

信用评级公告

联合〔2021〕916号

联合资信评估股份有限公司通过对杭州滨江房产集团股份有限公司及其拟发行的 2021 年度第一期中期票据的信用状况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 2021 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年二月二日



杭州滨江房产集团股份有限公司

2021 年度第一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: 10.00 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: 偿还存续债券

评级时间: 2021 年 2 月 2 日

本次评级使用的评级方法、模型:

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

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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

联合资信评估股份有限公司 (以下简称“联合资信”) 对杭州滨江房产集团股份有限公司 (以下简称“公司”或“滨江集团”) 的评级, 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。
2. 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 年及 2021 年前三季度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。

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。
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 2020 年 9 月底，公司全部债务资本化比率率为 62.23%，较 2017 年底上升 25.27 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 9 月
现金类资产 (亿元)	95.81	71.90	120.19	124.11
资产总额 (亿元)	602.44	875.52	1296.25	1672.33
所有者权益合计 (亿元)	163.60	193.14	224.12	258.09
短期债务 (亿元)	15.20	78.96	130.07	121.97
长期债务 (亿元)	80.70	212.85	220.60	303.34
全部债务 (亿元)	95.90	291.81	350.66	425.31
营业收入 (亿元)	137.74	211.15	249.55	129.00
利润总额 (亿元)	29.27	42.41	54.03	22.16
EBITDA (亿元)	33.26	51.69	65.74	--
经营性净现金流 (亿元)	34.30	-139.40	26.21	-47.03
营业利润率 (%)	22.17	30.42	27.73	28.53
净资产收益率 (%)	14.12	16.32	17.73	--
资产负债率 (%)	72.84	77.94	82.71	84.57
全部债务资本化比率 (%)	36.96	60.17	61.01	62.23
流动比率 (%)	148.31	171.80	140.53	138.07
经营现金流动负债比 (%)	9.58	-29.69	3.08	-4.23
现金短期债务比 (倍)	6.30	0.91	0.92	1.02
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 9 月
资产总额 (亿元)	279.04	375.81	421.34	496.18
所有者权益 (亿元)	126.38	132.31	138.14	140.58
全部债务 (亿元)	70.91	102.79	132.67	136.75
营业收入 (亿元)	5.36	9.04	4.39	4.62
利润总额 (亿元)	19.93	7.01	7.16	6.18
资产负债率 (%)	54.71	64.79	67.21	71.67
全部债务资本化比率 (%)	35.94	43.72	48.99	49.31
流动比率 (%)	233.07	181.52	149.73	121.71
经营现金流动负债比 (%)	-12.60	2.10	1.72	--

注: 1. 2020 年 1-9 月财务数据未经审计; 2. 其他应付款中的有息债务及其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务及相关指标计算; 3. 长期应付款中的有息债务计入长期债务及相关指标计算

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

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	2020/12/18	王爽、王宇飞	房地产企业信用评级方法 (V3.0.201907)/房地产企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
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)	阅读全文
AA ⁺	稳定	2016/12/23	郭昊、谭心远	房地产企业信用分析要点 (2015 年) /--	阅读全文

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

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次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

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

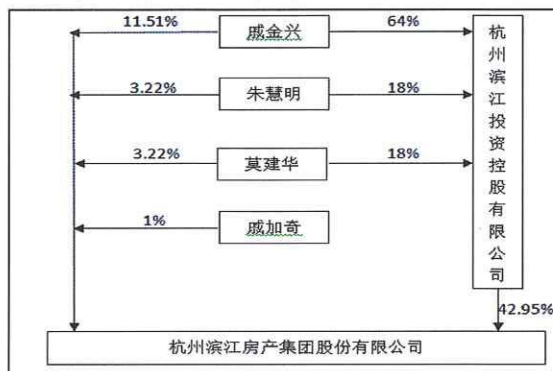
一、主体概况

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 9 月底，公司注册资本为 31.11 亿元。其中，杭州滨江投资控股有限公司（以下简称“滨江控股”）持有公司 42.95% 的股权；自然人戚金兴持有滨江控股 64.00% 的股权，并直接持有公司 11.51% 的股权，为公司实际控制人。

截至 2021 年 1 月 16 日，滨江控股持有公司股份 13.36 亿股，其中已质押股份数量为 4.16 亿股，占其持股数量的 31.10%，占总股本的 13.36%。公司实际控制人无股权质押。

图 1 截至 2020 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主营房地产业务。截至 2020 年 9 月底，公司本部设有成本管理部、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 193 家子公司（主要子公司情况见附件 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 9 月底，公司合并资产总额 1672.33 亿元，所有者权益合计 258.09 亿元（含少数股东权益 87.75 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 129.00 亿元，利润总额 22.16 亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市庆春东路 38 号；法定代表人：戚金兴。

二、本期中期票据概况

公司已注册额度为 28.50 亿元的中期票据（中市协注〔2020〕MTN1081 号），本期计划发行 2021 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），拟发行额度 10.00 亿元，发行期限 3 年，每年付息一次，到期兑付本金。本期中期票据募集资金用于偿还存续债券。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速，经济在2020年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP累计同比增长0.7%，其中一季度同比下降6.8%、二季度同比增长3.2%、三季度同比增长4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长2.3%、0.9%和0.4%，全面实现正增长。

表1 2017-2019年及2020年前三季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1-9月
GDP(万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP增速(%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速(%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速(%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速(%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速(%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速(%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI增幅(%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI增幅(%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率(%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速(%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速(%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速(%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020年三季度，消费支出对GDP增速拉动由二季度的-2.35%回升4.06个百分点至1.71%，净出口对GDP增速拉动由二季度的0.53%上升至0.64%，投资对GDP增速拉动由二季度的5.01%下降至2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020年前三季度，社会消费品零售总额同比下降7.2%，降幅比上半年收窄4.2个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定资产投资增速转正，制造业投资降幅收窄。2020年前三季度，全国固定资产投资同比增长0.8%，实现年内首次转正，而1-8月份、上半年和一季度投资分别同比下降0.3%、3.1%和16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长0.2%，上半年为同比下降2.7%；制造业投资同比下降6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长5.6%，上半年为同比增长1.9%。

进出口逐季回稳，出口韧性较强。2020年前三季度我国货物贸易进出口总值3.3万亿美元，比去年同期下降1.8%。其中，出口1.8万亿美元，同比下降0.8%；进口1.5万亿美元，同比下降3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至2020年9月下旬，有73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较6月中旬上升4.8个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上

工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9月，规模以上工业增加值累计同比增长1.2%；分季度看，一季度下降8.4%，二季度增长4.4%，三季度增长5.8%。1—9月工业企业利润总额同比下降2.4%，较1—3月下降36.7%、1—6月下降12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020年前三季度，CPI累计同比上涨3.3%，涨幅较上半年回落0.5个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI累计同比下降2.0%，降幅较上半年扩大0.1个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2增速有所回落。2020年9月末，社会融资规模存量280.1万亿元，较上年同期增长13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模29.6万亿元，比上年同期多增9.0万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为11.1万亿元、9.8万亿元和8.8万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9月末M2余额216.4万亿元，较上年同期增长10.9%，较6月末增速（11.1%）略有下降。同期M1余额60.2万亿元，较上年同期增长8.1%，较6月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。2020年前三季度，全国一般公共预算收入14.1万亿元，同比下降6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入11.9万亿元，同比下降6.4%；非税收入2.2万亿元，同比下降6.7%。同期全国政府性基金收入5.5万亿元，同比增长3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020年前三季度全国一般公共预算支出17.5万亿元，同比下降1.9%，降幅比二季度（5.8%）

