

跟踪评级公告

联合〔2020〕1382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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

杭州滨江房产集团股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

杭州滨江房产集团股份有限公司公开发行的“16 滨房 01”和“17 滨房 01”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十二日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

杭州滨江房产集团股份有限公司 公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
16 滨房 01	20.56 亿元	(3+2) 年	AA+	AAA	2019 年 6 月 11 日
17 滨房 01	6 亿元	(3+2) 年	AA+	AAA	2019 年 6 月 11 日

跟踪评级时间：2020 年 6 月 12 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	602.44	875.52	1,296.25	1,410.11
所有者权益（亿元）	163.60	193.14	224.12	232.20
长期债务（亿元）	80.70	212.85	220.60	269.35
全部债务（亿元）	95.90	291.81	350.66	400.41
营业收入（亿元）	137.74	211.15	249.55	37.81
净利润（亿元）	23.10	31.52	39.73	7.94
EBITDA（亿元）	33.26	51.69	65.74	--
经营性净现金流（亿元）	34.30	-139.40	26.21	-25.46
营业利润率（%）	22.17	30.42	27.73	36.89
净资产收益率（%）	14.40	17.67	19.04	--
资产负债率（%）	72.84	77.94	82.71	83.53
全部债务资本化比率（%）	36.96	60.17	61.01	63.30
流动比率（倍）	1.48	1.72	1.41	1.44
EBITDA 全部债务比（倍）	0.35	0.18	0.19	--
EBITDA 利息倍数（倍）	8.14	3.91	3.36	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.23	1.91	2.43	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2. 其他应付款和其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，长期应付款中的有息债务已计入长期债务。3. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

2019 年，杭州滨江房产集团股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内优质上市房地产企业，在开发经验、区域竞争力和产品品质等方面具有竞争优势；公司在以杭州为主的浙江区域竞争力突出，产品品质较好，市场和同业认可度高；公司项目储备质量较好，2019 年销售规模显著提升；公司融资渠道通畅，具有融资成本优势；受益以上因素，公司保持较强的盈利能力。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司业务区域集中度高、债务杠杆上升、面临补库存需求等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建房地产项目的逐步开发和实现销售，依托良好的产品力，公司有望持续保持良好的竞争力和盈利水平。

综上，联合评级上调公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时上调“16 滨房 01”和“17 滨房 01”的债项信用等级为“AAA”。

优势

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

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

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

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

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

关注

1. 公司业务存在一定的区域集中风险。公司房地产业务主要集中在杭州地区，当地房地产市场调控精准度不断提升，受当地限价、限购等调控政策影响，企业盈利空间恐受到挤压。

2. 关注公司未来土地拓展。在销售提速及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。

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

分析师

李 晶 登记编号（R0040212020001）

曹梦茹 登记编号（R0040218090002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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，未因评级对象和其它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。

本跟踪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。

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

本跟踪评级报告自出具之日起至本次债券到期兑付日有效；本次债券存续期间，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：



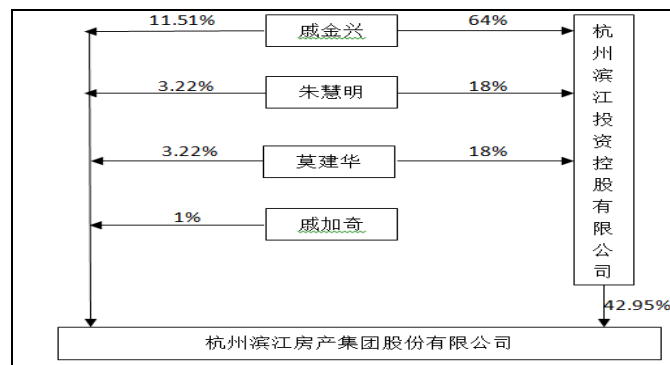
联合信用评级有限公司

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1996年8月成立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%。

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）。截至2020年3月底，公司注册资本为31.11亿元。其中，杭州滨江投资控股有限公司（以下简称“滨江控股”）持有公司42.95%的股权，为公司控股股东；自然人戚金兴持有滨江控股64.00%的股权，并直接持有公司11.51%的股权，为公司实际控制人。截至2020年4月底，滨江控股持有公司股份13.36亿股，已质押股份数量为3.99亿股，占其持股数量的29.83%，占总股本的12.81%。

图1 截至2020年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019年，公司营业范围和组织结构较上年无重大变化，截至2020年3月底，公司及其下属子公司在岗员工总数1,428人。

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

截至2020年3月底，公司合并资产总额1,410.11亿元，负债合计1,177.92亿元，所有者权益（含少数股东权益）232.20亿元，其中归属于母公司所有者权益168.43亿元。2020年1-3月，公司实现营业收入37.81亿元，净利润（含少数股东损益）7.94亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.78亿元；经营活动产生的现金流量净额-25.46亿元，现金及现金等价物净增加额6.87亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市庆春东路38号；法定代表人：戚金兴。

二、债券发行和募集资金使用情况

公司于2016年8月10日发行“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；债券代码：112427.SZ。债券发行规模 21 亿元，发行期限为 5 年，附第 3 年末公司赎回选择权、公司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%。“16 滨房 01”于 2016 年 10 月 25 日在深圳证券交易所上市交易。

公司于 2017 年 11 月 1 日发行“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）”，债券简称：17 滨房 01；债券代码：112607.SZ。债券发行规模 6 亿元，发行期限为 5 年，附第 3 年末公司赎回选择权、公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为 5.80%。“17 滨房 01”于 2017 年 11 月 23 日在深圳证券交易所上市交易。

“16 滨房 01”和“17 滨房 01”两期债券募集资金总额 27 亿元，债券募集资金已按照募集用途使用完毕。“16 滨房 01”于 2019 年 7 月实施回售，根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司提供的数据，“16 滨房 01”的回售数量为 440,000 张，回售金额为 45,522,400.00 元（含利息），剩余托管数量为 20,560,000 张。

