信 用 等 级 通 知 书

东方金诚债跟踪评字 [2018]024 号

顺发恒业股份公司：

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司及发行的“16 顺发债”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“16 顺发债”的信用等级为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一八年五月二十四日

信 用 等 级 公 告

东方金诚债跟踪评字 [2018]024 号

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对顺发恒业股份公司及其发行的“16 顺发债”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持顺发恒业股份公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；同时维持“16 顺发债”信用等级为 AA。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一八年五月二十四日

信用评级报告声明

——除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与顺发恒业股份公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与顺发恒业股份公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

——东方金诚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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

——本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚房地产企业信用评级方法》，该信用评级方法发布于 http://www.dfratings.com。

——本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由顺发恒业股份公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。

——本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受顺发恒业股份公司和其他任何组织或个人的不当影响。

——本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

——“16 顺发债”债券信用等级自发行日至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

——本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司

2018 年 5 月 24 日

顺发恒业股份公司主体及“16 顺发债”2018 年度跟踪评级报告

报告编号：东方金诚债跟踪评字【2018】024 号

跟踪评级结果

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

“16 顺发债”信用等级：AA

评级时间：2018 年 5 月 24 日

上次评级结果

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

“16 顺发债”信用等级：AA

评级时间：2017 年 5 月 22 日

公司债情况：

债项简称：“16 顺发债”

发行额度：12 亿元

债券存续期：2016 年 9 月 13 日至 2021 年 9 月 13 日，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息

评级小组负责人

瞿鹏

评级小组成员

谢瑞

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街 83 号德胜国际中心 B 座 7 层 100088

评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）认为，跟踪期内，顺发恒业股份公司（以下简称“顺发恒业”或“公司”）房地产开发业务仍主要分布在杭州市、安徽淮南市和江苏南通市，在杭州市房地产市场保持较强的竞争实力；2017 年，公司物业管理和租赁业务收入均较上年有所增长，对收入和毛利润形成一定补充；公司参股的国内及海外房地产项目，陆续进入回报期，上述投资收益能够对公司未来盈利形成有效补充；公司账面货币资金充裕，对债务偿付形成有力保障；公司继续立足房地产主业，持续跟踪大股东“聚能城”项目进展情况，适时参与新型园区开发建设与管理。

同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，受可售新项目减少影响，公司合同销售金额及合同销售面积均出现较大幅度的下降；公司在建项目主要位于杭州和南通市，未来可售面积较少；公司 2017 年以来已无新开工项目且拟建项目较少，对未来房地产业务持续发展支撑趋弱。

综合考虑，东方金诚维持顺发恒业主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“16 顺发债”的信用等级为 AA。

跟踪评级结果

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

“16 顺发债”信用等级：AA

评级时间：2018 年 5 月 24 日

上次评级结果

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

“16 顺发债”信用等级：AA

评级时间：2017 年 5 月 22 日

公司债情况：

债项简称：“16 顺发债”

发行额度：12 亿元

债券存续期：2016 年 9 月 13 日至 2021 年 9 月 13 日，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息

评级小组负责人

瞿鹏

评级小组成员

谢瑞

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街 83 号德胜国际中心 B 座 7 层 100088

主要数据和指标

项　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	118.92	166.39	136.91	136.78
所有者权益（亿元）	37.63	56.11	61.12	64.95
全部债务（亿元）	24.92	28.77	27.72	27.61
营业总收入（亿元）	34.74	36.35	66.82	7.41
利润总额（亿元）	4.44	4.96	9.76	4.77
EBITDA（亿元）	4.82	6.02	11.51	-
营业利润率（%）	16.64	14.41	15.48	52.97
净资产收益率（%）	8.69	6.44	12.40	-
资产负债率（%）	68.36	66.28	55.36	52.51
全部债务资本化比率（%）	39.84	33.89	31.20	29.82
流动比率（%）	155.53	182.61	245.43	264.37
全部债务/EBITDA（倍）	5.17	4.78	2.41	-
EBITDA 利息倍数（倍）	1.53	3.55	7.12	-

注：表中数据来源于公司 2015 年～2017 年经审计的合并财务报告及 2018 年一季度未经审计的合并财务报表。

优势

- 公司房地产开发业务主要分布在杭州市、安徽淮南市和江苏南通市，在杭州市房地产市场保持较强的竞争实力；
- 公司物业管理和租赁业务收入均较上年有所增长，对收入和毛利润形成一定补充；
- 跟踪期内，公司参股的国内及海外房地产项目，陆续进入回报期，上述投资收益能够对公司未来的盈利来源形成有效补充；
- 公司账面货币资金充裕，对有息债务的偿付形成有力保障；
- 公司继续立足房地产主业，持续跟踪大股东“聚能城”项目进展情况，适时参与新型园区开发建设与管理。

关注

- 跟踪期内，受可售新项目减少影响，公司合同销售金额及合同销售面积均出现较大幅度的下降；
- 公司在建项目主要位于杭州和南通市，未来可售面积较少；
- 公司 2017 年以来已无新开工项目且拟建项目较少，对未来房地产业务持续发展支撑趋弱。

跟踪评级原因

按照相关监管要求及“顺发恒业股份公司 2016 年公司债”的跟踪评级安排，东方金诚基于顺发恒业提供的 2017 年审计报告、2018 年一季度未经审计的合并财务报表以及相关经营数据，进行了本次定期跟踪评级。

主体概况

顺发恒业股份公司（以下简称“顺发恒业”或“公司”）主要从事房地产开发业务，控股股东为万向资源有限公司（以下简称“万向资源”），实际控制人为自然人鲁冠球[1]。

顺发恒业前身为 1993 年 7 月成立的长春兰宝实业股份有限公司（以下简称“长春兰宝”），长春兰宝并于 1996 年 11 月在深交所挂牌上市（股票代码：000631，证券简称为“长春兰宝”），控股股东长春君子兰集团有限公司（以下简称“君子兰集团”）持股比例为 38.46%，实际控制人为长春市国资委。2000 年 11 月，长春兰宝更名为兰宝科技信息股份有限公司（以下简称“兰宝科技”）。

2009 年 3 月，兰宝科技向万向资源发行 7.36 亿股股份购买其持有的顺发恒业有限公司（以下简称“顺发有限”）100%的股权，发行后注册资本增至 10.46 亿元，控股股东万向资源持股数量为 7.70 亿股，持股比例为 73.65%，兰宝科技主营业务由汽车零部件板块转型为房地产开发与经营业务。2009 年 4 月，兰宝科技更改为现名。2009 年 6 月，证券简称变更为“顺发恒业”。

2016 年 6 月 6 日，公司以每股发行价 6.01 元在深交所非公开发行股票 26622.30 万股，共募集资金 16.00 亿元[2]。截至 2018 年 3 月末，顺发恒业总股本 24.32 亿股，控股股东万向资源有限公司持股比例为 61.33%。因万向集团公司（以下简称“万向集团”）持有万向资源 100%的股权，同时鲁冠球持有万向集团 80%的股权，故顺发恒业间接控股股东为万向集团，实际控制人为鲁冠球（截至 2017 年末顺发恒业控股关系图见附件一）。

截至 2017 年末，顺发恒业资产总额 136.91 亿元，所有者权益 61.12 亿元，资产负债率为 55.36%；顺发恒业纳入合并报表范围的子公司共 12 家，其中直接控股子公司有 3 家。2017 年，公司实现营业总收入 66.82 亿元，利润总额 9.76 亿元。

公司债本息兑付及募集资金使用情况

经中国证监会“证监许可［2016］518 号”文件核准，公司于 2016 年 9 月 13 日发行顺发恒业公开发行 2016 年公司债券，简称“16 顺发债”，发行额度 12 亿元，票面利率 4.7%，起息日为 2016 年 9 月 13 日，到期日为 2021 年 9 月 13 日，含第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权；每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息。本期债券无担保，控股股东万向集团对本期债券提供流动性支持。

[1] 公司实际控制人鲁冠球于 2017 年 10 月 25 日逝世，截至 2018 年 3 月 31 日，公司实际控制人变更手续尚未办妥。

[2] 该次非公开发行股票 26622.30 万股，募集资金总额为 160000.00 万元，募集资金净额为 158670.00 万元。

截至本报告出具日，“16 顺发债”募集资金扣除发行费用后,已全部用于偿还金融机构借款及补充公司营运资金。

截至本报告出具日，“16 顺发债”按时支付利息，跟踪期内没有发生本金偿付。

宏观经济和政策环境

宏观经济

2018 年一季度宏观经济开局稳健，工业生产总体稳定，房地产投资超预期，消费拉动力增强有效抵消了净出口下滑对经济增长的影响

一季度宏观经济运行稳健。据初步核算，一季度国内生产总值 198783 亿元，同比增长 6.8%，增速与前两个季度持平，较上年同期下滑 0.1 个百分点。

工业生产总体平稳，利润增速有所回落。1～3 月全国规模以上工业增加值累计同比增长 6.8%，增速较上年全年加快 0.2 个百分点，与上年同期持平。其中，3 月工业增加值同比增长 6.0%，低于上年同期的 7.6%，主因今年春节较晚、企业复工较迟。1-2 月全国规模以上工业企业利润总额同比增长 16.1%，增速较上年全年下滑 4.9 个百分点，与同期 PPI 增速回落态势相一致。受高基数拖累，一季度 PPI 累计同比上涨 3.7%，涨幅较上年全年收窄 3.7 个百分点。

房地产投资超预期，拉动固定资产投资增速小幅走高。1～3 月全国固定资产投资累计同比增长 7.5%，增速较上年全年提高 0.3 个百分点。其中房地产投资同比增长 10.4%，增速较上年全年提高 3.4 个百分点，主因是前期土地购置高位运行带动当期土地购置费和房屋新开工面积增速上扬。基建投资（不含电力）同比增长 13.0%，增速较上年全年下滑 6.0 个百分点，主要受地方政府债务监管及 PPP 规范不断加码影响。制造业投资延续底部钝化，同比增长 3.8%，增速较上年全年下滑 1.0 个百分点，或与企业面临去杠杆压力及社融低增速有关。