显著缩小。其中中央本级累计支出2.5万亿元，同比下降2.1%；地方本级累计支出15.1万亿元，同比下降1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6万亿元）、卫生健康支出（1.4万亿元）、农林水支出（1.6万亿元）和债务付息支出（7351.0亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020年前三季度公共财政收支缺口3.4万亿元，较二季度缺口（2.0万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9月城镇调查失业率5.4%，较6月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020年前三季度，城镇居民人均可支配收入3.3万元，比上年同期名义增长2.8%，名义增速比上年回升1.3个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020年前三季度，全国实现减税降费累计2.09万亿元。其中，新增减税降费1.37亿元，翘尾新增减税降费7265亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020年前三季度，全国累计发行国债4.80万亿元，较上年同期（2.99万亿元）大幅增长；发行地方政府债券5.68万亿元，较上年同期（4.18万亿元）增长35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围

及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至2020年9月底，在实行直达管理的1.70万亿元资金中，各地已将1.57万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出1.02万亿元，占中央财政已下达地方资金的61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9月份三次降准释放长期流动性1.75万亿元，开展中期借贷便利MLF操作，净投放中期流动性4100亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率LPR均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020年9月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为4.34%、5.21%和4.52%，较6月（分别为4.14%、5.11%和4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020年7月30日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧

结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但8月制造业投资单月增速或已经是2020年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自7月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020年尚剩余407亿元一般债券和1848亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控

制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测2020年第四季度全球贸易同比增长将下降3%，较三季度收窄4个百分点；从主要发达经济体制造业PMI来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

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

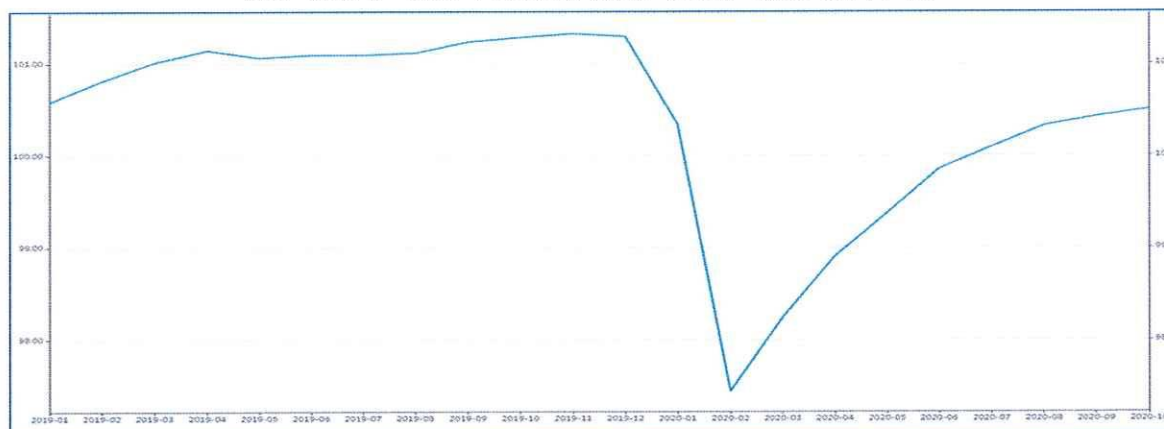
2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄，整体市场趋稳。2020年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自2020年3月陆续复工以来，景气度逐步回升。

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

炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019年6月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。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2019年底政策面出现小幅宽松和边际调整，但在2020年初，“房住不炒”再次被明确，确立了稳地价、稳房价、稳预期的调控核心目标。

2020年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建设项目复工复产产生一定影响，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。自2020年3月以来，全国房地市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图2 2019年—2020年10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。2020 年 1—9 月,全国房地产开发投资完成额 10.35 万亿元,累计同比增长 5.6%,增速较 2019 年下降 4.90 个百分点。其中,住宅开发投资完成额 7.66 万亿元,累计同比增长 6.1%。

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。2020 年以来,受年初新冠肺炎疫情的影响,施工进度较 2019 年进一步放缓。具体来看,2020 年 1—9 月,全国房屋新开工面积 16.01 亿平方米,同比下降 3.4%,其中住宅新开工面积为 11.72 亿平方米,同比下降 4.2%。全国房屋施工面积 85.98 亿平方米,同比增长 3.1%,其中住宅施工面积 60.70 亿平方米,同比增长 4.0%。全国房屋竣工面积 4.13 亿平方米,同比下降 11.6%,其中住宅竣工面积 2.96 亿平方米,同比下降 10.5%。

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。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城市购买力有所下滑;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。2020 年 1—9 月,商品房销售面积 11.71 亿平方米,同比下降 1.8%;商品房销售额 11.56 万亿元,同比增长 3.7%。

(2) 土地市场与信贷环境

2019 年,土地市场降温明显,受信贷政策维持紧缩影响,房企到位资金增速虽有所回升,但仍处近年以来的低位;资金来源中以自筹资金和以定金及预收款项为主的其他资金为主。

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影响,加之在房企库存普遍下降的情况下,房企拿地意愿有所增强;6 月开始随着小阳春行情的消退以及行业融资的再度收紧,土地市场同步降温。2020 年 1—9 月,房地产开发企业土地购置面积 1.50 亿平方米,同比下降 2.87%;土地成交价款 9315.51 亿元,同比增

长 13.80%。

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。2020 年 1—9 月, 房地产开发到位资金合计 13.64 万亿元, 同比增长 4.45%; 从资金来源占比来看, 仍以定金及预收款 (占 33.10%)、自筹资金 (32.62%)、个人按揭 (占 15.97%) 和国内贷款 (15.02%) 为主。

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		2020 年 1—9 月	
	金额	占比	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	20484.26	15.02
利用外资	168.19	0.11	107.98	0.07	175.72	0.10	93.71	0.07
自筹资金	50872.22	32.60	55830.65	33.64	58157.84	32.56	44485.11	32.62
其他资金	79770.46	51.12	86019.74	51.83	95046.26	53.21	71313.39	52.29
其中: 定金及预收款	48693.57	31.20	55418.17	33.39	61359.00	34.35	45144.52	33.10
个人按揭	23906.31	15.32	23705.89	14.28	27281.00	15.27	21783.24	15.97
合 计	156052.62	100.00	165962.89	100.00	178608.59	100.00	136376.47	100.00

资料来源: Wind, 联合资信整理

(3) 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变, 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。

从 2019 年三季度开始, 宏观经济下行压力大, 政府加大逆周期调节力度, 9 月全面降准+LPR 降息, 11 月 MLF 降息, 房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日, 央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》, 报告中删除了“房住不炒”的表述, 仅强调“因城

