

信用等级公告

联合〔2020〕192号

联合资信评估有限公司通过对杭州滨江房产集团股份有限公司主体长期信用状况及拟发行的杭州滨江房产集团股份有限公司2020年度第二期中期票据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⁺,杭州滨江房产集团股份有限公司2020年度第二期中期票据信用等级为AA⁺,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年二月三日



杭州滨江房产集团股份有限公司

2020 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：5 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：用于偿还公司将于 2020 年 3 月到期的短期融资券

评级时间：2020 年 2 月 3 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司房地产业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司房地产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

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AA ⁺
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	2
			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	2
			现金流量	4
			资本结构	1
			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

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、产品品质等方面具备竞争优势。公司项目储备质量较好、规模较大，在售项目整体去化情况良好；公司盈利能力较强，货币资金较充裕，融资渠道畅通，投资性房地产存在一定升值空间。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，未来融资压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司预收款项规模较大，未来随着在建房地产项目逐步竣工交房，公司收入有望增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力很强。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. 公司在杭州地区房地产行业处于优势地位，区域竞争力强、品牌知名度高。
2. 公司项目主要分布在杭州等浙江省内城市，并逐步拓展至深圳及上海，项目储备质量较好，规模较大；公司在售项目整体去化情况良好。
3. 公司盈利能力较强，货币资金较充裕，融资渠道通畅；投资性房地产以成本法计量，存在一定升值空间；预收款项规模较大，为未来结转收入提供有力支撑。
4. 公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力很强。

分析师：王 爽 刘莉婕

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

关注

1. 公司房地产业务主要集中在杭州地区，存在一定的区域集中风险，当地房地产市场出台严控政策，公司项目可能面临一定的政策调整风险。
2. 2018年以来，随着公司业务规模的扩张，公司债务规模快速攀升，债务负担加重。
3. 公司2018年销售回款速度放慢，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，随着储备土地后续开发，未来将面临较大的融资压力。
4. 因与深圳市安远控股集团有限公司诉讼事项，公司2018年对其他应收款计提坏账准备金额较大，对公司盈利有一定影响。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	91.60	95.81	71.90	121.44
资产总额(亿元)	495.45	602.44	875.52	1150.65
所有者权益合计(亿元)	157.33	163.60	193.14	214.26
短期债务(亿元)	33.78	15.20	78.96	107.95
长期债务(亿元)	66.47	80.70	212.85	194.05
全部债务(亿元)	100.25	95.90	291.81	302.01
营业收入(亿元)	194.52	137.74	211.15	99.39
利润总额(亿元)	28.16	29.27	42.41	24.42
EBITDA(亿元)	31.53	33.26	51.69	--
经营性净现金流(亿元)	131.31	34.30	-139.40	61.81
营业利润率(%)	17.71	22.17	30.42	32.70
净资产收益率(%)	12.53	14.12	16.32	--
资产负债率(%)	68.25	72.84	77.94	81.38
全部债务资本化比率(%)	38.92	36.96	60.17	58.50
流动比率(%)	162.14	148.31	171.80	141.61
经营现金流动负债比(%)	48.34	9.58	-29.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.18	2.88	5.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.43	8.14	3.91	--

公司本部（母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	204.48	279.04	375.81	397.18
所有者权益（亿元）	110.30	126.38	132.31	140.90
全部债务(亿元)	34.78	70.91	104.86	127.28
营业收入(亿元)	9.17	5.36	9.04	5.67
利润总额(亿元)	4.85	19.93	7.01	11.13
资产负债率（%）	46.06	54.71	64.79	64.52
全部债务资本化比率(%)	23.98	35.94	44.21	47.46
流动比率（%）	220.58	233.07	181.52	154.90
经营现金流动负债比(%)	0.20	-12.60	2.10	--

注：1. 2019 年 1-9 月财务数据未经审计；2. 合并口径下，其他应付款中的有息债务及其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务及相关指标计算；3. 合并口径下，长期应付款中的有息债务计入长期债务及相关指标计算；4. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA+	稳定	2019/05/27	王爽、刘莉婕	房地产企业信用评级方法	阅读原文
AA+	稳定	2016/12/23	郭昊、谭心远	房地产企业信用评级方法	阅读原文

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。

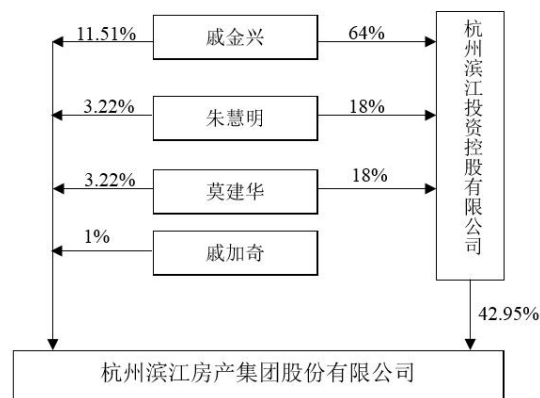
杭州滨江房产集团股份有限公司 2020 年度第二期中期票据信用评级报告

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。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%）转由江干区国资局持有，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，公司更名为现名，并于 2008 年 5 月在深圳证券交易所正式挂牌上市（股票简称“滨江集团”，股票代码“002244.SZ”）。后经多次增资扩股、股权转让、资本公积定向转增股本、送股及定向增发等，截至 2019 年 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 11.51% 的股权，为公司实际控制人。

图 1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月底，滨江控股持有公司股份 13.36 亿股（持股比例为 42.95%），已质押股份数量为 4.63 亿股，占其持股数量的 34.64%。

公司经营业务包括房地产开发、酒店服务、物业服务、持有型物业出租、代建等业务，其中房地产开发业务收入近三年占比均超 94%。截至 2019 年 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（详见附件 1-1）；公司拥有 124 家子公司（详见附件 1-2）。

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

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 1150.65 亿元，所有者权益合计 214.26 亿元（含少数股东权益 55.10 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 99.39 亿元，利润总额 24.42 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

公司已注册额度为 14 亿元的中期票据（注

册文件号：中市协注〔2019〕MTN446），并于2019年11月5日发行2019年度第一期中期票据（发行额度为9亿元）；本期计划发行2020年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），拟发行额度5亿元，发行期限3年。每年付息一次，到期兑付本金。

公司计划将本期中期票据募集资金全部用于偿还公司2020年3月到期的短期融资券。

三、宏观经济和政策环境

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

表1 2016—2019年上半年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8

社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；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. 固定资产投资增速为不含农户投资增速；5. 城镇登记失业率为期末值
资料来源：国家统计局、Wind

2019年1—6月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019年1—6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6万亿元）较上年同期（7261亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019年1—6月，中国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI和PPIRM基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1—6月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月，全国固定资产投资（不含农户）29.9万亿元，同比增长5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资18.0万亿元，同比增长5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019年1—6月，全国房地产开发

投资6.2万亿元，同比增长10.9%，增速较1—3月回落0.9个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019年1—6月，全国社会消费品零售总额19.5万亿元，同比增长8.4%，增速较1—3月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较1—3月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较1—3月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1—6月，中国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加

剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将持续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

四、行业及区域经济环境

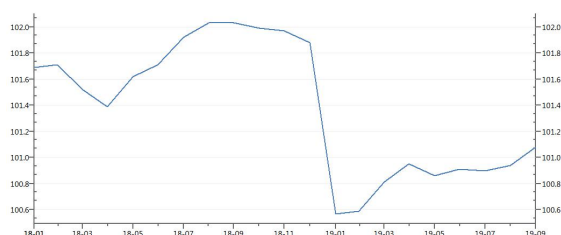
1. 房地产行业分析

（1）房地产行业概况

2018年，全国各地房地产调控政策密集出

台，不断完善限购、限贷等相关行业政策。2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。2019年以来，房地产市场仍处于调控周期，中央重申坚持房住不炒、防止楼市大起大落，确定了维护房地产市场平稳健康发展的总体思路。在整体基调的指导下，各地在市场监管、招才引智、住房贷款、住房保障等方面均陆续完善相应政策。总的来看，此次政策调控相较于往年周期更长、范围更广、手段更灵活。

图2 2018年—2019年9月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，2018年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全国房地产开发投资12.03万亿元，同比增长9.50%，增速较上年增加2.50个百分点；其中住宅投资8.52万亿元，同比增长13.40%，增速较上年增加4.00个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积20.93亿平方米，同比增长17.20%，其中住宅新开工面积15.34亿平方米，同比增长19.70%。全国房屋施工面积82.23亿平方米，同比增长5.20%；其中住宅施工面积为57.00亿平方米，同比增长6.30%。2019年1—9月，全国房地产开发投资9.80万亿元，同比增长10.50%；房屋新开工面积16.57亿平方米，同比增长8.60%；房屋施工面积83.42亿平方米，同比增长

8.70%。总体看，2018年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。2019年1—9月，全国房地产开发投资仍保持快速增长；2019年上半年，在商业类新开工显著提速的带动下，新开工面积增速大幅增长，三季度以来有所回落，总体施工规模保持持续增长。

房地产销售方面，2018年全年商品房销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.30%，增速较上年下降6.40个百分点；共实现销售额15.00万亿元，同比增长12.20%，增速较上年下降1.50个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2018年百城住宅平均价格累计上涨5.09%，较2017年增速下降2.06个百分点，价格增速有所回落。2019年1—9月，全国商品房销售面积11.92亿平方米，同比下降0.10%；共实现商品房销售额11.15万亿元，同比增长7.10%，增速同比下降6.20个百分点。整体看，2018年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。进入2019年以来，商品房销售面积增速由正转负；在销售价格持续增长的带动下，商品房销售额仍保持增长，但增速显著回落，房地产市场整体降温。

（2）土地市场与信贷环境

2018年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度。2018年，全国300城市共推出用地12.84亿平方米，同比增长20%，其中住宅用地共推出5.05亿平方米，同比增长26%；土地成交量10.55亿平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交3.89亿平方米，同比增长10%。2018年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较2017年明显增加。价格方面，2018年，全国300个城市土地出

让金总额为41773亿元，同比增长2%；300个城市成交楼面均价为2159元/平方米，同比下跌11%；平均溢价率为13%，较2017年同期下降16个百分点。总体看，进入2018年以来，全国300城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

