人；按

岗位职责划分，财务人员50人，行政人员42人，销售人员173人，其他人员626人。

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

## 六、管理分析

### 1. 法人治理结构

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

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

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由七名董事组成，其中包含3位独立董事。董事会设董事长一名。董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事由股东大会选举或更换，任期三年。董事任期届满，可连选连任。董事会向股东大会负责，向股东大会报告工作，负责决定公司的经营计划、投资方案、经营计划和投资方案，制订公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等职权。

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

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

总体看，公司治理结构规范，能够满足公司日常经营需要，整体运行情况良好。

## 2. 管理制度

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

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

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

工程管理方面，公司制定了《房地产开发工作大纲》、《招标投标管理规定》、《工程管理细则》、《工地现场安全文明施工检查评分表》、《商品住宅质量管理手册》、《工程预决算规定》

等工程管理制度。公司以工程质量为第一，形成了建设效率高的、可操作性强的执行规范，保证了公司的开发效率。

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

关联交易管理控制方面，公司制定了《关联交易决策度》对关联交易的定义、关联人与关联交易的范围关联、关联交易的审核权限及表决等方面作出了明确规定。对于董事会有判断并实施关联交易的审核权限及表决等方面作出了明确规定。对于董事会有判断并实施交易，若金额在3000万元人民币以上或者占公司最近经审计净资产5%以上的，必须经二分之一以上独立董事认可。对于应由股东大会表决并授权实施的关联交易，应在关联股东回避的情况下经出席会议股东半数以上表决通过，公司独立董事对该项关联交易的程序及公允性明确发表意见，但经中国证监会批准豁免的除外。

整体上看，公司治理结构清晰、职责划分细致、部门设置完善。

## 七、重大事项

### 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、124425.35万股、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）。

总体看，公司本次成功进行非公开发行股票，资本实力有所增强，并为公司项目开发提供了资金支持。

### 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。

上述三家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Othello与Shoreline项目的投资。PATH OTHELLO, LLC公司将以原投资金额（即1500万美金）回购公司股份，从而公司将获得1320万美金现金和180万美金的债权。POTALA SHORELINE, LLC公司将以原投资金额（即1500万美金）回购公司股份，以现金归还公司投资款491万美金，剩余1009万美金的欠款将会在POTALA SHORELINE, LLC土地拍卖之后归还给公司，土地预估价格为至少1200万美金。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）分别收购Tower项目公司85%的股权和15%的股权的方式对Tower项目进行重组。该项目已于2016年9月完成了交割。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

公司主营业务为房地产开发与销售。2014~2016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9月公司营业收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

| 项目    | 2014年  |       |       | 2015年  |       |       | 2016年  |       |       | 2017年1~9月 |       |       |
|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|       | 收入     | 占比    | 毛利率   | 收入     | 占比    | 毛利率   | 收入     | 占比    | 毛利率   | 收入        | 占比    | 毛利率   |
| 房地产开发 | 112.56 | 95.73 | 21.32 | 119.49 | 94.70 | 31.39 | 186.47 | 95.86 | 24.09 | 58.55     | 90.17 | 39.19 |
| 酒店业   | 1.61   | 1.37  | 44.32 | 1.71   | 1.36  | 45.86 | 1.63   | 0.84  | 40.17 | 1.21      | 1.86  | 65.46 |
| 物业服务  | 1.28   | 1.09  | 17.27 | 1.72   | 1.36  | 16.68 | 2.41   | 1.24  | 12.80 | 0.44      | 0.68  | 21.68 |

|           |               |               |              |               |               |              |               |               |              |              |               |              |
|-----------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| 其他        | 2.13          | 1.81          | 71.20        | 3.25          | 2.57          | 65.87        | 4.01          | 2.06          | 70.75        | 4.73         | 7.28          | 82.65        |
| <b>合计</b> | <b>117.59</b> | <b>100.00</b> | <b>22.50</b> | <b>126.18</b> | <b>100.00</b> | <b>32.27</b> | <b>194.52</b> | <b>100.00</b> | <b>25.05</b> | <b>64.93</b> | <b>100.00</b> | <b>42.72</b> |

