

# 信用等级公告

联合[2017]1468号

---

杭州滨江房产集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对杭州滨江房产集团股份有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2017 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

**杭州滨江房产集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”**

**杭州滨江房产集团股份有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2017 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年九月十八日



---

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

# 杭州滨江房产集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+  
 公司主体信用等级：AA+  
 评级展望：稳定  
 发行规模：不超过 9 亿元（含 9 亿元）  
 债券期限：5 年，附第 3 年末公司调整票面利率  
 选择权、赎回选择权及投资者回售选择权  
 还本付息方式：按年付息、到期一次还本  
 评级时间：2017 年 9 月 8 日  
 主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 6 月
资产总额 (亿元)	382.46	422.30	495.45	520.81
所有者权益 (亿元)	92.10	109.35	157.33	159.14
长期债务 (亿元)	45.33	62.02	66.47	72.70
全部债务 (亿元)	69.12	63.80	77.73	80.22
营业收入 (亿元)	117.59	126.18	194.52	49.68
净利润 (亿元)	8.06	15.04	19.71	12.08
EBITDA (亿元)	14.87	23.92	31.53	--
经营性净现金流 (亿元)	-13.17	80.49	131.31	39.86
营业利润率 (%)	14.51	22.03	17.71	34.67
净资产收益率 (%)	9.11	14.93	14.78	--
资产负债率 (%)	75.92	74.11	68.25	69.44
全部债务资本化比率 (%)	42.87	36.84	33.07	33.52
流动比率 (倍)	1.48	1.55	1.62	1.61
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.22	0.37	0.41	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.65	3.20	7.43	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	1.65	2.66	3.50	--

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、2017 年半年报未经审计，相关指标未年化。3、其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，长期应付款中的有息债务已计入长期债务。

## 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对杭州滨江房产集团股份有限公司（以下简称“公司”或“滨江集团”）的评级反映了公司作为一家国内大中型上市房地产企业，在开发经验、区域竞争力、产品品质、土地储备等方面具有明显优势；公司盈利能力强、现金类资产比较充足、现金流状况良好、债务负担较轻。同时，联合评级也关注到公司项目存在一定区域集中风险、公司在建规模较大、部分存货存在跌价风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建房地产项目的开发完成和实现销售，公司经营状况将保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

## 优势

1. 公司项目主要分布在杭州市，并逐步拓展至深圳、上海，项目所处地区经济发展水平较高，公司面临的外部发展环境较好。

2. 公司深耕杭州市，在杭州地区房地产行业处于优势地位；公司在高端精装修、环境营造以及物业服务方面优势突出，在区域内竞争力强、品牌知名度高。

3. 公司土地储备质量较好；且公司前期开发的三、四线城市项目基本销售完毕，未来面对的销售压力较小。

4. 公司盈利能力较强，有息债务规模较低，现金类资产比较充足，财务政策稳健；加之 2016 年公司完成非公开发行股票，资本实力得到进一步充实。

5. 公司资产质量较好，其中投资性房地产均采用成本法计量，未来增值空间较大。

## 关注

1. 房地产行业高速发展的阶段已经过去，房地产调控政策趋紧，公司经营情况受房地产市场波动和政策影响较大。

2. 公司业务主要集中于杭州地区，存在一定的区域集中风险；同时，当地房地产市场新出台限购限贷政策，可能面临一定的政策调整风险。

3. 公司在建项目投资规模较大，面临着一定的资本支出压力。

4. 公司土地储备规模一般，可持续发展能力有待提高。

5. 公司开展代建业务，进行品牌输出，该业务若运行不当，可能对公司的品牌、美誉度造成不良影响。

## 分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

李 镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

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

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：  

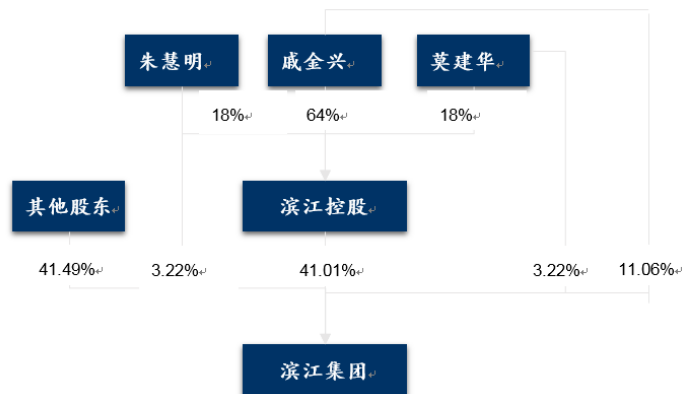
联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

杭州滨江房产集团股份有限公司（以下简称“公司”或“滨江集团”）前身系成立于1996年8月的杭州滨江房产集团有限公司（以下简称“滨江有限”），注册资本5,200万元。杭州市江干区计划经济委员会（以下简称“江干区计经委”）出资5,000万元，占注册资本的96%；杭州定海建筑工程公司出资200万元，占注册资本的4%。由于杭州定海建筑工程公司并未实际出资，江干区计经委实际出资1,200万元，滨江有限注册资本减为1,200万元，其全部权益由江干区计经委享有。1999年11月，经股权转让，江干区计经委出资中的480万元转由江干区国资局持有，占注册资本的40%；江干区计经委转让其余出资720万元，由戚金兴为代表的经营层集体认购，占注册资本的60%，其中，120万元出资（占注册资本10%）系代朱慧明持有，120万元出资（占注册资本10%）系代莫建华持有，60万元出资（占注册资本5%）系代王祖根持有。

2006年12月，滨江有限更名为杭州滨江房产集团股份有限公司，并于2008年5月在深圳证券交易所正式挂牌上市（股票简称：滨江集团，股票代码：002244.SZ）。后经多次增资扩股、股权转让、资本公积定向转增股本、送股及定向增发等，截至2017年6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41.01%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11.06%的股权，公司实际控制人为戚金兴。

图1 截至2017年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司营业范围：房地产开发，房屋建筑，商品房销售，水电安装及室内外装潢。截至2017年6月底，公司设立了研发中心、成本管理部、法务部、人力资源部、证券部、办公室、资金管理部等10个职能部门（见附件1）；公司合并范围内的子公司共47家；公司本部在职员工共385人。

截至2016年底，公司合并资产总额495.45亿元，负债合计338.12亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计157.33亿元，归属于母公司的所有者权益127.95亿元。2016年，公司实现营业收入194.52亿元，净利润（含少数股东损益）19.71亿元，归属于母公司所有者的净利润13.99亿元；经营活动产生的现金流量净额131.31亿元，现金及现金等价物净增加额54.18亿元。

截至2017年6月底，公司合并资产总额520.81亿元，负债合计361.67亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计159.14亿元，归属于母公司的所有者权益135.42亿元。2017年1~6月，公司实现营业收入49.68亿元，净利润（含少数股东损益）12.08亿元，归属于母公司所有者的净利润9.20亿元；经营活动产生的现金流量净额39.86亿元，现金及现金等价物净增加额1.57亿元。

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、本期债券及债券募集资金用途

### 1. 本期债券概况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2015]2573号”批复核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过30亿元（含30亿元）的公司债券。2016年8月11日，公司发行“杭州滨江房产集团股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，债券简称“16滨房01”，发行规模21.00亿元，债券期限5年，附第3年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为3.46%。

本期债券名称为“杭州滨江房产集团股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，发行规模不超过9亿元（含9亿元），债券期限5年，附第3年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券票面利率将由公司和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定。本期债券票面金额为100元，按面值平价发行，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

### 2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金拟用于偿还借款。

## 三、行业分析

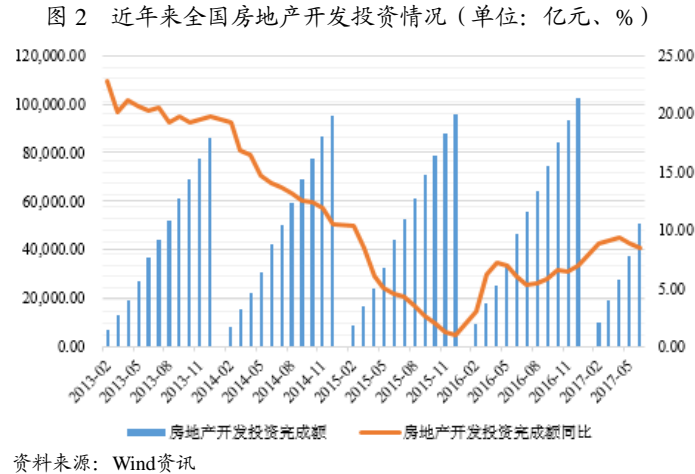
公司为房地产开发企业，其收入几乎全部来源于房地产业务。

### 1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2014年，我国房地产行业增速有所减缓，受经济增速放缓和限购效果逐步实现的影响，2014年全年房地产开发投资95,035.61亿元，名义同比增长10.49%，增速同比大幅下滑9.30个百分点。受限购政策持续影响以及对房地产行业悲观预期，2015年，全国房地产开发投资95,978.84亿元，较上年名义增长1.0%，增速继续同比下滑9.5个百分点，为近五年来的最低点。受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016年全国房地产开发投资10,2581.00亿元，名义同比增长6.88%。其中，住宅投资68,704.00亿元，增长6.36%，全国办公楼开发投资额为6,533.00亿元，同比增长5.20%；商业营业用房开发投资额为15,838.00亿元，同比增长8.43%。2017年1~6月，全国房地产开发投资50,610.00亿元，同比增长8.50%，增速较上年同期上升2.40个百分点。2017年房地产投资回升态势明显，预示房地产开发商对未来房地产市场保持乐观态度及未来可售房源的增长。





总体看, 房地产业作为国民经济的重要支柱产业, 近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响, 自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势, 开发投资增速逐步放缓; 但 2016 年, 房地产投资增速有所回升。

## 2. 市场供需

### (1) 土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源, 土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大, 会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力, 加之需求端限购等政策, 导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化, 直接影响土地市场需求。

2014 年, 受楼市渐冷传导, 房企拿地日趋谨慎, 直至四季度随着政策利好以及楼市升温, 一线城市才出现反弹, 但年末升温难改全年土地市场疲态。全年全国 300 个城市土地供求量均有较大程度跌幅, 推出面积及成交面积比 2013 年分别减少 24% 和 28%。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至 10%; 其中, 住宅类用地平均溢价率为 12%, 较 2013 年同期下降 7 个百分点。尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落, 但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增为 1,234 元/平方米, 同比上涨 6%。

2015 年, 土地市场整体下行, 成交量及出让金均低于上年, 但楼面均价上涨幅度较大。其中, 各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降; 除一线城市土地出让金上升 1% 外, 二、三线城市土地出让金分别下降 7% 和 19%。另外, 各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价为 9,180 元/平方米, 同比上升 19%; 土地溢价率为 27%, 同比上升 2 个百分点。二线城市楼面均价为 1,560 元/平方米, 同比上升 18%; 土地溢价率为 17%, 同比上升 10 个百分点。三线城市楼面均价为 751 元/平方米, 同比上升 1%; 土地溢价率为 8%, 同比上升 2 个百分点。

