

信用等级公告

联合〔2020〕2268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年度第三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AAA，杭州滨江房产集团股份有限公司2020年度第三期中期票据信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年七月二十日



杭州滨江房产集团股份有限公司

2020 年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA
本期中期票据信用等级: AAA
评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 9.40 亿元
本期中期票据期限: 3 年
偿还方式: 每年付息一次, 到期兑付本金
募集资金用途: 偿还 2020 年 10 月到期的短期融资券本金及利息

评级时间: 2020 年 7 月 20 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	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域 风险	2
			行业风险	3
		自身 竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务 风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

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优质上市房地产企业, 在开发经验、区域竞争力、产品品质等方面具备竞争优势。公司在以杭州为主的浙江区域竞争力突出, 产品品质较好, 市场和同行业认可度高; 项目储备质量较好, 在售项目整体去化情况良好; 毛利率保持较高水平, 营业利润率和净资产收益率高于行业平均水平; 融资渠道通畅, 具有融资成本优势。同时, 联合资信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。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力很强。

未来随着在建房地产项目的开发和销售, 公司收入及利润规模有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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极低, 安全性极高。

优势

1. 公司深耕杭州市场, 区域竞争力较强。公司深耕杭州市场, 在杭州房地产行业处于优势地位, 2019 年公司权益销售金额位居杭州销售榜榜首; 公司品牌知名度高, 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, 公司 2017—2019 年全口径销售收入快速增长。

分析师：王 爽 王宇飞

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

3. 公司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，营业利润率和净资产收益率高于行业平均水平。公司未使用授信规模大，融资渠道以银行和公开市场为主，无非标融资，综合融资成本低于行业平均水平。

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，企业盈利空间或将受到挤压。
2. 公司债务负担提升。公司有息债务规模快速增长，2017—2019 年年均复合增长 91.22%。截至 2019 年底，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 61.01%和 49.60%，分别较 2017 年底上升 26.34 个百分点和 20.67 个百分点。
3. 需关注公司未来土地拓展及权益占比情况。在销售提速及高效运营策略的作用下，公司未开发土地储备规模一般，存在较大的补库存需求。同时，公司合作项目权益占比有待提升。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年3 月
现金类资产（亿元）	95.81	71.90	120.19	127.03
资产总额（亿元）	602.44	875.52	1296.25	1410.11
所有者权益合计（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
利润总额（亿元）	29.27	42.41	54.03	10.74
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（%）	14.12	16.32	17.73	--
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
流动比率（%）	148.31	171.80	140.53	143.81
经营现金流动负债比（%）	9.58	-29.69	3.08	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.88	5.65	5.33	--
EBITDA 利息倍数（倍）	8.14	3.91	3.36	--

公司本部（母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年3 月
资产总额（亿元）	279.04	375.81	421.34	432.88
所有者权益（亿元）	126.38	132.31	138.14	139.39
全部债务（亿元）	70.91	104.86	132.67	129.57
营业收入（亿元）	5.36	9.04	4.39	1.09
利润总额（亿元）	19.93	7.01	7.16	1.11
资产负债率（%）	54.71	64.79	67.21	67.80
全部债务资本化比率（%）	35.94	44.21	48.99	48.17
流动比率（%）	233.07	181.52	149.73	142.07
经营现金流动负债比（%）	-12.60	2.10	1.72	--

注：1. 2020 年 1—3 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. 公司本部口径下，将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；5. 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
AAA	稳定	2020/06/12	王爽、王宇飞	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读原文
AA ⁺	稳定	2016/12/23	郭昊、谭心远	房地产企业信用分析要点（2015 年）/—	阅读原文

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

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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 年度第三期中期票据信用评级报告

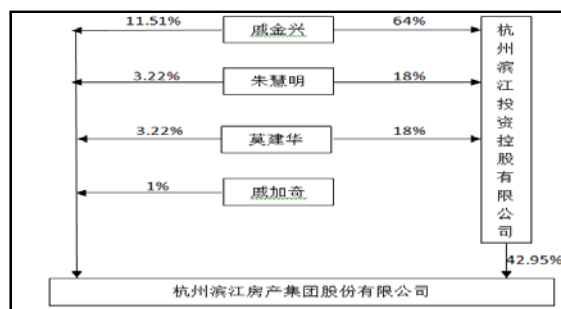
一、主体概况

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%）转由杭州市江干区国有资产管理局持有，其余 720 万元（占注册资本的 60%）由戚金兴为代表的经营层集体认购。其中，120 万元出资（占注册资本 10%）系代朱慧明持有、120 万元出资（占注册资本 10%）系代莫建华持有、60 万元出资（占注册资本 5%）系代王祖根持有。

2006 年 12 月，公司更为现名，并于 2008 年 5 月在深圳证券交易所正式挂牌上市（股票简称“滨江集团”，股票代码“002244.SZ”）。后经多次增资扩股、股权转让、资本公积定向转增股本、送股及定向增发等，截至 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；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%。公司实际控制人无股权质押。

图 1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主营业务为商品住宅的开发和建设。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（详见附件 1-1）；拥有 152 家子公司（详见附件 1-2）。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 1296.25 亿元，所有者权益合计 224.12 亿元（含少数股东权益 58.45 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 249.55 亿元，利润总额 54.03 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1410.11 亿元，所有者权益合计 232.20 亿元（含少数股东权益 63.76 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 37.81 亿元，利润总额 10.74 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

公司拟注册额度为 28.50 亿元的中期票据，本期计划发行 2020 年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”），拟发行额度 9.40 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 2020 年 10 月到期的短期融资券本金和利息。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济

增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 1 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-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，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2016—2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，

出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规

规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91

万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1—3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前

下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短期内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到

限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受

到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

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

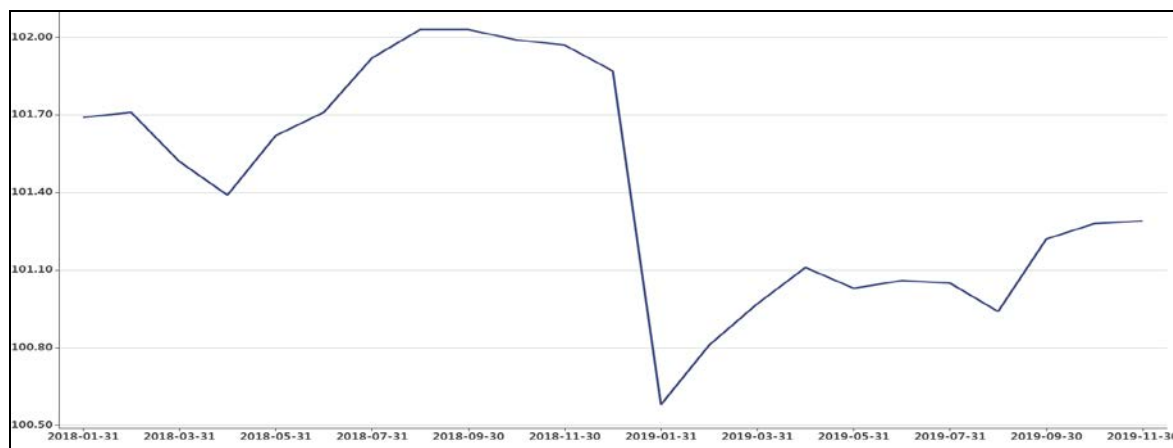
2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”

的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

图 2 2018 年—2019 年 11 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，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平

方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2

月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入 2020 年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍将下行。同时，本次疫情对在在建项目开工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给

予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

（2）土地市场与信贷环境

土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。受信贷政策维持紧缩的影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过 50%，且占比持续提升。

