



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

跟踪评级公告

大公报 SD【2017】707 号

大公国际资信评估有限公司通过对杭州滨江房产集团股份有限公司及“15 杭滨江 MTN001”的信用状况进行跟踪评级，确定杭州滨江房产集团股份有限公司的主体长期信用等级调整为 AA+，评级展望维持稳定，“15 杭滨江 MTN001”的信用等级调整为 AA+。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一七年七月十三日



杭州滨江房产集团股份有限公司

主体与相关债项 2017 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2017】707 号

主体信用跟踪评级结果：**AA+** 评级展望：**稳定**上次评级结果：**AA** 评级展望：**稳定****债项信用**

债券简称	额度(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
15 杭滨江 MTN001	9	3	AA+	AA	2016.07

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2017.3	2016	2015	2014
总资产	509.49	495.45	422.30	382.46
所有者权益	154.23	157.33	109.35	92.10
营业收入	12.17	194.52	126.18	117.59
利润总额	5.40	28.16	20.72	11.61
经营性净现金流	24.60	131.31	80.49	-13.17
资产负债率(%)	69.73	68.25	74.11	75.92
债务资本比率(%)	36.95	38.92	47.64	56.80
毛利率(%)	37.64	25.05	32.27	22.50
总资产报酬率(%)	1.17	6.04	5.31	3.56
净资产收益率(%)	2.48	12.53	13.75	8.75
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	23.35	30.92	10.76	-1.46
经营性净现金流/总负债(%)	7.10	40.34	26.68	-4.38

注：2017 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：张建国
 评级小组成员：马映雪 于泓珺
 联系电话：010-51087768
 客服电话：4008-84-4008
 传 真：010-84583355
 Email：rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

杭州滨江房产集团股份有限公司（以下简称“滨江集团”或“公司”）主要从事房地产开发和销售业务。评级结果反映了受益于核心城市的布局，公司销售金额及销售面积持续增长，在杭州区域内竞争力较强，非公开发行新股的完成有利于资本结构的优化，有息债务规模控制能力较强，以及盈利能力仍较好等有利因素；同时也反映了公司面临房地产行业政策调控收紧，业务主要集中于杭州地区，存在一定区域集中风险以及有一定资金支出压力等不利因素。

综合分析，大公对公司“15 杭滨江 MTN001”信用等级调整为 AA+，主体信用等级调整为 AA+，评级展望维持稳定。

有利因素

- 受益于核心城市布局，2016 年公司销售金额和销售面积持续增长；
- 公司在杭州地区房地产市场仍处于领先地位，区域内竞争力较强；
- 2016 年，公司完成非公开发行新股，资本结构得以优化；
- 公司有息债务规模控制能力仍较强，在总负债中的比重处于较低的水平；
- 2016 年，公司收入及利润稳定增长，盈利能力仍较强。

不利因素

- 我国房地产行业已步入调整期，局部市场供需矛盾越发凸显，全国多个城市出台限购政策，房地产投资及销售有所放缓；
- 2016 年，公司业务仍集中于杭州地区，存在一定区域集中风险；
- 公司在建项目较多，仍保持较大投资量，具有一定资金支出压力。

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据大公承做的滨江集团存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公司对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

滨江集团前身为杭州滨江房产集团有限公司（以下简称“滨江房产”）。滨江房产成立于1996年8月，注册资本5,200万元，杭州江干区计经委持有其96%的股权。1999年7月，滨江房产实施企业改制，改制后股本总额为1,200万元，经营层戚金兴、朱慧明、莫建华、王祖根合计持有60%的股权，其余40%由杭州市江干区国有资产管理局持有。后经多次增资扩股、股权转让，滨江房产注册资本增至6,000万元，杭州滨江投资控股有限公司（以下简称“滨江控股”）持有其66%的股权。2006年11月，滨江房产变更设立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）。2016年3月，公司非公开发行新股407,442,890股，总股本增加至31.11亿元，募集资金总额为27.54亿元，主要发行对象为深圳平安大华汇通财富管理有限公司、兴业财富资产管理有限公司、财通基金管理有限公司和华龙证券股份有限公司，其中4.00亿元用于千岛湖东方海岸项目8、9#地块；1.50亿元用于衢州市月亮湾项目；4.50亿元用于萧山东方海岸项目；13.00亿元用于华家池项目；5.00亿元用于偿还银行贷款。

截至2017年3月末，公司注册资本为31.11亿元，滨江控股持有公司40.28%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，实际控制人仍为戚金兴。

2017年4月28日，滨江控股通过深圳证券交易所交易系统累计增持公司股份31,379,629股，占公司总股本的1.01%，增持人为滨江投资和滨江投资委托设立的兴业信托-兴发稳润1号集合资金信托计划（以下简称“兴发稳润信托计划”），滨江控股增持公司股份28,283,629股，滨江控股通过其委托设立的兴发稳润信托计划增持公司股份3,096,000股，合计增持公司股份31,379,629股。本次增持后，滨江控股合计对公司持股比例为40.38%。2017年5月5日，滨江控股通过滨江控股委托设立兴发稳润信托计划，由兴发稳润信托计划通过深圳证券交易所交易系统在二级市场买入公司股票，兴发稳润信托计划通过深圳证券交易所证券交易系统增持公司股份6,660,000股，占公司股份总额的0.21%。本次增持后，滨江控股通过普通证券账户及客户信用交易担保证券账户持有公司股份1,253,403,629股，并通过兴发稳润信托计划持有公司股份9,756,000股，合计持股比例为40.60%。

截至 2017 年 5 月 11 日，滨江控股持有公司股票 12.63 亿股，占公司总股本 40.60%，其中质押股票合计 5.76 亿股，占公司总股本的 18.51%。

公司拥有国家一级房地产开发资质，主要从事房地产开发和销售，兼营酒店、物业管理等业务。公司立足杭州市房地产市场，在区域内具有较强的综合竞争力。

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
15 杭滨江 MTN001	9 亿元	2015.11.13~ 2018.11.13	2.40 亿元用于规划公司下属子公司银行借款；6.60 亿元用于公司普通商品房项目建设建设开发。	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

宏观经济和政策环境

2016 年以来我国经济增长有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；短期内我国经济下行压力仍较大，但随着“十三五”规划和供给侧结构性改革的持续推进，我国经济仍具有保持中高速增长潜力

2016 年，我国经济整体表现为稳中趋缓、稳中有进、稳中有忧，产业结构持续优化，主要经济指标仍处于合理区间。2016 年，我国实现国内生产总值 744,127 亿元，同比增长 6.7%，增速同比下降 0.2 个百分点。根据国家统计局初步核算数据，2017 年一季度，我国实现国内生产总值 180,683 亿元，同比增长 6.9%，增速同比上升 0.2 个百分点。分产业看，第一产业增加值 8,654 亿元，比上年增长 3.0%；第二产业增加值 70,005 亿元，比上年增长 6.4%；第三产业增加值 102,024 亿元，比上年增长 7.7%，占国内生产总值的比重为 56.5%，高于第二产业 17.7 个百分点，产业结构更趋优化。经济景气度方面，2017 年 3 月，中国制造业 PMI 终值为 51.8%，较上月上升 0.2 个百分点，继续位于临界点之上。总的来看，2016 年以来，国民经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，运行较为平稳，结构调整在加快推进，保持稳中有进的态势，产业结构更趋优化。

从国际形势来看，2016 年以来，世界经济复苏总体不及预期，世界银行于 2016 年 6 月将 2017 年世界经济增长预期由 3.1% 下调至 2.4%。世界经济总体上仍处在危机后的深度调整之中，呈现出一种低增长、低物价、低利率、不平衡，且振荡加剧的特点。在宏观经济方面，美、欧、日等发达经济体总需求不足和长期增长率不高现象并存，新兴市场经济体总体增长率下滑趋势难以得到有效遏制；在金融市场方面，



发达经济体政府债务负担有所好转，但新兴市场经济体和发展中经济体政府债务负担未见改观，此外，全球非金融企业债务水平进一步升高，成为全球金融市场中新的风险点。2016年11月9日，特朗普当选美国总统，其团队所主张的医疗、贸易、金融、外交等方面政策，预示美国战略收缩力度将加大，继英国脱欧之后，美国大选结果将增加全球经济的不可预见性和波动性。继2016年12月14日后，美联储于2017年3月16日再次将联邦基金利率目标区间上调25个基点到0.75%至1.0%的水平，美元走强的同时大宗商品价格不可避免地承受更大的压力，同时加大了诸多国家货币汇率的贬值压力。整体而言，世界经济复苏存在一定的不稳定性 and 不确定性。

2015年以来，央行延续之前稳健的货币政策基调，更加注重松紧适度，适度预调微调。2015年内多次降息、降准，有效压低了短期流动性价格及社会融资成本。国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围向市场补充流动性，改善社会融资结构，同时颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资难问题。2015年11月3日，国家发布“十三五”规划建议稿，建议稿提出了创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，这五大发展理念将是“十三五”乃至更长时期我国发展思路、发展方向、发展着力点的集中体现。2016年，央行在继续稳健货币政策的基础上，加强对供给侧结构性改革中的总需求管理，为结构性改革营造中性适度的货币金融环境，促进经济科学发展和可持续发展。2017年3月，两会于北京召开，会议要求贯彻稳中求进工作总基调，坚持以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，依靠创新推动新旧动能转换和结构优化升级，全面深化改革，预计在稳增长的基调下改革将成为2017年经济工作的一大重点。