2016 年, 土地供求总量小幅下降, 整体分化趋势不改, 重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年, 除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1% 和 0.2% 的微跌外, 一、三线城市均有较大幅度下降; 除一线城市土地出让金下降 16% 外, 二、三线城市土地出让金分别上升 68% 和 9%。另外, 各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价为 9,965 元/平方米, 同比上升 9%; 土地溢价率为 45%, 同比上升 18 个百分点。二线城市楼面均价为 2,696 元/平方米, 同比上升 74%; 土地溢价率为 51%, 同比上升 34 个百分点。三线城市楼面均价为 887 元/平方米, 同比上升 19%; 土地溢价率为 26%, 同比上升 18 个百分点。总体看, 一线市场的高房

价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017年1~6月，全国300个城市推出面积45,967万平方米，同比减少4%；全国300个城市共成交成交土地面积38,196万平方米，同比减少2%；土地出让金总额为15,055亿元，同比增加37%；成交楼面均价为2,242元/平方米，同比上涨39%。

表1 近年来全国300个城市土地交易情况

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1~6月
推出面积(万平方米)	135,659	113,235	103,212	45,967
同比(%)	-24	-18	-9	-4
成交面积(万平方米)	104,032	85,671	85,885	38,196
同比(%)	-28	-21	-3	-2
出让金(亿元)	23,412	21,793	29,047	15,055
同比(%)	-25	-10	31	37
楼面均价(元/平方米)	1,234	1,384	1,904	2,242
同比(%)	5	14	40	39
土地平均溢价率(%)	10	16	43	36
同比	下降6个百分点	上升6个百分点	上升27个百分点	下降4个百分点

资料来源：CREIS中指数据，联合评级整理。

总体看，在宏观调控和去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑；但房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，从而使得楼面均价仍然保持在较高水平。

#### (2) 开发资金来源状况

进入2014年，受资金面趋紧、需求面观望情绪浓厚、商品房成交量下降等因素影响，房地产行业资金来源结束多年来的高速增长态势，首次出现负增长。据国家统计局数据显示，2014年，房地产开发企业到位资金121,991亿元，比上年下降0.1%，增速比2013年回落26.6个百分点，结束了自2000年以来的正向增长。

2015年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大幅降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015年，房地产开发企业到位资金125,203亿元，比上年增长2.6%。其中，国内贷款20,214亿元，下降4.8%；利用外资296.53亿元，下降53.6%；自筹资金49,038亿元，下降2.7%；其他资金55,655亿元，增长12.0%。在其他资金中，定金及预收款32,520亿元，增长7.5%；个人按揭贷款16,662亿元，增长21.9%。

受益于宽松的信贷政策，2016年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入10月份，上海证交所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016年，房地产开发企业到位资金144,214.00亿元，同比增长15.18%。其中，国内贷款21,512.00亿元，同比增长6.42%；利用外资140.00亿元，同比下降52.79%；自筹资金49,133.00亿元，同比增长0.19%；其他资金73,428.00亿元，同比增长31.93%。在其他资金中，定金及预收款41,952亿元，增长29.0%；个人按揭贷款24,403亿元，增长46.5%。

2017年1~6月，房地产开发企业到位资金75,764.55亿元，同比增长11.20%。其中，国内贷款13,352.05亿元，同比增长22.10%；利用外资140.32亿元，同比增长58.90%；自筹资金23,273.26亿元，同比下降2.30%；其他资金39,034.93亿元，同比增长17.20%。在其他资金中，定金及预收款



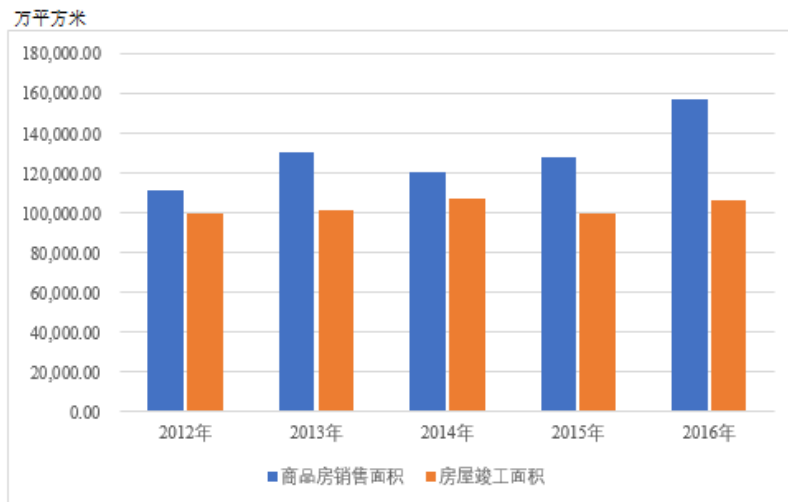
23,226.00 亿元，同比增长 22.70%；个人按揭贷款 12,000.00 亿元，同比增长 6.70%。

总体看，2014 年，对房地产业偏紧的信贷支持，使房地产业的资金较为紧张；但 2015 年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解；2016 年 10 月房地产调控后，融资环境再次趋紧。

### （3）市场供需情况

2014 年，地产市场在前期限购、限贷调控政策整体不放松、信贷政策不断趋紧情况下，住宅市场低迷，市场观望情绪强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降。全年商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 76,292 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，2014 年房地产开发企业房屋竣工面积仍继续保持增长，但增速出现回落，整体上供不应求的状态出现明显好转。全年房屋竣工面积 107,459 万平方米，增长 5.9%。其中，住宅竣工面积 80,868 万平方米，增长 2.7%；商业营业用房竣工 12,084 万平方米，增长 11.3%。

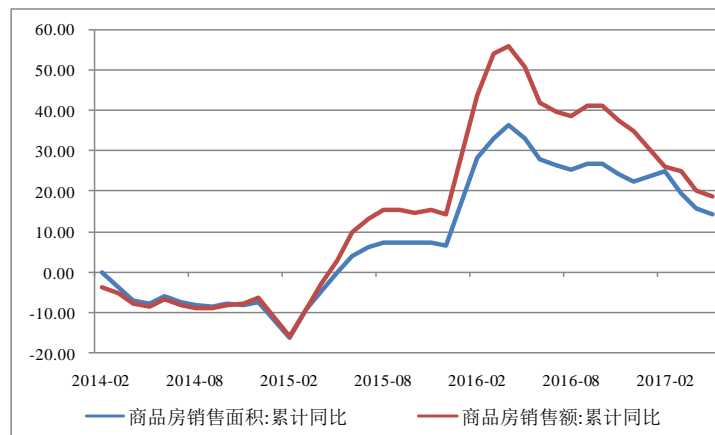
图 3 近年来全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

2015 年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，全国商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%。其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%。其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，下降 8.8%。

图 4 近年来全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind资讯

进入 2016 年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016 年，全国商品房销售面积 157,349.00 万平方米，同比增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。从供应来看，2016 年，全国房屋竣工面积 106,128.00 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185.00 万平方米，同比增长 4.6%。

2017 年 1~6 月，全国商品房销售面积 74,662.00 万平方米，同比增长 16.10%。其中，住宅销售面积增长 13.50%，办公楼销售面积增长 38.80%。2017 年 1~6 月，全国房屋竣工面积 41,524.01 万平方米，同比增长 5.00%。

总体看，在当前经济增速下行和高库存压力下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。在多重政策支持下，市场需求大幅释放，楼市总体呈回暖趋势，但政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市仍坚持去库存战略，从供需两端改善市场环境。

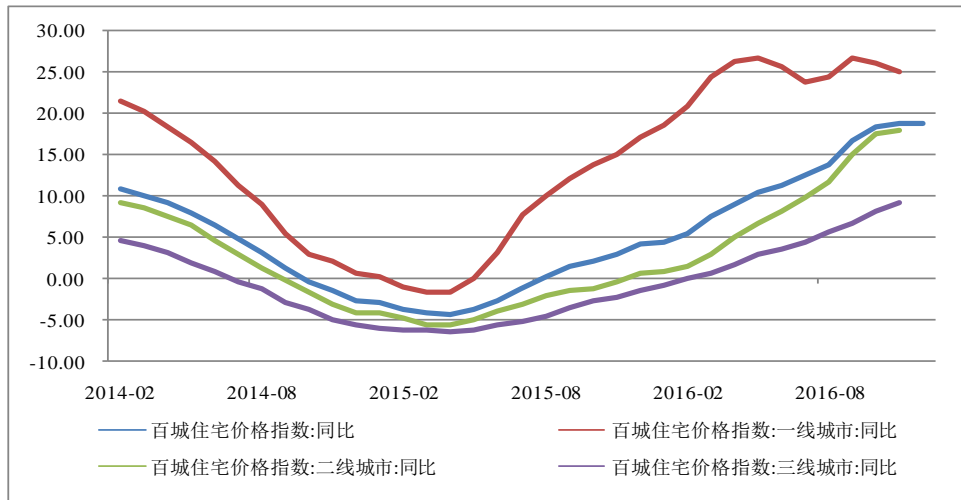
#### （4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2014 年，由于各地限购的影响持续深化，市场整体下行趋势明显，房价下跌趋势从个别城市扩展到全国，房价下跌从一手房扩展到二手房。全国百城住宅价格出现明显回落，2014 年 12 月百城住宅均价为 10,542 元/平方米，环比下跌 0.92%，连续第 5 个月下跌，跌幅扩大 0.33 个百分点。

2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长。2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

进入 2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。2014~2016 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况如下图所示。

图 5 近年来全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，自 2014 年 5 月起持续下跌，而后随着多重宽松政策陆续出台和实施，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；同时，一、二线城市进入快速上涨通道，三线城市价格进入增长通道。

### 3. 竞争格局

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

进入 2014 年，房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 17.19% 和 23.15%，分别较上年提高了 3.47 和 4.27 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.51% 和 13.74%，分别较上年提高了 1.89 和 2.28 个百分点，前 10 名和前 20 名金额与面积集中度上升幅度均高于前几年。2015 年，房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大，其中一季度房企的销售情况并不乐观，从二季度开始逐步好转，三季度后一线和重点二线城市表现火爆、热销项目频现，为房企全年业绩作出了较大贡献。2016 年，房地产行业集中度进一步提升，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81% 和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 12.19% 和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。

表 2 2014~2016 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
前 10 大企业销售额占比	17.19	16.87	18.81
前 20 大企业销售额占比	23.15	22.82	25.33
前 10 大企业销售面积占比	10.51	11.31	12.19
前 20 大企业销售面积占比	13.74	14.62	15.94