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，对公司盈利形成补充，未来公司将依托代建业务发展合作模式。

毛利率方面，公司近三年综合毛利率有所波动，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 and 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，公司综合毛利率较 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 70.75%。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 1~9 月，公司实现营业收入 64.93 亿元，为 2016 年全年的 33.38%，其中，房地产开发板块实现营业收入 58.55 亿元，为 2016 年该板块营业收入的 31.40%，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 15.10 个百分点，主要系公司结转高利润项目武林壹号部分楼盘的销售所致；酒店业实现营业收入 1.21 亿元，毛利率较 2016 年增长 25.29 个百分点，主要系酒店折旧已摊销完毕所致；其他业务板块实现营业收入 4.73 亿元，毛利率较 2016 年增长 11.90 个百分点。

总体看，公司主营业务平稳发展，酒店和代建业务均发展良好，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 2 2014~2017 年三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 1~9 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         | 59.06        | 90.96         |
| 衢州地区      | 4.90          | 4.17          | 1.66          | 1.32          | 16.24         | 8.35          | 2.19         | 3.37          |
| 绍兴地区      | 1.92          | 1.63          | 14.91         | 11.81         | 16.81         | 8.64          | 1.92         | 2.96          |
| 金华地区      | 9.50          | 8.08          | 6.05          | 4.80          | 3.02          | 1.55          | 0.84         | 1.29          |
| 嘉兴地区      | --            | --            | ---           | --            | 7.04          | 3.62          | 0.92         | 1.42          |
| <b>合计</b> | <b>117.59</b> | <b>100.00</b> | <b>126.18</b> | <b>100.00</b> | <b>194.52</b> | <b>100.00</b> | <b>64.93</b> | <b>100.00</b> |

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 年三季度,公司主要收入持续来自杭州地区。公司在做好做精杭州市场的同时,重点进军上海、深圳等市场,逐步取得区域性的开发优势。

## 2. 房地产开发业务

公司房地产业务的经营模式主要包括自主开发和合作开发,其中合作经营项目主要由公司负责全程开发管理等。公司目前合作开发企业包括绿城中国控股有限公司、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”<sup>1</sup>五个类型的产品标准化体系,能够满足市场的多层次需求。公司产品要求为“毛坯不毛,精装更精”,其高品质住宅在杭州获得很高的美誉度。

### (1) 土地储备

房地产项目开发的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销

售等,其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是实现预期收入和利润最为重要的环节。

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

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

从购地策略上看,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。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

<sup>1</sup>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。

亿元、73.74 亿元和 114.16 亿元。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 1~9 月，公司以招拍挂和并购的形式总共获取了 10 块土地；包括杭州的 7 个项目，深圳龙华区城市更新项目，义乌和温岭各一个项目。

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   | 199.67 | 318.09   | --      |

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9月底，公司尚有未开发的土地计容规划建筑面积合计210.35万平方米，分

布在深圳、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90.57万平方米。

表 4 截至 2017 年 9 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 | 尚未开发的建筑面积 | 享有权益   | 是否并表 |
|-----------------|-------|-------------|------|-------|----------|-----------|--------|------|
| 杭政储出【2016】9 号   | 杭州    | 2016 年 5 月  | 商住   | 15.78 | 57.09    | 42.92     | 10.00  | 否    |
| 西湖大道 11 号地块     | 杭州    | 2016 年 5 月  | 商业   | 1.13  | 1.25     | 1.25      | 70.00  | 是    |
| 临政储出【2016】12 号  | 杭州临安  | 2016 年 8 月  | 商业   | 22.30 | 13.38    | 8.65      | 100.00 | 是    |
| 上海大兴街旧改         | 上海    | 2016 年 12 月 | 商住   | 3.71  | 12.96    | 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    | 12.00     | 10.00  | 否    |
| 杭大江东储出【2016】9 号 | 杭州    | 2017 年 5 月  | 商住   | 3.73  | 6.70     | 2.12      | 31.00  | 是    |
| 深圳龙华区城市更新项目     | 深圳    | 2017 年 5 月  | 商住   | 4.80  | 29.40    | 29.40     | 48.00  | 是    |
| 萧政储出【2017】7 号   | 杭州    | 2017 年 6 月  | 商住   | 3.16  | 7.90     | 7.90      | 100.00 | 是    |
| 萧政储出【2017】12 号  | 杭州    | 2017 年 8 月  | 商住   | 5.05  | 8.59     | 8.59      | 66.00  | 是    |
| 萧政储出【2017】13 号  | 杭州    | 2017 年 8 月  | 商住   | 2.70  | 6.48     | 6.48      | 50.00  | 是    |