总的来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，国内经济下行的压力仍然较大。同时，我国工业化和城镇化仍处在一个加快发展的过程之中，“十三五”规划建议稿将创新置于最核心地位，新老产业交替时期，以“互联网+”为代表的新型产业是大势所趋，新型产业将会与工业化和城镇化高度融合，创造出新的经济增长动力。供给侧结构性改革将持续化解过剩产能和房产库存，促进基础设施和房地产行业的有效投资。从长期来看，我国经济仍具有保持中高速增长潜力。

行业及区域环境

城镇化建设是我国房地产发展的长期驱动力，为房地产行业提供发展空间；在宏观经济增速下滑背景下，国内房地产行业繁荣期结束，宏观调控政策将持续推动房地产行业结构性调整

1991年，我国启动住房制度市场化改革，加之我国城镇化建设的推进，国内房地产行业的市场化速度逐步加快。城镇化进程推进了人

口结构的转换，房地产的消费性需求、生产性需求和投资需求快速增长。1991~2016年，我国城镇化率从26.9%提升至57.4%，年均提升1.2个百分点；同期，我国商品房销售面积从0.3亿平方米上升至15.7亿平方米，年均增长率为17.2%。根据政府的发展规划，我国城镇化率将在2020年达到60%，2030年达到70%。城镇化水平的持续推进和质量的提升，将为房地产行业提供巨大的发展空间。

2005~2013年为房地产市场持续快速发展阶段，房价上涨过快、民众住房难、市场投机等问题愈加突出，行业“过热”迹象逐步显现。在此时期，政府开始加强对房地产市场的宏观调控，包括加快建立房地产市场发展的长效机制，推进市场配置与政府保障相结合的住房制度等。2010~2013年，房地产调控政策更趋于严厉，“国十一条”、“国十条”、“国五条”、“国八条”等政策相继出台。2014年，随着宏观经济增速下滑及调控政策的持续，房地产市场景气度明显下降，库存问题凸显。地方政府控制土地推出节奏，新入市土地大幅下降；同时，房地产企业以去库存为主要经营目标，开发新项目意愿普遍不强，商品房新开工面积显著缩小，开发投资增速快速回落。2015年，全年完成房地产开发投资95,979.0亿元，同比增长1.0%，增速同比下滑9.3个百分点。国内房地产行业长期繁荣期结束，开始步入调整期。2016年，全国房地产开发投资额为102,581.0亿元，同比增长6.9%，增速较2015年回升5.9个百分点。

长远来看，房地产行业仍将是国民经济的支柱产业，在整个国民经济体系中处于先导性、基础性地位，但部分城市房价上涨过快、住房供求结构性失衡等问题日益凸显，宏观调控政策将持续推动房地产行业结构性调整。

2016年以来，随着房地产销售市场及土拍市场热度持续攀升，不同城市因城施策，全国多个城市出台限购限贷等紧缩调控政策；公司债券审核新政的收紧将对房地产企业综合资质提出更高要求

作为投资的重要组成部分，稳定房地产投资成为对冲宏观经济下行压力的有力手段，房地产调控政策思路也因此出现重大调整。2014年，政府工作报告提出分类调控思路，政策导向更具市场化与针对性；2015年，政府工作报告再次提出，我国房地产行业政策面将延续市场化和去行政化理念，坚持分类指导，因地施策，稳定住房消费，促进房地产市场平稳健康发展。

2016年3月，政府工作报告提出完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策，适应住房刚性需求和改善性需求，因城施策化解房地产库存。从政策基调来看，以去库存为主旋律，维稳倾向明显。受房地产市场销量及价格不断攀升、土拍市场过热影响，2016年9月至10月初，全国二十余城市先后发布新一轮楼市调控政策，多地重启限购限贷，主要涵盖如下三类：一是仅对非本市户籍购房者的购房数量进行限制，如杭州、武汉和天津；二是加大购房首付款的比例，如北京

和天津等；三是对限购房屋的面积有所限定，例如郑州市限购 180 平方米以内的住房，厦门市限购 144 平方米以下的住房。此轮调控具有限购范围大、首付比例大幅提升、购房者门槛显著提高的特点。随着热点城市调控政策的加大和购房意愿的下降，预计未来房地产行业投资及销售热度将有所回落。

表 2 2015 年以来全国性房地产政策

时间	政策	主要内容
2015.03	税收政策调整	个人住房转让营业税免征年限由 5 年恢复至 2 年
	“3.30”新政	使用住房公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付款比例为 20%；拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的，再次申请住房公积金委托贷款购买普通自住房，最低首付款比例为 30%。拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的，再次申请商业性个人住房贷款购买普通自住房，最低首付款比例调整为不低于 40%
2015.11	公积金政策调整	提高贷款最低额度，二套房贷款时限取消，外地存缴公积金可在京买房。
2016.02	首付比例调整	在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付比例调整为不低于 20%，对拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，最低首付款比例调整为不低于 30%。
	税收政策调整	首套房 144 平方米以上房屋契税由 3% 降至 1.5%；二套房契税由 3% 降至 1%（90 平米以下），由 3% 降至 2%（90 平米以上）。
2016.03	二套房贷款首付比调整	对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房，最低首付款比例调整为不低于 40%。使用住房公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付 20%；拥有一套住房并已结清贷款的家庭，再次申请住房公积金购房，最低首付 30%。
	税收政策调整	个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的非普通住房对外销售的，按照其销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的普通住房对外销售的，免征营业税。

资料来源：根据相关网站整理

在货币政策方面，2016 年 9 月，上海证券交易所实施房地产公司债券审核新政，调整了发债准入门槛和进行分类管理，在确定资质良好、主体评级 AA 及以上的基础范围条件下，增设四类条件及五项指标，根据触发指标数量，将房地产企业划分为正常类（触发一项）、关注类（触发两项）及风险类（触发三项及以上），正常类、关注类企业可正常发行，风险类企业发债将受限。此次方案的推出限制了部分企业的发行资格，发债政策的收紧将对企业综合资质提出更高要求。

总体而言，目前房地产行业调控压力依然较大，调控方向将从行政手段逐渐转变为长效的经济手段，市场化和去行政化理念将进一步

得到贯彻，抑制房地产市场的过热将成为未来一段时间的调控目标。

2016年，受前期政策的转变有效地促进了房地产市场的回暖，商品房销售规模和全国一手房价格指数企稳回升；但受近期各地出台紧缩调控政策的影响，行业投资增速将出现下滑

2016年，国内完成商品房销售面积15.7亿平方米，同比增长22.5%；商品房销售额117,627.0亿元，同比增长34.8%；商品房销售面积和销售额增幅较大。

价格方面，随着行情的逐步好转，房地产企业一手房价格288指数止跌回稳。随着交易量的提升和价格企稳，国房景气指数2015年7月起波动回升，由2015年6月的92.6增至2016年12月的94.1，但仍处于历史较低水平。投资方面，2016年，土地成交款为9,129亿元，同比增长19.8%，新开工面积同比增长8.1%，房地产开发投资同比增长6.9%，增速较2015年回升5.9个百分点。在持续的政策、销售利好，以及持续的流动性宽松的环境下，房地产企业在一、二线的拿地和投资意愿亦有所恢复。在经历短期探底之后，温和回升。

总体而言，2016年以来，在房地产调控政策的陆续推出，以及宽松的货币政策支持下，国内房地产市场销售和价格方面已实现企稳回升，宽松货币政策在需求和供给两个方面对房地产市场形成较强的支持，但目前房地产企业仍以去库存为主要目标，同时伴随不同城市的紧缩调控政策出台，预计未来房地产行业投资增速将出现下滑。

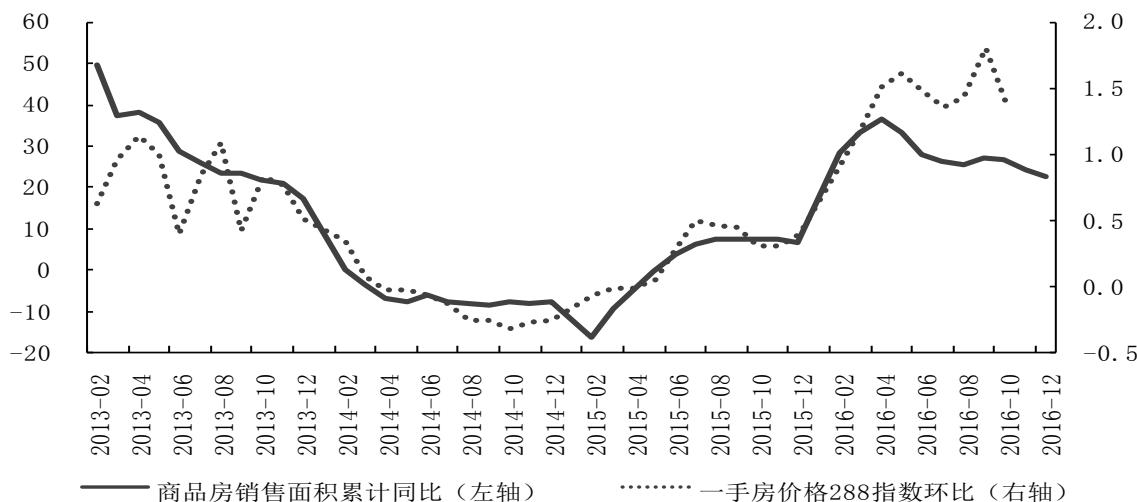


图1 2013年2月至2016年12月我国房地产市场销售及价格变化情况 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯

2016年，前期市场回暖使得库存压力得到一定释放，但市场分化日益明显；一、二线城市政策的向好带动了市场的回暖，但三线及以下城市库存问题仍然突出；2016年9月以来，随着部分城市调控政策的实施，商品房销售增速将有所放缓

从城市分类来看，一、二线城市对房地产市场政策较为敏感，政策刺激对三线及以下城市房地产市场的效果一般。2016年2~4月，一、二线城市价格持续攀升，市场成交持续向好，库存压力得到有效释放；2016年4月以来，一方面一线及热点二线城市因城施策，出台收紧政策，另一方面部分压力较大的城市仍继续出台上调公积金贷款额度，提供购房补贴等刺激政策，因此一线城市房价再次进入调整，二线城市价格增速有所放缓，三线及以下城市价格则呈现小幅的波动，房地产利好政策对三线及以下城市刺激有效性一般，区域仍面临较大的去库存压力；2016年9~10月初，受全国二十余城市先后发布新一轮楼市调控政策影响，全国商品房价格增速环比有所回落，一、二线城市增速下滑显著。

根据易居研究院发布数据，2016年12月，35个城市中，一、二、三线城市新建商品住宅存销比分别为7.2个月、8.6个月和12.4个月，环比均有所下降，三类城市的去化速度均有提高，其中三线城市下滑幅度较大，但由于房地产库存基数大，三线城市仍面临较大的库存压力。

因此，本轮房地产市场的回暖主要源自于一、二线城市的拉动，区域房地产市场分化更为显著；一、二线城市市场逐步向好，而三线及以下城市的高库存问题仍然较为严峻，但是，随着一线及部分热点二线城市调控政策的进一步实施，商品房销售增速将有所放缓。

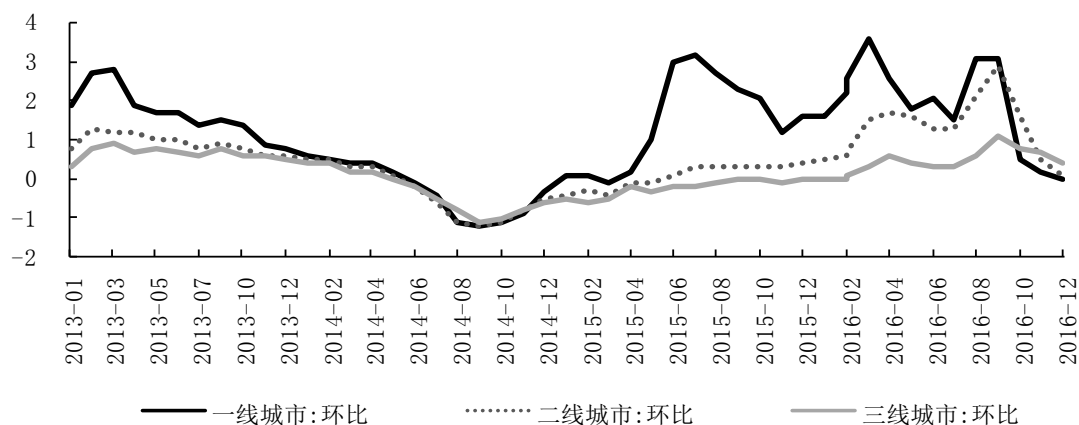


图2 2013年1月至2016年12月我国70个大中城市新建住宅价格指数环比情况 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯

杭州市经济发展水平较高，地理位置和居住环境优美，未来房地产市场发展空间较大；2016年9月以来，随着杭州房地产市场政策的转向，杭州商品房销售增速将有所放缓

杭州市是浙江省省会，也是长江三角洲重要的中心城市和东南部交通枢纽。根据《杭州市城市总体规划（2001~2020）》，杭州市将实施“城市东扩、旅游西进、沿江开发、跨江发展”的总体发展战略，其中，江干区、西湖区、滨江区等成为重点发展区域；城市布局则遵循“一主三副六组团”的开放式空间结构，以钱塘江为轴线形成新的网络化组团式布局。2016年，杭州实现地区生产总值1,150.49亿元，同比增长9.5%。其中第一产业增加值304.84亿元，第二产业增加值3,977.39亿元，第三产业增加值6,768.26亿元，分别增长1.9%、4.7%和5.2%。作为浙江省的省会，杭州市的城市聚集能力和辐射能力逐年提升，省会城市的中心化作用日益凸显。杭州市及其周围的义乌、绍兴、余姚、永康等地区民营经济十分发达，房地产投资性需求旺盛。同时，杭州市“环湖、沿河、滨江、临溪、向海”，地理位置和居住环境优美，在国内宜居城市中排名处于前列。2016年，杭州市房地产开发投资达2,606.41亿元，同比增长5.4%，同期，房屋新开工面积为11,562.96万平方米，同比下降3.8%，房屋竣工面积为1,922.99万平方米，同比上升15.5%。2016年，杭州房地产市场累计成交商品房2,326.69万平方米，同比上升57.1%，其中住宅销售1,887.11万平方米，同比增长46.1%。杭州市经济发展水平较高，地理位置和居住环境优美，杭州房地产市场发展空间仍较大。但由于投资性需求比重较大，杭州地区房地产市场对政策调控较为敏感。

2016年2月29日，浙江省杭州市政府办公厅正式发布《关于进一步促进房地产市场健康稳定发展的通知》（下称《通知》），称为楼市新政的“杭十条”，共十条，涉及优化土地供应、推进住房保障货币化、促进住房消费、发展住房租赁市场、鼓励房企转型发展、优化发展环境等方面。2016年9月28日，杭州政府出台了《杭州市人民政府办公厅转发市房管局等部门关于外地人在杭购房入户试点办法的通知》（杭政办〔2006〕6号）、《杭州市人民政府关于促进杭州市房地产市场健康稳定发展的若干意见》（杭政函〔2008〕211号）、《杭州市人民政府关于加强保障性住房建设支持自住型和改善型住房消费促进房地产市场健康稳定发展的若干意见》（杭政函〔2010〕3号）和《关于进一步加快萧山区余杭区与主城区一体化发展的若干意见》（市委〔2014〕17号）等政策，在公积金贷款政策方面，明确自2016年9月28日起，在市区限购范围内，职工家庭拥有一套住房但未结清相应商业性购房贷款，再次申请公积金贷款购买普通自住住房的，公积金贷款首付款比例由不低于40%调整为不低于50%；在商业性住房贷款政策方面，明确自2016年9月28日起，在市区限购范围内，对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房，最低首付款比例由不低于30%调整为不低于50%。2016年11



月 10 日，杭州实施进一步住房限购、上调住房公积金贷款和商业性住房贷款首付比例，主要内容首付款比例从不低于 20% 调整为不低于 30%，拥有 1 套住房但未结清相应商业性购房贷款，再次申请住房公积金贷款购买普通自住住房的，首付款比例从不低于 50% 调整为不低于 60%；拥有 2 套及以上住房或未结清住房公积金贷款的，不得申请住房公积金贷款。2016 年 11 月 10 日，杭州实施进一步住房限购、上调住房公积金贷款和商业性住房贷款首付比例，主要内容首付款比例从不低于 20% 调整为不低于 30%，拥有 1 套住房但未结清相应商业性购房贷款，再次申请住房公积金贷款购买普通自住住房的，首付款比例从不低于 50% 调整为不低于 60%；拥有 2 套及以上住房或未结清住房公积金贷款的，不得申请住房公积金贷款。伴随杭州市紧缩调控政策的陆续出台，预计未来杭州市房地产行业投资增速将有所放缓。

经营与竞争

房地产业务仍是公司收入和利润的主要来源；2016 年，公司营业收入稳定增长，毛利率略有下降

房地产业务仍为公司收入和利润的主要来源，占比均保持在 90% 以上，酒店、物业管理及其他业务主要围绕房地产主营业务展开，作为收入和利润的补充，其他业务主要包括物业出租，毛利率相对较高，但对收入和毛利润的贡献较小。2016 年，随着公司房地产项目的交付结转，营业收入同比大幅增长 54.17%，但受当期低毛利项目结转占比较大的影响，毛利率同比下降 7.22 个百分点。2016 年，房地产业务营业收入为 189.02 亿元，同比增长 56.71%，一方面随着房地产项目的交付结转的增加；另一方面为 2016 年公司将代建业务由其他业务并入房地产业务；随着代建业务并入房地产业务，2016 年，其他业务营业收入、毛利润分别同比减少 0.66 亿元和 0.76 亿元，毛利率同比下降 18.67 个百分点。公司酒店和物业管理业务对收入和利润贡献均较小。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.17 亿元，同比下降 74.24%，主要当期公司房地产项目交付结转规模较少所致；毛利润同比大幅下降 9.51 亿元；毛利率为 37.64%，同比增加 7.10 个百分点。