施策”, 短期政策出现边际调整。

2020 年以来, “房住不炒”再次被强调, 在 3 月召开的金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会以及 4 月召开的中央政治局会议中, 均重提坚持房子是用来住的、不是用来炒的, 央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看, 房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 3。

表 3 2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	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

2020年2月	央行	2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性,继续“因城施策”落实好房地产长效机制,促进市场平稳运行
2020年5月	央行	央行发布《2020年第一季度中国货币政策执行报告》,稳健的货币政策要更灵活适度,充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用,持续深化LPR改革,有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换,不将房地产作为短期刺激经济的手段,支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年5月	政府工作报告	深入推进新型城镇化,发挥中心城市和城市群带动作用,坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,因城施策,促进房地产市场平稳健康发展
2020年7月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期,因城施策、一城一策,从各地实际出发,采取差异化调控措施,及时科学精准调控,确保房地产市场平稳健康的发展

资料来源:联合资信整理

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

管和风险提示,合理管控企业有息负债规模和资产负债率;第四,严禁消费贷款违规用于购房。2019年以来房地产融资相关政策具体内容见表4。

表4 2019年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	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,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
2020年1月	央行	2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点,以支持实体经济发展,降低社会融资实际成本
2020年4月	银保监会	4月22日国新办发布会上,银保监会相关人士表示银行需监控资金流向,坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020年8月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会,提出“重点房企资金监测和融资管理规则”,具体政策要求设立“三条红线”,根据指标完成情况将公司分成四档,约束每档公司的新增有息负债比例
2020年10月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳,社会反响积极正面,下一步考虑扩大适用范围

资料来源:联合资信整理

2020年8月20日,央行、住建部等召开房企座谈会,会上提出了“重点房企资金监测和融资管理规则”,具体政策要求设立“三条红线”,即扣除预收款项后的资产负债率不得高于70%、净负债率不得高于100%、现金对短期债

务的覆盖倍数不得低于1倍,根据指标完成情况将房企按照“红-橙-黄-绿”四档进行管理,三项指标均超出管理规则的红线要求,则企业对应为红档,超出两项即为橙档,超出一项即为黄档,若均低于红线要求则对应为绿档。根

据企业的分档表现,给予不同的负债增长限额,从红至绿四档对应的有息负债增速上限分别为0%、5%、10%和15%。该管理规则计划对12家企业进行试点,并根据试点情况向全国推广。在管理规则颁布后,监管部门下发《试点地产企业主要经营、财务指标统计监测表》,要求试点房企每月报送监测财务指标数据情况,此外还要求填报参股未并表住宅地产项目、明股实债项目融资等数据,反映出监管部门对房地产表内表外融资全覆盖的强监管思路。房企资金监测和融资管理规则预计于2021年1月1日起在全行业全面推行,该项政策的推行将对红档和橙档企业的融资产生较大影响。

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,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；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。2020年9月4日，杭州市房地产平稳健康发展领导小组办公室发布《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》，对土地市场、住房贷款、税收政策、限购政策、无房家庭认定等方面内容作进一步明确规定，主要包括：土地方面，加大宅地供应，继续推行“限房价、竞地价”；贷款方面，加强住房贷款审慎管理；契税方面，统一在办理房屋不动产证时方可缴纳契税；限购方面，父母投靠子女落户杭州的，须满3年方可作为独立购房家庭；无房家庭方面，30周岁以上未婚单身且无自有住房记录、离异单身满3年且无自有住房记录满3年，可认定为无房家庭；摇号倾斜比例方面，热点商品住房对无房家庭倾斜比例达到80%，但限售5年。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年9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，公司全口径签约销售金额为1120.60亿元，较2018年增长31.82%。截至2020年9月底，公司全口径可售货值2586.00亿元。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），2020年1—9月位列第27位。2019年及2020年1—9月，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。

截至2020年9月底，公司董事会成员有7人，其中董事长1人，独立董事3人；监事会成员3人；高级管理人员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9月底，公司房地产开发系统共有员工1021人，酒店服务业共有员工526人；按照教育程度划分，硕士及以上学历58人、本科学历709人、其他780人；按岗位职责划分，财务人员111人、行政人员14人、销售人员418人、技术人员454、其他人员550。

4. 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 2021 年 1 月 18 日，公司无已结清及未结清关注类和不良类信息。

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工作。

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、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《销售部门内部管理制度》《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年前三季度，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—9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	130.95	95.08	28.71	202.71	96.00	33.85	242.24	97.07	35.36	123.80	95.97	36.18
酒店服务	1.57	1.14	60.81	1.49	0.71	73.46	2.10	0.84	54.59	0.68	0.53	32.43
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	1.72	1.33	9.56
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	2.76	2.14	73.51
其他	0.05	0.04	30.70	0.07	0.03	-7.80	2.15	0.86	17.26	0.04	0.03	-22.96
合计	137.74	100.00	30.40	211.15	100.00	35.74	249.55	100.00	35.10	129.00	100.00	36.58

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—9月,公司实现营业收入129.00亿元(较2019年同期增长29.79%),综合毛利率为36.58%(较2019年全年上升1.48个百分点)。房地产开发板块实现营业收入123.80亿元,较2019年同期增长30.63%,主要系交付楼盘增加所致;毛利率较2019年小幅上升。受新冠肺炎疫情影响,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2020年前三季度保持较大土地拓展规模,土地储备质量良好,但未开发项目储备规模一般、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。

公司主要通过竞标(招、拍、挂)及收购等方式获取土地。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—9月,公司获取30块土地,规划建筑面积合计411.22万平方米(公司土地权益占比为47.88%);获取项目分别位于杭州、南京、宁波、平湖和苏州,其中杭州项目规划建筑面积占比为78.44%;土地楼面均价较2019年小幅上升至1.84万元/平方米。其中,杭政储出(2020)17号景芳三堡单元地块和杭政储出(2020)48号文晖单元地块楼面均价较高,分别为4.26万元/平方米和3.60万元/平方米。上述地块地理位置良好,其中杭政储出(2020)17号景芳三堡单元地块位于江干区钱塘江与京杭大运河的交汇区域,临近江河汇城市综合体。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。考虑到合作项目主要由公司操盘，一定程度上可以降低合作开发风险。

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9月底，公司尚未开发的土地计容规划建筑面积合计215.43万平方米，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2017—2019年的开发规模，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 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 1-9 月	30	758.40	411.22	18442.78
合计	100	2080.60	1274.03	--

表 7 截至 2020 年 9 月底公司尚未开发的主要土地储备情况 (单位：万平方米、元/平方米、%)