资料来源：CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较

为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一、二线优质地块角逐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，千亿房企阵营 12 家，2,000 亿房企增至 6 家，3,000 亿房企 3 家，2016 年恒大以 3,810 亿元的销售总额超越万科成为行业第一。

表 3 2017 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	恒大集团	6	中国海外发展有限公司
2	万科企业股份有限公司	7	大连万达商业地产股份有限公司
3	碧桂园控股有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	绿地控股集团有限公司	9	华夏幸福基业股份有限公司
5	保利房地产（集团）股份有限公司	10	龙湖地产有限公司 广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

#### 4. 行业政策

2014年，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。2014年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续2013年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自4月开始陆续放开限购。至年末，限购政策基本放开，全国47个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市未做调整坚持限购。9月底，央行“930新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款申请条件、提高首套自住住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后，多个省市纷纷出台公积金调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013年2月	国务院“新国五条”
2013年3月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014年9月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014年10月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015年3月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015年3月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015年3月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015年7月	国家税务总局总局发布《关于简化个人无偿赠与与不动产土地使用权免征营业税手续的公告》
2015年8月	国土资源部发布《关于做好不动产登记信息管理基础平台建设工作的通知》，明确各地要按照2015年下半年信息平台上线试运行。《房地产税法》正式列入人大常委会立法规划
2015年8月	中央六部委联合公布《住建部等部门关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》
2015年9月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于25%
2015年9月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》

2015年10月	公积金异地贷款业务全面推行
2016年2月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例
2016年2月	国家财政部、国家税务总局和住房城乡建设部三部门发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》
2016年6月	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
2016年“十一假期”	2016年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计21个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016年11月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017年2月	证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第4号，禁止私募产品投资不符合监管规定的委托贷款贷款、嵌套投资信托加护、明股实债受让房地产开发企业股权等
2017年7月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”。

资料来源：联合评级搜集整理

2015年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月、9月、10月五次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于3月、8月和9月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，从长期供求关系进行调整。2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展。

进入2016年，政府出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。2016年6月，国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，明确指出要支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房。这项政策不仅可以增强土地政策的适用性和灵活性，还可实现对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。

为了应对房价快速上涨防止房地产市场泡沫化，2016年“十一假期”，全国一线及重点二线合计21个城市（包括：北京、广州、深圳、上海一线城市以及南京、苏州、武汉、天津、东莞等二线城市）陆续推出房地产调控政策，从限购、限贷和限价三个方面进行调控。一线城市中广州提高了首套房最低首付比率至30%，同时提高已有一套住房且相应购房款未结清购买二套房首付比率不低于70%，北京与上海对新房销售价格实施限制。重点二线城市均对购房进行了限制，同时部分城市上调了购房首付比率。11月中旬，武汉、杭州、深圳、南京等地的楼市已推起第二轮调控的波澜，这一轮的调控，整体上都是在国庆调控政策的基础上，从公积金、社保和个税缴存年限、贷款比例等方面，进行了加码。11月28日，上海、天津限购政策再升级，而上海楼市政策加码“认房又认贷”，力度更是比北京、深圳更严厉。

2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017年3月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。

2017年7月下旬，中共中央政治局召开了会议，提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建



立长效机制的一个重要方向：我国首部住房租赁法规已公开征求意见，立法步伐正在加快；住建部等9部委近日支持在人口净流入大中城市培育和发展住房租赁市场，并选取12个城市先行试点。此外，长效机制还须配套施策：从财税上降低住房交易带来的财富增值效应，从投资渠道建设上引导资金流到急需支持的实业上去等。

总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。进入2016年，政策环境的宽松使部分城市房地产市场持续升温，且有上涨过快趋势，“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧。

## 5. 行业关注

### (1) 行业资产负债率较高，发债规模大幅增长，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至2016年底，按Wind资讯整体法计算的房地产板块资产负债率为76.96%，较2015年底提高了0.55个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

### (2) 房地产调控政策再度趋严

2016年10月至2017年4月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价、限贷、限售等方面对房地产行业进行调控，不排除后续存在政策继续出台的可能性，房地产行业再度面临进入行业紧缩期的可能。

### (3) 市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观，去库存仍然是目前三、四线房地产市场调控的核心任务之一。

### (4) 中小房企面临被整合风险

高库存状态下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

## 6. 行业发展

### (1) 调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013年5月国务院在批转对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

### (2) 行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

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

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

#### （3）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

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

#### （4）转变盈利模式，提升经营收益

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

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

### 7. 杭州市经济发展及房地产市场概况

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

#### （1）经济发展水平

杭州市是浙江省省会，是浙江省的政治、经济文化和金融中心。截至2016年底，杭州市常住人口918.80万人，2016年人口净流入17.00万人，具有一定的人口聚集效应。2014~2016年，杭州市地区生产总值（GDP）分别为9,201.16亿元、10,053.58亿元和11,050.49亿元，同比分别增长8.2%、10.2%和9.5%，维持了较快的经济增长速度；2016年，杭州市GDP总量位列全国百强城市第十位，GDP增幅仅次于重庆市，与合肥市并列全国第二位。2016年，杭州城镇居民人均可支配收入5.22万元，杭州城镇居民整体消费能力较强。

总体看，杭州市经济发展水平居于全国前列，发展速度较快，为公司业务发展提供了良好的外部环境。

#### （2）住宅地产市场

近年来，杭州市房地产市场发展速度较快，呈现量价齐升的趋势。2014~2016年，杭州成交土地金额分别为217.82亿元、149.75亿元和288.60亿元，呈波动增长态势；2016年，土地成交面积1,144.94万平方米，同比下降8.76%。从投资情况来看，2014~2016年，杭州市房地产开发业完成投资分别为2,301.98亿元、2,472.60亿元和2,606.63亿元，呈持续增长态势；其中住宅开发投资额分别为1,337.92亿元、1,442.21亿元和1,560.20亿元。从销售情况来看，杭州商品房销售规模呈快速增长态势，增幅位居全国前列，2014~2016年，杭州市商品房销售额分别为1,560.35亿元、2,137.59亿元和3,666.98亿元，呈持续增长态势，年均复合增长53.30%；其中住宅销售额分别为1,336.87亿

元、1,905.95 亿元和 3,061.11 亿元；同期，杭州商品房销售面积分别为 1,122.91 万平方米、1,482.17 万平方米和 2,327.86 万平方米，持续增长；其中，住宅类销售面积分别为 952.51 万平方米、1,292.35 万平方米和 1,888.28 万平方米。从商品房销售价格来看，2014~2016 年，杭州商品房销售均价分别为 13,895.59 元/平方米、14,422.03 元/平方米和 15,752.58 元/平方米，呈持续上升态势。

房地产政策方面，2016 年 9 月 18 日，杭州市住房保障和房产管理局发布《实施住房限购有关事项操作细则》，暂停在市区限购范围内向拥有 1 套及以上住房的非本市户籍居民家庭出售住房。2017 年 3 月，杭州市住房保障和房产管理局发布的《关于进一步调整住房限购措施的通知》指出，非杭州市户籍居民家庭限购 1 套、禁购第 2 套；杭州市户籍居民家庭限购 2 套、禁购第 3 套，杭州房地产限购力度进一步加大。

总体看，近三年杭州市住宅地产市场呈现量价齐升的趋势，房地产开发投资逐年增长，住宅地产市场景气度高，政府出台了限购政策。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 规模与竞争力

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

经过二十余年的发展，公司项目开发经验丰富。截至2017年6月底，公司土地储备规划建筑面积115.21万平方米，土地储备规模一般。近年来，公司在深耕杭州地区房地产市场的基础上，不断加快周边三四线城市去化，并重点尝试拓展上海市场，2015年9月，公司联合平安不动产有限公司（以下简称“平安不动产”）成功竞得上海宝山大地地块，土地投资金额达34.65亿元，公司开发项目第一次落地上海。

公司产品在高端精装修、环境营造，以及配套物业服务等方面的优势突出，树立了较好的品牌形象。公司推出的高端项目“金色海岸”，产品结合高端精装修概念、江景与建筑的融合度、样板房实地营销体验，成为浙江房地产市场精装修高端产品的代表；“金色家园”项目率先将热带风格园林引入杭州地区，获得市场的普遍认可，热带风格园林成为公司项目的标志性景观配置；“武林壹号”项目已成为浙江省最具代表性的豪宅项目之一。近年来，公司在杭州地区商品房的销售金额持续居于前三位，区域竞争力强。

公司秉承“创造生活，建筑家”的专业理念，形成了“品牌为基础、战略为导向、品质为中心、精干高效为手段”的企业核心竞争力。公司连续多年入选由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所及中国指数研究院发布的中国房地产百强企业，2014~2016年，公司分别位居第30位、第29位和第28位，并连续三年位居中国房地产百强企业—盈利性TOP10。

总体看，公司作为一家大中型房地产上市公司，开发经验丰富，产品品质突出，在杭州市场声誉高；公司土地储备规模一般，但主要分布在杭州、上海等一二线城市，具有较强的区域竞争优势。

##### 2. 人员素质

截至2017年6月底，公司董事、监事及高级管理人员共14人。公司董事、监事及高级管理人员均具有较为丰富的从业经验，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况较为熟悉。

公司董事长戚金兴先生，1962年生，硕士研究生学历，高级经济师，工程师。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。1988年~1992年任职于杭州市江干区第四建筑工程公司；后历任杭州滨江房屋建设开发有限副总经理，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2017年6月底，公司本部在职员工385人，按教育程度划分，硕士及以上学历占7.80%，本科学历占38.50%，其他占53.7%；按岗位职责划分，财务人员占8.30%，行政人员占5.12%，销售人员占35.60%，技术人员占33.70%。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，具有多年行业从业经验和管理经验；公司员工岗位构成和学历构成较合理，能够满足目前经营需要。

## 五、公司管理

### 1. 治理结构

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

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

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由七名董事组成，其中包含3位独立董事。董事会设董事长一名。董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事由股东大会选举或更换，任期三年。董事任期届满，可连选连任。董事会向股东大会负责，向股东大会报告工作，负责决定公司的经营计划、投资方案、经营计划和投资方案，制订公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等职权。

公司设监事会。监事会由三名监事组成，监事会设主席一名，由全体监事过半数选举产生。监事会包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中设职工监事一名。监事会行使对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见，检查公司财务和对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

公司设总经理一名，副总经理若干名，均由董事会聘任或解聘。总经理每届任期三年，连聘可以连任。总经理对董事会负责，负责主持公司生产经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案等工作。

总体看，公司治理结构规范，能够满足公司日常经营需要，整体运行情况良好。

### 2. 管理体制

公司根据自身经营管理需要，建立了以分管副总经理为核心的管理制度。其中两名常务副总经理分别分管万家区域公司和海岸区域公司及其营销工作；一名副总经理分管企划部、酒店业务；一名副总经理分管会计核算部、资金管理部和投资部；一名副总经理分管办公室、证券部、资产管理



