

信用等级公告

联合〔2020〕1892号

杭州滨江房产集团股份有限公司：

联合信用评级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和拟面向合格投资者公开发行的 2020 年公司债券（第一期）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 AAA，评级展望为“稳定”

杭州滨江房产集团股份有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年三月二十二日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

杭州滨江房产集团股份有限公司

2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

本期债券信用等级：AAA
公司主体信用等级：AAA
评级展望：稳定
发行规模：不超过 6 亿元（含 6 亿元）
债券期限：不超过 3 年（含 3 年）
还本付息方式：按年付息、到期一次还本
评级时间：2020 年 6 月 24 日
主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	602.44	875.52	1,296.25	1,410.11
所有者权益（亿元）	163.60	193.14	224.12	232.20
长期债务（亿元）	80.70	212.85	220.60	269.35
全部债务（亿元）	95.90	291.81	350.66	400.41
营业收入（亿元）	137.74	211.15	249.55	37.81
净利润（亿元）	23.10	31.52	39.73	7.94
EBITDA（亿元）	33.26	51.69	65.74	--
经营性净现金流（亿元）	34.30	-139.40	26.21	-25.46
营业利润率（%）	22.17	30.42	27.73	36.89
净资产收益率（%）	14.40	17.67	19.04	--
资产负债率（%）	72.84	77.94	82.71	83.53
全部债务资本化比率（%）	36.66	57.99	61.01	63.30
流动比率（倍）	1.48	1.72	1.41	1.44
EBITDA 全部债务比（倍）	0.35	0.19	0.19	--
EBITDA 利息倍数（倍）	8.14	3.91	3.36	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	5.54	8.62	10.96	--

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. 其他应付款和其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，长期应付款中的有息债务已计入长期债务。3. 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对杭州滨江房产集团股份有限公司（以下简称“公司”）的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、区域竞争力和产品品质等方面具有竞争优势；公司在以杭州为主的浙江区域竞争力突出，产品品质较好，市场认可度高；公司项目储备质量较好，近年销售规模显著提升；公司融资渠道通畅，具有融资成本优势；受益以上因素，公司保持了较强的盈利能力。同时，联合评级也关注到公司业务区域集中度高，债务杠杆上升，面临补库存需求等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建房地产项目的开发完成和实现销售，公司规模有望进一步扩张。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司深耕杭州市场，区域竞争力较强。公司深耕杭州市，在杭州房地产市场处于优势地位，2019 年公司权益销售金额位居杭州销售榜榜首；区域竞争力强、品牌知名度高，具有较强的区域竞争力。

2. 公司项目储备质量较好，在售项目去化情况良好，销售规模显著提升。公司项目主要分布在杭州及浙江省内其他热点城市，并逐步拓展至上海及深圳，项目储备质量较好；受益于良好的去化情况，近三年，公司全口径销售收入快速增长。

3. 公司具备同业认可的开发运营能力，并形成了较强的成本控制能力、品牌竞争力和较好的项目合作能力。公司在品质、品牌和开发

能力等方面得到同行业认可，同时已经培养起配合度较高的合作方体系，为公司实现高品质、高效运营和良好的费用控制提供保障。

4. 公司盈利能力较强，融资渠道畅通，综合融资成本较低。公司毛利率保持较高水平，销售毛利率和总资产报酬率高于行业平均水平。公司未使用授信规模大，且债务期限分布均匀；融资渠道以银行和公开市场为主，无非标融资，综合融资成本低于行业平均水平。

关注

1. 公司业务存在一定的区域集中风险。公司房地产业务主要集中在杭州地区，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，企业盈利空间恐受到挤压。

2. 关注公司未来土地拓展。在销售提速及快运营策略的作用下，公司未开发土地储备规模一般，存在较大的补库存需求。

3. 公司债务负担提升。2018 年以来，公司债务规模快速增长，债务负担有所上升。

分析师

李 晶 登记编号（R0040212020001）

曹梦茹 登记编号（R0040218090002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告仅用于相关决策参考，并非是联合评级对本报告使用人进行投资、借贷等交易行为的建议，也不能作为本报告使用人进行投资等行为的依据。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

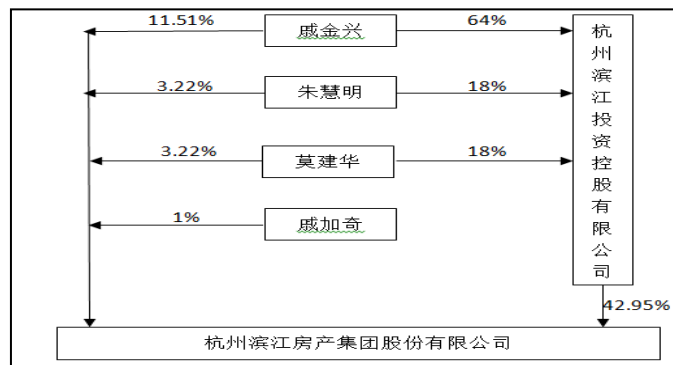
联合信用评级有限公司

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5,200万元。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，其全部权益由江干区计经委享有。1999年11月，经股权转让，江干区计经委出资中的480万元转由江干区国资局持有，占注册资本的40%；江干区计经委转让其余出资720万元，由戚金兴为代表的经营层集体认购，占注册资本的60%，其中，120万元出资（占注册资本10%）系代朱慧明持有，120万元出资（占注册资本10%）系代莫建华持有，60万元出资（占注册资本5%）系代王祖根持有。

2006年12月，滨江有限更名为杭州滨江房产集团股份有限公司，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2020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，为公司控股股东；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。截至2020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3.99亿股，占其持股数量的29.83%，占总股本的12.81%。

图1 截至2020年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：房地产开发，房屋建筑，商品房销售，水电安装，室内外装潢；含下属分支机构的经营范围；其他无需报经审批的一切合法项目（以工商登记机关核准为准）。

截至2020年3月底，公司设有成本管理部、投资发展部、投资部和资金管理部等职能部门（见附件1）；纳入合并范围内子公司共152家，在职员工共1,428人。

截至2019年底，公司合并资产总额1,296.25亿元，负债合计1,072.13亿元，所有者权益（含少数股东权益）224.12亿元，其中归属于母公司所有者权益165.67亿元。2019年，公司实现营业收入249.55亿元，净利润（含少数股东损益）39.73亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润16.31亿元；经营活动产生的现金流量净额26.21亿元，现金及现金等价物净增加额48.34亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额1,410.11亿元，负债合计1,177.92亿元，所有者权益（含少数股东权益）232.20亿元，其中归属于母公司所有者权益168.43亿元。2020年1—3月，公

司实现营业收入 37.81 亿元，净利润（含少数股东损益）7.94 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.78 亿元；经营活动产生的现金流量净额-25.46 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.87 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、本次（期）债券及债券募集资金用途

1. 本次（期）债券概况

经中国证监会于 2019 年 8 月 9 日印发的“证监许可〔2019〕1481 号”批复核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过 27 亿元的公司债券。本次债券名称为“杭州滨江房产集团股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券”，发行规模不超过 27 亿元（含 27 亿元），采用分期发行方式。本期债券名称为“杭州滨江房产集团股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券发行规模不超过 6.00 亿元（含 6.00 亿元）。本期债券期限不超过 3 年（含 3 年）。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券发行对象为持有中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司 A 股证券账户的合格投资者中的机构投资者。本期债券为固定利率债券，票面利率将由公司与簿记管理人按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金拟用于偿还“17 滨房 01”。

三、行业分析

公司为房地产开发企业，其收入几乎全部来源于房地产业务。

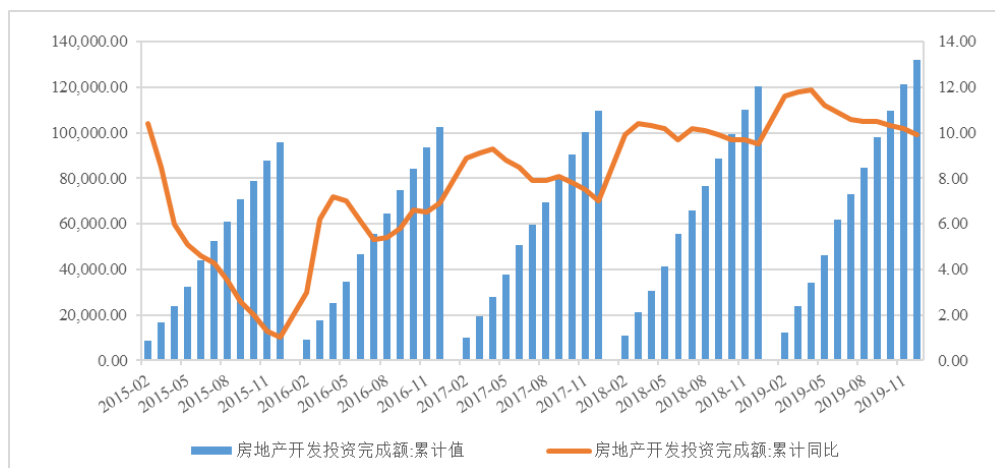
1. 行业概况

房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，房地产投资增速在 2017 年后均保持高位，但 2019 年二季度后投资虽在高位但已呈现下降趋势。

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过二十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 102,580.61 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上升 5.88 个百分点；2017 年，我国房地产开发投资 109,798.53 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控政策影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 个月回落 0.20 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高速增长下继续维持在高位。2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。

图2 2015—2019年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

2. 市场供需

（1）土地供应状况

2017年，受土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落；2018年后，房地产开发企业拿地趋于理性，土地溢价率继续走低。

土地是房地产开发企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、融资审批等手段限制房地产开发企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房地产开发企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

根据中指数据统计的全国300个城市土地市场数据，2017年，全国300个城市土地成交面积95,036万平方米，同比增长8%；土地出让金总额为40,623亿元，同比增长38%。其中，住宅用地成交面积35,433万平方米，同比增长24%；商办类用地成交土地面积10,225万平方米，同比减少10%。分城市来看，2017年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率均有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化。

2018年，土地供应量继续上扬，全国300个城市土地供应量128,440万平方米，同比增长20%；土地成交面积105,492万平方米，同比增长14%。其中，住宅用地成交面积38,931万平方米，同比增长10%；土地出让金总额为41,773亿元，同比微增2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房地产开发企业拿地趋于理性。分城市来看，2018年，一线城市供地节奏放缓，同比下降12%，成交指标均降，其中出让金总额下降12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

2019年，全国300个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二线城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。分城市来看，一线城市供求同比双涨，但楼面均价有所下滑，溢价率同比变化不大；二线城市供求小幅上涨，土地出让金总额和楼面均价分别同比增长28%和18%，溢价率较上年同期增加1个百分点；三四线城市供求、溢价率均出现一定程度下滑，土地出让金和楼面均价继续走高。