土地市场方面，2019 年，房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米，同比下降 11.40%，相较 2018 年累计同比增长 14.20% 的增速下滑 25.60 个百分点；土地成交价款 14709.28 亿元，累计同比下降 8.70%，相较于 2018 年累计同比增长 18.00% 的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019 年 1—3 月，土地市场较为冷清；4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始小阳春行情的消退以及行业融资再度收紧，土地市场同步降温。

从资金来源上看，2019 年，房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2018 年回升 1.20 个百分点。其中，国内贷款合计 2.52 万亿元，同比增长 5.10%，国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长，于 2019 年 3 月增速开始转正，全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点；自筹资金合计 5.82 万亿元，同比增长 4.20%，增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点；其他资金合计 9.50 万亿元，同比增长 10.49%，增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。

表 2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元）

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18%	24004.52	14.46%	25228.77	14.13%
利用外资	168.19	0.11%	107.98	0.07%	175.72	0.10%
自筹资金	50872.22	32.60%	55830.65	33.64%	58157.84	32.56%
其他资金	79770.46	51.12%	86019.74	51.83%	95046.26	53.21%

其中：定金及预收款	48693.57	31.20%	55418.17	33.39%	61359.00	34.35%
个人按揭	23906.31	15.32%	23705.89	14.28%	27281.00	15.27%
合 计	156052.62	100.00%	165962.89	100.00%	178608.59	100.00%

资料来源：Wind，联合资信整理

(3) 政策环境

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变。从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月

全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，政策或将根据市场情况进行逆周期微调，短期政策或将出现边际调整，但“房住不炒”仍然是硬约束，中长期来看仍将围绕总基调不变。

表 3 2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 3 月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019 年 4 月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议	继续重申“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
2019 年 7 月	中央政治局会议	会议中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 9 月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019 年 11 月	央行	强调“因城施策”，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

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托资金受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险

提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。

表 4 2019 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 5 月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019 年 7 月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019 年 7 月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理

		管控企业有息负债规模和资产负债率
2019 年 8 月	银保监会	银保监会决定在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019 年 9 月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

资料来源：联合资信整理

2. 杭州市房地产发展情况

公司房地产项目主要集中在杭州市，当地的区域经济环境和房地产市场运行情况与公司的销售业绩关联较大。

(1) 经济发展水平

杭州市经济发展态势良好，人均可支配收入稳步增长，有利于房地产企业的发展，杭州常住人口持续净流入，有益于提升市场购买需求。

杭州市位于中国东南沿海、浙江省北部，是浙江省省会，也是浙江省的政治、经济、文化和金融中心。杭州市域面积为 16850 平方公里（其中市区面积 8289 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 15373 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 4875 亿元，第三产业增加值 10172 亿元，分别较 2018 年增长 1.9%、5.0%和 8.0%。

2019 年，全市居民人均可支配收入 59261 元，较 2018 年增长 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 66068 元和 36255 元，较 2018 年增长 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 1036.0 万人，较 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

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，较 2018 年增加 6 宗；住宅用地成交面积 495.76 万平方米，较 2018 年下降 11.75%；住宅用地成交土地规划建筑面积 1157.12 万平方米，较 2018 年变化不大；住宅用地成交楼面均价 13809.88 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。2019 年 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。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较 2018 年回落，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。

根据杭州市统计局公布的数据，2019 年，杭州住宅施工面积 6263 万平方米，较 2018 年增长 1.7%；住宅新开工面积 1347 万平方米，较 2018 年下降 15.3%；住宅竣工面积 964 万平方米，较 2018 年增长 14.5%；住宅销售面积 1284 万平方米，较 2018 年下降 3.4%；住宅销售额 3406 亿元，较 2018 年增长 5.2%；住宅销售均价 2.65 万/平方米，较 2018 年增长 8.6%。

2019 年，浙江省楼市调控政策整体保持稳定。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；8月，杭州多家银行推出“二抵贷”业务；10月，杭州各区出台新一版人才政策，加快人口落户。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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年3月底，公司注册资本31.11亿元。公司控股股东滨江控股持有公司42.95%的股权。公司实际控制人为戚金兴。

2. 企业规模

公司开发经验丰富，产品品质突出，市场和同行业认可度高，区域竞争力强。

公司为杭州地区知名房地产企业，开发了“阳光海岸”“金色海岸”“金色家园”“武林壹号”等高品质项目，已建立包括采购、设计、开发、销售在内的一整套完整、独立的房地产开发业务经营体系。公司具有房地产开发一级开发资质，为全国民营企业500强。

经过28年的发展，公司开发项目已由杭州等浙江省内城市逐步拓展至深圳及上海。公司开发经验丰富，产品在高端精装修、环境营造以及配套物业服务等方面较为突出，树立了良好的品牌形象。公司与进入浙江的全国地产前20强中的15家企业均有合作，此外，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。

2019年，公司全口径销售收入1120.60亿元，较2018年增长31.82%。截至2020年3月底，公司全口径可售货值2332.40亿元。根据克而瑞发布的中国房地产企业销售排行榜，公司2019年位列第31位，较2018年上升6位。2019年，公司位列杭州权益销售排行榜第一名。

3. 人员素质

公司高级管理人员整体素质高、稳定性强，房地产板块人均效能处于行业较高水平。

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，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。2019年，公司房地产开发系统员工人均销售收入1.26亿元，

人均销售贡献处于行业较高水平。

工作。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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

2. 管理制度

公司治理结构清晰、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、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。

七、经营分析

1. 经营概况

2017—2019年，受益于房地产业务规模扩张，公司营业收入大幅增长，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。2020年一季度，酒店服务业务受新冠肺炎疫情影响大。

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长所致。2019年，公司实现营业收入249.55亿元，同比增长18.18%。

表5 公司营业收入和毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	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

从营业收入构成来看，房地产开发业务收入近三年占比均超95%，为公司收入重要来源。2017—2019年，公司房地产开发收入分别为130.95亿元、202.71亿元和242.24亿元，随着公司业务规模快速扩张，结转收入规模快速增长。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相对较小。其中，酒店服务收入波动增长，2019年公司位于西雅图的酒店投入运营；持有型物业出租业务收入逐年增长；房产项目管理服务收入波动性较大，

2019年为2.15亿元，同比下降77.65%，主要系2019年房地产项目管理服务收入中向非全资子公司收取的项目管理服务收入（此业务属于内部关联交易，在编制合并报表时营业收入全部予以抵消）占比较2018年增长较多，导致最终体现在合并报表中的房产项目管理服务收入同比大幅下降所致。

毛利率方面，受益于高毛利项目交付结转，房地产业务毛利率近三年波动提升。近三年，公司酒店服务业务毛利率波动下降，其中

2018 年较 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，2019 年较 2018 年下降 19.07 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。受上述因素影响，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（较 2019 年同期增长 111.70%），综合毛利率为 44.33%（较 2019 年同期变化不大，较 2019 年全年上升 9.23 个百分点）。房地产开发板块实现营业收入 36.20 亿元，较 2019 年增长 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。受新冠肺炎疫情疫情影响，酒店服务收入下滑，加之友好饭店停业装修，板块毛利率大幅下降。

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、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和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。

（1）土地储备

公司 2017—2019 保持较大土地拓展规模且新增土地权益比例有所提升；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%），公司土地权益占比由 2018 年的 38.47% 提升至 51.61%。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，土地规划建筑面积合计 45.27 万平方米。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。2019 年，公司全口径拿地规模下降，但权益面积增长。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；合作开发已成为主要开发模式之一，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。

表 6 公司近年拿地情况
（单位：块、亿元、万平方米、元/平方米）

获得时间	地块数量	土地总价	规划建筑面积	楼面均价
2017 年	16	322.03	220.45	14607.85
2018 年	26	496.43	346.97	14307.71
2019 年	28	503.74	295.39	17053.39
2020 年 1—3 月	5	55.38	45.27	12233.27
合计	75	1377.58	908.08	--

