

信用评级公告

联合〔2021〕6791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，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十二日

杭州滨江房产集团股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2021 年 7 月 22 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，反映了公司作为上市房地产企业，持续深耕杭州区域多年，产品品质突出，费用控制能力极强。公司目前项目储备质量较好，销售规模保持增长，保持了杭州区域的优势地位。同时，联合资信也关注到公司业务区域集中度高，面临补库存需求，合作开发项目权益占比有待提升等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着在建房地产项目的开发和销售，公司收入及利润规模有望进一步提升。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状况的综合评估，联合资信评定公司主体长期信用等级为 AAA，该级别反映了公司主体偿债风险极低。

优势

1. 公司深耕杭州市场，产品品质高，区域竞争力强。公司深耕杭州市场，产品品质良好，品牌知名度高，在杭州房地产行业处于优势地位；2020 年，公司在杭州区域权益销售金额达 300.05 亿元，位居杭州房地产市场销售额首位。
2. 公司项目储备质量较好，在售项目去化情况良好，销售规模保持增长。公司项目主要分布在杭州及浙江省内热点城市，并逐步拓展至浙江省外，项目储备质量较好；2018—2020 年，公司销售规模保持增长。
3. 公司具备极强的费用控制能力；综合融资成本低。公司在品质、品牌和开发能力等方面得到同行业认可，区域深耕为公司培养了较高的人均效能和极强的费用控制能力。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。

关注

1. 公司销售金额中来自杭州区域的占比高，存在区域集中风险。公司房地产业务中来自于杭州区域的占比近三年分别为 90.83%、59.34%和 38.23%，当地房地产市场调控

分析师：罗星驰

曹梦茹

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

不断提升，且竞争非常激烈，盈利空间狭小。

2. **公司存在补库存需求。**与公司开发和销售规模相比，公司未开发土储规模较小，存在补库存需求。
3. **公司项目权益占比有待提升。**截至2020年底，公司土地储备权益占比49.52%，较2019年的51.61%略有下降，公司土地项目权益占比有待提升。

主要财务数据：

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

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

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

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	2021/6/1	罗星驰、曹梦茹	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、该公司信用等级自二零二一年七月二十二日至二零二二年七月二十二日有效；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。

联合资信评估股份有限公司

杭州滨江房产集团股份有限公司

主体长期信用评级报告

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5,200万元。其中，杭州市江干区计划经济委员会（以下简称“江干区计经委”）出资5,000万元，占注册资本的96%；杭州定海建筑工程公司出资200万元，占注册资本的4%。由于杭州定海建筑工程公司并未实际出资，江干区计经委实际出资1,200万元，滨江有限注册资本减为1,200万元。1999年11月，经股权转让，江干区计经委出资中的480万元（占注册资本的40%）转由杭州市江干区国有资产管理局持有，其余720万元（占注册资本的60%）由戚金兴为代表的经营层集体认购。其中，120万元出资（占注册资本10%）系代朱慧明持有、120万元出资（占注册资本10%）系代莫建华持有、60万元出资（占注册资本5%）系代王祖根持有。

2006年12月，公司更为现名，并于2008年5月在深圳证券交易所正式挂牌上市（股票简称“滨江集团”，股票代码“002244.SZ”）。后经多次增资扩股、股权转让、资本公积定向转增股本、送股及定向增发等，截至2021年3月底，公司注册资本为31.11亿元。其中，杭州滨江投资控股有限公司（以下简称“滨江控股”）持有公司42.95%的股权；自然人戚金兴持有滨江控股64.00%的股权，并直接持有公司11.78%的股权，为公司实际控制人（详见附件1-1）。

截至2021年5月底，滨江控股持有公司股份13.81亿股，已质押股份数量为40,295万股，占其持股数量的29.18%，占总股本的12.95%。

公司主营业务为商品住宅的开发和建设。

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

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

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

公司注册地址：浙江省杭州市庆春东路38号；法定代表人：戚金兴。

二、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增

¹ 文中GDP增长均为实际增速，下同。

长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利

改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 1 2017 - 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速平均值)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较

上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了

²为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算

算的几何平均增长率，下同。

制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1-3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1-2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月

随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；****固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化；**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但