消费对经济增长的拉动力增强，居民消费出现边际回暖迹象。一季度消费拉动 GDP 增长 5.3 个百分点，较上季度提高 1.2 个百分点，主因政府消费支出加快。1～3 月社会消费品零售总额累计同比增长 9.8%，增速较上年全年下滑 0.2 个百分点。不过，3 月当月社会消费品零售总额同比增速反弹至 10.1%，特别是金银珠宝、化妆品、家电等可选消费品零售增速回升态势明显，显示季末消费出现边际回暖迹象。受食品价格低基数影响，一季度 CPI 累计同比上涨 2.1%，涨幅较上年全年扩大 0.5 个百分点，但仍处温和区间。

净出口对经济增长的拉动由正转负。以美元计价，1～3 月我国出口额累计同比增长 14.1%，进口额同比增长 18.9%，外贸表现总体强劲。但由于同期货物贸易顺差同比收窄 19.7%，一季度净出口对经济增长的拉动由正转负，拖累当季 GDP 同比增速下降 0.6 个百分点。

东方金诚预计，二季度 GDP 增速仍将继续稳定在 6.8%。其中，投资增速预计稳中趋缓，净出口对经济增长的负向拉动有望减弱。由此，2018 年上半年 GDP 增速也有望达到 6.8%。下半年中美贸易摩擦升级的风险需持续关注，其已成为当前我国宏观经济面临的重要不确定性因素。

政策环境

金融监管力度不减，M2 增速保持低位，社融“回表”趋势明显；央行降准意在优化流动性结构，货币政策仍将保持稳健中性

货币供应量增速保持低位。3 月末，广义货币(M2)余额同比增长 8.2%，增速较上年末提高 0.1 个百分点，但较上年同期低 1.9 个百分点，处历史低位附近，表明在严监管继续稳步推进背景下，金融去杆杠效果不断体现。3 月末，狭义货币(M1)余额同比增长 7.1%，为 2015 年 7 月以来最低，这主要受房地产市场持续降温影响。

社融回表趋势显著，存量增速创历史新低。一季度，社会融资规模增量为 55800 亿，同比少增 13468 亿；截至 3 月底，社融存量同比仅增长 10.5%，创有历史记录以来新低。主要原因是在严监管整治通道业务和资管嵌套背景下，表外融资受到强力约束。一季度新增人民币贷款保持坚挺，占当季新增社融比重超过八成，反映社融回表趋势显著。此外，受益于市场利率下行，一季度债市融资功能有明显恢复，同比多增 6843 亿元。

一季度央行稳健中性货币政策未变，但边际上略有放松，市场流动性整体较为宽松，货币市场利率中枢下行。展望二季度，央行自 4 月 25 日起下调部分金融机构存款准备金率，释放 4000 亿增量资金，对税期扰动形成对冲，市场流动性将保持总量平稳。总体上看，此次降准意在优化流动性结构，央行仍将保持稳健中性的货币政策。

一季度税收收入高增，财政支出增速明显回落，财政政策取向保持积极

财政收入保持高增长，财政支出增速显著下行。一季度财政收入累计同比增长 13.6%，增速较上年同期小幅下滑 0.5 个百分点。主要原因是“降费”政策下，非税收入累计同比下降 7.5%。税收收入同比增长 17.2%，增速较上年同期加快 2.6 个百分点，主要源于宏观经济延续稳中向好态势，以及工业品价格处于相对较高水平。一季度财政支出累计同比增长 10.9%，增速较上年同期下滑 10.1 个百分点。与上年相比，今年 3 月财政支出并未明显加码发力，显示在宏观经济开局良好以及经济发展由重速度转向重质量背景下，财政托底意愿不强。

财政政策取向保持积极。2018 年我国财政赤字率下调至 2.6%，较上年降低 0.4 个百分点，但财政政策取向保持积极，主要体现在两个方面：一是 2018 年减税降费政策力度将进一步加大，预计全年减轻企业税费负担 1.1 万亿元。二是综合考虑专项债规模扩大等因素，今年财政支出对实体经济的支持力度不会减弱，并正在向精准扶贫和节能环保等领域倾斜。今年减税效应将在 5 月份以后逐步体现，预计二季度财政收入增速或将回落至个位数；受今年支出进度进一步加快影响，二季度财政支出增速仍将保持较高强度。

综合来看，货币政策和财政政策在二季度将继续为宏观经济结构优化提供适宜的政策环境。

行业及区域经济环境

公司主营业务为住宅地产的开发及经营，经营区域以浙江省杭州市为主，江苏南通市和安徽淮南市为辅。

房地产行业

随着住房制度改革的深入叠加整体偏严厉的楼市调控政策，预计 2018 年全国商品房销售面积和销售额增速仍将持续回落

2017 年是房地产行业全面调整的一年，除住房相关金融政策全面收紧以外，更多呈现“因城施策”调控格局，2017 年全国接近 110 个城市与部门（县级以上）发布房地产调控政策，发布的调控政策次数多达 270 次以上。

受调控政策影响，尽管广大三四线城市和中西部城市接棒遭遇定向调控的一线和主要二级城市，成为新的市场热点，推动 2017 年全国商品房销售面积和销售额均较上年同比增长，但全国商品房销售额增速全年仍呈现明显回落状态。2017 年全国商品房销售面积 16.95 亿平方米，同比增长 7.7%，增速比 1～11 月份回落 0.2 个百分点；其中住宅销售面积同比增长 5.3%，住宅销售额增长 11.3%；商品房销售额 13.37 万亿元，同比增长 13.7%，增速提高 1 个百分点。从城市分布来看，广大三四线城市和中西部城市是带动全国销售增长的主要因素。

图 1：2016 年全年及 2017 年 1～12 月全国商品房销售面积及销售额增速变动图

数据来源：国家统计局，东方金诚整理

2018 年，在“房住不炒”定位的大背景下，在房地产市场调控保持不放松、不动摇的基础上，中央提出建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度，一系列住房长效机制在推进，住房制度改革将逐渐深入。房地产去金融化成为政策焦点，土地供应模式迎来重大变化，商品住房不再是住房市场唯一选择，政府将不再是居住用地唯一提供者。一系列重大变化下，2018 年商品房销售额和销售面积受到政策、货币环境的影响，叠加三四线城市体量较小，在经过大规模“去库存”后的后续乏力，预计全国房地产市场整体将难以维持 2017 年的销售情况，2018 年全国商品房销售面积和销售额增速仍将持续回落。

2017 年全国商品房库存明显下降，预计分化的土地供应政策叠加棚改货币化安置等举措，将继续推动 2018 年部分三四线城市和县城去库存提速

房地产去库存是中央政府确定的供给侧结构性改革的重点任务之一，2017 年以三四线城市为主的中西部地区的房地产销售增长，拉动了全国商品房去库存。截至 2017 年末，全国商品房待售面积 58923 万平方米，比上年末下降 15.3%。2017

年商品房库存去化 1.16 亿平方米，全年减少 16.5%，与 2016 年初 7.39 亿平方米的历史高点相比，跌幅超过 20.3%。2017 年全国房地产去库存任务初步完成，一二三四线城市商品房库存去化已十分充分，很多城市去化周期均在 12 个月以下。

图2：全国商品房及住宅待售面积总量和增速变动情况

数据来源：国家统计局，东方金诚整理

在 2017 年底的住房工作会议上，住建部强调，库存仍然较多的部分三四线城市和县城要继续做好去库存工作，并 2018 将扎实推进新一轮棚改工作，将改造各类棚户区 580 万套，继续为三四线城市去库存带来一定的支持。而 2017 年，我国各类棚户区改造开工 609 万套，顺利完成年度目标任务，完成投资 1.84 万亿元。

中央政府在 2017 年去库存的各项举措基础上，加大一线和重点二线城市土地供应量，减少三四线城市土地供应量，叠加棚改货币化，预计 2018 年部分三四线城市和县城去库存将提速。

受制于货币信贷政策的收紧及房地产企业融资渠道的严格受限，预计 2018 年全国房地产投资增速将进一步下滑

2017 年房地产开发投资增速与 2016 年基本持平，但整体仍大幅度低于 2015 年以前水平。2017 年，全国房地产开发投资 109799 亿元，比上年名义增长 7.0%，增速比 1～11 月份回落 0.5 个百分点。其中，住宅投资 75148 亿元，增长 9.4%，增速回落 0.3 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.4%。

同期，土地市场投资热度持续升温，叠加商品房库存回落影响，带动全国房屋新开工面积增速阶段性上行。2017 年，房地产开发企业土地购置面积 25508 万平方米，比上年增长 15.8%，增速比 1～11 月份回落 0.5 个百分点；土地成交价款 13643 亿元，增长 49.4%，增速提高 2.4 个百分点。

2017 年，全房地产开发企业房屋新开工面积 178654 万平方米，增长 7.0%，增速提高 0.1 个百分点。其中，住宅新开工面积 128098 万平方米，增长 10.5%。房屋施工面积 781484 万平方米，比上年增长 3.0%，增速比 1～11 月份回落 0.1 个百分点。其中，住宅施工面积 536444 万平方米，增长 2.9%。

图3：2016年全年及2017年1～12月全国房地产开发投资增速

数据来源：国家统计局，东方金诚整理

但是，预计 2018 年，由于货币信贷政策的收紧，房地产企业融资渠道严格受限、融资成本上升等，2018 年新房投资增速将进一步下滑。银行按揭贷款收紧、严控开发贷等货币政策趋紧，已对房地产到位资金产生影响。统计局数据显示，2017 年房地产开发企业到位资金 156053 亿元，比上年增长 8.2%。其中，国内贷款 25242 亿元，增长 17.3%；其他资金 79770 亿元，增长 8.6%，总体规模保持增长，但增速有所放缓。值得注意的是，在其他资金中，个人按揭贷款为 23906 亿元，下降 2.0%。

