

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字 [2019]026 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

二零一九年五月二十七日



信用等级公告

东方金诚债跟踪评字 [2019]026 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

二零一九年五月二十七日



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。
- 顺发恒业股份公司2016年面向合格投资者公开发行公司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

2019年5月27日



顺发恒业股份公司主体 及“16顺发债”2019年度跟踪评级报告

报告编号：东方金诚债跟踪评字【2019】026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：2019年5月27日

上次评级结果

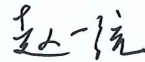
主体信用等级：AA
评级展望：稳定
“16顺发债”信用等级：AA
评级时间：2018年5月24日

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

赵一统



评级小组成员

瞿鹏



邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街3
号兆泰国际中心C座12
层 100600

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”）房地产开发业务主要分布在杭州市、安徽淮南市和江苏南通市，在杭州市去化情况良好；2018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；跟踪期内，公司参股的房地产合作开发项目陆续进入回报期，相关投资收益能够对公司盈利来源形成一定补充；公司账面货币资金较为充裕，短期内对有息债务的偿付形成保障。

跟踪期内，受可供销售及结转项目减少影响，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，结算面积和结算收入均显著下降；公司2018年仍无新开工项目，且在建及拟建项目少且未来可售面积有限，对未来房地产业务持续发展支撑力度弱。

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：2019 年 5 月 27 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：2018 年 5 月 24 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

赵一统



评级小组成员

瞿鹏



邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

主要数据和指标

| 项 目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1~3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|-----------------|
| 资产总额(亿元) | 166.39 | 136.91 | 126.30 | 107.30 |
| 所有者权益(亿元) | 56.11 | 61.12 | 64.78 | 66.96 |
| 全部债务(亿元) | 28.77 | 27.72 | 27.27 | 15.15 |
| 营业总收入(亿元) | 36.35 | 66.82 | 27.16 | 2.17 |
| 利润总额(亿元) | 4.96 | 9.76 | 13.65 | 2.42 |
| EBITDA(亿元) | 6.02 | 11.51 | 15.36 | - |
| 营业利润率(%) | 14.41 | 15.48 | 39.45 | 34.04 |
| 净资产收益率(%) | 6.44 | 12.40 | 17.05 | - |
| 资产负债率(%) | 66.28 | 55.36 | 48.71 | 37.60 |
| 全部债务资本化比率(%) | 33.89 | 31.20 | 29.62 | 18.45 |
| 流动比率(%) | 182.61 | 245.43 | 327.15 | 387.31 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 4.78 | 2.41 | 1.77 | - |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 3.55 | 7.12 | 10.15 | - |

注：数据基于顺发恒业 2016 年~2018 年经审计的合并财务报告及 2019 年一季度未经审计财务报表。

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，在杭州市去化情况良好；
- 2018 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；
- 跟踪期内，公司参股的房地产合作开发项目陆续进入回报期，相关投资收益能够对公司盈利来源形成一定补充；
- 公司账面货币资金较为充裕，短期内对有息债务的偿付形成保障。

关注

- 跟踪期内，受可供销售及结转项目减少影响，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，结算面积和结算收入均显著下降；
- 公司 2018 年仍无新开工项目，且在建及拟建项目少且未来可售面积有限，对未来房地产业务持续发展支撑力度弱。

跟踪评级原因

按照相关监管要求及“顺发恒业股份公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”（以下简称“16 顺发债”）的跟踪评级安排，东方金诚基于顺发恒业提供的 2018 年审计报告、2019 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。截至 2019 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仍为 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，同时鲁伟鼎实际控制万向集团，故顺发恒业间接控股股东为万向集团，实际控制人为鲁伟鼎（截至 2018 年末顺发恒业产权及控制关系图见附件一）。

公司房地产开发业务以住宅地产开发为主，兼有少量商业物业，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，其中杭州市核心区域，公司在杭州市开发了美哉美城、恒园、世纪之光、春江悦茗和国悦府等代表性项目。

截至 2019 年 3 月末，顺发恒业资产总额 107.30 亿元，所有者权益 66.96 亿元，资产负债率 37.60%。2018 年及 2019 年 1~3 月，公司实现营业收入分别为 27.16 亿元和 2.17 亿元，利润总额分别为 13.65 亿元和 2.42 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 日发行了顺发恒业股份公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券，债券简称“16 顺发债”，发行金额 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，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；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。

截至本报告出具日，“16 顺发债”募集资金 12 亿元，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。

2017 年 9 月 13 日和 2018 年 9 月 13 日，公司分别按时兑付“16 顺发债”当期利息。

宏观经济和政策环境

2019 年一季度宏观经济运行好于预期，GDP 增速与上季持平；随着积极因素逐渐增多，预计二季度 GDP 增速将稳中有升，上半年经济下行压力趋于缓解

今年宏观经济开局好于市场普遍预期。据初步核算，1~3 月国内生产总值为 213433 亿元，同比增长 6.4%，增速与上季持平，结束了此前的“三连降”，主要

原因是当季货物贸易顺差同比扩大，净出口对经济增长的拉动力增强，抵消了投资和消费拉动力下滑的影响。值得注意的是，随着逆周期政策效果显现，中美贸易谈判进展良好带动市场预期改善，3月投资和消费同步回暖，经济运行的积极因素正在逐渐增多。