编号	地块名称	项目名称	项目所在地	取得时间	物业类型	占地面积	规划建筑面积	楼面地价	土地权益	是否并表
1	深圳龙华区城市更新项目	深圳龙华项目	深圳	2017.6.26	商住	4.78	29.40	/	65.00	是
2	太湖度假区长田溪湿地项目-2018-10 号	长田春晓	湖州	2018.3.13	商业	14.06	15.47	0.12	70.00	是
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	否
4	淳政储出(2020)2号地块:珍珠半岛 A-01-07、08 地块	滨翠海岸	杭州	2020.4.17	商住	5.64	11.28	0.37	60.00	是
5	杭政储出(2020)35号望江单元 SC0402-R21/B-05 地块、SC0402-B1/B2-11 地块	望江项目	杭州	2020.6.16	商住	4.37	21.29	2.91	51.00	是
6	杭政储出(2020)41号庆隆小河单元 GS0304-R21/B1/B2-01 地块	庆隆项目	杭州	2020.6.23	商住	4.84	12.09	2.48	37.00	否
7	甬储出 2020-060 号鄞州区 SN-01-d7/d10/e1/d2 首南街道石家村南侧地块	滨辰府	宁波	2020.6.29	住宅	9.03	13.89	1.81	40.50	是
8	南京 2020G33 号地块浦口区江浦街道迎江路以南、康盛路以东地块	嘉品美寓	南京	2020.7.10	住宅	6.06	12.13	1.98	100.00	是
9	杭政储出(2020)48号文晖单元 XC0402-R21-22 地块、文晖单元 XC0402-R21-23 地块、文晖单元 XC0404-R21-03 地块	和品	杭州	2020.7.31	住宅	10.74	29.85	3.60	33.17	否
10	桐庐县富春未来城城市之心 A 地块	桐庐项目	杭州	2020.8.20	商住	5.62	21.46	0.28	35.00	否
11	鄞州区 JD10-A1-2 宁穿路地段地块	宁穿路项目	宁波	2020.8.28	住宅	4.26	10.64	2.85	100.00	是
12	杭政储出(2020)59号大关单元 GS0507-R21-02 地块	大关项目	杭州	2020.9.18	住宅	2.15	3.88	3.38	34.00	是
13	杭政储出(2020)60号浦乐单元 R21-10 地块	浦乐项目	杭州	2020.9.18	住宅	4.46	9.82	2.41	25.00	否
14	杭政储出(2020)65号笕桥单元 JG0604-R21-02 地块	笕桥项目	杭州	2020.9.29	住宅	5.38	11.29	2.65	33.00	否
合计		--	--	--	--	85.10	215.43	--	--	--

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9月底，公司在建面积合计973.86万平方米，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—9月
新开工面积	78.61	285.23	396.55	335.15
竣工面积	83.45	77.31	73.36	105.18
期末在建面积	212.78	420.70	743.89	973.86

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，部分项目分布于上海、深圳、上饶、苏州等地。截至2020年9月底，公司全口径在建项目88个，预计总投资3042.43亿元，已投资2221.87亿元，尚需投资820.56亿元。同期，公司在建项目可售面积1109.60万平方米，剩余可售面积490.43万平方米，其中杭州剩余可售面积290.78万平方米。

截至2020年9月底，公司项目可售货值2586.00亿元（包括拟建、在建及竣工项目），公司权益货值1086.00亿元，项目储备规模较大，以公司2020年签约销售目标测算，可满足未来两年销售需求。

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

序号	项目名称	所在地	项目类别	计容建筑面积	预计总投资	已投资金额	可售面积	已售面积	销售单价	销售进度	权益比例
1	江南名府	杭州	住宅	7.90	21.32	18.62	7.79	7.79	3.30	100.00	100.00
2	卧城印象	杭州	住宅	6.48	15.86	14.39	5.37	5.20	3.05	96.83	50.00
3	杭州壹号院	杭州	商住	63.95	247.11	168.74	61.49	32.25	4.99	52.45	10.00
4	平湖万家花城	平湖	住宅	93.44	80.46	60.52	91.94	91.94	1.28	100.00	35.10

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	可售面积	已售面积	销售单价	销售进度	权益比例
5	临安天目山	杭州	商住	13.38	15.67	4.42	4.68	0.00	0.00	0.00	100.00
6	御江南	杭州	住宅	8.59	28.78	26.39	7.50	7.24	3.82	96.53	100.00
7	上品南星	杭州	住宅	13.48	87.11	72.27	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	35.84	16.36	13.39	3.04	81.85	100.00
9	未来海岸	杭州	住宅	19.45	35.09	30.98	19.18	18.10	1.92	94.37	51.00
10	翡翠江南	杭州	住宅	11.59	32.40	29.32	7.81	7.73	3.69	98.98	50.00
11	翡翠之星	杭州	住宅	5.97	20.55	19.21	4.65	4.59	4.04	98.71	50.00
12	温州万家花城	温州	住宅	15.55	23.18	17.61	14.42	5.11	1.65	35.44	51.00
13	锦宸府	杭州	住宅	6.04	21.08	17.11	5.92	5.84	4.06	98.65	50.00
14	五幸银座	杭州	商业	3.79	3.40	3.38	1.84	1.40	2.47	76.09	24.00
15	温岭玖珑春晓	温岭	住宅	9.07	25.13	21.42	9.46	5.25	3.54	55.50	49.00
16	乐清金色家园	乐清	住宅	28.00	31.83	24.88	27.57	22.77	1.59	82.59	45.00
17	曙光之星	南通	商住	19.79	18.17	9.78	15.60	13.13	1.23	84.17	35.00
18	定安府	杭州	商业	1.26	9.08	5.88	1.25	0.00	0.00	0.00	70.00
19	悦虹湾	杭州	住宅	27.79	88.22	80.23	26.94	26.12	3.56	96.96	24.90
20	温州之翼 TOD	温州	商住	41.58	67.62	46.36	36.92	33.30	1.90	90.20	16.50
21	定山海花园	舟山	商住	15.31	18.12	12.55	12.84	3.97	1.50	30.92	11.00
22	锦胤府	杭州	住宅	11.71	34.86	32.53	11.46	11.44	3.08	99.83	30.00
23	温岭铂金海岸北苑	温岭	住宅	4.21	2.80	1.49	3.97	1.53	0.65	38.54	50.00
24	海语天下	宁波	住宅	23.13	75.80	58.34	23.13	14.32	3.38	61.91	50.00
25	五幸金座	杭州	商业	6.15	6.50	4.81	3.00	0.16	2.44	5.33	24.00
26	万潮星汇	杭州	商业	5.05	15.40	9.73	2.45	1.03	5.78	42.04	12.25
27	拥潮府	杭州	住宅	11.27	37.59	35.66	11.13	10.94	4.02	98.29	66.00
28	十里春晓	湖州	住宅	14.98	21.12	22.90	14.22	13.65	2.00	95.99	70.00
29	温州壹号	温州	商住	35.25	135.13	83.70	34.27	24.35	3.69	71.05	15.00
30	诺德学府	宁波	住宅	13.12	10.84	8.54	12.73	11.47	1.12	90.10	40.00
31	温岭万家之星	温岭	住宅	5.64	10.87	9.29	5.64	5.12	2.45	90.78	34.00
32	阳光名城	杭州	住宅	10.41	13.60	7.60	9.18	0.00	0.00	0.00	15.00
33	澄品 101	杭州	住宅	31.29	144.00	128.50	29.63	29.52	5.31	99.63	18.00
34	上饶公园壹号	上饶	住宅	13.61	13.60	8.76	13.28	11.43	1.29	86.07	80.00
35	东潮府	乐清	住宅	8.40	16.30	10.23	8.29	7.32	2.17	88.30	25.00
36	御品	杭州	住宅	8.73	40.29	32.65	7.73	7.67	7.15	99.22	50.00
37	湘湖里	杭州	住宅	13.45	62.83	53.61	7.77	0.00	0.00	0.00	50.00
38	莫干山语	德清	住宅	7.35	16.81	12.96	7.29	1.97	2.42	27.02	33.00
39	仁恒滨江园	杭州	住宅	8.58	46.29	38.60	6.80	6.51	7.09	95.74	50.00
40	古翠蓝庭	杭州	住宅	5.71	32.61	23.61	5.04	3.20	6.08	63.49	50.00
41	时代滨江四季	杭州	住宅	10.54	51.43	38.32	10.36	0.00	0.00	0.00	20.00
42	明石东潮府	杭州	商住	9.35	24.00	17.36	8.79	5.70	4.29	64.85	33.00
43	乐清悦虹湾	乐清	住宅	19.58	27.80	17.83	19.22	2.86	1.60	14.88	50.00
44	锦翠蓝庭	金华	住宅	7.01	13.21	8.26	6.91	5.63	2.06	81.48	50.00
45	悦景园	温岭	商住	11.18	22.54	14.15	11.18	2.53	2.31	22.63	33.00
46	滨江壹号	温州	商住	9.38	33.94	23.09	8.97	3.67	4.36	40.91	50.00
47	云栖名筑一	杭州	商业	7.14	7.42	4.28	3.50	0.00	0.00	0.00	24.00
48	云栖名筑二	杭州	商业	6.45	7.06	3.95	3.16	0.00	0.00	0.00	24.00
49	永康悦虹湾	永康	住宅	7.25	10.66	7.72	7.15	3.64	1.76	50.91	100.00
50	杭语蓝庭	杭州	商住	8.27	23.27	21.00	8.13	8.00	2.99	98.40	33.00
51	锦湖园	温岭	商住	4.79	9.54	6.55	4.68	2.26	2.78	48.29	75.00
52	万家风华	义乌	商住	34.99	63.00	49.61	34.04	12.49	2.57	36.69	24.99
53	悦湖蓝庭	台州	住宅	17.97	14.97	5.32	17.63	4.68	0.94	26.55	51.00
54	拥翠府	杭州	住宅	6.14	22.41	17.23	5.74	5.74	3.85	100.00	50.00
55	御虹府	杭州	住宅	13.85	57.61	48.47	13.03	13.03	4.68	100.00	100.00
56	阅杭	杭州	商住	9.37	14.56	9.82	8.91	7.77	3.97	87.21	26.00

