信用评级公告

联合〔2021〕3701 号

联合资信评估股份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 AAA，维持“21 滨江房产 MTN002”“21 滨江房产 MTN001”“20 滨江房产 MTN003”“20 滨江房产 MTN002”“20 滨江房产 MTN001”和“19 滨江房产 MTN001”的信用等级为 AAA，并维持“21 滨江房产 CP003”“21 滨江房产 CP002”“21 滨江房产 CP001”和“20 滨江房产 CP004”的信用等级为 A-1,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

杭州滨江房产集团股份有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
杭州滨江房产集团股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 滨江房产 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
21 滨江房产 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
21 滨江房产 CP003	A-1	稳定	A-1	稳定
21 滨江房产 CP002	A-1	稳定	A-1	稳定
21 滨江房产 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定
20 滨江房产 CP004	A-1	稳定	A-1	稳定
20 滨江房产 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
20 滨江房产 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
20 滨江房产 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 滨江房产 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
21 滨江房产 MTN002	9.10 亿元	9.10 亿元	2024-03-10
21 滨江房产 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2024-02-24
21 滨江房产 CP003	7.00 亿元	7.00 亿元	2022-03-03
21 滨江房产 CP002	9.00 亿元	9.00 亿元	2022-02-08
21 滨江房产 CP001	9.30 亿元	9.30 亿元	2022-01-07
20 滨江房产 CP004	8.70 亿元	8.70 亿元	2021-12-10
20 滨江房产 MTN003	9.40 亿元	9.40 亿元	2023-10-15
20 滨江房产 MTN002	5.00 亿元	5.00 亿元	2023-03-12
20 滨江房产 MTN001	12.00 亿元	12.00 亿元	2023-02-20
19 滨江房产 MTN001	9.00 亿元	9.00 亿元	2022-11-07

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 1 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（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”）的跟踪评级反映了公司作为国内优质上市房地产企业，在开发经验、区域竞争力、产品品质等方面仍保持了竞争优势。公司在以杭州为主的浙江区域竞争力突出，产品品质较好；项目储备质量较好，跟踪期内销售规模保持增长；融资渠道通畅，融资成本优势仍旧突出。同时，联合资信也关注到公司业务区域集中度仍较高，面临补库存需求，合作开发项目权益占比有待提升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和销售，公司收入及利润规模有望进一步提升。

综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 滨江房产 MTN002”“21 滨江房产 MTN001”“20 滨江房产 MTN003”“20 滨江房产 MTN002”“20 滨江房产 MTN001”和“19 滨江房产 MTN001”的信用等级为 AAA，并维持“21 滨江房产 CP003”“21 滨江房产 CP002”“21 滨江房产 CP001”和“20 滨江房产 CP004”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. **公司深耕杭州市场，区域竞争力强。**公司深耕杭州市场，在杭州房地产行业处于优势地位；2020 年，公司权益销售金额位居杭州销售榜榜首；公司品牌知名度高，产品质量好，区域竞争力强。受益于此，公司保持很强的成本、费用控制能力和较高的售价，能够在业务区域竞争日益激烈的背景下保持合理的利润率。
2. **公司项目储备质量较好，在售项目去化情况良好，销售规模保持增长。**公司项目主要分布在杭州及浙江省内热点城市，并逐步拓展至浙江省外，截至 2020 年底，公司在建项目剩余可售面积 410.51 万平方米，剩余可售主要位于浙江省内，项目储备质量较好；受益于公司重点布局区域房地产市场的高景气度，2020 年，公司销售规模保持增长。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师： 罗星驰
曹梦茹

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

3. **公司综合融资成本仍较低。**公司未使用授信规模大，融资渠道以银行和公开市场为主，无非标融资，综合融资成本较低。2020 年，公司综合融资成本为 5.20%。

关注

1. **公司业务仍存在一定的区域集中风险。**公司试图向杭州区域外拓展业务，但目前其房地产业务仍集中于杭州地区及浙江区域，当地房地产市场调控精准度不断提升，受当地限价、限购等调控政策影响，公司盈利空间受到挤压。
2. **公司存在补库存需求，且项目权益比有待提升。**与公司开发和销售规模相比，公司未开发土储规模较小，存在补库存需求；截至 2020 年底，公司土地权益占比 49.52%，较 2019 年的 51.61%略有下降，公司土地项目权益占比有待提升。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	71.90	120.19	185.27	154.51
资产总额(亿元)	875.52	1,296.25	1,720.16	1,822.26
所有者权益(亿元)	193.14	224.12	280.45	288.13
短期债务(亿元)	53.80	107.06	108.71	76.86
长期债务(亿元)	212.85	220.60	315.38	360.16
全部债务(亿元)	266.65	327.66	424.10	437.03
营业收入(亿元)	211.15	249.55	285.97	74.30
利润总额(亿元)	42.41	54.03	47.87	6.60
EBITDA(亿元)	51.69	65.74	59.02	--
经营性净现金流(亿元)	-139.40	26.21	-31.57	-6.37
营业利润率(%)	30.42	27.73	22.12	14.21
净资产收益率(%)	16.32	17.73	12.65	--
资产负债率(%)	77.94	82.71	83.70	84.19
全部债务资本化比率(%)	57.99	59.38	60.19	60.27
流动比率(%)	171.80	140.53	139.70	142.19
经营现金流动负债比(%)	-29.69	3.08	-2.81	--
现金短期债务比（倍）	1.34	1.12	1.70	2.01
EBITDA 利息倍数(倍)	3.91	3.36	2.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.16	4.98	7.19	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	375.81	421.34	536.17	557.68
所有者权益（亿元）	132.31	138.14	139.24	144.04
全部债务(亿元)	84.61	105.85	107.85	98.60
营业收入(亿元)	9.04	4.39	6.70	1.89
利润总额(亿元)	7.01	7.16	5.60	4.92
资产负债率（%）	64.79	67.21	74.03	74.17
全部债务资本化比率(%)	39.01	43.38	43.65	40.64
流动比率（%）	181.52	149.73	115.48	120.22
经营现金流动负债比(%)	2.10	1.72	1.00	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计。3. 其他流动负债中有息部分调整入短期债务，长期应付款中有息部分调整入长期债务

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 滨江房产 MTN002	AAA	AAA	稳定	2021/2/2	王爽、王宇飞	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
21 滨江房产 MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/2/2	王爽、王宇飞	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
21 滨江房产 CP003	A-1	AAA	稳定	2021/1/25	王爽、王宇飞	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
21 滨江房产 CP002	A-1	AAA	稳定	2021/1/25	王爽、王宇飞	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
21 滨江房产 CP001	A-1	AAA	稳定	2020/12/18	王爽、王宇飞	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
20 滨江房产 CP004	A-1	AAA	稳定	2020/7/20	王爽、王宇飞	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
20 滨江房产 MTN003	AAA	AAA	稳定	2020/7/20	王爽、王宇飞	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
20 滨江房产 MTN002 20 滨江房产 MTN001 19 滨江房产 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/6/12	王爽、王宇飞	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
20 滨江房产 MTN002	AA+	AA+	稳定	2020/2/3	王爽、刘莉捷	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
20 滨江房产 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/2/3	王爽、刘莉捷	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
19 滨江房产 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/5/27	王爽、刘莉捷	房地产企业信用分析要点（2015 年）/--	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于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”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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 5,200 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 5,000 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 1,200 万元，滨江有限注册资本减为 1,200 万元。1999 年 11 月，经股权转让，江干区计经委出资中的 480 万元（占注册资本的 40%）转由杭州市江干区国有资产管理局持有，其余 720 万元（占注册资本的 60%）由戚金兴为代表的经营层集体认购。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 2021 年 3 月底，公司注册资本为 31.11 亿元。其中，杭州滨江投资控股有限公司（以下简称“滨江控股”）持有公司 42.95%的股权；自然人戚金兴持有滨江控股 64.00%的股权，并直接持有公司 11.78%的股权，为公司实际控制人（详见附件 1-1）。

截至 2021 年 4 月底，滨江控股持有公司股份 13.36 亿股，已质押股份数量为 40,295 万股，占其持股数量的 30.15%，占总股本的 12.95%。