公司已于 2019 年 8 月 12 日支付“16 滨房 01”上一计息年度的利息和回售金额；于 2019 年 10 月 31 日支付“17 滨房 01”上一计息年度的利息。

三、行业分析

公司目前主营业务以房地产开发销售为主，属于房地产行业。

1. 行业概况

2019 年，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，土地市场趋于理性，销售面积出现负增长，行业集中度继续提升；2020 年一季度受新冠疫情影响，国内房地产市场下降明显。政策上仍然以“房住不炒”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2019 年，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二线城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，较上年下降 1.4 个百分点，全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点。2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，其中一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，二、三线城市住宅价格指数增速继续下探。

2020 年 1—3 月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就 2020 年 3 月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，降幅较前两月收窄 8.60 个百分点；房地产销售面积 21,978.32 万平方米，同比下降 26.30%，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点；房地产销售金额 20,364.86 亿元，同比下降 24.70%，降幅较前两月收窄 11.20 个百分点。

2019 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.28%和 37.14%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.95%和 27.07%，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

2019 年，房住不炒和因城施策仍是主基调。2020 年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020 年 2 月 21 日，人民银行召开 2020 年金融市场工作电视电

话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行。2020年4月17日，中共中央政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区、青岛等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

2. 行业关注

行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及近年来政治局会议上多次强调“房住不炒”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，行业销售面临下滑压力

受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，房地产行业销售和回款承压，行业业绩下行风险加大，行业的整体流动性风险在提高。

3. 未来发展

未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

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，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。

4. 杭州市经济发展及房地产市场概况

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

(1) 经济发展水平

杭州市经济发展态势良好，人均可支配收入稳步增长，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。

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

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

（2）房地产市场情况

2019 年，浙江省房地产市场平稳健康发展，杭州土地市场仍维持活跃态势，住宅新开工面积和销售面积有所回落，但住宅销售均价持续增长；杭州房地产市场政策环境依旧偏严，房地产企业盈利空间受到挤压。

根据 Wind 数据，2019 年，杭州市供应住宅用地数量为 128 宗，同比增加 6 宗；住宅用地成交面积 495.76 万平方米，同比下降 11.75%；住宅用地成交土地规划建筑面积 1,157.12 万平方米，较 2018 年变化不大；住宅用地成交楼面均价 13,809.88 元/平方米，较 2018 年下降 11.29%。杭州土地政策持续收紧，土地溢价率逐步下调，并辅以“竞自持”“竞配建养老设施”“配建公租房”等措施。总体看，杭州市住宅用地规划建筑面积仍维持较大规模，住宅用地成交楼面均价同比回落，杭州市住宅土地市场仍较活跃。同时，杭州土地市场政策持续收紧，房地产企业盈利空间受到挤压。但由于一二手房价格严重倒挂，目前杭州房地产市场异常火爆。

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

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

四、管理分析

2019 年，公司董事、监事、高级管理人员未发生重大变化。经营团队及核心团队保持稳定。各项管理制度连续、治理结构未发生变化，整体运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

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。

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。2019年，公司实现营业收入249.55亿元(同比增长18.18%)，其中房地产开发收入242.24亿元(占比为97.07%)，为公司最重要的收入来源，房地产开发收入的增长主要系随着房地产项目结转收入规模增长所致。公司酒店服务、持有型物业出租及房产项目管理服务收入规模占比不高。其中，酒店服务收入增长40.94%，主要系公司位于美国西雅图的酒店投入运营所致；持有型物业出租业务收入增长21.56%，主要系公司位于美国西雅图的公寓投入运营所致。房产项目管理服务收入同比下降77.65%，房产项目管理服务收入主要包括工程管理费和营销管理费收入，收取对象包括非全资子公司、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，在编制合并报表处理时营业收入数据全部予以抵消。2019年公司房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上年同期增长较多，导致最终体现在合并报表中的房产项目管理服务收入较2018年下降77.73%。2019年，公司位于千岛湖的地块被政府收储，公司将2.04亿元补偿款确认其他业务收入。2019年，公司净利润39.73亿元，同比增长26.05%。

表1 公司营业收入及毛利率情况(单位:亿元、%)

板块	2017年			2018年			2019年			2020年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	130.95	95.08	28.71	202.71	96.00	33.85	242.24	97.07	35.36	36.20	95.76	44.08
酒店服务	1.57	1.14	60.81	1.49	0.71	73.46	2.10	0.84	54.59	0.18	0.48	-37.91
物业服务	0.42	0.30	14.97	--	--	--	--	--	--	--	--	--
持有型物业出租业务	1.48	1.08	52.83	1.53	0.72	50.54	1.86	0.75	10.45	0.53	1.39	22.95
房产项目管理服务	3.26	2.36	75.43	5.37	2.54	93.17	1.20	0.48	19.33	0.66	1.73	79.32
其他	0.05	0.04	30.70	0.07	0.03	-7.80	2.15	0.86	17.26	0.24	0.64	96.06
合计	137.74	100.00	30.40	211.15	100.00	35.74	249.55	100.00	35.10	37.81	100.00	44.33

注：1. 物业服务业务经营主体为杭州滨江物业管理有限公司，已于2017年2月剥离；2. 合计小数后两位差异为四舍五入导致

资料来源：公司年报

从毛利率水平来看，2019年，房地产业务毛利率为35.36%，较2018年上升1.51个百分点；公司酒店服务毛利率和持有型物业出租业务毛利率较2018年分别下降19.07个百分点和40.09个百分点，主要系美国西雅图桑德酒店和美国西雅图公寓新开业，折旧及费用发生较多所致；房产项目管理服务毛利率大幅下降，主要系当期收入下降，固定成本未发生变化所致。综上，2019年，公司综合毛利率为35.10%。

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

2. 房地产开发

(1) 土地储备

2019年，公司保持较大土地拓展规模且新增土地权益比例有所提升；公司土地储备质量良好，但未开发土地储备规模一般、部分地块单价较高，需关注公司土地拓展情况及后续开发销售节奏及销售价格。

