信用等级公告

联合[2018] 3294 号

联合资信评估有限公司通过对杭州滨江房产集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持杭州滨江房产集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“18 滨江房产 CP001”、“18 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

二零一八年十二月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
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^+	评级展望：稳定		
上次评级结果：AA^+	评级展望：稳定		

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
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

评级时间：2018 年 12 月 20 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
现金类资产(亿元)	35.75	91.60	95.81	76.29
资产总额(亿元)	422.30	495.45	602.44	842.81
所有者权益(亿元)	109.35	157.33	163.60	172.80
短期债务(亿元)	37.48	33.78	15.20	39.54
长期债务(亿元)	62.02	66.47	80.70	225.62
全部债务(亿元)	99.50	100.25	95.90	265.16
营业收入(亿元)	126.18	194.52	137.74	122.32
利润总额(亿元)	20.72	28.16	29.27	23.47
EBITDA(亿元)	23.92	31.53	33.26	--
经营性净现金流(亿元)	80.49	131.31	34.30	-102.89
营业利润率(%)	22.03	17.71	22.17	27.13
净资产收益率(%)	13.75	12.53	14.12	--
资产负债率(%)	74.11	68.25	72.84	79.50
全部债务资本化比率(%)	47.64	38.92	36.96	60.54
流动比率(%)	154.99	162.14	148.31	174.64
经营现金流动负债比(%)	32.08	48.34	9.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.16	3.18	2.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.22	7.43	8.14	--

注：1. 公司 2018 年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。

分析师

郭 昊 王 爽

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，杭州滨江房产集团股份有限公司（以下简称“公司”或“滨江集团”）继续保持杭州市房地产开发企业的领先地位，公司房地产销售情况良好，盈利水平有所提高，受结转规模影响营业收入有所波动；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、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^+，“18 滨江房产 CP001”、“18 滨江房产 CP002”的信用等级为 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，公司在杭州、深圳和浙江省富裕县市进行战略布局，公司土地储备面积进一步扩大，土地储备质量较好。
4. 公司经营活动现金流入量和现金类资产对本次跟踪评级的存续债券保障能力较强。

关注

1. 房地产行业易受经济波动影响，公司业务存在一定的区域集中风险；同时，当地房地产市场出台严控政策，对公司去化能力有一定影响。
2. 公司部分项目为合作开发模式，在项目资金的管控、项目实施的协调、成本控制及

销售等方面有可能受到制约。

3. 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。
4. 2017年以来公司销售回款速度放慢，且拿地支出增大，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及拿地投入，公司将面临较大的融资压力。

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

杭州滨江房产集团股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于杭州滨江房产集团股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本概况

杭州滨江房产集团股份有限公司（以下简称“公司”或“滨江集团”）前身系成立于1996年8月的杭州滨江房产集团有限公司（以下简称“滨江有限”），注册资本5200万元，其中杭州市江干区计划经济委员会（以下简称“江干区计经委”）出资5000万元，占注册资本的96%；杭州定海建筑工程公司出资200万元，占注册资本的4%。由于杭州定海建筑工程公司并未实际出资，江干区计经委实际出资1200万元，滨江有限注册资本减为1200万元，其全部权益由江干区计经委享有。1999年11月，经股权转让，江干区计经委出资中的480万元转由江干区国资局持有，占注册资本的40%；江干区计经委转让其余出资720万元，由戚金兴为代表的经营层集体认购，占注册资本的60%，其中，120万元出资（占注册资本10%）系代朱慧明持有，120万元出资（占注册资本10%）系代莫建华持有，60万元出资（占注册资本5%）系代王祖根持有。

2006年12月，公司更名为现名，并于2008年5月在深圳证券交易所正式挂牌上市（股票简称：滨江集团，股票代码：002244.SZ）。后经多次增资扩股、股权转让、资本公积定向转增股本、送股及定向增发等，截至2018年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。2018年9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71家子公司；公司房地产开发系统在岗员工总数651人。

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

截至2018年9月底，公司合并资产总额842.81亿元，所有者权益172.80亿元（其中少数股东权益25.75亿元）；2018年1~9月，公司实现营业收入122.32亿元，利润总额23.47亿元。

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“18滨江房产CP001”和“18滨江房产CP002”，截至报告出具日，公司存续债券募集资金已按照募集资金用途使用完毕，尚需偿还债券本金合计18亿元。

表1　存续债券概况（单位：亿元、天）

债券简称	发行金额	债券余额	募集资金用途	期限	兑付日
18滨江房产CP001	9	9	偿还银行贷款	365	2019/10/26
18滨江房产CP002	9	9	偿还中期票据	365	2019/11/9

数据来源：公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

2017年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性

的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1~6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1~6 月，中国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1~6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1~6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、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，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018 年 1~6 月，全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新兴业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1~6 月，中国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等

因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36%以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对中国未来经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018 年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在 6.5%~6.7%。

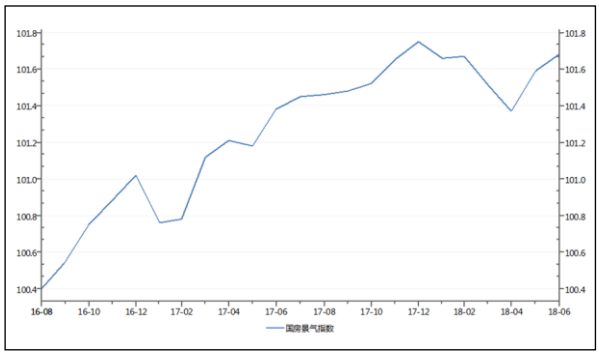
五、行业及区域经济环境

1. 房地产行业分析

（1）房地产开发行业

2016 年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21 个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017 年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，行业景气度上升速度有所放缓。2018 年，随着各地保障性住房供给增加，“限购、限售”等限制性政策进一步趋紧，行业景气度波动较大，各地区市场分化进一步凸显。

图 1　2016 年下半年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。进入2018年以来，全国房地产开发投资规模仍保持较快增长，截至2018年6月，房地产开发投资金额为5.55万亿元，同比增长9.70%；其中住宅投资3.90万亿元，同比增长13.60%。从施工情况来看，2018年上半年，全国房屋新开工面积9.58亿平方米，同比增长11.80%；其中住宅新开工面积7.06亿平方米，同比增长15.00%。全国房屋施工面积70.96亿平方米，同比增长2.50%；其中住宅施工面积为48.79亿平方米，同比增长3.20%。总体看，2017

年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。随着2017年去库存的逐步推进，商品房待售面积逐步减少，进入2018年以来，企业开工意愿有所增强，新开工面积增速小幅回升。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。进入2018年以来，房地产销售增速进一步放缓，2018年上半年商品房销售面积为7.71亿平方米，同比增长3.30%，较去年同期增速下降12.80个百分点；共实现销售金额为6.69万亿元，同比增长13.20%，较去年同期下降8.30个百分点。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势；进入2018年以来，随着各地调控政策的持续推进，销售增速继续放缓。

房地产供求与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，全国300城市土地供应小幅回升,热点城市增供稳定市场预期,拉动成交量及出让金上涨,楼面均价涨幅较去年有所收窄,平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。2018年上半年，全国300个城市共推出各类用地5.98亿平方米，同比增长30%；土地成交量5.02亿平方米，同比增长27%。价格方面，2018年上半年全国300城市土地成交出让金1.96万亿元，同比增长28%；成交楼面均价为2172元/平方米，同比下降1%；平均溢价率为20%，同比下降16个百分点。进入2018年以来，全国300城市土地供应量和成交量均快速增长，但成交楼面均价和溢价率均呈下降趋势。