公司主营业务为商品住宅的开发和建设。

截至 2020 年底，公司内设有成本管理部、投资发展部、投资部和资金管理部等职能部门（详见附件 1-2）；拥有 197 家子公司（主要子公司情况见附件 1-3）。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 1,720.16 亿元，所有者权益 280.45 亿元（含少数股东权益 96.76 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 285.97 亿元，利润总额 47.87 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 1,822.26 亿元，所有者权益 288.13 亿元（含少数股东权益 100.36 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 74.30 亿元，利润总额 6.60 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、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　截至 2021 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
21 滨江房产 MTN002	9.10	9.10	2021-03-10	3 年
21 滨江房产 MTN001	10.00	10.00	2021-02-24	3 年

21 滨江房产 CP003	7.00	7.00	2021-03-03	1 年
21 滨江房产 CP002	9.00	9.00	2021-02-08	1 年
21 滨江房产 CP001	9.30	9.30	2021-01-07	1 年
20 滨江房产 CP004	8.70	8.70	2020-12-10	1 年
20 滨江房产 MTN003	9.40	9.40	2020-10-15	3 年
20 滨江房产 MTN002	5.00	5.00	2020-03-12	3 年
20 滨江房产 MTN001	12.00	12.00	2020-02-20	3 年
19 滨江房产 MTN001	9.00	9.00	2019-11-07	3 年
16 滨房 01	21.00	20.56	2016-08-10	5 年（3+2）
17 滨房 01	6.00	6.00	2017-10-31	5 年（3+2）
20 滨房 01	6.00	6.00	2020-8-24	3 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳” “六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为3.20%、4.90%和6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2　2016－2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，

为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020年货物进出口总额32.16万亿元，同比增长1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额17.93万亿元，同比增长4.00%；进口额14.22万亿元，同比下降0.70%。进出口顺差3.71万亿元，较上年（2.91万亿元）大幅增加。2020年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为4.74万亿元、4.50万亿元、4.06万亿元和2.20万亿元，分别增长7.00%、5.30%、8.80%和1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020年全国规模以上工业增加值同比增长2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020年工业企业利润总额同比增长4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020年服务业生产从4月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1－11月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长3.00%、2.60%和2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对GDP累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降16.20个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨10.60%，涨幅比上年回升1.40个百分点；非食品价格上涨0.40%，涨幅比上年回落1.00个百分点。核心CPI（不包括食品和能源）温和上涨0.80%，涨幅比上年回落0.80个百分点。2020年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2增速显著上升。截至2020年底，社会融资规模存量284.83万亿元，同比增长13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020年新增社会融资规模34.86万亿元，比上年多增9.29万亿元。分季看，各季度社融增量分别为11.11万亿元、9.76万亿元、8.75万亿元和5.25万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至2020年底，M2余额218.68万亿元，同比增长10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期M1余额62.56万亿元，同比增长8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入15.43万亿元，同比下降2.30%；非税收入2.86万亿元，同比下降11.70%。2020年一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出3.26万亿元，同比增长10.90%；卫生健康支出1.92万亿元，同比增长15.20%；债务付息0.98万亿元，同比增长16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元，上年缺口为4.85万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元，同比增长10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出11.80万亿元，同比增长28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基

金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。**中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50%左右。

五、行业及区域经济环境

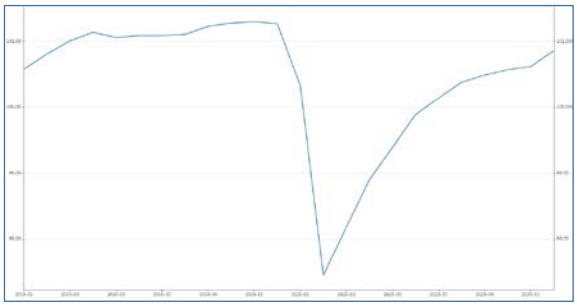
1. 房地产行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020 年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城

市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自2020年3月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图1　2019年—2020年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020年，全国房地产开发投资完成额14.14万亿元，累计同比增长7.00%，增速较2019年下降2.90个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额10.44万亿元，累计同比增长7.6%，增速相较于2019年下降13.90个百分点；办公楼完成投资额0.65万亿元，累计同比增长5.4%，增速相较于2019年提升2.60个百分点；商业营业用房完成投资额1.31万亿元，累计同比下降1.1%，相较于2019年降幅收窄5.6个百分点。

施工方面，2020年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020年房屋新开工面积22.44亿平方米，同比下降1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020年全国房屋施工面积达92.68亿平方米，同比增长3.70%，增速相较2019年下降5.00个百分点；同期全国房屋竣工面积9.12亿平方米，同比下降4.90%。

从销售情况来看，2020年，商品房销售面积17.61亿平方米，同比增长2.60%。其中，住宅销售面积15.49亿平方米（占87.96%），同比增长3.20%，增速较2019年增长1.70个百分点。2020年，商品房销售金额为17.36万亿元，同比增长8.60%，增速较2019年增长2.20个百分点。其中，住宅销售金额15.46万亿元，同比增长10.80%，增速较2019年增长0.50个百分点。

2．土地市场与信贷环境

2020年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4月起明显回升，房企到位资金增速较2019年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020年，房地产开发企业土地购置面积2.55亿平方米，同比下降1.10%；土地成交价款17,268.83亿元，累计同比增长17.40%，基本恢复至2018年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020年1—3月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款977.49亿元，同比下降18.10%；4月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020年，房地产开发到位资金合计19.31万亿元，同比增长7.60%，增速相较2019年增长0.52个百分点。其中，国内贷款合计2.67万亿元，同比增长5.74%，国内贷款增速较2019年增长0.63个百分点；自筹资金合计6.34万亿元，同比增长8.97%，增速较2019年增长4.77个百分点；其他资金合计10.29万亿元，同比增长8.23%，增速较2019年回落2.26个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表3　近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24,004.52	14.46	25,228.77	14.13	26,675.94	13.81

利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55,830.65	33.64	58,157.84	32.56	63,376.65	32.82
其他资金	86,019.74	51.83	95,046.26	53.21	102,870.26	53.27
其中：定金及预收款	55,418.17	33.39	61,359.00	34.35	66,547.00	34.46
个人按揭	23,705.89	14.28	27,281.00	15.27	29,976.00	15.52
合 计	**165,962.89**	**100.00**	**178,608.59**	**100.00**	**193,114.85**	**100.00**

资料来源：Wind，联合资信整理

3．政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见下表。

表 4　2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2020 年以来房地产融资相关政策具体内容见下表。

表 5　2020 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 1 月	央行	2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场工作电视电话会议要求，2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 4 月	银保监会	4 月 22 日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020 年 5 月	央行	《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 6 月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要

		求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020 年 8 月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020 年 10 月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020 年 12 月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自 2021 年 1 月 1 日起实施

资料来源：联合资信整理

3．杭州市房地产发展情况

公司房地产项目主要集中在杭州市，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。

（1）经济发展水平

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，杭州常住人口持续净流入，有益于提升市场购买需求。

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 16,850 平方公里（其中市区面积 8,289 平方公里），辖 10 个区、1 个县级市、2 个县。

2020 年，全市实现地区生产总值 16,106 亿元，比上年增长 3.9%。其中，第一产业 326 亿元，第二产业 4,821 亿元，第三产业 10,959 亿元，第一产业较 2019 年下降 1.1%，第二、三产业分别较 2019 年增长 2.3%和 5.0%。

2020 年，全市居民人均可支配收入 61,879 元，较 2019 年增长 4.4%。按常住地分，城镇、农村居民人均可支配收入分别为 68,666 元和 38,700 元，较 2019 年分别增长 3.9%和 6.7%。