公司主要通过竞标（招、拍、挂）获取土地。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%，公司全口径拿地规模下降，但权益面积增长。2019年，公司获取土地全部位于浙江省内，并首次进入金华，其中杭州土地集中度进一步提升，由2018年的39.21%上升至2019年的53.72%；楼面均价同比增长19.19%至1.71万元/平方米。

2020年1—3月，公司获取5块土地，其中4块位于杭州、1块位于苏州，土地规划建筑面积合计45.27万平方米。截至2020年3月底，土地价款中尚有31.80亿元未缴纳，其中公司待支付权益金额为13.07亿元。公司2019年及2020年一季度获取地块中“望江单元SC0402-R21-08地块”和“翠苑单元XH0901-01地块”楼面均价较高，分别为4.53万元/平方米和3.61万元/平方米，上述地块分别位于上城区及西湖区的核心位置。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。

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

表2 近年来公司拿地情况（单位：块、亿元、万平方米、元/平方米）

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

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至2020年3月底，公司尚未开发的土地计容规划建筑面积合计121.31万平方米，主要分布在杭州、上海和深圳等地，其中深圳龙华区城市更新项目厂房和旧屋村均已完成拆迁工作，目前在申报专项规划中，上海大兴街旧改项目目前还在拆除施工中。考虑到公司开发规模，未开发项目土地储备尤其是权益土地储备规模一般。

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

序号	项目	城市	是否并表	享有权益	拿地时间	占地面积	计容规划建筑面积	楼面价
1	深圳龙华区城市更新项目	深圳	是	65.00	2017.6.26	4.78	29.40	/
2	太湖度假区长田漾湿地项目-2018-10号	湖州	是	70.00	2018.3.13	14.06	15.47	1,183
3	上海大兴街旧改	上海	否	17.15	2016.12.29	3.71	12.94	/
4	金开自然资规供（2019）20号	金华	是	100.00	2019.8.21	3.11	4.98	10,119
5	金开自然资规供（2019）21号	金华	是	100.00	2019.8.21	1.95	3.13	10,330
6	西兴单元BJ1302-R/B-02地块	杭州	是	26.50	2019.11.19	4.40	10.12	25,442
7	杭政储出（2019）88号灯塔单元XC0701-R/B-03地块	杭州	否	20.00	2020.1.17	4.89	11.74	15,120
8	淳政储出（2018）8号（千岛湖望江垄项目）	淳安县	是	30.00	2020.1.21	3.83	5.75	7,619
9	淳政储出（2018）9号（千岛湖望江垄项目）	淳安县	是	30.00	2020.1.21	4.12	6.17	7,436

10	萧政储出(2020)3号新塘单元D-83-1、D-83-2地块	杭州	否	49.00	2020.3.5	6.34	16.47	12,973
11	苏地2020-WG-6号高新区浒墅关开发区文昌路东、大同路绿化地北地块	苏州	否	50.00	2020.3.25	2.57	5.14	14,189
合计		--	--	--	--	55.37	121.31	--

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

(2) 项目开发

公司在建项目规模较大，但权益占比仍较低；考虑到2019年公司拿地保持较大规模，后续开发项目的建设投入以及未来拿地投入仍需一定规模资金支出。

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”；同时，公司建立了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，合作总包单位共有8家，均为特级及一级资质企业，其中有5家多年来长期合作，合作年限均在10年以上，最长的达25年以上。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较为高效配合，这也为公司项目开发保证质量抢时间提供有力保障。

在保证品质的前提下，公司对项目运营的时间节点管控要求是：杭州项目从拿地到首期开盘销售，要求在7.5个月之内完成，外地项目从拿地到首期开盘销售要求在6个月之内完成；项目首期开盘后要求2个月内售罄并续开供货，杭州项目要求12个月内整盘售罄。整体上，公司通过对工程各个环节的把控，以确保工程成本在公司控制范围内，从而达到在快周转的同时保证产品品质。

项目开发方面，2019年，公司新开工面积396.55万平方米，同比增长39.03%；公司竣工面积下降，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。截至2020年3月底，公司在建面积合计750.03万平方米，在建规模大。

表4 近年来公司主要开发数据情况(单位：万平方米)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
新开工面积(万平方米)	78.61	285.23	396.55	45.76
竣工面积(万平方米)	83.45	77.31	73.36	39.62
期末在建面积(万平方米)	212.78	420.70	743.89	750.03

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

截至2020年3月底，公司全口径在建项目计容建筑面积合计978.70万平方米(权益面积占44.32%)，其中杭州、温州、平湖、义乌区域占比分别为46.82%、11.93%、10.21%和7.51%，主要集中在杭州市及浙江省内其他城市。截至2020年3月底，公司全口径在建项目67个，预计总投资2,437.02亿元，已投资1,808.04亿元，尚需投资628.98亿元。在建项目已实现回款1,242.58亿元，由于公司把握开发与销售节奏，回笼资金较充足。截至2020年3月底，公司在建项目可售面积893.02万平方米，剩余可售447.92万平方米，其中杭州剩余可售200.15万平方米(占剩余可售的44.68%)，公司剩余可售面积一般。

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

表5 截至2020年3月底公司在建项目基本情况(单位:万平方米、亿元、万元/平方米、%)