整体来看，2016 年，公司营业收入和毛利润仍主要来自于房地产业务，经营结构相对平稳，营业收入大幅增长。预计未来 1~2 年，公司仍将保持以房地产为主的经营结构，整体经营规模将平稳发展。

表 3 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司营业收入、毛利润及毛利率情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年 1~3 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	12.17	100.00	194.52	100.00	126.18	100.00	117.59	100.00
房地产 ¹	11.07	90.96	189.02	97.17	120.62	95.60	113.47	96.50
酒店	0.28	2.33	1.63	0.84	1.71	1.36	1.61	1.37
物业管理	0.44	3.61	2.41	1.24	1.72	1.36	1.28	1.09
其他	0.38	3.10	1.46	0.75	2.12	1.68	1.22	1.04
毛利润	4.58	100.00	48.72	100.00	40.72	100.00	26.45	100.00
房地产	4.16	90.87	47.05	96.56	38.08	93.51	24.40	90.74
酒店	0.14	3.04	0.65	1.34	0.78	1.92	0.71	2.70
物业管理	0.08	1.84	0.22	0.45	0.29	0.70	0.22	0.84
其他	0.20	4.26	0.80	1.65	1.56	3.84	1.12	5.72
毛利率	37.64		25.05		32.27		22.50	
房地产	37.60		24.89		31.57		21.50	
酒店	49.04		40.17		45.86		44.32	
物业管理	19.15		9.04		16.68		17.27	
其他	51.71		55.06		73.73		91.60	

数据来源: 根据公司提供资料整理

● 房地产

公司在杭州地区房地产市场仍处于领先地位, 部分产品的高端精装修、环境营造以及物业服务优势突出, 在区域内仍具有较强的竞争力; 公司产品类型丰富, 能够满足市场的多层次需求; 代建业务的发展将对公司盈利构成有力补充

公司为杭州地区知名房地产企业, 成立以来先后开发“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。2005 年, 公司推出高端项目“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; 2006 年, “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。公司产品在高端精装修、环境营造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。公司在杭州 2016 年度房企《销售权益榜》TOP10 中位于第四名², 具有较强的品牌影响力。

根据区域内的需求特点, 公司形成了高周转和高端精装修两大产

¹ 2014~2015 年公司将其其他业务中的物业租赁纳入到房地产业务中; 2016 年及 2017 年 1~3 月公司将代建业务纳入房地产业务中。

² 数据来源: 克而瑞江浙区域 2016 年度杭州房企权益排行榜。

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”五个类型的产品标准化体系³，能够满足市场的多层次需求。

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。总体上看，公司代建费收入在代建项目销售收入中的占比在 3.00%~6.00%左右。2016 年及 2017 年 1~3 月，公司代建业务分别实现收入 2.55 亿元和 1.37 亿元。综合来看，公司代建项目收入较为稳定且成本较低，代建业务的发展对公司盈利构成有利补充；但由于公司代建项目主要为品牌输出和专业的管理，如若代建项目出现工程 and 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。

受益于核心城市的布局，2016 年公司签约销售额持续增长；但公司业务仍主要集中于杭州地区，存在一定区域集中风险

受益于核心城市的布局，公司签约销售持续增长，2016 年，签约销售额为 212.98 亿元，同比增长 32.80%；签约销售面积为 87.24 万平方米，同比增长 11.95%；结算面积为 97.75 万平方米，同比大幅增加 50.23 万平方米；结算金额为 186.47 亿元，同比增长 56.05%。

2017 年 1~3 月，公司签约销售额为 73.94 亿元；签约销售面积为 25.03 万平方米；结算金额为 9.70 亿元；结算面积为 4.80 万平方米。

³ A+类产品：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。

表 4 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司房地产业务运营情况

项目	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年	2014 年
新开工面积（万平方米）	12.23	79.20	40.23	43.22
竣工面积（万平方米）	- ⁴	68.94	62.58	48.70
销售面积（万平方米）	25.03	87.24	77.93	49.48
销售金额（亿元） ⁵	73.94	212.98	160.38	94.21
结算面积（万平方米）	4.80	97.75	47.52	45.99
结算金额（亿元）	9.70	186.47	119.49	112.56
平均销售价格（元/平方米）	29,541	24,413	20,580	19,040
平均结算价格（元/平方米）	20,208	19,076	25,145	24,475

数据来源：根据公司提供资料整理

从业务区域构成来看，2016 年，公司业务区域仍以杭州地区为主，占比为 77.83%，同比下降 4.24 个百分点，但仍占比很高，存在一定区域集中风险。同时，全国性大型房地产企业积极布局杭州地区市场，万科企业股份有限公司、龙湖地产有限公司、融创中国控股有限公司业务扩展速度较快，区域市场竞争日益激烈。

表 5 2014~2016 年公司营业收入地区构成情况（单位：亿元、%）

地区	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
杭州地区	151.41	77.83	103.55	82.07	101.25	86.11
衢州地区	16.24	8.35	1.66	1.32	4.90	4.17
绍兴地区	16.81	8.64	14.91	11.82	1.92	1.63
金华地区	3.02	1.55	6.05	4.80	9.50	8.08
嘉兴地区	7.04	3.62	-	-	-	-
合计	194.52	100.00	126.18	100.00	117.59	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

2016 年以来，公司土地储备丰富，项目较为充足，仍能够为未来可持续发展提供一定保障

公司主要通过招拍挂和收购的方式获取土地，持续深耕杭州地区，积极关注上海、深圳等地区的投资机会。

⁴ 公司未提供 2017 年 1~3 月竣工面积。⁵ 销售金额不包含代建项目销售金额。

表 6 截至 2016 年末公司在建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	权益比重	土地面积	计容建筑面积	预计总投资额	已投资额
武林壹号	50.00	10.41	33.40	110.76	92.93
公园壹号	50.00	24.13	23.89	54.40	40.50
华家池	51.00	4.73	18.90	65.80	55.82
萧山东方海岸	50.00	8.74	21.85	25.18	20.80
千岛湖东方海岸	100.00	25.72	19.20	19.00	12.17
平湖万家花城项目	35.10	45.99	93.08	57.45	28.56
东方星城	30.00	4.88	12.68	21.59	19.04
锦绣之城	51.00	3.64	10.90	35.00	22.58
天目山小镇	100.00	22.30	13.38	14.00	0.34
合计	-	150.54	247.28	403.18	292.75

数据来源：根据公司提供资料整理

从新增项目情况来看，2016 年，公司新增土地储备 12 个，其中 9 块位于杭州，2 块土地位于上海，1 块位于义乌，新增土地储备（未考虑权益部分）82.58 万平方米，新增计容建筑面积（未考虑权益部分）为 160.81 万平方米，同比增加 56.53 万平方米，2016 年，公司购地支出共计 114.16 亿元，截至 2016 年末，公司土地储备（未考虑权益部分）合计 210.72 万平方米，其中在建项目共计 9 个，计划总投资额为 403.18 亿元，已完成投资额 292.75 亿元。从土地储备区域分布来看，仍以杭州地区为主。总体而言，公司土地储备丰富，项目较为充足，能够满足未来 2~3 年的开发需求。

公司注重项目成本控制，建立了差异化的成本控制体系，但土地和建安成本的上升增大了成本控制压力；公司与工程施工方建立长期合作关系，能够提高施工效率，保证产品质量

公司高级管理人员有丰富的工程管理经验，十分注重项目的成本控制。公司制定了较为完善的成本控制方法和流程，坚持在保证产品品质的基础之上进行工程成本控制。根据产品标准化体系，公司针对各类产品的特点，建立了差异化的成本控制体系。但是杭州地区土地出让价格上升，以及建安成本上涨，增大了公司成本控制压力，对公司的盈利能力可能造成不利影响。

在拿地阶段，公司根据土地位置、周围环境，以及市场需求状况等调查结果，确定产品类型和各业态配比。设计是降低成本的关键环节，公司要求设计需具备预见性和超前性，并对项目投入设定限额，以取得最优的设计方案。在工程施工方面，公司与工程总承包方浙江城投建设有限公司、浙江耀华建设集团有限公司、杭州中豪建筑工程有限公司、园林景观施工方棕榈园林股份有限公司、精装修施工方浙江亚厦装饰股份有限公司、上海市装饰建筑工程集团有限公司等建立了长期合作关系。长期合作有利于提高施工效率，减少无效投入，降

低工程成本；同时，长期的合作便于施工方了解公司的产品体系，能够较好地保证产品品质。针对不同产品类型，公司在结算阶段对成本控制成果进行考核，总结各类产品成本结构及过程控制要点，积累成本管理管理经验。

● 酒店、物业服务及其他

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；杭州友好饭店有限公司地处杭州市中心，毗邻西湖景区，为涉外四星级酒店。