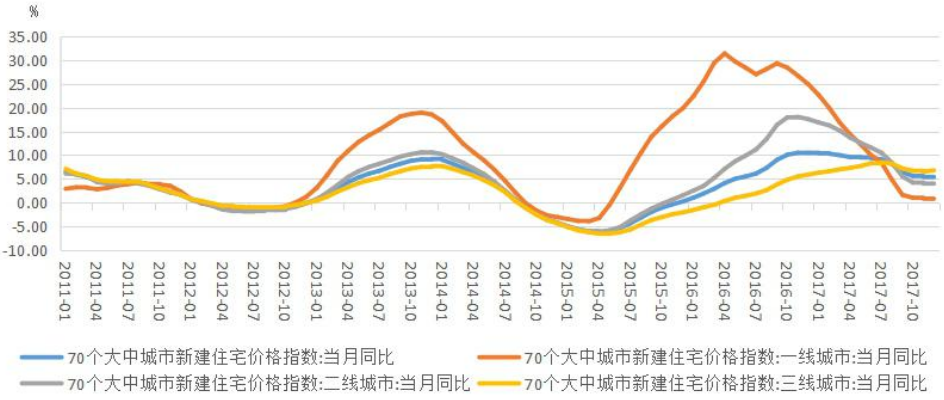
此外，尽管 2017 年土地供应较 2016 年有所增加，且有望在 2018 年保持增加态势，但土地供应结构和商品房开发模式的变化，同样会对房地产投资产生影响。

2017 年一线城市房价增速保持连续下滑、三四线城市去库存提速带动房价上涨，预计 2018 年一线和重点二线城市房价涨幅仍将连续回落，全国房价趋于稳定

2017 年，受广大三四线城市的去库存拉动，全国商品房平均销售价格从上年的 7476 元/平方米升至 7887.91 元/平方米，涨幅为 5.55%。

受调控政策出台时序和力度不同，2017 年全国各区域房价明显分化。从百城价格指数来看，2017 年 12 月，全国百城住宅平均价格为 1.39 万元/平方米，较 2016 年 12 月的 1.30 万元/平方米增长 6.92%；2017 年 1～12 月，一、二线城市的住宅价格指数明显呈下降状态，而三线城市的住宅价格指数呈上升态势。

图4：2011年～2017年70个大中城市新建住宅价格指数当月同比变化情况



数据来源：国家统计局，东方金诚整理

据国家统计局公布，到 2017 年末，70 个大中城市房价涨幅出现扩大现象。2017 年 12 月，全国 70 个大中城市中，有 57 个城市的新建商品住房（不含保障房）价格出现环比上涨，上涨城市数量比 11 月多出 7 个。其中，一线城市仍然保持下跌，一线城市新建商品住宅和二手住宅价格同比涨幅均连续 15 个月回落，其他热点城市房价平稳，但二三线城市和北海、西安、贵阳、昆明等中西部城市成为主要的涨价区域，这也带动了整体房价涨幅的回升。

2017 年在各城市持续加强的调控政策压力下，大型房企以品牌输出和并购等方式持续提升规模，行业集中度进一步上升

我国房地产企业数量较多，市场相对分散，但近年来集中度持续提升。据克而瑞地产研究发布的《2017 年前三季度中国房地产企业销售 TOP100》，2017 年前三季度，自 4 月份开始，在各城市持续加强的调控政策压力下，大部分房企销售业绩环比出现持续下跌，然而龙头房企规模快速扩张，市场份额持续提高，与其他房企的规模差距越来越大。

2017 年前三季度，从金额门槛来看，TOP30 房企规模继续保持了高速增长；前三季度 TOP10 上榜门槛为 1010 亿元，同比增长 29%；TOP30 房企的入榜门槛增幅最大，大幅增长 51%至 440 亿元。从面积门槛来看，增幅最大的是 TOP10、TOP20 和 TOP30 的房企，均增长近 40%。在市场调控持续加码的背景下，龙头房企仍能实现高速增长；而其他房企则受调控影响较大，TOP100 面积门槛则较去年同期有所降低。

除了门槛的变化以外，房企的集中度也越来越高。与 2016 年全年相比，TOP100 房企金额集中度的增速整体高于面积集中度。金额方面，各梯队房企集中度均呈上升趋势。其中 TOP30 和 TOP50 房企集中度升幅最大，较 2016 年末分别上升了 8.5 和 9.4 个百分点。TOP100 房企的集中度达到 53.2%，占据市场份额过半。面积方面，TOP50 房企集中度升幅最大达 5.4 个百分点，TOP100 房企的集中度达到了 32.1%。

此外，房地产行业竞争具有一定的区域性特征，部分区域性房地产开发企业虽然整体规模和资金实力与全国大型房地产企业相比仍有差距，但在特定区域市场中具有一定的竞争优势。

业务运营

经营概况

公司收入和毛利润主要来自房地产开发与销售业务，2017 年公司营业收入同比大幅提升，毛利率有所下滑

2017 年，公司营业收入为 66.82 亿元，较 2016 年增长 83.82%。其中，房地产开发与销售业务收入为 65.30 亿元，同比增加 84.99%；从收入结构来看，房地产开发与销售业务收入占营业收入比例为 97.73%，是公司收入的主要来源。物业管理收入逐年增加但规模及占比较小。公司其他业务收入很少，主要为自持商铺等商业物业租赁收入。

表 1：2015 年～2017 年及 2018 年 1～3 月公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

业务类别	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1～3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
主营业务	**34.31**	**98.76**	**35.82**	**98.54**	**65.92**	**98.66**	**7.25**	**97.90**
房地产开发与销售	33.89	97.55	35.30	97.11	65.30	97.73	7.05	95.16
物业管理	0.42	1.21	0.52	1.43	0.62	0.93	0.20	2.74
其他业务	**0.43**	**1.24**	**0.53**	**1.46**	**0.90**	1.34	**0.16**	**2.10**
合计	**34.74**	**100.00**	**36.35**	**100.00**	**66.82**	**100.00**	**7.41**	**100.00**
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
主营业务	**8.65**	**25.21**	**9.73**	**27.16**	**14.09**	**21.38**	**4.18**	**57.68**
房地产开发与销售	8.57	25.28	9.64	27.31	14.01	21.46	4.16	59.03
物业管理	0.08	19.99	0.09	17.31	0.09	12.91	0.02	11.11
其他业务	**0.26**	**61.06**	**0.33**	**62.26**	**0.56**	**62.23**	**0.11**	**74.02**
合计	**8.91**	**25.66**	**10.06**	**27.68**	**14.65**	**21.93**	**4.30**	**58.03**

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从毛利润和毛利率来看，2017 年，公司毛利润为 14.65 亿元，同比上升 45.63%；其中，房地产开发与销售业务毛利润为 14.01 亿元。同期，公司综合毛利率为 21.93%，较 2016 年下降 5.75 个百分点，主要是由于当期公司开发的美哉美城项目交付确认比例高，而该项目毛利水平较低，总体来看公司毛利率有所下滑但仍然维持较高水平。

2018 年一季度，公司营业收入 7.41 亿元，毛利润 4.30 亿元，毛利率为 58.03%，毛利率较高主要是由于公司美哉美城等项目存量物业销售毛利提升。

房地产开发

公司房地产开发业务主要分布在杭州市、安徽淮南市和江苏南通市，在杭州市房地产市场保持较强的竞争实力

顺发恒业以住宅地产开发为主，经营区域主要分布在杭州市、安徽淮南市和江苏南通市，运营主体为顺发有限及其子公司（详见附件二）。

顺发恒业拥有国家一级房地产开发资质，项目开发经验较丰富，是杭州市最具

实力的房地产开发企业之一。公司所开发的项目主要集中在杭州市萧山区和桐庐县。公司的项目以中高端项目为主，在项目区域内树立了良好的品牌形象，核心项目去化情况良好。截至 2018 年 3 月末，公司在杭州市萧山区开发的美哉美城项目实现销售收入 35.61 亿元，销售进度超过 98%；拱墅区吉祥半岛项目销售 28.17 亿元，销售进度达到 92.80%。公司在杭州桐庐开发的富春峰景项目截至 2017 年底实现销售 848 套（含住宅、排屋、商铺），销售面积 16.13 万平方米，除自持商业外，去化率高达 98.03%。

2017 年，受可售新项目较少影响， 公司房地产合同销售金额、合同销售面积均较上年出现较大幅度下降

2017 年，公司房地产业务收入为 65.30 亿元，同比上涨 84.99%；毛利润为 14.01 亿元，较上年上升 45.33%；毛利率为 21.46%，同比下降 5.85 个百分点，但仍处于行业较好水平。同期，公司合同销售金额、销售面积分别为 25.35 亿元和 11.96 万平方米，均较 2016 年出现较大幅度下滑，主要是由于公司历史储备项目不多，可供在当期推售的新项目少。受杭州等城市房价上涨影响，2017 年平均合同销售价格 21196.58 元/平方米，同比增长 26.00%。

表 2:2015 年～2017 年及 2018 年 1～3 月公司项目开发情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1～3 月
合同销售面积（万平方米）	33.78	21.84	11.96	3.38
增幅（%）	57.40	-35.35	-45.24	-
合同销售金额（亿元）	52.30	36.74	25.35	5.55
增幅（%）	76.56	-29.75	-30.99	-
平均合同销售价格（元/平方米）	15482.53	16822.34	21196.58	16420.66
增幅（%）	12.17	8.65	26.00	-
结转面积（万平方米）	22.78	20.71	42.87	2.26
增幅（%）	-22.07	-9.09	107.00	-
结转销售收入（亿元）	33.89	35.30	65.30	7.05
增幅（%）	-30.38	4.16	84.99	-
平均结转售价（元/平方米）	14876.55	17044.91	15230.08	31150.15
增幅（%）	-10.67	14.58	-10.65	104.53