（2）房地产市场情况

2020 年，浙江省房地产市场平稳健康发展，杭州土地市场仍维持活跃态势，住宅新开工面积和销售面积均有所增长，但杭州房地产市场政策环境依旧偏严。

根据 Wind 数据，2020 年，杭州市供应住宅用地数量为 133 宗，较 2019 年增加 5 宗；住宅用地成交面积 580.60 万平方米，较 2019 年增长 17.11%；住宅用地成交土地规划建筑面积 1,593.21 万平方米，较 2019 年增长 37.69%；住宅用地成交楼面均价 13,841.88 元/平方米，较 2019 年变化不大。2020 年杭州土地市场政策环境由松到紧，年初受疫情影响，政府一方面鼓励开发商线上卖房、允许房企延缓土地出让金缴纳，另一方面在人才补贴、购房上出台各项政策以吸纳更多的新人才涌入；下半年，调控环境收紧，7 月、9 月连续两次出台新政约束市场。

根据杭州市统计局公布的数据，2020 年，杭州住宅施工面积 6,959 万平方米，较 2019 年增长 11.1%；住宅新开工面积 1,799 万平方米，较 2019 年增长 56.6%；住宅竣工面积 934 万平方米，较 2019 年下降 3.1%；住宅销售面积 1,472 万平方米，较 2019 年增长 14.6%；住宅销售额 4,039 亿元，较 2019 年增长 18.6%。

2020 年 3 月杭州市房地产市场持续健康发展协调小组发布“人才摇号新规”，自 2020 年 4 月 1 日期，经认定的 A 类人才在杭州购买首套住房可免摇号；近认定的 B、C、D、E 类人才及符合条件的相应层次人才在杭购买首套住房，可在住宅公开摇号销售时按不高于 20%的房源比例优先供应。2020 年 7 月杭州市房地产市场平稳健康发展领导小组办公室发布《关于近一步明确商品住房公证摇号公开销售有关要求的通知》，①高层次人才优先购房自网签起限售 5 年；②增加无房家庭认定中四县（市）户籍家庭 1 年社保的要求，35,000 元/㎡以下均价楼盘无房家庭比例提升至不低于 50%；③不得同时参加两个项目的摇号。2020 年 9 月发布《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》，①进一步统一税收政策，在办理房屋不动产证时才可缴纳契税；②完善住房限购政策，老人投靠落户需满 3 年才有购房资格；③调整无房家庭认定标准，增加无自有住房记录的 30 周岁以上未婚单身和离异单身满 3 年且在本市限购范围内无自有住房记录满 3 年的购房人；④

经确定为热点商品住房项目的楼盘（热点盘），仅供高层次人才家庭和无房家庭摇号，自网签起限售 5 年。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底，公司注册资本31.11亿元。公司控股股东滨江控股持有公司42.95%的股权。公司实际控制人为戚金兴。

2. 企业规模及竞争力

公司开发经验丰富，产品品质突出，市场和同行业认可度高，区域竞争力强。

公司为杭州地区知名房地产企业，开发了“阳光海岸”“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。

经过多年的发展，公司开发项目已由杭州等浙江省内城市逐步拓展至深圳及上海。公司开发经验丰富，产品在高端精装修、环境营造以及配套物业服务等方面较为突出，树立了良好的品牌形象。公司与全国地产前 20 强中的 16 家企业均有合作，此外，公司合作开发项目的95%以上均由公司操盘，公司在品质、品牌和开发能力等方面得到同行业认可。

2020 年，公司全口径签约销售金额为1,363.60亿元，较2019年增长21.68%。截至2020年底，公司全口径可售货值约2,800亿元。根据克而瑞发布的中国房地产企业销售排行榜，公司2020年位列第27位（较2019年上升4位）。2020年公司位列杭州权益销售排行榜第一名。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91330000719577660B），截至 2021 年 5 月 20 日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司股权结构以及主要管理制度未发生重大变化。

八、重大事项

安远控股和上海崇滨公司归还滨江集团欠款存在一定不确定性，联合资信将持续关注事项后续进展情况。

1. 诉讼事项及公司计提坏账准备

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

2018年9月20日，滨江集团发布《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，但《民事调解书》内容逾期未执行。公司已向法院申请强制执行，执行案件已立案。根据坤元资产评估有限公司出具的《评估报告》（坤元评报（2019）71号），安远控股公司抵押及质押资产价值的评估价值共计4.99亿元，考虑相应的受偿比例后预计可收回金额为4.36亿元，故对该重大应收款项计提坏账准备7.24亿元。由于安远控股抵押及质押资产价值受市场行情波动影响，最终可受偿金额存在不确定性，可能对公司的当期损益造成不利影响。

2. 仲裁事项

2016 年 12 月，公司与上海湘府房地产开发有限公司（以下简称“上海湘府公司”）、上海崇滨建设发展有限公司（以下简称“上海崇滨公司”）、中崇集团有限公司（以下简称“中崇集团”）签署《上海湘府房地产开发有限公司股

权合作框架协议》，公司以 7.98 亿元收购上海崇滨公司持有的上海湘府公司 10%股权。因上海湘府公司未按协议支付相关固定收益，公司于 2018 年 9 月向上海国际经济贸易仲裁委员会递交仲裁申请书，申请解除上述合作框架协议；并请求依法裁令上述上海湘府公司、上海崇滨公司、中崇集团共同向公司返还资金 7.06 亿元和按约定支付年化 10%的收益，作为股本投入的 0.92 亿元和《上海湘府房地产开发有限公司股权合作框架协议》中约定的超额收益在项目清算时另行处理。该案件已于 2020 年 1 月作出裁决：后续各方已达成相关协议，相关还款协议已办理具有强制执行效力的公证，且上海湘府公司已提供项目在建工程所有权和土地使用权为上述债权做抵押担保，相关抵押登记手续已办理完成，此外，上海湘府公司的法定代表人对上述债权的清偿承担连带保证责任，截至 2021 年 4 月底，协议仍在履行过程中，相关资金的回收存在不确定性，可能对公司的当期损益造成不利影响。

九、经营分析

1. 经营概况

2020 年，受益于房地产业务规模扩张，公司营业收入增长，但受土地成本上涨影响，房地产开发毛利率下降；酒店服务、持有型物业出租业务发展良好，可为公司提供稳定的现金流，房产项目管理服务对公司盈利形成一定的补充；公司整体经营状况较好。

公司经营业务包括房地产开发、酒店服务、持有型物业出租、房产项目管理服务。2020 年，公司实现营业收入 285.97 亿元，同比增长 14.60%，主要系房地产结转项目增加所致。

公司主要于杭州区域开展业务，其杭州区域销售收入占比近三年分别为 90.83%、59.34%和 38.23%，区域集中度高。

从营业收入构成来看，房地产开发业务收入为公司收入重要来源。公司酒店服务、持有型物业出租及房产项目管理服务收入规模相对较小。

毛利率方面，受房地产项目结转毛利率差异影响，2020 年公司房地产开发毛利率下降至 26.45%。2020 年，公司酒店服务毛利率下降 12.31 个百分点至 42.28%，主要系 2020 年杭州友好饭店装修改造，暂停对外营业及新冠肺炎疫情综合影响所致。公司其他业务占比较小，对综合毛利率影响小。公司综合毛利率主要受房地产开发毛利率影响，由上年的 35.10%下降至 27.04%。

2021 年 1－3 月，公司营业收入同比增长 96.52%，综合毛利率同比下降 23.57 个百分点，主要系结转项目土地成本上涨影响所致。

表 6　公司营业收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	202.71	96.00	33.85	242.24	97.07	35.36	278.50	97.39	26.45	72.30	97.31	20.29
酒店服务	1.49	0.71	73.46	2.10	0.84	54.59	0.97	0.34	42.28	0.25	0.34	50.45
持有型物业出租业务	1.53	0.72	50.54	1.86	0.75	10.45	2.26	0.79	11.30	0.56	0.75	-18.46
房产项目管理服务	5.37	2.54	93.17	1.20	0.48	19.33	4.18	1.46	72.09	1.17	1.58	63.19
其他	0.07	0.03	-7.80	2.15	0.86	17.26	0.06	0.02	-23.05	0.02	0.02	-50.80
合计	**211.15**	**100.00**	**35.74**	**249.55**	**100.00**	**35.10**	**285.97**	**100.00**	**27.04**	**74.30**	**100.00**	**20.76**