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 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均已完成拆迁工作，目前在申报专项规划中；上海大兴街

旧改项目在拆除施工阶段。考虑到公司开发规模，未开发土地储备规模一般，未来需关注公司土地拓展情况。

表 7 截至 2020 年 3 月底公司尚未开发的主要土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

序号	地块名称	项目名称	所在区域	土地取得时间	物业类型	占地面积	计容规划建筑面积	楼面价	享有权益
1	深圳龙华区城市更新项目	深圳龙华项目	深圳	2017.6.26	商住	4.78	29.40	/	65.00
2	太湖度假区长田漾湿地项目-2018-10 号	长田春晓	湖州	2018.3.13	商业	14.06	15.47	1183	70.00
3	上海大兴街旧改	大兴街项目	上海	2016.12.29	商住	3.71	12.94	/	17.15
4	金开自然资规供（2019）20 号	悦虹湾 1 号	金华	2019.8.21	商住	3.11	4.98	10119	100.00
5	金开自然资规供（2019）21 号	悦虹湾 2 号	金华	2019.8.21	住宅	1.95	3.13	10330	100.00
6	西兴单元 BJ1302-R/B-02 地块	御滨府	杭州	2019.11.19	商住	4.40	10.12	25442	26.50
7	杭政储出（2019）88 号灯塔单元 XC0701-R/B-03 地块	春语蓝庭	杭州	2020.1.17	住宅	4.89	11.74	15120	20.00
8	淳政储出（2018）8 号（千岛湖望江垄项目）	望江垄项目 1	杭州	2020.1.21	住宅	3.83	5.75	7619	30.00
9	淳政储出（2018）9 号（千岛湖望江垄项目）	望江垄项目 2	杭州	2020.1.21	住宅	4.12	6.17	7436	30.00
10	萧政储出（2020）3 号新塘单元 D-83-1、D-83-2 地块	旭滨府	杭州	2020.3.5	住宅	6.34	16.47	12973	49.00
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	印江澜	苏州	2020.3.25	住宅	2.57	5.14	14189	50.00
合计		--	--	--	--	53.76	121.31	--	--

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

（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。

为保证工程品质，公司在合作开发项目的具体分工序列中，一般优先选择工程端，即“工程合作操盘”。公司已建立稳定的高品质供应商体系，与合作各方结成长期战略合作伙伴关系。公司自成立以来，总包单位共有 8 家，均为特级及一级资质企业，其中有 5 家单位合作年限均在 10 年以上，最长的在 25 年以上。此外，在项目开发过程中，公司与各环节合作方之间、合作方与合作方之间能够高效配合，为公司项目开发保证质量抢时间提供有力保障。

公司制定了一系列标准化流程，提高管理及运营效率。产品标准化方面，公司建立了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等房产各相关领域。工程管理标准化方面，公司建立和完善了一系列工程管理标准化制度，在关键时间节点和重点环节加强工程质量控制。成本管理方面，公司通过建立全项目全周期的成本控制体系，把控目标管理、动态监控、核算总结三环节，坚持在保证产品品质的基础上，从分部到分项对工程成本控制进行精细化管理。在保证品质的前提下，公司对项目运营的时间节点进行管控，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。总体看，公司通过对工程各个环节

的把控，以确保工程质量及成本在公司控制范围内，从而在项目快周转的同时保证产品品质。

2017—2019年，公司房地产业务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39.03%；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；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 公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2017年	2018年	2019年	2020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：上表为全口径数据

资料来源：公司提供

从城市分布上看，公司在建项目主要集中在杭州及浙江省其他城市，此外，公司部分项目分布于上海、深圳、上饶、南通等地。截至2020年3月底，公司全口径在建项目67个，预计总投资2437.02亿元，已投资1808.04亿元，尚需投资628.98亿元；在建项目已实现签约销售收入1320.60亿元，累计回款金额1242.58亿元，由于公司把握开发与销售节奏，回笼资金较充足。同期，公司在建项目可售面积893.02万平方米，剩余可售面积447.92万平方米，其中杭州剩余可售面积200.15万平方米。

截至2020年3月底，公司项目可售货值2332.40亿元（包括拟建、在建及竣工项目），公司权益货值984.35亿元，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	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	江南名府	杭州	住宅	7.90	21.32	18.25	7.79	7.79	3.31	100.00	100.00
2	卧城印象	杭州	住宅	6.48	15.86	14.38	6.37	5.20	3.05	81.63	50.00
3	杭州壹号院	杭州	商住	63.95	247.11	168.74	61.49	27.29	5.23	44.38	10.00
4	平湖万家花城	平湖	住宅	93.44	80.46	59.16	91.94	91.94	1.23	100.00	35.10
5	天目山小镇	杭州	商住	13.38	15.67	3.22	4.68	--	--	--	100.00
6	御江南	杭州	住宅	8.59	28.78	26.00	7.50	7.24	3.82	96.53	100.00
7	上品	杭州	住宅	13.48	87.11	71.16	10.55	10.39	7.26	98.48	50.50
8	义乌锦绣之城	义乌	住宅	16.57	38.33	35.36	16.36	8.00	3.10	48.90	100.00
9	义乌滨江壹品	义乌	住宅	21.94	50.34	45.73	21.55	15.68	2.93	72.76	100.00
10	海铭雅园	杭州	住宅	19.45	35.09	30.25	19.18	18.10	1.90	94.37	51.00
11	翡翠江南	杭州	住宅	11.59	32.40	28.59	7.81	7.73	3.69	98.98	50.00
12	翡翠之星	杭州	住宅	5.97	18.55	18.42	4.65	4.59	4.07	98.71	50.00
13	温州万家花城	温州	住宅	15.55	23.18	15.18	14.42	4.25	1.65	29.47	51.00
14	锦宸	杭州	住宅	6.04	21.08	18.90	5.92	5.84	4.06	98.65	50.00
15	五幸银座	杭州	商业	3.79	3.40	3.13	1.84	--	--	--	24.00
16	温岭玫瑰春晓	温岭	住宅	9.07	25.13	20.40	9.46	5.08	2.76	53.70	49.00
17	乐清金色家园	乐清	住宅	28.00	31.83	23.11	27.57	17.07	1.60	61.92	45.00
18	曙光之星	南通	商住	19.79	18.17	8.38	15.60	12.21	0.96	78.27	35.00
19	定安府	杭州	商业	1.26	9.08	5.61	1.25	--	--	--	70.00
20	悦虹湾	杭州	住宅	27.79	88.22	75.23	26.94	26.12	3.56	96.96	24.90
21	温州 TOD	温州	商住	41.58	67.62	44.82	36.92	22.38	1.99	60.62	16.50
22	舟山创世纪	舟山	商住	15.31	18.12	12.08	12.84	2.89	1.53	22.51	11.00
23	锦胤府	杭州	住宅	11.71	34.86	31.87	11.46	9.51	3.07	82.98	30.00
24	温岭铂金海岸北苑	温岭	住宅	4.21	2.80	2.33	3.97	1.13	0.62	28.46	50.00
25	宁波海语天下	宁波	住宅	23.13	75.80	51.79	23.13	6.93	3.39	29.96	50.00
26	五幸金座	杭州	商业	6.15	6.50	4.35	3.00	--	--	--	24.00