2018年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入2018年10月以来，金融市场上货币政策出现松动。11月15日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一、二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。进入2019年以来，房地产行业信贷环境适度宽松，发债市场总体融资规模有所扩张，资金主要流向债务负担适宜的龙头企业；个人按揭贷款流程审批提速，放款加快，一定程度上缓解房地产企业的资金压力。

从地产开发资金到位情况来看，2018年房地产开发企业开发资金16.60万亿元，同比增长6.40%。资金来源中，自筹资金和定金及预付款为主要来源方式，分别占资金来源的33.64%和33.39%；国内贷款、个人按揭贷款和利用外资

分别占房地产开发资金来源的14.46%、14.28%和0.07%。2019年1—9月，房地产开发企业开发资金13.06万亿元，同比增长7.10%。资金来源中，自筹资金和定金及预收款仍为主要来源方式，分别占资金来源的32.18%和33.60%；国内贷款、个人按揭贷款和利用外资分别占房地产开发资金来源的15.08%、15.24%和0.08%。总体来看，房地产开发资金保持增长，资金主要来源于自筹资金和定金及预付款，渠道占比基本保持稳定。

总体看，在中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，2018年下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

（3）政策环境

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

此后，2018年5月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出3~5年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应50%以上。2018年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、

上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于 85% 的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为 40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名 5 市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为 1 年。

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

2018 年 7 月 31 日，中共中央政治局会议提出，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了 2018 年下半年稳中求进的总基调。但同样在 2018 年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7 月太原宣布取消二手房限售，12 月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住房销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在 2018 年 12 月 13 日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

2019 年以来，中央重申防止楼市大起大落，确定了维护房地产市场平稳健康发展的总体思路。4 月 19 日，中共中央政治局会议重申房住不炒，落实好一城一策、因城施策、城市政府

主体责任的长效调控机制。房地产金融监管方面，银保监会、央行两部门密集强调加强风险防范力度，对房地产开发贷款、个人按揭贷款继续实行审慎的贷款标准，以“稳地价、稳房价、稳预期”为目标，坚持房地产金融政策的连续性和稳定性。从货币政策来看，中央多次强调防范化解重大风险，促进经济稳定发展，强调继续实施稳健的货币政策，坚持不搞“大水漫灌”。与此同时，中央货币政策委员会在 2019 年一季度例会也指出稳健的货币政策要松紧适度，把好货币供给总闸门，同时保持流动性合理充裕。4 月 22 日，中央财经委员会第四次会议强调要强化宏观政策逆周期调节，财政政策要加力提效，货币政策根据经济增长和价格形势变化及时预调微调。

总体看，2018 年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势；2018 年下半年，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先；2019 年以来，调控政策仍以维稳为基调，加强金融监管，不搞“大水漫灌”，同时保持流动性合理充裕。

2. 杭州市房地产发展情况

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

（1）经济发展水平

杭州市位于中国东南沿海、浙江省北部，是浙江省省会，也是浙江省的政治、经济、文化和金融中心。杭州市域面积为 16850 平方公里，辖 10 个区、1 个县级市、2 个县。2018 年，杭州市常住人口为 980.6 万人。

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

实际增长 6.6%。其中，城镇常住居民人均可支配收入 61172 元，增长 8.7%，农村常住居民人均可支配收入 33193 元，增长 9.2%，扣除价格因素，实际分别增长 6.3% 和 6.7%。

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

(2) 房地产市场情况

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

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

(3) 房地产政策

2016 年 9 月 30 日，杭州市出台本市调控政策，具体如下：对本市户籍，限购 2 套；非本市户籍，购房之日起算的前 2 年内累计缴纳 1 年以上个人所得税或社会保险，限购 1 套住房；拥有 1 套及以上住房的非本市户籍居民家

庭、不能提供上述证明，暂停向其售房；首套住宅，首付款不低于 30%；第二套住宅，购买改善型第二套住房的家庭，首付款比例不得低于 60%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。

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

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

的借款人，可参照二套房信贷政策执行。三是严格审核个人住房贷款首付款资金来源，严禁各类“加杠杆”金融产品用于购房首付款。

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

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

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年9月底，公司注册资本为31.11亿元。其中，控股股东滨江控股持有公司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11.51%的股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司为杭州地区知名房地产企业，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。

经过二十余年的发展，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，树立了较好的品牌形象。公司具有房地产开发一级开发资质，为全国民营企业500强。

公司连续多年入选由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所及中国指数研究院发布的中国房地产百强企业，2016—2018年分别位居第28位、第27位和第25位；连续三年位居中国房地产百强企业一盈利性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，具有较强的区域竞争优势。

3. 人员素质

截至2019年9月底，公司董事会成员有7人，其中董事长1人，独立董事3人；监事会成员3人；高层管理人员6人，其中总经理1人，常务副总经理2人，副总经理兼任董事会秘书1人，副总经理兼任财务总监1人，副总经理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历，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。戚先生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。朱先生历任杭州市江干区第四建筑工程公司、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2019年9月底，公司房地产开发系统共有员工795人，酒店服务业共有员工561人；按照教育程度划分，硕士及以上学历44人、本科学历498人、大专及其他814人；按岗位职责划分，财务人员103人、行政人员107人、销售人员275人、其他人员871人。

总体看，公司高级管理人员具有多年行业从业经历和管理经验，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门和研发中心。

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、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、经营分析

1. 经营概况

公司经营业务包括房地产开发、酒店服务、物业服务、持有型物业出租、代建等业务，其中房地产开发业务收入近三年占比均超 94%。2016—2018 年，公司营业收入波动增长，三年复合增长 4.19%，公司营业收入规模主要受房地产项目结转进度影响。2018 年，公司实现营业收入 211.15 亿元，较上年增长 53.30%。

表2 公司营业收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	186.47	95.86	24.09	130.95	95.08	28.71	202.71	96.00	33.85	94.77	95.36	39.19
酒店服务	1.63	0.84	40.17	1.57	1.14	60.81	1.49	0.71	73.46	1.65	1.66	73.00
物业服务	2.41	1.24	12.80	0.42	0.30	14.97	--	--	--	--	--	--
其他	4.01	2.06	70.75	4.79	3.48	67.96	6.96	3.30	82.86	2.97	2.98	60.69
合计	194.52	100.00	25.05	137.74	100.00	30.40	211.15	100.00	35.74	99.39	100.00	40.22

注：1. 杭州滨江物业管理有限公司已于2017年2月剥离；2. 合计小数后两位差异为四舍五入导致

资料来源：公司提供

从公司营业收入的构成来看，2016—2018 年，公司房地产开发业务收入波动增长。2018 年房地产开发业务收入为 202.71 亿元，同比增长 54.80%，主要系本期项目结转规模增加所致。公司酒店服务业务收入规模较小，近三年持续小幅下降，2018 年为 1.49 亿元。公司物业服务的经营主体是杭州滨江物业管理有限公司（以下简称“物业公司”），2017 年 2 月，公司将物业公司转让至滨江控股。公司其他业

务主要是房地产代建业务和持有型物业出租业务，近年来公司代建业务发展较快，物业出租收入稳定，对公司盈利形成补充。

毛利率方面，公司近三年综合毛利率持续上升，分别为 25.05%、30.40%和 35.74%，主要系高毛利的房地产项目结转增加所致。2016—2018 年，受益于高毛利项目交付结转，房地产业务毛利率快速提升，三年分别为 24.09%、28.71%和 33.85%。近三年，公司酒店服务业

务毛利率大幅增长, 2017 年毛利率为 60.81%, 较 2016 年上升 20.64 个百分点, 主要系酒店装修费基本摊销完毕使得成本相应减少所致; 2018 年为 73.46%, 较 2017 年上升 12.65 个百分点, 主要系酒店餐厅营业成本下降所致。此外, 公司代建业务为服务输出, 代建业务和物业出租业务相关成本较低, 毛利率处于高水平, 2018 年分别为 93.17%和 50.54%。

2019 年 1—9 月, 公司实现营业收入 99.39 亿元 (同比下降 18.75%), 综合毛利率为 40.22% (同比上升 8.27 个百分点, 较 2018 年上升 4.48 个百分点)。房地产开发板块实现营业收入 94.77 亿元, 同比下降 17.26%, 主要系交付结转项目减少所致; 毛利率较 2018 年上

升 5.34 个百分点, 主要系交付结转项目毛利率提升所致。酒店服务业务收入同比增长 38.66%至 1.65 亿元, 毛利率较 2018 年变化不大。其他业务板块实现营业收入同比下降 56.71%至 2.97 亿元, 主要系代建业务收入同比下降所致; 毛利率较 2018 年下降 22.17 个百分点, 主要系持有型物业出租业务和代建业务毛利率下降所致。

总体看, 公司盈利主要来源于房地产业务, 营业收入规模受房地产项目交付结转规模影响波动增长, 毛利率水平快速提升; 酒店、代建和物业出租业务均发展良好, 对公司盈利形成补充; 公司整体经营状况较好。

表 3 2016—2018 年及 2019 年前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		2019 年 1—9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
杭州地区	151.41	77.83	128.41	93.23	191.78	90.83	58.00	58.35
衢州地区	16.24	8.35	2.59	1.88	0.89	0.42	0.05	0.05
绍兴地区	16.81	8.64	2.15	1.56	0.34	0.16	0.08	0.08
金华地区	3.02	1.55	0.41	0.30	0.63	0.30	23.58	23.73
嘉兴地区	7.04	3.62	4.18	3.03	17.51	8.29	17.68	17.79
合计	194.52	100.00	137.74	100.00	211.15	100.00	99.39	100.00

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

从营业收入的地区分布来看, 近三年公司营业收入主要集中在杭州地区。2018 年杭州地区营业收入为 191.78 亿元, 占比为 90.83%, 收入主要来自武林壹号部分楼盘、华家池住宅及商业部分和湘湖壹号等项目。2019 年前三季度, 公司收入主要来自杭州、金华和嘉兴地区, 主要系结转义乌公园壹号、翡翠海岸、信达壹品、平湖万家花城、江南之星、湘湖壹号、千岛湖东方海岸、东方悦府、东方名府等项目所致。总体看, 近三年杭州地区收入比重大, 区域集中度较高; 2019 年前三季度区域收入结构有所变化, 主要受交付结转项目的区域结构影响所致。