注：合计小数后两位差异为四舍五入导致
资料来源：公司提供

2. 房地产开发业务

（1）土地储备

公司2020年保持较大土地拓展规模，土地储备质量良好，但未开发项目储备规模较小、区域集中度高，需关注公司土地拓展情况及后续开发销售节奏。

跟踪期内，公司主要通过竞标（招、拍、挂）及收并购等方式获取土地。2020年，公司新获取

土地规划建筑面积432.26万平方米，同比增长46.34%，公司土地权益占比49.52[1]%，较2019年的51.61%略有下降。2020年公司新获取土地共32块，其中21块位于杭州，并成功开拓苏州和南京市场。2020年，公司新获取土地中杭州土地集中度进一步提升，由2019年的53.72%上升至74.63%；楼面均价同比增长6.07%至1.81万元/平方米。

2021年1－3月，公司获取6块土地，规划建筑面积合计70.41万平方米；获取项目分别位于杭州和金华。公司获取土地主要分布在杭州等浙江省内城市，区域集中度高。

表 7　公司近年拿地情况

（单位：块、亿元、万平方米、元/平方米）

获得时间	地块数量	土地总价	规划建筑面积	楼面均价
2018 年	26	496.43	346.97	14,307.71
2019 年	28	503.74	295.39	17,053.39
2020 年	32	781.91	432.26	18,088.99
2021 年 1－3 月	6	125.85	70.41	17,875.13

注：上表数据为全口径数据，包括合营、联营项目数据
资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司尚未开发的土地计容规划建筑面积合计181.83万平方米，主要分布在杭州、上海和深圳等地。其中，深圳龙华区城市更新项目厂房和旧屋村均已完成拆迁工作，目前已取得专项规划；上海大兴街旧改项目仍在拆除施工阶段；位于杭州的钱潮鸣翠虽为纯商业项目，但项目位于杭州市中心钱江新城，因此楼面价较高。考虑到公司2018－2020年的开发规模，未开发土地储备规模较小，未来需关注公司土地拓展情况。

表 8　截至 2021 年 3 月底公司尚未开发的主要土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

编号	项目名称	项目所在地	取得时间	物业类型	占地面积	规划建筑面积	楼面地价	土地权益	是否并表
1	深圳龙华项目	深圳	2017.6.26	商住	4.78	29.40	/	65.00	是
2	长田春晓	湖州	2018.3.13	商业	14.06	15.47	1,183	70.00	是
3	大兴街项目	上海	2016.12.29	商住	3.71	12.94	/	17.15	否
4	半岛印象北区	杭州淳安县	2020.4.17	商住	5.64	11.28	3,706	60.00	是
5	望江项目	杭州	2020.6.16	商住	4.37	21.29	2,9060	51.00	是
6	半岛春晓	湖州	2020.10.21	住宅	8.83	13.25	8,748	100.00	是
7	义乌翠语华庭	义乌	2020.12.14	住宅	3.54	7.79	15,300	50.00	是
8	钱潮鸣翠云筑	杭州	2021.1.5	商业	1.76	7.04	28,935	70.00	是
9	申花项目	杭州	2021.1.5	商业	3.51	12.29	7,211	22.05	否
10	滨涛映月	杭州	2021.1.6	住宅	7.56	18.89	25,981	100.00	是
11	望江月明	杭州	2021.2.7	住宅	6.36	15.90	25,975	100.00	是
12	兰溪项目 A	金华	2021.3.15	商住	3.87	7.75	3,614	50.00	是
13	兰溪项目 B	金华	2021.3.15	商住	5.34	8.54	4027	50.00	是
	--	--	--	--	**73.33**	**181.83**	**11,948**	--	--

注：1．上表数据为全口径数据，包括合营、联营项目数据；2．深圳龙华项目和上海大兴街项目暂未取得土地证
资料来源：公司提供

（2）项目开发情况

2020 年，公司新开工面积保持增长，期末在建项目规模较大；公司在建项目主要集中在杭州地区，受当地房地产市场政策影响大，公司项目可能面临一定的政策调整风险；同时考虑到 2018 年以来公司拿地规模较大，随着后续开发项目的建设投入以及未来拿地投入，综合来看，公司资金压力也将相应增加。

2020 年公司新开工面积 445.68 万平方米，同比增长 12.39%；竣工面积波动增长，2020 年竣工面积同比增长 58.47%，公司项目开发周期一般为两年，当期竣工面积主要受以前年度开

[1] 权益规划建筑面积/总规划建筑面积

工面积影响；期末在建面积持续增长，截至 2020 年底公司期末在建面积较上年底增长 44.28%。公司期末在建规模大。截至 2021 年 3 月末，公司仍保持较大规模的期末在建面积。

表9 公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
新开工面积	285.23	396.55	445.68	14.52
竣工面积	77.31	73.36	116.25	8.59
期末在建面积	420.70	743.89	1,073.32	1,079.25

注：上表为全口径数据
资料来源：公司提供

从城市分布上看，公司在建项目主要集中在杭州及浙江省其他城市，其中杭州52个；此外，部分项目分布于上海、深圳、上饶、苏州等地。截至2020年底，公司全口径在建项目87个，预计总投资3,132.48亿元，已投资2,510.70亿元，尚需投资621.78亿元。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，公司资金压力也将相应增加。

（3）项目销售情况

公司销售金额保持增长，已完工在售项目整体去化情况良好；但在售项目区域集中度较高，易受单一区域市场波动影响。

公司以自销为主，销售团队成员入职平均年限 3~5 年，销售经验充足，对于当地客户群体的特点比较了解。公司销售团队为客户提供从咨询、置业到交付一系列专业的服务，客户体验较好。2018－2020 年及 2021 年一季度，公司销售费用率 [2]分别为 0.76%、1.08%、0.62%和 0.36%，比例较低，公司通过区域深耕较好的控制了销售费用。

2020 年合并口径签约销售面积和金额分别同比增长 21.04%和 28.67%。从签约销售均价上看，公司房屋销售均价波动下降，2020 年销售均价 3.31 万元/平方米，同比增长 6.09%。2020 年，受结转项目增加影响，公司结转面积和结转收入分别同比增长 69.82%和 14.97%。2021 年一季度，公司签约销售金额 316.90 亿元，占 2020 年全年的 46.40%。

2020 年公司全口径签约销售金额增长 243.00亿元至1,363.60亿元，权益销售金额占比由2019年的37.73%提升至51.33%。

表10 公司并表项目销售情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
合并口径				
签约销售面积（万平方米）	96.08	170.27	206.09	66.21
签约销售金额（亿元）	400.90	530.83	683.00	316.90
签约销售均价（万元/平方米）	4.18	3.12	3.31	4.79
结转收入面积（万平方米）	62.69	82.44	140.00	31.38
结转收入（亿元）	202.71	242.24	278.50	72.30
全口径				
签约销售面积（万平方米）	236.00	346.04	386.00	100.00
签约销售金额（亿元）	850.10	1,120.60	1,363.60	472.10
签约销售均价（万元/平方米）	3.60	3.24	3.53	4.72
权益销售面积（万平方米）	104.50	129.50	200.00	56.20
权益销售金额（亿元）	374.80	422.80	700.00	250.8

资料来源：公司提供

截至2020年底，公司全口径在售项目数量较多，其中，在建在售项目87个。截至2020年底，公司在建项目可售面积1,026.89万平方米，剩余可售面积410.15万平方米，其中杭州剩余可售面

[2] 当期销售费用率=当期销售费用/当期销售金额，计算数据为并表口径

积占64.24%、宁波剩余可售面积占5.62%、温州剩余可售面积占4.84%、乐清剩余可售面积占4.73%、苏州剩余可售面积占4.66%。部分在建在售项目因分期开发销售、预售证领取时间较晚以及部分房源尚未开盘，去化率较低；温州的万家花城、舟山的定山海花园、德清的莫干山语和杭州的滨旭府因区位原因去化较慢。杭州的临安天目山、定安府、湘湖里、云栖名筑一二、桐庐项目、滨耀学府、春来雅庭、和品、望品、深圳的南方报业大厦、苏州的锦麟壹品、平湖的君品和宁波的誉品项目截至2020年底时点尚未开盘，因此去化为零。