是生产端强劲,积极因素不断增加,随着企业利润不断修复,未来制造业投资增速有望加快。整体看,预计 2021 年我国经济将保持复苏态势,结构进一步优化。

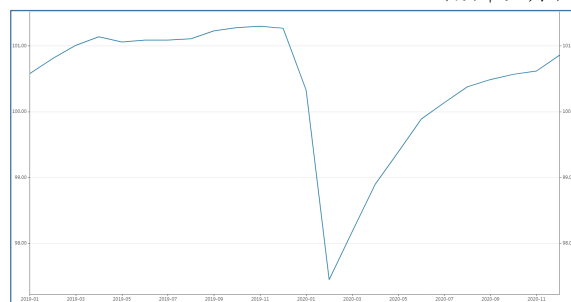
三、行业及区域经济环境

1. 房地产行业概况

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

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一,2019 年以来,各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看,中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来,促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野,压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020 年初,新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆,对房企一季度销售进度产生较大影响。同时,对在建项目开复工产生一定影响,大部分房企自三月底陆续部分恢复建设,整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力,较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策,一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力,促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来,全国房地产市场景气度逐步复苏,开发投资增速逐月提升,销售额增速由负转正,销售面积跌幅逐月收窄。

图 1 2019 - 2020 年全国房地产开发景气指数
(频率:月)



资料来源: Wind

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

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

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

2. 土地市场与信贷环境

2020 年初,受新冠肺炎疫情的影响,土地市场降温明显,4 月起明显回升,房企到位资金

增速较 2019 年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

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

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

表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	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24,004.52	14.46	25,228.77	14.13	26,675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55,830.65	33.64	58,157.84	32.56	63,376.65	32.82
其他资金	86,019.74	51.83	95,046.26	53.21	102,870.26	53.27
其中：定金及预收款	55,418.17	33.39	61,359.00	34.35	66,547.00	34.46
个人按揭	23,705.89	14.28	27,281.00	15.27	29,976.00	15.52
合 计	165,962.89	100.00	178,608.59	100.00	193,114.85	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

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

从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布

《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见下表。

表3 2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

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

2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难
------------	--------	---

资料来源：联合资信整理

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

表 4 2020 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 1 月	央行	2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场工作电视电话会议要求，2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020 年 4 月	银保监会	4 月 22 日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020 年 5 月	央行	《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 6 月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020 年 8 月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020 年 10 月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020 年 12 月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自 2021 年 1 月 1 日起实施

资料来源：联合资信整理

4. 杭州市房地产发展情况

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

(1) 经济发展水平

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

杭州市位于中国东南沿海、浙江省北部，是浙江省省会，也是浙江省的政治、经济、文化和金融中心。杭州市域面积为 16,850 平方公里（其中市区面积 8,289 平方公里），辖 10 个区、1 个县级市、2 个县。

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

2020 年，全市居民人均可支配收入 61,879

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

(2) 房地产市场情况

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

根据 Wind 数据，2020 年，杭州市供应住宅用地数量为 133 宗，较 2019 年增加 5 宗；住宅用地成交面积 580.60 万平方米，较 2019 年增长 17.11%；住宅用地成交土地规划建筑面积 1,593.21 万平方米，较 2019 年增长 37.69%；住宅用地成交楼面均价 13,841.88 元/平方米，较 2019 年变化不大。2020 年杭州土地市场政策环境由松到紧，年初受疫情影响，政府一方面鼓励开发商线上卖房、允许房企延缓土地出让金缴

纳,另一方面在人才补贴、购房上出台各项政策以吸纳更多的新人才涌入;下半年,调控环境收紧,7月、9月连续两次出台新政约束市场。

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

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

四、基础素质分析

1. 产权状况

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

2. 企业规模和竞争力

公司开发经验丰富,产品质量突出,市场和同行业认可度高,区域竞争力强。

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

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

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

3. 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，兼任滨江控股执行董事。

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2021年3月底，公司房地产开发系统共有员工1,037人，酒店服务业共有员工508人；按照教育程度划分，硕士及以上学历53人、本科学历670人、其他822人；按岗位职责划分，财务人员115人、行政人员35人、销售人员397人、技术人员511人、其他人员487人。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91330000719577660B），截至2021年5月20日，公司无已结清和未结清关注类和不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

五、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。董事长由全体董事过半数选举产生。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. 管理水平

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 and 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。

六、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《诉讼进展公告》，公告称公司已收到浙江省高级人民法院送达的《民事调解书》（2018）浙民初17号，但《民事调解书》内容逾期未执行。公司已向法院申请强制执行，执行案件已立案。根据坤元资产评估有限公司出具的《评估报告》（坤元评报（2019）71号），安远控股公司抵押及质押资产价值的评估价值共计4.99亿元，考虑相应的受偿比例后预计可收回金额为4.36亿元，故对该重大应收款项计提坏账准备7.24亿元。由于安远控股抵押及质押资产价值受市场行情波动影响，最终可受偿金额存在不确定性，可能对公司的当期损益造成不利影响。