2. 房地产开发业务

公司房地产业务经营模式主要包括自主开发和合作开发。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 (以下简称“平安不动产”)、信达地产股份有限公司、中国铁建股份有限公司、保利房地产 (集团) 股份有限公司、碧桂园控股有限公司、旭辉控股集团有限公司等。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。

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，公司布局区域主要在杭州等浙江省内城市，并向华东地区拓展，项目储备质量较好。

2016—2018年，公司分别获取12块、16块和26块土地。公司拿地规模和成本支出快速增长，2018年获取土地建筑面积合计346.97万平方米，同比大幅增长57.39%；土地获得支出496.43亿元，同比大幅增长54.16%。2018年，公司获取土地包括浙江省的23块（其中杭州市12块）、江苏如皋1块以及江西上饶2块。2019年1—9月，公司获取23块土地，全部位于浙江省内，土地计容规划建筑面积合计243.90万平方米，其中位于杭州市的占46.58%。截至2019年9月底，土地价款中尚有119.61亿元未缴纳，其中公司待支付权益金额为70.70亿元。楼面均价方面，2019年前三季度，公司所获项目楼面均价上升至15184.17元/平方米，其中“翠苑单元XH0901-01地块”

“望江单元SC0402-R21-08地块”和“中心单元R21-05A地块”楼面均价较高，分别为36150.32元/平方米、45324.27元/平方米和32633.77元/平方米，上述地块分别位于西湖区、上城区及滨江区的核心位置。近三年，公司拿地规模快速扩张，为其未来房地产项目开发提供了有力保障；公司获取土地主要分布在杭州等浙江省内城市，并逐步拓展至深圳及上海；受土地市场升温影响，土地价格亦有一定程度上涨；2018年以来，公司拿地支出显著增加，为后续开发和资金周转带来压力。

表4 公司近年拿地情况
(单位：块、亿元、万平方米、元/平方米)

获得时间	地块数量	获得成本	计容规划建筑面积	楼面均价
2016年	12	114.16	160.81	7099.06
2017年	16	322.03	220.45	14607.85
2018年	26	496.43	346.97	14307.71
2019年1—9月	23	370.34	243.90	15184.17
合计	77	1302.96	972.13	--

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2019年9月底，公司尚未开发的土地计容规划建筑面积合计257.85万平方米，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137.86万平方米。

表5 截至2019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	楼面均价	享有权益	是否并表
上海大兴街旧改	上海	2016.12.29	商住	3.71	12.94	35557	17.15	否
深圳龙华区城市更新项目	深圳	2017.6.26	商住	4.78	29.38	18225	51.00	是
深圳南方报业大厦项目	深圳	2017.6.26	商住	0.60	4.80	15000	36.00	是
临安湖光山社项目	杭州	2017.11.24	住宅	14.99	14.99	6672	100.00	是
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	1183	70.00	是
奉化萧王庙青云村3号地块（学校）	宁波	2018.8.6	学校	9.12	9.12	965	10.00	否
转塘单元XH1807-03地块	杭州	2019.3.4	商业	3.57	7.14	5600	24.00	否
转塘单元XH1807-04地块	杭州	2019.3.4	商业	3.22	6.45	5598	24.00	否
望江单元SC0402-R21-08地块	杭州	2019.4.16	住宅	4.25	11.48	45326	50.00	是
临平新城核心区迎宾路以西、望梅路以北地块	杭州	2019.5.9	商住	6.27	17.56	7162	50.00	是
2019-06 永康市北苑区块SG02-01地块	永康	2019.6.24	住宅	4.03	7.25	8240	100.00	是
杭州未来科技城YH02-I-06-2地块	杭州	2019.6.26	商住	3.76	8.27	20121	33.00	否

温岭市 XQ060220 地块	温岭	2019.6.26	商住	2.08	4.79	10610	75.00	是
义乌老油库地块	义乌	2019.6.28	商住	14.00	34.99	12317	24.99	否
台州椒江聚海大道以东地块	台州	2019.7.26	住宅	8.17	17.97	1642	51.00	是
萧政储出(2019)23号市北西单元兴议区块 B-23 地块	杭州	2019.7.29	住宅	2.56	6.14	25616	50.00	否
世纪城核心区 SJC0305-03/04/05/06/09/11 地块	杭州	2019.7.29	住宅	4.97	13.85	31267	100.00	是
空港核心区 1 号地块地	杭州	2019.7.29	商住	4.46	9.37	7922	26.00	是
金开自然资源供(2019)20 号	金华	2019.8.21	商住	3.11	4.98	10119	100.00	是
金开自然资源供(2019)21 号	金华	2019.8.21	住宅	1.95	3.13	10330	100.00	是
湖州-湖新区(2019)02 号地块	湖州	2019.8.30	住宅	9.13	10.04	7208	100.00	是
市北东单元 XSCQ1310 地块	杭州	2019.9.24	住宅	3.52	7.75	19869	70.00	是
合计	--	--	--	126.33	257.85	--	--	--

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

总体看，公司土地拓展规模较大且土地储备质量良好，部分地块单价较高，在调控政策背景下后续开发销售节奏及价格可能面临一定风险；合作开发已成为公司主要开发模式之一，由于合作开发模式所限，公司对开发项目的控制程度将会受到一定的制约，将有可能影响项目资金的管控、项目实施的协调、成本控制及销售等多个方面。

项目开发情况

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。

2016—2018 年，公司房地产开发新开工面积快速上升。2018 年，公司加大开发规模，新开工面积 285.23 万平方米，较上年增加 206.62 万平方米。近三年，公司竣工面积有所波动，2018 年为 83.45 万平方米，同比下降 7.36%。2016—2018 年，公司期末在建面积波动上升，

2018 年底为 420.70 万平方米；截至 2019 年 9 月底，公司在建面积合计 488.43 万平方米，在建规模较大。

表6 公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
新开工面积	79.20	78.61	285.23	121.48
竣工面积	68.94	83.45	77.31	53.75
期末在建面积	217.62	212.78	420.70	488.43

注：上表数据为并表口径
资料来源：公司提供

从城市分布上看，公司在建项目主要集中在杭州及浙江省其他城市，此外，公司有部分项目在上海、平湖、上饶、南通等地区。截至 2019 年 9 月底，公司全口径在建项目 58 个，预计总投资 2200.31 亿元，已投资 1664.31 亿元，尚需投资 536.00 亿元；在建项目已实现签约销售收入合计 1309.66 亿元，由于公司把握开发与销售节奏，回笼资金较充足；在建项目计容建筑面积合计 913.03 万平方米（公司权益面积为 372.94 万平方米，占 40.85%），其中杭州、温州、平湖区域占比分别为 48.88%、11.12% 和 10.24%。

表7 截至 2019 年 9 月底公司在建项目基本情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米、%）

序号	项目名称	所在地	项目类别	计容建筑面积	预计总投资	已投资金额	可销售面积	已售面积	销售均价	销售进度	权益比例
1	武林壹号	杭州	住宅、商业	33.40	110.76	106.44	25.37	25.26	7.21	99.57	50.00
2	湘湖壹号	杭州	住宅	23.90	59.00	58.85	20.88	20.49	4.22	98.13	50.00

3	千岛湖东方海岸	杭州	住宅	19.20	15.50	14.32	17.20	15.46	1.05	89.88	100.00
4	东方名府	杭州	商住	4.75	5.84	5.69	4.63	4.46	2.65	96.33	26.00
5	东方悦府	杭州	住宅、商业	7.54	13.40	11.29	7.36	7.36	2.59	100.00	32.00
6	信达一品	杭州	住宅	9.24	49.00	47.65	9.13	9.13	7.49	100.00	20.00
7	翡翠海岸	杭州	住宅	12.23	70.00	68.31	11.86	11.86	7.19	100.00	33.00
8	江南名府	杭州	住宅	7.90	19.00	17.95	7.79	7.77	3.31	99.74	100.00
9	卧城印象	杭州	住宅	6.48	15.00	13.87	5.07	5.01	3.12	98.82	50.00
10	杭州壹号院	杭州	商住	57.09	220.00	158.49	35.00	18.38	4.97	52.51	10.00
11	上海湘府花园三期	上海	住宅	12.00	102.00	--	9.00	--	--	--	10.00
12	平湖万家花城	平湖	住宅	93.53	57.54	52.25	92.15	83.89	1.16	91.04	35.10
13	临安天目山	杭州	商住	13.38	14.00	2.61	4.68	--	--	--	100.00
14	大江名筑	杭州	商住	6.70	8.00	5.71	6.65	5.23	1.98	78.65	31.00
15	御江南	杭州	住宅	8.59	27.35	24.95	7.24	7.24	3.82	100.00	100.00
16	上品南星	杭州	住宅	13.48	73.58	67.82	10.71	10.09	7.42	94.21	50.50
17	义乌锦绣之城	义乌	住宅	16.57	43.09	32.63	16.36	6.37	3.53	38.94	100.00
18	义乌滨江壹品	义乌	住宅	21.94	50.34	44.21	21.5	12.95	3.00	60.23	100.00
19	未来海岸	杭州	住宅	19.45	32.00	27.51	18.18	17.62	1.88	96.92	51.00
20	同协金座	杭州	商住	14.17	14.70	12.89	6.15	2.36	3.22	38.37	17.15
21	翡翠江南	杭州	住宅	11.59	30.42	27.86	7.81	7.66	3.60	98.08	50.00
22	翡翠之星	杭州	住宅	5.99	18.55	17.82	4.65	4.55	3.95	97.85	50.00
23	温州万家花城	温州	住宅	15.33	22.00	13.41	15.23	2.57	1.71	16.87	51.00
24	锦宸府	杭州	住宅	6.04	20.53	16.85	5.84	2.25	4.04	38.53	50.00
25	五幸银座	杭州	商业	3.79	3.40	2.87	1.66	--	--	--	24.00
26	温岭玖珑春晓	温岭	住宅	9.07	26.13	20.31	9.05	1.99	3.98	21.99	49.00
27	乐清金色家园	乐清	住宅	28.00	29.83	20.69	27.58	13.33	1.59	48.33	45.00
28	曙光之星	南通	商住	19.79	13.00	6.54	15.61	7.67	1.15	49.14	35.00
29	定安府	杭州	商业	1.26	7.50	5.12	1.25	--	--	--	70.00
30	悦虹湾	杭州	住宅	27.79	88.22	74.57	25.19	11.55	3.68	45.85	24.90
31	温州之翼 TOD	温州	商住	41.58	56.50	42.63	36.92	17.43	1.90	47.21	16.50
32	定山海花园	舟山	商住	15.40	18.12	11.96	12.84	2.32	1.54	18.07	11.00
33	锦胤府	杭州	住宅	11.71	35.86	29.33	11.45	5.61	3.02	49.00	30.00
34	温岭铂金海岸	温岭	住宅	16.90	7.10	2.54	16.73	0.80	0.68	4.78	50.00
35	海语天下	宁波	住宅	23.13	61.80	52.91	22.4	3.30	3.32	14.73	50.00
36	五幸金座	杭州	商业	6.15	6.50	3.68	2.68	--	--	--	24.00
37	公园之星	杭州	商业	5.05	15.40	9.36	2.41	--	--	--	12.25
38	拥潮府	杭州	住宅	11.27	40.35	32.97	11	10.91	4.03	99.18	66.00
39	十里春晓	湖州	住宅	14.98	26.12	18.67	13.89	5.1	1.65	36.72	70.00
40	温州壹号	温州	商住	35.25	92.81	79.21	34.51	9.74	3.59	28.22	15.00
41	诺德学府	宁波	住宅	13.12	9.18	6.98	12.55	9.19	1.10	73.23	40.00
42	温岭万家之星	温岭	住宅	5.64	10.87	7.93	5.31	3.61	2.47	67.98	34.00
43	阳光名城	杭州	住宅	10.52	13.60	0.58	8.3	--	--	--	15.00
44	澄品 101	杭州	住宅	31.29	144.00	113.52	29.62	8.6	4.45	29.03	18.00
45	上饶公园壹号	上饶	住宅	13.61	13.10	6.84	13.2	5.68	1.24	43.03	51.00
46	东潮府	乐清	住宅	8.40	11.37	8.83	8.29	2.91	2.17	35.10	25.00
47	御品	杭州	住宅	8.73	48.35	29.76	7.73	4.46	7.34	57.70	50.00
48	湘湖里	杭州	住宅	13.45	61.40	44.53	7.77	--	--	--	50.00