分城市来看，2017年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。进入2018年以来，各类城市溢价率水平均呈现不同程度的下滑，一线城市的供地节奏有所放缓，成交方面量涨价跌；二线城市的土地供应同比止跌回升，在“分类调控、因城施策”精神的指导下，结合市场特点制定的土拍政策持续完善；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快土地供应，出让金规模大幅上涨。总体看，随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度，未来回补库存意愿或将减弱。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住建部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排

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

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

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

进入2018年以来，房地产企业融资环境继续收紧，融资难度和融资成本均有所提升。2018年5月，国家发改委和财政部联合发布《关于完善市场约束机制 严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，其中针对引导规范房地产企业境外发债资金投向问题提出，房地产企业境外发债主要用于偿还到期债务，避免产生债务违约，限制房地产企业外债资金投资境内外房地产项目、补充运营资金，并要求企业提交资金用途承诺。

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1~6月，房地产开发资金共计79287.35亿元，同比增长4.60%，为2017年全年规模的50.81%。其中，国内贷款12291.85亿元，占比为15.50%；利用外资28.11亿元，占比为0.04%；其他资金41426.27亿元，占比为52.25%；自筹资金25541.12亿元，占比为32.21%。

行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。进入2018年以来，企业在一线城市的拿地态度普遍渐趋谨慎，进一步升级的调控政策和金融监管政策也对企业的运营能力提出更高要求，大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前行业景气度温和降温、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合与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。

政策环境

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。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。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月，40余个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

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

2018年上半年，继续深化构建长短结合的制度体系，加快住房租赁体系建设，保障居民合理自住需求，深化推进住房制度改革，优化住房和土地供应结构。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。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。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

2. 杭州市区域经济及房地产发展情况

公司的房地产业务主要集中在浙江省杭州市，当地的区域经济环境和房地产市场运行情况与公司的销售业绩关联较大。

经济发展水平

杭州市位于中国东南沿海、浙江省北部，是浙江省省会，也是浙江省的政治、经济、文化和金融中心。杭州市域面积为 16596 平方公里，辖 10 个区、2 个县，代管 1 个县级市。2017 年，杭州市常住人口为 946.8 万人。

2017 年，全市实现地区生产总值 12556 亿元，比上年增长 8.0%。其中第一产业增加值 312 亿元，第二产业增加值 4387 亿元，第三产业增加值 7857 亿元，分别增长 1.9%、5.3%和 10.0%。全年全体居民人均可支配收入 49832 元，增长 8.1%，扣除价格因素，实际增长 5.5%。其中，城镇常住居民人均可支配收入 56276 元，增长 7.8%，农村常住居民人均可支配收入 30397 元，增长 8.9%，扣除价格因素，实际分别增长 5.2%和 6.2%。

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

房地产市场情况

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

2017 年，杭州市全市完成房地产开发投资 2734.20 亿元，增长 4.9%，其中住宅投资 1713.13 亿元，增长 9.8%。房屋施工面积 11527.37 万平方米，下降 0.3%；竣工面积 2085.61 万平方米，增长 8.5%。全年商品房销售面积 2054.11 万平方米，下降 11.7%，其中住宅销售 1520.17 万平方米，下降 19.4%。2018 年 1~9 月，杭州市全市完成房地产开发投资 2115.73 亿元，同比增长 16.64%，其中住宅投资 1367.21 万平方米，同比增长 18.58%。2018 年 1~9 月，商品房销售面积 1245.44 万平方米，同比下降 18.17%，其中住宅销售 1520.17 万平方米，同比下降 19.4%。

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

2018 年 1~6 月，杭州市商品房成交均价呈波动上升趋势，6 月成交均价达 27104 元/平方米，为上半年最高成交均价。

房地产政策

2016 年 2 月，杭州市政府办公厅下发《关于进一步促进房地产市场健康稳定发展的通知》（以下简称“通知”）。通知对购房条件进

一步放宽，包括允许杭州区域外缴纳公积金的购房者，在杭州申请异地公积金贷款、最低首付款比例降到20%等。杭州市政府对当地房地产市场发展持支持态度。受政策持续刺激作用，2016年杭州市房地产持续火爆，加之G20峰会的成功召开，当地房地产去化效果明显，根据Wind资讯，杭州市可售商品住宅面积由2016年年初的1090.83万平方米下降到2016年10月17日的604.38万平方米，去化压力明显下降。

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

2016年11月10日，杭州发布住房限购政策，实施进一步住房限购、上调住房公积金贷款和商业性住房贷款首付比例、暂停发放第三套及以上住房贷款、加强对首付资金来源审核、加强对土地竞买资金来源审查。政策明确规定购买首套房，或拥有1套房并已结清、再次申请公积金贷款，首付比从不低于20%调整为不低于30%；拥有1套房但未结清贷款，再申请公积金贷款，首付比从不低于50%调整为不低于60%；拥有2套及以上住房或未结清公积金贷款不得申请。

自2017年3月29日起，经市政府研究决定，进一步完善杭州住房限购及销售监管措施、调整住房公积金贷款相关政策措施。在住房限购及销售监管政策方面，一是明确本市户籍成年单身(含离异)人士在限购区域内限购一套住房。二是增设企业购买限购区域住房的限制上市交易年限，需满3年方可上市交易。三是增设对户籍由外地迁入四县(市)的居民家庭的购房限制，自户籍迁入之日起满2年，方可在本市市区范围内购买住房。在住房公积金贷款政策方面，进一步严格公积金贷款认贷标准，在市区范围内，职工家庭名下已拥有一套住房或无住房但有住房贷款记录的，购买普通自住住房执行二套住房公积金贷款政策，贷款首付款比例不低于60%，公积金贷款利率按同期住房公积金贷款基准利率1.1倍执行。在商业性住房贷款方面，一是进一步调整信贷首付比例，在市区范围内，对于已拥有一套住房，或无住房但有住房贷款记录的居民家庭，申请商业性个人住房贷款购买住房，执行二套房信贷政策，首付款比例不低于60%。二是要求各商业银行严格审核借款人还款能力，严格落实月供收入比不超过50%等政策要求，对已成年、未就业、无固定收入且还款资金来源于其他共同还款人的借款人，可参照二套房信贷政策执行。三是严格审核个人住房贷款首付款资金来源，严禁各类“加杠杆”金融产品用于购房首付款。

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

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

六、基础素质分析

1．产权状况

截至2018年9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1200多万平方米，项目开发经验丰富。截至2018年9月底，公司土地储备规模为307.97万平方米，土地储备较充足。近年来，公司在深耕杭州地区房地产市场的基础上，不断加快周边三四线城市的去化，并重点尝试拓展深圳、上海市场，2015年9月，公司联合平安不动产有限公司（以下简称“平安不动产”）成功竞得上海宝山大场地块，土地投资金额达34.65亿元，公司开发项目第一次落地上海；2017年，公司通过股权收购的方式获取深圳龙华区城市更新项目，增加了公司在深圳市场的土地储备。

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

公司秉承“创造生活，建筑家”的专业理念，形成了“品牌为基础、战略为导向、品质为中心、精干高效为手段”的企业核心竞争力。近年来，公司先后获得2013年度杭州市现代服务业先进企业、2014年“新型城镇化十大功勋地产企业”等荣誉。同时，公司连续多年入选由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所及中国指数研究院发布的中国房地产百强企业，2015~2017年，公司分别位居第29位、第28位和第27位，并连续三年位居中国房地产百强企业—盈利性TOP10。

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

七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

八、重大事项

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

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。

截至目前，上述诉讼事项暂未对滨江集团生产经营产生影响，如安远控股到期未能清偿债务，滨江集团有权直接提起强制执行，并处置相关担保物。联合资信将持续关注此诉讼事项或对滨江集团造成的不利影响。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入受结转规模影响有所波动。2017 年，公司实现营业收入 137.74 亿元，较上年下降 29.19%。