2. 仲裁事项

2016年12月，公司与上海湘府房地产开发有限公司（以下简称“上海湘府公司”）、上海崇滨建设发展有限公司（以下简称“上海崇滨公司”）、中崇集团有限公司（以下简称“中崇集团”）签署《上海湘府房地产开发有限公司股权合作框架协议》，公司以7.98亿元收购上海崇滨公司持有的上海湘府公司10%股权。因上海湘府公司未按协议支付相关固定收益，公司于2018年9月向上海国际经济贸易仲裁委员会递交仲裁申请书，申请解除上述合作框架协议；并请求依法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：后续各方已达成相关协议，相关还款协议已办理具有强制执行效力的公证，且上海湘府公司已提供项目在建工程所有权和土地使用权为上述债权做抵押担保，相关抵押登记手续已办理完成，此外，上海湘府公司的法定代表人对上述债权的清偿承担连带保证责任，截至 2021 年 4 月底，协议仍在履行过程中，相关资金的回收存在不确定性，可能对公司的当期损益造成不利影响。

七、经营分析

1. 经营概况

2018—2020 年，受益于房地产业务规模扩张，公司营业收入持续增长，但受土地成本上涨影响，房地产开发毛利率波动下降；酒店服务、持有型物业出租业务发展良好，可为公司提供稳定的现金流，房产项目管理服务对公司盈利形成一定的补充；公司整体经营状况较好。

公司经营业务包括房地产开发、酒店服务、持有型物业出租、房产项目管理服务。其中房地产开发业务为公司的最主要收入来源。

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

从开发模式上来看，公司主要采取合作开发模式，合作伙伴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。但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。由于公司深耕杭州区域多年，区域竞争力

强，合作开发项目主要由公司进行操盘。

公司主要通过招拍挂获取土地，开发产品以高端为主，品质良好。由于公司在深耕的杭州区域品牌知名度高，产品口碑良好，且杭州区域房地产市场景气度持续较高，产品去化速度快，公司执行快周转策略且运行良好，同时区域内很高的品牌知名度也有助于公司降低销售费用率；区域深耕策略有助于公司控制管理费用，并在与上游供应商和建筑商的谈判中获取优势地位，控制成本，获取区域内较高的利润。

2018—2020 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 16.37%，主要系公司结转规模增长所致。2020 年，公司实现营业收入 285.97 亿元，同比增长 14.60%。

从营业收入构成来看，房地产开发业务收入为公司收入重要来源，2018—2020 年，收入占比均超过 96% 以上。公司酒店服务收入波动下降，主要系 2019 年公司美国西雅图桑德酒店新开业，2020 年杭州友好饭店装修改造，暂停对外营业及新冠疫情综合影响所致。持有型物业出租及房产项目管理服务收入规模相对较小。

毛利率方面，受房地产项目结转毛利率差异影响，2018—2020 年，公司房地产开发毛利率波动下降，2020 年房地产开发毛利率下降至 26.45%。公司酒店服务毛利率逐年下降，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；2020 年下降主要系杭州友好饭店装修改造，暂停对外营业及新冠疫情综合影响所致。公司其他业务占比较小，对综合毛利率影响小。公司综合毛利率主要受房地产开发毛利率影响，2018—2020 年，综合毛利率逐年下降，但仍处于行业较高水平。

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

表5 公司营业收入和毛利率构成

(单位: 亿元、%)

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

注: 合计小数后两位差异为四舍五入导致
资料来源: 公司提供

2. 房地产开发业务

(1) 土地储备

2018—2020年公司保持较大土地拓展规模, 土地储备质量良好, 但未开发项目储备规模较小、区域集中度高, 需关注公司土地拓展情况及后续开发销售节奏。

2018—2020年, 公司新获取土地规划建筑面积波动增长。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。2020年, 公司新获取土地规划建筑面积432.26万平方米, 同比增长46.34%, 公司土地权益占比49.52³%, 较2019年的51.61%略有下降。2020年公司新获取土地共32块, 其中21块位于杭州, 并成功开拓苏州和南京市场。2020年, 公司新获取土地中杭州土地集中度进一步提升, 由2019年的53.72%上升至74.63%; 楼面均价同比增长6.07%至1.81万元/平方米。

2021年1—3月, 公司获取6块土地, 规划建筑面积合计70.41万平方米; 获取项目分别位于杭州和金华。公司获取土地主要分布在杭州等

浙江省内城市, 区域集中度高。

表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
2018年	26	496.43	346.97	14,307.71
2019年	28	503.74	295.39	17,053.39
2020年	32	781.91	432.26	18,088.99
2021年1—3月	6	125.85	70.41	17,875.13