公司物业管理业务经营主体为杭州滨江物业管理有限公司（以下简称“滨江物业”）。滨江物业具备国家一级资质物业管理资质，主要负责公司开发项目的后续物业服务。2017年2月，公司发布公告将旗下杭州滨江物业管理有限公司（简称“滨江物业”）100%股权，以3.06亿元的价格转让给杭州滨江投资控股有限公司，公司未来将不再进行物业管理服务业务。

公司其他业务主要包括物业租赁，目前公司持有的投资性物业主要集中于杭州，包括写字楼和商铺等。

公司治理与管理

截至2017年3月末，公司注册资本31.11亿元，滨江投资持有公司40.28%，为控股股东，戚金兴持有滨江控股64.00%的股权，戚金兴为公司的实际控制人。在公司治理方面，公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所股票上市规则》、《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》和中国证监会有关法律法规等的要求，不断完善公司治理结构，健全内部管理和控制制度。公司治理结构较为完善，为公司的健康发展奠定了良好基础。

房地产主业方面，公司明确区域发展战略，第一，在上海及深圳市场采取“进攻”战略，主要采取以多种合作模式来积极获取土地。第二，在杭州市场采取“相持”战略，主要为稳固公司在杭州的地位，采取独立开发、合作、代建等多种模式。第三，在北京及京津冀地区寻找机会突破，在未来三、四线城市将采取快速开发去化战术。根据自身的业务规模和项目分布的特点，公司建立了二级管理的扁平化的组织架构。扁平化组织架构有助于董事会和管理层快速有效进行决策，并使得决策能高效地传递和执行。公司高层管理者直接分管开发项目，负责项目的日常管理。项目重大节点则由公司总经理或常务副总经理直接负责，确保了销售、交付工作的完成质量和进度。在产品定价方面，公司董事会能够根据销售部门员工、相关中层干部及高管的意见进行决策。精简有效的管理方式使得公司管理层能够准确地掌握和控制内部运营情况，提高管理效率。

公司是杭州地区房地产开发领先企业，在区域内具有较强竞争力，2016年以来销售业绩保持良好持续增长，规模优势明显；产品类型丰富，能够满足市场多层次的需求，产品的高端精装修、环境营造以及物业服务的优势突出。目前公司的土地储备丰富，项目较为充足，为未来发展提供较强的支撑。公司业务主要集中于杭州地区，区域房地产市场波动和竞争加剧可能引发经营风险。目前，公司通过代建、联合经营、异地项目拓展、与房地产投资商合作等方式降低区域房地产市场波动带来的风险，提升经营水平。综合来看，公司具备很强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了2016年及2017年1~3月财务报表。天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2016年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2017年1~3月财务报表未经审计。

资产质量

2016年以来，公司资产规模随着项目开发的拓展而继续增长，仍以流动资产为主，存货在流动资产中占比仍保持较高水平；公司其他应收款规模较大，对资金形成一定占用

2016年以来，公司资产规模随着业务的拓展而保持增长，仍以流动资产为主，但占总资产的比重持续下降，其中存货在流动资产中仍保持很高的占比。截至2017年3月末，公司总资产为509.49亿元，流动资产占总资产的比重为87.22%，其中存货占流动资产的比重为59.80%。

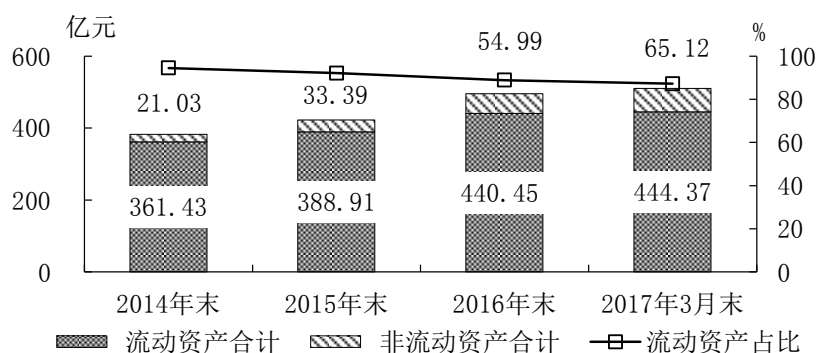


图3 2014~2016年末及2017年3月末公司资产构成情况

公司流动资产仍主要由存货、货币资金和其他应收款构成。2016年末，公司存货为262.78亿元，同比下降13.94%，主要为项目的销售结转增加；公司存货占总资产的比重为53.04%，占比较高，其中开发产品和开发成本占存货的比重为11.82%和88.17%，库存结构保持在合理水平，公司开发产品及开发成本主要集中在杭州地区，整体现房去

化情况较好；公司共计提存货跌价准备 0.55 亿元，全部为对西溪明珠项目计提的存货跌价准备。

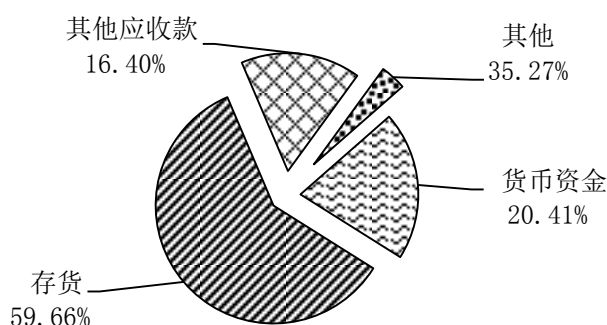


图 4 2016 年末公司流动资产构成情况

2016 年末，公司货币资金为 89.91 亿元，同比大幅增加 46.76 亿元，占总资产的比重为 18.15%，主要为公司房地产项目销售较好，销售回款大幅增加所致，其中受限货币资金为 0.09 亿元，主要为保证金。同期，其他应收款为 72.23 亿元，占流动资产的比重为 16.40%，同比增加 38.62 亿元，主要为对联营、合营企业按公司持股比例提供除注册资本外的项目投入款增加所致；公司共计提坏账准备 3.20 亿元，同比增加 2.13 亿元。2016 年末公司前五大其他应收款占其他应收款余额的比例为 74.84%，占比较高，全部为拆借款。总体来看，其他应收款规模较大，对资金形成一定占用。

表 7 2016 年末公司其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	是否关联方	款项性质	账面余额	年限	占其他应收款期末余额的比例
绿城房地产开发集团有限公司	非关联方	拆借款	13.26	1 年以内	24.87
			5.50	1 至 2 年	
杭州滨保房地产开发有限公司	关联方	拆借款	16.69	1 年以内	22.13
上海滨安房地产开发有限公司	关联方	拆借款	8.70	1 年以内	11.54
杭州京滨置业有限公司	关联方	拆借款	6.43	1 年以内	8.53
义乌滨信房地产开发有限公司	关联方	拆借款	5.86	1 年以内	7.77
合计	-	-	56.44	-	74.84

2017 年 3 月末，公司货币资金为 82.51 亿元，同比下降 8.22%；其他应收款为 50.00 亿元，较 2016 年末下降 30.78%，主要为收回对联营合营企业除项目注册资本外投入的财务资助款所致；其他的主要流

动资产科目较 2016 年末无显著变化。

公司非流动资产主要由投资性房地产、可供出售金融资产和长期应收款构成。2016 年末，公司投资性房地产为 18.65 亿元，同比下降 4.10%，以成本计量；可供出售金融资产为 16.36 亿元，同比增加 10.46 亿元，主要为公司增加对外投资所致，其中以公允价值计量的为 1.97 亿元，以成本计量的为 14.29 亿元；新增长期应收款 11.60 亿元，为信托资金计划。

2017 年 3 月末，可供出售金融资产为 22.48 亿元，较 2016 年末增长 37.39%，主要为对外投资增加所致；其他的主要非流动资产科目较 2016 年末无显著变化。

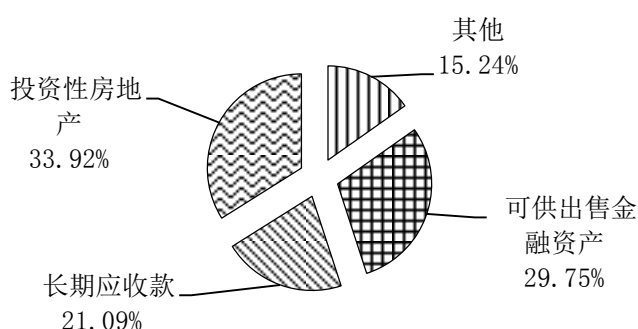


图 5 2016 年末公司非流动资产构成情况

2016 年公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 701.41 天和 1.92 天，存货周转效率和应收账款周转效率同比均有所下降。2017 年 1~3 月，公司存货周转天数与应收账款周转天数分别为 3, 133.18 天和 11.86 天。

截至 2016 年末⁶，公司受限资产为 65.05 亿元，占总资产的比重为 13.13%，占净资产的比重为 41.34%；货币资金为 0.08 亿元，为保证金；存货为 51.01 亿元；固定资产为 1.09 亿元；投资性房地产为 11.30 亿元；无形资产为 1.56 亿元；均为借款提供抵押担保。