49	莫干山语	德清	住宅	7.35	22.00	10.97	7.29	--	--	--	33.00
50	仁恒滨江园	杭州	住宅	8.58	52.00	33.83	6.83	--	--	--	50.00
51	时光悦城	上饶	商业	8.00	7.20	1.66	4.56	0.19	--	4.17	29.00
52	古翠蓝庭	杭州	住宅	5.71	29.00	21.63	5.04	--	--	--	50.00
53	时代滨江四季	杭州	住宅	10.54	45.00	36.91	10.23	--	--	--	20.00
54	明石东潮府	杭州	商住	9.35	24.00	17.52	8.85	--	--	--	33.00
55	乐清悦虹湾	乐清	住宅	19.58	28.00	15.93	18.63	--	--	--	50.00
56	锦翠蓝庭	金华	住宅	7.01	12.00	7.63	6.73	--	--	--	50.00
57	悦景园	温岭	商住	11.18	19.00	13.58	10.81	--	--	--	33.00
58	温州悦虹湾	温州	商住	9.38	30.00	22.94	9.03	--	--	--	50.00
合计		--	--	913.03	2200.31	1664.31	796.38	412.35	--	--	--

注：部分项目尚未符合销售条件；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

总体看，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，但公司权益占比较低；合作开发模式可缓解在建项目未来投资压力，但考虑到2018年以来公司拿地规模较大，随着后续开发项目的建设投入以及未来拿地投入，综合来看，公司资金压力将显著增加。

项目销售情况

近三年，公司签约销售面积及销售金额持续增长，2018年公司签约销售面积和金额分别达96.08万平方米和400.90亿元。从签约销售均价上看，公司房屋销售平均价格也呈持续上涨态势，由2016年的2.44万元/平方米大幅上涨至2018年的4.18万元/平方米；2019年前三季度，签约销售均价下滑至2.81万元/平方米，主要系销售项目中三线、四线城市项目占比提升所致；截至2019年9月底，公司销售均价较高的项目包括武林壹号、信达一品、翡翠海岸、上品南星、御品等精装修项目。2018年以来，公司项目销售回款率有所下滑，2019年前三季度为90.12%。

表8 近年来公司项目销售情况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-9月
签约销售面积（万平方米）	87.24	89.46	96.08	133.84
签约销售金额（亿元）	212.98	305.60	400.90	376.14
签约销售均价	2.44	3.42	4.18	2.81

（万元/平方米）				
销售回款率（%）	98.14	99.12	92.83	90.12
结转收入面积（万平方米）	97.75	51.61	62.69	48.54
结转收入（亿元）	186.47	130.95	202.71	94.77

注：上表数据为并表口径
资料来源：公司提供

截至2019年9月底，全口径在建项目可售面积合计796.38万平方米（详见表7），公司权益可售面积329.99万平方米（占41.46%）。同期，在建项目取得预售许可证的面积合计675.19万平方米，其中尚未销售面积为262.84万平方米，按照已售部分的销售均价测算，预计未来可售货值约721.24亿元。此外，在建项目中尚未取得预售许可证的项目预计未来可售面积为112.29万平方米，尚未开发的土地储备计容规划建筑面积为258.75万平方米。总体看，公司储备项目规模较大。

截至2019年9月底，公司在售项目数量较多，部分项目去化率较低，其中壹号院、大江名筑、锦绣之城、乐清金色家园、曙光之星项目为分期开发销售，已开盘部分销售情况较好；温州万家花城、温岭玖珑春晓、曙光之星、海语天下、十里春晓项目开盘时间较晚；悦虹湾、锦粼府、锦宸府项目目前已经清盘；温州壹号项目尚未开盘部分较多；同协金座、温州之翼、定山海花园、温岭铂金海岸项目去化相对较慢；公司在售项目整体去化情况良好。

总体看，近三年公司销售金额持续增长，

2018年以来公司销售回款率有所下降；公司在售项目整体去化情况良好；储备项目规模较大，在房地产严控政策背景下，若未来销售不达预期，将对公司资金形成占用；公司在售项目区域集中度较高，易受单一区域市场波动影响。

3. 酒店业务

近三年，酒店业务收入分别为1.63亿元、1.57亿元和1.49亿元。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。

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%以上，入住率较高；但客房均价稳定上升。

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。2016—2018年，该酒店入住率略有波动，维持在47%左右，酒店客房均价呈下降趋势，主要系千岛湖酒店竞争激烈，并且受季节影响较大。

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。

4. 其他业务

公司其他业务主要包括代建业务和持有型物业出租业务。

代建业务

近年来，公司依托房地产主业的品牌优势发展代建业务，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。截至2019年9月底，公司承接的政府拆迁安置代建项目2个，项目建筑面积合计21.59万平方米，预计代建收入0.34亿元，已累计确认收入0.05亿元。

此外，对于公司负责操盘的合作开发项目，公司将按照合同约定收取一定比例的管理费作为代建业务收入。

2016—2018年，公司代建业务分别实现营业收入2.55亿元、3.26亿元和5.37亿元，呈现增长态势，主要系公司负责操盘的合作开发项目逐年增加所致。

持有型物业出租业务

公司持有型物业主要包括写字楼、商铺等，出租业务的运营主体为公司本部及杭州滨江房屋资产管理有限公司。公司持有物业主要集中于杭州，随着公司业务规模的扩大，公司持有的物业逐步增多。

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、凯旋门底商等，2018年底公司持有物业资产可租面积17.73万平方米，平均出租率为80%，租金一般按月结算。

2016—2018年，公司持有型物业出租业务分别实现营业收入1.41亿元、1.48亿元和1.53亿元，呈现逐年增长态势。

总体上看，公司其他业务可为公司盈利形成一定补充；公司代建项目主要为品牌输出，如若代建项目出现工程和质量问题，将对公司的声誉、品牌与市场形象造成不利影响；公司持有物业计入投资性房地产并且以成本法计量，增值空间较大。

5. 经营效率

2016—2018年，公司流动资产、总资产周转次数波动下降，存货周转次数逐年下降，2018年上述指标分别为0.32次、0.29次和0.35次。通过与93家房地产企业经营效率指标均值对比，公司经营效率高于行业平均水平。

表9 截至2018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	流动资产周转率	总资产周转率
滨江集团	0.35	0.32	0.29
平均值	0.29	0.27	0.21

注：上表平均值为 AA+、AAA 级别房地产企业经营效率指标均值，其中 AA+ 级别企业 48 家、AAA 级别企业 45 家
资料来源：Wind

6. 未来发展

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

总体看，公司未来发展规划明确，项目储备规模有助于经营目标的实现。

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”）之间的深圳龙华区安丰工业区地块城市更新改造项目未能推进，滨江集团决定退出该项目合作并要求安远控股归还本金总额为11.6亿元的融资款。因安远控股未能提供令人信服的还款计划，滨江集团已向浙江省高级人民法院提起诉讼，并已收到浙江省高级人民法院受理案件的通知书。

滨江集团的诉讼请求主要包括解除合作协议，安远控股归还融资款本金及利息，连带责任人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。民事调解书主要包括解除原合作协议、安远控股承诺归还融资贷款本金及利息，连带责任担保人对债务本息承担连带保证责任，债权人有权折价、拍卖或变卖质押股权、质押电费收益权、抵押房产等事项。

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

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016—2018 年财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见审计结论。公司 2019 年 1—9 月财务报表未经审计。

财政部印发《关于印发修订〈企业会计准则第 16 号-政府补助〉的通知》《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》《财政部关于印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》和《关于 2018 年度一般企业财务报表格式有关问题的解读》等，公司根据相关要求进行了会计政策变更。

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

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 1150.65 亿元，所有者权益合计 214.26 亿元（含少数股东权益 55.10 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 99.39 亿元，利润总额 24.42 亿元。