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
27	万潮星汇	杭州	商业	5.05	15.40	10.26	2.45	--	--	--	12.25
28	拥潮府	杭州	住宅	11.27	37.59	36.25	11.13	10.94	4.03	98.29	66.00
29	十里春晓	湖州	住宅	14.98	21.12	20.79	14.22	9.72	1.67	68.35	70.00
30	温州壹号	温州	商住	35.25	135.13	83.64	34.27	17.04	4.07	49.72	15.00
31	诺德学府	宁波	住宅	13.12	10.84	8.20	12.73	10.51	1.06	82.56	40.00
32	温岭万家之星	温岭	住宅	5.64	10.87	8.99	5.64	4.42	2.43	78.37	34.00
33	阳光名城	杭州	住宅	10.41	13.60	7.60	9.18	--	--	--	15.00
34	澄品	杭州	住宅	31.29	144.00	123.31	29.63	22.35	5.26	75.43	18.00
35	上饶公园壹号	上饶	住宅	13.60	13.60	8.35	13.28	8.72	1.23	65.66	80.00
36	乐清东潮府	乐清	住宅	8.40	16.30	10.17	8.29	4.53	2.23	54.64	25.00
37	御品	杭州	住宅	8.73	40.29	31.65	7.73	7.67	7.36	99.22	50.00
38	湘湖里	杭州	住宅	13.45	62.83	46.78	7.77	--	--	--	50.00
39	莫干山语	德清	住宅	7.35	16.81	10.97	7.29	1.26	2.35	17.28	33.00
40	仁恒滨江园	杭州	住宅	8.58	46.29	37.71	6.80	6.51	7.09	95.74	50.00
41	古翠蓝庭	杭州	住宅	5.71	32.61	23.59	5.04	0.70	6.83	13.89	50.00
42	时代滨江四季	杭州	住宅	10.54	51.43	37.26	10.36	--	--	--	20.00
43	明石东潮府	杭州	商住	9.35	24.00	17.80	8.79	1.02	5.45	11.60	33.00
44	乐清乐虹湾	乐清	住宅	19.58	27.80	16.68	19.22	1.60	1.54	8.32	50.00
45	金华锦翠蓝庭	金华	住宅	7.01	13.21	7.63	6.91	1.73	1.99	25.04	50.00
46	温岭悦景园	温岭	商住	11.18	22.54	13.77	11.18	--	--	--	33.00
47	温州悦虹湾	温州	商住	9.38	33.94	23.92	8.97	--	--	--	50.00
48	云栖名筑一期	杭州	商业	7.14	7.42	4.28	3.50	--	--	--	24.00
49	云栖名筑二期	杭州	商业	6.45	7.06	3.86	3.16	--	--	--	24.00
50	永康悦虹湾	永康	住宅	7.25	10.66	6.81	7.15	--	--	--	100.00
51	杭语蓝庭	杭州	商住	8.27	23.27	18.43	8.13	1.85	3.77	22.76	33.00
52	温岭锦湖园	温岭	商住	4.79	9.54	6.03	4.68	--	--	--	75.00
53	义乌万家风华	义乌	商住	34.99	63.00	45.92	34.04	2.60	2.54	7.64	24.99
54	悦湖蓝庭	台州	住宅	17.97	14.97	4.48	17.63	--	--	--	51.00
55	拥翠府	杭州	住宅	6.14	22.41	17.23	5.74	5.74	3.75	100.00	50.00
56	御虹府	杭州	住宅	13.85	57.61	46.70	13.03	8.83	4.72	67.77	100.00
57	空港壹号	杭州	商住	9.37	14.56	8.13	8.91	--	--	--	26.00
58	湖州湖畔春晓	湖州	住宅	10.04	13.67	7.71	9.53	--	--	--	100.00
59	拥涛府	杭州	住宅	8.40	30.14	21.55	7.88	--	--	--	100.00
60	湖光山社	杭州	住宅	13.42	19.53	12.73	12.65	--	--	--	100.00
61	万家花城庆和苑	平湖	住宅	6.45	9.39	5.13	6.32	--	--	--	50.00
62	滨江爱义南方大厦	深圳	商业	4.88	14.00	8.41	2.35	--	--	--	51.00
63	御潮府	杭州	住宅	11.48	70.59	53.87	8.81	--	--	--	50.00
64	滨耀城	杭州	商住	17.56	30.00	14.44	12.47	--	--	--	50.00
65	悦潮府	杭州	住宅	7.75	23.51	15.93	7.24	--	--	--	70.00
66	君品	杭州	住宅	13.78	55.47	42.80	12.88	--	--	--	25.50
67	嘉品美寓	杭州	商住	12.75	53.21	41.84	11.85	--	--	--	100.00
合计		--	--	978.70	2437.02	1808.04	893.02	445.10	--	--	--

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

(3) 项目销售情况

公司销售金额显著增长，在售项目整体去化情况良好；可售货值规模较大，对公司未来发展提供支撑；在售项目区域集中度较高，易受单一区域市场波动影响。

公司以自销为主，销售团队成员入职平均年限 3~5 年，销售经验充足，对于当地客户群

体的特点比较了解。公司销售团队为客户提供从咨询、置业到交付一系列专业的服务，客户体验较好。2017—2019 年，公司当期的销售费用率¹分别为 0.50%、0.76%和 1.08%，比例较低，公司通过区域深耕较好的控制了销售成本。

¹ 当期销售费用率=当期销售费用/当期销售金额，计算数据为并表口径

2017—2019年，公司并表口径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，叠加新冠肺炎疫情影响，公司2020年一季度销售规模同比下降29.33%。

表10 公司项目销售情况

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1—3月
签约销售面积 (万平方米)	89.46	96.08	170.27	27.11
签约销售金额 (亿元)	305.60	400.90	530.83	78.72
签约销售均价 (万元/平方米)	3.42	4.18	3.12	2.90
结转收入面积 (万平方米)	51.61	62.69	82.44	20.75
结转收入(亿元)	130.95	202.71	242.24	36.20

注：上表数据为并表口径

资料来源：公司提供

2017—2019年，公司全口径签约销售面积和销售金额快速增长，年均复合增长率分别为32.87%和34.99%，2019年分别为346.04万平方米和1120.60亿元；权益销售金额占比波动下降，2019年为37.73%。

表11 公司项目销售情况

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1—3月
签约销售面积(万平方米)	196.00	236.00	346.04	45.33
权益销售面积(万平方米)	79.02	104.50	129.50	18.96
签约销售金额(亿元)	615.00	850.10	1120.60	152.10
权益销售金额(亿元)	260.00	374.80	422.80	59.10

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2020年3月底，公司全口径在售项目数量较多，部分项目去化率较低（详见表9）。其

中，杭语蓝庭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；舟山创世纪和温岭铂金海岸北苑项目因产品类型及区位原因去化较慢。完工在售项目方面，截至2020年3月底，公司共有6个完工在售项目（全口径）。其中，义乌公园壹号、千岛湖东方海岸和东方名府在售部分为项目尾盘，销售去化率均在90%以上；武林壹号、大江名筑、同协金座项目去化率分别为76.60%、86.47%和42.80%，其中武林壹号部分商业自持，大江名筑最后一期尚未开盘，同协金座因产品类型及区位原因去化较慢且部分房源未开盘。总体看，公司在售项目整体去化情况良好，杭州项目去化速度快，清盘周期缩短。

3. 其他业务

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

公司酒店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。2019年，公司酒店业实现收入2.10亿元，较2018年增长40.94%，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，收取一定比例的管理费计入代建业务收入。项目管理服务收入主要包括工程管理和营销管理费收入，收取对象有非全资子公司、联营企业、外部单位三类。其中向非全资子公司收取的项目管理服务收入，属于内部关联方交易，在编制合并报表时营业收入全部予以抵消。2019 年房地产项目管理服务收入中向非全资子公司收取的项目管理服务收入占比较 2018 年增长较多，导致最终体现在合并报表中的房产项目管理服务收入同比大幅下降。