表2　2016~2018年9月公司营业收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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
房地产开发	186.47	95.86	24.09	130.95	95.08	28.71	114.27	93.43	28.56
酒店业	1.63	0.84	40.17	1.57	1.14	60.81	1.19	0.97	63.56
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	6.86	5.60	82.83
合计	**194.52**	**100.00**	**25.05**	**137.74**	**100.00**	**30.40**	**122.32**	**100.00**	**31.95**

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。

从营业收入构成看，房地产开发业务是公司主要收入来源，2017 年房地产开发业务实现营业收入 130.95 亿元，同比下降 29.77%，主要系公司结转规模减少致使收入规模下降所致。公司酒店业务收入规模较小，2017 年为 1.14 亿元。2017 年 2 月，公司将物业公司转让至滨江控股。公司其他业务主要是代建业务和持有型物业出租业务，近年来公司代建业务发展较快，2017 年代建业务收入为 3.52 亿元；物业出租收入稳定，2017 为 1.48 亿元，公司其他业务对公司盈利形成补充。

毛利率方面，跟踪期内公司综合毛利率有所提升，2017 年综合毛利率为 30.40%。房地产开发业务毛利率为 28.71%，较 2016 年上升 4.62 个百分点，系当期结转武林壹号项目毛利较高以及高毛利的代建业务收入占比增加所致。公司酒店业务毛利率呈上升趋势，2017 年毛利率为 60.81%，较 2016 年上升 20.64 个百分点，主要系主要系酒店装修费基本摊销完毕使得成本相应减少所致所致。公司代建业务为服务输出，代建业务和物业出租业务相关成本较低，毛利率处于较高水平，2017 年分别为 75.43%和 52.83%。总体上看，公司综合毛利率有所波动，但仍处于较高水平。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 122.32 亿元，为 2017 年全年的 88.80%，其中，房地产开发板块实现营业收入 114.27 亿元，为 2017 年该板块营业收入的 87.26%，毛利率较 2017 年变化不大；酒店业实现营业收入 1.19 亿元，毛利率较 2017 年上升 2.75 个百分点；其他业务板块实现营业收入 6.86 亿元，其中代建业务和持有型物业出租业务营业收入分别为 5.48 亿元和 1.34 亿元，综合毛利率较 2017 年上升 14.87 个百分点，主要系毛利润较高的代建业务规模增加所致。

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

表 3　2016~2018 年三季度公司营业收入分地区情况（单位：亿元、%）

区域	2016 年		2017 年		2018 年 1~9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
杭州地区	151.41	77.83	128.41	93.23	111.29	90.98
衢州地区	16.24	8.35	2.59	1.88	0.79	0.65
绍兴地区	16.81	8.64	2.15	1.56	0.21	0.17
金华地区	3.02	1.55	0.41	0.30	0.21	0.17
嘉兴地区	7.04	3.62	4.18	3.03	9.82	8.03
合计	**194.52**	**100.00**	**137.74**	**100.00**	**122.32**	**100.00**

资料来源：公司提供

注：合计小数后两位差异为四舍五入导致

从营业收入的地区分布来看，跟踪期内公司售房确认收入的地区主要集中在杭州地区，占比营业收入比重均超过 90.89%。2017 年杭州地区营业收入为 128.41 亿元，占比上升至 92.23%，收入主要来自武林壹号部分楼盘、华家池住宅部分、萧山东方海岸等项目。2018 年三季度，公司主要收入来自杭州地区。公司在做好做精杭州市场的同时，重点进军上海、深圳等市场，逐步取得区域性的开发优势。

2．房地产开发业务

公司房地产业务的经营模式主要包括自主开发和合作开发，其中合作经营项目主要由公司负责全程开发管理等。公司目前合作开发企业包括绿城中国控股有限公司、平安不动产有限公司、信达地产股份有限公司、中国铁建股份有限公司、保利房地产(集团)股份有限公司、碧桂园控股有限公司、旭辉控股集团有限公司等。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。

（1）土地储备

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

2017~2018年三季度，公司分别成功获得16块和25块土地，公司拿地计容规划建筑面积分别为220.45万平方米和337.85万平方米；土地成本支出分别为322.03亿元和489.17亿元。从楼面单价来看，2017年，公司以招拍挂、并购和收购的形式总共获取了16块土地，包括杭

州的9个项目，深圳龙华区城市更新和深圳南方报业大厦城市更新项目，温州市和义乌市各2个项目，温岭市1个项目；2018年三季度，公司获取25块土地，包括杭州的7个项目，萧山6个项目，浙江其他地区6个项目，江苏4个项目以及江西2个项目。截至2018年9月底，公司获取土地的权益面积合计132.05万平方米。

跟踪期内，公司拿地快速增长，为其未来房地产项目开发提供了有力保障；受土地市场回暖影响，土地价格亦有一定程度上涨。

表 4　2016~2018 年 9 月底公司拿地情况（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 1~9 月	25	489.17	337.85	14479.11
合计	**53**	**925.36**	**719.11**	--

资料来源：公司提供
注：该表格中数据包括非并表数据

截至2018年9月底，公司尚有未开发的土地规划建筑面积合计307.97万平方米，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121.00万平方米。

表 5　截至 2018 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）

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	上海湘府花园三期	上海	2016.12.31	商住	7.51	12.00	79.80	10.00%	否
3	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%	否
4	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%	否
5	温岭市石塘镇 ST050206 地块	温岭	2017.9.1	住宅	6.85	10.97	0.67	50.00%	是
6	临安湖光山社项目	杭州	2017.11.24	住宅	14.99	14.99	10.00	100.00%	是
7	三墩北单元 B-C2-03 地块-杭政储出[2017]87 号	杭州	2018.1.19	商业	2.05	6.15	2.82	24.00%	否
8	阳光名城-萧政储出〔2008〕48 号地块	杭州	2018.1.26	商住	--	10.52	1.13	15.00%	否
9	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
10	定海村留用地-杭政储出(2018)2 号	杭州	2018.3.9	商业	1.44	5.05	7.16	12.25%	否
11	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
12	钱江世纪城 M-04-萧政储出(2018)13 号	杭州	2018.3.30	住宅	10.79	31.29	100.99	18.00%	否
13	德清县 2017-535 地块	德清	2018.5.17	住宅	7.00	7.35	8.74	33.00%	否
14	市北东单元 C-21 地块-萧政储出(2018)18 号	杭州	2018.6.15	住宅	4.51	11.27	27.48	100.00%	是
15	太湖旅游度假区长田漾单元 TH-06-03-02-2018-49 号	湖州	2018.6.22	住宅	13.62	14.98	13.51	70.00%	是
16	楮溪湿地片区,楮溪北路以西-DEB2018041-DEB2018042	上饶	2018.6.22	住宅	11.34	13.61	4.27	51.00%	是
17	楮溪湿地片区,楮溪北路以西-DEB2018043-DEB2018046	上饶	2018.6.22	商业	10.00	8.00	0.78	29.00%	否
18	温 2018-20 号温州市城市中心区 A-28、A-44、A-49 地块	温州	2018.6.26	商住	10.12	35.25	69.20	15.00%	否
19	乐清市中心区 H-b3-2 地块	温州	2018.7.6	住宅	4.20	8.40	7.07	25.00%	否
20	萧政储出[2018]22 号市北东单元 A-27 地块	杭州	2018.7.11	住宅	2.42	6.04	13.94	50.00%	否
21	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
22	奉化萧王庙陈家岙地块	宁波	2018.8.2	住宅	5.25	13.12	4.41	40.00%	是
23	温岭 XQ050204 地块	温岭	2018.8.3	住宅	2.26	5.64	6.61	34.00%	是
24	杭政储出(2018)32 号望江新城地块	杭州	2018.8.27	住宅	3.23	8.73	26.18	50.00%	是