截至2020年底，公司全口径完工在售项目8个，完工在售项目去化率90.96%，剩余可售面积9.33万平方米。综合来看，截至2020年底，公司全口径在售和已完工在售的剩余可售面积合计419.40万平方米，以2020年销售规模计算，预计可满足未来2年左右的销售需求，公司存在补库存需求。

3. 其他业务

公司酒店服务、持有型物业出租和房产项目管理服务业务收入规模相对较小，但为公司提供一定的现金流及盈利补充；公司持有物业计入投资性房地产，以成本法计量，增值空间较大。

公司酒店服务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。2020 年，公司酒店业实现收入 0.97 亿元，较 2019 年下降 53.81%，主要系 2020 年 1 月 28 日至 2020 年 10 月 12 日期间杭州友好饭店装修改造，暂停对外营业及新冠疫情综合影响所致。

公司持有型物业主要包括写字楼、商铺、公寓等，其中写字楼、商铺主要集中于杭州。公司目前持有物业包括万家星城底商、金色黎明底商、曙光之城底商、凯旋门底商、美国西雅图公寓等，2020 年底公司持有物业资产可租面积 31.19 万平方米，较 2019 年底增长 59.30%；平均出租率为 96.19%，较 2019 年变化不大。

房产项目管理服务方面，该板块收入包括代建业务收入和合作开发项目管理费收入。公司目前承接的政府拆迁安置代建项目 2 个，确认收入规模很小。此外，对于公司负责操盘的合作开发项目，收取一定比例的管理费计入房地产项目管理服务收入。项目管理服务收入主要包括工程管理费和营销管理费收入，收取对象有非全资子公司、联营企业、外部单位三类。其中向非全资子公司收取的项目管理服务收入，属于内部关联方交易，在编制合并报表时营业收入全部予以抵消。

4. 经营效率

与同行业企业对比，公司经营效率处于行业中游水平。

2018－2020 年，公司总资产周转次数和存货周转次数均逐年下降，2020 年分别为 0.19 次和 0.21 次，公司经营效率有所下降。通过同行业对比，公司总资产周转率和存货周转率处于行业中游水平。

表 11　截至 2020 年底公司与同行业企业经营效率指标情况（单位：次）

项目	存货周转率	总资产周转率
滨江集团	0.21	0.19
美的置业集团有限公司	0.22	0.17
荣盛房地产发展股份有限公司	0.30	0.26
房地产行业中位值	0.27	0.20

注：为方便比较，上表数据均取自于 Wind
资料来源：Wind

5. 未来发展

公司未来发展规划明确，有利于公司未来发展。

公司2021年工作目标包括：（1）区域布局：把“三省一市”，即浙江省、江苏省、广东省和上海市，作为战略发展要地，重点城市布局上海，巩固杭州；加强宁波、南京；适度加强广东、上海、金华、嘉兴、湖州；三省一市范围内新的城市或者三省一市之外的城市，公司主要获取机会型项目。（2）销售目标：1,500亿元（全口径）。（3）土地储备：目标新增30幅以上土地，其中杭州拿地比例50%，浙江省内杭州外25%，

浙江省外25%。(4)融资：资金上继续保持稳健，保持合理的有息负债水平。融资利率从现有的5.2%确保下降至5.1%，力争5%以内。

工作重点包括：(1)发挥企业优势，提升企业品牌影响力和认可度。(2)让核心优势中管理能力的标准化建设更加完善、更加务实有效。(3)加强产品标准化的长期管理。(4)服务品质、服务能力提升。(5)进一步控制好成本。(6)继续执行保证质量赶时间，保证品质控成本，保证品牌、规模争利润的原则。(7)保持财务的稳健，做到安全运营。(8)提高管控能力，增加企业在新形势下的忧患意识、危机意识、风险意识。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，天健会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；2021年1－3月财务报表未经审计。

2020年，公司合并范围内新增子公司64家，减少子公司4家，合并范围内子公司共197家。2021年一季度，公司合并范围内新增子公司19家，减少子公司1家，合并范围内子公司共215家。公司合并范围内子公司变化较大，但其新增或减少子公司规模不大，且主营业务并未发生变化，财务数据可比性较强。

截至2020年底，公司合并资产总额1,720.16亿元，所有者权益280.45亿元(含少数股东权益96.76亿元)；2020年，公司实现营业收入285.97亿元，利润总额47.87亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额1,822.26亿元，所有者权益288.13亿元(含少数股东权益100.36亿元)；2021年1－3月，公司实现营业收入74.30亿元，利润总额6.60亿元。

2. 资产质量

截至2020年底公司资产规模稳步增长，资产结构以流动资产为主；公司存货规模较大，且杭州项目占比较高，存货变现能力较好，但可能受当地房地产政策影响较大；公司投资性房地产采用成本法计量，存在一定升值空间；但公司受限资产比例较高。总体看，公司资产质量好。

截至2020年底，公司合并资产总额1,720.16亿元，较上年底增长32.70%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占91.21%，非流动资产占8.79%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

(1) 流动资产

截至2020年底，公司流动资产1,569.02亿元，较上年底增长31.13%，主要系货币资金和存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金(占11.81%)、其他应收款(合计)(占10.05%)和存货(占74.10%)构成。

截至2020年底，公司货币资金185.22亿元，较上年底增长54.14%，主要系销售及筹资取得的货币资金增长所致。货币资金中有0.31亿元受限资金，受限比例为0.17%，受限比例低。

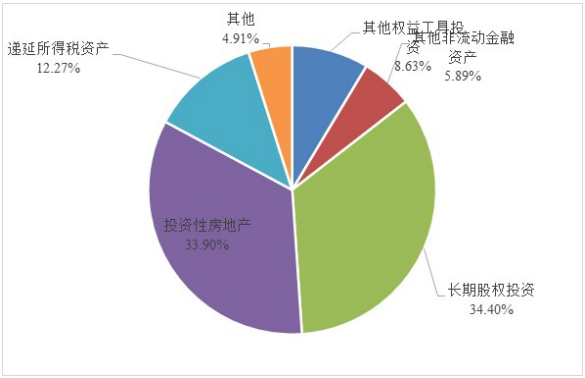
截至2020年底，公司其他应收款(合计)157.69亿元，较上年底下降13.92%，主要系关联方拆借款减少所致。

截至2020年底，公司存货1,162.62亿元，较上年底增长37.60%，主要系开发成本增长所致。存货主要由开发成本(占93.79%)和开发产品(占6.20%)构成，未计提存货跌价准备。公司存货中杭州项目占比较高，去化能力较好，但受当地房地产调控政策影响较大。

(2) 非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产151.13亿元，较上年底增长51.56%，主要系长期股权投资和投资性房地产增长所致。公司非流动资产构成如下图所示。

图2　截至2020年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司长期股权投资51.99亿元，较上年底增长102.25%，主要系对联营企业投资增长所致。

公司投资性房地产采用成本法计量。截至2020年底，公司投资性房地产51.23亿元，较上年底增长85.95%，主要系房屋及建筑物转入所致。

截至2021年3月底，公司受限资产情况如下图所致，受限资产占总资产比例为40.72%，受限比例较高。

表 12　截至 2021 年 3 月底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	受限原因
货币资金	0.29	期末其他货币资金余额含保函保证金 2,755.00 万元，酒店运营保证金 67.41 万元，银行存款中含旅行社质量保证金 23.52 万元，房改资金 63.96 万元，维修资金 20.8 万元，使用受限制。
存货	671.00	为借款提供抵押担保
投资性房地产	23.52	为借款提供抵押担保
固定资产	4.22	为借款提供抵押担保
无形资产	1.39	为借款提供抵押担保
合计	**700.42**	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至2021年3月底，公司合并资产总额1,822.26亿元，较上年底增长5.94%，主要系存货增加所致。其中，流动资产占91.47%，非流动资产占8.53%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益有所增长，但少数股东权益和未分配利润占比较高，权益结构稳定性较弱。