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	可售面积	已售面积	销售单价	销售进度	权益比例
57	湖畔春晓	湖州	住宅	10.04	13.67	8.64	9.53	8.07	1.69	84.68	100.00
58	拥涛府	杭州	住宅	8.40	30.14	23.16	7.88	7.77	3.97	98.60	100.00
59	湖光山社	杭州	住宅	13.42	19.53	12.73	12.65	2.97	2.34	23.48	100.00
60	平湖庆和苑	平湖	住宅	6.45	9.39	5.62	6.32	6.28	1.68	99.37	50.00
61	南方报业大厦	深圳	商业	4.80	14.00	8.41	2.35	0.00	0.00	0.00	51.00
62	御潮府	杭州	住宅	11.48	70.59	54.89	8.81	1.57	7.83	17.82	50.00
63	滨耀城	杭州	商住	17.56	30.00	15.44	5.38	5.38	3.03	100.00	50.00
64	悦潮府	杭州	住宅	7.75	23.51	16.96	7.24	7.00	3.54	96.69	70.00
65	君品	杭州	住宅	13.78	55.47	45.13	12.88	8.67	4.57	67.31	25.00
66	嘉品	杭州	商住	12.75	53.21	42.68	11.85	8.27	4.89	69.79	100.00
67	秦望府	杭州	商住	76.33	112.70	34.06	65.63	0.00	0.00	0.00	30.00
68	悦虹湾1号	金华	商住	4.98	8.90	5.40	4.70	2.50	2.20	53.19	100.00
69	悦虹湾2号	金华	住宅	3.13	6.16	3.36	3.09	0.00	0.00	0.00	100.00
70	御滨府	杭州	商住	10.12	37.73	27.21	9.15	2.86	5.18	31.26	26.50
71	春语蓝庭	杭州	住宅	11.74	27.57	19.64	10.64	2.00	3.25	18.80	20.00
72	城市之星	杭州	住宅	11.92	18.73	9.82	11.76	0.69	2.03	5.87	30.00
73	旭滨府	杭州	住宅	16.47	33.20	23.58	14.88	0.00	0.00	0.00	49.00
74	印江澜	苏州	住宅	5.14	12.65	8.36	5.05	0.00	0.00	0.00	50.00
75	翠语华庭	杭州	住宅	6.45	21.51	18.35	6.01	0.00	0.00	0.00	100.00
76	半岛印象南区	杭州	商住	4.16	3.93	1.68	3.91	0.00	0.00	0.00	60.00
77	江河鸣翠	杭州	商住	13.24	86.00	58.47	11.82	0.00	0.00	0.00	40.00
78	沁语晓庭	杭州	住宅	7.61	22.92	17.82	6.73	0.00	0.00	0.00	100.00
79	朝闻花城	杭州	住宅	28.58	68.33	53.61	25.32	0.00	0.00	0.00	33.00
80	湖西映月	苏州	住宅	8.08	19.53	15.89	7.82	0.00	0.00	0.00	33.00
81	锦麟壹品	苏州	住宅	12.62	33.00	24.18	12.32	0.00	0.00	0.00	50.00
83	博语华庭	杭州	住宅	9.28	28.00	22.31	8.21	0.00	0.00	0.00	100.00
84	平湖君品1	平湖	住宅	3.56	4.70	2.71	3.41	0.00	0.00	0.00	50.00
85	平湖君品2	平湖	住宅	15.40	20.76	11.63	14.96	0.00	0.00	0.00	50.00
86	滨涛府	宁波	住宅	7.18	22.92	8.00	7.02	0.00	0.00	0.00	100.00
87	星翠澜庭	杭州	住宅	5.42	22.51	8.43	4.61	0.00	0.00	0.00	100.00
88	观品	杭州	住宅	10.42	42.00	17.33	9.18	0.00	0.00	0.00	100.00
合计	--	--	--	1228.52	3042.43	2221.87	1109.60	619.17	173.80	--	--

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 年及 2020 年前三季度，公司销售费用率¹分别为 0.50%、0.76%、1.08%

和 1.05%，比例较低，公司通过区域深耕较好的控制了销售成本。

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

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

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。2020 年前三季度，公司签约销售金额 487.60 亿元，占 2019 年全年的 91.86%。

2017—2019 年，公司全口径签约销售销售金额年均复合增长 34.99%，2019 年为 1120.60 亿元；权益销售金额占比波动下降，2019 年为 37.73%。