表 1 2017—2019 年全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
推出面积	111,907	128,440	129,816
同比	8	20	1
成交面积	95,036	105,492	106,568
同比	8	14	-1
出让金	40,623	41,773	50,294
同比	38	2	19
楼面均价	2,374	2,159	2,507
同比	26	-11	17
土地平均溢价率	29	13	13
同比	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点	下降 0.02 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理

（2）开发资金来源状况

2017 年房地产市场调控后融资环境再次趋紧，房地产开发企业资金压力较大；2018 年，货币政策结构性宽松，2019 年一季度房地产开发企业融资环境有所回暖，但二季度再遇收紧，房地产开发企业整体融资延续趋紧的政策方向。

2016 年宽松信贷政策后，2017 年房地产开发企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,052.62 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,241.76 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872.21 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770.46 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,693.57 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906.31 亿元，同比下降 2.00%。

2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房地产开发企业发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房地产开发企业加快回款所致。随着政策对房地产开发企业融资的限制，房地产开发企业自身造血能力对房地产开发企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松。

2019 年一季度，受益于多项稳经济、宽信用政策发力，房地产行业融资环境有所改善。2019 年 4 月开始，随着金融机构违规放款给房地产市场的事件频出，以及土地市场上高溢价地块的多次出现，房地产开发企业的融资环境开始有所收紧；2019 年 5 月以来，监管层收紧房地产开发贷款、信托借款和海外美元债等房地产开发企业重要融资渠道，融资端政策超预期收紧。2019 年，房地产开发企业到位资金 178,608.59 亿元，同比增长 7.60%，增速较上年提高 1.20 个百分点。其中国内贷款资金同比增长 5.10%，自 2019 年 8 月以来继续回落，在融资监管趋严预期下增速有收窄迹象；自筹资金同比增长 4.20%，继续低位运行；定金及预收款和个人按揭贷款分别同比增长 10.70% 和 15.10%，增速较前 11 月有所回升。

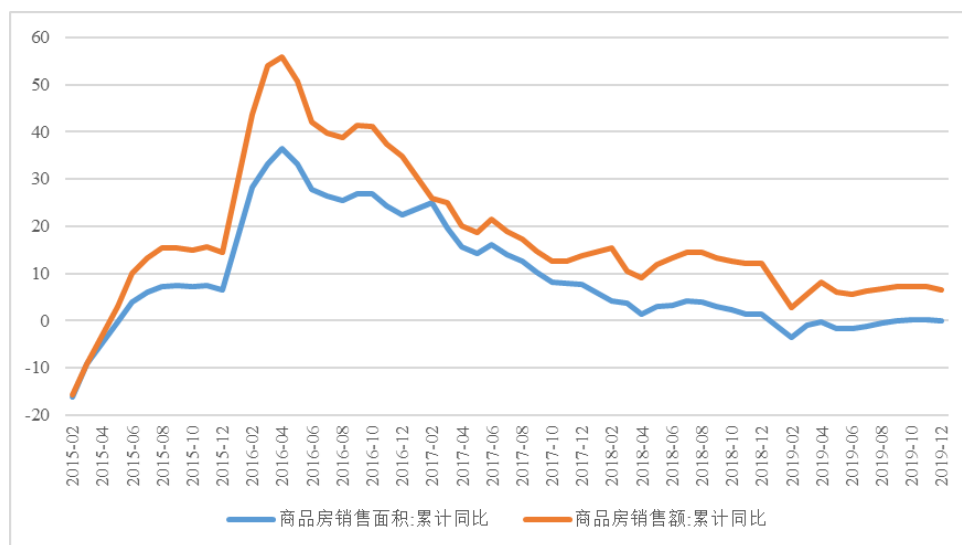
（3）市场供需情况

2017 年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布；2018 年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑，一、二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。2019 年，房地产销售面积虽负增长，但仍保持一定韧性，销售价格的稳定增长带动销售额继续创新高。

2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,407.82 万平方米，同比增长 7.70%，增速较上年大幅下降。其中城市间分化显现，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二

线城市房地产销售市场亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,483.73 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486.41 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923.00 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

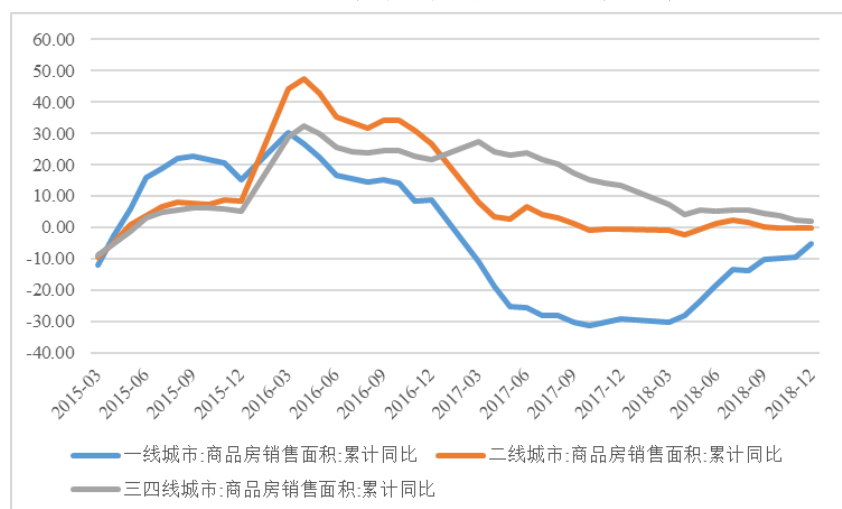
图 3 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级整理

2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，房地产销售面积及销售金额同比增速处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速较上年下滑 6.40 个百分点；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较上年下滑 1.50 个百分点。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年末减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年末增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图4 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）



注：二线城市数据用 Wind40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线城市数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一、二线数据进行模拟代替
资料来源：Wind，联合评级搜集整理

2019 年，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，较上年下降 1.4 个百分点，2018 年销售面积的历史高点基数效应导致 2019 年销售增速呈微幅负增长；全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点，销售额在售价逐渐走高的基础上，仍保持一定增长。2019 年，房地产开发企业房屋施工面积 893,820.89 万平方米，同比增长 8.70%，增速较上年增长 3.50 个百分点，主要系房企为加快资金回笼，加快施工速度所致；房屋竣工面积 95,941.53 万平方米，同比增长 2.60%。总体看，2019 年房地产市场销售下行压力中韧性前行。

（4）销售价格情况

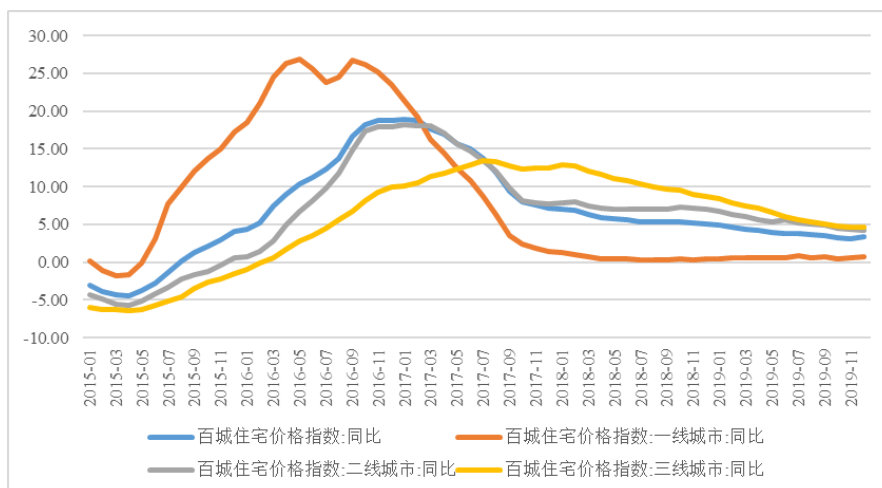
2017 年和 2018 年，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，三线城市价格增速降缓；2019 年，一线城市价格增速触底回升，二、三线城市价格增速继续下探，总体百城价格指数 2019 年虽有上涨但增速逐步回落。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓。其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

2018 年末，百城住宅价格指数中一线城市同比增长 0.40%、二线城市同比增长 7.08%、三线城市同比增长 8.71%，一、二、三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓。

2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，百城住宅价格指数同比增速自 2017 年 3 月以来继续收窄。其中，一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，2019 年末价格上涨 0.71%，较上年同期扩大 0.31 个百分点；二、三线城市住宅价格指数增速继续下探，二线城市 2019 年末价格指数同比收窄 2.84 个百分点，三四线代表城市 2019 年末价格指数同比收窄 4.11 个百分点。

图 5 2015—2019 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级整理

3. 行业竞争

随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长、企业分化加剧、行业集中度不断提高的发展态势。

2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 24.16%和 32.46%，分别较上年提高 5.44 和 7.23 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 2.84 和 3.82 个百分点，从侧面反映出优质城市资源不断向大型房地产开发企业倾斜的态势。2018 年，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。2019 年，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

表 2 2017—2019 年前 10 名与前 20 名房地产开发企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
前 10 大企业销售额占比	24.16	26.89	26.28
前 20 大企业销售额占比	32.46	38.32	37.14
前 10 大企业销售面积占比	15.38	19.08	19.95
前 20 大企业销售面积占比	20.03	25.74	27.07

资料来源：Wind，联合评级整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产开发企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势。据 CRIC 统计的 2019 年房地产开发企业销售额情况，碧桂园、万科地产、中国恒大和融创中国全口径销售额均步入 5,000 亿元，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿元；保利发展、绿地控股、中海地产迈入 3,000 亿元门槛；新城控股、世茂房地产、华润置地、龙湖集团、招商蛇口、阳光城、金地集团、旭辉集团进入 2,000 亿元阵营，另有 19 家房地产开发企业销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

表 3 2020 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	保利发展

2	碧桂园	7	龙湖集团
3	万科企业	8	新城控股
4	融创中国	9	华润置地
5	中海集团	10	广州富力

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

4. 行业政策

2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年中央多次会议继续坚持房住不炒、因城施策思路，继续推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展。2020年一季度，国家坚持“房住不炒”定位，地方因城施策较灵活。

2016年下半年，全国房地产市场继续升温，为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。一方面，预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2017年3月	2017年3月以来，全国一线及重点二、三线约30个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017年4月	住房和城乡建设部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017年7月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017年8月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017年10月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017年12月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018年3月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018年7月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，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。”
2018年12月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018年12月	2018年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019年1月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”
2019年3月	2019年3月《政府工作报告》提出“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”及“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”