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司已完工项目主要位于杭州市萧山区、淮南市和南通市等城市，总体销售情况良好，完工项目未销售面积较少

截至 2018 年 3 月末，公司已完工项目主要位于杭州市萧山区、淮南市和南通市等地，总体销售进度 90.47%，未销售面积为 15.70 万平方米。其中，“旺角城二期”项目，由于商业面积较大，公司全部自持，剔除自持商业部分，该项目销售进度已达 93.86%；泽润园二期由于开盘时间较晚，目前销售进度为 65.55%；公司其余竣工项目均销售进度良好，具体销售进度情况见下表 3。

表 3:截至 2018 年 3 月末公司完工项目的销售情况[3]

单位：万平方米、元/平方米、亿元、%

项目名称	项目位置	项目类型	总可售面积	已售面积	未销售面积	楼面地价	总投资额	已投资额	竣工日期	首次开盘时间	已销售金额	销售进度
泽润园一期	安徽淮南	住宅	13.05	12.27	0.78	256.40	3.72	3.72	2013.03	2011.10	3.87	93.97
康庄	杭州萧山	住宅	10.40	9.88	0.52	902.69	6.17	6.17	2013.12	2010.12	14.58	95.01
堤香	杭州萧山	住宅	9.67	9.44	0.23	8790.07	14.66	14.66	2013.12	2011.01	20.48	97.67
一品江山	杭州桐庐	住宅、商业	20.22	19.82	0.40	1890.91	11.98	11.98	2013.11	2010.10	19.74	98.01
御园一期	江苏南通	住宅	2.67	2.24	0.43	6740.84	4.58	4.58	2014.01	2012.05	3.50	84.00
旺角城二期	杭州萧山	住宅、商业	17.87	11.77	6.10	6281.21	16.04	16.04	2014.11	2012.04	24.04	65.87
吉祥半岛	杭州拱墅区	住宅、商业	13.71	12.72	0.99	6213.80	22.01	22.01	2014.11	2011.12	28.17	92.80
江南丽锦	杭州萧山	住宅	9.48	9.27	0.21	2231.40	15.40	15.15	2014.11	2013.05	17.13	97.78
恒园	杭州萧山	住宅、商业	11.11	10.68	0.43	8873.87	18.32	18.19	2016.04	2013.11	21.89	96.18
御园二期	江苏南通	住宅	5.20	4.67	0.53	5866.63	7.06	6.69	2016.12	2015.06	7.23	89.87
富春峰景	杭州桐庐	住宅、商业	17.94	16.13	1.81	2398.24	13.77	12.51	2017.03	2013.12	18.53	89.92
美哉美城	杭州萧山	住宅、商业	15.96	15.66	0.30	11990.91	30.96	29.60	2017.05	2015.09	35.61	98.14
春江悦茗	杭州萧山	住宅、商业	2.71	2.71	0.00	7504.58	3.40	3.24	2017.06	2015.08	5.16	99.89
泽润园二期	安徽淮南	住宅	8.61	5.64	2.97	256.40	2.41	2.11	2017.07	2016.07	2.02	65.55
世纪之光	杭州萧山	住宅、商业	6.07	6.07	0.00	7908.00	8.29	7.61	2018.01	2015.06	15.14	100.00
合计	-	-	**164.67**	**148.97**	**15.70**	-	**178.77**	**174.26**	-	-	**237.09**	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司 2017 年以来已无新开工项目，开发进度进一步放缓，公司在建项目主要位于杭州和南通市，土地成本相对较低，但部分项目可售面积较少，可能对中短期内业绩的稳定性构成一定不利影响

2017 年以来，公司房地产开发进度进一步放缓，已无新开工项目，期末在建总面积 6.98 万平方米，竣工面积 57.43 万平方米。

[3] 表中建筑面积包括地下部分；总投资额包括地下部分投资；楼面地价计算过程中不包括地下建筑面积；已销售金额包括车位销售金额。其中春江悦茗和世纪之光项目为参股企业的合作项目，各项数据均为公司按享有的相应权益折算后得出。

表 4:2015 年～2017 年及 2018 年 1～3 月公司项目开发情况

单位：万平方米

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1～3 月
新开工面积（万平方米）	35.94	6.98	-	-
期末在建总面积（万平方米）	82.71	64.41	6.98	6.98
竣工面积（万平方米）	-	24.44	57.43	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2018 年 3 月末，公司在建房地产项目 3 个，主要集中在江苏南通和杭州萧山，总规划建筑面积约 11.91 万平方米，总可售面积 8.29 万平方米；其中已售面积为 5.40 万平方米，未售面积 2.89 万平方米；累计实现销售金额为 14.02 亿元，销售均价 25962.96 元/平方米。公司在建项目楼面地价平均为 8996.82 元/平方米，部分项目在杭州等核心城市，土地成本相对较低。

表 5:截至 2018 年 3 月末公司在建项目情况[4]

单位：万平方米、元/平方米、亿元、%

项目名称	地理位置	项目类型	总建筑面积	总可售面积	楼面地价	预计完工时间	计划投资额	截至期末累计已投资额	投资进度	已售合同面积	已售合同金额
御园三期	江苏南通	住宅	6.98	4.93	6301.64	2019.03	6.52	5.33	81.75	2.05	3.65
国悦府	杭州萧山	住宅、商业	3.79	2.57	11022.00	2018.04	5.18	4.84	93.44	2.56	7.43
璟悦府	杭州萧山	住宅、商业	1.14	0.79	18766.00	2018.10	1.76	1.34	76.14	0.79	2.94
合计	-	-	11.91	8.29	8996.82	-	13.46	11.51	-	5.40	14.02

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2018 年 3 月末，公司在建项目剩余总可售面积[5]为 2.89 万平方米，主要集中在南通和杭州，上述地区剩余可售面积分别为 2.88 万平方米和 0.01 万平方米。

公司在建项目主要位于杭州、南通市，土地成本相对较低，但部分项目可售面积较少，可能对中短期内业绩的稳定性构成一定不利影响。

公司拟建项目较少，且主要集中于安徽淮南，土地储备较少，对未来房地产业务持续发展支撑趋弱

截至 2018 年 3 月末，公司拟建项目共计 2 个，全部位于安徽淮南市，规划建筑面积合计 51.29 万平方米，平均楼面地价 354.81 元/平方米；土地款已全部支付，共计 2.65 亿元，其中淮南 HGTG09015 地块尚未获得土地证。由于淮南市房地产市场景气程度一般，公司一直控制在当地开发进度，上述项目尚未动工。公司土地储备较少，对公司未来房地产业务持续发展支撑较弱。

[4] 国悦府及璟悦府项目为公司与其他方合作开发项目，数据均为公司按享有的相应权益折算后得出。

[5] 包括未取得预售证可售部分。

表 6：截至 2018 年 3 月末公司土地储备情况

单位：万平方米、元/平方米、亿元、%

项目名称	项目位置	土地性质	占地面积	规划建筑面积	楼面地价	土地取得时间	已支付土地款	是否取得土地证
淮南待开发项目	安徽淮南	住宅	7.41	9.68	247.47	2007.09	0.65	是
淮南 HGTG09015 地块	安徽淮南	住宅	37.82	41.61	377.73	2009.08	2.00	否
合计	-	-	**45.23**	**51.29**	**354.81**	-	**2.65**	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司在建及拟建项目未来投资规模不大，公司面临资金压力较小

从投资情况来看，公司在建项目预计总投资额 13.46 亿元，截至 2018 年 3 月末，已累计投入 11.51 亿元，尚需投资 1.95 亿元。公司资金来源主要为自有资金、商品房预售款、银行贷款和债券等其他外部融资。由于尚需投资规模较小对公司的资金压力较小。公司对于淮南储备项目目前尚未有明确的投资安排。

公司参股的国内及海外房地产项目，陆续进入回报期，上述投资收益能够对公司未来的盈利来源形成有效补充

公司为实现国际化战略，尝试开拓海外市场，在美国设立了子公司顺发恒业（美国）公司，该子公司与万向美国下属美国集团（万向美国房地产集团有限公司）在美国共同出资组建了 Wanxiang 150 North Riverside, LLC 和 Wanxiang Orland, LLC 两个合资公司，其中顺发恒业（美国）公司分别持有 60%和 75%股份。Wanxiang 150 North Riverside, LLC 与其他合作方共同开发建设芝加哥市中心标志性建筑 150N. Riverside 大楼项目（合资公司持有项目公司股份 48.15%）；Wanxiang Orland, LLC 与其他合作方共同开发 ORLAND PARK 公寓项目（合资公司持有项目公司的股权比例为 90%）。公司在美国投资的房地产项目主要以合作开发，不直接参与项目运营，项目回收采用股权转让退出的模式。

目前公司在美国投资的 2 个项目已进入投资回收阶段，公司对 150N. Riverside 大楼项目投入的初始资金已经回收，项目收益将在后期确认。公司投资的 ORLAND PARK 公寓项目，已于 2017 年交付，出租率达到 90%，未来公司将通过股权转让方式退出，项目的投资收益也将陆续确认。

此外，公司在国内的参股合作项目（具体见下表）已逐步进入投资回收期。未来随着上述项目收益的确认，预计能够给公司带来较大的投资收益，在一定程度上对公司未来盈利形成补充。

表 7:截至 2017 年末公司部分参股投资情况

单位：万元、%

参股公司名称	初始投资成本	公司持股比例	总资产	已回收资金（尚未结转收益）
杭州万科大家房地产开发有限公司	57500	25	687282.76	87908.56
杭州龙卓房地产开发有限公司	12500	25	113244.78	27071.82
杭州辰旭置业有限公司	1600	35	162494.79	21290.53