4. 经营效率

与同行业企业对比，公司经营效率尚可。

2017—2019 年，公司总资产周转次数波动下降，存货周转次数逐年下降，2019 年分别为 0.23 次和 0.23 次，公司经营效率下降。通过同行业对比，公司总资产周转率高于行业平均水平，存货周转率低于行业平均水平。

表 12 截至 2019 年底公司与同行业企业经营效率指标情况（单位：次）

项目	存货周转率	总资产周转率
滨江集团	0.23	0.23
平均值	0.28	0.21

注：上表平均值为 74 家发债房地产企业经营效率指标均值
资料来源：Wind

5. 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。

2020 年工作目标包括：（1）区域布局方面，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）销售目标方面，继续保持 1000 亿元以上销售规模；（3）土地储备方面，目标新增 30 幅土地，新增后储备货值不少于 2500 亿元；（4）融资方面，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。

八、重大事项

诉讼事项及公司计提坏账准备

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

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书、安远控股承诺归还融资贷款本金及利息，连带责任担保人对债务本息承担连带保证责任，债权人有权折价、拍卖或变卖质押股权、质押电费收益权、抵押房产等事项。

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 万元，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。

仲裁事项

2016 年 12 月，公司与上海湘府房地产开

发有限公司（以下简称“上海湘府公司”）、上海崇滨建设发展有限公司（以下简称“上海崇滨公司”）、中崇集团有限公司（以下简称“中崇集团”）签署《上海湘府房地产开发有限公司股权合作框架协议》，公司以 7.98 亿元收购上海崇滨公司持有的上海湘府公司 10% 股权。因上海湘府公司未按协议支付相关固定收益，公司于 2018 年 9 月向上海国际经济贸易仲裁委员会递交仲裁申请书，申请解除上述合作框架协议；并请求依法判令上述上海湘府公司、上海崇滨公司、中崇集团共同向公司返还资金 7.06 亿元和按约定支付年化 10% 的收益，作为股本投入的 0.92 亿元和《上海湘府房地产开发有限公司股权合作框架协议》中约定的超额收益在项目清算时另行处理。该案件已于 2020 年 1 月作出裁决：上海崇滨公司应返还公司借款人民币 7.06 亿元，并按年 10% 向申请人支付固定收益。由于裁决仍在执行过程中，相关资金的回收存在不确定性。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2017—2019 年财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论；2020 年 1—3 月财务报表未经审计。

公司根据新金融工具准则、新财务报表格式及修订的相关会计准则进行了会计政策变更。

从合并范围变化看，随着经营规模的扩大，2017—2019 年，公司合并报表范围扩大，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 2019 年底，公司（合并）资产总额 1296.25 亿元，所有者权益合计 224.12 亿元（含少数股东权益 58.45 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 249.55 亿元，利润总额 54.03 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总

额 1410.11 亿元，所有者权益合计 232.20 亿元（含少数股东权益 63.76 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 37.81 亿元，利润总额 10.74 亿元。

2. 资产质量

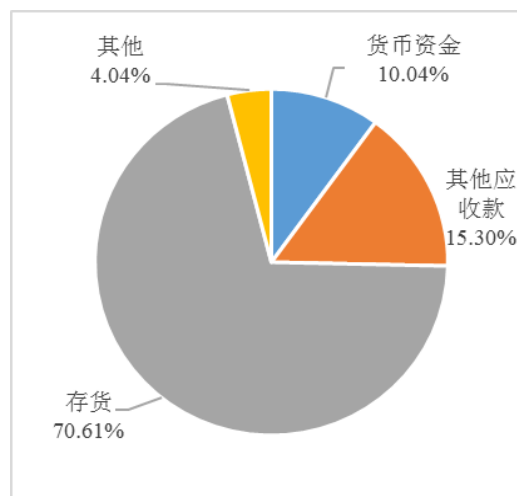
2017—2019 年，公司资产规模快速增长，资产构成以流动资产为主；公司存货规模较大，考虑到杭州存货项目占比高，且杭州项目去化情况良好，公司存货变现能力较好；公司与合营联营房地产企业之间往来款规模较大，存在一定回收风险；公司投资性房地产以成本法计量，存在一定升值空间。总体看，公司资产质量较好。

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 1296.25 亿元，较 2018 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（2019 年底流动资产占 92.65%），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 1196.54 亿元，较 2018 年底增长 48.33%，主要系存货增长所致；流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

图 3 截至 2019 年底公司流动资产构成



注：“其他”包括应收账款、预付账款和其他流动资产等
资料来源：根据公司财务报告整理

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 2018 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。同期，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。

2017—2019 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 29.14%。截至 2019 年底，公司其他应收款 183.10 亿元，较 2018 年底增长 18.66%，主要系拆借款增加所致；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；其他应收款坏账准备余额为 12.83 亿元，综合计提比例为 6.55%；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%。

表 13 截至 2019 年底其他应收款金额前五名情况
(单位：亿元、%)

单位名称	款项的性质	期末余额	账龄	占比
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 年以内	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	
合计	--	61.76	--	31.52

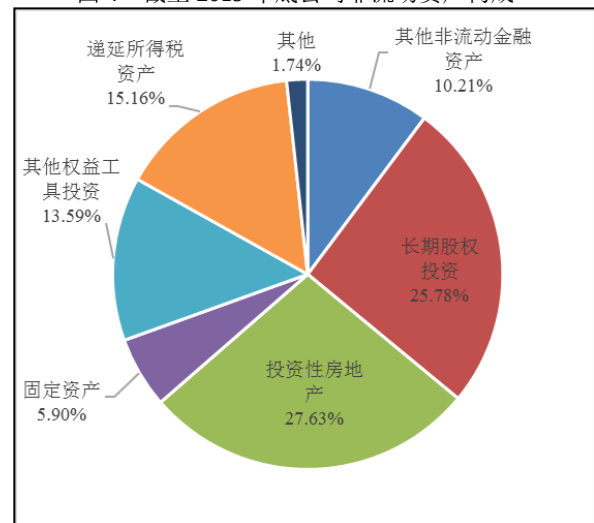
注：合计小数后两位差异为四舍五入导致
资料来源：公司财务报告

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，公司存货为 844.94 亿元，较 2018 年增长 57.89%，主要系本期取得土地、支付工程款增加所致。其中，存货主要由开发成本（占 93.22%）和开发产品（占 6.78%）构成。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 2018 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；非流动资产主要由投资性房地产、长期股权投资、递延所得税资产和其他权益工具投资构成。

图 4 截至 2019 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

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 2018 年底增长 72.07%，主要系本期公寓资产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，存在一定升值空间。公司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 2020 年 3 月底，公司资产总额 1410.11 亿元，较 2019 年底增长 8.78%；资产构成较 2019 年底变化不大。存货 927.14 亿元，其中开发产品 67.43 亿元、开发成本 859.69 亿元；存货中杭州项目占比为 70.07%，考虑到公司杭州项目去化情况良好，存货变现能力较好。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。

表 14 截至 2020 年 3 月底公司存货区域分布情况
(单位：万元、%)

项目区域	账面价值	占比
杭州	6496286.13	70.07
金华	978925.47	10.56
温州	623367.29	6.72
湖州	283853.63	3.06
嘉兴	251086.09	2.71
台州	216424.77	2.33
深圳	175832.10	1.90
江苏如皋	82546.47	0.89
上海	77123.10	0.83
江西上饶	76810.67	0.83
美国西雅图	9113.61	0.10
合计	9271369.32	100.00

资料来源：公司提供

表 15 截至 2020 年 3 月底公司受限资产情况
(单位：万元)

项目	账面价值
货币资金	388.17
存货	4910703.79
投资性房地产	255719.11
固定资产	38595.11
无形资产	13843.74
合计	5219249.92