2019年4月	中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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”
2019年5月	银保监会发布《“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23号），严查房地产违规融资
2019年7月	中央政治局会议提到“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”
2019年8月	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》（信托函〔2019〕64号），要求“加强房地产信托合规管理和风险控制，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”
2019年12月	中央经济工作会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展”
2020年3月	国务院发布了《关于授权和委托用地审批权的决定》，主要把两种审批权“下放”，一是将永久基本农田以外的农用地转为建设用地的审批权限“下放”到省、市、自治区；二是将永久基本农田转为建设用地和国务院批准土地征收审批权限“下放”到部分试点区域，首批试点省份为北京、天津、上海、江苏、浙江、安徽、广东、重庆，试点期限1年

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”。2017年12月，中央经济工作会议指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”。2017年，国家坚持“房住不炒”，并提出分类调控，因城因地施策。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，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。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产权证满2年后方可再次转让”。2018年12月，中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。临近2018年末，部分城市调控政策微调，但政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”；二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。针对2019年一季度部分城市房地产市场出现过热苗头，中央政治局在4月和7月的政治局会议上重申“房住不炒”，并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。银保监会接连在2019年5月和8月下发相应文件，对房地产融资进行控制；2019年12月，中央经济工作会议重申“房住不炒”基调。房住不炒和因城施策仍是主基调，各地政府应根据情况稳定当地房地产市场，确保房地产市场平稳健康发展。

2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020

年2月16日，财政部部长在《积极的财政政策要大力提质增效》一文中称，坚持“房住不炒”的定位，落实房地产长效管理机制，深入开展中央财政支持住房租赁市场发展试点、城镇老旧小区改造等工作，推动完善基本住房保障体系。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：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。同时，为了解决用地问题，国务院于2020年3月12日印发《关于授权和委托用地审批权的决定》，将土地审批权下放，赋予省级地方政府更多的自主权，使其能够因地制宜，自主调整土地利用空间布局。但国家并未对建设用地规模进行松绑，仍将从严从紧控制建设用地总规模。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

5. 行业关注

房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房地产开发企业融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产开发企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产开发企业存续债务可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

2019年两会及4月、7月的政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

中小房地产开发企业面临被整合风险

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，中小房地产开发企业面临较大的经营压力，面临被大型房地产开发企业收购整合风险。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 未来发展

调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

房地产行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、

现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

地产金融化、资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房地产开发企业通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房地产开发企业主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房地产开发企业加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

7. 杭州市经济发展及房地产市场概况

目前，公司项目主要位于杭州市及其周边地区，杭州市的经济发展水平及房地产市场状况对公司经营有重要影响。

（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，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。

2019 年，全市实现地区生产总值 15,373 亿元，比上年增长 6.8%，其中第一产业增加值 326 亿元，第二产业增加值 4,875 亿元，第三产业增加值 10,172 亿元，分别增长 1.9%、5.0%和 8.0%。

2019 年，全市居民人均可支配收入 59,261 元，增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 5.7%。按常住地分，城镇、农村居民人均可支配收入分别为 66,068 元和 36,255 元，增长 8.0%和 9.2%，扣除价格因素增长 4.8%和 5.9%。2017—2019 年，杭州全市每年的人口净增分别为 28.0 万人、33.8 万人和 55.4 万人，逐年增长。截至 2019 年底，杭州全市常住人口突破千万，达到 1,036.0 万人，比 2018 年底净增 55.4 万人。

（2）房地产市场情况

2019 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有所回落，但住宅销售均价持续增长；杭州房地产市场政策环境依旧偏严，房地产企业盈利空间受到挤压。

根据 Wind 数据，2019 年，杭州市供应住宅用地数量为 128 宗，同比增加 6 宗；住宅用地成交面积 495.76 万平方米，同比下降 11.75%；住宅用地成交土地规划建筑面积 1,157.12 万平方米，较 2018 年变化不大；住宅用地成交楼面均价 13,809.88 元/平方米，较 2018 年下降 11.29%。杭州土地政策持续收紧，土地溢价率逐步下调，并辅以“竞自持”“竞配建养老设施”“配建公租房”等措施

施。总体看，杭州市住宅用地规划建筑面积仍维持较大规模，住宅用地成交楼面均价同比回落，杭州市住宅土地市场仍较活跃。同时，杭州土地市场政策持续收紧，房地产企业盈利空间受到挤压。但由于一二手房价格严重倒挂，目前杭州房地产市场异常火爆。

根据杭州市统计局公布的数据，2019年，杭州住宅施工面积6,263万平方米，比上年增长1.7%；住宅新开工面积1,347万平方米，比上年下降15.3%；住宅竣工面积964万平方米，比上年增长14.5%；住宅销售面积1,284万平方米，比上年下降3.4%；住宅销售额3,406亿元，比上年增长5.2%；住宅销售均价2.65万/平方米，比上年增长8.6%。

2019年，浙江省楼市调控政策整体继续保持稳定。2019年1月7日，浙江省住房和城乡建设厅发布《关于促进建设行业民营经济发展的若干意见》，指出改进住房公积金缴存机制。在地方层面，2019年5月29日，杭州落户条件放松，杭州本科生、大专生可按最新政策正式办理落户，只需要满足以下3个条件：①在杭工作，社保缴纳1月以上且已到账；②专科35周岁以下，本科45周岁以下；③全日制大专、本科学历；同年6月29日，杭州首次出台土地“限房价、限地价”新政；7月，杭州首次出台了土地双限新政，所有地块在挂牌之时就有了明确的售价，精确到毛坯均价，最高均价以及精装修价格。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司开发经验丰富，产品品质突出，在杭州声誉高，具有较强的区域竞争优势；公司合作企业较优质、稳定。

公司开发经验丰富，品牌认知度高。公司自1996年成立以来，深耕杭州地区，为杭州地区知名房地产企业。公司先后开发“万家花园”“金色海岸”“金色家园”“武林壹号”等高品质项目，已建立包括采购、设计、开发、销售在内的一整套完整、独立的房地产开发业务经营体系。公司具有房地产开发一级开发资质，为全国民营企业500强。经过多年的发展，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。

公司产品品质获市场普遍认可，品牌形象较好。公司产品在高端精装修、环境营造，以及配套物业服务等方面的优势突出，树立了较好的品牌形象。公司推出的高端项目“金色海岸”，产品结合高端精装修概念、江景与建筑的融合度、样板房实地营销体验，成为浙江房地产市场精装修高端产品的代表；“金色家园”项目率先将热带风格园林引入杭州地区，获得市场的普遍认可，热带风格园林成为公司项目的标志性景观配置；“武林壹号”项目已成为浙江省最具代表性的豪宅项目之一。

公司已经形成自身的高效运营体系，开发运营能力得到同业认可。公司自成立以来，合作总包单位共有8家，均为特级及一级资质企业，其中有5家多年来长期合作，合作年限均在10年以上，最长的达25年以上。基于长期的合作了解和信任，合作方可以高度贯彻公司的意图，有助于在确保工程品质的同时实现相对紧凑的开发速度。由于合作链的长期联系，公司与各环节合作方之间、合作方与合作方之间亦能够较为高效配合，这也为公司项目开发高效运营提供有力保障。此外，公司与进入浙江的全国地产前20强中的15家企业都有合作，公司合作开发项目的95%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。

公司多年稳居杭州市场销售榜前列。2019年，公司全口径销售收入1,120.60亿元，较2018年增

长 31.82%。截至 2019 年底，公司可售货值 2,027 亿元。根据克而瑞发布的中国房地产企业全口径销售排行榜，公司 2017—2019 年分别位列第 34 位、第 37 位和第 31 位。公司连续多年位居杭州销售榜前列，2019 年权益销售金额位居榜首。

2. 人员素质

公司高级管理人员整体素质高，团队稳定性强。

截至2020年3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8人，其中总经理1人，常务副总经理2人，副总经理5人（其中1人兼任财务总监，1人兼任董事会秘书）。公司董事及高级管理人员均具有较为丰富的从业经历和管理经验，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况熟悉，并且高管团队稳定性强。

公司董事长戚金兴先生，1962年生，硕士研究生学历。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，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。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副总经理、公司副总经理；2003年至今任公司董事、总经理。

截至2020年3月底，公司房地产开发系统共有员工923人，酒店服务业共有员工505人；按照教育程度划分，硕士及以上学历45人、本科学历621人、其他762人；按岗位职责划分，财务人员101人、行政人员7人、销售人员364人、技术人员431、其他人员525人。

五、公司管理

1. 治理结构

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。

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

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

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由七名董事组成，其中包含三位独立董事。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。

2. 管理体制

公司管理体制架构清晰，职责划分细致，部门设置完善。

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；一名副总经理分管企划部、酒店业务；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，不断提高财务人员的专业水平和业务技能素质；公司制定了控制风险的相关规定，对于会计岗位的设置也是贯彻“责任分离、相互制约”的原则；公司同时聘用会计师事务所进行会计报表审计、净资产验证及其他相关的咨询服务等业务，保证公司资产的完整性。

工程管理方面，公司制定了《房地产开发工作大纲》《招标投标管理规定》《工程管理细则》《工地现场安全文明施工检查评分表》《商品住宅质量管理手册》《工程预决算规定》等工程管理制度。公司以工程质量为第一，形成了建设效率高的、可操作性强的执行规范，保证了公司的开发效率。

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

关联交易管理控制方面，公司制定了《关联交易决策度》对关联交易的定义、关联人与关联交易的范围关联、关联交易的审核权限及表决等方面作出了明确规定。对于董事会有判断并实施关联交易的审核权限及表决等方面作出了明确规定。对于董事会有判断并实施交易，若金额在3,000万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。

对外担保管理方面，公司原则上不进行对外担保，担保事项需由股东大会审议批准。

六、经营分析

1. 经营概况

受益于房地产业务规模扩张，公司营业收入大幅增长，同时毛利率保持较高水平；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。2017—2019年，公司营业收入快速增长，年均复合增长34.60%，主要系公司结转规模增加所致。2019年，公司实现营业收入249.55亿元，同比增长18.18%。2017—2019年，公司净利润分别为23.09亿元、31.52

亿元和 39.73 亿元，年均复合增长 31.15%。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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	130.95	95.08	28.71	202.71	96.00	33.85	242.24	97.07	35.36	36.20	95.76	44.08
酒店服务	1.57	1.14	60.81	1.49	0.71	73.46	2.10	0.84	54.59	0.18	0.48	-37.91
物业服务	0.42	0.30	14.97	--	--	--	--	--	--	--	--	--
持有型物业出租业务	1.48	1.08	52.83	1.53	0.72	50.54	1.86	0.75	10.45	0.53	1.39	22.95
房产项目管理服务	3.26	2.36	75.43	5.37	2.54	93.17	1.20	0.48	19.33	0.66	1.73	79.32
其他	0.05	0.04	30.70	0.07	0.03	-7.80	2.15	0.86	17.26	0.24	0.64	96.06
合计	137.74	100.00	30.40	211.15	100.00	35.74	249.55	100.00	35.10	37.81	100.00	44.33