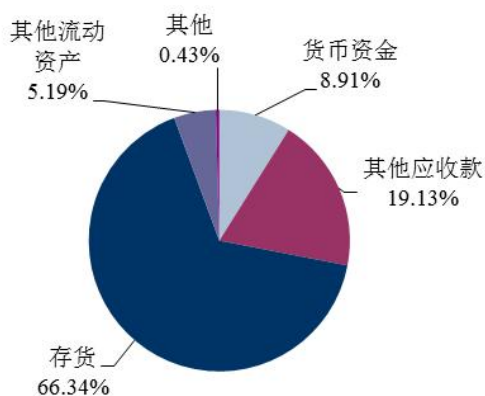
2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 32.93%。截至 2018 年底，公司资产总额 875.52 亿元，较上年底增长 45.33%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 92.13%，非流动资产占 7.87%。公司资产构成以流动资产为主，符合房地产开发企业的特征。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 35.33%。截至 2018 年底，公司流动资产 806.66 亿元，较上年底增长 51.87%，主要系存货增长所致。截至 2018 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 8.91%）、其他应收款（占 19.13%）和存货（占 66.34%）构成。

图 3 截至 2018 年底公司流动资产构成



注：“其他”包括应收账款和预付账款等
资料来源：根据公司财务报告整理

2016—2018 年，公司货币资金波动下降，

年均复合下降 10.58%。截至 2018 年底，公司货币资金合计 71.90 亿元，较上年底下降 24.96%，主要系公司拿地支出及偿还债务规模增加所致；公司货币资金主要由银行存款（占 99.69%）构成。截至 2018 年底，使用权受限的货币资金共计 0.12 亿元，主要为代建项目保函保证金，占货币资金总额的 0.17%，受限比率低。

2016—2018 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 46.16%，截至 2018 年底，公司其他应收款 154.30 亿元，较上年底增长 41.21%，主要系对联营、合营企业按公司持股比例提供除注册资本外的项目投入款以及支付大额政府保证金增加所致。截至 2018 年底，单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款为应收安远控股合作项目融资款，坏账准备计提金额为 7.24 亿元。截至 2018 年底，公司其他应收款坏账准备余额为 13.50 亿元，综合计提比例为 8.04%。截至 2018 年底，公司其他应收款额前五名合计占当期其他应收款余额的比例为 42.02%，集中度较高。

表 10 截至 2018 年底公司其他应收款金额前五名情况
(单位：亿元、%)

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

注：合计小数后两位差异为四舍五入导致

资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司存货规模波动增长，年均复合增长 42.70%。截至 2017 年底，公司存货为 241.49 亿元，较上年底下降 8.10%，主要系部分项目完工交付结转成本所致。截至

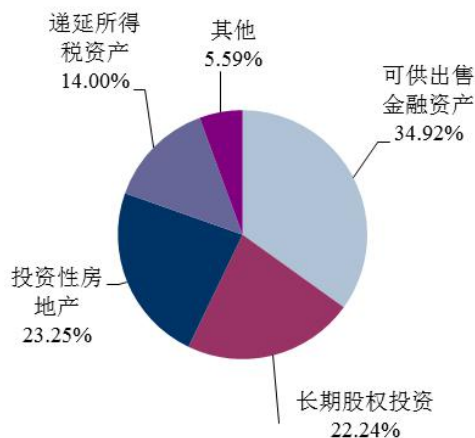
2018 年底，公司存货 535.14 亿元，较上年底增长 121.60%，主要系公司新获取土地项目及新开工项目增加所致。截至 2018 年底，公司存货主要由开发成本（占 95.86%）和开发产品（占 4.14%）构成；公司所有权或使用权受限的存货账面价值合计 266.28 亿元，为借款提供抵押担保，占期末存货账面价值的 49.76%，占比较高。公司存货主要集中在杭州市，受当地房地产市场严控政策影响，公司存货面临一定的去化压力。

公司其他流动资产主要包括预缴税金、预付土地款和信托理财产品等。2016—2018 年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长 35.33%，主要受预付土地款变动影响。截至 2018 年底，公司其他流动资产为 41.86 亿元，较上年底下降 48.64%，主要系本期预付土地款减少所致。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长 11.90%。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 68.86 亿元，较上年底下降 3.40%，主要系长期应收款减少所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 34.92%）、长期股权投资（占 22.24%）和投资性房地产（占 23.25%）构成。

图 4 截至 2018 年底公司非流动资产构成



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

2016—2018 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 21.23%。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产为 24.04 亿元，较上年底下降 7.85%，投资企业主要包括上海湘府房地产开发有限公司（7.98 亿元，持股比例 10.00%）、PROLOGIUM HOLDING INC.（3.22 亿元，持股比例 11.63%）、北京中联康生物科技股份有限公司（1.50 亿元，持股比例 20.00%）、上海崇置城市建设发展合伙企业（有限合伙）（2.69 亿元，持股比例 11.67%）和杭州沃安供应链管理有限公司（1.00 亿元，持股比例 10%）等。

截至 2018 年底，公司长期应收款较上年底下降 100%，主要系信托计划部分收回，部分改列至其他应收款所致。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 15.32 亿元，较上年底增长 367.10%，主要系对联营企业投资增加所致。

2016—2018 年，公司投资性房地产有所下降，年均复合下降 7.36%。公司投资性房地产采用成本法计量。截至 2018 年底，公司投资性房地产账面价值合计 16.01 亿元，累计折旧和累计摊销期末余额为 4.68 亿元。公司投资性房地产主要为部分开发项目留存的商铺和写字楼；公司使用权或所有权受限的投资性房地产账面价值合计 15.24 亿元，为借款提供抵押担保，占期末投资性房地产账面价值总额的 95.23%。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 1150.65 亿元，较 2018 年底增长 45.33%，主要系货币资金、存货、其他应收款及投资性房地产大幅增长所致。其中，公司货币资金 116.43 亿元，较 2018 年底增长 61.95%，主要系当期销售取得资金增加所致；其他应收款 205.10 亿元，较 2018 年底增长 32.92%，主要系联营企业往来款增加所致；存货 678.30 亿元（其中开发产品 26.88 亿元、开发成本 651.41 亿元），较 2018 年底增长 26.75%；投资性房地产 29.50 亿元，较 2018 年底增长 84.26%，主要系美国西雅图

公寓及酒店资产达到预定可使用状态由存货转入投资性房地产所致。

截至 2019 年 9 月底，公司受限资产规模为 336.18 亿元，受限资产占资产总额的 29.22%，受限比率一般。

表 11 截至 2019 年 9 月底公司受限资产情况
(单位：万元)

项目	账面价值
货币资金	310.13
固定资产	36924.29
存货	3041502.11
投资性房地产	280123.17
无形资产	2917.10
合计	3361776.81

资料来源：公司提供

总体看，公司资产规模快速增长，以流动资产为主；流动资产中货币资金较充裕，存货款占比高，由于近年来房地产行业受宏观政策调控影响，公司存货或将面临一定周转和跌价风险，公司与合营联营房地产企业之间往来款规模较大，存在一定回收风险；公司投资性房地产以成本法计量，存在一定升值空间；2018 年其他应收款计提坏账准备金额较大，对公司盈利有一定影响；综合看，公司资产质量较好。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长 10.80%。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 193.14 亿元，较上年底增长 18.06%，主要系未分配利润及少数股东权益增长所致。截至 2018 年底，公司未分配利润 87.89 亿元，较上年底增长 11.04%；少数股东权益 40.53 亿元，较上年底增长 94.70%，主要系合作开发项目增加所致。同期，公司所有者权益中股本、资本公积、未分配利润和少数股东权益占比较高，分别为 16.11%、11.95%、45.51% 和 20.99%。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益合计 214.26 亿元，较 2018 年底增长 10.93%，主要

系少数股东权益和未分配利润增长所致；所有者权益中少数股东权益占比较 2018 年底上升 4.73 个百分点至 25.72%。

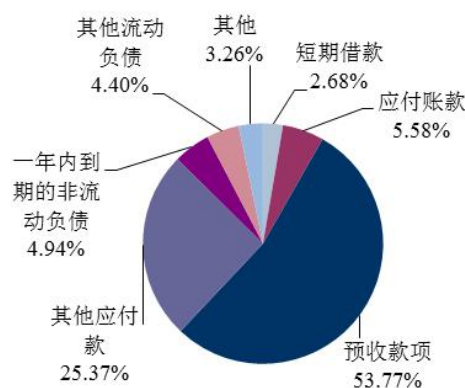
总体看，随着公司业务规模的扩大，合作开发项目增加，少数股东权益规模快速增长；公司权益结构稳定性较弱。

负债

2016—2018 年，公司负债规模快速增长，年均复合增长 42.06%。截至 2018 年底，公司负债合计 682.38 亿元，较上年底增长 55.50%，主要系其他应付款和长期借款增长所致。其中，流动负债占 68.81%（较上年底下降 12.80 个百分点），非流动负债占 31.19%，以流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 31.47%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 469.53 亿元，较上年底增长 31.10%，以预收款项（占 53.77%）和其他应付款（占 25.37%）为主。

图 5 截至 2018 年底公司流动负债构成



注：“其他”包括应交税费和应付职工薪酬等
资料来源：根据公司财务报告整理

2016—2018 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 12.74%。截至 2018 年底，公司预收款项合计 252.47 亿元，较上年底下降 1.30%。公司预收款项主要为各房地产项目的预售款，房屋预售款将于交房时结转收入。2018 年公司预收售房款大幅增加，对未来结转收入

提供有力支撑。

2016—2018 年，公司其他应付款波动中有所增长，年均复合增长 94.06%，主要系合作开发项目合作方投入款增长所致。截至 2018 年底，公司其他应付款 119.10 亿元，较上年底增长 110.65%，主要系关联方拆借款较上年底增加 61.39 亿元所致；其中，账龄在 1 年以上的重要其他应付款占其他应付款的 9.22%，主要为未完工项目合作方投入款，伴随合作项目实现销售，公司将根据销售进度逐步支付该款项。

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

截至 2018 年底，公司其他流动负债 20.65 亿元，主要包括短期应付债券和联营企业未实现利润。短期应付债券为发行额度 9 亿元的“18 滨江房产 CP001”和发行额度 9 亿元的“18 滨江房产 CP002”。

2016—2018 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 78.95%，主要系长期借款和应付债券增长所致。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 212.85 亿元，主要由长期借款（占 60.84%）和应付债券（占 36.58%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 103.74%。截至 2018 年底，公司长期借款 129.49 亿元，较上年底大幅增长 564.17%，主要系公司业务规模扩大，融资需求增加所致。截至 2018 年底，公司长期借款由抵押借款（占 22.45%）、抵押兼保证借款（占 77.50%）和保证借款（占 0.05%）构成。从期限构成来看，公司长期借款主要集中在 2021 年到期。