公司、人力资源部和法务部，并设总工程师负责公司的成本管理部和研发中心。

对子公司的管理方面，公司对下属子公司采取项目运营资金由总部统一调拨、财务独立核算的方式进行管理。

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》、《资金管理制度》、《工程、广告支出管理制度》、《费用报销、固定资产购置管理制度》、《集团内部往来管理制度》、《财务人员管理制度》、《内部稽核制度》、《会计档案管理制度》、《会计电算化管理制度》等一系列专门的、操作性强的会计制度；同时还建立了持续的财务人员培训制度，让财务人员学习掌握国家最新政策法规，不断提高财务人员知识水平和业务技能素质；公司制定了控制风险的相关规定，对于会计岗位的设置也是贯彻“责任分离、相互制约”的原则；公司同时聘用会计师事务所进行会计报表审计、净资产验证及其他相关的咨询服务等业务，保证公司资产的完整性。

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

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

关联交易管理控制方面，公司制定了《关联交易决策度》对关联交易的定义、关联人与关联交易的范围关联、关联交易的审核权限及表决等方面作出了明确规定。对于董事会有判断并实施关联交易的审核权限及表决等方面作出了明确规定。对于董事会有判断并实施交易，若金额在3,000万元人民币以上或者占公司最近经审计净资产5%以上的，必须经二分之一以上独立董事认可。对于应由股东大会表决并授权实施的关联交易，应在关联股东回避的情况下经出席会议股东半数以上表决通过，公司独立董事对该项关联交易的程序及公允性明确发表意见，但经中国证监会批准豁免的除外。

对外担保管理方面，公司原则上不进行对外担保，担保事项需由股东大会审议批准。

总体看，公司治理结构清晰、职责划分细致、部门设置完善。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司主营业务为房地产开发及销售。2014~2016年，公司营业收入分别为117.59亿元、126.18亿元和194.52亿元，年均复合增长28.62%，主要系房地产结转收入增长所致；净利润分别为8.06亿元、15.04亿元和19.71亿元，年均复合增长56.38%，主要系市场景气度回升以及结转规模增长所致。

表5 近三年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014年			2015年			2016年		
	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	113.47	96.50	21.50	120.62	95.60	31.57	190.44	97.90	25.07
酒店业	1.61	1.37	44.32	1.71	1.36	45.86	1.63	0.84	40.49
物业服务	1.28	1.09	17.27	1.72	1.36	16.68	2.41	1.24	12.86
其他	1.22	1.04	91.60	2.12	1.68	73.73	0.05	0.02	30.00
合计	117.59	100.00	22.50	126.18	100.00	32.27	194.52	100.00	25.05

资料来源：公司年报



从收入构成来看，2014~2016年，公司房地产开发收入逐年增长，主要系结转面积增长所致，收入占比维持在95%以上；酒店业收入小幅波动增长，收入占比不足2%；物业服务业收入逐年增长，主要系随着公司项目陆续交付，物业服务规模扩大所致，收入占比不足2%。公司以房地产开发为主要收入来源。

从毛利率来看，2014~2016年，公司房地产开发毛利率波动上升，主要系结转的高周转项目和高端精装修项目构成比例变动，高周转项目毛利率相对较低，高端精装修项目毛利率相对较高所致；酒店业毛利率波动下降，主要系入住率波动下降所致；物业服务业毛利率逐年下降，2016年下降幅度较大，主要系人工费用上涨所致；公司综合毛利率分别为22.50%、32.27%和25.05%，呈波动上升态势。

2017年1~6月，公司实现营业收入49.68亿元，较上年同期减少41.01%，主要系结转规模减少所致；实现净利润12.08亿元，较上年同期增长40.18%，主要系处置物业公司股权取得的投资收益规模较大所致。

总体看，公司收入主要来自房地产开发，近三年公司收入和利润规模逐年增长，毛利率波动上升。

## 2. 房地产开发

公司房地产业务的经营模式主要包括自主开发和合作开发，其中合作经营项目主要由公司负责全程开发管理等。公司目前合作开发企业包括绿城中国控股有限公司、三花控股集团有限公司和平安不动产等。项目联合开发和与专业房地产投资商的合作增强了公司的资金实力，使得公司在土地市场中拥有更多主动权，同时也能够降低在重大项目上的经营风险。

在产品线上，公司根据需求特点，形成了高周转和高端精装修两大产品系列。高周转产品主要满足刚性购房需求，通过快速开发销售保障整体开发量和资金快速回笼；高端精装修产品主要面向改善性住房需求，项目选择相对稀缺地块，配套高附加值的精装修，较高的毛利水平能够提升公司的盈利能力。在两大产品系列的基础上，公司根据装修标准进一步细分产品种类，已建立涵盖“A+、A、B+、B、C”<sup>1</sup>五个类型的产品标准化体系，能够满足市场的多层次需求。公司产品要求为“毛坯不毛，精装更精”，其高品质住宅在杭州获得很高的美誉度。

### (1) 土地储备

房地产项目开发的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是实现预期收入和利润最为重要的环节。

从土地储备的具体流程来看，公司拿地过程分为三个阶段，第一阶段为土地监察及筛选阶段，公司企划部土地拓展人员定期监察监测地方政府发布的关于土地公开招标、拍卖或挂牌出让的公告，并与房地产代理商、经纪商等保持良好关系以获取二级市场上合适地块的出让信息。在发现合适地块的出让信息后，土地拓展人员将根据前期调研情况完成《地块概况表》，并向公司领导进行汇报。第二阶段为项目可行性研究及决策阶段。经公司领导初步筛选需要深入调研的地块，企划部对相关地块进行可行性研究并完成《可行性研究报告》，其内容包括但不限于地理位置及地块规模；当地人口、购买力、目标客户需求及地块所在区域的预期增长情况；当地交通设施和基础设施配套情况；预计开发成本及时间；预期的财务回报；当地竞争环境；政府针对该地块及其周边区域的发展计划；产品定位等。项目的《可行性研究报告》将提交至公司的投资决策小组，投资决策小组将综合考量

<sup>1</sup> A+产品：以武林壹号、湘湖壹号为代表的国际一流精装修住宅。A类产品：以城市之星为代表的国内一流精装修住宅。B+类产品：以金色黎明、曙光之城为代表的高品质毛坯住宅（石材或铝板立面）。B类产品：以万家花城、万家星城为代表的高品质毛坯住宅（面砖立面）。C类产品：以绍兴翡翠园、普福公寓三、四期为代表的代建系列住宅。

各方面因素，最终形成项目的投资决策。最后，对于决策通过的地块，公司相关部门根据项目的类型，分别采取参与竞标（招、拍、挂）或对外签订合作协议的形式执行公司决策。

从购地策略上看，近年来，公司不断强调加快三四线城市去化，不再深入开发浙江省三四线城市项目；对于三四线城市合适优质项目，公司谨慎决策并采取快速开发去化的策略。公司近三年新增项目主要分布在杭州和平湖地区，并积极拓展上海地区业务。

2014~2016年，公司分别成功竞得5块、7块和12块土地，新增土地储备计容规划建筑面积分别为52.98万平方米、104.30万平方米和160.81万平方米，合计318.09万平方米；土地成本支出分别为11.77亿元、73.74亿元和114.16亿元，公司拿地规模逐年扩大。从楼面单价来看，2014年，在市场不景气的情况下，公司仅在平湖<sup>2</sup>地区取得部分储备，由于该地区地块楼面单价较低，故公司当年取得土地支出较少。2015年，除杭州与平湖外，公司通过与平安不动产合作首次开拓上海地区业务，该项目由公司与平安不动产共同投资成立项目公司上海滨安房地产开发有限公司（以下简称“滨安地产”）合作开发，公司持有滨安地产30%的股权，平安持有滨安地产70%的股权；双方按同股同权的原则，按股权比例分享收益，该项目由公司操盘，公司向项目公司收取管理费。由于2015年公司在上海地区取得的该地块楼面价较高，拉动公司楼面均价上升。2016年，公司新增土地储备位于上海、义乌和杭州，项目地理位置较好，楼面均价维持较高水平。整体看，公司土地储备成本较合理。

表6 近三年公司新增土地储备情况（单位：亿元、万平方米、元/平方米）

获得时间	获得价格	计容规划建筑面积	楼面均价
2014年	11.77	52.98	2,221.63
2015年	73.74	104.30	7,069.78
2016年	114.16	160.81	7,099.06

资料来源：公司提供

注：表中数据包含公司非并表项目

截至2017年6月底，公司土地储备建筑面积合计208.05万平方米，权益建筑面积68.56万平方米，分布在深圳、上海、杭州和平湖，以杭州为主。考虑到深圳、上海房地产市场存在刚性需求，杭州房地产市场2016年以来持续火爆，平湖项目楼面价较低，且万家花城项目销售情况良好，公司所拿地对公司发展可形成良好支持。

表7 截至2017年6月底公司土地储备情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

城市	项目	是否并表	拿地时间	建筑面积	权益建筑面积	土地价格	楼面价
深圳	龙华区城市更新项目	是	2017年	29.40	14.11	64.68	22,000.00
上海	大兴街	否	2016年	12.96	2.18	97.18	75,000.00
上海	相府花园	否	2016年	12.00	1.20	84.00	70,000.00
杭州萧山	杭州大江东商业项目	是	2017年	6.70	2.08	2.50	3,730.34
杭州	杭州商业项目	否	2017年	14.17	2.43	7.70	5,433.03
杭州萧山	杭州萧山住宅项目	是	2017年	7.90	7.90	14.22	17,999.87
杭州	杭州商住项目	否	2016年	57.00	5.70	123.18	21,610.53
杭州临安	杭州临安商业项目	是	2016年	13.38	13.38	1.00	450.00
杭州	杭州定安府商业项目	是	2016年	1.25	0.87	2.81	22,572.23
平湖	平湖万家花城 G-1、G-2	是	2015年	24.07	8.45	3.21	1,781.13

<sup>2</sup>平湖市是嘉兴市辖区之一，靠近上海金山区，位于杭州市与上海市之间，地理位置较好。

平湖	平湖万家花城 F2-1、F2-2	是	2015 年	29.23	10.26	3.95	1,781.13
合计		--	--	208.05	68.56	404.43	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：深圳龙华区城市更新项目、上海大兴街项目和上海相府花园项目属于旧改项目，土地价格为预估价格。

总体看，公司土地储备质量良好，主要分布在杭州、上海及平湖地区；公司近年加大合作开发力度；相对于公司每年开发面积，公司土地储备规模一般。

## (2) 项目开发情况

公司项目开发通过总公司和区域公司的两级构架进行管理，区域公司包括万家区域公司和海岸区域公司。其中万家区域公司主要定位为刚需住宅，海岸区域公司主要定位为高端精装住宅。房地产项目开发的前期准备由总公司进行，待项目进入后期建设阶段转由区域公司进行管理。区域公司负责具体房产项目的开发管理，确保项目开发品质和建设进度，合理控制成本。区域公司下设项目工程部、项目财务部、项目前期部、项目采购部，涵盖了从具体项目前期规划设计、到工程建设管理、会计成本核算以及部分采购的工作。