注：1. 物业服务业务经营主体为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

从收入构成来看，房地产开发业务收入近三年占比均超 95%，为公司最重要收入来源；2017—2019 年，公司房地产开发收入随着公司结转规模增长快速增长。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占比不高。

从毛利率来看，受益于高毛利项目交付结转，房地产业务毛利率近三年逐年提升。近三年，公司酒店服务业务毛利率波动下降，其中 2018 年较上年上升 12.65 个百分点，主要系酒店餐厅营业成本下降所致，2019 年较上年下降 18.87 个百分点，主要系美国西雅图桑德酒店新开业，折旧及费用发生较多所致。2019 年，持有型物业出租业务毛利率同比大幅下降，主要系美国西雅图公寓新开业折旧及费用发生较多所致；房产项目管理服务毛利率大幅下降，主要系当期收入下降，固定成本未发生变化所致。综上，公司近三年综合毛利率波动增长。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 37.81 亿元（同比增长 111.70%），综合毛利率为 44.33%（同比变化不大，较 2019 年上升 9.23 个百分点）。房地产开发板块实现营业收入 36.20 亿元，同比增长 114.20%，主要系交付楼盘增加所致；毛利率较 2019 年上升 8.72 个百分点，主要系交付项目毛利率较高所致。

2. 房地产开发

（1）土地储备

公司近年保持较大土地拓展规模且新增土地权益比例有所提升；公司土地储备质量良好，但未开发项目储备规模一般、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及销售价格。

公司主要通过竞标（招、拍、挂）及收并购等方式获取土地。2017—2019 年，公司分别获取 16 块、26 块和 28 块土地。2018 年，公司拿地规模和成本支出大幅增长，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，公司获取土地规划建筑面积 295.39 万平方米（同比下降 14.87%），权益占比由 2018 年的 38.47% 提升至 51.61%，公司全口径拿地规模下降，但权益面积增长。2019 年，公司获取土地全部位于浙江省内，并首次进入金华，其中杭州土地集中度进一步提升，由 2018 年的 39.21% 上升至 2019 年的 53.72%；楼面均价同比增长 19.19% 至 1.71 万元/平方米。

2020 年 1—3 月，公司获取 5 块土地，其中 4 块位于杭州、1 块位于苏州。截至 2020 年 3 月底，土地价款中尚有 31.80 亿元未缴纳，其中公司待支付权益金额为 13.07 亿元。公司 2019 年及 2020 年一季度获

取地块中“望江单元SC0402-R21-08地块”和“翠苑单元XH0901-01地块”楼面均价较高，分别为4.53万元/平方米和3.61万元/平方米，上述地块分别位于上城区及西湖区的核心位置。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；2018年以来，公司拿地支出显著增加，存在一定的资金筹措压力。

2020年4—5月，公司新增7块地块，其中2块位于杭州淳安县，4块位于杭州，1块位于苏州，土地权益价款87.17亿元，总货值258.30亿元，权益货值139.18亿元。

表6 近年来公司拿地情况（单位：块、亿元、万平方米、元/平方米）

获得时间	地块数量	土地总价	规划建筑面积	楼面均价
2017年	16	322.03	220.45	1,4607.85
2018年	26	496.43	346.97	1,4307.71
2019年	28	503.74	295.39	1,7053.39
2020年1—3月	5	55.38	45.27	1,2233.27
合计	75	1,377.58	908.08	--

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至2020年3月底，公司尚未开发的土地计容规划建筑面积合计121.31万平方米，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都已完成拆迁工作，目前在申报专项规划中，上海大兴街旧改项目目前还在拆除施工中。考虑到公司开发规模，未开发项目土地储备尤其是权益土地储备规模一般。

表7 截至2020年3月底公司土地储备情况（单位：%、万平方米、元/平方米）

序号	项目	城市	是否并表	享有权益	拿地时间	占地面积	计容规划建筑面积	楼面价
1	深圳龙华区城市更新项目	深圳	是	65.00	2017.6.26	4.78	29.40	/
2	太湖度假区长田漾湿地项目-2018-10号	湖州	是	70.00	2018.3.13	14.06	15.47	1,183
3	上海大兴街旧改	上海	否	17.15	2016.12.29	3.71	12.94	/
4	金开自然资规供（2019）20号	金华	是	100.00	2019.8.21	3.11	4.98	10,119
5	金开自然资规供（2019）21号	金华	是	100.00	2019.8.21	1.95	3.13	10,330
6	西兴单元BJ1302-R/B-02地块	杭州	是	26.50	2019.11.19	4.40	10.12	25,442
7	杭政储出（2019）88号灯塔单元XC0701-R/B-03地块	杭州	否	20.00	2020.1.17	4.89	11.74	15,120
8	淳政储出（2018）8号（千岛湖望江荃项目）	淳安县	是	30.00	2020.1.21	3.83	5.75	7,619
9	淳政储出（2018）9号（千岛湖望江荃项目）	淳安县	是	30.00	2020.1.21	4.12	6.17	7,436
10	萧政储出（2020）3号新塘单元D-83-1、D-83-2地块	杭州	否	49.00	2020.3.5	6.34	16.47	12,973
11	苏地2020-WG-6号高新区浒墅关开发区文昌路东、大同路绿化地北地块	苏州	否	50.00	2020.3.25	2.57	5.14	14,189
合计		--	--	--	--	55.37	121.31	--

注：1. 深圳龙华区城市更新项目、上海大兴街旧改项目属于旧改项目，楼面价按预估土地价格计算；2. 口径：全口径尚未开发土地储备

资料来源：公司提供，联合评级整理

（2）项目开发情况

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；公司产品品质较好、周转速度较快，在建项目规模较大，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。

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。房地产项目开发的前期准备由总公司进行，待项目进入后期建设阶段转由区域公司进行管理。区域公司负责具体房产项目的开发管理，确保项目开发品质和建设进度，合理控制成本。

公司在项目开发方面搭建了自身了标准化体系，产品标准化上，公司建立了共四大产品体系十五个标准版本的完整产品标准化体系，并将标准化体系进一步延伸到小区配套及专业服务领域；工程管理标准化上，在关键时间节点和重点环节加强工程质量控制，并建立和完善了一系列工程管理标准化制度。公司在成本管理上，通过建立全项目全周期的成本控制体系，从分部到分项对工程成本控制进行精细化管理，主要体现在：产品定位环节、设计环节、招标采购环节、施工环节、结算环节和项目运营时间节点管控方面，其中，公司对项目运营的时间节点管控要求是：杭州项目从拿地到首期开盘销售，要求在 7.5 个月之内完成，外地项目从拿地到首期开盘销售要求在 6 个月之内完成；项目首期开盘后要求 2 个月内售罄并续开供货，杭州项目要求 12 个月内整盘售罄。整体上，公司通过对工程各个环节的把控，以确保工程成本在公司控制范围内，从而达到，在快周转的同时保证产品品质。

近三年，公司房地产新开工面积快速上升，2019 年新开工面积 396.55 万平方米，同比增长 47.24%。近三年，公司竣工面积持续下降，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工面积影响。近三年公司期末在建面积持续增长，2019 年底为 743.89 万平方米。截至 2020 年 3 月底，公司在建面积合计 750.03 万平方米，在建规模大。

表8 近年来公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	220 年 1—3 月
新开工面积	78.61	285.23	396.55	45.76
竣工面积	83.45	77.31	73.36	39.62
期末在建面积	212.78	420.70	743.89	750.03

注：1. 由于规划动态调整，期末在建面积可能与实际在建面积存在差异；2. 上表数据统计口径不包含代建项目
资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司全口径在建项目计容建筑面积合计978.70万平方米（权益面积占44.32%），其中杭州、温州、平湖、义乌区域占比分别为46.82%、11.93%、10.21%和7.51%，主要集中在杭州市及浙江省内其他城市。截至2020年3月底，公司全口径在建项目67个，预计总投资2,437.02亿元，已投资1,808.04亿元，尚需投资628.98亿元。在建项目已实现回款1,242.58亿元，由于公司把握开发与销售节奏，回笼资金较充足。截至2020年3月底，公司在建项目可售面积893.02万平方米，剩余可售447.92万平方米，其中杭州剩余可售200.15万平方米（占剩余可售的44.68%），公司剩余可售面积充足。

截至2020年3月底，公司项目可售货值2,538.78亿元（含拟建项目），公司权益货值1,005.00亿元，项目储备规模较大，以公司2020年销售收入目标测算，可满足未来两年销售需求。

表9 截至 2020 年 3 月底公司在建项目基本情况（单位：：万平方米、亿元、万元/平方米、%）

序号	项目名称	城市	权益比例	计容规划建筑面积	预计总投资额	截至 2020 年 3 月底已投资额	可销售面积	已售面积	销售均价	销售进度
1	江南名府	杭州	100.00	7.90	21.32	18.25	7.79	7.79	3.31	100.00
2	卧城印象	杭州	50.00	6.48	15.86	14.38	6.37	5.20	3.05	81.63