资料来源：公司提供，东方金诚整理

物业管理和租赁

跟踪期内，公司物业管理和租赁业务收入较上年实现一定增长，对收入和毛利润形成一定补充

公司物业管理业务的经营主体为浙江纳德物业服务有限公司（以下简称“纳德物业”），主要是为公司开发项目提供物业管理服务。2017 年公司总物业管理费 0.62 亿元，占营业收入的 0.93%，较上年略有增长；毛利润 0.09 亿元，与上年持平。2018 年公司物业管理费收入有望进一步增长。

截至 2018 年 3 月末，纳德物业管理项目 18 个，管理物业总建筑面积（不含车位）合计 191.01 万平方米。其中，住宅 19309 户，建筑面积 175.47 万平方米，物管费标准为 0.50～2.77 元/月/平，年总物管费预计 0.51 亿元；商铺 588 户，建筑面积 15.54 万平方米，物管费标准为 1.50～3.80 元/月/平，年总物管费预计 0.05 亿元；车位 14142 个，物管费标准基本以 60 元/月/个为主，年总物管费预计 0.11 亿元。

公司目前持有的商业物业出租率较高，2017 年 3 月公司富春峰景项目竣工，为公司新增加 0.47 万平方米的商业物业，且当年对外出租，使得公司商业物业租金收入有所增长，对公司收益形成一定的补充。截至 2018 年 3 月末，公司持有商业物业面积合计 8.58 万平方米，已出租面积 8.49 万平方米，出租率为 98.95%，年租金合计约为 0.60 亿元。租约期限以 2～5 年为主。

企业管理

跟踪期内，公司实际控制人鲁冠球先生于 2017 年 10 月 25 日逝世，目前公司实际控制人变更手续尚未办妥。公司在治理结构和内部管理等方面无重大变化。

在发展战略方面，顺发恒业继续立足房地产主业，密切关注土地市场动态，积极参与目标区域的土地出让，适时获取土地资源，适度增加土地储备；公司继续跟踪大股东“聚能城”项目进展情况，适时参与新型园区开发建设与管理。对于海外市场，公司将继续在北美寻找不动产业的投资机会。此外，公司积极开展对大健康产业链及存量土地再开发的深化研究，将择机进入相关产业。

财务分析

财务概况

顺发恒业提供了 2017 年合并财务报告和 2018 年 1～3 月合并财务报表。中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对 2017 年合并财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2018 年 1～3 月的合并财务报表未经审计。

截至 2017 年末，公司纳入合并报表范围的子公司共 12 家，期内公司合并范围未发生变化。

资产构成

跟踪期内，公司资产规模有所下降，资产构成以流动资产为主，其中货币资金和存货占比很高

2018 年 3 月末，公司资产总额 136.78 亿元，流动资产 115.92 亿元，占总资产比例 84.75%，资产结构以流动资产为主。

2017 年末，公司资产总额为 136.91 亿元，较 2016 年末下降 17.72%。其中，流动资产占总资产的比重为 85.50%，较上年末下降 3.57 个百分点。

图 5：2015 年末～2017 年末及 2018 年 3 月末公司资产构成

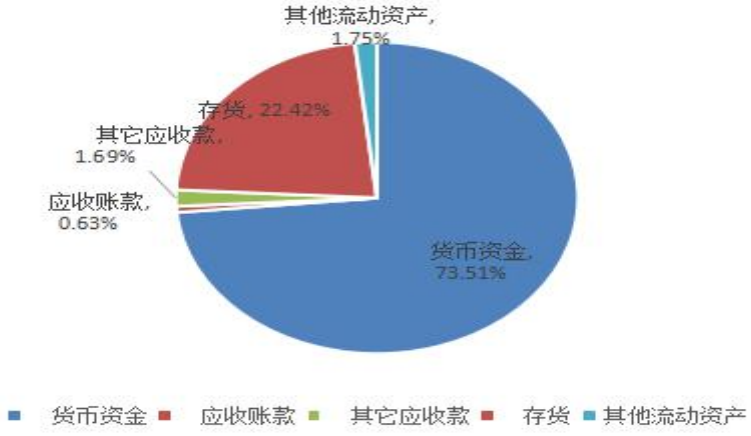
资料来源：公司提供，东方金诚整理

1．流动资产

2018 年 3 月末，公司流动资产为 115.92 亿元，其中货币资金和存货分别占比 73.79%和 20.43%。

2017 年末，公司流动资产 117.06 亿元，主要由货币资金和存货金构成，占比分别为 73.51%和 22.42%，合计占比达 95.93%。

图 6：截至 2017 年末公司流动资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2017 年末，公司货币资金余额 86.04 亿元，较 2016 年末增长 25.22%，主要系房地产项目销售及部分参股联营企业资金回收所致，其中银行存款和库存现金占比分别为 99.94%和 0.06%；公司受限资金为 0.02 亿元，占货币资金的 0.02%，用于银行借款等融资担保。同期末，公司存货期末账面价值 26.25 亿元，较 2016 年末减少 64.30%，其中开发成本和开发产品占比分别为 55.12%和 44.79%；用于债务担

保的存货 0.29 亿元，占期末存货的 1.10%。

2．非流动资产

2018 年 3 月末，公司非流动资产 20.86 亿元，其中长期股权投资、投资性房地产、递延所得税资产和可供出售金融资产占比分别为 45.01%、28.79%、13.26%和 9.82%。

2017 年末，公司非流动资产 19.86 亿元，较 2016 年末增长 9.17%，主要系长期股权投资增长所致，其中长期股权投资、投资性房地产、递延所得税资产和可供出售金融资产占比分别为 40.69%、31.09%、14.22%和 10.70%。

2017 年末，公司长期股权投资 8.08 亿元，较上年增长 16.93%。公司长期股权投资主要为公司对联营企业万科大家、杭州龙卓和杭州辰旭等企业的投资，2017 年末较上年有所增长主要是按权益法核算下被投资企业盈利所致。同期，公司投资性房地产账面价值为 6.17 亿元，主要是公司开发房地产项目配套自持商业，其中受限部分账面价值为 3.97 亿元，主要是公司用于银行抵押融资；公司按历史成本计量的可供出售金融资产[6]2.12 亿元；公司递延所得税资产为 2.82 亿元，主要系增加未弥补亏损和预提土地增值税的所得税影响。

从当前资产受限及抵押情况来看，截至 2017 年末，公司货币资金、存货、固定资产和投资性房地产期末余额合计为 119.02 亿元，用作抵押合计为 4.69 亿元，占比 3.94%。公司受限资产占比较小。

资本结构

2017 年公司盈利增长使得资本实力进一步增强

2017 年末，公司所有者权益为 61.12 亿元，较 2016 末增长 8.94%；所有者权益主要由实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润构成，占所有者权益总额的比例分别为 43.35%、24.78%、6.21%和 25.98%。2017 年公司盈利进一步增长使得所有者权益进一步增加。

2017 年末，公司实收资本和资本公积较上年末均未发生变化；同期，盈余公积 3.80 亿元，较上年末增长 37%，主要系公司按当年净利润的 10%计提法定盈余公积所致；未分配利润 18.77 亿元，较上年增长 28.76%，主要系公司当年利润大幅增长所致。

2018 年 3 月末，公司所有者权益 64.95 亿元，较年初进一步增长。

跟踪期内，公司债务总额及债务负担均有所下降，债务结构上仍以长期有息债务为主

2018 年 3 月末，公司负债总额为 71.83 亿元，其中流动负债占比 61.05%。

截至 2017 年末，公司负债总额 75.79 亿元，较 2016 年末下降 31.28%，负债结构以流动负债为主，其中，流动负债占比 62.93%，非流动负债占比 37.07%；全部债务 27.72 亿元，主要为长期有息债务，较 2016 年末下降 3.56%。

1.流动负债

[6] 公司与万向美国签订的《Wanxiang 150 North Riverside,LLC 运营协议》和《Wanxiang Orland,LLC 运营协议》，本公司对 Wanxiang 150 North Riverside,LLC 和 Wanxiang Orland,LLC 的运营不具有控制或重大影响，且无法持续可靠地取得 Wanxiang 150 North Riverside,LLC 和 Wanxiang Orland,LLC 的公允价值，故公司将该等投资列为可供出售金融资产并按历史成本计量。

2018 年 3 月末，公司流动负债 43.85 亿元，预收账款、其他应付款和应付账款分别占比 38.31%、46.95%和 8.62%。

2017 年末，公司流动负债为 47.69 亿元，较 2016 年末下降 41.23%。其中，预收款项、其他应付款和应付账款占比分别为 37.77%、44.12%和 12.13%。

2017 年末，公司预收款项账面价值为 18.01 亿元，主要为预收房地产销售款，较 2016 年末下降 67.42%，主要系预售房产项目进行结转。同期，公司其他应付款账面价值为 21.04 亿元，较 2016 年末增长 21.88%，主要系收到参股联营企业往来款增加所致；公司应付账款账面价值为 5.79 亿元，主要是应付工程款。