截至2020年底，公司所有者权益280.45亿元，较上年底增长25.13%，主要系少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为65.50%，少数股东权益占比为34.50%。在所有者权益中，股本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占11.09%、7.72%、-0.24%、4.06%和42.87%。公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益结构稳定性较弱。

截至2021年3月底，公司所有者权益288.13亿元，较上年底增长2.74%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为65.17%，少数股东权益占比为34.83%。在所有者权益中，股本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占10.80%、7.52%、-0.20%、3.95%和43.10%。所有者权益结构稳定性较弱。

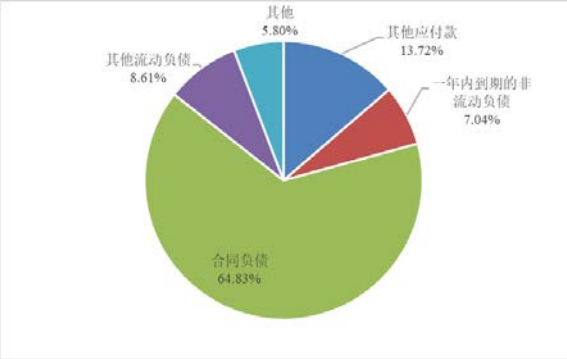
（2）负债

截至2020年底，公司负债规模有所增长，合同负债主要为预收售房款，规模较大，对未来结转收入提供有力支撑；有息债务构成以长期债务为主，随着公司业务规模的扩张，债务规模有所增长，但债务负担仍属合理。

截至2020年底，公司负债总额1,439.71亿元，较上年底增长34.28%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占78.01%，非流动负债占21.99%。

截至2020年底，公司流动负债1,123.10亿元，较上年底增长31.91%，主要系合同负债和其他流动负债增加所致。公司流动负债具体构成详见下图。

图3　截至2020年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司其他应付款154.09亿元，较上年底增长6.56%，主要系关联方拆借款和其他增长所致。

截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债79.01亿元，较上年底增长6.44%，主要系一年内到期的应付债券转入所致。

2020年，公司将预收款项调整至合同负债。截至2020年底，公司合同负债728.14亿元，规模较大，为公司未来收入结转提供有力支撑。

截至2020年底，公司其他流动负债96.72亿元，较上年底增长253.04%，主要系短期应付债券和待转销项税增长所致。

截至2020年底，公司非流动负债316.61亿元，较上年底增长43.46%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占82.55%）和应付债券（占15.41%）构成。

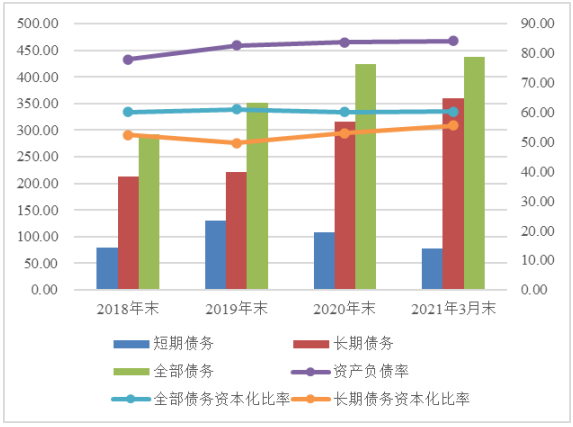
截至2020年底，公司长期借款261.37亿元，较上年底增长67.28%，主要系融资规模扩大所致；长期借款主要由抵押及保证借款（占58.25%）和抵押借款（占32.04%）构成。

截至2020年底，公司应付债券48.78亿元，较上年底下降17.05%，主要系应付债券转出至一年内到期的非流动负债所致。

截至2021年3月底，公司负债总额1,534.13亿元，较上年底增长6.56%，主要系合同负债增加所致。其中，流动负债占76.41%，非流动负债占23.59%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

图 4　2018－2020 年末及 2021 年 3 月末公司债务情况

（单位：亿元、%）



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年底，公司全部债务424.10亿元，较上年底增长29.43%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务[3]占25.63%，长期债务占74.37%，以长期债务为主，其中，短期债务108.71亿元，较上年底增长1.55%；长期债务315.38亿元，较上年底增长42.97%，主要系应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。从债务指标来看，截至2020年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为83.70%、60.19%和52.93%，较上年底分别提高0.99个百分点、下降0.81个百分点和提高3.33个百分点。

截至2021年3月底，公司全部债务437.03亿元，较上年底增长3.05%，主要系长期债务增加所致。从债务指标来看，截至2021年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为84.19%、60.27%和55.56%，较上年底分别提高0.49个百分点、提高0.07个百分点和提高2.62个百分点。

从债务期限分布看，截至2021年3月底，公司债务在未来1~2年及2~3年，存在集中偿付压力，具体情况如下图所示。

[3] 2020 年公司未统计其他应付款中的股东借款部分，短期债务未调整。因此调整追溯 2018、2019 年的短期债务

表 13　截至 2021 年 3 月底公司有息债务期限结构

（单位：亿元、%）

项目	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年以上	合计
短期借款	--	--	--	--	--
一年内到期的非流动负债	42.86	--	--	--	42.86
短期融资券	34.00	--	--	--	34.00
长期借款	--	103.74	157.02	25.29	286.05
应付债券	--	32.00	34.50	--	66.50
合计	**76.86**	**135.74**	**191.52**	**25.29**	**429.41**
占比	**17.90**	**31.61**	**44.60**	**5.89**	**100.00**

注：此表为公司内部统计口径，与联合资信存在差异

数据来源：公司提供

截至2021年3月底，公司存续债券情况如下图所示。

表 14　截至报告出具日公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额（亿元）
21 滨江房产 MTN002	2024-03-10	9.10
21 滨江房产 MTN001	2024-02-24	10.00
21 滨江房产 CP003	2022-03-03	7.00
21 滨江房产 CP002	2022-02-08	9.00
21 滨江房产 CP001	2022-01-07	9.30
20 滨江房产 CP004	2021-12-10	8.70
20 滨江房产 MTN003	2023-10-15	9.40
20 滨江房产 MTN002	2023-03-12	5.00
20 滨江房产 MTN001	2023-02-20	12.00
19 滨江房产 MTN001	2022-11-07	9.00
20 滨房 01	2023-08-24	6.00
17 滨房 01	2022-10-31	6.00
16 滨房 01	2021-08-10	20.56
合计	--	**121.06**

资料来源：Wind

4. 盈利能力

2020 年，公司收入规模保持增长，整体盈利能力有所下降，但盈利能力仍处于行业较高水平。2021 年一季度，受房屋销售收入增长影响，公司收入同比增长，但营业成本大幅增加，对利润形成一定侵蚀。

2020 年，公司实现营业收入 285.97 亿元，同比增长 14.60%，主要系房屋销售增长所致；营业成本 208.63 亿元，同比增长 28.82%，主要系土地成本和期间费用增长所致；营业利润率为 22.12%，同比下降 5.62 个百分点，主要系房地产销售毛利润下降所致。

从期间费用看，2020年，公司费用总额为17.24亿元，同比下降6.98%，主要系销售和财务费用减少所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为24.72%、23.75%和51.53%，以财务费用为主。其中，销售费用为4.26亿元，同比下降25.46%，主要系房地产业务营销费用减少所致；管理费用为4.09亿元，同比增长7.54%，主要系工资及福利费增长所致；财务费用为8.88亿元，同比下降1.38%，同比变化不大。

2020年，公司实现投资收益2.25亿元，同比下降25.96%，主要系权益法核算的长期股权投资收益及可供出售金融资产在持有期间的投资收益减少所致，投资收益占营业利润比重为4.67%；投资收益占营业利润的比重略有下降；2020年，公司利润总额47.87亿元，同比下降11.40%，主要系营业成本增长侵蚀利润所致。

2020年，公司实现利润总额47.87亿元，同比下降11.40%，主要系营业成本增加所致。2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为6.34%和12.65%，同比分别下降2.59个百分点和5.08个百分点。公司各盈利指标均有所下降。