3	杭州壹号院	杭州	10.00	63.95	247.11	168.74	61.49	27.29	5.23	44.38
4	天目山小镇	杭州	100.00	13.38	15.67	3.22	4.68	0.00	0.00	0.00
5	御江南	杭州	100.00	8.59	28.78	26.00	7.50	7.24	3.82	96.53
6	上品	杭州	50.50	13.48	87.11	71.16	10.55	10.39	7.26	98.48
7	海铭雅园	杭州	51.00	19.45	35.09	30.25	19.18	18.10	1.90	94.37
8	翡翠江南	杭州	50.00	11.59	32.40	28.59	7.81	7.73	3.69	98.98
9	翡翠之星	杭州	50.00	5.97	18.55	18.42	4.65	4.59	4.07	98.71
10	锦宸	杭州	50.00	6.04	21.08	18.90	5.92	5.84	4.06	98.65
11	五幸银座	杭州	24.00	3.79	3.40	3.13	1.84	0.00	0.00	0.00
12	定安府	杭州	70.00	1.26	9.08	5.61	1.25	0.00	0.00	0.00
13	悦虹湾	杭州	24.90	27.79	88.22	75.23	26.94	26.12	3.56	96.96
14	锦粼府	杭州	30.00	11.71	34.86	31.87	11.46	9.51	3.07	82.98
15	五幸金座	杭州	24.00	6.15	6.50	4.35	3.00	0.00	0.00	0.00
16	万潮星汇	杭州	12.25	5.05	15.40	10.26	2.45	0.00	0.00	0.00
17	拥潮府	杭州	66.00	11.27	37.59	36.25	11.13	10.94	4.03	98.29
18	阳光名城	杭州	15.00	10.41	13.60	7.60	9.18	0.00	0.00	0.00
19	澄品	杭州	18.00	31.29	144.00	123.31	29.63	22.35	5.26	75.43
20	御品	杭州	50.00	8.73	40.29	31.65	7.73	7.67	7.36	99.22
21	湘湖里	杭州	50.00	13.45	62.83	46.78	7.77	0.00	0.00	0.00
22	仁恒滨江园	杭州	50.00	8.58	46.29	37.71	6.80	6.51	7.09	95.74
23	古翠蓝庭	杭州	50.00	5.71	32.61	23.59	5.04	0.70	6.83	13.89
24	时代滨江四季	杭州	20.00	10.54	51.43	37.26	10.36	0.00	0.00	0.00
25	明石东潮府	杭州	33.00	9.35	24.00	17.80	8.79	1.02	5.45	11.60
26	云栖名筑一期	杭州	24.00	7.14	7.42	4.28	3.50	0.00	0.00	0.00
27	云栖名筑二期	杭州	24.00	6.45	7.06	3.86	3.16	0.00	0.00	0.00
28	杭语蓝庭	杭州	33.00	8.27	23.27	18.43	8.13	1.85	3.77	22.76
29	拥翠府	杭州	50.00	6.14	22.41	17.23	5.74	5.74	3.75	100.00
30	御虹府	杭州	100.00	13.85	57.61	46.70	13.03	8.83	4.72	67.77
31	空港壹号	杭州	26.00	9.37	14.56	8.13	8.91	0.00	0.00	0.00
32	拥涛府	杭州	100.00	8.40	30.14	21.55	7.88	0.00	0.00	0.00
33	湖光山社	杭州	100.00	13.42	19.53	12.73	12.65	0.00	0.00	0.00
34	御潮府	杭州	50.00	11.48	70.59	53.87	8.81	0.00	0.00	0.00
35	滨耀城	杭州	50.00	17.56	30.00	14.44	12.47	0.00	0.00	0.00
36	悦潮府	杭州	70.00	7.75	23.51	15.93	7.24	0.00	0.00	0.00
37	君品	杭州	25.50	13.78	55.47	42.80	12.88	0.00	0.00	0.00
38	嘉品美寓	杭州	100.00	12.75	53.21	41.84	11.85	0.00	0.00	0.00
39	义乌锦绣之城	义乌	100.00	16.57	38.33	35.36	16.36	8.00	3.10	48.90
40	义乌滨江壹品	义乌	100.00	21.94	50.34	45.73	21.55	15.68	2.93	72.76
41	义乌万家风华	义乌	24.99	34.99	63.00	45.92	34.04	2.60	2.54	7.64
42	温岭玫瑰春晓	温岭	49.00	9.07	25.13	20.40	9.46	5.08	2.76	53.70
43	温岭铂金海岸北苑	温岭	50.00	4.21	2.80	2.33	3.97	1.13	0.62	28.46
44	温岭万家之星	温岭	34.00	5.64	10.87	8.99	5.64	4.42	2.43	78.37
45	温岭悦景园	温岭	33.00	11.18	22.54	13.77	11.18	0.00	0.00	0.00
46	温岭锦湖园	温岭	75.00	4.79	9.54	6.03	4.68	0.00	0.00	0.00
47	温州万家花城	温州	51.00	15.55	23.18	15.18	14.42	4.25	1.65	29.47
48	温州 TOD	温州	16.50	41.58	67.62	44.82	36.92	22.38	1.99	60.62

49	温州壹号	温州	15.00	35.25	135.13	83.64	34.27	17.04	4.07	49.72
50	温州悦虹湾	温州	50.00	9.38	33.94	23.92	8.97	0.00	0.00	0.00
51	十里春晓	湖州	70.00	14.98	21.12	20.79	14.22	9.72	1.67	68.35
52	湖州湖畔春晓	湖州	100.00	10.04	13.67	7.71	9.53	0.00	0.00	0.00
53	乐清金色家园	乐清	45.00	28.00	31.83	23.11	27.57	17.07	1.60	61.92
54	乐清东潮府	乐清	25.00	8.40	16.30	10.17	8.29	4.53	2.23	54.64
55	乐清乐虹湾	乐清	50.00	19.58	27.80	16.68	19.22	1.60	1.54	8.32
56	宁波海语天下	宁波	50.00	23.13	75.80	51.79	23.13	6.93	3.39	29.96
57	诺德学府	宁波	40.00	13.12	10.84	8.20	12.73	10.51	1.06	82.56
58	平湖万家花城	平湖	35.10	93.44	80.46	59.16	91.94	91.94	1.23	100.00
59	万家花城庆和苑	平湖	50.00	6.45	9.39	5.13	6.32	0.00	0.00	0.00
60	曙光之星	南通	35.00	19.79	18.17	8.38	15.60	12.21	0.96	78.27
61	舟山创世纪	舟山	11.00	15.31	18.12	12.08	12.84	2.89	1.53	22.51
62	上饶公园壹号	上饶	80.00	13.60	13.60	8.35	13.28	8.72	1.23	65.66
63	莫干山语	德清	33.00	7.35	16.81	10.97	7.29	1.26	2.35	17.28
64	金华锦翠蓝庭	金华	50.00	7.01	13.21	7.63	6.91	1.73	1.99	25.04
65	永康悦虹湾	永康	100.00	7.25	10.66	6.81	7.15	0.00	0.00	0.00
66	悦湖蓝庭	台州	51.00	17.97	14.97	4.48	17.63	0.00	0.00	0.00
67	滨江爱义南方大厦	深圳	51.00	4.88	14.00	8.41	2.35	0.00	0.00	0.00
合计			--	978.70	2,437.02	1,808.04	893.02	445.10	--	--

注：上表统计口径为全口径，包含公司并表和非并表项目

资料来源：公司提供，联合整理

（3）项目销售

近三年公司销售金额持续增长，销售回款率保持较高水平；公司在售项目整体去化情况良好；在建项目剩余可售规模较大，对公司未来发展提供支撑；公司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，销售经验足，对于当地客群的特点比较了解。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。2017—2019 年公司当期的销售费用率分别为 0.50%、0.76%和 1.08%¹，比例较低，公司通过区域深耕较好的控制了销售成本。

近三年，公司签约销售面积及销售金额持续增长，2019 年签约销售面积和金额分别增至 170.27 万平方米和 530.83 亿元。从签约销售均价上看，公司房屋销售均价波动下降，2019 年销售均价 3.12 万元/平方米，同比下降 25.36%，主要系本期销售项目中三、四线城市占比提升所致。公司销售回款率保持较高水平，2019 年为 95.02%。2019 年，义乌公园壹号、江南之星、湘湖壹号、平湖万家花城、东方悦府、东方名府、上海公园壹号等项目交付结转，结转面积 82.44 万平方米。一季度为房地产行业销售淡季，叠加疫情影响，公司 2020 年一季度销售面积同比下降 29.33%。

表10 公司项目销售情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
签约销售面积	89.46	96.08	170.27	27.11
签约销售面积（全口径）	196.00	236.00	346.04	45.33
权益销售面积（全口径）	79.02	104.50	129.50	18.96

¹ 当期销售费用率=当期销售费用/当期销售金额（并表）

签约销售金额	305.60	400.90	530.83	78.72
签约销售金额（全口径）	615.00	850.10	1,120.60	152.10
权益销售金额（全口径）	260.00	374.80	422.80	59.10
签约销售均价	3.42	4.18	3.12	2.90
销售回款率	89.13	81.02	95.02	97.44
结转面积	51.61	62.69	82.44	20.75
结转收入	130.95	202.71	242.24	36.20

注：1. 上表未标注口径的数据为并表口径；2. 全口径数据，包括合营、联营项目数据；

3. 2019年回款率=2019年实际回款金额/（2019年实际回款金额+2019年底存量未回款金额），2017、2018年计算方式相同

资料来源：公司提供

2018—2019年，公司全口径签约销售面积分别为236.00万平方米和346.04万平方米，签约销售金额分别为850.10亿元和1,120.60亿元，2019年分别较2018年增长46.63%和31.82%；公司权益销售金额占比由2018年的44.09%下降至2019年的37.73%。

截至2020年3月底，公司在售项目数量较多，部分项目去化率较低（详见表8），其中江南名府等，截至目前已基本完成去化；温州万家花城、莫干山语、明石东潮府、乐清乐虹湾、金华锦翠蓝庭和义乌万家风华项目开盘时间较晚，且部分住宅尚未开盘；义乌锦绣之城、温岭玖珑春晓、宁波海语天下、温州壹号、乐清东潮府和古翠蓝庭项目已开盘部分基本去化完成，剩余部分尚未开盘；舟山创世纪、温岭铂金海岸北苑和同协金座项目因产品类型及区位原因去化较慢。总体看，公司在售项目整体去化情况良好，其中杭州项目去化速度快，清盘周期缩短。

3. 其他业务

公司酒店业务、代建业务和持有型物业出租业务收入规模相对较小，但可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并且以成本法计量，增值空间较大。

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18,306平方米，客房数量229间。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54,590.08平方米，客房数量348间。该酒店于2011年7月起营业。2017—2019年，公司酒店业收入分别为1.57亿元、1.49亿元和2.10亿元，波动增长，2019年增长主要系希尔顿酒店入住率提升所致。

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，2019年底公司持有物业资产可租面积19.58万平方米，平均出租率为98.02%。

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，公司提供设计、施工以及后续管理方面的咨询服务，收取一定比例的管理费计入代建业务收入。公司以前年度收取的管理费用包括工程、营销管理费，2019年以来合作项目增加，公司为保障合作项目产品品质，对合作项目工程进行强管控，操盘项目相应的工程管理费由公司收取，营销管理费由合作方收取，公司2019年营销管理费收入同比大幅下降，同时公司合并报表处理将公司持股比例部分的收入全部抵消，只确认非权益部分的项目管理服务收入，上述因素共同导致公司2019年房产项目管理服务收入大幅下降。

4. 经营效率

2017—2019 年，公司经营效率波动下降，与同行业相比，经营效率尚可。

2017—2019 年，公司存货周转次数分别为 0.38 次、0.35 次和 0.23 次，流动资产周转次数分别为 0.28 次、0.32 次和 0.25 次，总资产周转次数分别为 0.25 次、0.29 次和 0.23 次。2019 年，公司经营效率指标均有所下降，主要系资产规模增幅较大所致。与同行业相比，公司经营效率尚可。