公司对项目质量的管理较为先进。公司以 ISO9001 管理制度为质量控制先决条件，导入 ISO9001:2010 质量管理体系，结合公司多年房地产项目开发经验，编制了统一的质量手册以及配套程序，内容涵盖了开发设计、工程管理销售交付等房产项目所有环节。

从房地产开发建设情况看，2014~2016 年，公司开发规模基本保持稳定，期末在建面积分别为 229.71 万平方米、207.36 万平方米和 217.62 万平方米；新开工面积和竣工面积均呈波动增长态势，近两年公司项目集中竣工，竣工面积较大。2017 年 1~6 月，公司竣工面积较小，期末在建面积 239.99 万平方米。

表8 近年来公司主要开发数据情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
新开工面积（万平方米）	43.22	40.23	79.20	26.37
竣工面积（万平方米）	48.70	62.58	68.94	4.00
期末在建面积（万平方米）	229.71	207.36	217.62	239.99

资料来源：公司提供

注：由于规划动态调整，期末在建面积可能与实际在建面积存在差异。

公司深耕杭州地区，以期在熟悉的市场中进行运作开发，降低成本、加快开发节奏，并保证较高的利润空间。从城市分布上看，公司持有的项目主要集中在杭州地区，此外公司有少部分项目在平湖、金华、义乌地区。截至2017年6月底，公司在建项目共16个，主要分布在杭州地区。公司在建项目预计总投资659.98亿元，累计已投资489.85亿元，尚需投资约170.13亿元，公司面临着一定的资本支出压力。

表9 截至 2017 年 6 月底公司在建项目基本情况（单位：%、万平方米、亿元）

序号	项目名称	权益比例	土地面积	计容建筑 面积	预计总投 资额	截至 2017 年 6 月底已投资额
1	武林壹号	50.00	10.41	33.40	110.76	92.46
2	湘湖壹号	50.00	24.13	23.89	59.47	43.31
3	华家池	51.00	4.73	18.90	72.13	56.75
4	萧山东方海岸	50.00	8.74	21.85	25.18	21.89
5	千岛湖东方海岸	100.00	25.72	19.20	19.00	12.38

6	平湖万家花城项目	35.10	45.99	93.08	57.45	28.56
7	东方星城	30.00	4.88	12.68	24.09	19.55
8	锦绣之城	51.00	3.64	10.90	35.00	25.95
9	上海公园壹号	30.00	6.02	12.05	53.00	43.71
10	翡翠海岸	33.00	3.60	12.22	70.00	51.24
11	义乌公园壹号项目	33.00	13.48	14.15	30.00	18.28
12	江南之星	33.00	9.06	25.37	33.00	23.89
13	万家之星	35.00	2.46	5.41	5.50	3.40
14	东方名府	26.00	1.90	4.75	5.20	3.44
15	东方悦府	32.00	3.77	7.54	13.20	7.69
16	信达一品	20.00	3.30	9.24	47.00	37.35
	<b>合计</b>	--	<b>171.83</b>	<b>324.63</b>	<b>659.98</b>	<b>489.85</b>

资料来源：公司提供

注：该表格中数据包括非并表数据

总体看，公司在建项目区域分布集中在杭州、平湖等地区；公司在建项目规模较大，但资金支出压力不大。

### （3）项目销售

由于公司深耕杭州地区，熟悉当地市场，项目销售以自销为主，而外地项目则部分采用代理方式。公司自销方式下，支付销售人员的销售提成在0.2%左右。

公司管理较扁平化，年初会对每个项目下达销售考核指标、资金回笼指标，业绩考核需综合该两项进行。在项目定价方面，各项目公司会根据调研、客户的接待情况，分析定价策略，并报董事会；董事会据此确定价格指标；根据市场行情，项目公司可能进行微调。

2014~2016年，随着房地产市场的回暖，公司签约销售面积和销售金额逐年增长，2016年分别为87.24万平方米和212.98亿元，销售金额创公司历史最高水平。公司销售项目主要位于杭州，部分位于平湖、金华、衢州等三、四线城市，随着杭州市房地产市场的持续升温，公司签约销售均价逐年上涨，2017年1~6月签约销售均价达28,203.50元/平方米。结转方面，2014~2016年，公司结转面积和结转收入逐年增长，2016年分别为97.75万平方米和186.47亿元。

表10 近三年一期公司项目销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1~6月
签约销售面积	49.48	77.93	87.24	44.03
签约销售金额	94.21	160.38	212.98	124.18
签约销售均价	19,040.24	20,580.34	24,413.11	28,203.50
结转面积	45.99	47.52	97.75	15.85
结转收入	112.56	119.49	186.47	45.10

资料来源：公司提供

截至2017年6月底，公司项目可售面积合计501.74万平方米，其中剩余可售面积131.18万平方米，整体去化率为70.61%。公司分布在上虞、衢州、绍兴、金华等地的竣工项目基本已售完，仅剩部分尾盘。整体上看，公司主要待售项目分布在上海、杭州和平湖地区，规模较大，且已竣工项目已基本销售完毕，去化压力有所下降。



表 11 截至 2017 年 6 月底公司在售项目基本情况 (单位: %、万平方米、万元/平方米)

分类	序号	项目名称	持股比例	可售面积	累计已销售面积	销售比例	销售单价
开发在售项目	1	武林壹号	50	25.01	21.81	87.21	6.74
	2	湘湖壹号	50	23.90	21.58	90.29	3.56
	3	华家池	51	18.71	16.57	88.56	4.18
	4	萧山东方海岸	50	19.22	18.95	98.60	1.43
	5	千岛湖东方海岸	100	18.50	11.73	63.41	0.90
	6	东方星城	30	12.02	9.88	82.20	3.03
	7	上海公园壹号	30	11.22	未开始销售	--	--
	8	锦绣之城	51	10.77	8.17	75.86	4.62
	9	江南之星	33	24.48	8.54	34.89	2.88
	10	万家之星	35	5.41	5.36	99.08	2.02
	11	平湖万家花城	35.10	66.00	48.11	72.89	1.23
	12	东方名府	26	4.70	1.60	34.04	2.75
	13	东方悦府	32	7.46	4.56	61.13	2.41
	14	信达一品	20	9.14	未开始销售	--	--
	15	翡翠海岸	33	12.11	未开始销售	--	--
	16	义乌公园壹号	33	14.11	未开始销售	--	--
	小计		--	<b>282.71</b>	<b>176.86</b>	<b>62.56</b>	--
已竣工在售项目	1	绍兴金色蓝庭	100	10.38	10.27	98.94	1.14
	2	万家星城二期	100	10.38	10.36	99.81	2.23
	3	万家星城三期	100	19.07	19.04	99.84	2.36
	4	金色黎明一期	51	16.76	16.30	97.26	1.64
	5	金色黎明二期	51	14.09	13.36	94.82	1.86
	6	金色黎明三期	51	13.86	12.69	91.56	2.01
	7	西溪明珠	100	6.89	5.29	76.78	0.34
		小计		--	<b>91.43</b>	<b>87.31</b>	<b>95.49</b>
合计			--	<b>374.14</b>	<b>264.17</b>	<b>70.61</b>	--

资料来源: 公司提供

总体看, 公司销售方式以自销为主; 近三年, 公司项目销售量价齐升; 目前公司主要待售项目集中在杭州等地, 规模较大, 仍需面临一定的去化压力。

### 3. 代建业务

近年来, 公司开始实施轻资产运营模式, 依托房地产主业的品牌优势积极发展代建业务, 先后参与承建普福农转非安置房、牛田地块农转非安置房等政府项目。公司逐步将代建业务拓展至商品房开发代建, 先后与绍兴、杭州地区的房地产开发商签订了代建管理协议。

在代建业务模式下, 投资商筹集项目所需开发资金, 拥有项目开发中的投资决策权、监督权、建议权和知情权, 享有项目的投资收益, 并承担项目投资风险; 公司则派出专业人员全权负责项目开发的整体管理和操盘, 负责包括项目前期管理、规划设计管理、工程营造管理、成本管理、营销管理、竣工交付管理等开发环节的全过程管理, 通过输出品牌和专业化管理能力与投资商合作, 在帮助投资商提升产品价值的同时以轻资产的模式收取稳定的代建管理费用。

公司对代建业务合作方进行严格的筛选, 以“不熟悉的产品不做, 不熟悉的区域不做, 法人信誉不好的不做”为原则, 对投资方的资金实力、信用记录、项目区域分布、项目改造空间等方面进



行筛选。

公司对于代建项目一般按工程进度和销售收入提取一定比例的代建管理费用，公司代建费收入在代建项目销售收入中的占比一般在 3%~6% 左右。2014~2016 年，公司代建项目确认收入金额逐年增长，期末在手代建合同规模较大，但 2016 年以来新增代建项目规模较小。

表 12 近三年公司代建项目情况（单位：个、亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
新增代建项目数量	2	4	1	3
新增代建项目金额	1.89	2.53	0.28	4.90
代建项目确认收入金额	1.20	2.10	2.55	2.58
期末在手代建合同金额	34.84	35.27	33.00	35.32

资料来源：公司提供

注：公司代建项目中包含小股操盘的管理项目

总体看，公司代建项目可为公司收入形成一定补充；但由于公司代建项目主要为品牌输出，如若代建项目出现工程和产品质量问题，将对公司的声誉、品牌与市场形象造成不利影响。

#### 4. 酒店业务

公司酒店业务的经营主体包括杭州千岛湖滨江希尔顿度假酒店和杭州友好饭店有限公司。杭州友好饭店有限公司地处杭州市中心，毗邻西湖景区，位于杭州平海路 53 号。该酒店于 1986 年 10 月起营业，为涉外四星级酒店。该酒店总建筑面积为 18,306 平方米，客房数量 229 间。杭州千岛湖滨江希尔顿度假酒店位于千岛湖辉照山，为希尔顿酒店管理集团运营管理的五星级酒店。该酒店总建筑面积为 54,590.08 平方米，客房数量 348 间。该酒店于 2011 年 7 月起营业。2014~2016 年，公司酒店业收入分别为 1.61 亿元、1.71 亿元和 1.63 亿元，呈波动增长态势。公司将酒店资产计入固定资产，按成本模式计量，增值空间较大。

总体看，公司酒店业务经营状况良好，可为公司盈利提供一定补充；此外，公司将酒店资产均计入固定资产，增值空间较大。

#### 5. 经营效率

2014~2016 年，公司存货周转次数分别为 0.29 次、0.27 次和 0.51 次，流动资产周转次数分别为 0.32 次、0.34 次和 0.47 次，总资产周转次数分别为 0.30 次、0.31 次和 0.42 次。2014~2015 年，公司经营效率指标基本保持稳定；2016 年，公司经营效率指标大幅上升，主要系公司当年项目集中竣工交付所致。从同行业对比来看，2016 年，公司经营效率处于同行业较好水平。