合计	--	--	157.22	307.97	564.41	--	--

资料来源：公司提供

总体上看，公司土地储备质量良好，重点布局在杭州、深圳、上海及长三角富裕县市；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。

（2）项目开发情况

公司项目开发通过总公司和区域公司的两级构架进行管理，区域公司包括万家区域公司和海岸区域公司。其中万家区域公司主要定位为刚需住宅，海岸区域公司主要定位为高端精装住宅。房地产项目开发的前期准备由总公司进行，待项目进入后期建设阶段转由区域公司进行管理。

2017 年，公司新开工面积 78.61 万平方米，较 2016 年小幅下降，2018 年三季度新开工面积大幅增长至 168.41 万平方米。随着项目建设进度推进，2017 年~2018 年三季度公司竣工面积分别为 83.45 万平方米和 31.58 万平方米。2018 年 9 月底，公司在建面积为 395.03 万平方米，规模较大。

表6　2016~2018年9月公司主要开发数据情况

（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	18 年 1~9 月
新开工面积	79.20	78.61	162.48
竣工面积	68.94	83.45	31.58
期末在建面积	217.62	212.78	343.68

资料来源：公司提供

注：由于规划动态调整，期末在建面积可能与实际在建面积存在差异；上表数据为并表口径。

从城市分布上看，公司持有的项目主要集中在杭州地区，此外公司有部分项目在上海、平湖、义乌等地区。截至 2018 年 9 月底，公司持有在建项目 38 个，预计总投资 1512.23 亿元，已投资 1130.54 亿元，尚需投资 381.69 亿元；由于公司合理把握开发与销售的节奏，且公司武林壹号、信达一品、翡翠海岸等精装修项目售价较高，截至 2018 年 9 月底，公司在建项目已实现签约销售收入合计 836.82 亿元。

表 7　截至 2018 年 9 月底公司在建项目基本情况（单位：亿元、万平方米、万元/平方米）

序号	项目名称	地区	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
1	上海公园壹号	上海	30.00%	53.00	47.37	29.86	12.05	11.53	5.71	5.23
2	武林壹号	杭州	50.00%	110.76	100.52	179.40	33.40	25.01	24.86	7.22
3	湘湖壹号	杭州	50.00%	54.40	49.51	81.75	23.90	20.88	19.56	4.18
4	千岛湖东方海岸	杭州	100.00%	18.00	17.40	15.14	19.20	18.50	14.84	1.02
5	锦绣之城	杭州	51.00%	35.00	31.80	52.20	10.91	10.77	10.60	4.92
6	江南之星	杭州	33.00%	33.00	28.12	63.52	25.37	24.48	24.30	2.61
7	万家之星	杭州	35.00%	5.50	5.22	11.65	5.41	5.36	5.32	2.19
8	东方名府	杭州	26.00%	5.24	4.97	11.21	4.75	4.70	4.26	2.63
9	东方悦府	杭州	32.00%	13.40	11.21	17.96	7.54	7.46	7.40	2.43
10	信达一品	杭州	20.00%	47.00	44.15	68.29	9.24	9.14	9.09	7.51
11	翡翠海岸	杭州	33.00%	70.00	59.85	85.34	12.23	12.11	11.81	7.23
12	义乌公园壹号	义乌	33.00%	33.00	24.14	29.73	14.15	13.90	9.70	3.06
13	江南名府	杭州	100.00%	19.00	16.40	21.19	7.90	7.79	6.38	3.32
14	卧城印象	杭州	50.00%	19.00	11.83	--	6.48	5.08	--	--

15	杭州壹号院	杭州	10.00%	220.00	148.17	42.14	86.49	71.15	8.71	4.84
16	平湖万家花城	平湖	35.10%	57.54	47.48	77.00	93.53	92.15	65.27	1.18
17	临安天目山	杭州	100.00%	14.00	2.63	--	13.38	4.68	--	--
18	大江名筑	杭州	31.00%	8.00	4.88	9.50	6.70	6.63	5.79	1.64
19	御江南	杭州	100.00%	27.35	23.04	--	8.59	7.24	--	--
20	上品南星	杭州	50.50%	79.28	62.84	--	13.48	10.54	--	--
21	义乌锦绣之城	义乌	100.00%	43.09	28.52	5.62	16.57	16.41	1.77	3.18
22	义乌滨江壹品	义乌	95.00%	50.34	37.69	22.89	21.94	20.80	8.70	2.63
23	未来海岸	杭州	51.00%	32.00	21.13	6.50	19.45	19.32	3.84	1.69
24	同协金座	杭州	17.15%	14.70	10.50	5.76	14.17	6.15	1.78	3.24
25	翡翠江南	杭州	50.00%	30.42	24.94	--	11.59	7.76	--	--
26	翡翠之星	杭州	50.00%	18.55	16.05	--	5.99	4.65	--	--
27	温州万家花城	温州	51.00%	22.00	10.85	--	15.33	15.23	--	--
28	五幸银座	杭州	24.00%	3.40	2.03	--	3.79	1.85	--	--
29	温岭玖珑春晓	温岭	49.00%	29.13	18.60	--	9.07	9.05	--	--
30	乐清金色家园	乐清	45.00%	29.83	15.07	--	28.00	27.58	--	--
31	曙光之星	南通	35.00%	16.00	2.48	--	19.79	15.67	--	--
32	定安府	杭州	70.00%	7.50	3.88	--	1.26	1.25	--	--
33	悦虹湾	杭州	24.90%	88.22	68.43	--	27.79	26.95	--	--
34	温州之翼 TOD	温州	16.50%	61.50	41.52	--	41.58	40.96	--	--
35	定山海花园	舟山	11.00%	20.12	11.37	0.17	15.40	12.84	0.09	1.89
36	锦粼府	杭州	30.00%	38.86	29.56	--	11.71	11.45	--	--
37	铂金海岸北苑	温岭	50.00%	4.38	1.62	--	5.93	5.81	--	--
38	海语天下	宁波	50.00%	79.72	44.77	--	23.13	22.92	--	--
合计		--	--	**1512.23**	**1130.54**	**836.82**	**707.19**	**635.75**	**249.78**	--

资料来源：公司提供
注：部分项目尚未符合销售条件

总体上看，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 2017 年以来公司拿地规模较大，随着后续开发项目的建设投入以及未来拿地投入，综合来看，公司资金压力将显著增加。

（3）项目销售情况

由于公司深耕杭州地区，对当地市场很熟悉，项目销售以自销为主，而外地项目则部分采用代理方式。

跟踪期内，公司签约销售面积及销售金额持续增长，2017 年公司签约销售面积和金额分别达 89.46 万平方米和 305.60 亿元。从签约均价上看，公司房屋销售平均价格也呈持续上涨态势，由 2015 年的 24413 元/平方米大幅上升至 2017 年的 34161 元/平方米，主要系 2017 年公司签约销售项目中包括大规模高端楼盘项目所致。2018 年三季度约销售面积和金额分别为 85.07 万平方米和 291.66 亿元，分别为 2017 年全年的 95.09%和 95.44%，销售规模快速增长。

表8　2016~2018年9月公司项目销售情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
签约销售面积（万平方米）	87.24	89.46	85.07
签约销售金额（亿元）	212.98	305.60	291.66
签约销售均价（元/平方米）	24413	34161	34283
结转收入面积（万平方米）	97.75	51.61	31.58
结转收入（亿元）	186.47	130.95	114.27

资料来源：公司提供
注：上表数据为并表口径

截至2018年9月底，公司项目可售面积合计635.75万平方米（部分项目在建，未取得预售许可证），总待售面积385.97万平方米，其中，已取得预售证尚未销售面积合计167.30万平方米。公司主要待售项目分布在杭州、上海、义乌和平湖地区。