序号	项目名称	城市	权益比例	计容规划建筑面积	预计总投资额	截至2020年3月底已投资额	可销售面积	已售面积	销售均价	销售进度
1	江南名府	杭州	100.00	7.90	21.32	18.25	7.79	7.79	3.31	100.00
2	卧城印象	杭州	50.00	6.48	15.86	14.38	6.37	5.20	3.05	81.63
3	杭州壹号院	杭州	10.00	63.95	247.11	168.74	61.49	27.29	5.23	44.38
4	天目山小镇	杭州	100.00	13.38	15.67	3.22	4.68	0.00	0.00	0.00
5	御江南	杭州	100.00	8.59	28.78	26.00	7.50	7.24	3.82	96.53
6	上品	杭州	50.50	13.48	87.11	71.16	10.55	10.39	7.26	98.48
7	海铭雅园	杭州	51.00	19.45	35.09	30.25	19.18	18.10	1.90	94.37
8	翡翠江南	杭州	50.00	11.59	32.40	28.59	7.81	7.73	3.69	98.98
9	翡翠之星	杭州	50.00	5.97	18.55	18.42	4.65	4.59	4.07	98.71
10	锦宸	杭州	50.00	6.04	21.08	18.90	5.92	5.84	4.06	98.65
11	五幸银座	杭州	24.00	3.79	3.40	3.13	1.84	0.00	0.00	0.00
12	定安府	杭州	70.00	1.26	9.08	5.61	1.25	0.00	0.00	0.00
13	悦虹湾	杭州	24.90	27.79	88.22	75.23	26.94	26.12	3.56	96.96
14	锦粼府	杭州	30.00	11.71	34.86	31.87	11.46	9.51	3.07	82.98
15	五幸金座	杭州	24.00	6.15	6.50	4.35	3.00	0.00	0.00	0.00
16	万潮星汇	杭州	12.25	5.05	15.40	10.26	2.45	0.00	0.00	0.00
17	拥潮府	杭州	66.00	11.27	37.59	36.25	11.13	10.94	4.03	98.29
18	阳光名城	杭州	15.00	10.41	13.60	7.60	9.18	0.00	0.00	0.00
19	澄品	杭州	18.00	31.29	144.00	123.31	29.63	22.35	5.26	75.43
20	御品	杭州	50.00	8.73	40.29	31.65	7.73	7.67	7.36	99.22
21	湘湖里	杭州	50.00	13.45	62.83	46.78	7.77	0.00	0.00	0.00
22	仁恒滨江园	杭州	50.00	8.58	46.29	37.71	6.80	6.51	7.09	95.74
23	古翠蓝庭	杭州	50.00	5.71	32.61	23.59	5.04	0.70	6.83	13.89
24	时代滨江四季	杭州	20.00	10.54	51.43	37.26	10.36	0.00	0.00	0.00
25	明石东潮府	杭州	33.00	9.35	24.00	17.80	8.79	1.02	5.45	11.60
26	云栖名筑一期	杭州	24.00	7.14	7.42	4.28	3.50	0.00	0.00	0.00
27	云栖名筑二期	杭州	24.00	6.45	7.06	3.86	3.16	0.00	0.00	0.00
28	杭语蓝庭	杭州	33.00	8.27	23.27	18.43	8.13	1.85	3.77	22.76
29	拥翠府	杭州	50.00	6.14	22.41	17.23	5.74	5.74	3.75	100.00
30	御虹府	杭州	100.00	13.85	57.61	46.70	13.03	8.83	4.72	67.77
31	空港壹号	杭州	26.00	9.37	14.56	8.13	8.91	0.00	0.00	0.00
32	拥涛府	杭州	100.00	8.40	30.14	21.55	7.88	0.00	0.00	0.00
33	湖光山社	杭州	100.00	13.42	19.53	12.73	12.65	0.00	0.00	0.00
34	御潮府	杭州	50.00	11.48	70.59	53.87	8.81	0.00	0.00	0.00
35	滨耀城	杭州	50.00	17.56	30.00	14.44	12.47	0.00	0.00	0.00
36	悦潮府	杭州	70.00	7.75	23.51	15.93	7.24	0.00	0.00	0.00
37	君品	杭州	25.50	13.78	55.47	42.80	12.88	0.00	0.00	0.00
38	嘉品美寓	杭州	100.00	12.75	53.21	41.84	11.85	0.00	0.00	0.00
39	义乌锦绣之城	义乌	100.00	16.57	38.33	35.36	16.36	8.00	3.10	48.90
40	义乌滨江壹品	义乌	100.00	21.94	50.34	45.73	21.55	15.68	2.93	72.76
41	义乌万家风华	义乌	24.99	34.99	63.00	45.92	34.04	2.60	2.54	7.64
42	温岭玫瑰春晓	温岭	49.00	9.07	25.13	20.40	9.46	5.08	2.76	53.70
43	温岭铂金海岸北	温岭	50.00	4.21	2.80	2.33	3.97	1.13	0.62	28.46

	苑									
44	温岭万家之星	温岭	34.00	5.64	10.87	8.99	5.64	4.42	2.43	78.37
45	温岭悦景园	温岭	33.00	11.18	22.54	13.77	11.18	0.00	0.00	0.00
46	温岭锦湖园	温岭	75.00	4.79	9.54	6.03	4.68	0.00	0.00	0.00
47	温州万家花城	温州	51.00	15.55	23.18	15.18	14.42	4.25	1.65	29.47
48	温州 TOD	温州	16.50	41.58	67.62	44.82	36.92	22.38	1.99	60.62
49	温州壹号	温州	15.00	35.25	135.13	83.64	34.27	17.04	4.07	49.72
50	温州悦虹湾	温州	50.00	9.38	33.94	23.92	8.97	0.00	0.00	0.00
51	十里春晓	湖州	70.00	14.98	21.12	20.79	14.22	9.72	1.67	68.35
52	湖州湖畔春晓	湖州	100.00	10.04	13.67	7.71	9.53	0.00	0.00	0.00
53	乐清金色家园	乐清	45.00	28.00	31.83	23.11	27.57	17.07	1.60	61.92
54	乐清东湖府	乐清	25.00	8.40	16.30	10.17	8.29	4.53	2.23	54.64
55	乐清乐虹湾	乐清	50.00	19.58	27.80	16.68	19.22	1.60	1.54	8.32
56	宁波海语天下	宁波	50.00	23.13	75.80	51.79	23.13	6.93	3.39	29.96
57	诺德学府	宁波	40.00	13.12	10.84	8.20	12.73	10.51	1.06	82.56
58	平湖万家花城	平湖	35.10	93.44	80.46	59.16	91.94	91.94	1.23	100.00
59	万家花城庆和苑	平湖	50.00	6.45	9.39	5.13	6.32	0.00	0.00	0.00
60	曙光之星	南通	35.00	19.79	18.17	8.38	15.60	12.21	0.96	78.27
61	舟山创世纪	舟山	11.00	15.31	18.12	12.08	12.84	2.89	1.53	22.51
62	上饶公园壹号	上饶	80.00	13.60	13.60	8.35	13.28	8.72	1.23	65.66
63	莫干山语	德清	33.00	7.35	16.81	10.97	7.29	1.26	2.35	17.28
64	金华锦翠蓝庭	金华	50.00	7.01	13.21	7.63	6.91	1.73	1.99	25.04
65	永康悦虹湾	永康	100.00	7.25	10.66	6.81	7.15	0.00	0.00	0.00
66	悦湖蓝庭	台州	51.00	17.97	14.97	4.48	17.63	0.00	0.00	0.00
67	滨江爱义南方大厦	深圳	51.00	4.88	14.00	8.41	2.35	0.00	0.00	0.00
合计			--	978.70	2,437.02	1,808.04	893.02	445.10	--	--