表 10 公司并表项目销售情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
合并口径				
签约销售面积（万平方米）	89.46	96.08	170.27	152.97
签约销售金额（亿元）	305.60	400.90	530.83	487.60
签约销售均价（万元/平方米）	3.42	4.18	3.12	3.19
结转收入面积（万平方米）	51.61	62.69	82.44	57.37
结转收入（亿元）	130.95	202.71	242.24	123.47
全口径				
签约销售面积（万平方米）	196.00	236.00	346.04	273.60
签约销售金额（亿元）	615.00	850.10	1120.60	920.00
签约销售均价（万元/平方米）	3.14	3.60	3.24	3.36
权益销售面积（万平方米）	79.02	104.50	129.50	141.82
权益销售金额（亿元）	260.00	374.80	422.80	478.55

资料来源：公司提供

截至 2020 年 9 月底，公司全口径在售项目数量较多，其中，在建在售项目 88 个（详见表 9），完工在售项目 8 个。部分在建在售项目因分期开发销售、预售证领取时间较晚以及部分房源尚未开盘，去化率较低；温岭玖珑春晓、定山海花园、温岭铂金海岸北苑和莫干山语项目因区位原因去化较慢。完工在售项目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，其余项目去化在 95% 以上。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。

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，公司经营效率有所下降。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 11 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

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

1. 诉讼事项及公司计提坏账准备

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

2018年9月20日，滨江集团发布《杭州滨江房产集团股份有限公司诉讼进展公告》，公告称公司已收到浙江省高级人民法院送达的《民事调解书》（2018）浙民初17号。民事调解书主要内容包括解除原合作协议书、安远控股承诺归还融资贷款本金及利息，连带责任担保人对债务本息承担连带保证责任，债权人有权折价、拍卖或变卖质押股权、质押电费收益权、抵押房产等事项。公司计提相应资产减值准备72771.45万元，对2018年盈利情况有一定影响。

安远控股到期未能清偿债务，《民事调解书》内容未履行完毕，公司已向法院申请强制执行，执行案件已立案。

2. 仲裁事项

2016年12月，公司与上海湘府房地产开发有限公司（以下简称“上海湘府公司”）、上海崇滨建设发展有限公司（以下简称“上海崇滨公司”）、中崇集团有限公司（以下简称“中崇集团”）签署《上海湘府房地产开发有限公司股权合作框架协议》，公司以7.98亿元收购上海崇滨公司持有的上海湘府公司10%股权。因上海湘府公司未按协议支付相关固定收益，公司于2018年9月向上海国际经济贸易仲裁委员会递交仲裁申请书，申请解除上述合作框架协议；并请求依法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—9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 9 月底，公司（合并）资产总额 1672.33 亿元，所有者权益合计 258.09 亿元（含少数股东权益 87.75 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 129.00 亿元，利润总额 22.16 亿元。

2. 资产质量

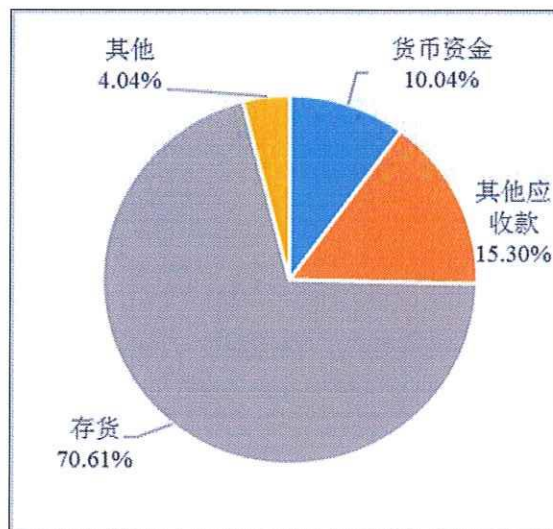
2017—2019 年底，公司资产规模快速增长，资产构成以流动资产为主；公司存货规模较大，考虑到杭州存货项目占比高，且杭州项目去化情况良好，公司存货变现能力较好；公司与合营联营房地产企业之间往来款规模较大，存在一定回收风险；公司投资性房地产以成本法计量，存在一定升值空间。总体看，公司资产质量较好。

2017—2019 年底，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 年底，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 年底，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 年底，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 12 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

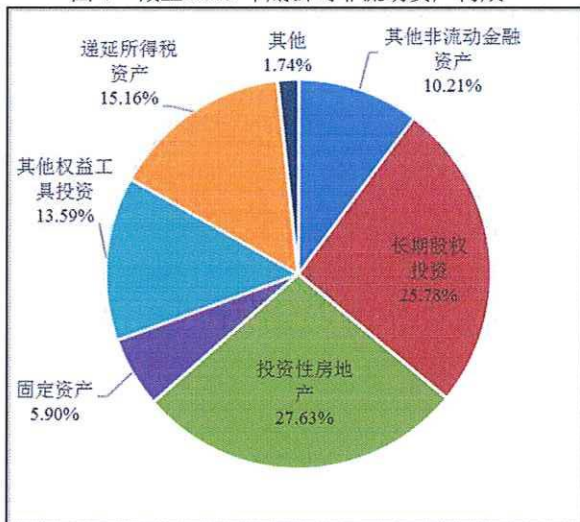
注：合计小数后两位差异为四舍五入导致
资料来源：公司财务报告

2017—2019年底，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年底，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年底，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 年底，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 9 月底，公司资产总额 1672.33 亿元，较 2019 年底增长 29.00%，主要系存货增长所致；资产构成较 2019 年底变化不大。公司存货 1131.99 亿元，其中，开发产品 1105.30 亿元、开发成本 26.64 亿元；存货中杭州项目占比为 70.92%，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 9 月底，公司受限资产规模为 611.70 亿元，受限资产占资产总额的 36.58%，占净资产的 237.01%，资产受限比率较高。

表 13 截至 2020 年 9 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	8027927.04	70.92
嘉兴	293655.99	2.59
金华	648665.01	5.73
温州	629113.28	5.56
台州	250266.02	2.21
宁波	527150.23	4.66
湖州	317287.13	2.80

南京	120090.65	1.06
苏州	241837.55	2.14
上海	16002.83	0.14
深圳	234241.32	2.07
美国西雅图	13643.10	0.12
合计	11319880.15	100.00

资料来源：公司提供

表 14 截至 2020 年 9 月底公司受限资产情况
(单位：万元)

项目	账面价值
货币资金	340.00
存货	5625686.64
投资性房地产	431793.22
固定资产	44985.03
无形资产	14147.48
合计	6116952.37

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 年底，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 9 月底，公司所有者权益合计 258.09 亿元，较 2019 年底增长 15.16%，主要系未分配利润增长所致；所有者权益构成较 2019 年底变化不大。