表 12 公司长期借款到期情况

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

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司应付债券余额77.86亿

元，较上年底增长39.01%。公司存续债券主要集中在2020年和2021年兑付。

表 13 截至 2018 年底公司存续债券明细

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

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月底，公司负债合计 936.38 亿元，较上年底增长 37.22%，主要来自预收账款的增长。其中，公司流动负债比重上升至 79.28%。截至 2019 年 9 月底，公司预收款项 492.35 亿元，较上年底增长 95.01%，主要系预收售房款增加所致；一年内到期的非流动负债 56.15 亿元，较上年底增长 142.02%，主要系长期借款及应付债券将在一年内到期调整至该科目所致；其他流动负债 37.72 亿元，较上年底增长 82.66%，主要系本期公司发行额度为 9 亿元的“19 滨江房产 CP001”和额度为 8 亿元的“19 滨江房产 CP002”；公司应付债券 56.46 亿元，较上年底下降 27.49%，主要系将本金为 21.00 亿元的“17 杭滨江 MTN001”调整至一年内到期非流动负债所致。

本评级报告已将其他应付款中的有息部分及其他流动负债中的短期应付债券调整至短期债务核算，将长期应付款中的有息部分调整至长期债务。2016—2018 年，公司调整后有息债务规模波动增长，年均复合增长 70.61%。截至 2018 年底，公司调整后有息债务规模为 291.81 亿元，较上年底大幅增长 204.28%；有息债务构成以长期债务（占 72.94%）为主，较 2017 年底下降 11.21 个百分点。

2016—2018 年，公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率呈增长态势，上述指标三年加权均值分别

为 74.47%、48.96%和 42.06%，2018 年分别为 77.94%、60.17%和 52.43%，较上年分别上升 5.10 个、23.22 个和 19.39 个百分点。2018 年，公司债务规模快速攀升，债务负担加重。

图 6 近年公司债务情况



资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2019 年 9 月底，公司调整后付息债务总额 302.01 亿元，较 2018 年底增长 16.06%，其中短期债务占比上升至 35.75%，长期债务占 64.25%。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 81.38%、58.50%和 47.53%，较 2018 年底分别上升 3.44 个、下降 1.68 个和下降 4.90 个百分点，债务规模较 2018 年底小幅下降，但短期债务占比提升。截至 2019 年 9 月底，公司长期债务 194.05 亿元，主要集中于 2021 年到期，到期规模为 105.88 亿元。

表 14 公司长期债务未来到期情况

年份	到期规模 (万元)
2020 年	354400.00
2021 年	1057796.17
2022 年及以后	528310.36

注：长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款中的付息部分

资料来源：公司提供

总体看，公司负债结构与资产结构较为匹配；公司负债以刚性债务为主，短期债务规模比重大幅上升；2018 年以来随着公司业务规模的扩张，债务规模快速攀升，债务负担加重；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

2016—2018 年，公司营业收入波动中有所增长，年均复合增长 4.19%。2018 年，公司实现营业收入 211.15 亿元，同比增长 53.30%，主要系公司项目交付结转收入同比增加所致。结转项目包括武林壹号部分楼宇、华家池住宅及商业部分、东方星城住宅、平湖万家花城部分住宅、锦绣之城住宅及湘湖壹号等项目。近三年，公司营业成本波动下降，年均复合下降 3.53%，2018 年为 135.68 亿元（同比增长 41.53%）。2016—2018 年，归属于母公司的净利润占比分别为 70.97%、74.09%和 38.61%，2018 年归属于母公司的净利润占比大幅下降，主要系公司为扩大业务规模，合作开发项目增加所致。

期间费用方面，2016—2018 年，公司期间费用快速增长，年均复合增长 49.17%。2018 年公司期间费用合计 12.73 亿元，同比增长 110.90%，主要系财务费用增长所致。2018 年，公司销售费用 3.07 亿元，同比增长 99.31%，主要系本期新增楼盘所致。2018 年，公司财务费用 6.57 亿元，同比增长 211.92%，主要系利息支出增加所致。2016—2018 年，公司费用收入比分别为 2.94%、4.38%和 6.03%，公司费用控制能力较强。

近三年，公司资产减值损失快速增长，年均复合增长 203.14%。截至 2018 年底，公司资产减值损失 8.08 亿元，同比增长 570.29%，主要系本期对应收安远控股合作项目融资款计提 7.24 亿元坏账准备所致。公司投资收益主要受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影响，近三年分别为 0.76 亿元、5.82 亿元和 -1.05 亿元。

2016—2018 年，公司利润总额快速增长，三年分别为 28.16 亿元、29.27 亿元和 42.41 亿元。

图7 2016—2018年公司盈利情况



资料来源：根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2016—2018年，公司营业利润率和净资产收益率呈上升趋势，三年加权均值分别为24.40%和14.90%，2018年为30.42%和16.32%（分别同比上升8.25个和2.20个百分点）；总资本收益率波动幅度较大，分别为8.34%、9.96%和8.17%。

2019年1—9月，公司实现营业收入和利润总额分别为99.39亿元和24.42亿元，较上年同期分别下降18.75%和增长4.08%，利润总额同比增长系投资收益增加所致。同期，公司营业利润率为32.70%，较2018年上升2.28个百分点；投资收益3.47亿元，较上年同期增加4.53亿元，主要系本期对联营企业的投资收益增加所致。

总体看，近三年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，2016—2018年公司经营活动现金流入量分别为219.43亿元、199.88亿元和221.95亿元。经营活动现金流入量主要为销售商品、提供劳务收到的现金，近三年分别为219.43亿元、199.88亿元和221.95亿元。2016—2018年公司经营活动现金流出量主要受公司土地支出及房地产开发投入金额影响，近三

年分别为88.12亿元、165.58亿元和361.35亿元，年均复合增长102.50%。2016—2018年经营活动产生的现金流量净额分别为131.31亿元、34.30亿元和-139.40亿元。公司2018年销售回款速度放缓，并且拿地支出增大，公司经营现金流有所趋紧。

投资活动方面，2016—2018年公司投资活动现金流入量快速增长，分别为13.59亿元、463.13亿元和34.78亿元，2017年大幅增长主要系收回理财产品所致。2016—2018年公司投资活动的现金流出主要受合作项目财务资助款支出及金融产品投资影响，分别为94.27亿元、502.91亿元和109.20亿元，2017年大幅增长主要系当期公司购买理财产品增加所致。2016—2018年公司投资活动现金流量净额分别为-80.68亿元、-39.78亿元和-74.42亿元。

2016—2018年，公司筹资活动前现金流量净额分别为50.63亿元、-5.48亿元和-213.82亿元，随着公司业务规模的扩张，拿地支出大幅增加，公司经营活动现金流无法满足投资需求。

筹资活动方面，2016—2018年公司筹资活动产生的现金流入分别为75.50亿元、102.94亿元和313.86亿元，近三年快速增长主要系借款规模增加以及收到合作项目外部股东财务资助款增加所致。2016—2018年公司筹资活动产生的现金流出分别为72.50亿元、90.91亿元和124.39亿元，主要由归还银行借款、偿还所发行债券、归还项目合作款及分配股利构成。2016—2018年公司筹资活动现金流量净额分别为3.00亿元、12.02亿元和189.48亿元。近三年，随着业务规模的快速扩张，公司融资规模快速提升。

2019年1—9月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为61.81亿元、-2.47亿元和-14.96亿元。公司预售楼盘较上年同期增加，销售商品、提供劳务收到的现金同比增长99.24%至294.26亿元，经营活动现金流体现为净流入；公司收回拆借款增

加使得收到其他与投资活动有关的现金同比增长 205.14%至 77.72 亿元,支付拆借款减少使得支付其他与投资活动有关的现金同比下降 40.35%至 69.68 亿元,投资活动现金流量净额同比增加 85.56 亿元;公司取得借款收到的现金同比下降 56.04%至 84.33 亿元,由于偿还拆借款增加使得支付其他筹资活动有关的现金同比增加 204.24 亿元至 94.77 亿元,筹资活动产生的现金流量净额同比减少 176.92 亿元。

总体看,随着公司销售规模扩大,近三年公司销售回款速度放缓,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,公司融资规模快速提升,未来随着储备土地后续开发及拿地投入,公司将面临较大的融资压力;2019 年前三季度,公司预售楼盘增加,销售商品、提供劳务收到的现金保持较大规模。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2016—2019 年 9 月底,公司流动比率分别为 162.14%、148.31%、171.80%和 141.61%,速动比率分别为 65.40%、80.88%、57.83%和 50.24%。2016—2018 年,公司经营现金流动负债比分别为 48.34%、9.58%和-29.69%。2016—2018 年及 2019 年 9 月底,公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数分别为 2.71 倍、6.30 倍、0.91 倍和 1.12 倍。随着公司业务规模的扩张,公司拿地支出大幅增加,经营活动现金净流量大幅下降,但考虑到公司销售回款及现金类资产规模较大,公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力看,2016—2018 年,公司 EBITDA 分别为 31.53 亿元、33.26 亿元和 51.69 亿元,EBITDA 利息倍数分别为 7.43 倍、8.14 倍和 3.91 倍;全部债务/EBITDA 分别为 3.18 倍、2.88 倍和 5.65 倍。整体看,伴随债务规模的快速攀升,公司长期偿债能力较强但有所下降。

截至 2019 年 9 月底,公司共获得金融机构

授信总额 451.07 亿元,未使用的授信额度为 264.74 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。融资成本方面,截至 2019 年 6 月底,公司整体融资成本为 5.6%,融资期限结构及融资成本区间详表 15,公司综合融资成本相对较低。

表 15 截至 2019 年 6 月底公司融资成本情况

项目	期末余额	融资成本区间	期限结构
银行贷款	174.37 亿元	4.57%-8.00%	1 年内到期: 43.30 亿元
			长期借款: 131.08 亿元
中期票据	51.00 亿元	4.99%-6.50%	一年内到期: 21.00 亿元
			长期票据: 30.00 亿元
公司债券	27.00 亿元	3.46%-5.80%	5 年
短期融资券	35.00 亿元	4.10%-6.19%	365 天