表 11 2019 年同行业经营效率指标对比情况（单位：次）

证券简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
荣盛发展	0.32	0.33	0.29
蓝光发展	0.26	0.25	0.22
美的置业	0.22	0.21	0.19
滨江集团	0.23	0.25	0.23

注：为便于同业比较，本表对比公司的数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异
资料来源：Wind

5. 经营关注

公司项目分布较集中，存在一定的业务区域集中的风险

公司近年来根据“三点一面”的战略积极拓展杭州、深圳、上海及长三角其他城市市场，但目前开发的房地产项目仍主要集中在杭州地区，公司面临一定的业务区域集中风险。

公司土地权益占比有待提高

目前，合作开发方式已成为公司主要房地产开发模式之一。2019 年，公司新增土地权益占比为 51.61%；净利润中归属于母公司的金额占比为 41.06%。

公司加速规模扩张，存在补库存需求

公司 2018 年以来拿地规模较大，但随着项目开发规模加大、去化速度提升、开发周期缩短，公司未开发土地储备规模较小，存在较大补库存需求，未来可能存在一定的资金支出压力。

6. 未来发展

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，但相较于 2020 年的拿地计划，公司可能面临一定的资金支出压力。

2020 年，公司将发挥已有优势，进一步提升滨江集团的行业地位；进一步提升滨江集团的品质、品牌、市场影响力、管理能力、区域拓展能力、同业合作能力、开发建设时间进度和成本掌控能力；进一步优化各类融资渠道，优化债务结构，有效的降低融资成本，实现公司在新形势下高质量发展。

2020 年工作目标包括（1）区域布局：聚焦杭州，深耕浙江，辐射华东，开拓粤港澳大湾区，关注中西部重点城市。（2）销售目标：继续保持全口径 1,000 亿元以上销售规模。（3）土地储备：目标新增 30 幅土地，新增后储备货值不少于 2,500 亿元。（4）融资：资金上继续保持稳健，保持合理的有息负债水平。（5）进一步建设和加强政府、行业、媒体、业主等社会各界的外部生态链，以及个人和团队、作战团队和协作团队之间的内部生态链。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017—2019 年财务报表均由天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标

准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

从合并范围变化来看，截至 2019 年底，公司合并范围的子公司合计 137 家，较年初新增 51 家，减少 10 家。随着经营规模的扩大，近三年公司合并报表范围有所变化，但主要系新设房地产公司，且相关子公司规模相对较小，对财务数据可比性影响不大。整体看，公司近年来财务数据可比性较强。

截至2019年底，公司合并资产总额1,296.25亿元，负债合计1,072.13亿元，所有者权益（含少数股东权益）224.12亿元，其中归属于母公司所有者权益165.67亿元。2019年，公司实现营业收入249.55亿元，净利润（含少数股东损益）39.73亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润16.31亿元；经营活动产生的现金流量净额26.21亿元，现金及现金等价物净增加额48.34亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1,410.11 亿元，负债合计 1,177.92 亿元，所有者权益（含少数股东权益）232.20 亿元，其中归属于母公司所有者权益 168.43 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 37.81 亿元，净利润（含少数股东损益）8.68 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.78 亿元；经营活动产生的现金流量净额-25.46 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.87 亿元。

2. 资产质量

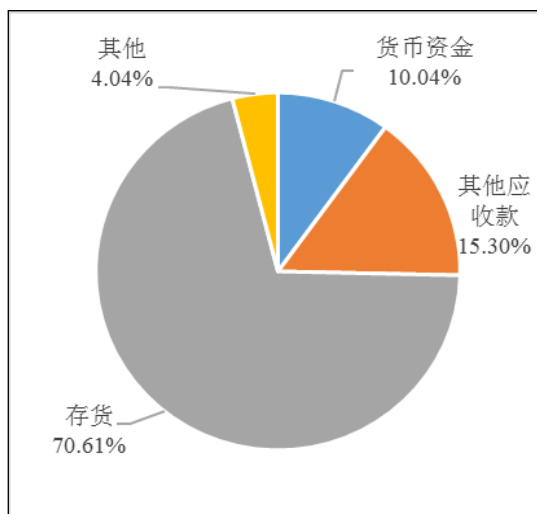
公司资产规模快速增长，资产构成以流动资产为主；公司存货规模较大，考虑到杭州存货项目占比高，且杭州项目去化情况良好，公司存货变现能力较好；由于普遍采用合作开发模式，公司与合营联营房地产企业之间往来款规模较大；公司投资性房地产以成本法计量，存在一定升值空间。总体看，公司资产质量较好。

2017—2019 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 46.69%。截至 2019 年底，公司资产总额 1,296.25 亿元，较上年底增长 48.05%，主要系流动资产增长所致。公司资产构成以流动资产为主，其中流动资产占 92.31%，符合房地产开发企业的特征。

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 50.09%。截至 2019 年底，公司流动资产 1,196.54 亿元，较上年底增长 48.33%，主要系存货增长所致。截至 2019 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 10.04%）、其他应收款（占 15.31%）和存货（占 70.61%）构成。

图 6 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 11.99%。截至 2019 年底，公司货币资金 120.17 亿元，较上年底增长 67.14%，主要系销售及筹资取得的货币资金增加所致，其中使用权受限的货币资金共计 552.30 万元，主要为各类保证金，受限规模小。

其他应收款主要为合作开发的拆借款。2017—2019 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 29.17%。截至 2019 年底，公司其他应收款 183.19 亿元，较上年底增长 18.72%，主要系拆借款增加所致。截至 2019 年底，其他应收款累计计提坏账准备 12.83 亿元，综合计提比例为 6.55%；其中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 2019 年底，公司其他应收款金额前五名合计占当期其他应收款余额的比重为 31.52%，集中度一般。

表 12 截至 2019 年底公司其他应收款集中度情况（单位：亿元、%）

名称	款项性质	余额	账龄	占其他应收款余额的比例
绿城房地产开发集团有限公司	拆借款	2.00	1 年以内	7.08
		10.00	1~2 年	
		1.88	2~3 年	
宁波京海投资管理有限公司	拆借款	2.54	1 年以	6.38
		9.96	1~2 年	
宣城市德信房地产咨询有限公司	拆借款	5.18	1 年以内	6.35
		7.25	1~2 年	
深圳市安远控股集团有限公司	拆借款	3.00	2~3 年	5.92
		8.60	3~4 年	
中大金石集团有限公司	拆借款	10.12	1 年以内	5.79
		1.23	1~2 年	
小计	--	61.76	--	31.52

资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司存货规模快速增长，年均复合增长 87.05%。截至 2019 年底，公司存货 844.94 亿元，较上年底增长 57.89%，主要系本期取得土地及在建投资增加所致。截至 2019 年底，公司存货主要由开发成本（占 93.22%）和开发产品（占 6.78%）构成；公司所有权或使用权受限的存货账面价值合计 401.18 亿元，占期末存货账面价值的 47.48%，占比较高。公司存货未计提跌价准备。

（2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长 18.27%。截至 2019 年底，公司非流动资产合计 99.72 亿元，较上年底增长 44.80%，主要系长期股权投资和投资性房地产增加所致；公司非流动资产主要由投资性房地产（占 27.63%）、长期股权投资（占 25.78%）、递延所得税资产（占 15.16%）、其他权益工具投资（占 13.59%）和其他非流动金融资产（占 10.21%）构成。

2017—2019 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 179.99%，主要系公司业务规模扩大，合作开发项目增加，对联营及合营企业投资增加所致。公司长期股权投资 2019 年底为 25.70 亿元。

2017—2019 年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 24.04%。截至 2019 年底，公司投资性房地产账面价值合计 27.55 亿元，较上年底增长 72.07%，主要系本期公寓达到预定可使用状态由存货转入所致。公司投资性房地产采用成本法计量，2019 年底累计折旧和累计摊销期末余额为 6.24 亿元。截至 2019 年底，公司使用权或所有权受限的投资性房地产 25.92 亿元，占期末投资性房地产

账面价值总额的 94.08%，受限比例高。

公司按照新金融工具准则对金融资产进行科目调整。截至 2019 年底，其他权益工具投资 13.55 亿元，其中投资金额较大的项目包括 Prologium Holding Inc.（3.22 亿元）、上海崇置城市建设发展合伙企业（2.64 亿元）、北京中联康生物科技股份有限公司（1.50 亿元）和微宏动力系统（湖州）有限公司（1.30 亿元）。截至 2019 年底，其他非流动金融资产 10.18 亿元，其中债务工具投资 8.66 亿元，权益工具投资 1.51 亿元。

2017—2019 年，公司递延所得税资产逐年增长，年均复合增长 57.73%。截至 2019 年底，公司递延所得税资产账面价值为 15.12 亿元，较年初大幅增长 56.86%，主要系内部交易未实现利润产生的可抵扣暂时性差异增加所致。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 432.40 亿元，主要包括受限存货 401.18 亿元和受限投资性房地产 25.92 亿元。公司受限资产占公司期末总资产的 33.36%，受限比例较高。

表 13 截至 2019 年底公司受限资产及占总资产情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	0.06	为借款提供抵押担保
存货	401.18	为借款提供抵押担保
投资性房地产	25.92	为借款提供抵押担保
固定资产	3.86	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	432.40	--

资料来源：公司年报

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 1,410.11 亿元，较上年底增长 8.78%；资产构成较上年底变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司受限资产规模为 521.92 亿元，受限资产占资产总额的 37.01%，受限比率上升，主要系为借款提供抵押担保的存货增加所致。

3. 负债及所有者权益

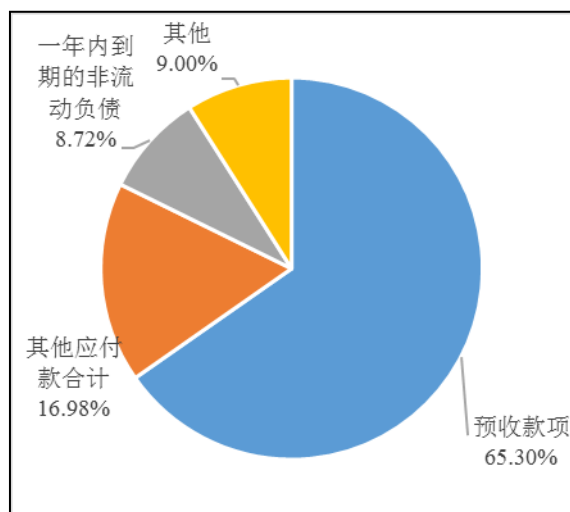
（1）负债

近三年，公司负债规模快速增长，预收款项规模较大，对未来结转收入提供有力支撑；公司债务规模增长较快，债务负担有所上升，但债务期限分布均匀，融资渠道以银行和公开市场为主，无非标融资，综合融资成本低于行业平均水平。