注: 上表数据为全口径数据, 包括合营、联营项目数据
资料来源: 公司提供

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

表7 截至2021年3月底公司尚未开发的主要土地储备情况

(单位: 万平方米、元/平方米、%)

编号	项目名称	项目所在地	取得时间	物业类型	占地面积	规划建筑面积	楼面地价	土地权益	是否并表
1	深圳龙华项目	深圳	2017.6.26	商住	4.78	29.40	/	65.00	是
2	长田春晓	湖州	2018.3.13	商业	14.06	15.47	1,183	70.00	是

³ 权益规划建筑面积/总规划建筑面积

3	大兴街项目	上海	2016.12.29	商住	3.71	12.94	/	17.15	否
4	半岛印象北区	杭州淳安县	2020.4.17	商住	5.64	11.28	3,706	60.00	是
5	望江项目	杭州	2020.6.16	商住	4.37	21.29	2,9060	51.00	是
6	半岛春晓	湖州	2020.10.21	住宅	8.83	13.25	8,748	100.00	是
7	义乌翠语华庭	义乌	2020.12.14	住宅	3.54	7.79	15,300	50.00	是
8	钱潮鸣翠云筑	杭州	2021.1.5	商业	1.76	7.04	28,935	70.00	是
9	申花项目	杭州	2021.1.5	商业	3.51	12.29	7,211	22.05	否
10	滨涛映月	杭州	2021.1.6	住宅	7.56	18.89	25,981	100.00	是
11	望江月明	杭州	2021.2.7	住宅	6.36	15.90	25,975	100.00	是
12	兰溪项目 A	金华	2021.3.15	商住	3.87	7.75	3,614	50.00	是
13	兰溪项目 B	金华	2021.3.15	商住	5.34	8.54	4027	50.00	是
	--	--	--	--	73.33	181.83	11,948	--	--

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

（2）项目开发情况

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

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，为公司项目质量和开发周期提供有力保障，且工程合作操盘所收的管理费等能为公司贡献一定的利润。

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。

2018—2020 年，公司房地产业务新开工面积快速上升，2020 年公司新开工面积 445.68 万平方米，同比增长 12.39%；竣工面积波动增长，2020 年竣工面积同比增长 58.47%，公司项目开发周期一般为两年，当期竣工面积主要受以前年度开工面积影响；期末在建面积持续增长，截至 2020 年底公司期末在建面积较上年底增长 44.28%。公司期末在建规模大。截至 2021 年 3 月末，公司仍保持较大规模的期末在建面积。

表8 公司主要开发数据情况

（单位：万平方米）

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

注：上表为全口径数据
资料来源：公司提供

从城市分布上看，公司在建项目主要集中在杭州及浙江省其他城市，其中杭州52个；此外，部分项目分布于上海、深圳、上饶、苏州等地。截至2020年底，公司全口径在建项目87个，预计总投资3,132.48亿元，已投资2,510.70亿元，尚需投资621.78亿元。随着后续开发项目的建设投入以及未来拿地投入，综合来看，公司资金压力也将相应增加。

（3）项目销售情况

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

公司以自销为主，销售团队成员入职平均年限 3~5 年，销售经验充足，对于当地客户群体的特点比较了解。公司销售团队为客户提供从咨询、置业到交付一系列专业的服务，客户体验较好。2018—2020 年及 2021 年一季度，公司

销售费用率⁴分别为 0.76%、1.08%、0.62%和 0.36%，比例较低，公司通过区域深耕较好的控制了销售费用。

2018—2020 年，公司合并口径签约销售面积和金额持续增长，2020 年合并口径签约销售面积和金额分别同比增长 21.04%和 28.67%。从签约销售均价上看，公司房屋销售均价波动下降，2020 年销售均价 3.31 万元/平方米，同比增长 6.09%。2020 年，受结转项目增加影响，公司结转面积和结转收入分别同比增长 69.82%和 14.97%。2021 年一季度，公司签约销售金额 316.90 亿元，占 2020 年全年的 46.40%。

2018—2020 年，公司全口径签约销售金额年均复合增长 26.65%；2020 年公司全口径签约销售金额增长 243.00 亿元至 1,363.60 亿元，权益销售金额占比由 2019 年的 37.73% 提升至 51.33%。

表9 公司并表项目销售情况

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

资料来源：公司提供

截至2020年底，公司全口径在售项目数量较多，其中，在建在售项目87个。截至2020年底，公司在建项目可售面积1,026.89万平方米，剩余可售面积410.15万平方米，其中杭州剩余可售面积占64.24%、宁波剩余可售面积占5.62%、温州剩余可售面积占4.84%、乐清剩余可售面积占4.73%、苏州剩余可售面积占4.66%。部分在建