资料来源：公司提供

3. 负债和所有者权益

(1) 所有者权益

随着房地产业务规模的扩大，公司合作开发项目增加，少数股东权益规模快速增长。公司权益结构稳定性较弱。

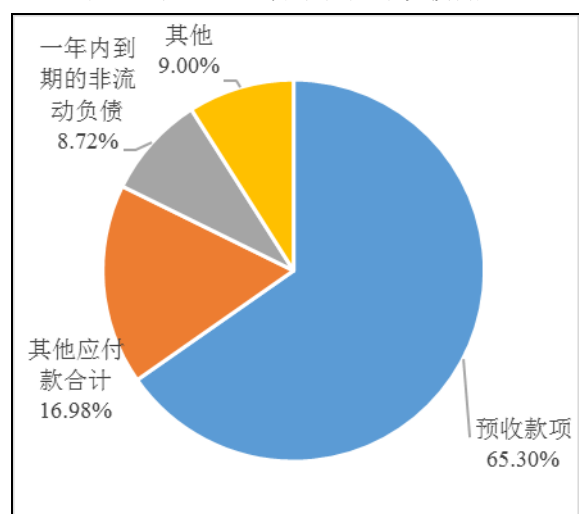
2017—2019 年，公司所有者权益年均复合增长 17.04%，主要系未分配利润及少数股东权益增长所致。截至 2019 年底，公司所有者权益合计 224.12 亿元，较 2018 年底增长 16.04%。同期，未分配利润 101.72 亿元，较 2018 年底增长 15.73%；少数股东权益 58.45 亿元，较 2018 年底增长 44.20%，主要系合作开发项目增加所致。同期，公司所有者权益中股本、资本公积、未分配利润和少数股东权益占比分别为 13.88%、9.81%、45.39%和 26.08%。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 232.20 亿元，较 2019 年底增长 3.60%；所有者权益构成较 2019 年底变化不大。

(2) 负债

2017—2019 年，公司负债规模快速增长，合同负债主要为预收售房款，规模较大，对未来结转收入提供有力支撑；有息债务构成以长期债务为主，随着公司业务规模的扩张，债务负担有所上升。

图 5 截至 2019 年底公司流动负债构成



注：“其他”包括应付账款和其他流动负债等

资料来源：根据公司财务报告整理

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 1072.13 亿元，较 2018 年底增长 57.12%，主要系流动负债增长所致；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 2018 年底增长 81.34%；流动负债主要由预收款项和其他应付款构成。

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。

表 16 账龄超过 1 年的重要其他应付款

(单位：亿元)

项目	期末余额	未偿还或结转的原因
四川新希望房地产开发有限公司	4.76	项目未清算
杭州盛元房地产开发有限公司	4.08	项目未清算
杭州滨保房地产开发有限公司	3.30	项目未清算
深圳市爱义福鑫投资控股有限公司	3.22	项目未清算
杭州信达地产有限公司	2.04	项目未清算
旭辉集团股份有限公司	2.03	项目未清算
合计	19.43	--

资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 74.24 亿元（较上年底增加 51.04 亿元），其中一年内到期的长期借款 44.13 亿元，应付债券 30.11 亿元。

截至 2019 年底，公司其他流动负债 27.40

亿元，包括短期应付债券（金额为 26.81 亿元）和联营企业未实现利润。

表 17 截至 2019 年底公司短期融资券明细

(单位：亿元)

债券名称	发行日期	债券到期日	发行金额
19 滨江房产 CP001	2019/1/11	2020/1/11	9.00
19 滨江房产 CP002	2019/3/15	2020/3/15	8.00
19 滨江房产 CP003	2019/10/17	2020/10/17	9.00
合计	--	--	26.00

资料来源：公司财务报告

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 18 截至 2019 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
19 滨江房产 MTN001	2019/11/07	2022/11/07	--	9.00
18 滨江房产 MTN001	2018/03/13	2021/03/15	--	21.80
17 滨房 01	2017/10/30	2022/10/31	2020/10/31	6.00
16 滨房 01	2016/08/09	2021/08/10	2019/08/10	21.00
合计	--	--	--	57.80

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 1177.92 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 2019 年底增长 34.65%）；负债构成较 2019 年底变化不大。

表 19 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	78.96	130.07	131.06
长期债务	212.85	220.60	269.35
全部债务	291.81	350.66	400.41
资产负债率	77.94	82.71	83.53
全部债务资本化比率	60.17	61.01	63.30
长期债务资本化比率	52.43	49.60	53.70

注：有息债务调整项包括其他应付款中的有息部分、其他流动负债中的短期应付债券、长期应付款中的有息部分

资料来源：根据公司财务报告整理

2017—2019 年，公司有息债务规模快速增长，年均复合增长 91.22%。截至 2019 年底，公司有息债务为 350.66 亿元，较 2018 年底增长 20.17%；有息债务中长期债务占 62.91%，较 2018 年底下降 10.03 个百分点。同期，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 82.71%、61.01%和 49.60%，较 2018 年底分别上升 4.77 个百分点、上升 0.84 个百分点和下降 2.83 个百分点。其中，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较 2017 年底上升 26.34 个百分点和 20.67 个百分点。通过与同行业公司对比，公司有息债务指标略高于行业平均水平。

表 20 截至 2019 年底公司与同行业公司债务指标情况（单位：%）

项目	资产负债率	全部债务资本化比率	长期债务资本化比率
滨江集团	82.71	58.97	48.97
平均值	77.30	57.86	48.26

注：上表平均值为 74 家发债房地产企业债务指标均值；为便于对比，有息债务调整项为其他流动负债中的应付短期债券，其他有息债务未作调整，故滨江集团有息债务指标与表 19 数据存在差异
资料来源：Wind

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 1177.92 亿元（较 2018 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 2019 年底增长 34.65%）；负债构成较 2019 年变化不

大。同期，公司有息债务 400.41 亿元（较 2019 年底增长 14.19%），其中短期债务占比下降至 32.73%，长期债务占 67.27%。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 83.53%、63.30%和 53.70%，较 2019 年底分别上升 0.82 个百分点、2.29 个百分点和 4.10 个百分点，债务负担较 2019 年底小幅上升。截至 2020 年 3 月底，公司长期债务 269.35 亿元，主要集中于 2022 年到期，到期规模为 103.41 亿元。

表 21 截至 2020 年 3 月底长期债务未来到期情况

年份	到期规模（亿元）
2021 年	60.64
2022 年	103.41
2023 年	80.40
2024 年及以后	24.91

注：长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款中的有息部分

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2017—2019 年，公司收入和利润规模持续增长，营业利润率和净资产收益率高于行业平均水平，公司整体盈利能力较强。

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结转收入同比增加所致。伴随着收入的增长，近三年营业成本年均复合增长 29.98%，2019 年为 161.96 亿元（同比增长 19.37%）。

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。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。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 4.38%、6.03%和 7.43%，公司费用控制能力强。

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。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、3.04 亿元，波动较大。

2017—2019 年，公司净利润分别为 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。

盈利指标方面，2017—2019 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率三年加权均值分别为 27.42%、8.73%和 16.58%，2019 年分别为 27.73%、8.57%和 17.73%，分别同比下降 2.69 个百分点、上升 0.40 个百分点和上升 1.41 个百分点。通过与同行业企业对比，公司盈利指标高于行业平均水平。

表 22 截至 2019 年底公司与同行业企业盈利指标情况
(单位：%)

项目	营业利润率	净资产收益率
滨江集团	27.73	17.73
平均值	24.14	11.09

注：上表平均值为 74 家发债房地产企业盈利指标均值
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 2019 年同期分别增长 111.71%和 62.27%。同期，公司营业利润率为 36.89%，较 2019 年上升 9.16 个百分点；投资收益 2.05 亿元。

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主要为房地产项目销售回款，现金流出主要为公司土地支出及房地产开发投入；经营活动产生的现金流量净额波动较大。