与同行业相比，公司盈利水平处于行业中上游水平。

表 15　截至 2020 年底公司与同行业企业盈利能力指标情况（单位：次）

证券简称	营业收入（亿元）	销售毛利率（%）	净资产收益率（%）
滨江集团	285.97	27.04	13.32
美的置业集团有限公司	477.66	23.51	10.82
荣盛房地产发展股份有限公司	715.11	27.82	17.20
房地产行业中位值	847.11	23.33	6.13

注：为方便比较，上表注：为方便比较，上表数据均取自于 Wind

资料来源：Wind

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 74.30 亿元，同比增长 96.52%，主要系房屋销售收入增长所致；营业利润率为 14.21%，同比下降 22.68 个百分点，主要系营业成本和税金及附加增长所致。

5. 现金流分析

2020年公司经营活动现金由净流入转为净流出状态；投资活动现金净流出规模大幅扩大；受融资需求增长影响，筹资活动现金净流入规模扩大。未来，公司投资需求较大，同时考虑到债务到期，其仍有较大的外部融资需求。

表16 2018－2020年及2021年1－3月公司现金流量情况

（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1－3月
经营活动现金流入小计	221.95	432.98	541.85	183.61
经营活动现金流出小计	361.35	406.77	573.43	189.98
经营现金流量净额	**-139.40**	**26.21**	**-31.57**	**-6.37**
投资活动现金流入小计	34.78	85.40	107.47	36.01
投资活动现金流出小计	109.20	95.20	138.86	47.53
投资活动现金流量净额	**-74.42**	**-9.80**	**-31.39**	**-11.52**
筹资活动前现金流量净额	**-213.82**	**16.41**	**-62.96**	**-17.89**
筹资活动现金流入小计	313.86	252.27	420.48	127.20
筹资活动现金流出小计	124.39	220.48	292.39	140.05
筹资活动现金流量净额	**189.47**	**31.79**	**128.09**	**-12.85**

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入541.85亿元，同比增长25.14%，主要系销售房屋收入增长所致；经营活动现金流出573.43亿元，同比增长40.97%，主要系公司土地支出及房地产开发投入增长所致。2020年，公司经营活动现金净流出31.57亿元，同比净流入转为净流出。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入107.47亿元，同比增长25.85%，主要系收回理财产品金额较大所致；投资活动现金流出138.86亿元，同比增长45.87%，主要为合作项目财务资助款支出及金融产品投资。2020年，公司投资活动现金净流出31.39亿元，同比增长220.33%。

2020年，公司筹资活动前现金流量净额为-62.96亿元，由上年的净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入420.48亿元，同比增长66.68%，主要系取得借款以及收到合作项目外部股东财务资助款增长所致；筹资活动现金流出292.39亿元，同比增长32.61%，主要系由归还银行借款、偿还所发行债券、归还项目合作款及分配股利等增长所致。2020年，公司筹资活动现金净流入128.09亿元，同比增长302.90%。

2021年1－3月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为-6.37亿元、-11.52亿元和-12.85亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标较强，长期偿债能力指标尚可，公司融资渠道以银行和公开市场为主，无非标融资，综合融资成本较低。同时考虑到公司在经营规模、持续经营能力等方面的竞争优势，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的140.53%和41.30%分别下降至139.70%和下降至36.19%，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至2020年底，公司现金短期债务比由上年底的1.12倍提高至1.70倍，现金类资产对短期债务的保障程度较高。整体看，公司短期偿债能力较强。截至2021年3月底，公司流动比率与速动比率分别为142.19%和34.30%，较上年底分别提高2.49个百分点和下降1.89个百分点。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为59.02亿元，同比下降10.22%。从构成看，公司EBITDA主要由计入财务费用的利息支出（占15.55%）和利润总额（占81.11%）构成。2020年，公司EBITDA利息倍数由上年的3.36倍下降至2.55倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；全部债务/EBITDA由上年的4.98倍提高至7.19倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至2020年底，公司对外担保余额32.41亿元，占期末净资产的11.56%，或有负债风险较小。

截至2020年底，公司或有事项为公司及部分控股子公司为购买本公司相关房产的业主提

供保证及借款30.55亿元。

截至2021年3月底，公司已获授信总额753.20亿元，未使用额度446.04亿元，间接融资渠道较为畅通。融资成本方面，截至2020年底，公司综合融资成本为5.20%，较2019年下降0.40%，融资成本区间详见下表，公司综合融资成本较低。

表 17　截至 2020 年底公司融资成本情况

（单位：亿元）

融资渠道	期末余额	融资成本区间/平均融资成本
银行贷款	296.50	基准利率下浮5%~上浮 10%
票据	59.06	3.85%~6.4%
债券	64.05	3.0%~5.3%
合计	**419.60**	**5.20**

资料来源：公司年报

7. 母公司财务分析

母公司经营性活动较少，收入规模小，利润主要来自投资收益，其资产主要为长期股权投资和其他应收款等。母公司负债以其他应付款、应付债券和长期借款为主，整体债务负担较轻；所有者权益规模较大，权益结构稳定性一般。

截至2020年底，母公司资产总额536.17亿元，较上年底增长27.26%，流动资产和非流动资产均有所增加。其中，流动资产395.50亿元（占73.76%），非流动资产140.67亿元（占26.24%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占95.26%）构成；非流动资产主要由其他非流动金融资产（占6.31%）和长期股权投资（占85.72%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为13.98亿元。

截至2020年底，母公司负债总额396.93亿元，较上年底增长40.16%。其中，流动负债342.49亿元（占86.29%），非流动负债54.44亿元（占13.71%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占73.85%）、一年内到期的非流动负债（占14.33%）和其他流动负债（占9.90%）构成，非流动负债主要由长期借款（占11.50%）和应付债券（占88.50%）构成。母公司2020年末资产负债率为74.03%，较2019年底提高6.82个百分点。截至2020年底，母公司全部债务107.85亿元。其中，短期债务占49.52%、长期债务占50.48%。截至2020年底，母公司短期债务为53.41亿元，存在一定的短期偿付压力。截至2020年底，母公司全部债务资本化比率43.65%，母公司债务负担较轻。

截至2020年底，母公司所有者权益为139.24亿元，较上年底增长0.80%，主要系未分配利润增加所致，所有者权益稳定性一般。在所有者权益中，股本为31.11亿元（占22.35%）、资本公积合计25.18亿元（占18.08%）、未分配利润合计72.58亿元（占52.12%）、盈余公积合计11.37亿元（占8.17%）。

2020年，母公司营业收入为6.70亿元，利润总额为5.60亿元。同期，母公司投资收益为9.52亿元。

现金流方面，2020年，母公司经营活动现金流净额为3.44亿元，投资活动现金流净额-119.25亿元，筹资活动现金流净额120.40亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2021年3月底，公司存续债券的短期偿债压力较小。

截至2020年3月底，公司存续债券余额共121.06亿元。其中一年内到期的应付债券余额为29.26亿元，2022年达到未来待偿债券本金峰值为40.30亿元。截至2020年底，公司现金类资产185.27亿元；2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为541.85亿元、-31.57亿元和59.02亿元，为公司存续债券待偿还本金峰值的13.45倍、-0.78倍和1.46倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表 18　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2020 年
一年内到期债券余额	29.26
未来待偿债券本金峰值	40.30
现金类资产/一年内到期债券余额	6.33
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	13.45

经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.78
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.46