|                           |        |         |    |        |        |        |       |    |
|---------------------------|--------|---------|----|--------|--------|--------|-------|----|
| 杭政储出【2017】59号             | 杭州     | 2017年9月 | 商住 | 4.73   | 13.48  | 13.48  | 50.50 | 是  |
| 萧政储出【2017】16号             | 杭州     | 2017年9月 | 商住 | 4.66   | 11.59  | 11.59  | 50.00 | 是  |
| 杭政储出【2017】28号             | 杭州     | 2017年9月 | 商业 | 4.72   | 14.17  | 14.17  | 17.15 | 否  |
| 温岭市石塘镇ST050205、ST050206地块 | 温岭     | 2017年9月 | 商住 | 10.15  | 16.90  | 16.90  | 50.00 | 是  |
| 义土挂【2017】17号              | 义乌商城大道 | 2017年9月 | 商住 | 6.14   | 21.94  | 21.94  | 49.00 | 否  |
| 合计                        |        |         |    | 100.27 | 233.83 | 210.35 | --    | -- |

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，符合公司“三点一面”战略，布局在杭州、深圳、上海及长三角富裕县市；公司近年加大合作开发力度，开发速度加快，截至2017年9月底，公司未开工主要土地储备均在1年左右，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《招标投标管理制度》、《工程造价管理制度》等规范文件，对采购行为进行管理。由于公司对品质要求高，经过历年合作，公司形成了比较稳定的合作单位，与供应商达成战略合作。该模式下，一方面可将采购成本压缩10%左右，但也使得公司供应商集中度较高。具体来看，供应商方面，除园林景观只有一家供应商外，其他项目均有约4~5家供应商，均为浙江及全国知名企业。

### 土建工程

公司主要主体建筑供应商为浙江省知名的大型建筑承包商，与公司建立了稳定的业务合作关系。该方式有利于提高施工效率，减少无效投入，降低工程成本；施工方更了解公司的产品体系，能够较好的保证产品品质；但也导致公司采购集中度高。

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

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

### 材料采购

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

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

供方名册》。

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

材料采购结算方面，公司主要按照相关材料到位进度进行结算。

### 园林采购及精装修

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

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

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

### （3）项目开发情况

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

公司对项目质量的管理较为先进。公司以

ISO9001 管理制度为质量控制先决条件，导入 ISO9001:2010 质量管理体系，结合公司多年房地产项目开发经验，编制了统一的质量手册以及配套程序，内容涵盖了开发设计、工程施工、销售交付等房产项目所有环节。

从公司房地产开发建设情况看，2014~2016 年，公司房地产开发新开工面积呈波动上涨趋势。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 年公司期末在建面积为 217.62 万平方米，规模较大。

表5 2014~2017年9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 1~9 月 |
|--------|--------|--------|--------|------------|
| 新开工面积  | 43.22  | 40.23  | 79.20  | 45.14      |
| 竣工面积   | 48.70  | 62.58  | 68.94  | 4.00       |
| 期末在建面积 | 229.71 | 207.36 | 217.62 | 258.76     |

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上海、义乌地区。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 393.92 亿元，尚需投资 247.78 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 9 月底，公司开发在售项目已确认收入合计 572.48 亿元。此外，截至 2017 年 9 月底，公司持有已竣工在售项目 2 个，总投资合计 47.75 亿元，已回笼资金 43.03 亿元。虽然公司新增尚未开发项目规模较大，尚未开发计容规划建筑面积超过 200 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9月底公司在售项目基本情况（单位：%、亿元、万平方米、万元/平方米）