2.非流动负债

2018 年 3 月末，公司非流动负债 27.98 亿元，长期借款和应付债券分别占比 11.62%和 85.26%。

截至 2017 年末，公司非流动负债 28.09 亿元，较 2016 年末下降 3.54%，主要由应付债券构成，占比为 84.87%

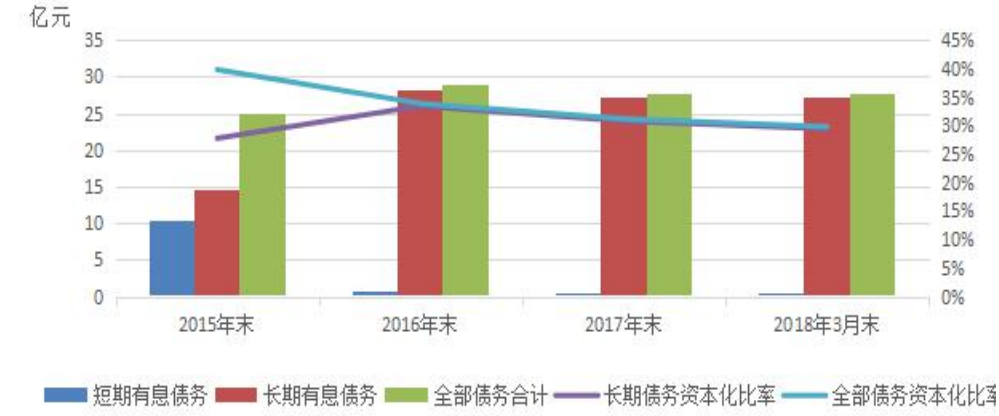
公司应付债券 23.84 亿元，主要系公司发行的公司债以及中期票据；长期借款 3.38 亿元，占非流动负债的比例为 12.01%，较 2016 年末下降 23.14%，主要系当期借款归还所致。

3.债务负担

2018 年 3 月末，公司有息债务为 27.61 亿元，长期有息债务占比 98.19%，资产负债率 52.51%，长期债务资本化比率 29.44%；全部债务资本化比率 29.82%。

2017 年末，公司全部债务为 27.72 亿元，同比下降 3.65%；其中,短期有息债务占比 1.80%，长期债务占比为 98.20%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 55.36%和 31.20%，均较 2016 年有所下降。

图 7：2015 年～2017 年末及 2018 年 3 月末公司债务情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2017 年末，公司全部债务为 27.72 亿元，2018 年～2019 年,公司到期债务分别为 1.91 亿元和 13.89 亿元。截至 2017 年末，公司持有货币资金 86.04 亿元，偿债压力较小。公司 2018 年～2019 年，到期债务还本付息情况如下表。

表 8:2018 年～2019 年公司到期债务还本付息情况

单位：亿元

指标	2018 年	2019 年
归还本金	0.50	12.50
归还利息：	1.41	1.39
其中：银行贷款利息	0.18	0.16
中期票据利息	0.67	0.67
公司债利息	0.56	0.56
合计	**1.91**	**13.89**

资料来源：公司提供，东方金诚整理

4.对外担保

截至 2017 年末，公司及其子公司为相关业主按揭贷款提供保证担保，对外担保合计 11.52 亿元，占公司净资产的比例为 18.85%。

盈利能力

2017 年公司营业收入同比大幅增长，营业利润率较上年略有提升，由于公司可售项目较少，能够结转的存量规模不大，预计未来公司收入规模将有所下滑，但投资收益会对利润形成补充

2018 年 1～3 月，公司营业收入 7.41 亿元，营业利润率 52.97%，期间费用 0.25 亿元，占营业收入比例 3.37%，利润总额 4.77 亿元，净利润 3.91 亿元。公司营业利润较高主要是由于报告期内结转的房地产项目毛利率提升所致。

2017 年，公司营业收入为 66.82 亿元，较 2016 年上升 83.80%；营业利润率为 15.48%，较 2016 年增长 1.07 个百分点，营业利润率上升是由于当期缴纳的营业税金及附加有所减少，而收入大幅增长。

同期，公司期间费用为 1.97 亿元，占营业收入的比重为 2.95%，较 2016 年下降 1.48 个百分点，主要原因为公司营业收入大幅增长，而公司期间费用中的销售费用出现下降。公司销售费用下降主要系当年楼盘合同销售额较上年大幅下降相应的销售费用有所减少。公司期间费用中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 32.55%、22.41%和 45.04%。

2017 年，公司利润总额 9.76 亿元，同比增长 96.66%，其中投资收益 1.39 亿元，按权益法核算下被投资企业盈利所致，未来随着参股子公司收入及盈利的进一步确认，公司投资收益有望进一步增加。

表 9：2015 年～2017 年及 2018 年 1～3 月公司期间费用情况

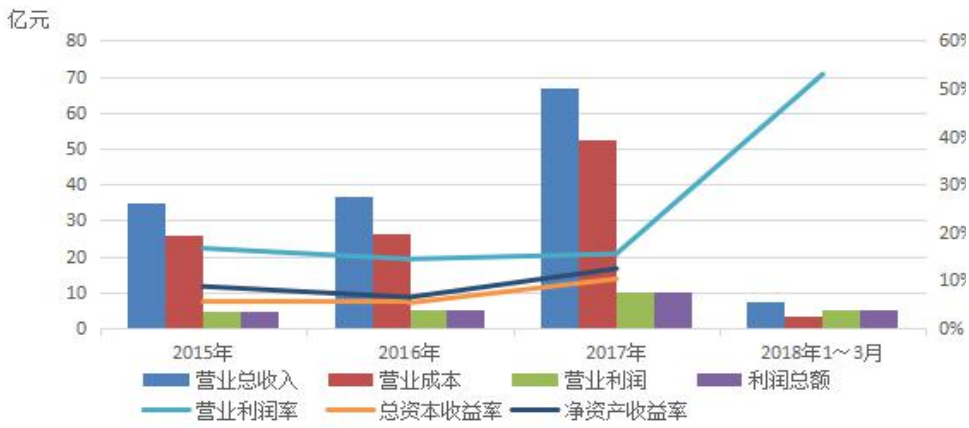
单位：万元、%

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1～3 月
销售费用	10221.53	8206.96	6418.15	681.66
管理费用	4879.30	3992.53	4419.17	1363.38
财务费用	779.51	3911.02	8881.84	450.25
期间费用合计	15880.34	16110.51	19719.16	2495.30
期间费用占营业收入比例	4.57	4.43	2.95	3.37

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 10.26%和 12.40%，较 2016 年分别增长 4.99 个百分点、5.96 个百分点，公司盈利能力较强。

图 8：2015 年～2017 年及 2018 年 1～3 月公司盈利能力情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司房地产业务合同销售金额大幅减少，且无新开工面积，而账面预收账款仅为 18.01 亿元，预计公司未来能结转的收入将有所下滑。但随着国内外合作项目进入投资回报期，公司有望获得较大规模的投资收益，能对公司利润形成一定补充。

现金流

公司经营性净现金流量规模有所下降，投资活动和筹资活动净现金流出规模均有所增加

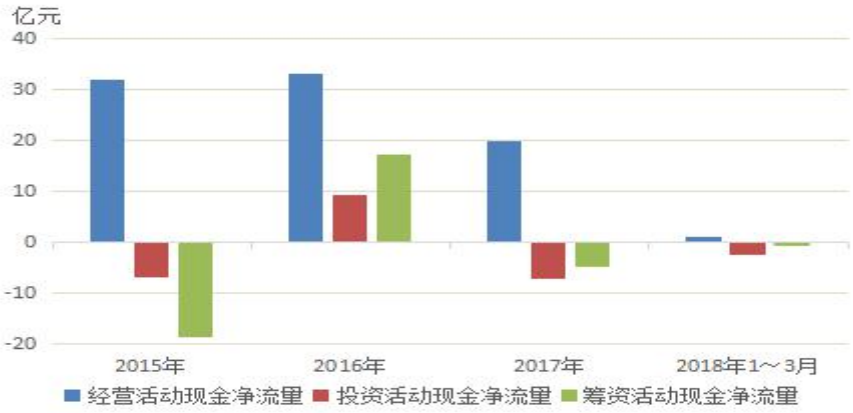
2018 年 1～3 月，公司经营性净现金流 0.86 亿元，投资性净现金流-2.45 亿元，筹资性净现金流-0.84 亿元。

2017 年，公司经营活动产生的现金流入 33.00 亿元，较 2016 年下降 46.70%，主要是由于当期存量项目不多，销售面积大幅下降导致销售现金流入减少所致；经营活动现金流出 13.27 亿元，经营活动产生的现金净流量 19.72 亿元，较 2017 年下降 40.32%，经营活动现金流有较大幅度下降。

2017年，公司投资活动现金流入28.61亿元，主要为公司收到定期存款本息，联营企业往来款和合作开发项目投资款；投资活动现金流出36.00亿元，主要系增加在万向财务有限公司的定期存款；公司投资性净现金流-7.39亿元。

同期，公司筹资活动净现金流为-4.98 亿元，主要系公司当期偿还债务、分配股利和偿付利息所致。

图9：2015年～2017年及2018年1～3月公司现金流情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

公司账面货币资金充裕，对有息债务的偿付形成有力保障

2018 年 3 月末，公司流动比率 264.37%，速动比率 210.36%。

从短期偿债能力指标来看，2017 年公司流动比率、速动比率和经营性现金流动负债比分别为 245.43%、190.40%和 41.35%。截至 2017 年底，公司账面货币资金合计 86.04 亿元，账面资金充裕。公司资产流动性良好，经营性现金流对流动负债的保障能力较高。

从长期偿债能力指标来看，2017 年公司 EBITDA 利息倍数为 7.12 倍，较上年有所上升；全部债务/EBITDA 倍数为 2.41 倍，较上年下降 2.37 倍。公司有息债务规模有所下降，盈利提升，使得 EBITDA 对有息债务覆盖程度提高。

表10：2015年～2017年公司偿债能力主要指标

单位：%

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年
流动比率	155.53	182.61	245.43
速动比率	26.10	92.02	190.40
经营现金流动负债比	48.11	40.72	41.35
EBITDA 利息倍数（倍）	1.53	3.55	7.12
全部债务/EBITDA（倍）	5.17	4.78	2.41

资料来源：公司提供，东方金诚整理

过往债务履约情况

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 2018 年 4 月 10 日，公司不存在不良信用记录。

截至本报告出具日，公司共发行债券 2 只，公司存续债券付息情况正常。

表 11：公司存续债券情况

单位：亿元、%

债券简称	种类	到期日	发行规模	票面利率
16 顺发债	一般公司债	2021/9/13	12	4.7
16 顺发 MTN001	一般中期票据	2019/3/4	12	5.6
合计	-	-	**24**	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