在售项目因分期开发销售、预售证领取时间较晚以及部分房源尚未开盘，去化率较低；温州的万家花城、舟山的定山海花园、德清的莫干山语和杭州的滨旭府因区位原因去化较慢。杭州的临安天目山、定安府、湘湖里、云栖名筑一二、桐庐项目、滨耀学府、春来雅庭、和品、望品、深圳的南方报业大厦、苏州的锦麟壹品、平湖的

⁴ 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

君品和宁波的誉品项目截至2020年底时点尚未开盘，因此去化为零。

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

3. 其他业务

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

公司酒店服务业务的经营主体包括杭州千岛湖滨江希尔顿度假酒店和杭州友好饭店有限公司。2020年，公司酒店业实现收入0.97亿元，较2019年下降53.81%，主要系2020年1月28日至2020年10月12日期间杭州友好饭店装修改造，暂停对外营业及新冠疫情综合影响所致。

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

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

4. 经营效率

与同行业企业对比，公司经营效率处于行业中游水平。

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

表10 2020年公司与同行业企业经营效率指标情况
(单位：次)

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

注：为方便比较，上表数据均取自于 Wind
资料来源：Wind

5. 未来发展

公司未来发展规划明确，有利于公司未来发展。

公司2021年工作目标包括：(1)区域布局：把“三省一市”，即浙江省、江苏省、广东省和上海市，作为战略发展要地，重点城市布局上海，巩固杭州；加强宁波、南京；适度加强广东、上海、金华、嘉兴、湖州；三省一市范围内新的城市或者三省一市之外的城市，公司主要获取机会型项目。(2)销售目标：1,500亿元(全口径)。(3)土地储备：目标新增30幅以上土地，其中杭州拿地比例50%，浙江省内杭州外25%，浙江省外25%。(4)融资：资金上继续保持稳健，保持合理的有息负债水平。融资利率从现有的5.2%确保下降至5.1%，力争5%以内。

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

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2020 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；2021 年 1—3 月财务报表未经审计。

从合并范围变化看，随着经营规模的扩大，2018—2020 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2020年底，公司合并资产总额1,720.16亿元，所有者权益280.45亿元（含少数股东权益96.76亿元）；2020年，公司实现营业收入285.97亿元，利润总额47.87亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额1,822.26亿元，所有者权益288.13亿元（含少数

股东权益100.36亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入74.30亿元，利润总额6.60亿元。

2. 资产质量

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

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

从资产构成看，2018—2020年末，公司资产以流动资产为主。

表 11 2018—2020 年末及 2021 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额（亿元）	在资产总额占比（%）	金额（亿元）	在资产总额占比（%）	金额（亿元）	在资产总额占比（%）	金额（亿元）	在资产总额占比（%）
流动资产	806.66	92.13	1,196.54	92.31	1,569.02	91.21	1,666.82	91.47
货币资金	71.90	8.91	120.17	10.04	185.22	11.81	154.47	9.27
其他应收款（合计）	154.30	19.13	183.19	15.31	157.69	10.05	169.56	10.17
存货	535.14	66.34	844.94	70.61	1162.62	74.10	1264.78	75.88
非流动资产	68.86	7.87	99.72	7.69	151.13	8.79	155.44	8.53
投资性房地产	16.01	23.25	27.55	27.63	51.23	33.90	52.75	33.94
资产总额	875.52	100.00	1,296.25	100.00	1,720.16	100.00	1,822.26	100.00

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

2018—2020年末，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长39.47%。截至2020年底，公司流动资产1,569.02亿元，较上年底增长31.13%，主要系货币资金和存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占11.81%）、其他应收款（合计）（占10.05%）和存货（占74.10%）构成。

2018—2020年末，公司货币资金逐年增长，年均复合增长60.51%。截至2020年底，公司货币资金185.22亿元，较上年底增长54.14%，主要系销售及筹资取得的货币资金增长所致。货币资金中有0.31亿元受限资金，受限比例为0.17%，

受限比例低。

2018—2020年末，公司其他应收款（合计）波动增长，年均复合增长1.09%。截至2020年底，公司其他应收款（合计）157.69亿元，较上年底下降13.92%，主要系关联方拆借款减少所致。