总体上看，公司销售方式主要以自销为主；跟踪期内，公司销售金额持续增长；公司部分项目销售均价较高，因政策原因可能去化较慢，若销售不达预期，将对公司资金形成占用。

3. 未来发展

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

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

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2015~2017 年合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见审计结论；公司 2018 年三季度财务报表未经审计。

随着经营规模的扩大，跟踪期内公司合并报表范围有所变化，但主要系新增房地产项目公司，加之相关子公司规模相对较小，对财务数据可比性影响不大。

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

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 842.81 亿元，所有者权益 172.80 亿元（其中少数股东权益 25.75 亿元）；2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 122.32 亿元，利润总额 23.47 亿元。

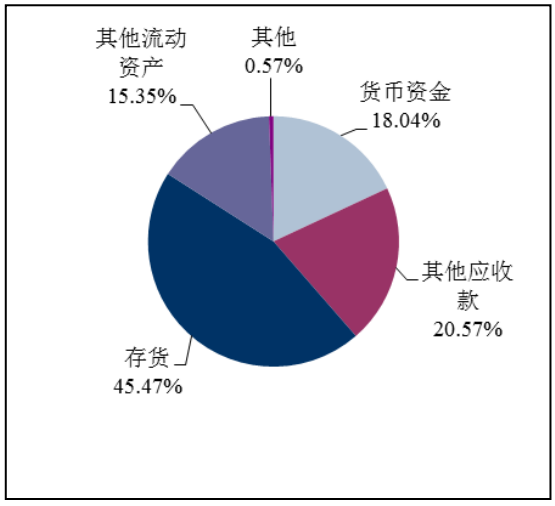
2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 602.44 亿元，同比增长 21.60%，主要系其他应收款、其他流动资产和可供出售金融资产增加所致。其中流动资产占 88.17%，非流动资产占 11.83%。公司资产构成以流动资产为主，符合房地产开发企业的特征。

流动资产

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

图 2　2017 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2017 年底，公司货币资金合计 95.81 亿元，同比增长 6.57%，主要系公司预售楼盘增加，相应货币资金增长所致。公司货币资金主要由银行存款（占 99.91%）构成；其中，使用权受限的货币资金共计 0.12 亿元，主要为代建项目保函保证金，占货币资金总额的 1.25%，占比不高。

截至 2017 年底，公司其他应收款 109.27

亿元，同比增长 51.29%，主要系对联营、合营企业按公司持股比例提供除注册资本外的项目投入款以及支付大额政府保证金增加所致。截至 2017 年底，公司采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额为 19.85 亿元，其中 17.14 亿元账龄在一年以内，坏账计提比例为 5.00%；1.49 亿元账龄在 1 到 2 年，坏账计提比例为 10.00%；0.17 亿元账龄在 2 到 3 年，坏账计提比例为 20.00%；其余账龄在 3 年以上，坏账计提比例为 80.00%；采用账龄分析法的其他应收款综合计提比例为 10.06%。截至 2017 年底，公司采用余额百分比法计提坏账的其他应收款账面余额为 95.89 亿元，主要由对联营、合营企业按公司持股比例提供除注册资本外的项目投入款和已确定盈利的项目公司对其股东的财务资助款构成，坏账计提比例为 1.00%。截至 2017 年底，公司其他应收款综合计提比例为 5.59%，计提较为充分。截至 2017 年底，公司其他应收款额前五名合计占当期其他应收款余额的比例为 54.53%，集中度高。

表 9　2017 年底公司其他应收款金额前五名情况

（单位：亿元、%）

企业全称	款项性质	余额	账龄	占比
浙江万厦房地产开发有限公司	拆借款	16.17	1 年内	13.98
绿城房地产开发集团有限公司	拆借款	14.36	1 年以内	12.41
义乌市财政局	押金保证金	12.14	1 年以内	10.49
杭州滨保房地产开发有限公司	拆借款	7.91	1 年以内	9.01
		2.52	1 至 2 年	
上海滨安房地产开发有限公司	拆借款	1.34	1 年以内	8.64
		8.67	1 至 2 年	
小计	--	**63.11**	--	**54.53**

资料来源：公司财务报告

注：合计小数后两位差异为四舍五入导致

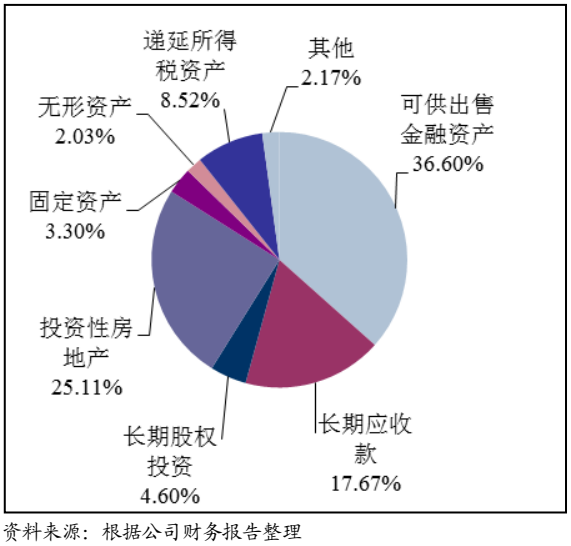
截至 2017 年底，公司存货为 241.49 亿元，同比下降 8.10%，主要系部分项目完工交付结转成本所致。公司存货主要由开发成本和开发产品构成，占比分别为 87.00%和 12.99%。其中，金额较大的开发成本包括锦绣之城项目（29.28 亿元）、平湖万家花城项目（26.23 亿元）、武林壹号项目（25.14 亿元）、华家池项目（23.91 亿元）、湘湖壹号项目（22.20 亿元）和东方星城项目(20.56 亿元)；金额较大的开发产品包括华家池项目（15.05 亿元）、西溪明珠项目（4.33 亿元）、萧山东方海岸项目（2.59 亿元）和佑康紫金府项目（2.08 亿元）。截至 2017 年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

截至 2017 年底为 81.51 亿元，同比增长 572.11%，主要系预付土地款增加所致。

非流动资产

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

图 3　2017 年底公司非流动资产构成



资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产账面余额 26.09 亿元，同比增长 59.49%，投资企业主要包括上海湘府房地产开发有限公司（7.98 亿元，持股比例 10.00%）、PROLOGIUM

HOLDING INC.（3.22 亿元，持股比例 11.63%）、北京中联康生物科技股份有限公司（1.50 亿元，持股比例 20.00%）、上海崇置城市建设发展合伙企业（有限合伙）（2.69 亿元，持股比例 11.67%）和杭州沃安供应链管理有限公司（1.00 亿元，持股比例 10%）。

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

截至 2017 年底，公司投资性房地产账面价值合计 17.90 亿元，累计和折旧摊销期末余额 3.97 亿元。公司投资性房地产主要为部分开发项目留存的商铺和写字楼；公司使用权或所有权受限的投资性房地产账面价值合计 11.30 亿元，为借款提供抵押担保，占期末投资性房地产账面价值总额的 25.98%。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 842.81 亿元，较 2017 年底增长 39.90%，主要系存货大幅增长所致。截至 2018 年 9 月底，公司存货 485.26 亿元，较 2017 年底增长 100.94%，主要系本期新增土地储备及项目开发投入所致，其中开发成本 471.21 亿元，开发产品 14.03 亿元；货币资金 76.29 亿元，较 2017 年底下降 20.37%，主要原因系公司支付土地款及项目投入等经营性支出较大所致；其他应收款 170.21 亿元，较 2017 年底增长 100.94%，主要系与联营合营企业往来款增加所致；长期应收款较 2017 年底减少 12.60 亿元，主要系 8.60 亿元信托计划调整至其他流动资产以及 4.00 亿元信托计划收回所致；其他流动资产 38.23 亿元，较 2017 年底下降 53.10%，主要系预付土地款减少所致。