资料来源:公司 2019 年半年度报告

对外担保方面,截至 2019 年 9 月底,公司对外担保合计 80.21 亿元,全部为公司向购房人提供的按揭担保。从以往历年的情况来看,公司没有发生由于上述担保连带责任而发生重大损失的情形,公司或有负债风险小。

7. 公司本部(母公司)财务分析

截至 2018 年底,公司本部资产合计 375.81 亿元,其中流动资产占 76.82%,非流动资产占 23.18%。截至 2018 年底,公司本部流动资产 288.70 亿元,主要由货币资金(3.38 亿元)和其他应收款(277.48 亿元)等构成。同期,非流动资产 87.11 亿元,主要由可供出售金融资产(12.38 亿元)和长期股权投资(67.19 亿元)等构成。截至 2019 年 9 月底,公司本部资产总计 397.18 亿元,其中流动资产 291.65 亿元,非流动资产 105.53 亿元。

截至 2018 年底,公司本部负债合计 243.50 亿元,其中流动负债占 65.31%,非流动负债占 34.69%;同期,公司本部有息债务为 84.61 亿元,其中长期债务为 84.46 亿元。截至 2018 年底,公司流动负债 159.04 亿元,主要由其他应付款(134.78 亿元)和其他流动负债(20.25 亿元)等构成。同期,非流动负债 84.46 亿元,

由长期借款（6.60 亿元）和应付债券（77.86 亿元）构成。截至 2019 年 9 月底，公司本部负债合计 256.28 亿元，其中流动负债 188.29 亿元，非流动负债 67.99 亿元；同期，公司本部有息债务为 127.28 亿元，其中长期债务 67.99 亿元。

2018 年，公司本部营业收入 9.04 亿元，投资收益 8.04 亿元，利润总额 7.01 亿元。2019 年 1—9 月，公司本部营业收入 5.67 亿元，投资收益 6.74 亿元，利润总额 11.13 亿元。

2018 年，公司本部经营活动现金流入 8.16 亿元，经营活动净现金流为 3.35 亿元；投资活动净现金流-105.89 亿元；筹资活动净现金流 79.54 亿元。2019 年 1—9 月，公司本部经营活动、投资活动和筹资活动净现金流分别为 2.09 亿元、7.58 亿元和 0.01 亿元。

截至 2018 年底及 2019 年 9 月底，公司本部资产负债率分别为 64.79%和 64.52%，全部债务资本化比率分别为 44.21%和 47.46%；2018 年及 2019 年 1—9 月，营业利润率分别为 97.11%和 96.45%。

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

8. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（企业信用机构代码 G1033010400015770C），截至 2020 年 1 月 16 日，公司未结清信贷信息中不存在关注类和不良类信息；已结清信贷信息中有 1 笔 2009 年的欠息记录，公司已于欠息首次发生日结清欠息。

9. 抗风险能力

基于对房地产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、本期中期票据偿还能力及存续债券集中偿付压力分析

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 5.00 亿元，占公司 2019 年 9 月底调整后长期债务的 2.58%，全部债务的 1.66%，对公司现有债务结构影响较小。

截至 2019 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 81.38%、58.50%和 47.53%，若不考虑其他因素，本期中期票据发行后，上述指标将分别小幅上升至 81.46%、58.90%和 48.16%。考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还到期中期票据，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

2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为 219.43 亿元、199.88 亿元和 221.95 亿元，分别是本期中期票据发行额度的 43.89 倍、39.98 倍和 44.39 倍。同期，公司经营活动现金净流量分别为 131.31 亿元、34.30 亿元和 -139.40 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 26.26 倍、6.86 倍和 -27.88 倍。同期，公司 EBITDA 分别为 31.53 亿元、33.26 亿元和 51.69 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 6.31 倍、6.65 倍和 10.34 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力很强。

3. 集中偿付压力分析

若考虑部分债券附有回售选择权的情况，则测算单独年度最高偿付金额为 52.20 亿元（以下简称“测算额度”），集中偿付年度为 2020 年。2018 年，公司经营活动现金流入量为测算额度的 4.25 倍；经营活动现金净流量为测算额度的 -2.67 倍；EBITDA 为测算额度的 0.99 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对单独年度最高偿付额的保障能力较好。

表16 公司存续债券明细（单位：亿元）

证券名称	到期日期	下一行权日	债券余额
20 滨江房产 CP001	2021-01-09	--	9.00
19 滨江房产 MTN001	2022-11-07	--	9.00
19 滨江房产 CP003	2020-10-17	--	9.00
19 滨江房产 CP002	2020-03-15	--	8.00
18 滨江房产 MTN001	2021-03-15	--	21.80
17 滨江房产 MTN002	2020-12-15	--	8.20
17 滨房 01	2022-10-31	2020-10-31	6.00
17 杭滨江 MTN001	2020-02-28	--	21.00
16 滨房 01	2021-08-10	--	20.56

资料来源：Wind

期中期票据保障能力很强。

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，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

十一、 结论

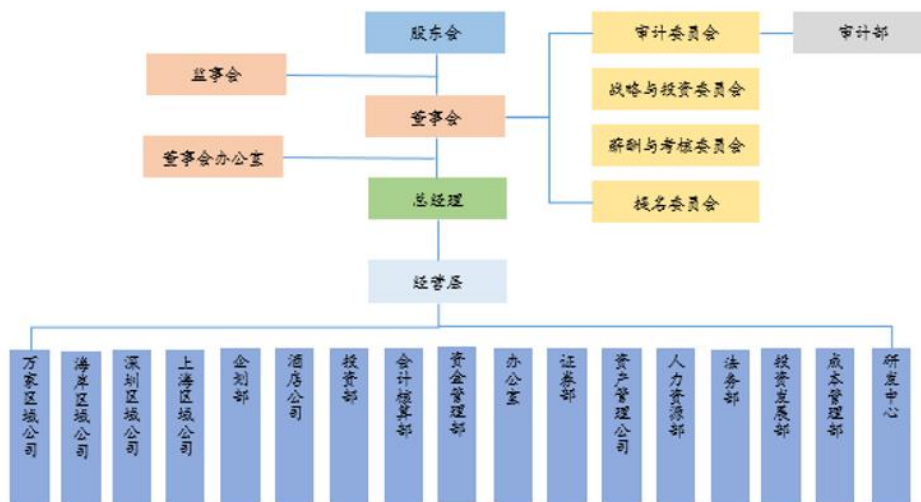
公司作为一家国内大中型上市房地产企业，在开发经验、区域竞争力、产品品质等方面具备竞争优势。公司项目主要分布在杭州等浙江省内城市，并逐步拓展至深圳及上海，项目储备质量较好，规模较大；公司在售项目整体去化情况良好。公司盈利能力较强，货币资金较充裕，融资渠道通畅；投资性房地产以成本法计量，存在一定升值空间。

联合资信也关注到公司房地产业务主要集中在杭州地区，存在一定的区域集中风险，当地房地产市场出台严控政策，公司项目可能面临一定的政策调整风险。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；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，随着储备土地后续开发，公司未来将面临较大的融资压力。因与深圳市安远控股集团有限公司诉讼事项，公司 2018 年对其他应收款计提坏账准备金额较大，对公司盈利有一定影响。

公司预收款项规模较大，未来随着在建房地产项目逐步竣工交房，公司收入有望增长。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司组织结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司合并报表范围内的子公司

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	杭州滨凯资产管理有限公司	房地产业	1000.00	100.00	100.00
2	杭州滨绿房地产开发有限公司	房地产业	6000.00	50.00	50.00
3	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
4	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
5	杭州滨江房产建设管理有限公司	服务业	1000.00	100.00	100.00
6	杭州滨江房屋资产管理有限公司	房地产业	2000.00	100.00	100.00
7	杭州滨润房地产开发有限公司	房地产业	1000.00	30.00	50.00
8	杭州滨江集团天目山商业管理有限公司	服务业	12000.00	100.00	100.00
9	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
10	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
11	平湖滨江房地产开发有限公司	房地产业	10000.00	35.10	50.00
12	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
13	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
14	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
15	绍兴滨江蓝庭置业有限公司	房地产业	1000.00	100.00	100.00
16	杭州滨江盛元房地产开发有限公司	房地产业	50000.00	50.00	50.00
17	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
18	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
19	杭州千岛湖滨江游艇有限公司	服务业	500.00	100.00	100.00
20.1	淳安千岛湖滨江旅行社有限公司	服务业	50.00	100.00	100.00
21	杭州友好饭店有限公司	服务业	5000.00	100.00	100.00
21.1	杭州友途旅行社有限公司	服务业	50.00	100.00	100.00
22	上海滨顺投资管理有限公司	投资	50000.00	100.00	100.00
22.1	香港	投资	UKD1000.00	100.00	100.00
22.1.1	BinShunLimitedLiabilityCompany	投资	USD60.00	100.00	100.00
22.1.1.1	BinjiangLimitedPartnership	投资	USD5940.00	100.00	100.00
22.1.1.1.1	BinjiangOthelloCorp	投资	USD1500.00	100.00	100.00
22.1.1.1.2	BinjiangShorelineCorp	投资	USD1500.00	100.00	100.00
22.1.1.1.3	BinjiangTowerCorp	投资	USD3000.00	100.00	100.00
22.1.1.1.3.1	POTALATOWERSEATILELLC	房地产业	USD5882.35	85.00	85.00
23	杭州滨江集团天目山开发建设有限公司	房地产业	54000.00	100.00	100.00
24	杭州新惠房地产开发有限公司	房地产业	2500.00	70.00	70.00
25	深圳滨安房地产开发有限公司	房地产业	2000.00	70.00	70.00
26	杭州滨创股权投资有限公司	投资管理咨询	10000.00	100.00	100.00
27	杭州滨通房地产开发有限公司	房地产业	500.00	26.00	50.00
28	杭州旭兆投资管理有限公司	投资	10.00	100.00	100.00
28.1	杭州滨旭置业有限公司	房地产业	10000.00	32.00	66.67
29	杭州滨保实业有限公司	房地产业	10000.00	50.50	50.50
30	杭州滨翰房地产开发有限公司	房地产业	5000.00	50.00	51.00