表 13 2016 年主要房地产上市公司经营效率指标情况（单位：次）

证券简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
中粮地产	0.35	0.35	0.31
北辰实业	0.18	0.21	0.18
世茂股份	0.31	0.32	0.19
云南城投	0.20	0.22	0.18
信达地产	0.23	0.22	0.20
<b>滨江集团</b>	<b>0.51</b>	<b>0.47</b>	<b>0.42</b>

资料来源：Wind 资讯

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

总体看，公司经营效率较好。

## 6. 经营关注

(1) 项目分布较集中，存在一定的业务区域集中的风险

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

(2) 项目合作开发风险

目前，公司房地产业务的经营模式主要为自主开发和合作开发，合作开发方式已成为公司主要房地产开发模式之一。但是由于合作开发的模式所限，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投入、项目实施的协调、成本控制及销售等多个方面。

(3) 权益土地储备面积规模一般，可持续发展能力有待提高

公司加大力度采用合作开发方式获取新项目，截至 2017 年 6 月底，公司土地储备中按照公司权益比例计算的计容规划建筑面积规模一般，可持续发展能力有待提高。

(4) 代建业务风险

代建项目由公司全程主导并进行全面管理，并冠以公司品牌。在品牌输出过程中，若代建项目出现工程 and 产品质量问题、委托方资金筹措出现问题，或消费者误将应由委托方承担的责任转移给公司，均可能会对公司的声誉、品牌与市场形象造成不利影响。

## 7. 未来发展

房地产开发方面，公司房地产开发战略上定位为“一保持二加强”，即要长期保持大本营杭州地区行业前三的市场地位，重点加强在金融中心上海、创新中心深圳的项目储备。战术上表现为“三点一面一拓展”布局：三点，指杭州、上海、深圳；一面，指长三角重点富裕县市；一拓展，是指北京。2017 年公司加强品牌销售，设定的销售金额目标为超过 300 亿元、争取达到 400 亿元。

服务方面，公司将增加和扩大股权类合作力度，同时加大兼并和收购力度，2017 年将整体实施“三点一面”战略，确保新增 12 个项目，争取 20 个，新增项目一半以上通过兼并购取得。2017 年的目标分区域看，上海至少新增 3 个，深圳新增 3 个，杭州及“一面”必须新增 6 个项目。

总体看，公司未来发展规划明确，随着公司自身能力的提升和资源的不断整合，公司整体竞争实力有望增强。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2014~2016 年财务报表均由天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告；公司 2017 年 1~6 月财务报告未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

从合并范围变化来看，截至 2015 年底，公司合并范围较年初增加 8 家，均为新设立子公司；截至 2016 年底，公司合并范围较年初新增 12 家，其中 6 家非同一控制下企业合并，6 家为新设。随着经营规模的扩大，近三年公司合并报表范围有所变化，但主要系新设房地产公司，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。整体看，公司近年来财务数据可比性较强。

表 14 2014~2016 年公司合并范围变化情况

年份	名称	变动原因
2014 年	平湖滨江房地产开发有限公司	新设
2015 年	杭州滨润房地产开发有限公司	新设
	上海滨顺投资管理有限公司	新设
	滨江（香港）有限公司	新设
	BinShun Limited Liability Company	新设
	Binjiang Limited Partnership	新设
	Binjiang Othello Corp	新设
	Binjiang Shoreline Corp	新设
	Binjiang Tower Corp	新设
	2016 年	浙江润德天成实业投资有限公司
杭州新惠房地产开发有限公司		非同一控制下企业合并
淳安千岛湖滨江旅行社有限公司		非同一控制下企业合并
POTALA TOWER SEATILE,LLC		非同一控制下企业合并
杭州滨通房地产开发有限公司		非同一控制下企业合并
杭州滨旭置业有限公司		非同一控制下企业合并
杭州滨创股权投资有限公司		新设
杭州滨江集团天目山商业管理有限公司		新设
杭州滨江集团天目山开发建设有限公司		新设
深圳滨安房地产开发有限公司		新设
杭州滨瑞装饰有限公司		新设
杭州滨怡酒店管理有限公司		新设

资料来源：公司年报

截至2016年底，公司合并资产总额495.45亿元，负债合计338.12亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计157.33亿元，归属于母公司的所有者权益127.95亿元。2016年，公司实现营业收入194.52亿元，净利润（含少数股东损益）19.71亿元，归属于母公司所有者的净利润13.99亿元；经营活动产生的现金流量净额131.31亿元，现金及现金等价物净增加额54.18亿元。

截至2017年6月底，公司合并资产总额520.81亿元，负债合计361.67亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计159.14亿元，归属于母公司的所有者权益135.42亿元。2017年1~6月，公司实现营业收入49.68亿元，净利润（含少数股东损益）12.08亿元，归属于母公司所有者的净利润9.20亿元；经营活动产生的现金流量净额39.86亿元，现金及现金等价物净增加额1.57亿元。

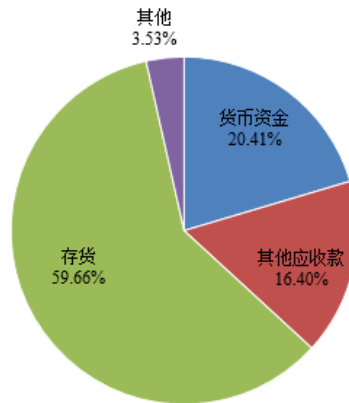
## 2. 资产质量

2014~2016年，公司资产总额呈逐年上升态势，年均复合增长13.82%；截至2016年底，公司资产合计495.45亿元，较年初大幅增长17.32%，主要系货币资金和长期应付款增加所致。其中流动资产占88.90%，非流动资产占11.10%。公司资产构成以流动资产为主，符合房地产开发企业的特征。

### （1）流动资产

2014~2016年，公司流动资产年均复合增长10.39%，呈逐年增长态势。截至2016年底，公司流动资产合计440.45亿元，较年初增长13.25%，主要系货币资金和其他应收款增加所致；流动资产构成如下图。

图 6 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2014~2016年，公司货币资金年均复合增长118.85%，呈逐年增长态势。截至2016年底，公司货币资金账面价值为89.91亿元，较年初大幅增长151.47%，主要系收到的预售楼盘购房款大幅增长所致。公司货币资金以银行存款为主，占比超过99%。公司货币资金中受限资金0.08亿元，受限规模很小。

2014~2016年，公司其他应收款复合增长695.86%，呈逐年大幅增长态势。截至2016年底，公司其他应收款账面价值为72.23亿元，较年初大幅增长114.92%，主要原因是：一方面公司对联营及合营房地产项目追加项目款投入；另一方面对合并范围内房地产项目公司的其他股东支付财务资助款所致；公司其他应收款主要由拆借款（占94.37%）和物业维修金、保修金（占2.43%）构成，其中拆借款占比较大，对资金形成了一定的占用；从账龄上看，公司1年以内的其他应收款占比80.34%，1至2年的占比4.49%，2至3年的占比3.48%，3年以上的占比5.06%，5年以上占比6.63%。截至2016年底，公司累计计提坏账准备3.20亿元，计提比例为4.24%，计提较为充分。截至2016年底，公司其他应收款金额前五名合计占当期其他应收款余额的比例为74.84%，集中度高。

表 15 2016 年底公司其他应收款集中度情况（单位：亿元、%）

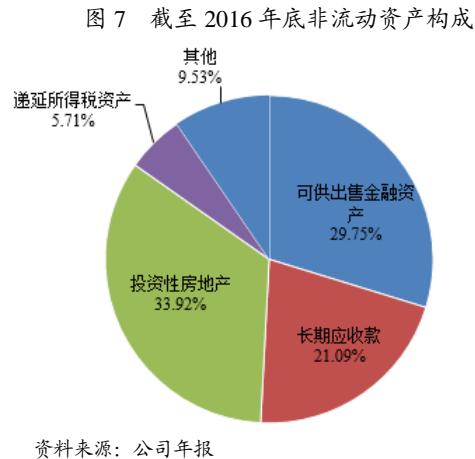
名称	款项性质	余额	账龄	占其他应收款余额的比例
绿城房地产开发集团有限公司	拆借款	18.76	1年以内、1~2年	24.87
杭州滨保房地产开发有限公司	拆借款	16.69	1年以内	22.13
上海滨安房地产开发有限公司	拆借款	8.70	1年以内	11.54
杭州京滨置业有限公司	拆借款	6.43	0-5年	8.53
义乌滨信房地产开发有限公司	拆借款	5.86	1年以内	7.77
<b>小计</b>	--	<b>56.44</b>	--	<b>74.84</b>

资料来源：公司年报

2014~2016年，公司存货年均复合下降10.78%，逐年下降。截至2016年底，公司存货账面价值为262.78亿元，较年初下降13.94%，主要系公司项目去化情况较好，开发产品规模下降所致，公司存货主要包括开发成本（占88.17%）和开发产品（11.82%）。2016年，西溪明珠项目转销存货跌价准备0.50亿元，系部分房产交付结转所致。截至2016年底，公司存货计提跌价准备0.55亿元，全部为对西溪明珠项目计提的存货跌价准备，未来该部分存货仍可能面临一定的跌价风险。截至2016年底，公司所有权或使用权受限的存货账面价值合计80.58亿元，用于借款担保，占期末存货账面价值的30.66%，占比较高。

(2) 非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长61.70%。截至2016年底，公司非流动资产合计54.99亿元，较年初大幅增长64.69%，主要系可供出售金融资产和长期应收款增加所致；非流动资产构成如下图。



2014~2016年，公司可供出售金融资产年均复合增长1,179.06%，主要系公司对外投资增加所致。截至2016年底，公司可供出售金融资产账面价值为16.36亿元，较年初大幅增长177.47%，主要系公司新增加了对外投资所致，公司主要对外投资对象包括上海崇置城市建设发展合伙企业(有限合伙)、PROLOGIUM HOLDING INC、TOWER，公司对外投资项目预期盈利能力较强，通过合作投资的方式继续推进项目实施，故公司未对可供出售金融资产计提减值准备。截至2016年底，公司可供出售金融资产中，按成本法计量的14.29亿元、按公允价值计量的1.97亿元，公允价值变动损益为-0.30亿元。

2014~2015年，公司无长期应收款，截至2016年底，公司长期应收款11.60亿元，全部为2016年新增，主要系公司购买信托资金计划所致。

公司投资性房地产采用成本法计量。2014~2016年，公司投资性房地产年均复合增长24.65%，呈波动增长态势。截至2015年底，公司投资性房地产账面价值合计19.45亿元，较年初大幅上升62.01%，主要系金色黎明二期以及凯旋门项目转入所致；截至2016年底，公司投资性房地产账面价值为18.65亿元，较年初下降4.10%，变化不大。公司投资性房地产主要包括部分开发项目留存的商铺和写字楼。截至2016年底，公司使用权或所有权受限的投资性房地产账面价值合计11.30亿元，用于借款担保，占期末投资性房地产账面价值总额的60.60%，占比较高。