|         | 序号 | 项目名称      | 持股比例      | 总投资           | 已投资情况         | 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        | 95.15         | 156.31        | 33.40         | 25.01         | 22.12         | 6.87      |
|         | 2  | 湘湖壹号      | 50        | 59.47         | 41.45         | 42.56         | 24.14         | 23.90         | 11.80         | 3.61      |
|         | 3  | 华家池       | 51        | 72.13         | 60.05         | 78.20         | 18.90         | 18.71         | 17.49         | 4.24      |
|         | 4  | 萧山东方海岸    | 50        | 25.18         | 22.60         | 28.09         | 21.85         | 19.22         | 17.93         | 1.34      |
|         | 5  | 千岛湖东方海岸   | 100       | 19.00         | 12.61         | 11.53         | 19.20         | 18.50         | 12.50         | 0.92      |
|         | 6  | 东方星城      | 30        | 24.09         | 20.10         | 39.86         | 12.68         | 12.39         | 12.30         | 3.24      |
|         | 7  | 上海公园壹号    | 30        | 53.00         | 45.07         | --            | 12.05         | 11.22         | --            | --        |
|         | 8  | 锦绣之城      | 51        | 35.00         | 24.22         | 51.62         | 10.91         | 10.77         | 10.52         | 4.63      |
|         | 9  | 江南之星      | 33        | 33.00         | 24.11         | 63.52         | 25.37         | 24.48         | 21.05         | 2.8       |
|         | 10 | 万家之星      | 35        | 5.50          | 3.9           | 11.65         | 5.41          | 5.36          | 5.32          | 2.02      |
|         | 11 | 平湖万家花城    | 35.10     | 39.07         | 33.11         | 48.04         | 93.53         | 66.00         | 49.70         | 0.97      |
|         | 12 | 东方名府      | 26        | 5.30          | 3.54          | 9.92          | 4.75          | 4.70          | 3.62          | 2.68      |
|         | 13 | 东方悦府      | 32        | 13.20         | 8.01          | 17.96         | 7.54          | 7.46          | 7.08          | 2.45      |
|         | 14 | 信达一品      | 20        | 47.00         | 40.29         | --            | 9.24          | 9.14          | --            | --        |
|         | 15 | 翡翠海岸      | 33        | 70.00         | 53.98         | --            | 12.23         | 12.11         | --            | --        |
|         | 16 | 义乌后宅      | 33        | 30.00         | 19.09         | 13.22         | 14.25         | 14.11         | 4.92          | 2.62      |
|         |    | <b>小计</b> | <b>--</b> | <b>641.70</b> | <b>393.92</b> | <b>572.48</b> | <b>325.45</b> | <b>282.71</b> | <b>196.35</b> | <b>--</b> |
| 已竣工在售项目 | 1  | 西溪明珠      | 100       | 23.20         | 23.19         | 12.74         | 7.01          | 6.89          | 4.56          | 0.33      |
|         | 2  | 衢州月亮湾     | 100       | 24.55         | 24.55         | 22.36         | 25.53         | 25.27         | 25.27         | 0.88      |
|         |    | <b>小计</b> | <b>--</b> | <b>47.75</b>  | <b>43.21</b>  | <b>43.03</b>  | <b>32.54</b>  | <b>32.16</b>  | <b>31.28</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；平湖万家花城项目分期开发，部分证照不全，目前符合销售条件的为66.00万平方米；上海公园壹号、信达一品和翡翠海岸项目尚未符合销售条件；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。

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

近三年，公司签约销售情况受到国内房地产行业整体波动影响，签约销售面积持续增长、销售金额呈增长态势；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9月公司项目销售情况

| 项目            | 2014年    | 2015年    | 2016年    | 2017年1~9月 |
|---------------|----------|----------|----------|-----------|
| 签约销售面积（万平方米）  | 49.48    | 77.93    | 87.24    | 84.45     |
| 签约销售金额（亿元）    | 94.21    | 160.38   | 212.98   | 235.50    |
| 签约销售均价（元/平方米） | 19040.24 | 20580.34 | 24413.11 | 27886.32  |
| 结转收入面积（万平方米）  | 45.99    | 47.52    | 97.75    | 19.68     |
| 结转收入（亿元）      | 112.56   | 119.49   | 186.47   | 58.56     |