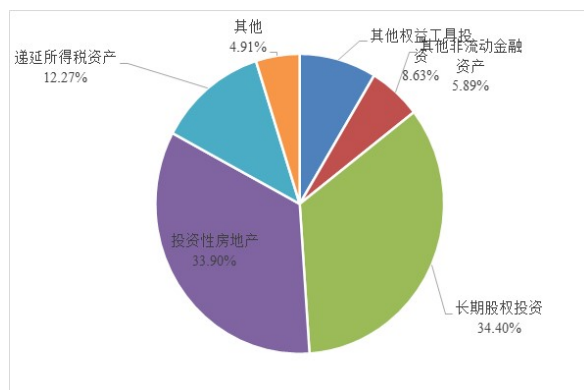
2018—2020年末，公司存货逐年大幅增长，年均复合增长47.40%。截至2020年底，公司存货1,162.62亿元，较上年底增长37.60%，主要系开发成本增长所致。存货主要由开发成本（占93.79%）和开发产品（占6.20%）构成，未计提存货跌价准备。公司存货中杭州项目占比较高，去化能力较好，但受当地房地产调控

政策影响较大。

(2) 非流动资产

2018—2020年末，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长48.14%。截至2020年底，公司非流动资产151.13亿元，较上年底增长51.56%，主要系长期股权投资和投资性房地产增长所致。公司非流动资产构成如下图所示。

图2 截至2020年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2018—2020年末，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长84.24%。截至2020年底，公司长期股权投资51.99亿元，较上年底增长102.25%，主要系对联营企业投资增长所致。

公司投资性房地产采用成本法计量。2018—2020年末，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长78.88%。截至2020年底，公司投资性房地产51.23亿元，较上年底增长85.95%，主要系房屋及建筑物转入所致。

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

表12 截至2021年3月底公司资产受限情况

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

无形资产	1.39	为借款提供抵押担保
合计	700.42	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

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

3. 资本结构

(1) 所有者权益

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。

2018—2020年末，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长20.50%，主要系未分配利润及少数股东权益增长所致。截至2020年底，公司所有者权益280.45亿元，较上年底增长25.13%，主要系少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为65.50%，少数股东权益占比为34.50%。在所有者权益中，股本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占11.09%、7.72%、-0.24%、4.06%和42.87%。公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益结构稳定性较弱。

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

(2) 负债

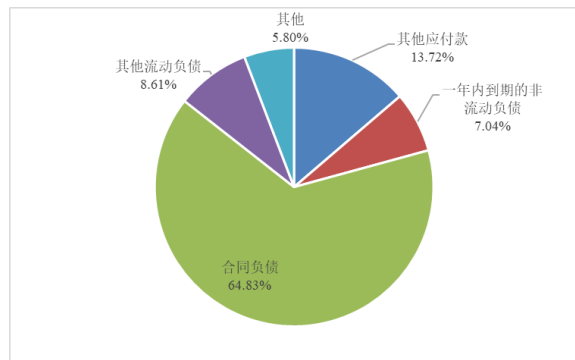
2018—2020年末，公司负债规模快速增长，合同负债主要为预收售房款，规模较大，对未来结转收入提供有力支撑；有息债务构成以长期债务为主，随着公司业务规模的扩张，债务规模有所增长，但债务负担仍属合理。

2018—2020年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长45.25%。截至2020年底，公司负

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

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

图3 截至2020年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2018—2020年末，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长13.74%。截至2020年底，公司其他应付款154.09亿元，较上年底增长6.56%，主要系关联方拆借款和其他增长所致。

2018—2020年末，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长84.55%。截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债79.01亿元，较上年底增长6.44%，主要系一年内到期的应付债券转入所致。

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

2018—2020年末，公司其他流动负债逐年增长，年均复合增长116.43%。截至2020年底，公司其他流动负债96.72亿元，较上年底增长253.04%，主要系短期应付债券和待转销项税增长所致。

2018—2020年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长21.96%。截至2020年底，公司非流动负债316.61亿元，较上年底增长43.46%，

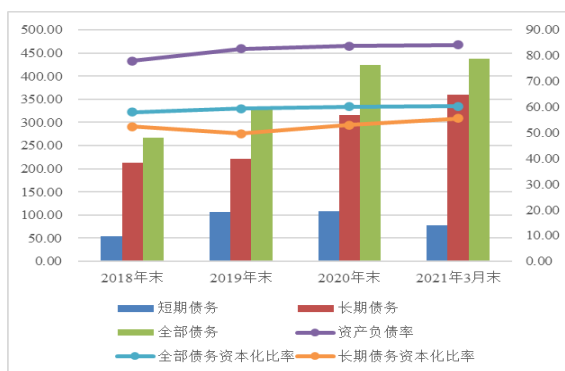
主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占82.55%）和应付债券（占15.41%）构成。

2018—2020年末，公司长期借款逐年增长，年均复合增长42.07%。截至2020年底，公司长期借款261.37亿元，较上年底增长67.28%，主要系融资规模扩大所致；长期借款主要由抵押及保证借款（占58.25%）和抵押借款（占32.04%）构成。