跟踪期内，公司资产规模不断增长，以流动资产为主。流动资产中货币资金较充裕，存货和其他应收款占比相对较大，由于近年来房地产行业受宏观政策调控影响，公司存货或将面临一定周转和跌价风险，公司与合营联营房地产企业之间往来款规模较大，存在一定风险；公司投资性房地产以成本法计量，存在一定升值空间。综合看，公司资产质量较好。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 163.60 亿元，同比增长 3.99%。同期，归属于母公司所有者权益为 142.79 亿元，其中股本占 21.79%、资本公积占 16.35%、盈余公积占 6.40%、未分配利润占 55.44%、其他综合收益占 0.03%。公司归属于母公司所有者权益以未分配利润为主，权益结构稳定性一般。

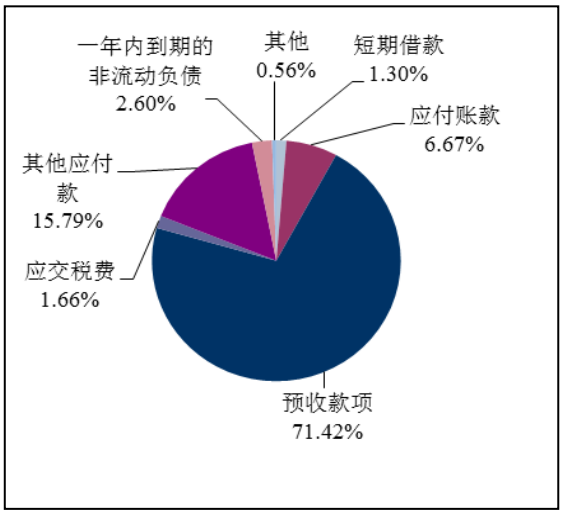
截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益合计 172.80 亿元（其中少数股东权益 25.75 亿元）。同期，归属于母公司所有者权益 147.06 亿元，构成较 2017 年底变化不大。归属于母公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2017 年底，公司负债总额为 438.84 亿元，同比增长 29.79%，主要系预收款项、其他应付款和应付债券增长所致；其中流动负债占 81.61%，非流动负债占 18.39%，以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 358.13 亿元，同比增长 31.83%，主要以预收款项（占 71.42%）、其他应付款（占 15.79%）和应付账款（占 6.67%）为主。

图 4　2017 年底公司流动负债构成



资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2017 年底，应付账款 23.88 亿元，同比增长 14.97%，主要由房产开发未付工程款（占 99.14%）构成。

截至 2017 年底，公司预收款项合计 255.79 亿元，同比增长 28.78%，主要系公司售房金额明显增长所致。公司预收款项主要为各房地产项目的预售款，房屋预售款将于交房时结转收入。2017 年公司预收售房款大幅增加，对未来结转收入提供有力支撑。

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

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 80.71 亿元，主要由长期借款（占 24.16%）和应付债券（占 69.40%）构成。

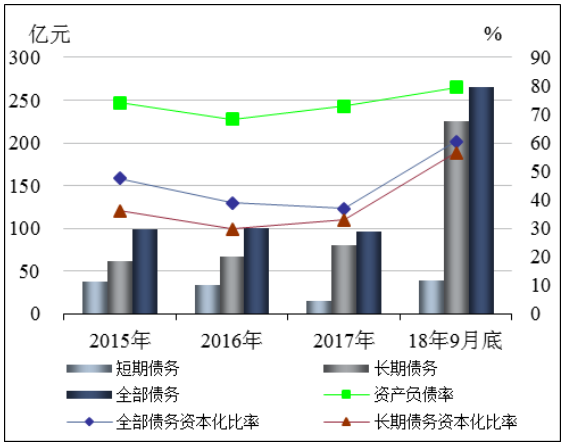
截至 2017 年底，公司长期借款余额为 19.50 亿元，同比下降 37.50%，主要系公司抵押及保证借款大幅减少所致。截至 2017 年底，公司长期借款由抵押借款（占 29.49%）和抵押兼保证借款（占 70.51%）构成。从期限构成来看，公司长期借款到期日期分布在 2020~2041 年，集中度不高，集中偿付压力不大。

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

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

截至 2018 年 9 月底，公司负债总额为 670.01 亿元，较上年底增长 52.68%，主要来自其他应付款和长期借款的增长；公司流动负债比重下降至 66.33%。截至 2018 年 9 月底，公司短期借款 12.60 亿元，较 2017 年底增长 170.00%；预收款项 277.25 亿元，较 2017 年底增长 8.39%，主要系预收售房款增加所致；其他应付款 107.48 亿元，较 2017 年底大幅增长 90.09%，主要系合作开发项目合作方投入款增加所致；长期借款 142.27 亿元，较 2017 年底大幅增长 629.72%，主要系融资需求增加所致；应付债券 77.85 亿元，较 2017 年底增长 38.99%，主要系 2018 年 3 月，公司发行“2018 年度第一期中期票据”（21.8 亿元，期限 3 年）所致。

图 5　2015~2018 年 9 月底公司债务情况



资料来源：根据公司财务报告整理

本评级报告将其他应付款中的有息部分调整至短期债务核算，将长期应付款中的有息部分，调整至长期债务。截至 2017 年底，公司调整后有息债务规模为 95.90 亿元，同比增长 176.49%，其中调整后长期债务占 84.15%。同期，公司资产负债率、调整后全部债务资本化率和调整后长期债务资本化比率分别为 72.84%、36.96%和 33.03%，较 2016 年底分别上升 3.33 个、下降 1.96 个和上升 4.60 个百分点。

截至 2018 年 9 月底，公司调整后有息债务总额 265.16 亿元，较 2017 年底大幅增长 176.49%，其中短期债务占 14.91%，长期债务占 85.09%。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 79.50%、60.54%和 56.63%，较 2017 年底分别上升 6.65 个、23.59 个和 23.59 个百分点。

跟踪期内，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，公司债务负担已接近行业平均水平；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

2017 年，公司实现营业收入 137.74 亿元，同比下降 29.19%，主要系公司交付楼盘较少导致结转收入同比减少所致；结转项目包括武林壹号项目、华家池项目、萧山东方海岸项目、金色黎明二三期项目、金色江南项目。2017 年，公司营业成本为 95.86 亿元，同比下降 34.25%。

期间费用方面，2017 年公司期间费用合计 6.04 亿元，同比增长 5.50%，主要系财务费用增长所致；其中销售费用为 1.54 亿元，同比下降 5.32%，主要系外部单位代销费减少所致；管理费用为 2.39 亿元，同比下降 19.08%，主要系工资及福利费和中介咨询服务费减少所致；财务费用为 2.11 亿元，同比增长 84.63%，主要系债券利息支出增所致。2017 年，公司费用收入比为 4.38%，较 2016 年小幅上升 1.44 个百分点。总体看，公司费用控制能力较强。

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

2017 年，公司利润总额为 29.27 亿元，同比增长 3.94 个百分点。

盈利指标方面，2017 年，公司营业利润率、总资本收益率、净资产收益率分别为 22.17%、9.96%和 14.12%，分别较 2016 年上升 4.46 个、1.62 个和 1.59 个百分点。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入和利润总额分别为 122.32 亿元和 23.47 亿元，较上年同期分别增长 88.38%和 29.51%，主要系交付楼盘较去年同期增加所致。当期，公司营业利润率为 27.13%，较 2017 年上升 4.96 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司利润规模持续上升，整体盈利能力较强。