资料来源：公司提供

截至2017年9月底，公司项目可售面积合计314.87万平方米（部分项目在建，未取得预售许可证），总待售面积87.24万平方米，其中，已取得预售证尚未销售面积合计54.77万平方

米,包括已竣工剩余可售面积为0.88万平方米。整体上看,公司主要待售项目分布在杭州、上海和义乌地区,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。

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

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

公司对于代建项目一般按工程进度和销售收入提取一定比例的代建管理费用。总体上看,公司代建费收入在代建项目销售收入中的占比在3%~6%左右。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,呈现快速增长的态势。

表8 2014~2017年9月代建项目情况(单位:个、亿元)

| 项目         | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年9月 |
|------------|-------|-------|-------|---------|
| 新增代建项目数量   | 2     | 4     | 1     | 3       |
| 新增代建项目金额   | 1.89  | 2.53  | 0.28  | 4.9     |
| 代建项目确认收入金额 | 1.20  | 2.10  | 2.55  | 3.52    |
| 期末在手代建合同金额 | 5.63  | 6.06  | 33.00 | 34.38   |

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。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. 经营关注

##### 公司项目分布比较集中，存在一定的业务区域集中的风险

虽公司近年来曾拓展杭州周边地区市场，并力图拓展深圳、上海市场；但公司目前开发的房地产项目仍主要集中在杭州地区，业务区域集中度高，当地市场政策变化对公司项目影响大。

##### 项目合作开发风险

目前，公司房地产业务的经营模式主要为自主开发和合作开发，合作开发方式已成为公司主要房地产开发模式之一。但是由于合作开发的模式所限，公司对开发项目的控制程度将会受到一定的制约，将有可能影响项目资金的投入、项目实施的协调、成本控制及销售等多个方面。

##### 权益土地储备面积规模一般，可持续发展能力有待提高

公司加大力度采用合作开发方式获取新项目，截至 2017 年 9 月底，公司土地储备中按照公司权益比例计算的计容规划建筑面积规模一般，可持续发展能力有待提高。

#### 6. 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。

#### 7. 未来发展

作为杭州地区主要上市房地产企业，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。

公司主要战略规划包括：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。服务方面，增加和扩大股权类合作；加大兼并、收购力度。金融方面，2017 年公司投资一级、一级半、二级市场。

总体上看，公司发展战略明确，有利于公司未来保持快速健康发展。

## 九、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供了 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 年三季度财务报表未经审计。

从合并范围变化来看，随着经营规模的扩大，近三年公司合并报表范围有所变化；但主要系新设房地产项目公司，加之相关子公司规模相对较小，对财务数据可比性影响不大。

截至 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 9 月底，公司合并资产总额 564.14 亿元，所有者权益 153.76 亿元（其中少数股东权益 16.71 亿元）；2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 64.93 亿元，利润总额 18.12 亿元。

### 2. 资产质量

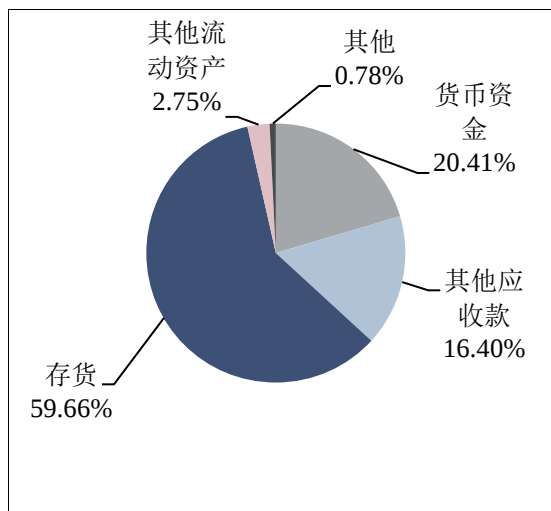
2014~2016 年，公司资产总额不断增长，

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 年以内 (70.63%)，<br>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：公司年报