2018—2020年末，公司应付债券逐年下降，年均复合下降20.85%。截至2020年底，公司应付债券48.78亿元，较上年底下降17.05%，主要系应付债券转出至一年内到期的非流动负债所致。

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

图4 2018—2020年末及2021年3月末公司债务情况
(单位：亿元、%)



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，2018—2020年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长26.11%。截至2020年底，公司全部债务424.10亿元，较上年底增长29.43%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务⁵占25.63%，长期债务占74.37%，以长期债务为主，其中，短期债务108.71亿元，较上年底增长1.55%；长期债务315.38亿元，较

⁵ 2020年公司未统计其他应付款中的股东借款部分，短期债务未调整。因此调整追溯2018、2019年的短期债务

上年底增长42.97%，主要系应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。从债务指标来看，截至2020年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为83.70%、60.19%和52.93%，较上年底分别提高0.99个百分点、下降0.81个百分点和提高3.33个百分点。

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

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

表 13 截至 2021 年 3 月底公司有息债务期限结构
(单位: 亿元、%)

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

注：此表为公司内部统计口径，与联合资信存在差异
数据来源：公司提供

4. 盈利能力

2018—2020年，公司收入持续增长，利润规模波动增长，主要系毛利率逐年下降及期间费用波动的综合影响所致；公司盈利水平高于行业平均水平，公司整体盈利能力强。

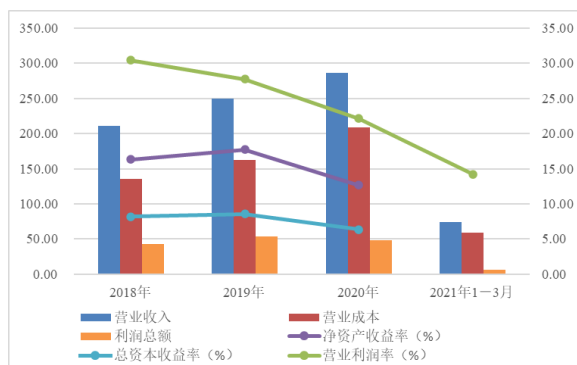
2018—2020年，公司营业收入持续增长，年均复合增长16.37%；营业成本持续增长，年均复合增长24.00%；营业利润率分别为30.42%、27.73%和22.12%，三年加权平均值为25.46%，持续下降。

从期间费用看，2018—2020年，公司费用总额波动增长，年均复合增长16.36%。2020年，公

司费用总额为17.24亿元，同比下降6.98%，主要系销售和财务费用减少所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为24.72%、23.75%和51.53%，以财务费用为主。其中，销售费用为4.26亿元，同比下降25.46%，主要系房地产业务营销费用减少所致；管理费用为4.09亿元，同比增长7.54%，主要系工资及福利费增长所致；财务费用为8.88亿元，同比下降1.38%，同比变化不大。2018—2020年，公司利息大规模费用化主要系公司从2018年开始规模增长较快，直接融资规模增加所致。

非经常性损益方面，2018—2020年，公司投资收益分别为-1.05亿元、3.04亿元和2.25亿元；投资收益合计占营业利润的比重分别为-2.24%、5.67%和4.74%。2018—2020年，公司利润总额分别为42.41亿元、54.03亿元和47.87亿元，波动增长，年均复合增长6.24%。

图 5 公司盈利指标情况 (单位: 亿元、%)



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

盈利指标方面，2018—2020年，公司总资本收益率三年加权平均值分别为7.37%，波动下降；净资产收益率三年加权平均值为14.91%，波动下降。

与同行业相比，公司盈利水平处于行业中上游水平。

表 14 2020 年同行业公司盈利情况对比

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

房地产行业中介值	847.11	23.33	6.13
----------	--------	-------	------

注：为方便比较，上表数据均取自于 Wind
资料来源：Wind

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

5. 现金流

2018—2020 年，受销售规模增长及新增土地储备规模投入变动等因素影响，公司经营现金流净额随之波动；投资活动现金流均呈净流出状态；受融资需求波动影响，筹资活动现金流入规模波动下降。未来，公司投资需求较大，同时考虑到债务到期，其仍有较大的外部融资需求。

表 15 2018—2020 年及 2021 年 1—3 月公司现金流量情况

(单位：亿元、%)

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

资料来源：公司财务报告

经营活动方面，2018—2020 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。

投资活动方面，2018—2020 年公司投资活

动现金流入规模较大，主要系收回理财产品金额较大所致；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；投资活动现金流持续净流出，且规模波动下降。

2018—2020 年，公司筹资活动前现金流波动幅度较大，2018 年及 2020 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，2018—2020 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；筹资活动现金流持续净流入，且波动较大。