综合来看，公司资产规模随业务拓展继续增加，资产结构较为稳定，流动资产占比较高，存货在流动资产中占比仍保持较高水平，同时公司其他应收款规模较大，对资金形成一定占用。

⁶ 公司未提供截至 2017 年 3 月末的受限资产情况。

资本结构

2016年以来，公司负债随着经营规模扩大而增长，仍以流动负债为主，预收款项在负债中占比较高；公司有息债务规模控制能力较强，在总负债中的比重处于较低的水平；公司于2016年完成非公开发行新股，有利于资本结构的优化

2016年以来，公司负债持续增长，仍以流动负债为主。

2017年3月末，公司负债为355.26亿元，流动负债占总负债的比重为80.81%。

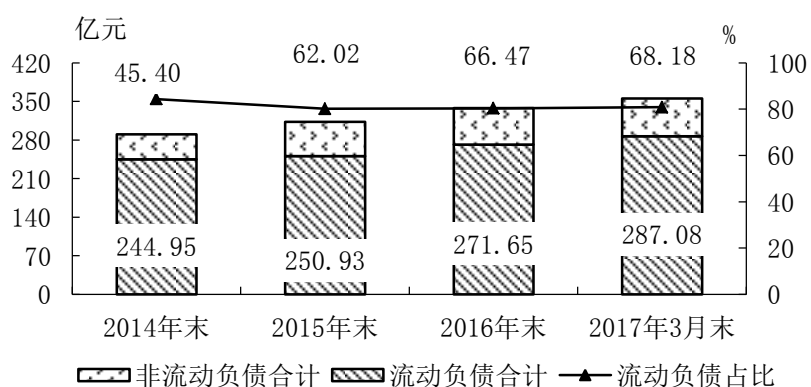


图6 2014~2016年末及2017年3月末公司负债构成情况

公司流动负债仍主要由预收款项、其他应付款和应付账款构成。2016年末，公司预收款项为198.63亿元，同比增长12.86%，占总负债的比重为58.75%，由于公司房地产项目预售情况良好，且预收款规模较大，预计未来1~2年随着商品房交予客户，预收款项将逐步结转为公司营业收入，为公司经营业绩提供保障；其他应付款为31.63亿元，同比下降36.11%，主要是支付的合作开发项目合作方投入款增加所致；应付账款为20.77亿元，同比增长54.40%，主要是为房产开发未付工程款增加。

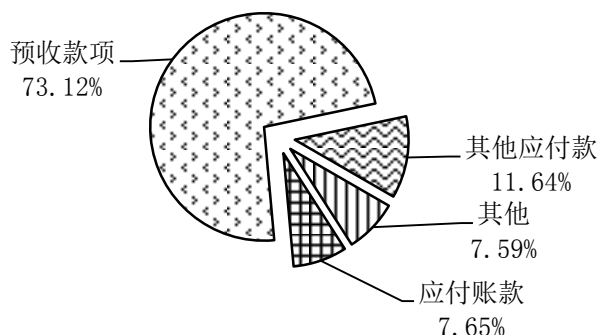


图7 2016年末公司流动负债构成情况

截至2017年3月，公司预收款项为233.11亿元，较2016年末增长17.36%；其他应付款为17.63亿元，较2016年末下降44.26%，主要为归还合作开发项目合作方投入款所致；应付账款为18.18亿元，较2016年末下降12.50%，其他的主要流动负债科目较2016年末无显著变化。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2016年末，公司长期借款为31.19亿元，同比下降41.17%，主要为公司归还部分借款所致；应付债券为29.79亿元，同比增加20.79亿元，主要为公司于2016年8月发行1期21.00亿元的公司债。2016年末，公司新增长期应付款5.48亿元，为美国之路区域中心EB-5项目借款。

2017年3月末，公司长期借款为11.92亿元，较2016年末下降61.80%，主要归还借款所致；应付债券为50.80亿元，较2016年末增长70.52%，主要为公司于2017年2月28日发行1期21.00亿元的中期票据所致；其他的主要非流动负债科目较2016年末无显著变化。

表8 2014~2016年末及2017年3月末公司有息债务及占总负债情况（单位：亿元、%）

项目	2017年3月末	2016年末	2015年末	2014年末
短期有息债务	22.20	33.78	37.48	75.76
长期有息债务	68.18	66.47	62.02	45.33
总有息债务	90.38	100.25	99.50	121.09
短期有息债务占总总有息债务比重	24.56	33.70	37.67	62.57
总有息债务占总负债比重	25.44	29.65	31.79	41.70

有息债务方面，2016年末，公司总有息债务为100.25亿元，同比增加0.75亿元，以长期有息债务为主，长期有息债务占总总有息债务的比重为62.33%，同比提高24.90个百分点，主要为近年来公司发行多期债务融资工具的影响，其债券期限结构不断优化；总有息债务占总负债的比重为29.65%，同比下降2.14个百分点。截至2017年3月末，

公司总有息债务为 90.38 亿元，较 2016 年末略有下降，总体来看，公司有息债务规模控制能力较强，在总负债中的比重处于较低的水平且占总息债务的比重持续下降。

从有息债务期限结构来看，2017 年 3 月末，公司一年以内到期的有息债务为 22.20 亿元，占总息债务的比重为 24.56%，短期有息债务较为稳定，货币资金可以完全覆盖短期有息债务。总体来看，公司偿债压力不大。

表 9 截至 2017 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(2,3) 年	(3,4) 年	(4,5] 年	>5 年	合计
金额	22.20	22.42	14.54	27.28	3.94	90.38
占比	24.56	28.30	16.09	34.44	4.97	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

2016 年末，公司所有者权益为 157.33 亿元，同比增长 43.87%，主要为股本及资本公积的增加。2016 年 3 月，公司非公开发行新股 407,442,890 股，共募集资金净额为 27.21 亿元，其中 4.07 亿元计入股本，2016 年末总股本增加至 31.11 亿元，23.14 亿元计入资本公积，2016 年末资本公积增至 23.38 亿元。同期，未分配利润为 65.98 亿元，同比增长 23.66%，主要为利润的积累；少数股东权益为 29.38 亿元，同比增长 35.37%，主要为公司通过新设立及非同一控制下合并方式新增非全资子公司所致。

截至 2017 年 3 月末，公司所有者权益为 154.23 亿元，较 2016 年末略有下降；股本仍为 31.11 亿元，未分配利润为 70.28 亿元，较 2016 年末增长 6.52%；少数股东权益为 22.05 亿元，较 2016 年末下降 24.97%，主要为子公司杭州滨绿房地产开发有限公司对少数股东分红所致。

表 10 2014~2016 年末及 2017 年 3 月末公司主要债务指标（单位：%、倍）

项目	2017 年 3 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
资产负债率	69.73	68.25	74.11	75.92
扣除预收款项的资产负债率	44.20	46.99	55.60	62.83
长期资产适合率	341.52	406.94	513.22	653.78
流动比率	1.55	1.62	1.55	1.48
速动比率	0.62	0.65	0.33	0.13

2016 年末，公司资产负债率同比下降 5.86 个百分点，主要为 2016 年 3 月公司非公开发行新股，所有者权益有所增加以及长期借款减少进而资产负债率下降，有利于公司资本结构的优化；2017 年 3 月末公司资产负债率为 69.73%，略有上升；2016 年末及 2017 年 3 月末流动比率分别为 1.62 倍和 1.55 倍；速动比率分别为 0.65 倍和 0.62 倍，受公司货币资金增加较多的影响，公司速动比率略有提升，但受公司

存货规模较大的影响，公司速动水平较低。

截至 2017 年 3 月末，公司下属子公司为商品房购买人提供的阶段性担保额为 10.16 亿元，担保比率为 6.59%。截至 2017 年 3 月末，公司无对合并报表范围以外企业的担保事项和未决诉讼事项。

总体来看，2016 年以来，公司负债随着经营规模的扩大而增长，预收款项在负债中占比较高；公司总有息债务以长期有息债务为主，有息债务规模控制能力较强，在总负债中的比重处于较低的水平，偿债压力不大；2016 年末资产负债率有所下降，主要由于 2016 年 3 月公司非公开发行新股，公司资本结构得以优化。

盈利能力

2016 年，公司收入规模及利润总额均保持稳定增长，盈利能力仍保持较好水平；公司期间费用率保持在较低水平，费用控制较好

2016 年，在房地产业务结转规模增长的带动下，公司营业收入为 194.52 亿元，同比大幅增长 54.17%；但受当期低毛利项目结转占比较大的影响，毛利率同比下降 7.22 个百分点。