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）。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 9 月底，公司合并资产总额 564.14 亿元，较 2016 年底增长 13.87%，主要系其他应收款、其他流动资产和可供出售金融资产增长所致；资产构成较 2016 年底变化不大。截至 2017 年 9 月底，公司其他应收款 99.20 亿元，较上年底增长 37.35%，主要系公司支付土地保证金增加所致；公司其他流动资产 49.29 亿元，较上年底增长 306.47%，主要系公司增加理财产品及银行债券投资所致；可供出售金融资产 29.71 亿元，较上年底增长 81.61%，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；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股本及资本公积增长所致。当期公司非公开发行股票 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。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，权益结构稳定性一般。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益合计 153.76 亿元(其中少数股东权益 16.71 亿元)。同期，归属于母公司所有者权益中，股本占 22.70%、资本公积占 17.26%、盈余公积占 5.34%、未分配利润占 54.64%。归属于母公司所有者权益稳定性一般。

### 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

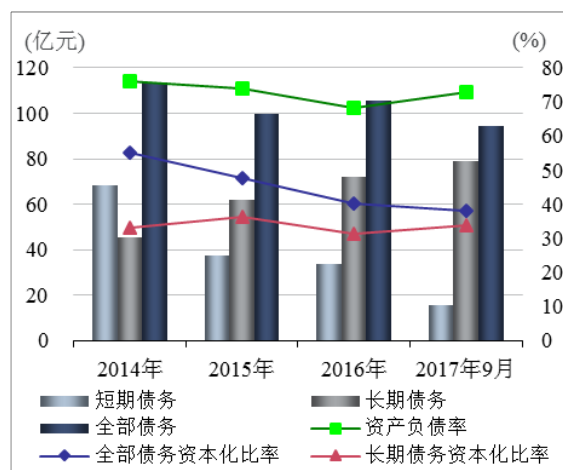
（占 46.93%）和应付债券（占 44.82%）构成。

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，公司长期借款到期日期分布在 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 9 月底，公司负债总额为 410.38 亿元，较上年底增长 21.37%，主要来自预收款项和应付债券的增长；公司流动负债比重上升至 82.03%。截至 2017 年 9 月底，公司预收款项 280.81 亿元，较上年底增长 41.37%，主要系公司销售规模增加所致；公司应付债券 50.82 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 9 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 3.58%。截至 2016

年底,公司调整后付息债务规模为 105.73 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 68.05%。

2014~2016 年,公司资产负债率有所下降,调整后长期债务资本化比率快速下降,调整后全部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%、40.19%和 31.38%。

截至 2017 年 9 月底,公司调整后付息债务总额 94.44 亿元,较上年底有所下降,其中短期债务占 16.33%,长期债务占 83.67%。2017 年 9 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 72.74%、38.05%和 33.94%,全部债务资本化比率有所下降,主要系公司短期债务规模下降所致。

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

#### 4. 盈利能力

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。

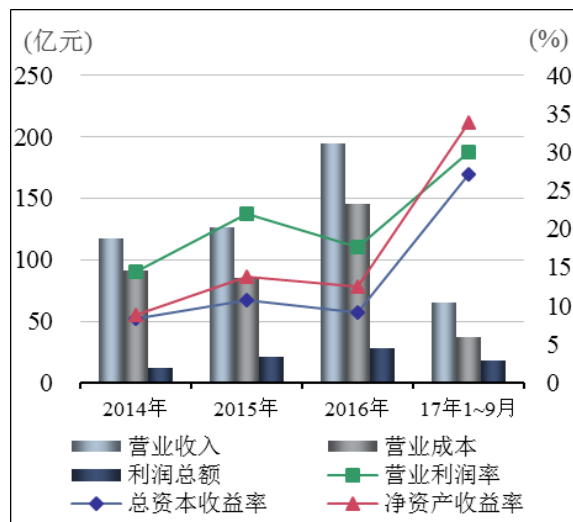
期间费用方面,2014~2016 年,公司期间费用保持相对稳定,年均复合增长 1.88%。2016 年公司期间费用合计 5.72 亿元,同比增长 4.83%,主要系销售费用和管理费用增长所致。2014~2016 年,公司销售费用快速增长,年均复合增长 17.75%,2016 年销售费用为

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 9 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 1~9 月,公司实现营业收入和利