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

6. 偿债能力

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，2018—2020 年末，公司流动比率和速动比率逐年下降。公司流动资产对流动负债的保障程度一般。2018—2020 年，公司经营现金流动负债比率波动较大。2018—2020 年末，公司现金短期债务比波动增长，现金类资产对短期债务的保障程度较高。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 波动增长；公司 EBITDA 利息倍数逐年下降，EBITDA 对利息的覆盖程度较高。2018—2020 年，公司全部债务/EBITDA 波动增长，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。

表 16 公司偿债能力指标

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标	流动比率 (%)	171.80	140.53	139.70

	速动比率(%)	57.83	41.30	36.19
	经营现金流动负债比(%)	-29.69	3.08	-2.81
	现金类资产/短期债务(倍)	1.34	1.12	1.70
长期偿债能力指标	EBITDA(亿元)	51.69	65.74	59.02
	全部债务/EBITDA(倍)	5.16	4.98	7.19
	EBITDA 利息倍数(倍)	3.91	3.36	2.55

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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

截至2020年底，公司或有事项为公司及部分控股子公司为购买本公司相关房产的业主提供保证及借款30.55亿元。

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

表 17 截至 2020 年底公司融资成本情况
(单位：亿元)

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

资料来源：公司年报

7. 母公司财务分析

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

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

构成。截至2020年底，母公司货币资金为13.98亿元。

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

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

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

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

九、结论

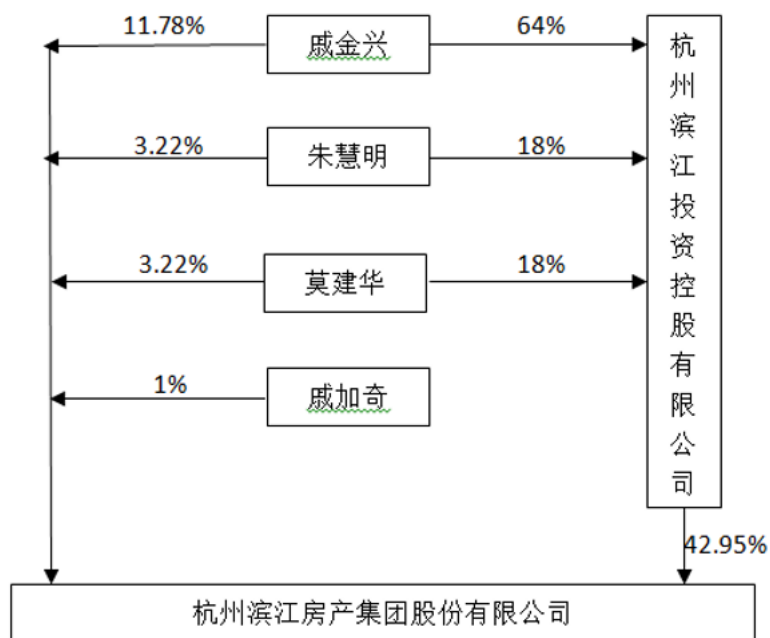
公司作为上市房地产企业，持续深耕杭州区域多年，产品品质突出，费用控制能力极强。

公司目前项目储备质量较好，销售规模保持增长，保持了杭州区域的优势地位。同时，联合资信也关注到公司业务区域集中度高，面临补库存需求，合作开发项目权益占比有待提升等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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

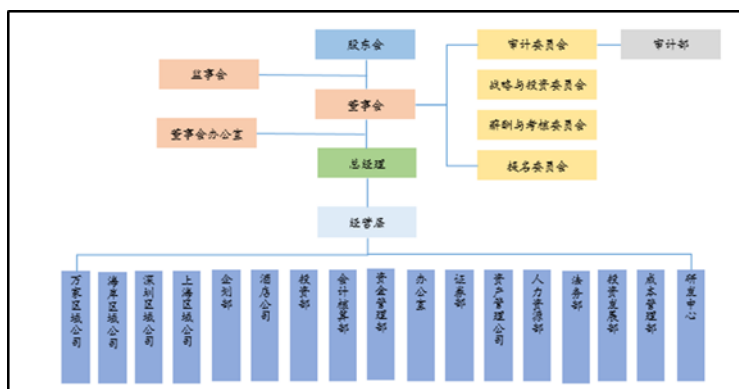
基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信评定公司主体长期信用等级为 AAA，该级别反映了公司主体偿债风险极低。

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



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年杭州滨江房产集团股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

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

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

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

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

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

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

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

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

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

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 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 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，联合资信将在杭州滨江房产集团股份有限公司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。杭州滨江房产集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，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及外部环境等相关信息，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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。