2017—2019 年，公司负债规模快速增长，年均复合增长 56.30%。截至 2019 年底，公司负债合计 1,072.13 亿元，较上年底增长 57.12%，主要系流动负债增长所致；公司负债构成以流动负债为主，流动负债占 79.42%。

2017—2019 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 54.19%。截至 2019 年底，公司流动负债合计 851.44 亿元，较上年底增长 81.34%；公司流动负债主要由预收款项（占 65.30%）、其他应付款（占 16.98%）和一年内到期的非流动负债（占 8.72%）构成。

图7 截至2019年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2017—2019年，公司预收款项波动增长，年均复合增长47.43%。截至2019年底，公司预收款项合计555.96亿元，较上年底增加303.49亿元。公司预收款项主要为房地产项目的预售款，房屋预售款将于交房时结转收入。2019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。

2017—2019年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长58.15%。截至2019年底，公司其他应付款144.60亿元，较上年底增长18.49%，主要系关联方拆借款增长所致；其他应付款中拆借款占83.58%，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。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长182.38%。截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债74.24亿元，较上年底增长219.99%，其中一年内到期的长期借款44.13亿元，应付债券30.11亿元。

2017—2019年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长65.36%，主要系长期借款增长所致。截至2019年底，公司非流动负债合计220.69亿元，主要由长期借款（占70.80%）和应付债券（占26.65%）构成。

2017—2019年，公司长期借款波动增长，年均复合增长183.09%。截至2019年底，公司长期借款156.24亿元，较上年底增长20.66%，主要系公司业务规模扩大，融资需求增加所致。截至2019年底，公司长期借款由抵押借款（占41.98%）、抵押兼保证借款（占54.81%）和保证借款（占3.21%）构成。

截至2019年底，公司应付债券余额58.81亿元，较上年底下降24.47%，主要系将一年内到期的应付债券调整至一年内到期的非流动负债所致。公司存续债券主要集中在2021年和2022年兑付。

表14 截至2020年4月底公司债券发行情况（单位：亿元、%）

债券简称	债券余额	发行时间	到期日期	当前票面利率
20 滨江房产 CP003	3.00	2020-03-10	2021-03-12	3.00
20 滨江房产 MTN002	5.00	2020-03-10	2023-03-12	3.85
20 滨江房产 CP002	9.00	2020-02-24	2021-02-26	3.24
20 滨江房产 MTN001	12.00	2020-02-18	2023-02-20	4.00
20 滨江房产 CP001	9.00	2020-01-07	2021-01-09	4.00

19 滨江房产 MTN001	9.00	2019-11-05	2022-11-07	5.35
19 滨江房产 CP003	9.00	2019-10-15	2020-10-17	4.50
18 滨江房产 MTN001	21.80	2018-03-13	2021-03-15	6.40
17 滨江房产 MTN002	8.20	2017-12-13	2020-12-15	6.50
17 滨房 01	6.00	2017-10-30	2022-10-31	5.80
16 滨房 01	20.56	2016-08-09	2021-08-10	5.30
合计	112.56	--	--	--

资料来源：Wind

2017—2019 年，公司全部债务分别为 95.90 亿元、291.81 亿元和 350.66 亿元。截至 2019 年底，公司全部债务 350.66 亿元，较年初增长 20.17%。其中，短期债务占 37.09%，长期债务占 62.91%，以长期债务为主，债务结构良好。2017—2019 年，公司资产负债率分别为 72.84%、77.94%和 82.71%，全部债务资本化比率分别为 36.96%、60.17%和 61.01%，资产负债率和全部债务资本化比率均呈逐年增长态势，长期债务资本化比率分别为 33.03%、52.43%和 49.60%，波动增长。

融资成本方面，截至 2019 年底，公司综合融资成本为 5.6%，公司综合融资成本低于行业平均水平，融资成本区间详见下表。

表 15 截至 2019 年底公司融资成本情况

融资方式	期末余额（亿元）	融资成本区间/平均融资成本
银行贷款	206.05	基准利率上浮 5%~20%
存货	401.18	为借款提供抵押担保
中期票据	60.00	4.99%~6.5%
固定资产	3.86	为借款提供抵押担保
公司债	26.56	5.3%~5.8%
合计	318.61	综合成本 5.6%

资料来源：公司年报

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 1,177.92 亿元（较上年底增长 9.87%），其中合同负债 597.32 亿元，长期借款 210.38 亿元（较上年底增长 34.65%）；负债构成较上年底变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 400.41 亿元，较年初增加 49.74 亿元，主要系长期债务增加所致。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较年初分别增长 0.82 个、2.29 个和 4.10 个百分点。

表 16 截至 2019 年底公司有息债务到期分布情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年到期	2021 年到期	2022 年	2023 年以后	小计
短期借款	6.00	--	--	--	6.00
一年内到期的非流动负债	73.41	--	--	--	73.41
其他流动负债	26.00	--	--	--	26.00
长期借款	--	46.87	87.18	21.79	155.84
应付债券	6.00	42.36	9.00	--	57.36
合计	111.41	89.23	96.18	21.79	318.61
占比	34.97	28.00	30.19	6.84	100.00

注：此表格数据未包括应付票据

资料来源：公司提供

（2）所有者权益

随着公司合作开发项目增加，公司少数股东权益规模快速增长，公司权益结构稳定性较弱。

2017—2019 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 17.04%，主要系未分配利润及少数股东权益增长所致。截至 2019 年底，公司所有者权益合计 224.12 亿元，较上年底增长 16.04%；少数股东权益 58.45 亿元，较上年底增长 44.20%，主要系合作开发项目增加所致。公司归属于母公司所有者权益中股本、资本公积、盈余公积和未分配利润占比分别为 18.78%、13.27%、6.49%和 61.40%。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 232.20 亿元，较上年底增长 3.60%；所有者权益构成较上年底变化不大。

4. 盈利能力

近三年，公司收入和利润规模持续增长，销售毛利率和总资产报酬率高于行业平均水平，公司整体盈利能力处于行业中上等水平。

2017—2019 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 34.60%。2019 年，公司实现营业收入 249.55 亿元，同比增长 18.18%，主要系公司项目交付规模增加所致。近三年，公司营业成本年均复合增长 29.98%，与收入变动方向一致。2017—2019 年，公司净利润 23.10 亿元、31.52 亿元和 39.73 亿元，其中归属于母公司的净利润占比分别为 74.09%、38.61%和 41.06%，2018 年以来归属于母公司的净利润占比较低，主要系公司为扩大业务规模，合作开发项目增加，项目权益占比下降所致。

期间费用方面，2017—2019 年，公司期间费用快速增长，年均复合增长 75.20%。2019 年公司期间费用合计 18.53 亿元，同比增长 45.54%，主要系销售费用和财务费用增长所致。其中销售费用占 30.85%，管理费用占 20.54%，财务费用占 48.61%。2019 年，公司销售费用 5.72 亿元，同比增长 86.50%，主要系本期预售的楼盘较上年同期增加及本期广告宣传费及外部代销费增加所致。2019 年，公司财务费用 9.01 亿元，同比增长 37.10%，主要系本期公司根据新金融工具准则将投资性利息收入改列至投资收益科目所致。

近三年，公司资产减值损失分别为 1.21 亿元、8.08 亿元和 0.00 亿元，公司 2018 年对应收安远控股合作项目融资款计提 7.24 亿元坏账准备。2019 年，公司信用资产减值损失为 0.21 亿元。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 5.82 亿元、-1.05 亿元和 3.04 亿元，在营业利润中的占比分别为 19.76%、-2.48%和 5.61%。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司营业利润率分别为 22.17%、30.42%和 27.73%，波动增长，主要受毛利率影响所致；公司总资本收益率分别为 10.00%、10.64%和 9.30%，波动下降，主要系债务规模增幅高于利润规模增幅；公司总资产报酬率分别为 5.83%、6.83%和 5.85%，波动增长；公司净资产收益率分别为 14.40%、17.67%和 19.04%，连续增长。从同行业比较情况看，公司盈利指标处于中上水平（如下表所示）。

表 17 2019 年房地产上市公司盈利指标比较（单位：%）

股票简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
荣盛发展	30.08	24.49	5.75
蓝光发展	28.33	19.78	3.43
美的置业	31.62	24.05	3.93
滨江集团	35.10	10.25	5.79

注：为便于同业比较，本表对比公司的数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异
资料来源：Wind

2020年1—3月，公司实现营业收入和利润总额分别为37.81亿元和10.74亿元，较上年同期分别增长111.71%和62.27%。2020年1—3月，公司实现净利润7.94亿元，同比增长40.78%，主要系销售收入增加所致。

5. 现金流

随着房地产销售规模扩大，项目销售回款大幅增长；公司业务规模扩张、拿地支出增加，经营活动净现金流波动性较大；考虑到拿地支出及项目开发，公司面临一定的融资压力。

经营活动方面，2017—2019年，公司经营活动现金流入量分别为199.88亿元、221.95亿元和432.98亿元，主要为房地产项目销售回款；销售商品、提供劳务收到的现金分别为199.16亿元、220.25亿元和427.32亿元。2017—2019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165.58亿元、361.35亿元和406.77亿元。2017—2019年经营活动产生的现金流量净额分别为34.30亿元、-139.40亿元和26.21亿元。

投资活动方面，2017—2019年，公司投资活动现金流入量分别为463.13亿元、34.78亿元和85.40亿元；2017年现金流入规模大，主要系收回理财产品金额大；2019年现金流入同比大幅增长，主要系收回拆借款及利息的现金增长较多所致。2017—2019年，公司投资活动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502.91亿元、109.20亿元和95.20亿元；2017年现金流出规模大，主要系当期公司购买理财产品金额大。2017—2019年公司投资活动现金流量净额分别为-39.78亿元、-74.42亿元和-9.80亿元。

2017—2019年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-5.48亿元、-213.82亿元和16.41亿元，2017年及2018年公司拿地支出大幅增加，公司经营活动现金流无法满足投资需求。

筹资活动方面，2017—2019年，公司筹资活动现金流入分别为102.94亿元、313.86亿元和252.27亿元，现金流入主要为取得借款以及收到合作项目外部股东财务资助款。2017—2019年公司筹资活动现金流出分别为90.91亿元、124.39亿元和220.48亿元，现金流出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。2017—2019年公司筹资活动现金流量净额分别为12.02亿元、189.47亿元和31.79亿元。

2020年1—3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-25.46亿元、-3.40亿元和35.65亿元。公司经营活动现金流由上年的净流入转为净流出，主要系本期拿地支出规模增加所致；投资活动现金流持续为净流出，同比减少34.46亿元，主要系本期收回拆借款减少所致。