润总额分别为 64.93 亿元和 18.12 亿元，较上年同期分别下降 53.47%和 7.52%，主要系交付楼盘较去年减少所致。当期，公司营业利润率为 30.03%，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升，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 2014 年公司土地支出及房地产开发投入金额较大，2015 年、2016 年投入金额下降所致；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量波动幅度较大，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 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为 59.64 亿元、-43.19 亿元和-18.18 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 9 月底，公司的流动比率分别为 147.55%、154.99%、162.41%和 146.62%，速动比率分别为 12.78%、33.30%、65.40%和 71.19%。2014~2016 年，公司经营现金流动负债比分别为-5.38%、32.08%和 48.34%。公司速度比率较低，但经营现金流动负债比较高，两项指标均呈增长态势。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 3.35 倍。整体看，公司整体偿债能力逐步提高。

截至 2017 年 9 月底，公司共获得金融机构授信总额 90.20 亿元，已使用的授信额度为 19.26 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 9 月底，公司对外担保合计 58.23 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1月5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。

#### 8. 抗风险能力

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

### 十、本期中期票据偿债能力分析

#### 1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行金额为21.80亿元，占公司2017年9月底长期债务的27.59%，全部债务的23.08%，对公司现有债务结构影响较大。

截至2017年9月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为72.74%和38.05%，若不考虑其他因素，本期中期票据发行后，上述指标将分别升至73.76%和43.05%，债务负担仍处于较低水平；考虑到公司已发行的额度8.20亿元的“17滨江房产MTN002”，本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率上升至74.12%和44.73%。考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还银行贷款，公司实际债务指标或低于上述预测值。

#### 2. 本期中期票据偿还能力分析

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，对本期中期票据的保障倍数分别为3.86倍、7.81倍和10.07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，对本期中期票据的保障倍数分别为-0.60倍、3.69倍和6.02倍。公司经营活动现金流量对本期中期票据发行额度覆盖能力强。

2014~2016年，公司EBITDA分别为14.87亿元、23.92亿元和31.53亿元，分别为本期中期票据发行额度的0.68倍、1.10倍和1.45倍。由于本期中期票据发行额度较大，公司EBITDA对本期中期票据覆盖能力一般。

总体看，公司经营活动现金流量对本期中期票据发行额度覆盖能力强，EBITDA对本期中期票据发行额度覆盖能力一般。

### 十一、结论

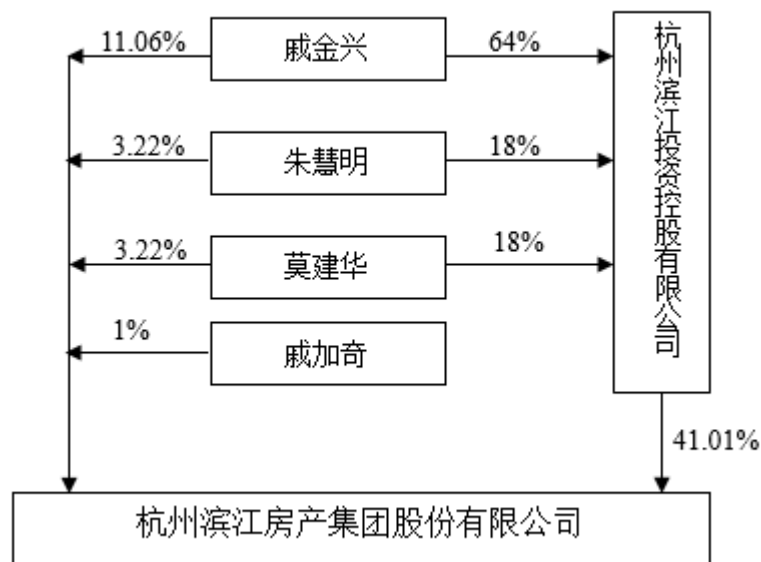
公司作为一家国内大中型上市房地产企业，在开发经验、区域竞争力、产品品质、土地储备等方面具有明显优势；公司盈利能力较强、现金类资产比较充足、现金流状况良好、债务负担较轻。同时，联合资信也关注到杭州地区房地产市场仍存在一定的去库存压力、公司在建规模较大、部分存货存在跌价风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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