注：上表统计口径为全口径，包含公司并表和非并表项目
 资料来源：公司提供，联合评级整理

(3) 项目销售

2019年，公司销售金额保持增长，销售回款率保持较高水平；公司在售项目整体去化情况良好；在建项目剩余可售规模较大，对公司未来发展提供支撑；公司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，销售经验足，对于当地客群的特点比较了解。公司销售团队为客户提供从咨询、置业到交付一系列专业的服务，客户体验较好。2017—2019 年公司当期的销售费用率分别为 0.50%、0.76% 和 1.08%¹，比例较低，公司通过区域深耕较好的控制了销售成本。

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

¹ 当期销售费用率=当期销售费用/当期销售金额（并表）

表6 公司项目销售情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
签约销售面积	89.46	96.08	170.27	27.11
签约销售面积（全口径）	196.00	236.00	346.04	45.33
权益销售面积（全口径）	79.02	104.50	129.50	18.96
签约销售金额	305.60	400.90	530.83	78.72
签约销售金额（全口径）	615.00	850.10	1120.60	152.10
权益销售金额（全口径）	260.00	374.80	422.80	59.10
签约销售均价	3.42	4.18	3.12	2.90
销售回款率	89.13	81.02	95.02	97.44
结转面积	51.61	62.69	82.44	20.75
结转收入	130.95	202.71	242.24	36.20

注：1. 上表未标注口径的数据为并表口径；2. 全口径数据，包括合营、联营项目数据；
3. 2019年回款率=2019年实际回款金额/（2019年实际回款金额+2019年底存量未回款金额），2017、2018年计算方式相同
资料来源：公司提供

2019年，公司全口径签约销售面积和签约销售金额分别为346.04万平方米和1,120.60亿元，分别较2018年增长46.63%和31.82%；但公司权益销售金额占比由2018年的44.09%下降至2019年的37.73%。截至2019年底，公司可售货值2,027亿元。根据克而瑞发布的中国房地产企业全口径销售排行榜，公司2017—2019年分别位列第34位、第37位和第31位。公司连续多年位居杭州销售榜前列，2019年权益销售金额位居榜首。

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

3. 其他业务

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

公司酒店业务的经营主体包括杭州千岛湖滨江希尔顿度假酒店和杭州友好饭店有限公司。2019年，公司酒店业实现收入2.10亿元，较上年增长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，公司提供设计、施工以及后续管理方面的咨询服务，收取一定比例的管理费计入代建业务收入。公司以前年度收取的管理费用包括工程、营销管理费，2019年以来合作项目增加，公司为保障合作项目产品品质，对合作项目工程进行强管控，操盘项目相应的工程管理费由公司收取，营销管理费由合作方收取，公司2019年营销管理费收入同比大幅下降，同时公司合并报表处理将公司持股比例部分的收入全部抵消，只确认非权益部分的项目管理服务收入，上述因素共同导致公司2019年房产项

目管理服务收入大幅下降。

4. 经营效率

公司存货周转次数由 2018 年的 0.35 次下降至 2019 年的 0.23 次，流动资产周转次数由 2018 年的 0.32 次下降至 0.25 次，总资产周转率由 2018 年的 0.29 次下降至 2019 年的 0.23 次，公司经营效率下降。2019 年，公司经营效率指标均有所下降，主要系资产规模增幅较大所致。与同行业相比，公司经营效率尚可。

表 7 2019 年同行业经营效率指标对比情况（单位：次）

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

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

5. 经营关注

(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、上海及长三角其他城市市场，但目前开发的房地产项目仍主要集中在杭州地区，公司面临一定的业务区域集中风险。

(2) 土地权益占比有待提高

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

(3) 公司加速规模扩张，存在补库存需求

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

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，但相较于 2020 年的拿地计划，公司可能面临一定的资金支出压力。

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

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

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 年度财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见；2020 年 1 季度财务数据未经审计，相关指标未年化。2019 年，公司合并范围的子公司合计 137 家，较年初新增 51 家，减少 10 家，公司合并范围的变动对资产和利润规模等影响较小，且主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性仍较强。

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

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

2. 资产质量

2019 年，公司资产规模稳步增长，资产构成仍以流动资产为主；公司存货规模较大，考虑到杭州存货项目占比高，且杭州项目去化情况良好，公司存货变现能力较好；由于普遍采用合作开发模式，公司与合营联营房地产企业之间往来款规模较大；公司投资性房地产以成本法计量，存在一定升值空间。总体看，公司资产质量较好。