表 23 公司现金流情况 (单位：亿元)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	199.16	220.25	427.32	81.70
经营活动现金流入小计	199.88	221.95	432.98	83.44
经营活动现金流出小计	165.58	361.35	406.77	108.90
经营活动产生的现金流量净额	34.30	-139.40	26.21	-25.46
投资活动现金流入小计	463.13	34.78	85.40	25.02
投资活动现金流出小计	502.91	109.20	95.20	28.42
投资活动产生的现金流量净额	-39.78	-74.42	-9.80	-3.40
筹资活动前现金流量净额	-5.48	-213.82	16.41	-28.86
筹资活动现金流入小计	102.94	313.86	252.27	126.63
筹资活动现金流出小计	90.91	124.39	220.48	90.97
筹资活动产生的现金流量净额	12.02	189.47	31.79	35.65

资料来源：公司财务报告

投资活动方面，2017—2019 年公司投资活动现金流入规模大，主要系收回理财产品金额大；现金流出主要为合作项目财务资助款支出及金融产品投资；投资活动现金流体现为净流出，且规模逐年减少。

2017—2019 年，公司筹资活动前现金流波动幅度较大，2017 年及 2018 年公司拿地支出大幅增加，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主要为取得借款以及收到合作项目外部股东财务资助款，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；筹资活动现金流体现为净流入，且波动较大。

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金流较

2019 年同期度减少 27.88 亿元，主要系本期拿地支出规模增加所致；投资活动现金流较 2019 年同期度减少 16.94 亿元，主要系本期收回拆借款减少所致；筹资活动现金流较 2019 年同期变化不大。

6. 偿债能力

随着债务规模的增长，公司部分偿债指标下滑；考虑到公司项目储备质量较好，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。公司融资渠道以银行和公开市场为主，无非标融资，综合融资成本低。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年及 2020 年 3 月底，公司流动比率分别为 148.31%、171.80%、140.53%和 143.81%，速动比率分别为 80.88%、57.83%、41.30%和 41.76%。2017—2019 年，公司经营现金流动负债比分别为 9.58%、-29.69%和 3.08%。公司流动负债中预收款项占比大，主要为预售房款，不具有强制偿还性。2017—2019 年及 2020 年 3 月底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数分别为 6.30 倍、0.91 倍、0.92 倍和 0.97 倍。

从长期偿债能力看，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 33.26 亿元、51.69 亿元和 65.74 亿元，EBITDA 利息倍数分别为 8.14 倍、3.91 倍和 3.36 倍；全部债务/EBITDA 分别为 2.88 倍、5.65 倍和 5.33 倍。

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。此外，公司是上市公司，直接融资渠道通畅。融资成本方面，截至 2019 年底，公司综合融资成本为 5.6%，融资成本区间详见表 24，公司综合融资成本低于行业平均水平。

表 24 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%
中期票据	60.00	4.99%~6.5%

公司债	26.56	5.3%~5.8%
短融	26.00	4.1%~5.3%
合计	318.61	综合成本 5.6%

资料来源：公司 2019 年度报告

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。

7. 公司本部（母公司）财务分析

公司本部营业收入规模较小，盈利主要来源于下属子公司；有息债务规模大，偿债需依靠下属子公司。

公司本部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。

2017—2019 年，公司本部资产快速增长，年均复合增长 22.88%。截至 2019 年底，公司本部资产合计 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，公司本部流动资产 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。同期，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）等构成。截至 2020 年 3 月底，公司本部资产总计 432.88 亿元，其中流动资产 329.14 亿元，非流动资产 103.74 亿元。

2017—2019 年，公司本部负债总额快速增长，年均复合增长 36.20%。截至 2019 年底，公司本部负债合计 283.20 亿元，其中流动负债占 75.18%，非流动负债占 24.82%。同期，公司本部有息债务为 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，公司流动负债 212.92 亿元，主要由其他应付款（合计 145.92 亿元）和其他流动负债（28.36 亿元）等构成。同期，非流动负债 70.28 亿元，由长期借款（11.47 亿元）和应付债券（58.81 亿元）构成。截至 2020 年 3 月底，公

司本部负债合计 293.49 亿元，其中流动负债 231.68 亿元，非流动负债 61.81 亿元；同期，公司本部有息债务为 129.57 亿元，其中长期债务 61.81 亿元，短期债务 67.76 亿元。

2017—2019 年，公司本部营业收入波动下降，年均复合下降 9.52%。2019 年，公司本部营业收入 4.39 亿元，投资收益 13.88 亿元，利润总额 7.16 亿元。2020 年 1—3 月，公司本部营业收入 1.09 亿元，投资收益 2.89 亿元，利润总额 1.11 亿元。

2019 年，公司本部经营活动、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。2020 年 1—3 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 0.09 亿元、-5.39 亿元和 10.68 亿元。

截至 2019 年底及 2020 年 3 月底，公司本部资产负债率分别为 67.21%和 67.80%，全部债务资本化比率分别为 48.99%和 48.17%；2019 年及 2020 年一季度，公司本部营业利润率分别为 94.70%和 94.77%。

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 91330000719577660B），截至 2020 年 6 月 3 日，公司无已结清及未结清关注类和不良类信息。

9. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及宏观经济及行业环境的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

十、本期中期票据偿还能力分析 & 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
本期中期票据发行对公司现有债务结构影响较小。

公司本期中期票据发行金额为 9.40 亿元，占公司 2020 年 3 月底长期债务的 3.49%，全部债

务的 2.35%。

截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 83.53%、63.30%和 53.70%，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升至 83.64%、63.83%和 54.56%。考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还到期的短期融资券，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

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。

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，分别是本期中期票据发行额度的 21.26 倍、23.61 倍和 46.06 倍；经营活动现金净流量分别为 34.30 亿元、-139.40 亿元和 26.21 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 3.65 倍、-14.83 倍和 2.79 倍；EBITDA 分别为 33.26 亿元、51.69 亿元和 65.74 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 3.54 倍、5.50 倍和 6.99 倍。

3. 存续债券集中偿付压力分析

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。

公司存续债券余额合计 112.56 亿元，单独年度最高偿付金额为 63.36 亿元（以下简称“测算额度”），集中偿付年度为 2021 年。2019 年，公司经营活动现金流入量为测算额度的 6.83 倍；经营活动现金净流量为测算额度的 0.41 倍；EBITDA 为测算额度的 1.04 倍。

表 25 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 MTN002	2023/03/12	--	5.00
20 滨江房产 CP003	2021/03/12	--	3.00
20 滨江房产 CP002	2021/02/26	--	9.00
20 滨江房产 MTN001	2023/02/20	--	12.00
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

18 滨江房产 MTN001	2021/03/15	--	21.8
17 滨江房产 MTN002	2020/12/15	--	8.2
17 滨房 01	2022/10/31	2020/11/02	6
16 滨房 01	2021/08/10	--	20.56