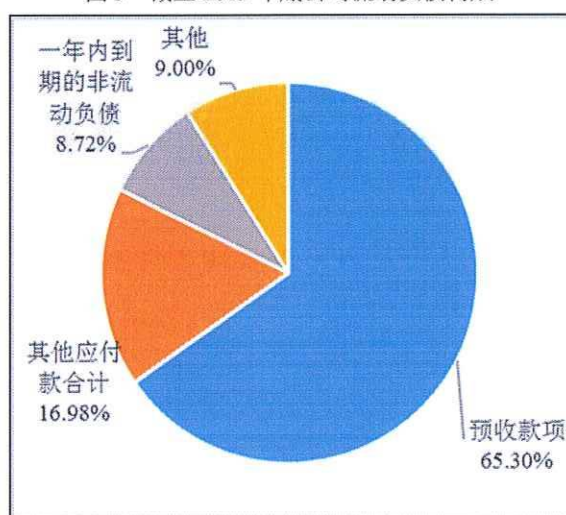
(2) 负债

2017—2019 年底，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。

2017—2019 年底，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 年底，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。

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 年底，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 年底，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 15 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 16 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 年底, 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 年底, 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 17 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

注: 上表仅列示债券本金余额

资料来源: 公司提供

有息债务及债务指标方面, 2017—2019 年底, 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 18 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 9 月底, 公司负债合计 1414.24 亿元 (较上年底增长 31.91%), 其中合同负债

818.63 亿元，长期借款 258.55 亿元（较 2019 年底增长 65.48%）；负债构成较 2019 年底变化不大。同期，公司有息债务 425.31 亿元（较 2019 年底增长 21.29%），主要集中在 2021—2023 年到期（详见表 19）。有息债务中短期债务占比下降至 28.68%，长期债务占 71.32%。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 84.57%、62.23% 和 54.03%，较 2019 年底分别上升 1.86 个百分点、1.23 个百分点和 4.43 个百分点，债务负担较 2019 年底小幅上升。

表 19 截至 2020 年 9 月底主要有息债务未来到期情况
(单位：亿元)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年及以后
其他流动负债	9.00	21.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的流动负债	14.20	76.54	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	1.40	79.58	150.82	26.11
应付债券	0.00	0.00	15.00	23.00	0.00
合计	23.20	98.94	94.58	173.82	26.11

注：上表有息债务仅列示本金

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。

2017—2019 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，2017—2019 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、总资产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 20 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—9 月，公司实现营业收入 129.00 亿元，较 2019 年同期增长 29.61%，主要系房地产项目交付结转规模同比增加所致；利润总额为 22.16 亿元，较 2019 年同期下降 62.27%，主要系投资净收益同比减少所致。同期，公司

营业利润率为 28.53%，较 2019 年变化不大。

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 21 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
销售商品、提供劳务收到的现金	199.16	220.25	427.32	397.53
经营活动现金流入小计	199.88	221.95	432.98	406.11
经营活动现金流出小计	165.58	361.35	406.77	453.14
经营活动产生的现金流量净额	34.30	-139.40	26.21	-47.03
投资活动现金流入小计	463.13	34.78	85.40	90.85
投资活动现金流出小计	502.91	109.20	95.20	112.54
投资活动产生的现金流量净额	-39.78	-74.42	-9.80	-21.70
筹资活动前现金流量净额	-5.48	-213.82	16.41	-68.73
筹资活动现金流入小计	102.94	313.86	252.27	291.89
筹资活动现金流出小计	90.91	124.39	220.48	219.29
筹资活动产生的现金流量净额	12.02	189.47	31.79	72.60

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—9 月，公司经营活动现金流量净额较 2019 年同期减少 108.84 亿元，主要系本期拿地支出规模增加所致；投资活动现金流量净额较 2019 年同期减少 19.23 亿元，主要系本期投资支付的现金增加所致；筹资活动现金流量净额较 2019 年同期增加 87.56 亿元，主要系融资现金流入增加所致。2020 年 1—9 月，公司经营活动净现金流大幅流出，较为依赖融资活动现金流入。

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 年底及 2020 年 9 月底，公司流动比率分别为 148.31%、171.80%、140.53%和 138.07%，速动比率分别为 80.88%、57.83%、41.30%和 36.15%。2017—2019 年，公司经营现金流流动负债比分别为 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 年底及 2020 年 9 月底，公司现金短期债务比分别为 6.30 倍、0.91 倍、0.92 倍和 1.02 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 9 月底，公司共获得银行授信 680.01 元，未使用授信额度为 390.37 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 2020

年6月底，公司综合融资成本为5.4%，较2019年下降0.2个百分点；融资成本区间详见表5，公司综合融资成本低于行业平均水平。2020年三季度，公司发行债券“20 滨房 01”和“20 滨江房产 MTN003”，票面利率分别为4.00%和4.40%。

表 22 截至 2020 年 6 月底，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	270.67	基准利率下浮 5%~上浮 10%
票据	56.00	3.85%~6.50%
债券	56.84	3.00%~5.80%
合计	383.52	综合成本 5.4%

资料来源：公司 2020 年半年度报告

对外担保方面，截至 2020 年 9 月底，公司对外担保（企业）19.53 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 272.12 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 年底，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 9 月底，公司本部资产总计 496.18 亿元，其中流动资产占 75.83%。

2017—2019 年底，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 9 月底，公司本部负债合计 355.60 亿元，其中流动负债 309.14 亿元，非流动负债 46.46 亿元；同期，公司本部有息债务为 136.75 亿元，其中长期债务 46.46 亿元，短期债务 90.29 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—9 月，公司本部营业收入 4.62 亿元，投资收益 10.77 亿元，利润总额 6.18 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—9 月，公司本部经营活动、投资活动和筹资活动净现金流分别为 4.33 亿元、-65.56 亿元和 63.45 亿元。

截至 2019 年底及 2020 年 9 月底，公司本部资产负债率分别为 67.21%和 71.67%，全部债务资本化比率分别为 48.99%和 49.31%；2019 年及 2020 年 1—9 月，公司本部营业利润率分别为 94.70%和 96.30%。

8. 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10.00亿元，占公司2020年9月底长期债务的3.30%，全部债务的2.35%。

截至2020年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为84.57%、62.23%和54.03%，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84.66%、62.78%和54.83%。若考虑公司于2020年10月、2020年12月和2021年1月分别发行的9.40亿元“20滨江房产MTN003”、8.70亿元“20滨江房产CP004”和9.30亿元“21滨江房产CP001”，本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别上升至84.90%和64.19%。考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还存续债券，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19.99倍、22.19倍和43.30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3.43倍、-13.94倍和2.62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3.33倍、5.17倍和6.57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，现金类资产对单独年度最高偿付额的保障能力尚可。

截至2021年1月22日，公司存续债券余额合计123.98亿元，单独年度最高偿付金额为63.06亿元（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6.87倍；经营活动现金净流量为测算额度的0.42倍；现金类资产为测算额度的1.91倍。

表23 公司存续债券明细（单位：亿元）

证券名称	到期日期	债券余额
滨江优B	2032/9/24	2.61
滨江优A	2032/9/24	1.39
滨江次	2032/9/24	0.22
20滨江房产MTN003	2023/10/15	9.40
20滨江房01	2023/8/24	6.00
20滨江房产MTN002	2023/3/12	5.00
20滨江房产MTN001	2023/2/20	12.00
19滨江房产MTN001	2022/11/7	9.00
17滨江房01	2022/10/31	6.00
21滨江房产CP001	2022/1/7	9.30
20滨江房产CP004	2021/12/10	8.70
16滨江房01	2021/8/10	20.56
18滨江房产MTN001	2021/3/15	21.80
20滨江房产CP003	2021/3/12	3.00
20滨江房产CP002	2021/2/26	9.00
合计	--	123.98