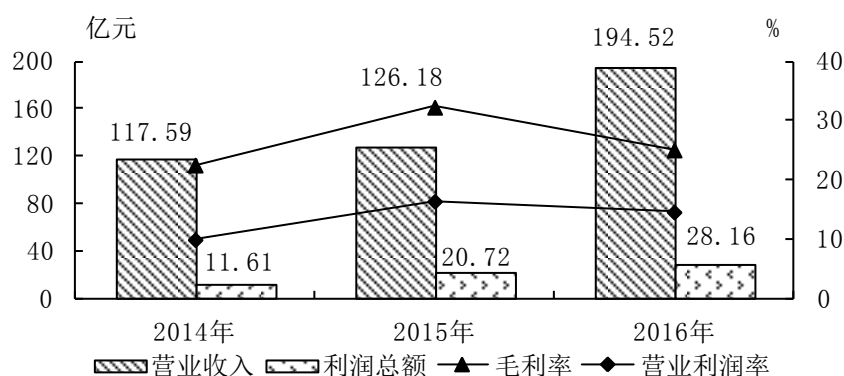


图 8 2014~2016 年公司收入和盈利情况

2016 年，公司期间费用为 5.72 亿元，同比略有上升，主要由管理费用和财务费用构成，期间费用率为 5.72%，同比增加 0.26 个百分点，整体期间费用处于较低水平，费用控制能力较好。

表 11 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司期间费用及占营业收入比重情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年 1~3 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	0.45	3.66	1.62	0.95	1.20	1.00	1.17	1.09
管理费用	0.57	4.72	2.96	2.04	2.58	1.98	2.33	2.33
财务费用	0.46	3.79	1.14	1.33	1.68	1.71	2.01	0.50
期间费用	1.48	12.17	5.72	4.32	5.46	4.69	5.51	3.92

2016 年，公司利润总额和净利润分别为 28.16 亿元和 19.71 亿元，均同比增长 35.92%和 31.06%，受收入增长而增长；总资产报酬率和净

资产收益分别为 6.04%和 12.53%，处于较好水平。

2017 年 1~3 月，公司营业收入为 12.17 亿元，同比大幅下降 74.24%，主要为交付结转项目规模较少所致；资产减值损失为-0.12 亿元，主要为公司部分计提存货跌价准备转回所致；同期，投资收益为 2.80 亿元，同比大幅增长，主要为处置子公司滨江物业公司所产生的投资收益；毛利率为 37.64%，同比提升 7.10 个百分点；同期，公司期间费用为 1.48 亿元，同比增加 0.45 亿元；利润总额和净利润分别为 5.40 亿元和 3.82 亿元，分别同比减少 33.74%和 35.91%，利润水平随收入的减少而减少。同期，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.17%和 2.48%。

综合来看，2016 年，公司营业收入和利润保持增长，公司整体盈利能力仍较强。预计未来 1~2 年，随着公司在售项目逐步结转，公司收入和利润规模将持续增长。

现金流

2016 年，受销售回笼资金大幅增加的影响，公司经营性现金流大幅净流入，对利息和债务的保障能力有所增强，处于较高水平；公司在建拟建项目较多，保持着较大投资量，有一定资金支出压力

2016 年，公司经营性现金流为净流入，净流入同比大幅增加 50.83 亿元，主要受公司销售规模扩大，销售回款的继续增长所致；投资性净现金流持续为净流出，2016 年投资性净现金流净流出同比增加 42.72 亿元，主要为对合营、联营公司支付的拆借款同比增加所致；筹资性净现金流由净流出转为净流入，主要为公司收到发行债券现金的增加及非公开发行新股所致。

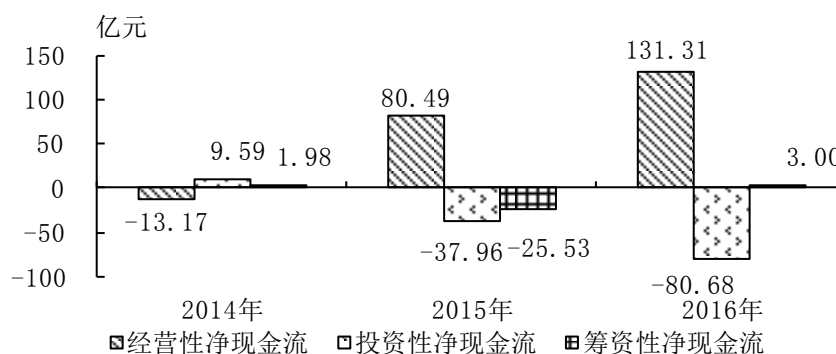


图9 2014~2016 年公司现金流情况

2017 年 1~3 月，公司经营性净现金流为 24.60 亿元，同比持续为净流入，主要为销售回款的继续增长所致；投资性净现金流为-30.40 亿元，同比持续为净流出，增加对理财产品的投资所致；筹资性净现金流同比由净流入转为净流出，主要为归还股东借款。

表 12 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司部分偿债指标（单位：%、倍）

偿债指标	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年	2014 年
经营性净现金流/流动负债	8.81	50.26	32.46	-5.23
经营性净现金流/总负债	7.10	40.34	26.68	-4.38
经营性净现金流利息保障倍数	23.35	30.92	10.76	-1.46
EBIT 利息保障倍数	5.66	7.05	3.00	1.51
EBITDA 利息保障倍数	-	7.43	3.20	1.65

2016 年，随着经营性现金流持续为净流入，经营性净现金流对利息的保障程度有所增强，处于较高水平；随着盈利的增加，EBIT 和 EBITDA 利息保障倍数均有所提高。

未来计划支出方面，截至 2016 年末公司在建项目合计 9 个，预计未来投资额为 110.43 亿元，将面临一定的资金支出压力。

偿债能力

截至 2017 年 3 月末，公司总有息债务为 90.38 亿元，占总负债比重为 25.44%，以长期有息债务为主，公司有息债务规模控制能力较强，在总负债中的比重处于较低的水平，偿债压力不大；从资产对债务的覆盖程度上来看，2016 年以来公司资产规模随着项目开发继续增长，以流动资产为主，存货在流动资产中占比仍保持很高水平，但同时其他应收款规模较大，对资金形成一定占用；盈利能力方面，2016 年公司收入和利润稳定增长，盈利能力仍很强；现金流方面，2016 年以来，公司经营性净现金流持续为净流入，对利息和债务的保证能力有所增强，但未来随着项目开发的不断进行，公司仍将保持较大的投资量，面临一定资金支出压力。作为杭州地区领先的房地产企业，公司与银行建立起较为紧密的合作关系，信贷融资渠道通畅。同时，公司是上市公司，能够利用股权、债务等资本市场融资工具。综合来看，公司的偿债能力很强。

债务履约情况

根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2017 年 6 月 30 日，公司本部未曾发生过不良信贷事件，截至本报告出具日，公司在公开债券市场发行的债务融资工具均尚未到还本日，到期利息均按时支付。

结论

公司主要从事房地产业务，房地产业务仍是收入和利润的主要来源，公司为杭州地区知名房地产企业，在区域内具有较强的竞争力；产品类型丰富，能够满足市场多层次的需求，产品的高端精装修、环境营造以及物业服务处于领先地位；但公司业务在杭州地区占比较大，

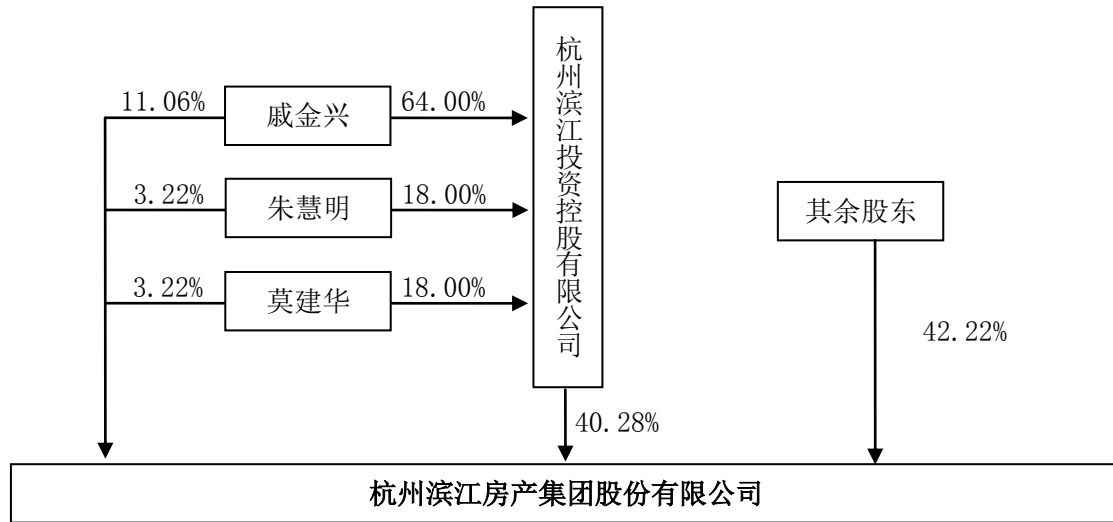


杭州地区房地产市场的波动和竞争加剧，可能引发经营风险。公司有息债务规模控制较好，有息债务在总负债中的比重较低，但在建项目较多，未来有一定的资金支出压力；此外，公司完成非公开发行新股，有利于资本结构的优化。同时，公司银行融资渠道通畅，并能够利用资本市场融资渠道。预计未来1~2年，公司仍保持很强的竞争力，经营保持稳定增长。