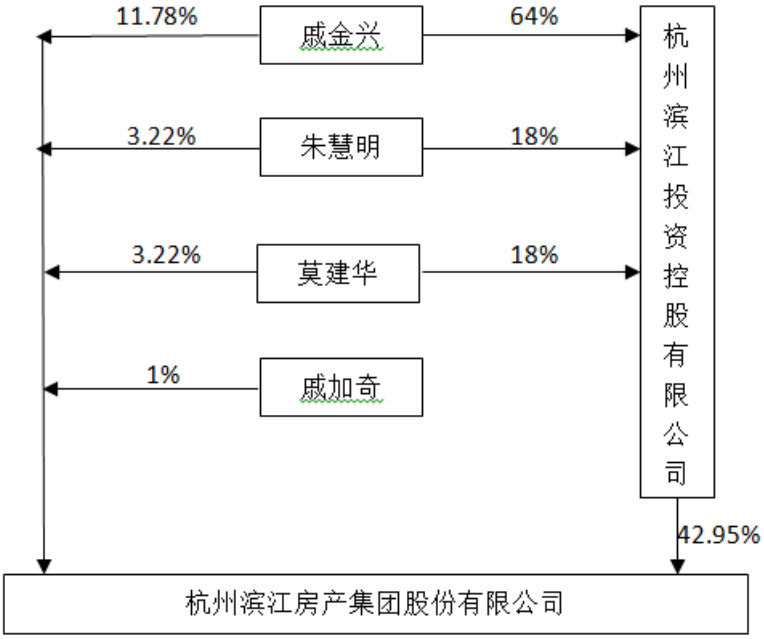
资料来源：联合资信整理

总体看，公司现金类资产对一年内到期债券保障能力强；经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值保障能力强，公司经营活动现金流净额无法覆盖待偿债券本金峰值，EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力较强，公司集中兑付压力不大。

十一、结论

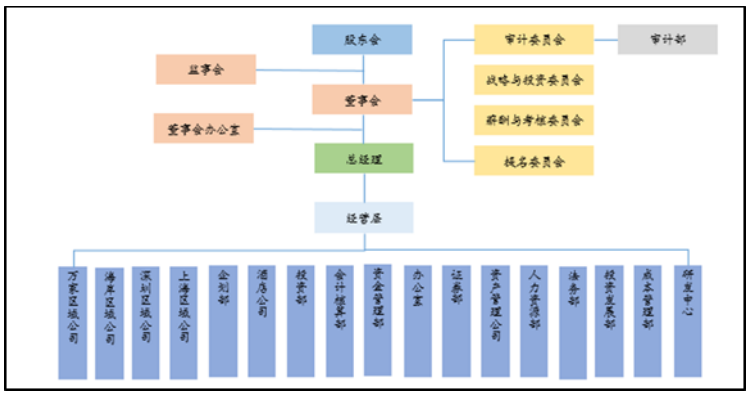
综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“21滨江房产MTN002”“21滨江房产MTN001”“20滨江房产MTN003”“20滨江房产MTN002”“20滨江房产MTN001”和“19滨江房产MTN001”的信用等级为AAA并维持“21滨江房产CP003”“21滨江房产CP002”“21滨江房产CP001”和“20滨江房产CP004”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底杭州滨江房产集团股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年底杭州滨江房产集团股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年 3 月底滨江房产集团股份有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）	表决权比例（%）
1	杭州千岛湖滨江度假酒店有限公司	住宿和餐饮业	31,000.00	100.00	100.00
2	杭州滨江盛元房地产开发有限公司	房地产业	50,000.00	50.00	50.00
3	上海滨顺投资管理有限公司	投资	50,000.00	100.00	100.00
4	杭州滨江集团天目山开发建设有限公司	房地产业	54,000.00	100.00	100.00
5	宁波金丹丰股权投资合伙企业（有限合伙）	服务业	30,100.00	99.68	99.68
6	杭州滨宁房地产开发有限公司	房地产业	140,000.00	66.00	66.00
7	杭州滨惠投资管理有限公司	投资	100,000.00	50.00	50.00
8	杭州滨望房地产开发有限公司	房地产业	100,000.00	50.00	50.00
9	杭州滨得房地产开发有限公司	房地产业	50,000.00	70.00	70.00
10	杭州星瀚商务咨询有限公司	投资	40,000.00	50.00	51.00
11	杭州星滨置业有限公司	房地产业	40,000.00	50.00	50.00
12	杭州滨禹企业管理有限公司	投资	50,000.00	50.00	70.00
13	杭州滨原房地产开发有限公司	房地产业	50,000.00	50.00	70.00
14	宁波滨望置业有限公司	房地产业	50,000.00	40.50	51.00
15	杭州滨硕实业有限公司	房地产	100,000.00	70.00	70.00
16	杭州滨合房地产开发有限公司	房地产	61,000.00	40.00	51.00
17	杭州滨来置业有限公司	房地产	120,000.00	51.00	51.00
18	深圳市南方远大传媒置业有限公司	房地产	30,000.00	51.00	51.00
19	平湖滨兴房地产开发有限公司	房地产	120,000.00	50.00	100.00
20	苏州滨望置业有限公司	房地产	120,000.00	50.00	51.00
21	义乌翠语华庭房地产开发有限公司	房地产	60,000.00	50.00	50.00
22	杭州滨江中豪房地产开发有限公司	房地产	100,000.00	34.00	64.00

注：1. 注册资本 30,000 万（含）以上的子公司；2. 不含境外注册的子公司

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	71.90	120.19	185.27	154.51
资产总额（亿元）	875.52	1,296.25	1,720.16	1,822.26
所有者权益（亿元）	193.14	224.12	280.45	288.13
短期债务（亿元）	53.80	107.06	108.71	76.86
长期债务（亿元）	212.85	220.60	315.38	360.16
全部债务（亿元）	266.65	327.66	424.10	437.03
营业收入（亿元）	211.15	249.55	285.97	74.30
利润总额（亿元）	42.41	54.03	47.87	6.60
EBITDA（亿元）	51.69	65.74	59.02	--
经营性净现金流（亿元）	-139.40	26.21	-31.57	-6.37
财务指标				
销售债权周转次数（次）	80.38	64.98	61.89	--
存货周转次数（次）	0.35	0.23	0.21	--
总资产周转次数（次）	0.29	0.23	0.19	--
现金收入比（%）	104.31	171.24	187.58	244.69
营业利润率（%）	30.42	27.73	22.12	14.21
总资本收益率（%）	8.62	8.93	6.34	--
净资产收益率（%）	16.32	17.73	12.65	--
长期债务资本化比率（%）	52.43	49.60	52.93	55.56
全部债务资本化比率（%）	57.99	59.38	60.19	60.27
资产负债率（%）	77.94	82.71	83.70	84.19
流动比率（%）	171.80	140.53	139.70	142.19
速动比率（%）	57.83	41.30	36.19	34.30
经营现金流动负债比（%）	-29.69	3.08	-2.81	--
现金短期债务比（倍）	1.34	1.12	1.70	2.01
EBITDA 利息倍数（倍）	3.91	3.36	2.55	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.16	4.98	7.19	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计。3. 其他流动负债中有息部分调整入短期债务，长期应付款中有息部分调整入长期债务

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.38	9.39	13.99	29.48
资产总额（亿元）	375.81	421.34	536.17	557.68
所有者权益（亿元）	132.31	138.14	139.24	144.04
短期债务（亿元）	0.15	35.58	53.41	25.14
长期债务（亿元）	84.46	70.28	54.44	73.46
全部债务（亿元）	84.61	105.85	107.85	98.60
营业收入（亿元）	9.04	4.39	6.70	1.89
利润总额（亿元）	7.01	7.16	5.60	4.92
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	3.35	3.67	3.44	1.44
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.04	1.11	1.67	--
存货周转次数（次）	3.88	11.71	11.71	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	59.47	155.29	74.58	97.57
营业利润率（%）	97.11	94.70	96.44	96.97
总资本收益率（%）	3.92	3.15	2.51	--
净资产收益率（%）	6.43	5.56	4.46	--
长期债务资本化比率（%）	38.96	33.72	28.11	33.77
全部债务资本化比率（%）	39.01	43.38	43.65	40.64
资产负债率（%）	64.79	67.21	74.03	74.17
流动比率（%）	181.52	149.73	115.48	120.22
速动比率（%）	181.52	149.72	115.47	120.22
经营现金流动负债比（%）	2.10	1.72	1.00	--
现金短期债务比（倍）	22.50	0.26	0.26	1.17
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.07	14.78	19.26	--

注：1. 公司本部有息债务未经调整，公司本部 2021 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；2. 公司本部未提供资本化利息、费用化利息、折旧、摊销等数据，相关指标未进行计算；3. 表格中“/”表示未能获取的数据，“--”表示计算后无意义的数据

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　短期债券信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-4　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。