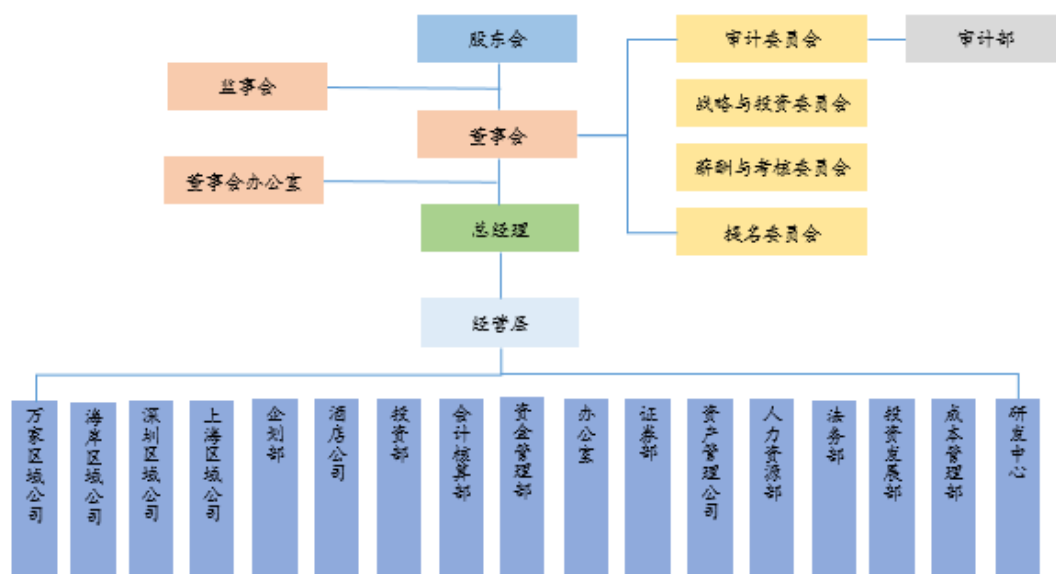
公司经营活动现金流量对本期中期票据发行额度覆盖能力强，EBITDA对本期中期票据发行额度覆盖能力一般。

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

附件 1-1 截至 2017 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2017 年 9 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 9 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>    |        |        |        |            |
| 现金类资产(亿元)      | 18.86  | 35.75  | 91.60  | 87.62      |
| 资产总额(亿元)       | 382.46 | 422.30 | 495.45 | 564.14     |
| 所有者权益(亿元)      | 92.10  | 109.35 | 157.33 | 153.76     |
| 短期债务(亿元)       | 68.39  | 37.48  | 33.78  | 15.42      |
| 长期债务(亿元)       | 45.33  | 62.02  | 66.47  | 79.01      |
| 全部债务(亿元)       | 113.72 | 99.50  | 100.25 | 94.44      |
| 营业收入(亿元)       | 117.59 | 126.18 | 194.52 | 64.93      |
| 利润总额(亿元)       | 11.61  | 20.72  | 28.16  | 18.12      |
| EBITDA(亿元)     | 14.87  | 23.92  | 31.53  | --         |
| 经营性净现金流(亿元)    | -13.17 | 80.49  | 131.31 | 59.64      |
| <b>财务指标</b>    |        |        |        |            |
| 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 | 228.28     |
| 营业利润率(%)       | 14.51  | 22.03  | 17.71  | 30.03      |
| 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  | 33.94      |
| 全部债务资本化比率(%)   | 55.25  | 47.64  | 38.92  | 38.05      |
| 资产负债率(%)       | 75.92  | 74.11  | 68.25  | 72.74      |
| 流动比率(%)        | 147.55 | 154.99 | 162.14 | 146.62     |
| 速动比率(%)        | 12.78  | 33.30  | 65.40  | 71.19      |
| 经营现金流负债比(%)    | -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 年三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%<br>(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。

## 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 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

杭州滨江房产集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

杭州滨江房产集团股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对杭州滨江房产集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，杭州滨江房产集团股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注杭州滨江房产集团股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现杭州滨江房产集团股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对杭州滨江房产集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如杭州滨江房产集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对杭州滨江房产集团股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与杭州滨江房产集团股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。