综合分析，大公对公司“15 杭滨江 MTN001”信用等级调整为AA+，主体信用等级调整为AA+，评级展望维持稳定。



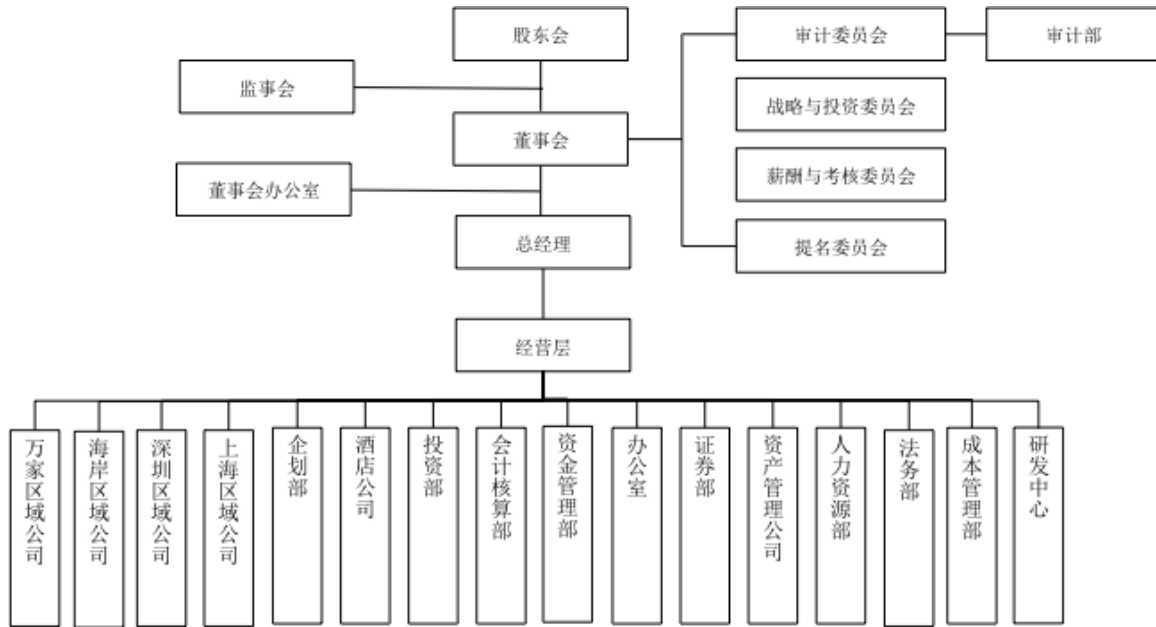
附件 1 截至 2017 年 3 月⁷末杭州滨江房产集团股份有限公司股权结构图



⁷ 截至 2017 年 5 月 11 日，滨江控股持有公司股票 12.63 亿股，占公司总股本的比重为 40.60%。



附件 2 截至 2017 年 3 月末杭州滨江房产集团股份有限公司组织结构图



附件 3 杭州滨江房产集团股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
资产类				
货币资金	825,123	899,062	357,525	187,721
应收账款	19,099	12,983	7,769	7,346
其他应收款	499,991	722,290	336,081	11,404
预付款项	3,650	3,650	24,488	4,209
存货	2,657,082	2,627,816	3,053,473	3,301,258
流动资产合计	4,443,698	4,404,538	3,889,097	3,614,258
可供出售金融资产	224,777	163,601	58,962	1,000
投资性房地产	184,576	186,538	194,512	120,060
固定资产	24,868	26,176	30,072	35,596
无形资产	11,581	11,681	12,144	12,646
递延所得税资产	33,376	31,405	38,055	40,732
非流动资产合计	651,243	549,945	333,925	210,320
资产总计	5,094,941	4,954,483	4,223,022	3,824,577
占资产总额比 (%)				
货币资金	16.19	18.15	8.47	4.91
应收账款	0.37	0.26	0.18	0.19
其他应收款	9.81	14.58	7.96	0.30
预付款项	0.07	0.07	0.58	0.11
存货	52.15	53.04	72.31	86.32
流动资产合计	87.22	88.90	92.09	94.50
可供出售金融资产	4.41	3.30	1.40	0.03
投资性房地产	3.62	3.77	4.61	3.14
固定资产	0.49	0.53	0.71	0.93
无形资产	0.23	0.24	0.29	0.33
递延所得税资产	0.66	0.63	0.90	1.07
非流动资产合计	12.78	11.10	7.91	5.50
负债类				
短期借款	40,000	40,000	-	-
应付账款	181,772	207,728	134,540	166,126
预收款项	2,331,045	1,986,300	1,759,935	1,346,993
其他应付款	176,286	316,262	494,972	600,895

附件 3 杭州滨江房产集团股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
一年内到期的非流动负债	70,300	72,600	17,752	237,956
流动负债合计	2,870,822	2,716,515	2,509,260	2,449,539
长期借款	119,167	311,938	530,200	453,263
应付债券	508,033	297,933	90,000	-
非流动负债合计	681,802	664,677	620,226	454,005
负债合计	3,552,625	3,381,191	3,129,486	2,903,544
占负债总额比 (%)				
短期借款	1.13	1.18	0.00	0.00
应付账款	5.12	6.14	4.30	5.72
预收账款	65.61	58.75	56.24	46.39
其他应付款	4.96	9.35	15.82	20.70
一年内到期的非流动负债	1.98	2.15	0.57	8.20
流动负债合计	80.81	80.34	80.18	84.36
长期借款	3.35	9.23	16.94	15.61
应付债券	14.30	8.81	2.88	0.00
非流动负债合计	19.19	19.66	19.82	15.64
权益类				
实收资本	311,144	311,144	270,400	135,200
资本公积	233,779	233,779	2,402	56,482
盈余公积	73,119	73,119	69,736	67,600
未分配利润	702,830	659,780	533,544	536,794
归属于母公司所有者权益合计	1,321,839	1,279,454	876,479	796,076
少数股东权益	220,477	293,838	217,057	124,958
所有者权益	1,542,316	1,573,292	1,093,536	921,033
损益类				
营业收入	121,714	1,945,225	1,261,756	1,175,857
营业成本	75,904	1,457,976	854,567	911,341
营业税金及附加	10,388	142,789	129,174	93,926
销售费用	4,461	16,245	12,012	11,717

附件 3 杭州滨江房产集团股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
损益类				
管理费用	5,745	29,576	25,786	23,334
财务费用	4,618	11,410	16,794	20,091
投资收益/损失	28,042	7,650	87	78
营业利润	54,119	283,004	206,643	116,206
利润总额	54,032	281,577	207,164	116,128
所得税费用	15,799	84,479	56,779	35,527
净利润	38,233	197,099	150,386	80,601
归属于母公司所有者的净利润	43,050	139,881	100,286	82,904
占营业收入比 (%)				
营业成本	62.36	74.95	67.73	77.50
营业税金及附加	8.53	7.34	10.24	7.99
销售费用	3.66	0.95	1.00	1.09
管理费用	4.72	2.04	1.98	2.33
财务费用	3.79	1.33	1.71	0.50
投资收益/损失	23.04	0.39	0.01	0.01
营业利润	44.46	14.55	16.38	9.88
利润总额	44.39	14.48	16.42	9.88
所得税费用	12.98	4.34	4.50	3.02
净利润	31.41	10.13	11.92	6.85
归属于母公司所有者的净利润	35.37	7.19	7.95	7.05
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	246,031	1,313,114	804,861	-131,704
投资活动产生的现金流量净额	-304,034	-806,770	-379,603	95,857
筹资活动产生的现金流量净额	-15,202	29,998	-255,255	19,781
财务指标				
EBIT	59,601	299,193	224,401	136,332
EBITDA	-	315,298	239,218	148,677
总有息债务	903,776	1,002,502	994,974	1,210,853

附件 3 杭州滨江房产集团股份有限公司主要财务指标（续表 3）

年 份	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
财务指标				
毛利率 (%)	37.64	25.05	32.27	22.50
营业利润率 (%)	44.46	14.55	16.38	9.88
总资产报酬率 (%)	1.17	6.04	5.31	3.56
净资产收益率 (%)	2.48	12.53	13.75	8.75
资产负债率 (%)	69.73	68.25	74.11	75.92
债务资本比率 (%)	36.95	38.92	47.64	56.80
长期资产适合率 (%)	341.52	406.94	513.22	653.78
流动比率 (倍)	1.55	1.62	1.55	1.48
速动比率 (倍)	0.62	0.65	0.33	0.13
保守速动比率 (倍)	0.31	0.34	0.14	0.08
存货周转天数 (天)	3,133.18	701.41	1,338.52	1,246.97
应收账款周转天数 (天)	11.86	1.92	2.16	1.91
经营性净现金流/流动负债 (%)	8.81	50.26	32.46	-5.23
经营性净现金流/总负债 (%)	7.10	40.34	26.68	-4.38
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	23.35	30.92	10.76	-1.46
EBIT 利息保障倍数 (倍)	5.66	7.05	3.00	1.51
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	7.43	3.20	1.65
现金比率 (%)	31.17	33.72	14.25	7.66
现金回笼率 (%)	386.99	112.39	132.71	71.04
担保比率 (%)	6.59	43.02	63.34	94.95

附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数⁸ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数⁹ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

⁸ 一季度取 90 天。

⁹ 一季度取 90 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 5 中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

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，有较高违约风险。

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。

注：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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。