注：上表为截至 2020 年 7 月 17 日存续的债券

资料来源：Wind

十一、 结论

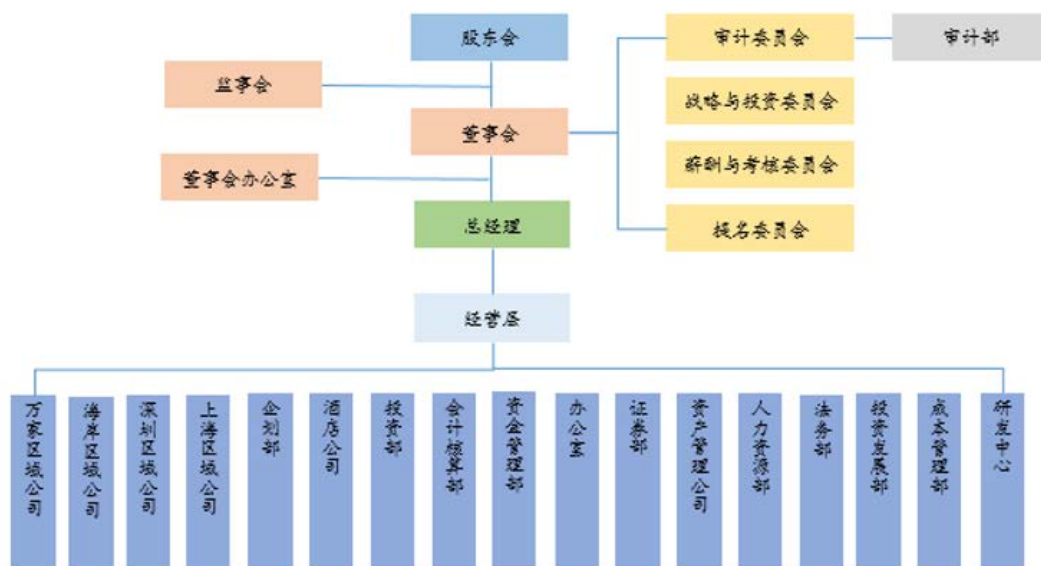
公司作为国内优质上市房地产企业，在开发经验、区域竞争力、产品品质等方面具备竞争优势。公司在以杭州为主的浙江区域竞争力突出，产品品质较好，市场和同行业认可度高；项目储备质量较好，在售项目整体去化情况良好；毛利率保持较高水平，营业利润率和净资产收益率高于行业平均水平；融资渠道通畅，具有融资成本优势。同时，联合资信也关注到公司业务区域集中度高，债务杠杆上升，面临补库存需求，合作开发项目权益占比有待提升等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

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。

未来随着在建房地产项目的开发和销售，公司收入及利润规模有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司合并报表范围子公司情况

序号	公司名称	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	表决权比例 (%)
1	杭州滨宁房地产开发有限公司	房地产业	140000.00	66.00	66.00
2	杭州滨惠投资管理有限公司	投资	100000.00	50.00	50.00
3	杭州滨望房地产开发有限公司	房地产业	100000.00	50.00	50.00
4	Bellevue 10 Apartments, LLC	房地产业	USD11271.07	85.00	85.00
5	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
6	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
7	上海滨顺投资管理有限公司	投资	50000.00	100.00	100.00
8	杭州滨得房地产开发有限公司	房地产业	50000.00	70.00	70.00
9	杭州滨禹企业管理有限公司	投资	50000.00	50.00	70.00
10	杭州滨原房地产开发有限公司	房地产业	50000.00	50.00	70.00
11	Binjiang Limited Partnership	投资	USD5940.00	100.00	100.00
12	POTALA TOWER SEATILE, LLC	房地产业	USD5882.35	85.00	85.00
13	杭州星瀚商务咨询有限公司	投资	40000.00	50.00	51.00
14	杭州星滨置业有限公司	房地产业	40000.00	50.00	51.00
15	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
16	宁波金丹丰股权投资合伙企业（有限合伙）	服务业	30100.00	99.68	99.68
17	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
18	Binjiang Tower Corp	投资	USD3000.00	100.00	100.00
19	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
20	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
21	杭州滨景投资管理有限公司	投资	20000.00	34.00	100.00
22	温岭滨岭房地产开发有限公司	房地产业	20000.00	34.00	100.00
23	杭州兴耀投资有限公司	投资	20000.00	26.00	50.50
24	杭州星信置业有限公司	房地产	20000.00	26.00	50.50
25	温岭滨锦房地产开发有限公司	房地产业	20000.00	75.00	75.00
26	浙江新广发置业有限公司	房地产业	15000.00	100.00	100.00
27	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
28	Binjiang Othello Corp	投资	USD1500.00	100.00	100.00
29	Binjiang Shoreline Corp	投资	USD1500.00	100.00	100.00
30	平湖滨江房地产开发有限公司	房地产业	10000.00	35.10	50.00
31	杭州滨创股权投资有限公司	投资管理咨询	10000.00	100.00	100.00
32	杭州滨旭置业有限公司	房地产业	10000.00	32.00	100.00
33	杭州滨保实业有限公司	房地产业	10000.00	50.50	50.50
34	深圳市爱义房地产开发有限公司	房地产业	10000.00	65.00	65.00
35	杭州滨宏房地产开发有限公司	房地产业	10000.00	51.00	51.00
36	杭州滨泰投资管理有限公司	投资	10000.00	50.00	51.00
37	杭州滨融房地产开发有限公司	房地产业	10000.00	50.00	51.00
38	杭州滨恒房地产开发有限公司	房地产业	10000.00	50.00	100.00
39	上饶市滨桐置业发展有限公司	房地产业	10000.00	80.00	80.00
40	杭州滨乾房地产开发有限公司	投资	10000.00	100.00	100.00
41	金华滨泽房地产开发有限公司	房地产	10000.00	100.00	100.00
42	金华滨润房地产开发有限公司	房地产	10000.00	100.00	100.00
43	上海滨安房地产开发有限公司	房地产	10000.00	30.00	100.00
44	淳安千岛湖森垄房地产开发有限公司	房地产	10000.00	30.00	100.00

注：公司合并报表范围共有 152 家子公司；上表仅列示注册资本在 10000 万元以上的子公司

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	95.81	71.90	120.19	127.03
资产总额(亿元)	602.44	875.52	1296.25	1410.11
所有者权益合计(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
利润总额(亿元)	29.27	42.41	54.03	10.74
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
财务指标				
销售债权周转次数(次)	79.05	80.38	64.98	--
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(%)	144.59	104.31	171.24	216.09
营业利润率(%)	22.17	30.42	27.73	36.89
总资本收益率(%)	9.96	8.17	8.57	--
净资产收益率(%)	14.12	16.32	17.73	--
长期债务资本化比率(%)	33.03	52.43	49.60	53.70
全部债务资本化比率(%)	36.96	60.17	61.01	63.30
资产负债率(%)	72.84	77.94	82.71	83.53
流动比率(%)	148.31	171.80	140.53	143.81
速动比率(%)	80.88	57.83	41.30	41.76
经营现金流流动负债比(%)	9.58	-29.69	3.08	-2.80
EBITDA 利息倍数(倍)	8.14	3.91	3.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.88	5.65	5.33	--

注：1. 2020 年 1—3 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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	26.34	3.38	9.39	14.78
资产总额(亿元)	279.04	375.81	421.34	432.88
所有者权益(亿元)	126.38	132.31	138.14	139.39
短期债务(亿元)	9.15	18.33	62.39	67.76
长期债务(亿元)	61.76	84.46	70.28	61.81
全部债务(亿元)	70.91	102.79	132.67	129.57
营业收入(亿元)	5.36	9.04	4.39	1.09
利润总额(亿元)	19.93	7.01	7.16	1.11
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-11.46	3.35	3.67	0.09
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.47	3.04	1.11	--
存货周转次数(次)	5.43	3.88	11.71	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.01	--
现金收入比(%)	122.18	59.47	155.29	94.68
营业利润率(%)	91.65	97.11	94.70	94.77
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	14.40	6.43	5.56	--
长期债务资本化比率(%)	32.83	38.96	33.72	30.72
全部债务资本化比率(%)	35.94	43.72	48.99	48.17
资产负债率(%)	54.71	64.79	67.21	67.80
流动比率(%)	233.07	181.52	149.73	142.07
速动比率(%)	233.03	181.52	149.72	142.06
经营现金流动负债比(%)	-12.60	2.10	1.72	0.04
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：1. 2020 年 1—3 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. 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 年度第三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。