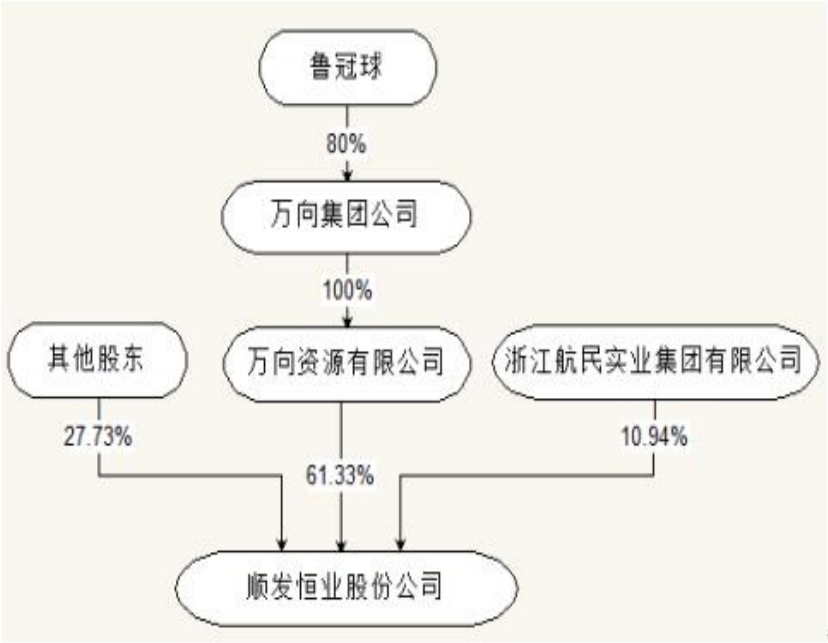
抗风险能力及结论

公司房地产开发业务主要分布在杭州市、安徽淮南市和江苏南通市，在杭州市房地产市场保持较强的竞争实力。跟踪期内，物业管理和租赁业务收入均较上年有所增长，对收入和毛利润形成一定补充；公司参股的国内及海外房地产项目，陆续进入回报期，上述投资收益能够对公司未来的盈利来源形成有效补充；公司账面货币资金充裕，对有息债务的偿付形成有力保障；公司继续立足房地产主业，持续跟踪大股东“聚能城”项目进展情况，适时参与新型园区开发建设与管理。

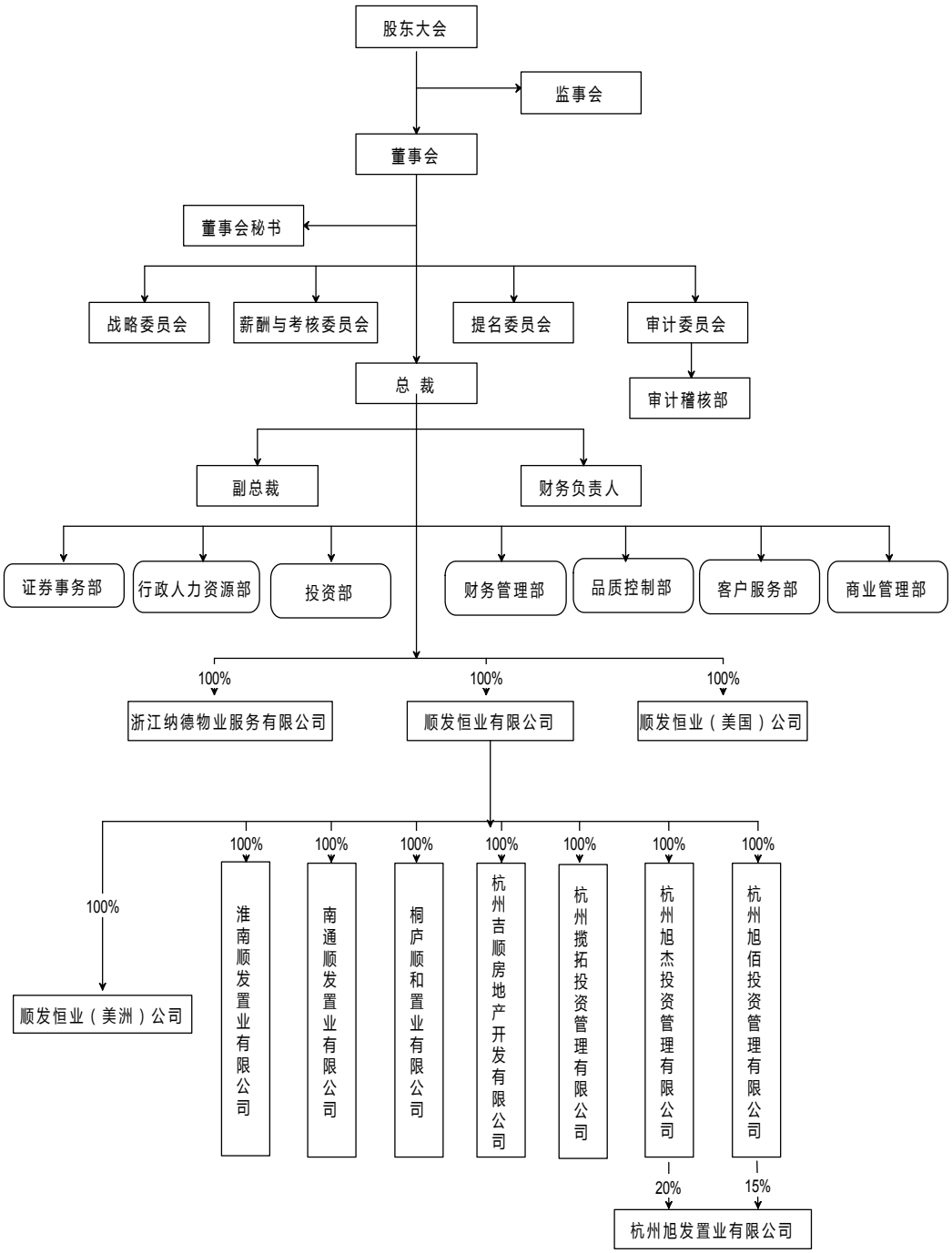
同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，受可售新项目减少影响，公司合同销售金额及合同销售面积均出现较大幅度的下降；公司在建项目主要位于杭州和南通市，未来可售面积较少；公司 2017 年以来已无新开工项目且拟建项目较少，对未来房地产业务持续发展支撑趋弱。

综上，东方金诚维持顺发恒业主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“16 顺发债”的信用等级为 AA。

附件一：截至 2017 年末顺发恒业股权结构及控制关系图



附件二：截至 2017 年末顺发恒业组织结构图



附件三：公司截至 2017 年末在售项目情况

单位：万平方米、万元

项目名称	项目位置	项目类型	开盘时间	总可售面积	已售面积	已销售金额	未销售面积	预计尚可销售金额
泽润园二期	安徽	住宅	2016 年 7 月	8.61	4.72	16674.09	3.89	13742.00
富春峰景	桐庐	住宅、商业	2013 年 12 月	17.94	14.95	171085.98	2.99	34217.00
美哉美城	杭州	住宅	2015 年 9 月	15.96	15.11	333232.18	0.85	32725.00
璟悦府	杭州	住宅、商业	2016 年 8 月	2.25	2.25	83901.00	0.00	0.00
泽润园一期	安徽	住宅	2011 年 10 月	13.05	12.12	38136.91	0.93	2926.00
康庄	杭州	住宅	2010 年 12 月	10.40	9.74	140918.35	0.66	18810.00
堤香	杭州	住宅	2011 年 1 月	9.67	9.31	199944.80	0.36	11520.00
一品江山	桐庐	住宅、商业	2010 年 10 月	20.22	19.71	195942.38	0.51	5070.00
御园一期	南通	住宅	2012 年 5 月	2.67	2.20	33551.08	0.47	7168.00
旺角城二期	杭州	住宅、商业	2012 年 4 月	17.87	11.77	239324.54	6.10	124034.00
吉祥半岛	杭州	住宅、商业	2011 年 12 月	13.71	12.66	281693.82	1.05	40425.00
江南丽锦	杭州	住宅	2013 年 5 月	9.48	8.97	161226.89	0.51	15300.00
恒园	杭州	住宅、商业	2013 年 11 月	11.11	10.68	218886.91	0.43	15050.00
御园二期	南通	住宅	2015 年 6 月	5.20	4.57	69084.87	0.63	9524.00
御园三期	南通	住宅	2017 年 6 月	4.73	2.05	36541.60	2.68	72360.00
合计				**162.87**	**140.81**	**2220145.4**	**22.06**	**402871.00**

资料来源：公司提供，东方金诚整理

附件四：公司合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末（未经审计）
流动资产：				
货币资金	120648.01	687162.98	860443.36	855420.78
应收票据	-	-	-	-
应收账款	1003.02	4939.28	7351.66	8224.34
预付款项	384.52	160.53	23.36	192.23
其他应收款	34593.51	11707.82	19752.64	38608.30
存货	855093.23	735235.13	262471.36	236826.18
一年内到期的非流动资产	-	-	-	-
其他流动资产	15763.51	42836.63	20488.78	19781.73
流动资产合计	1027485.79	1482042.38	1170562.27	1159248.43
非流动资产：				
可供出售金融资产	20518.67	22548.77	21239.46	20474.77
长期应收款	1709.89	1310.37	954.50	951.50
长期股权投资	68915.06	69098.81	80793.94	93883.02
投资性房地产	50172.86	60578.82	61744.16	60056.68
固定资产	1103.40	1135.44	5588.35	5537.99
无形资产	17.21	8.97	5.79	4.99
商誉	0.01	4.05	4.05	4.05
长期待摊费用	-	-	-	-
递延所得税资产	19261.13	27212.21	28244.40	27664.85
其他非流动资产	-	-	-	-
非流动资产合计	161698.25	181897.44	198574.64	208577.85
资产总计	1189184.03	1663939.82	1369136.91	1367826.28