6. 偿债能力

随着公司债务规模的增长，公司偿债指标有所下滑，但整体仍属可控范围，考虑到公司在售项目去化良好，销售及回款规模较大，公司偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率分别为1.48倍、1.72倍和1.41倍，速动比率分别为0.81倍、0.58倍和0.41倍，公司流动资产对流动负债的保障程度尚可。2017—2019年，公司现金短期债务比分别为6.30倍、0.91倍和0.92倍，波动下降，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA分别为33.26亿元、51.69亿元和65.74亿元，连续增长。公司2019年EBITDA中，折旧占比3.13%，摊销占比0.17%，计入财务费用的利息支出14.51%，利润总额占比82.20%。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数分别为8.14倍、3.91

倍和 3.36 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.35 倍、0.19 倍和 0.19 倍，均连续下降，EBITDA 对利息和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 3 月底，公司共获得银行授信 621.45 亿元，未使用授信额度为 366.45 亿元（较 2019 年 3 月底增加 220.26 亿元），公司间接融资渠道畅通。作为上市公司，公司直接融资渠道通畅。

对外担保方面，截至 2020 年 3 月底，公司对外担保（企业）19.79 亿元，全部为对联营及合营企业提供的担保；公司向购房人提供的阶段性担保合计 186.39 亿元，该阶段性担保风险较小。总体看，公司或有负债风险较小。

截至 2020 年 3 月底，公司共有两项重大未决诉讼，分别包括如下：

（1）公司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块城市更新改造项目未能推进，公司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，公司已向浙江省高级人民法院提起诉讼。经由浙江省高级人民法院主持调解，2018 年 9 月，公司与安远控股公司签订《民事调解书》，《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。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 49,857.10 万元，考虑相应的受偿比例后预计可收回金额为 43,620.71 元，公司对该重大应收款项计提坏账准备 72,379.29 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。目前无案件最新进展，款项尚未收回。

（2）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；并请求依法判令上述上海湘府公司、上海崇滨公司、中崇集团共同向本公司返还资金 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 月做出裁决：上海崇滨公司应返还公司借款人民币 7.06 亿元，并按年 10% 向公司支付固定收益。由于裁决仍在执行过程中，相关资金的回收存在不确定性，可能对公司的经营业绩造成不利影响。

上海湘府公司委托公司之子公司滨江建设公司负责上海湘府公司的整体开发管理，预计代建管理费 3.3 亿元，上海湘府公司违约未按合同约定支付代建管理费。公司已于 2019 年 6 月 13 日向法院申请变更本诉讼请求，要求被告向原告支付委托管理费 5,000 万元，支付截止 2018 年 8 月 21 日的逾期付款违约金 380.40 万元，支付解除合同违约金 5,600 万元，以上三项合计人民币 10,980.40 万元。本案于 2019 年 6 月 26 日开庭，2020 年 3 月 20 日作出一审判决，确认委托开发管理合同解除，并判令上海湘府公司向滨江建设公司支付管理费 1,000 万元及逾期付款违约金，同时上海湘府公司赔偿滨江建设公司解除合同违约金 700 万元。基于代建合作存在纠纷，公司账面暂未确认该项目的代建管理费。上海第一中级人民法院的判决并未达到公司的诉求，公司于 2020 年 3 月 30 日向上海高院提起上诉，尚未受理。由于案件尚未受理中，相关资金的回收存在不确定性，可能对公司的经营业绩造成不利影响。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，统一社会信用代码（91330000719577660B），截至 2020 年 6 月 3 日，公司无不良和关注类记录。

7. 公司本部（母公司）财务分析

母公司不直接进行房地产项目开发销售，营业收入主要为合作开发项目管理费收入及持有型物业租金收入，收入规模较小，盈利主要来源于下属子公司；母公司债务负担尚属适中。

2017—2019 年，母公司资产快速增长，年均复合增长 22.88%。截至 2019 年底，母公司资产合计 421.34 亿元，其中流动资产占 75.67%，非流动资产占 24.33%。截至 2019 年底，母公司流动资产 318.80 亿元，主要由货币资金（9.39 亿元）和其他应收款（302.62 亿元）构成；非流动资产 102.53 亿元，主要由长期股权投资（82.28 亿元）和其他非流动金融资产（8.66 亿元）构成。

2017—2019 年，母公司负债总额快速增长，年均复合增长 36.20%。截至 2019 年底，母公司负债合计 283.20 亿元，其中流动负债占 75.18%，非流动负债占 24.82%。截至 2019 年底，公司流动负债 212.92 亿元，主要由其他应付款（145.92 亿元）和其他流动负债（28.36 亿元）构成，非流动负债 70.28 亿元，主要由长期借款（11.47 亿元）和应付债券（58.81 亿元）构成。截至 2019 年底，母公司有息债务为 132.67 亿元，其中长期债务为 70.28 亿元，短期债务为 62.39 亿元。截至 2019 年底，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.21%和 48.17%。

2017—2019 年，母公司营业收入波动下降，年均复合下降 9.52%。2019 年，母公司营业收入 4.39 亿元，投资收益 13.88 亿元，利润总额 7.16 亿元。投资收益主要为长期股权投资收益和可供出售金融资产在持有期间的投资收益。

2019 年，母公司经营活动、投资活动、筹资活动净现金流分别为 3.67 亿元、-43.42 亿元和 45.86 亿元。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2020 年 3 月底，公司债务总额为 400.41 亿元，本期拟发行债券规模不超过 6.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发债额度对公司债务水平影响不大。

以 2020 年 3 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 6.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 82.79%、61.41%和 50.27%，分别上升了 0.08 个百分点、0.40 个百分点和 0.67 个百分点，债务负担进一步加重，但仍属可控。考虑到本期债券募集资金将用于偿还“17 滨房 01”债券的回售部分，实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期公司债券偿还能力分析

以 2019 年的相关财务数据为基础，公司经营活动产生的现金流入 432.98 亿元，对本期债券发行额度（6.00 亿元）的保护倍数为 72.16 倍；公司 EBITDA 为 65.74 亿元，对本期债券发行额度（6.00 亿元）的保护倍数为 10.96 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本次债券的保护程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为一家大中型房地产开发企业，在区域内有很强的竞争优势，能够通过持续经营取得较高的盈利水平，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

九、综合评价

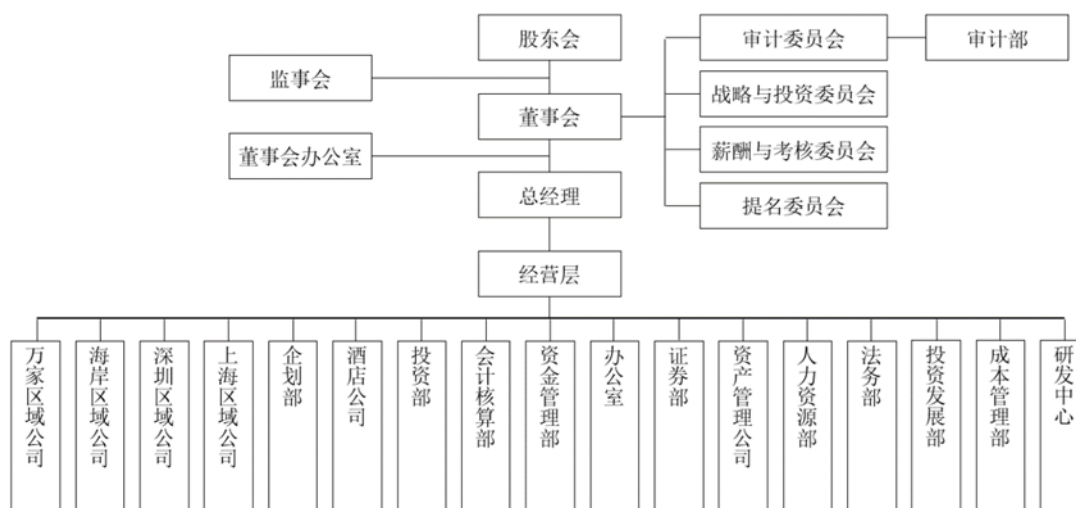
公司作为国内优质上市房地产企业，在开发经验、区域竞争力和产品品质等方面具有竞争优势；公司在以杭州为主的浙江区域竞争力突出，产品品质较好，市场认可度高；公司项目储备质量较好，

2019 年销售规模显著提升；公司融资渠道通畅，具有融资成本优势；受益以上因素，公司保持较强的盈利能力。同时，联合评级也关注到公司业务区域集中度高，债务杠杆上升，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。

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，公司收入有望保持增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 杭州滨江房产集团股份有限公司 组织结构图



附件 2 杭州滨江房产集团股份有限公司

主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	602.44	875.52	1,296.25	1,410.11
所有者权益（亿元）	163.60	193.14	224.12	232.20
短期债务（亿元）	15.20	78.96	130.07	131.06
长期债务（亿元）	80.70	212.85	220.60	269.35
全部债务（亿元）	95.90	291.81	350.66	400.41
营业收入（亿元）	137.74	211.15	249.55	37.81
净利润（亿元）	23.10	31.52	39.73	7.94
EBITDA（亿元）	33.26	51.69	65.74	--
经营性净现金流（亿元）	34.30	-139.40	26.21	-25.46
流动资产周转次数（次）	0.28	0.32	0.25	--
存货周转次数（次）	0.38	0.35	0.23	--
总资产周转次数（次）	0.25	0.29	0.23	--
现金收入比率（%）	144.59	104.31	171.24	216.09
总资本收益率（%）	10.00	10.64	9.30	--
总资产报酬率（%）	5.83	6.83	5.85	--
净资产收益率（%）	14.40	17.67	19.04	--
营业利润率（%）	22.17	30.42	27.73	
费用收入比（%）	4.38	6.03	7.43	10.55
资产负债率（%）	72.84	77.94	82.71	83.53
全部债务资本化比率（%）	36.96	60.17	61.01	63.30
长期债务资本化比率（%）	33.03	52.43	49.60	53.70
EBITDA 利息倍数（倍）	8.14	3.91	3.36	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.35	0.18	0.19	--
流动比率（倍）	1.48	1.72	1.41	1.44
速动比率（倍）	0.81	0.58	0.41	0.42
现金短期债务比（倍）	6.30	0.91	0.92	0.97
经营现金流动负债比率（%）	9.58	-29.69	3.08	-2.80
EBITDA/本期发债额度（倍）	5.54	8.62	10.96	--

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. 其他应付款和其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，长期应付款中的有息债务已计入长期债务。3. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 杭州滨江房产集团股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年杭州滨江房产集团股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

杭州滨江房产集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。杭州滨江房产集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注杭州滨江房产集团股份有限公司的相关状况，如发现杭州滨江房产集团股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如杭州滨江房产集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至杭州滨江房产集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送杭州滨江房产集团股份有限公司、监管部门等。