2014~2016年，公司递延所得税资产逐年下降，年均复合下降12.19%。截至2016年底，公司递延所得税资产账面价值为3.14亿元，较年初大幅减少17.47%，主要系可抵扣暂时性差异所致。

截至2016年底，公司受限资产合计65.05亿元，占总资产的比例为13.13%，受限规模较小。

表 16 截至 2016 年底公司受限资产及占总资产情况 (单位: 亿元、%)

项目	期末账面价值	占总资产比例	受限原因
货币资金	0.08	0.02	为借款提供抵押担保
存货	51.01	10.30	为借款提供抵押担保
固定资产	1.09	0.22	为借款提供抵押担保
无形资产	1.56	0.31	为借款提供抵押担保



投资性房地产	11.30	2.28	为借款提供抵押担保
合计	65.05	13.13	--

资料来源：公司年报

截至 2016 年 6 月底，公司资产总额合计 520.81 亿元，较年初增长 5.12%，主要系货币资金和其他流动资产增加所致。截至 2017 年 6 月底，公司货币资金 91.47 亿元，较年初增长 1.74%，变化不大；其他流动资产为 49.69 亿元，较年初增长 3.10 倍。从资产构成上看，公司流动资产和非流动资产的占比分别为 89.21% 和 10.79%，较年初变化不大。

总体看，公司资产规模逐年扩大，以流动资产为主。流动资产中存货占比较大，公司对部分存货计提跌价准备，未来该部分存货仍可能面临一定的跌价风险；公司投资性房地产以成本法计量，存在较大升值空间；公司受限资产占比较小。综合看，公司资产质量较好。

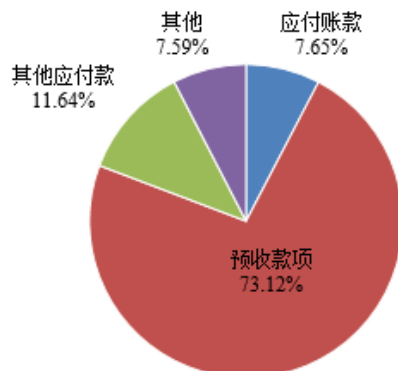
### 3. 负债及所有者权益

#### (1) 负债

2014~2016 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 7.91%，流动负债和非流动负债均有所增长。截至 2016 年底，公司负债规模合计 338.12 亿元，较年初增长 8.04%，主要系预收款项增加所致，其中流动负债占 80.34%，非流动负债占 19.66%，负债结构以流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债规模年均复合增长 5.31%，呈逐年增长态势。截至 2016 年底，公司流动负债合计 271.65 亿元，较年初增长 8.26%，主要系预收款项增加所致；流动负债主要由应付账款（占 7.65%）、预收款项（占 73.12%）和其他应付款（占 11.64%）构成。

图8 截至2016年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司应付账款年均复合下降 11.82%，呈波动增长态势。截至 2015 年底，应付账款合计 13.45 亿元，较年初下降 19.01%，主要系房产开发未付工程款降低所致。截至 2016 年底，公司应付账款账面价值为 20.77 亿元，较年初大幅增长 54.40%，主要系应付工程款增长所致。

2014~2016 年，公司预收款项年均复合增长 21.43%，呈逐年增长态势。截至 2016 年底，公司预收款项账面价值为 198.63 亿元，较年初增长 12.86%，主要系预收购房款增加所致。公司预收款项主要为各房地产项目的预售款，房屋预售款将于交房时结转收入，因此无实际偿付压力。

2014~2016 年，公司其他应付款年均复合下降 27.45%，呈逐年下降态势。截至 2016 年底，公司其他应付款账面价值为 31.63 亿元，较年初大幅下降 36.11%，主要系合作开发项目合作方投入款减少所致。

2014~2016年，公司非流动负债年均复合增长21.00%，呈逐年增长态势。截至2016年底，公司非流动负债合计66.47亿元，较年初增长7.17%，主要系公司应付债券增加所致；非流动资产主要由长期借款（占46.93%）、应付债券（占44.82%）和长期应付款（占8.25%）构成。

2014~2016年，公司长期借款年均复合下降17.04%，呈波动下降态势。截至2015年底，公司长期借款余额为53.02亿元，较年初增长16.97%，主要系为支持华家池、平湖万家花城等项目开发建设，公司增加银行借款和抵押兼保证借款增加所致。截至2016年底，公司长期借款账面价值为31.19亿元，较年初大幅下降41.17%，主要系公司抵押借款规模下降所致。公司长期借款主要由抵押借款（占17.82%）、抵押兼保证借款（占73.59%）以及抵押兼质押兼保证借款（占8.58%）构成。从期限构成来看，公司长期借款中将于2018年到期的占36.51%，2019年到期的占27.95%，2020年到期的占3.91%，2021年到期的占4.87%，2022年以后到期的长期借款占26.76%，集中度不高，集中偿付压力不大。

2014年，公司无应付债券。2015~2016年，公司应付债券账面价值分别为9.00亿元和29.79亿元，截至2016年底，公司应付债券主要为发行的“2015年度第一期中期票据”（债券规模为9.00亿元，将于2018年到期）以及2016年发行的“16滨房01”（规模21.00亿元，到期日为2021年），到期期限分别较为分散，集中偿付压力不大。

截至2016年底，公司长期应付款账面价值为5.48亿元，全部为2016年新增，系美国之路区域中心EB-5项目借款。

有息债务方面，2014~2016年，公司全部债务年均复合增长6.04%。截至2015年底，公司全部债务为63.80亿元，较年初下降7.71%，主要系2015年公司一年内到期的长期借大幅减少所致；截至2016年底，公司全部债务77.73亿元，较年初增长21.84%，主要系公司发行“16滨江01”所致。公司债务中短期债务占14.49%，长期债务占85.51%，以长期债务为主，债务结构较为合理。债务比率方面，2014~2016年，公司长期债务资本化比率波动下降，资产负债率和全部债务资本化比率持续下降。其中，资产负债率分别为75.92%、74.11%和68.25%，主要系公司去杠杆战略的逐步落实，以及大力推行轻资产的代建管理业务，负债规模有所下降所致；全部债务资本化比率分别为42.87%、36.84%和33.07%，主要系公司非公开发行股票所致；长期债务资本化比率分别为32.98%、36.19%和29.70%，2015年有所上升主要系公司长期借款大幅增加所致，2016年有所下降主要系公司非公开发行股票所致。

截至2017年6月底，公司负债总额为361.67亿元，较年初增长6.97%，主要系预收款项和应付债券增加所致。截至2017年6月底，公司应付债券账面价值50.81亿元，较年初增长70.55%，主要系公司发行的“2017年度第一期中期票据”（债券规模为21.00亿元，将于2020年到期）；其中流动负债占比79.90%，非流动负债占比20.10%，仍主要由流动负债构成；公司债务总额为80.22亿元，较年初增长3.21%，仍以长期债务为主；资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率较年初均有所降低，分别为69.44%、33.52%和31.36%。

总体看，公司负债以流动负债为主，负债结构与资产结构较为匹配；公司刚性债务负担不重，且以长期债务为主，债务结构较为合理。

## （2）所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益年均复合增长30.70%。截至2016年底，公司所有者权益合计157.33亿元，较年初大幅增长43.87%，主要系非公开发行股票后股本及资本公积增长所致。其中归属于母公司的所有者权益127.95亿元，归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（占24.32%）、资本公积金（占18.27%）、其它综合收益（占0.13%）、盈余公积金（占5.71%）和未分配利润（占51.57%）

构成；未分配利润占比较高，权益稳定性一般。截至2016年底，公司股本31.11亿元，较年初增长15.07%，主要系公司发行人民币普通股（A股）4.07亿股所致。截至2016年底，公司资本公积较年初大幅增长96.32倍，主要系非公开发行股票产生股本溢价23.14亿元所致。

截至2017年6月底，公司所有者权益合计159.14亿元，较年初增长1.15%。公司所有者权益中归属于母公司的权益为135.42亿元，占85.10%，其中，股本占22.98%、资本公积占17.47%、盈余公积占5.40%、未分配利润占53.95%。

总体看，受益于非公开发行股票成功，公司所有者权益大幅增长；公司权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

#### 4. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入年均复合增长28.62%，呈逐年增长态势。2015年，公司实现营业收入126.18亿元，同比增长7.31%，主要系公司武林壹号5-7号楼、金色黎明二期、上虞城市之星、绍兴金色蓝庭、湘湖壹号二期交付，以及城市之星等部分现房销售结转；2016年，公司实现营业收入194.52亿元，较上年大幅增长54.17%，主要系公司结转项目较多所致；2014~2016年，公司净利润年均复合增长56.38%；2016年，公司实现净利润19.71亿元，较上年大幅增长31.06%。

期间费用方面，2014~2016年，公司期间费用波动增加，年均复合增加1.88%，2015年公司期间费用合计5.46亿元，同比降低1.00%，主要系财务费用减少所致；2016年公司费用总额5.72亿元，较上年增长4.83%，变化较小。2014~2016年，公司销售费用呈持续增长态势，年均复合增长17.75%，2016年公司销售费用为1.62亿元，较上年增长35.24%，主要系酒店营销费用增长所致。2014~2016年，公司管理费用呈逐年增长态势，年均复合增长12.58%，2016年公司管理费用为2.96亿元，较上年增长14.70%，主要系公司收购新项目费用及项目律师咨询费增长所致。2014~2016年，公司财务费用呈逐年下降态势，年均复合下降24.64%，2016年公司财务费用为1.14亿元，较上年大幅下降32.06%，主要系发生汇兑收益和对联营合营企业实现的利息收入增长所致。2014~2016年，公司费用收入比分别为4.69%、4.33%和2.94%，呈逐年下降态势，公司费用控制能力较强。

从盈利指标来看，2014~2016年，公司主营业务毛利率分别为21.77%、31.56%和25.05%，呈波动增长态势，其中，2015年主营业务毛利率增长较快主要受结转项目不同的影响；公司总资本收益率分别为5.98%、10.03%和10.52%；总资产报酬率分别为3.50%、5.58%和6.52%，2015年大幅增长主要系利润总额增加所致；净资产收益率分别为9.11%、14.93%和14.78%。整体看，公司近三年盈利能力有所增强。从同行业比较情况看，在同类行业领先企业中，公司盈利指标属于中等水平（如下表所示）。

表 17 2016 年房地产上市公司盈利指标比较（单位：%）

股票简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
中粮地产	34.26	12.13	4.59
北辰实业	31.87	5.24	1.97
世茂股份	35.84	10.79	5.32
云南城投	23.49	5.47	2.37
信达地产	24.76	10.09	3.43
<b>滨江集团</b>	<b>37.64</b>	<b>12.21</b>	<b>6.43</b>