截至 2019 年底，公司资产总额 1,296.25 亿元，较上年底增长 48.05%，主要系流动资产增长所致。其中流动资产占 92.65%，较年初变化不大。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 1,196.54 亿元，较上年底增长 48.33%，主要系存货增长所致。截至 2019 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 10.04%）、其他应收款（占 15.30%）和存货（占 70.61%）构成。截至 2019 年底，公司货币资金 120.17 亿元，较上年底增长 67.14%，主要系销售及筹资取得的货币资金增加所致，其中使用权受限的货币资金共计 552.30 万元，主要为各类保证金，受限规模小。截至 2019 年底，公司其他应收款 183.19 亿元，较上年底增长 18.72%，主要系拆借款增加所致。截至 2019 年底，其他应收款累计计提坏账准备 12.83 亿元，综合计提比例为 6.55%；其中单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款为应收安远控股合作项目融资款，坏账准备计提金额为 7.24 亿元。截至 2019 年底，公司其他应收款金额前五名合计占当期其他应收款余额的比重为 31.52%，集中度一般。截至 2019 年底，公司存货为 844.94 亿元，较上年底增长 57.89%，主要系取得土地及在建投资增加所致；公司存货主要由开发成本（占 93.22%）和开发产品（占 6.78%）构成；公司存货未计提跌价准备。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 99.72 亿元，较上年底增长 44.80%，主要系长期股权投资和投资性房地产增加所致；公司非流动资产主要由投资性房地产（占 27.63%）、长期股权投资（占 25.78%）、递延所得税资产（占 15.16%）、其他权益工具投资（占 13.59%）和其他非流动金融资产（占 10.21%）构成。截至 2019 年底，公司长期股权投资 25.70 亿元，较上年底增长 67.83%，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。截至 2019 年底，公司投资性房地产账面价值合计 27.55 亿元，较上年底增长 72.07%，主要系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，累计折旧和累计摊销期末余额为 6.24 亿元。公司按照新金融工具准则对金融资产进行科目调整，截至 2019 年底，其他权益工具投资 13.55 亿元，其中投资金额较大的项目包括 Prologium Holding Inc. (3.22 亿元)、上海崇置城市建设发展合伙企业 (2.64 亿元)、北京中联康生物科技股份有限公司 (1.50 亿元) 和微宏动力系统 (湖州) 有限公司 (1.30 亿元)。截至 2019 年底，其他非流动金融资产 10.18 亿元，其中债务工具投资 8.66 亿元，权益工具投资 1.51 亿元。截至 2019 年底，公司递延所得税资产账面价值为 15.12 亿元，较年初大幅增长 56.86%，主要系内部交易未实现利润产生的可抵扣暂时性差异增加所致。

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

表 8 截至 2019 年底公司受限资产及占总资产情况 (单位: 亿元)

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	0.06	为借款提供抵押担保
存货	401.18	为借款提供抵押担保
投资性房地产	25.92	为借款提供抵押担保
固定资产	3.86	为借款提供抵押担保
无形资产	1.39	为借款提供抵押担保
合计	432.40	--

资料来源: 公司年报

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

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

2019 年，公司负债规模快速增长，预收款项规模较大，对未来结转收入提供有力支撑。公司债务规模增长较快，债务负担有所上升，但公司债务期限分布均匀，融资渠道以银行和公开市场为主，无非标融资，综合融资成本低。

截至 2019 年底，公司负债合计 1,072.13 亿元，较上年底增长 57.12%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占 79.42%，较年初增加 10.61 个百分点。

截至 2019 年底，公司流动负债合计 851.44 亿元，较上年底增长 81.34%；公司流动负债主要由预收款项 (占 65.30%)、其他应付款 (占 16.98%) 和一年内到期的非流动负债 (占 8.72%) 构成。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；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。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。同期，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。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部分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2020年(到期17.20亿元)和2021年兑付(到期63.36亿元)。具体情况如下表所示。

表9 截至2020年4月底公司债券发行情况(单位: 亿元、%)

债券简称	债券余额	发行时间	到期日期	票面利率(当前)
20 滨江房产 CP003	3.00	2020-03-10	2021-03-12	3.00
20 滨江房产 MTN002	5.00	2020-03-10	2023-03-12	3.85
20 滨江房产 CP002	9.00	2020-02-24	2021-02-26	3.24
20 滨江房产 MTN001	12.00	2020-02-18	2023-02-20	4.00
20 滨江房产 CP001	9.00	2020-01-07	2021-01-09	4.00
19 滨江房产 MTN001	9.00	2019-11-05	2022-11-07	5.35
19 滨江房产 CP003	9.00	2019-10-15	2020-10-17	4.50
18 滨江房产 MTN001	21.80	2018-03-13	2021-03-15	6.40
17 滨江房产 MTN002	8.20	2017-12-13	2020-12-15	6.50
17 滨房 01	6.00	2017-10-30	2022-10-31	5.80
16 滨房 01	20.56	2016-08-09	2021-08-10	5.30
合计	112.56	--	--	--

资料来源: Wind

截至2019年底, 公司全部债务350.66亿元, 较年初增长20.17%, 主要系短期债务增加所致。其中, 短期债务占37.09%, 长期债务占62.91%, 以长期债务为主, 债务结构良好。截至2019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82.71%、61.01%和49.60%, 较年初分别提高4.77个百分点、提高3.01个百分点和下降2.82个百分点。公司债务规模增加较快, 债务负担有所加重。

表10 截至2019年底公司有息债务到期分布情况(单位: 亿元、%)

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

注: 此表格数据未包括应付票据和其他应付款中的有息债务部分

资料来源: 公司提供

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

表 11 截至 2019 年底公司融资成本情况

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

资料来源：公司年报

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

（2）所有者权益

2019 年，随着公司业务规模的扩大，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。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 224.12 亿元，较上年底增长 16.04%；少数股东权益 58.45 亿元，较上年底增长 44.20%，主要系合作开发项目增加所致。公司归属于母公司所有者权益中股本、资本公积、盈余公积和少数股东权益占比分别为 18.78%、13.27%、6.49% 和 61.40%。

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

4. 盈利能力

2019 年，公司收入和利润规模持续增长，销售毛利率和总资产报酬率高于行业平均水平，公司整体盈利能力处于行业中上等水平。

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；营业成本同比增长 19.37% 至 161.96 亿元。2019 年，净利润为 39.73 亿元，同比增长 26.04%，其中归属于母公司所有者的净利润占比 41.06%，占比略有增长。归属于母公司所有者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。