31	杭州滨昊实业有限公司	服务业	1000.00	51.00	51.00
31.1	温州滨致建设开发有限公司	房地产业	1000.00	51.00	51.00
32	杭州滨虹企业管理有限公司	服务业	2.00	100.00	100.00
33	杭州滨威企业管理有限公司	服务业	2.00	100.00	100.00
33.1	杭州滨瑞房地产开发有限公司	房地产业	5000.00	100.00	100.00
34	杭州滨朗企业管理有限公司	投资	2.00	100.00	100.00
34.1	杭州滨顺房地产开发有限公司	房地产业	5000.00	100.00	100.00
35	杭州滨欣房地产开发有限公司	房地产业	5000.00	50.0	51.00
36	杭州滨峙实业有限公司	投资	1000.00	100.00	100.00
37	杭州春盛置业有限公司	房地产业	1000.00	31.00	66.67
38	宁波金丹丰股权投资合伙企业（有限合伙）	服务业	--	99.68	99.68
39	上海吉劼创业投资合伙企业（有限合伙）	服务业	--	99.06	99.06
40	上海永绥创业投资合伙企业（有限合伙）	服务业	--	99.5935	99.59
41	深圳市爱义房地产开发有限公司	房地产业	10000.00	60.00	60.00
42	深圳市滨江建设管理有限公司	房地产业	5000.00	100.00	100.00
43	温岭盈石房产开发有限公司	房地产业	1000.00	50.00	66.67
44	杭州滨涛企业管理有限公司	投资	1000.00	67.00	67.00
45	杭州滨雅企业管理有限公司	投资	2.00	100.00	100.00
45.1	义乌滨锦房地产开发有限公司	房地产业	5000.00	92.00	92.00
45.1.1	义乌滨江壹品家园项目	房地产业	-	100.00	100.00
46	暖屋（杭州）租赁住房发展有限公司	服务业	5010.00	100.00	100.00
47	杭州滨宏房地产开发有限公司	房地产业	10000.00	50.9983	51.00
48	杭州滨济企业管理有限公司	投资	2000.00	45.00	80.00
48.1	乐清滨江房地产开发有限公司	房地产业	5000.00	45.00	80.00
49	花漾年华旅居置业（湖州）有限公司	房地产业	2000.00	70.00	70.00
50	杭州滨泰投资管理有限公司	投资	10.00	50.00	100.00
50.1	杭州滨融房地产开发有限公司	房地产业	10000.00	50.00	100.00
51	杭州滨星企业管理有限公司	投资	2.00	66.00	66.00
51.1	杭州滨宁房地产开发有限公司	房地产业	140000.00	66.00	66.00
52	杭州滨辰企业管理有限公司	投资	31.00	100.00	100.00
53	杭州滨熹投资管理有限公司	投资	2.00	100.00	100.00
54	杭州滨柏投资管理有限公司	投资	2.00	50.00	100.00
54.1	杭州滨恒房地产开发有限公司	房地产业	10000.00	50.00	100.00
55	杭州滨惠投资管理有限公司	投资	100000.00	50.00	50.00
55.1	杭州滨望房地产开发有限公司	房地产业	100000.00	50.00	50.00
56	杭州滨翼企业管理有限公司	投资	10.00	100.00	100.00
57	浙江新广发置业有限公司	房地产业	15000.00	100.00	100.00
58	杭州滨奇投资管理有限公司	投资	2.00	100.00	100.00
59	杭州滨华投资管理有限公司	投资	5010.00	60.00	60.00
60	杭州滨新资产管理有限公司	投资	1500.00	100.00	100.00
61	杭州滨丰投资管理有限公司	投资	2.00	100.00	100.00
62	上饶市滨桐置业发展有限公司	房地产业	10000.00	51.00	51.00
63	杭州滨格投资管理有限公司	投资	10.00	100.00	100.00
64	杭州滨上投资管理有限公司	投资	10.00	100.00	100.00
65	杭州滨南企业管理有限公司	投资	2.00	100.00	100.00

66	浙江超创投资管理有限公司	投资	1000.00	100.00	100.00
66.1	义乌滨信房地产开发有限公司	房地产业	5000	100.00	100.00
67	南通曙江房地产开发有限公司	房地产业	2000.00	35.00	100.00
68	杭州滨景投资管理有限公司	投资	20000.00	34.00	100.00
68.1	温岭滨岭房地产开发有限公司	房地产业	20000.00	34.00	100.00
69	杭州京滨置业有限公司	房地产业	5000.00	33.00	66.00
70	杭州滨睿企业管理有限公司	投资	10.00	100.00	100.00
71	杭州滨呈企业管理有限公司	投资	10.00	100.00	100.00
71.1	湖州滨晓置业有限公司	房地产业	2000.00	100.00	100.00
72	杭州滨筹企业管理有限公司	投资	10.00	100.00	100.00
72.1	杭州星瀚商务咨询有限公司	投资	40000.00	50.00	51.00
72.1.1	杭州星滨置业有限公司	房地产业	40000.00	50.00	51.00
73	杭州滨磊企业管理有限公司	投资	10.00	100.00	100.00
74	温州慕跃投资管理有限公司	投资	1000.00	50.00	100.00
74.1	温州璞悦房地产开发有限公司	房地产业	5000.00	50.00	100.00
75	杭州滨筑企业管理有限公司	投资	10.00	66.00	66.00
76	杭州滨碌企业管理有限公司	投资	10.00	100.00	100.00
76.1	杭州滨乾房地产开发有限公司	房地产业	10000.00	100.00	100.00
77	杭州滨盈企业管理有限公司	投资	10.00	100.00	100.00
77.1	杭州兴耀投资有限公司	投资	20000.00	26.00	100.00
77.1.1	杭州星信置业有限公司	房地产业	20000.00	26.00	100.00
78	杭州滨昕企业管理有限公司	投资	10.00	75.00	100.00
78.1	温岭滨锦房地产开发有限公司	房地产业	2000.00	75.00	100.00
79	杭州滨启企业管理有限公司	投资	10.00	100.00	100.00
80	杭州滨捷企业管理有限公司	投资	10.00	100.00	100.00
80.1	台州滨呈房地产开发有限公司	房地产业	9000.00	51.00	51.00
81	杭州滨研企业管理有限公司	投资	10.00	100.00	100.00
81.1	永康滨盛房地产开发有限公司	房地产业	5000.00	100.00	100.00
82	杭州滨瀚企业管理有限公司	投资	10.00	100.00	100.00
83	杭州滨嵘企业管理有限公司	投资	10.00	100.00	100.00
84	杭州滨颂企业管理有限公司	投资	10.00	100.00	100.00
85	杭州滨尹企业管理有限公司	投资	10.00	100.00	100.00
86	杭州滨弛企业管理有限公司	投资	10.00	100.00	100.00
87	杭州滨讯企业管理有限公司	投资	10.00	100.00	100.00
87.1	金华滨泽房地产开发有限公司	房地产业	10000.00	100.00	100.00
88	杭州滨迪企业管理有限公司	投资	10.00	100.00	100.00
89	杭州滨钥企业管理有限公司	投资	10.00	100.00	100.00
90	杭州滨纷企业管理有限公司	投资	10.00	100.00	100.00
90.1	金华滨润房地产开发有限公司	房地产业	10000.00	100.00	100.00
91	杭州滨洋企业管理有限公司	投资	3000.00	100.00	100.00

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	91.60	95.81	71.90	121.44
资产总额(亿元)	495.45	602.44	875.52	1150.65
所有者权益合计(亿元)	157.33	163.60	193.14	214.26
短期债务(亿元)	33.78	15.20	78.96	107.95
长期债务(亿元)	66.47	80.70	212.85	194.05
全部债务(亿元)	100.25	95.90	291.81	302.01
营业收入(亿元)	194.52	137.74	211.15	99.39
利润总额(亿元)	28.16	29.27	42.41	24.42
EBITDA(亿元)	31.53	33.26	51.69	--
经营性净现金流(亿元)	131.31	34.30	-139.40	61.81
财务指标				
销售债权周转次数(次)	187.47	79.05	80.38	--
存货周转次数(次)	0.51	0.38	0.35	--
总资产周转次数(次)	0.42	0.25	0.29	--
现金收入比(%)	112.39	144.59	104.31	296.07
营业利润率(%)	17.71	22.17	30.42	32.70
总资本收益率(%)	8.34	9.96	8.17	--
净资产收益率(%)	12.53	14.12	16.32	--
长期债务资本化比率(%)	29.70	33.03	52.43	47.53
全部债务资本化比率(%)	38.92	36.96	60.17	58.50
资产负债率(%)	68.25	72.84	77.94	81.38
流动比率(%)	162.14	148.31	171.80	141.61
速动比率(%)	65.40	80.88	57.83	50.24
经营现金流动负债比(%)	48.34	9.58	-29.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.43	8.14	3.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.18	2.88	5.65	--

注：1. 2019 年 1-9 月财务数据未经审计；2. 其他应付款中的有息债务及其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务及相关指标计算；
 3. 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 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.26	26.34	3.38	12.97
资产总额(亿元)	204.48	279.04	375.81	397.18
所有者权益(亿元)	110.30	126.38	132.31	140.90
短期债务(亿元)	0.50	9.15	20.40	59.29
长期债务(亿元)	34.28	61.76	84.46	67.99
全部债务(亿元)	34.78	70.91	104.86	127.28
营业收入(亿元)	9.17	5.36	9.04	5.67
利润总额(亿元)	4.85	19.93	7.01	11.13
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	0.12	-11.46	3.35	2.09
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.17	4.03	3.04	--
存货周转次数(次)	2.00	2.71	3.88	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.02	0.03	--
现金收入比(%)	70.83	122.18	59.47	77.30
营业利润率(%)	71.26	91.65	97.11	96.45
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	3.07	14.40	6.43	--
长期债务资本化比率(%)	23.71	32.83	38.96	32.55
全部债务资本化比率(%)	23.98	35.94	44.21	47.46
资产负债率(%)	46.06	54.71	64.79	64.52
流动比率(%)	220.58	233.07	181.52	154.90
速动比率(%)	220.51	233.03	181.52	154.89
经营现金流动负债比(%)	0.20	-12.60	2.10	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：1. 2019 年 1-9 月财务数据未经审计；2. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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%

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

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 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

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 2020 年度第二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。