5．现金流

经营活动方面，2017 年公司经营活动现金流入量为 199.88 亿元，同比下降 8.91%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 199.16 亿元，同比下降 8.90%；同期，公司经营活动现金流出量主要为土地支出及房地产开发投资，2017 年为 165.58 亿元，同比增长 87.91%；同期，经营活动产生的现金流量净额为 34.30 亿元。2017 年项目签约销售金额较 2016 年增加，销售现金流较 2016 年减少，销售回款速度放慢，并且拿地支出增大，公司经营现金流有所趋紧。

表10　近年公司销售及经营现金流入情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
签约销售金额（亿元）	160.38	212.98	305.60	291.66
经营活动现金流入量（亿元）	170.16	219.43	199.88	152.06

资料来源：公司财务报告以及公司提供

投资活动方面，2017 年公司投资活动现金流入量 463.13 亿元，较 2016 年增加 449.53 亿元，主要系收回理财产品所致；同期，公司投资活动的现金流出 502.91 亿元，较 2016 年增加 408.64 亿元，主要系当期公司购买理财产品增加所致；同期，公司投资活动现金流量净额为-39.78 亿元。

筹资活动方面，2017 年公司筹资活动产生的现金流入为 102.94 亿元，同比增长 36.35%，主要系收到合作项目外部股东财务资助款所致；同期，公司筹资活动产生的现金流出为 90.91 亿元，同比增长 25.41%，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；同期，公司筹资活动现金流量净额为 12.02 亿元。

2018 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-102.89亿元、-88.03亿元和161.96亿元；当期，公司新获取23块土地，土地款支出规模增加，致使经营活动现金流量净额大幅下降。

跟踪期内，公司销售回款速度放慢，且拿地支出增大，经营净现金流大幅减少已无法满足公司的投资需求，公司融资需求加大；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，2017~2018年9月底，公司的流动比率分别为148.31%和174.64%，速动比率分别为80.88%和65.44%。2017年公司经营现金流动负债比为9.58%，较2016年大幅下降38.76个百分点，主要系经营活动现金净流量大幅下降以及流动负债增长影响，经营现金流动负债比下降幅度较大。整体看，跟踪期内公司短期偿债能力有所下降。

从长期偿债能力看，2017年公司EBITDA和EBITDA利息倍数分别为33.26亿元和8.14倍，较2016年有所增长；全部债务/EBITDA为2.88倍，较2016年有所下降。跟踪期内，公司长期偿债能力有所提高。

截至2018年9月底，公司共获得金融机构授信总额427.17亿元，已使用的授信额度为167.57亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，公司是上市公司，拥有直接融资渠道。

对外担保方面，截至2018年9底，公司对外担保合计75.53亿元，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12月17日，公司已结清和未结清信贷信息中不存在关注类和不良类信息。

8. 抗风险能力

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

十一、 存续债券偿还能力分析

本次跟踪评级的“18滨江房产CP001”和“18滨江房产CP002”待偿还债券本金合计18亿元，截至2017年底和2018年9月底，公司现金类资产分别为存续短期融资券的5.32倍和4.24倍。2017年，公司经营活动现金流入量及净流量分别为存续短期融资券的11.10倍和1.91倍。公司现金类资产及公司经营活动现金流入量对存续短期融资券的保障能力较强。

公司待偿还债券包括“16滨房01”、“17滨房01”、“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”，待偿还债券本金合计96亿元，其中一年内到期债券余额为39亿元。截至2017年底和2018年9月底，公司现金类资产分别为一年内到期债券余额的2.46倍和1.96倍。2017年，公司经营活动现金流入量及净流量分别为一年内到期债券余额的5.13倍和0.88倍。公司现金类资产及公司经营活动现金流入量可对相关债券的到期兑付形成一定保障，总体看，公司短期内集中兑付压力较小。

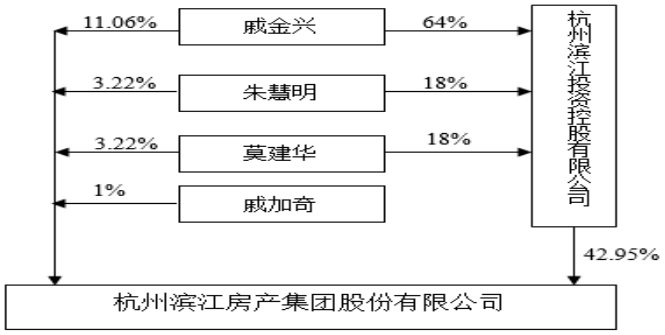
公司待偿还债券集中兑付年度为2021年，单独年度内需偿还债券最高金额为42.80亿元，兑付债券包括“18滨江房产MTN001”21.80亿元和“16滨房01”21.00亿元（其中“16滨房01”附2019年投资者回售选择权）。2017年，公司EBITDA为最高单年偿付额的0.78倍；同期公司经营活动现金流入量为最高单年

偿付额的 4.67 倍；经营活动现金流量净额为最高单年偿付额的 0.80 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对存续债券最高单年偿付额的保障能力较强。

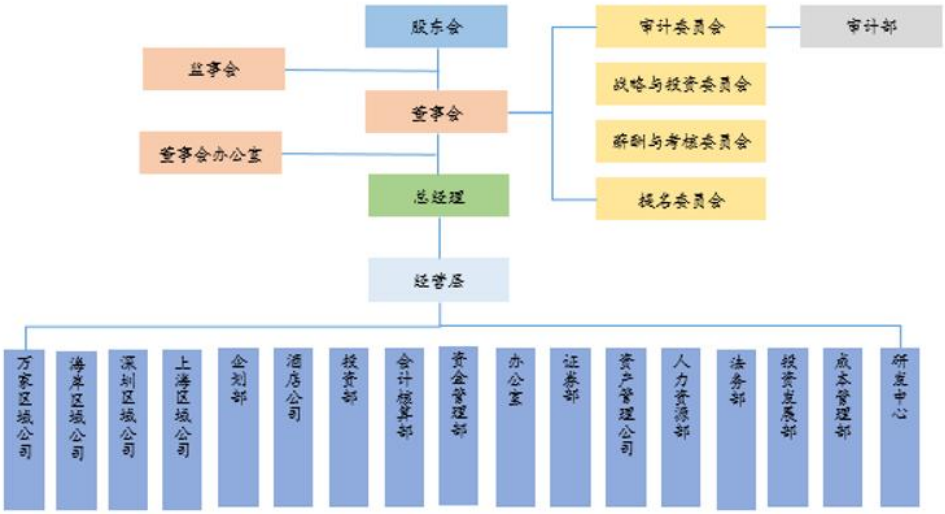
十二、 结论

综合评估，联合资信确定维持杭州滨江房产集团股份有限公司的主体长期信用等级为 AA^+，“18 滨江房产 CP001”、“18 滨江房产 CP002”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2018 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 9 月底公司组织结构图