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；公司销售费用 5.72 亿元，同比增长 86.50%，主要系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；公司财务费用 9.01 亿元，同比增长 37.10%，主要系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。

2019 年，公司投资收益 3.04 亿元，由上年的 -1.05 亿元增加至 3.04 亿元，主要系权益法核算的长期股权投资收益增长所致，投资收益占营业利润的比重为 5.61%。

从盈利指标来看，2019 年，公司营业利润率为 27.73%，较上年下降 2.69 个百分点；公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 9.30%、5.85% 和 19.04%，总资产收益率和总资产报酬率分别同比下降 1.34 个和 0.98 个百分点，净资产收益率同比增加 1.37 个百分点。公司盈利能力略有下降，但仍处于行业中上水平。

表 12 2019 年房地产上市公司盈利指标比较 (单位: %)

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

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

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

5. 现金流

2019 年, 随着房地产销售规模扩大, 项目销售回款大幅增长; 公司业务规模扩张、拿地支出增加, 经营活动净现金流波动性较大; 考虑到拿地支出及项目开发, 公司存在一定的融资需求。

经营活动方面, 2019 年, 公司经营活动现金流入量 432.98 亿元, 同比增长 95.08%, 主要系房地产项目销售回款增加所致。公司经营活动现金流出量主要受公司土地支出及房地产开发投入金额影响, 2019 年为 406.77 亿元, 同比增长 12.57%。2019 年经营活动产生的现金流量净额为 26.21 亿元, 转为净流入。

投资活动方面, 2019 年, 公司投资活动现金流入量为 85.40 亿元, 同比增长 145.52%, 主要系收回拆借款及利息较多所致; 公司投资活动现金流出主要受合作项目财务资助款支出及金融产品投资影响, 2019 年为 95.20 亿元。综上, 2019 年公司投资活动现金流量净额为-9.80 亿元。2019 年, 公司筹资活动前现金流量净额为 16.41 亿元, 2019 年公司房地产项目销售回款规模大幅增长, 经营活动现金流能够满足投资需求。

筹资活动方面, 2019 年公司筹资活动现金流入量为 252.27 亿元, 同比下降 19.62%, 主要系取得借款收到的现金同比减少所致; 筹资活动现金流出量为 220.48 亿元, 同比增长 77.25%, 主要系偿还债务支付及偿付利息的现流较上期增加所致; 公司筹资活动现金流量净额 31.79 亿元。

2020 年 1—3 月, 公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-25.46 亿元、-3.40 亿元和 35.65 亿元。公司经营活动现金流由上年的净流入转为净流出, 主要系拿地支出规模增加所致; 投资活动现金流持续为净流出, 同比减少 34.46 亿元, 主要系收回拆借款减少所致。

6. 偿债能力

随着公司债务规模的增长, 公司偿债指标有所下滑, 但仍属正常水平; 考虑到公司在售项目去化良好, 销售及回款规模较大, 公司偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看, 截至 2019 年底, 公司流动比率由年初的 1.72 倍下降至 1.41 倍; 速动比率由年初的 0.58 倍下降至 0.41 倍, 流动资产对流动负债的保护程度尚可; 2019 年, 公司现金短期债务比为 0.92 倍, 较上年基本无变化。总体上看, 公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看, 2019 年公司 EBITDA 为 65.74 亿元, 较上年增长 27.16%, 主要系利润总额和计入财务费用的利息支出增加所致; 公司 EBITDA 由折旧 (占比 3.13%)、摊销 (占比 0.17%), 计入财务费用的利息支出 (占比 14.51%) 和利润总额 (占比 82.20%) 构成; EBITDA 利息倍数由上年的 3.91 倍下降至 3.36 倍, EBITDA 全部债务比为 0.19 倍, 较上年基本无变化。整体看, 公司长期

偿债能力尚可。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得银行授信 621.45 亿元，未使用授信额度为 366.45 亿元（较 2019 年 3 月底增加 220.26 亿元），公司间接融资渠道畅通。作为上市公司，公司直接融资渠道通畅。

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

截至 2020 年 3 月底，公司共有两项重大未决诉讼，分别包括如下：

（1）公司与深圳市安远控股集团有限公司（以下简称“安远控股”）之间的深圳龙华区安丰工业区块城市更新改造项目未能推进，公司决定退出该项目合作并要求安远控股归还本金总额为 11.6 亿元的融资款因安远控股未能提供令人信服的还款计划，公司已向浙江省高级人民法院提起诉讼。经由浙江省高级人民法院主持调解，2018 年 9 月，公司与安远控股公司签订《民事调解书》，《民事调解书》内容逾期未执行。公司已向法院申请强制执行，执行案件已立案。公司将应收安远控股合作项目融资款计入其他应收款，截至 2018 年底，安远控股抵押及质押资产价值的评估价值合计 49,857.10 万元，考虑相应的受偿比例后预计可收回金额为 43,620.71 元，公司对该重大应收款项计提坏账准备 72,379.29 万元。此次计提坏账准备事项对公司 2018 年盈利情况有一定影响。目前无案件最新进展，款项尚未收回。

（2）2016 年 12 月，公司与上海湘府房地产开发有限公司（以下简称“上海湘府公司”）、上海崇滨建设发展有限公司（以下简称“上海崇滨公司”）、中崇集团有限公司（以下简称“中崇集团”）签署《上海湘府房地产开发有限公司股权合作框架协议》，公司以 7.98 亿元收购上海崇滨公司持有的上海湘府公司 10% 股权。因上海湘府公司未按协议支付相关固定收益，公司于 2018 年 9 月向上海国际经济贸易仲裁委员会递交仲裁申请书，申请解除上述合作框架协议；并请求依法判令上述上海湘府公司、上海崇滨公司、中崇集团共同向本公司返还资金 7.06 亿元和按约定支付年化 10% 的收益，作为股本投入的 0.92 亿元和《上海湘府房地产开发有限公司股权合作框架协议》中约定的超额收益在项目清算时另行处理。该案件已于 2020 年 1 月做出裁决：上海崇滨公司应返还公司借款人民币 7.06 亿元，并按年 10% 向公司支付固定收益。由于裁决仍在执行过程中，相关资金的回收存在不确定性，可能对公司的经营业绩造成不利影响。