资料来源：公开数据，联合资信整理

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。

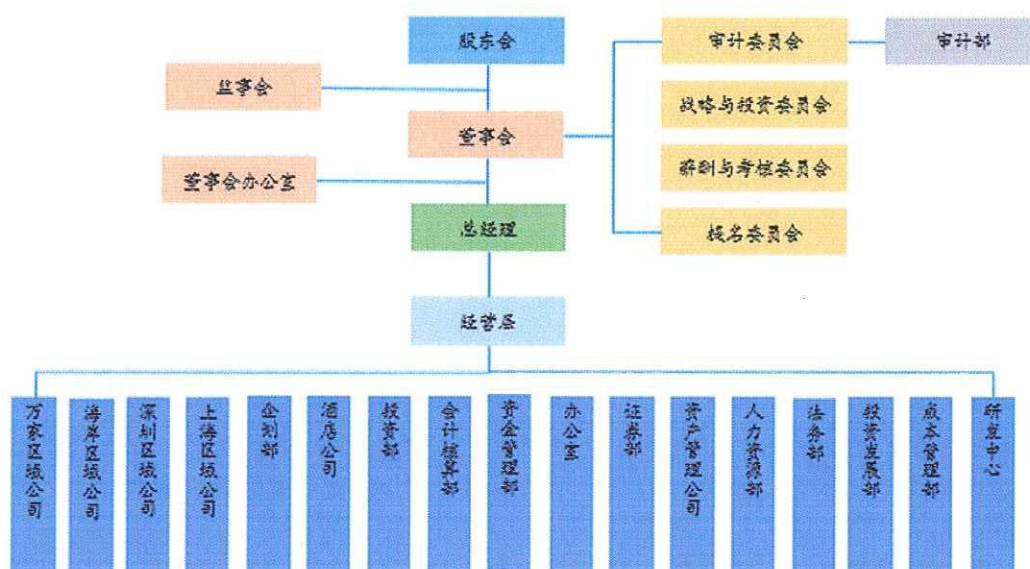
公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障能力很强。

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 9 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 月底公司合并范围主要子公司情况

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
2	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
3	上海滨顺投资管理有限公司	投资	50000.00	100.00	100.00
4	杭州滨江集团天目山开发建设有限公司	房地产业	54000.00	100.00	100.00
5	宁波金丹丰股权投资合伙企业(有限合伙)	服务业	30100.00	99.68	99.68
6	杭州滨宁房地产开发有限公司	房地产业	140000.00	66.00	66.00
7	杭州滨惠投资管理有限公司	投资	100000.00	50.00	50.00
8	杭州滨望房地产开发有限公司	房地产业	100000.00	50.00	50.00
9	杭州滨得房地产开发有限公司	房地产业	50000.00	70.00	70.00
10	杭州星瀚商务咨询有限公司	投资	40000.00	50.00	51.00
11	杭州滨禹企业管理有限公司	投资	50000.00	50.00	70.00
12	杭州滨原房地产开发有限公司	房地产业	50000.00	50.00	70.00
13	宁波滨望置业有限公司	房地产	50000.00	40.50	50.50
14	苏州滨望置业有限公司	房地产	70000.00	50.00	100.00
15	杭州滨合房地产开发有限公司	房地产	61000.00	40.00	40.00
16	杭州滨来置业有限公司	房地产	120000.00	51.00	51.00
17	平湖滨兴房地产开发有限公司	房地产	60000.00	100.00	100.00
18	深圳市南方远大传媒置业有限公司	房地产	30000.00	51.00	51.00
19	Binjiang Limited Partnership	投资	USD5940.00	100.00	100.00
20	Bellevue 10 Apartments, LLC	房地产业	USD11271.07	85.00	85.00
21	POTALA TOWER SEATTLE, LLC	房地产业	USD5882.35	85.00	85.00
22	杭州星滨置业有限公司	房地产业	40000.00	50.00	51.00

注：公司合并报表范围共有 193 家子公司，上表仅列示注册资本在 30000 万元人民币以上或 5000 万美元以上的子公司

资料来源：公司提供

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 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	95.81	71.90	120.19	124.11
资产总额 (亿元)	602.44	875.52	1296.25	1672.33
所有者权益合计 (亿元)	163.60	193.14	224.12	258.09
短期债务 (亿元)	15.20	78.96	130.07	121.97
长期债务 (亿元)	80.70	212.85	220.60	303.34
全部债务 (亿元)	95.90	291.81	350.66	425.31
营业收入 (亿元)	137.74	211.15	249.55	129.00
利润总额 (亿元)	29.27	42.41	54.03	22.16
EBITDA (亿元)	33.26	51.69	65.74	--
经营性净现金流 (亿元)	34.30	-139.40	26.21	-47.03
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	308.17
营业利润率 (%)	22.17	30.42	27.73	28.53
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	54.03
全部债务资本化比率 (%)	36.96	60.17	61.01	62.23
资产负债率 (%)	72.84	77.94	82.71	84.57
流动比率 (%)	148.31	171.80	140.53	138.07
速动比率 (%)	80.88	57.83	41.30	36.15
经营现金流动负债比 (%)	9.58	-29.69	3.08	-4.23
现金短期债务比 (倍)	6.30	0.91	0.92	1.02
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 1-9 月财务数据未经审计；2. 其他应付款中的有息债务及其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务及相关指标计算；3. 长期应付款中的有息债务计入长期债务及相关指标计算

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	26.34	3.38	9.39	11.67
资产总额(亿元)	279.04	375.81	421.34	496.18
所有者权益(亿元)	126.38	132.31	138.14	140.58
短期债务(亿元)	9.15	18.33	62.39	90.29
长期债务(亿元)	61.76	84.46	70.28	46.46
全部债务(亿元)	70.91	102.79	132.67	136.75
营业收入(亿元)	5.36	9.04	4.39	4.62
利润总额(亿元)	19.93	7.01	7.16	6.18
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-11.46	3.35	3.67	4.33
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	59.31
营业利润率(%)	91.65	97.11	94.70	96.30
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	24.84
全部债务资本化比率(%)	35.94	43.72	48.99	49.31
资产负债率(%)	54.71	64.79	67.21	71.67
流动比率(%)	233.07	181.52	149.73	121.71
速动比率(%)	233.03	181.52	149.72	121.71
经营现金流动负债比(%)	-12.60	2.10	1.72	--
现金短期债务比(倍)	2.88	0.18	0.15	0.13
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：1. 母公司 2020 年 1-9 月财务数据未经审计；2. 其他应付款中的有息债务及其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务及相关指标计算资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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

联合资信评估股份有限公司关于 杭州滨江房产集团股份有限公司 2021 年度第一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，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，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。