资料来源：Wind 资讯

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

2017年1~6月，公司实现营业收入49.68亿元，较上年同期减少41.01%，主要系结转规模减少所致；实现净利润12.08亿元，较上年同期增长40.18%，主要系处置物业公司股权取得的投资收益规模较大所致。

总体看，近几年，受益于结转项目增加，公司盈利规模逐年增长，期间费用控制能力较强。公司整体盈利能力较强。

## 5. 现金流

从经营活动看，2014~2016年，公司经营活动现金流入分别为84.09亿元、170.16亿元和219.43亿元，年均复合增长61.54%，主要系公司新增收到佑康置地有限公司以后年度需要代付的工程款以及预售楼盘产生的购房款增长所致；2014~2016年公司经营活动现金流出分别为97.26亿元、89.68亿元和88.12亿元，年均复合下降4.81%，主要系公司项目开发进度放慢所致；2014~2016年，经营活动产生的现金流量净额分别为-13.17亿元、80.49亿元和131.31亿元，2015年以来转为净流入状态，主要系预收房款大幅增加所致。

从投资活动看，2014~2016年，公司投资活动现金流入波动增加，分别为12.84亿元、1.86亿元和13.59亿元，年均复合增长2.89%，2015年大幅减少主要系公司未获得合作项目外部股东财务资助款所致，2016年有所增加主要系公司收回理财产品、委贷收回及赎回股票所致；2014~2016年公司投资活动的现金流出分别为3.25亿元、39.82亿元和94.27亿元，年均复合增长率为438.18%，主要系公司增加对可供出售金融资产的投资及对联营合营企业的财务资助款所致；综上，2014~2016年，公司投资活动现金流量净额分别为9.59亿元、-37.96亿元和-80.68亿元。公司投资活动现金流量净额由正转负且净流出规模有所扩大。

从筹资活动看，2014~2016年，公司筹资活动产生的现金流入分别为61.98亿元、52.15亿元和75.50亿元，2015年主要系收到合作项目股东投入的项目合作款大幅减少所致，2016年有所增加主要系公司非公开发行股票和发行债券所致；2014~2016年，公司筹资活动产生的现金流出分别为60.00亿元、77.68亿元和72.50亿元，主要系公司2015年归还合作项目股东投入的项目合作款21.36亿元所致；综上，2014~2016年公司筹资活动现金流量净额分别为1.98亿元、-25.53亿元和3.00亿元。

2017年1~6月，公司经营活动现金流量净额为39.86亿元，同比下降40.82%；投资活动现金流量净额为-29.42亿元，同比下降20.76%；筹资活动现金流量净额为-8.57亿元，同比增长24.57%。

总体看，得益于房地产行业景气度回暖，2015年公司经营活动现金流转为净流入状态；伴随公司持续开发项目，公司对外投资规模增加，公司仍面临一定的资金支出压力，有一定的融资需求。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016年，公司流动比率分别为1.48倍、1.55倍和1.62倍，流动比率基本保持稳定；速动比率分别为0.13倍、0.33倍和0.65倍，有所提高，主要系收到的预售楼盘购房款大幅增长所致。近三年，公司现金短期债务比分别为0.79倍、20.14倍和8.13倍，2015年大幅上升主要系短期债务规模较小所致，2016年有所下降主要系公司新增短期借款以及一年内到期的长期借款增加所致，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力有所下降，但仍属较强。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2014~2016年，公司EBITDA年均复合增长45.63%，呈逐年增长态势，主要系利润总额增长所致；2016年公司EBITDA为31.53亿元，较上年增长31.80%，主要系利润总额增加所致；公司EBITDA由折旧（占4.89%）、摊销（占0.22%）、计入财务费用的利息支出（占5.59%）



和利润总额（占89.31%）构成。2014~2016年，公司EBITDA利息保障倍数分别为1.65倍、3.20倍和7.43倍，呈逐年上升态势，整体处于较高水平；EBITDA全部债务比分别为0.22倍、0.37倍和0.41倍，逐年上升，主要受利润总额上升较快的影响，公司EBITDA对利息和本金的保障能力强。整体看，公司长期偿债能力强。

截至2017年6月底，公司合并范围内获得的金融机构授信额度90.20亿元，其中尚未使用的授信额度66.16亿元，间接融资渠道较畅通。作为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，机构信用代码（G1033010400015770C），截至2017年7月7日，公司2009年有一笔欠息，系银行系统问题未按时扣款所致，除此以外，公司已结清和未结清信贷业务中，无不良和关注类记录。

截至2016年6月底，公司无重大未决诉讼。

截至2016年6月底，公司无对合并范围外公司的担保。

总体看，公司目前债务负担一般，货币资金充裕，现金流状况良好，整体偿债能力很强。

## 八、本期公司债券偿债能力分析

### 1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至2017年6月底，公司债务总额为80.22亿元，本期拟发行债券规模不超过9.00亿元，对公司债务水平有一定影响。

以2017年6月底财务数据为基础，假设募集资金净额为9.00亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为69.96%、35.93%和33.92%，分别上升了0.52个百分点、2.41个百分点和2.57个百分点，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。考虑到本期债券募集资金拟用于偿还借款，实际债务指标将低于上述测算值。

### 2. 本期公司债券偿债能力分析

以2016年的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为219.43亿元，对本期债券发行额度（9.00亿元）的保护倍数为24.38倍；公司2016年EBITDA为31.53亿元，对本次债券发行额度（9.00亿元）的保护倍数为3.50倍。公司经营活动现金流入量和EBITDA对本次债券的保护程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为一家大中型房地产开发企业，在区域内有很强的竞争优势，公司业务发展稳健，财务成本控制能力强，公司能够通过持续经营取得较高的盈利水平，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

## 九、综合评价

公司作为一家国内大中型上市房地产企业，在开发经验、区域竞争力、产品品质、土地储备等方面具有明显优势；公司盈利能力强、现金类资产比较充足、现金流状况良好、债务负担较轻。同时，联合评级也关注到公司项目存在一定区域集中风险、公司在建规模较大、部分存货存在跌价风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

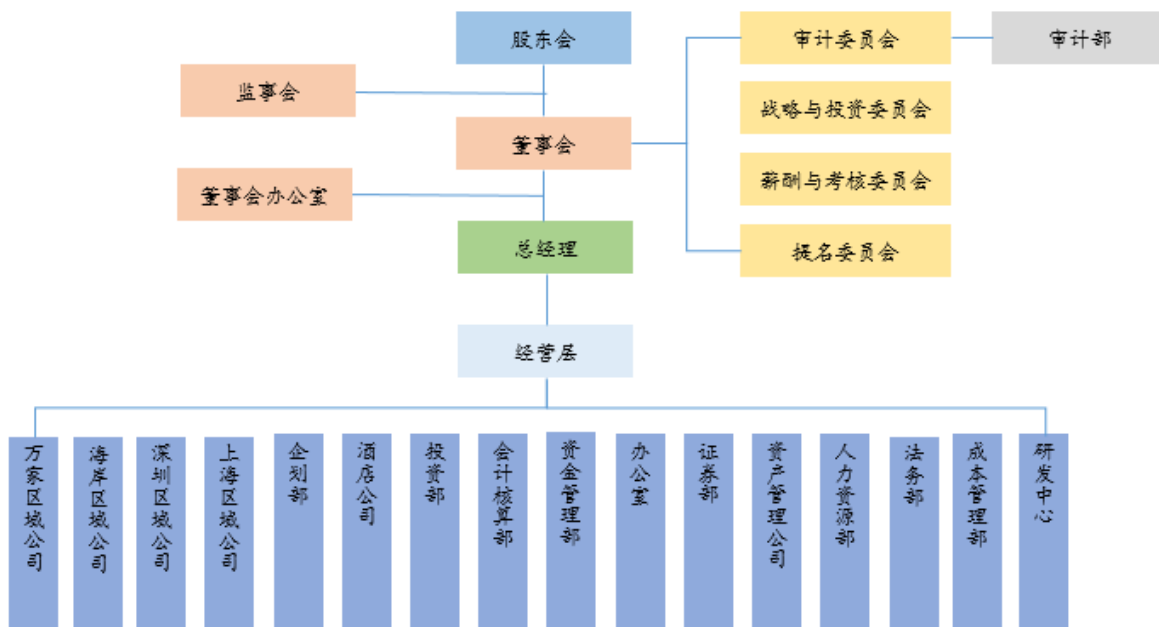
未来随着公司在建房地产项目的开发完成和实现销售，公司经营状况将保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公



司债券到期不能偿还的风险很低。

### 附件 1 杭州滨江房产集团股份有限公司 组织结构图



## 附件 2 杭州滨江房产集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-6 月
资产总额 (亿元)	382.46	422.30	495.45	520.81
所有者权益 (亿元)	92.10	109.35	157.33	159.14
短期债务 (亿元)	23.80	1.78	11.26	7.52
长期债务 (亿元)	45.33	62.02	66.47	72.70
全部债务 (亿元)	69.12	63.80	77.73	80.22
营业收入 (亿元)	117.59	126.18	194.52	49.68
净利润 (亿元)	8.06	15.04	19.71	12.08
EBITDA (亿元)	14.87	23.92	31.53	--
经营性净现金流 (亿元)	-13.17	80.49	131.31	39.86
流动资产周转次数 (次)	177.57	153.97	162.41	--
存货周转次数 (次)	0.29	0.27	0.51	--
总资产周转次数 (次)	0.30	0.31	0.42	--
现金收入比率 (%)	71.04	132.71	112.39	172.08
总资本收益率 (%)	5.98	10.03	10.52	--
总资产报酬率 (%)	3.50	5.58	6.52	--
净资产收益率 (%)	9.11	14.93	14.78	--
营业利润率 (%)	14.51	22.03	17.71	34.67
费用收入比 (%)	4.69	4.33	2.94	5.44
资产负债率 (%)	75.92	74.11	68.25	69.44
全部债务资本化比率 (%)	42.87	36.84	33.07	33.52
长期债务资本化比率 (%)	32.98	36.19	29.70	31.36
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.65	3.20	7.43	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.22	0.37	0.41	--
流动比率 (倍)	1.48	1.55	1.62	1.61
速动比率 (倍)	0.13	0.33	0.65	0.73
现金短期债务比 (倍)	0.79	20.14	8.13	13.02
经营现金流动负债比率 (%)	-5.38	32.08	48.34	13.79
EBITDA/本期发债额度 (倍)	1.65	2.66	3.50	--

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、2017 年半年报未经审计，相关指标未年化。3、其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，长期应付款中的有息债务已计入长期债务。

### 附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转次数	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转次数	营业收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本次公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。



## 联合信用评级有限公司关于 杭州滨江房产集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

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

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

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

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

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

联合信用评级有限公司  
二零一七年九月八日