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

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

7. 母公司财务分析

母公司收入规模较小，盈利主要来源于下属子公司；母公司债务负担尚属适中。

母公司不直接进行房地产项目开发和运营，营业收入主要为合作开发项目管理费收入及物业租金收入，收入规模较小，盈利主要来源于下属子公司。

截至 2019 年底，母公司资产合计 421.34 亿元，其中流动资产占 75.67%，非流动资产占 24.33%。截至 2019 年底，母公司流动资产 318.80 亿元，主要由货币资金（9.39 亿元）和其他应收款（302.62 亿元）构成。非流动资产 102.53 亿元，主要由长期股权投资（82.28 亿元）和其他非流动金融资产（8.66 亿元）等构成。截至 2020 年 3 月底，母公司资产总计 432.88 亿元，其中流动资产 329.14 亿元，非流动资产 103.74 亿元。

截至 2019 年底，母公司负债合计 283.20 亿元，其中流动负债占 75.18%，非流动负债占 24.82%。截至 2019 年底，母公司有息债务为 132.67 亿元，其中长期债务为 70.28 亿元，短期债务为 62.39 亿元。截至 2019 年底，母公司流动负债 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。非流动负债 70.28 亿元，由长期借款（11.47 亿元）和应付债券（58.81 亿元）构成。截至 2020 年 3 月底，母公司负债合计 293.49 亿元，其中流动负债 231.68 亿元，非流动负债 61.81 亿元；母公司有息债务为 129.57 亿元，其中长期债务 61.81 亿元，短期债务 67.76 亿元。截至 2019 年底及 2020 年 3 月底，母公司资产负债率分别为 67.21% 和 67.80%，全部债务资本化比率分别为 48.99% 和 48.17%。

2019 年，母公司营业收入 4.39 亿元，投资收益 13.88 亿元，利润总额 7.16 亿元。2020 年 1—3 月，母公司营业收入 1.09 亿元，投资收益 2.89 亿元，利润总额 1.11 亿元。

2019 年，母公司经营活动、投资活动、筹资活动净现金流分别为 3.67 亿元、-43.42 亿元和 45.86 亿元。2020 年 1—3 月，母公司经营活动、投资活动和筹资活动净现金流分别为 0.09 亿元、-5.39 亿元和 10.68 亿元。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 127.03 亿元，为“16 滨房 01”和“17 滨房 01”待偿本金（26.56 亿元）的 4.78 倍；公司净资产达 232.20 亿元，约为“16 滨房 01”和“17 滨房 01”待偿本金（26.56 亿元）的 8.74 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16 滨房 01”和“17 滨房 01”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 65.74 亿元，约为“16 滨房 01”和“17 滨房 01”待偿本金（26.56 亿元）的 2.48 倍，公司 EBITDA 对“16 滨房 01”和“17 滨房 01”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 432.98 亿元，约为“16 滨房 01”和“17 滨房 01”待偿本金（26.56 亿元）的 16.30 倍，公司经营活动现金流入量对“16 滨房 01”和“17 滨房 01”的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为大中型上市房地产开发企业，在区域内有很强的竞争优势，能够通过持续经营取得较高的盈利水平，联合评级认为，公司对“16 滨房 01”和“17 滨房 01”的偿还能力极强。

八、综合评价

2019年，公司作为国内优质上市房地产企业，在开发经验、区域竞争力和产品品质等方面具有竞争优势；公司在以杭州为主的浙江区域竞争力突出，产品品质优异，市场和同业认可度高；公司项目储备质量较好，2019年销售规模显著提升；公司融资渠道通畅，具有融资成本优势；受益以上因素，公司盈利能力强。同时，联合评级也关注到公司业务区域集中度高，债务杠杆上升，面临补库存需求等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建房地产项目的开发完成和实现销售，公司规模有望进一步扩张。

综上，联合评级上调公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时上调“16滨房01”和“17滨房01”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1 杭州滨江房产集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	602.44	875.52	1,296.25	1,410.11
所有者权益 (亿元)	163.60	193.14	224.12	232.20
短期债务 (亿元)	15.20	78.96	130.07	131.06
长期债务 (亿元)	80.70	212.85	220.60	269.35
全部债务 (亿元)	95.90	291.81	350.66	400.41
营业收入 (亿元)	137.74	211.15	249.55	37.81
净利润 (亿元)	23.10	31.52	39.73	7.94
EBITDA (亿元)	33.26	51.69	65.74	--
经营性净现金流 (亿元)	34.30	-139.40	26.21	-25.46
流动资产周转次数 (次)	0.28	0.32	0.25	--
存货周转次数 (次)	0.38	0.35	0.23	--
总资产周转次数 (次)	0.25	0.29	0.23	--
现金收入比率 (%)	144.59	104.31	171.24	216.09
总资本收益率 (%)	10.00	10.64	9.30	--
总资产报酬率 (%)	5.83	6.83	5.85	--
净资产收益率 (%)	14.40	17.67	19.04	--
营业利润率 (%)	22.17	30.42	27.73	36.89
费用收入比 (%)	4.38	6.03	7.43	10.55
资产负债率 (%)	72.84	77.94	82.71	83.53
全部债务资本化比率 (%)	36.96	60.17	61.01	63.30
长期债务资本化比率 (%)	33.03	52.43	49.60	53.70
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.14	3.91	3.36	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.35	0.18	0.19	--
流动比率 (倍)	1.48	1.72	1.41	1.44
速动比率 (倍)	0.81	0.58	0.41	0.42
现金短期债务比 (倍)	6.30	0.91	0.92	0.97
经营现金流流动负债比率 (%)	9.58	-29.69	3.08	-2.80
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.23	1.91	2.43	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2. 其他应付款和其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，长期应付款中的有息债务已计入长期债务。3. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
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+长期应付款
 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+应付短期融资款+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 3 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。