附件四：公司合并资产负债表(续表)

单位：万元

项目名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末（未经审计）
流动负债：				
短期借款	-	-	-	-
应付票据	-	-	-	-
应付账款	54803.95	55155.70	57869.69	37819.77
预收款项	428637.59	552808.67	180131.15	167972.45
△卖出回购金融资产款	-	-	-	-
应付职工薪酬	2853.78	3057.88	2974.46	1879.17
应交税费	2572.48	14801.34	13257.23	16273.69
应付利息	519.18	7306.94	7295.82	3663.95
其他应付款	66829.89	172636.90	210413.66	205893.24
一年内到期的非流动负债	104400.00	5810.98	5000.00	5000.00
流动负债合计	660616.87	811578.40	476942.02	438502.27
非流动负债：				
长期借款	144750.00	43908.54	33750.00	32500.00
应付债券	-	237974.45	238434.57	238553.42
长期应付款	-	-	-	-
专项应付款	6688.84	6688.84	6688.84	6688.84
递延收益	489.01	1133.43	1175.06	1148.86
预计负债	-	-	-	-
递延所得税负债	369.05	1,553.10	898.80	898.80
其他非流动负债	-	-	-	-
非流动负债合计	152296.90	291258.36	280947.27	279789.92
负债合计	812913.77	1102836.76	757889.30	718292.19
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本（或股本）	146371.37	243251.92	243251.92	243251.92
资本公积	21622.92	139033.50	139033.51	139033.51
其他综合收益	1152.00	2594.59	1298.50	512.45
盈余公积	26380.96	27708.68	37957.53	37957.53
一般风险准备	-	-	-	-
未分配利润	180743.02	145788.81	187718.81	226837.12
归属母公司所有者权益合计	376270.27	558377.50	609260.26	647592.52
少数股东权益	0.00	2725.57	1987.36	1941.57
股东权益合计	376270.27	561103.06	611247.62	649534.09
负债与股东权益合计	1189184.03	1663939.82	1369136.91	1367826.28

附件五：公司合并利润表

单位：万元

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1～3 月（未经审计）
一、营业总收入	347411.52	363531.89	668169.52	74071.16
其中：营业收入	347411.52	363531.89	668169.52	74071.16
其中：主营业务收入	-	-	-	-
其他业务收入	-	-	-	-
△利息收入	-	-	-	-
△手续费及佣金收入	-	-	-	-
减：营业成本	258278.97	262861.88	521721.34	31090.69
营业税金及附加	31306.11	48293.05	43024.22	3743.21
销售费用	10221.53	8206.96	6418.15	681.66
管理费用	4879.30	3992.53	4419.17	1363.38
财务费用	779.51	3911.02	8881.84	450.25
资产减值损失	-5307.04	-15665.17	681.95	2180.46
加：公允价值变动收益	-	-	-	-
投资收益	-1234.94	-1416.25	13873.95	13089.08
二、营业利润	46018.20	50515.36	96896.80	47650.58
加：营业外收入	1322.72	509.85	931.24	71.21
减：营业外支出	2948.05	1375.89	188.69	7.97
其中：非流动资产处置损失	5.50	0.02	-	-
三、利润总额	44392.88	49649.33	97639.35	47713.81
减：所得税	11704.44	13534.51	21873.52	8641.28
加：未确认的投资损失	-	-	-	-
四、净利润	32688.44	36114.82	75765.83	39072.53
归属于母公司所有者的净利润	32688.44	36631.76	76504.03	39118.31
少数股东损益	-	-	-	-

附件六：公司合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1～3 月（未经审计）
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	512652.12	486327.80	299681.71	62540.26
收到税费返还	45.75	-	1487.55	-
收到的其他与经营活动有关的现金	20542.12	132820.12	28807.48	22308.10
经营活动现金流入小计	533240.00	619147.93	329976.75	84848.36
购买商品、接受劳务支付的现金	121935.13	98433.72	47919.46	22883.77
支付给职工以及为职工支付的现金	7560.54	8154.78	9274.48	3020.68
支付的各项税费	54963.07	52471.80	53169.97	12613.11
支付的其他与经营活动有关的现金	30952.77	129624.01	22379.95	37708.91
经营活动现金流出小计	215411.51	288684.32	132743.86	76226.47
经营活动产生的现金流量净额	317828.49	330463.61	197232.88	8621.89
二、投资活动产生的现金流量				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	470.39	13.52	0.18	-
处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额	-	-	-	-
收到的其他与投资活动有关的现金	44913.59	93333.39	286109.80	1500.00
投资活动现金流入小计	45383.97	93346.91	286109.97	1500.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	5.41	9.86	40.09	3.23
投资所支付的现金	90668.67	2185.88	-	35.68
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	-	-	-	-
支付的其他与投资有关的现金	23951.83	-	360000.00	25950.00
投资活动现金流出小计	114625.91	2195.74	360040.09	25988.91
投资活动产生的现金流量净额	-69241.94	91151.17	-73930.12	-24488.91
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资所收到的现金	-	162150.00	-	-
取得借款所收到的现金	383600.00	48000.00	-	-
发行债券收到的现金	70271.75	28000.00	-	-
收到的其他与筹资活动有关的现金	-	240000.00	-	-
筹资活动现金流入小计	453871.75	478150.00	-	-
偿还债务所支付的现金	571750.00	265430.49	10969.51	1250.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	43078.44	23153.52	38793.12	7188.22
支付其他与筹资活动有关的现金	27000.00	17550.00	0.00	
筹资活动现金流出小计	641828.44	306134.01	49762.63	8438.22

筹资活动产生的现金流量净额	-187956.69	172015.99	-49762.63	-8438.22
四、汇率变动对现金的影响额	839.59	5.00	-228.66	-729.96
五、现金和现金等价物净增加额	61469.45	593635.76	73311.47	-25035.20

附件七：公司合并现金流量表附表

将净利润调节为经营活动现金流量	2015 年	2016 年	2017 年
1、净利润	32688.44	36114.82	75765.82
资产减值准备	-5307.04	-15665.17	681.95
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1757.93	1911.88	2077.59
无形资产摊销	28.46	8.25	3.18
长期待摊费用摊销	-	-	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-242.20	-10.09	0.01
财务费用	2303.69	9229.28	14830.88
投资损失	1234.94	1416.25	-13873.95
递延所得税资产减少	2292.75	-7951.08	-1032.19
递延所得税负债增加	312.17	1184.05	-654.30
存货的减少	171493.32	159069.10	464690.21
经营性应收项目的减少	-31725.04	-25473.40	21376.98
经营性应付项目的增加	142991.09	170629.72	-367856.03
其他	-	-	1222.73
经营活动产生的现金流量净额	317828.49	330463.61	197232.88
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动			
债务转入资本	-	-	-
合计	-	-	-
3、现金与现金等价物净增加情况			
现金的期末余额	93250.93	686886.68	760198.16
减：现金的期初余额	31781.47	93250.93	686886.68
加：现金等价物的期末余额	-	-	-
减：现金等价物的期初余额	-	-	-
现金及现金等价物净增加额	61469.45	593635.76	73311.47
4、现金和现金等价物明细			
现金	93250.93	686886.68	760198.16
其中：库存现金	10.65	3.85	17.03
可随时用于支付的银行存款	93240.27	686882.83	760181.13
可随时用于支付的其他货币资金	-	-	-

附件八：公司主要财务指标

项　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1～3 月（未经审计）
盈利能力				
营业利润率(%)	16.64	14.41	15.48	52.97
总资本收益率(%)	5.54	5.27	10.26	-
净资产收益率(%)	8.69	6.44	12.40	-
偿债能力				
资产负债率(%)	68.36	66.28	55.36	52.51
长期债务资本化比率(%)	27.78	33.44	30.81	29.44
全部债务资本化比率(%)	39.84	33.89	31.20	29.82
流动比率(%)	155.53	182.61	245.43	264.37
速动比率(%)	26.10	92.02	190.40	210.36
经营现金流动负债比(%)	48.11	40.72	41.35	-
EBITDA 利息倍数(倍)	1.53	3.55	7.12	-
全部债务/EBITDA(倍)	5.17	4.78	2.41	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	1.00	1.47	0.44	-
筹资前现金流量净额利息保护倍数(倍)	124.94	48.87	8.02	-
经营效率				
销售债权周转次数(次)	692.73	122.35	108.73	-
存货周转次数(次)	0.60	0.33	1.05	-
总资产周转次数(次)	0.58	0.25	0.44	-
现金收入比(%)	147.56	133.78	44.85	84.43
增长指标				
资产总额年平均增长率(%)	-0.53	39.92	7.30	-
营业收入年平均增长率(%)	6.63	49.12	27.46	-
利润总额年平均增长率(%)	-29.20	4.64	38.68	-
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.40	0.50	0.96	-
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	4.44	5.16	2.75	-
经营活动现金流量净额偿债倍数（倍）	2.65	2.75	1.64	-
筹资活动前现金流量净额偿债倍数（倍）	2.07	3.51	1.03	-

附件九：主要财务指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
盈利指标	
毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×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%
总资本收益率	（净利润+利息费用）/（所有者权益+长期有息债务+短期有息债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
偿债能力指标	
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/（长期有息债务+短期有息债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期有息债务/（长期有息债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
债务保护倍数	（净利润+固定资产折旧+摊销）/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
期内长期债务偿还能力	期内（净利润+固定资产折旧+摊销）/期内应偿还的长期有息债务本金
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	筹资活动前现金流量净额/（当年利息支出+当年应偿还的全部债务本金）
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
增长指标	
资产总额年平均增长率	（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%
净资产年平均增长率	
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务
短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务
全部债务=长期有息债务+短期有息债务
EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销
利息支出=利息费用+资本化利息支出
筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件十：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

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

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。