附件 2　截至 2018 年 9 月底纳入公司合并范围子公司情况

序号	公司名称	业务性质	注册资本（万元）	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	房地产业	1000.00	100.00%	100.00%
2	杭州滨凯资产管理有限公司	商务服务业	1000.00	100.00%	100.00%
3	杭州滨绿房地产开发有限公司	房地产业	6000.00	50.00%	50.00%
4	杭州滨江城东房地产开发有限公司	房地产业	1000.00	100.00%	100.00%
5	绍兴上虞滨江城市之星置业有限公司	房地产业	1000.00	100.00%	100.00%
6	东方海岸（淳安）房地产开发有限公司	房地产业	22000.00	100.00%	100.00%
7	杭州滨江房产建设管理有限公司	建筑业	1000.00	100.00%	100.00%
8	杭州滨江房屋资产管理有限公司	房地产业	2000.00	100.00%	100.00%
9	杭州滨润房地产开发有限公司	房地产业	1000.00	30.00%	50.00%
10	金华滨江蓝庭置业有限公司	房地产业	1000.00	100.00%	100.00%
11	杭州滨江集团天目山商业管理有限公司	商务服务业	12000.00	100.00%	100.00%
12	杭州滨江南部房地产开发有限公司	房地产业	5000.00	100.00%	100.00%
13	杭州千岛湖滨江度假酒店有限公司	住宿和餐饮业	31000.00	100.00%	100.00%
14	平湖滨江房地产开发有限公司	房地产业	3510.00	35.10%	50.00%
15	杭州滨江房产集团衢州置业有限公司	房地产业	20000.00	100.00%	100.00%
16	杭州滨江三花房地产开发有限公司	房地产业	1000.00	100.00%	100.00%
17	杭州滨江商博房地产开发有限公司	房地产业	5000.00	51.00%	51.00%
18	绍兴滨江蓝庭置业有限公司	房地产业	1000.00	100.00%	100.00%
19	杭州滨江盛元房地产开发有限公司	房地产业	5000.00	50.00%	50.00%
20	杭州滨江盛元海岸房地产开发有限公司	房地产业	5000.00	50.00%	50.00%
21	杭州万家星城房地产开发有限公司	房地产业	1000.00	100.00%	100.00%
22	杭州滨江西部房地产开发有限公司	房地产业	20000.00	100.00%	100.00%
23	杭州千岛湖滨江度假酒店有限公司希尔顿酒店	住宿业	--	100.00%	100.00%
24	杭州千岛湖滨江游艇有限公司	服务业	500.00	100.00%	100.00%
25	杭州友好饭店有限公司	住宿和餐饮业	5000.00	100.00%	100.00%
26	杭州滨顺房地产开发有限公司	房地产业	5000.00	100.00%	100.00%
27	滨江（香港）有限公司	投资	UKD 1000.00	100.00%	100.00%
28	POTALATOWERSEATILELLC	房地产业	USD 5882.35	85.00%	85.00%
29	浙江锦绣天成置业有限公司	房地产业	10000.00	51.00%	51.00%
30	杭州滨江集团天目山开发建设有限公司	房地产业	12000.00	100.00%	100.00%
31	杭州新惠房地产开发有限公司	房地产业	2500.00	70.00%	70.00%
32	淳安千岛湖滨江旅行社有限公司	商务服务业	50.00	100.00%	100.00%
33	深圳滨安房地产开发有限公司	房地产业	2000.00	70.00%	70.00%
34	杭州滨创股权投资有限公司	投资	10000.00	100.00%	100.00%
35	杭州滨通房地产开发有限公司	房地产业	5000.00	26.00%	50.00%
36	杭州滨旭置业有限公司	房地产业	10000.00	32.00%	66.67%
37	杭州滨保实业有限公司	房地产业	10000.00	50.50%	50.50%
38	杭州滨翰房地产开发有限公司	房地产业	5000.00	50.00%	50.00%
39	杭州滨昊实业有限公司	服务业	1000.00	51.00%	51.00%
40	杭州滨瑞房地产开发有限公司	房地产业	5000.00	100.00%	100.00%

41	杭州滨朗企业管理有限公司	商务服务业	2.00	100.00%	100.00%
42	杭州滨欣房地产开发有限公司	房地产业	5000.00	50.00%	50.00%
43	杭州滨峙实业有限公司	商务服务业	1000.00	100.00%	100.00%
44	杭州春盛置业有限公司	房地产业	1000.00	31.00%	66.67%
45	宁波金丹丰股权投资合伙企业（有限合伙）	商务服务业	20000.00	99.67%	99.67%
46	上海滨顺投资管理有限公司	商务服务业	50000.00	100.00%	100.00%
47	上海吉劭创业投资合伙企业（有限合伙）	商务服务业	9702.15	99.06%	99.06%
48	上海永绥创业投资合伙企业（有限合伙）	商务服务业	22508.99	99.59%	99.59%
49	深圳市爱义房地产开发有限公司	房地产业	10000.00	48.00%	50.00%
50	深圳市滨江建设管理有限公司	商务服务业	5000.00	100.00%	100.00%
51	台州兴滨投资合伙企业	商务服务业	30001.00	100.00%	100.00%
52	温岭盈石房产开发有限公司	房地产业	1000.00	50.00%	66.67%
53	温州滨致建设开发有限公司	房地产业	1000.00	51.00%	51.00%
54	杭州友途旅行社有限公司	商务服务业	50.00	100.00%	100.00%
55	义乌滨锦房地产开发有限公司	房地产业	5000.00	100.00%	100.00%
56	暖屋（杭州）租赁住房发展有限公司	房地产业	5010.00	100.00%	100.00%
57	杭州滨宏房地产开发有限公司	房地产业	10000.00	51.00%	51.00%
58	杭州滨济企业管理有限公司	商务服务业	2000.00	45.00%	80%
59	乐清滨江房地产开发有限公司	房地产业	5000.00	45.00%	80%
60	花漾年华旅居置业（湖州）有限公司	房地产业	2000.00	70.00%	70.00%
61	杭州滨南企业管理有限公司	商务服务业	2.00	100.00%	100.00%
62	杭州滨星企业管理有限公司	商务服务业	2.00	66.00%	66.00%
63	杭州滨辰企业管理有限公司	商务服务业	31.00	100.00%	100.00%
64	上饶市滨桐置业发展有限公司	房地产业	2000.00	51.00%	51.00%
65	杭州滨熹投资管理有限公司	商务服务业	2.00	100.00%	100.00%
66	杭州滨格投资管理有限公司	商务服务业	10.00	100.00%	100.00%
67	杭州滨泽投资管理有限公司	商务服务业	2.00	100.00%	100.00%
68	杭州滨泰投资管理有限公司	商务服务业	10.00	100.00%	100.00%
69	杭州滨上投资管理有限公司	商务服务业	10.00	100.00%	100.00%
70	杭州滨宁房地产开发有限公司	房地产业	140000.00	66.00%	66.00%
71	杭州悦茂企业管理有限公司	商务服务业	2.00	50.00%	50.00%

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	35.75	91.60	95.81	76.29
资产总额(亿元)	422.30	495.45	602.44	842.81
所有者权益(亿元)	109.35	157.33	163.60	172.80
短期债务(亿元)	37.48	33.78	15.20	39.54
长期债务(亿元)	62.02	66.47	80.70	225.62
全部债务(亿元)	99.50	100.25	95.90	265.16
营业收入(亿元)	126.18	194.52	137.74	122.32
利润总额(亿元)	20.72	28.16	29.27	23.47
EBITDA(亿元)	23.92	31.53	33.26	--
经营性净现金流(亿元)	80.49	131.31	34.30	-102.89
财务指标				
销售债权周转次数(次)	158.16	187.47	79.05	--
存货周转次数(次)	0.27	0.51	0.38	--
总资产周转次数(次)	0.31	0.42	0.25	--
现金收入比(%)	132.71	112.39	144.59	120.74
营业利润率(%)	22.03	17.71	22.17	27.13
总资本收益率(%)	10.75	9.30	9.96	--
净资产收益率(%)	13.75	12.53	14.12	--
长期债务资本化比率(%)	36.19	29.70	33.03	56.63
全部债务资本化比率(%)	47.64	38.92	36.96	60.54
资产负债率(%)	74.11	68.25	72.84	79.50
流动比率(%)	154.99	162.14	148.31	174.64
速动比率(%)	33.30	65.40	80.88	65.44
经营现金流动负债比(%)	32.08	48.34	9.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.22	7.43	8.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.16	3.18	2.88	--

注：1. 公司 2018 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 4　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 5-1　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 5-2　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