工业生产边际改善，企业利润下降。1~3月规模以上工业增加值同比增长6.5%，增速较上年全年加快0.3个百分点。其中，3月工业增加值同比增长8.5%，较2月当月同比增速3.4%大幅反弹，这一方面受春节错期影响，同时也与当月制造业PMI重回扩张区间相印证，表明制造业景气边际改善，逆周期政策带动效果较为明显。受PPI涨幅收窄影响，今年1~2月工业企业利润同比下降14.0%，结束此前两年高增，但后期增值税下调或将缓解企业利润下行压力。

固定资产投资增速整体回升。1~3月固定资产投资同比增长6.3%，增速较上年全年加快0.4个百分点。具体来看，基建补短板力度加大带动基建投资增速小幅上升，1~3月同比增长4.4%，增速较上年全年加快0.6个百分点。在前期新开工高增速支撑下，1~3月房屋施工面积增速加快，推动同期房地产投资同比增速较上年全年加快2.3个百分点至11.8%。最后，因利润增速下滑、外需前景走弱影响企业投资信心，1~3月制造业投资同比增长4.6%，增速较上年全年下滑4.9个百分点。

商品消费整体偏弱，企稳反弹迹象已现。1~3月社会消费品零售总额同比增长8.3%，增速不及上年全年的9.0%，汽车、石油制品和房地产相关商品零售额增速低于上年是主要拖累。不过，从边际走势来看，1~2月社零增速企稳，3月已有明显回升，背后推动因素包括当月CPI上行，个税减免带动居民可支配收入增速反弹，以及市场信心修复带动车市回暖。1~3月CPI累计同比上涨1.8%，涨幅低于上年全年的2.1%；因猪肉、鲜菜等食品价格大涨，3月CPI同比增速加快至2.3%。

净出口对经济增长的拉动力增强。以人民币计价，1~3月我国出口额同比增长6.7%，进口额增长0.3%，增速分别较上年全年下滑0.4和12.6个百分点。由于进口增速下行幅度更大，一季度我国对外贸易顺差较上年同期扩大75.2%，带动净出口对GDP增长的拉动率反弹至1.5%，较上季度提高1.0个百分点。

东方金诚预计，二季度基建领域补短板、减税降费等积极财政政策效应将持续显现，叠加市场预期改善推动商品房销售回暖、汽车销量增速反弹，以及对外贸易顺差仍将延续等因素，预计二季度GDP增速将持平于6.4%，不排除小幅反弹至6.5%的可能，这意味着上半年经济下行压力趋于缓解。

政策环境

M2和社融存量增速触底反弹，“宽信用”效果显现，货币政策宽松步伐或将有所放缓

社会融资规模大幅增多，货币供应量增速见底回升。1~3月新增社融累计81800亿，同比多增23249亿，主要原因是表内信贷大幅增长以及表外融资恢复正增长，表明“宽信用”效果进一步显现。此外，1~3月新增企业债券融资及地方政府专项债也明显多于上年同期，体现债市回暖及地方政府专项债发行节奏加快带来的影响。在社融同比多增带动下，3月底社融存量同比增速加快至10.7%，较上年末提高0.9个百分点。3月末，广义货币（M2）余额同比增长8.6%，增速较上年

末提高 0.5 个百分点，主要原因是一季度流向实体经济的贷款大幅增加，以及财政支出力度加大带动财政存款同比多减。3 月末，狭义货币 (M1) 余额同比增长 4.6%，增速较上年末提高 3.1 个百分点，表明实体经济活跃程度有所提升。

货币政策宽松步伐或将边际放缓。一季度各项金融数据均有明显改善，表明前期各类支持实体经济融资政策的叠加效应正在体现。考虑到伴随中美贸易谈判取得积极进展，市场信心持续恢复，宏观经济下行压力有所缓和，金融数据反弹或促使监管层放缓货币政策边际宽松步伐，二季度降准有可能延后，降息预期也有所降温，而定向支持民营、小微企业融资政策还将发力。

减税带动财政收入增速走低，财政支出力度加大，更加积极的财政政策将在减税降费和扩大支出两端持续发力

1~3 月财政收入累计同比增长 6.2%，增速较上年同期下滑 7.4 个百分点，体现各项减税政策及 PPI 涨幅收窄等因素的综合影响。其中，税收收入同比增长 5.4%，增速较上年同期下滑 11.9 个百分点；非税收入同比增长 11.8%，增速较上年同期高出 19.3 个百分点，或与央企利润上缴幅度增大有关。1~3 月财政支出累计同比增长 15.0%，增速高于上年同期的 10.9%，基建相关支出整体加速。

2019 年政府工作报告明确将实施更大规模的减税，全年减税降费规模将达到约 2 万亿，高于 2018 年的 1.3 万亿。4 月起，伴随新一轮增值税减税的实施，财政收入增长将面临更大的下行压力。支出方面，2019 年基建补短板需求增大，二季度基建相关支出力度有可能进一步上升，而科技、教育、社保和就业等民生类支出也将保持较快增长，财政支出将保持较高强度。总体上看，今年财政政策在稳定宏观经济运行中的作用将更加突出。

行业及区域经济环境

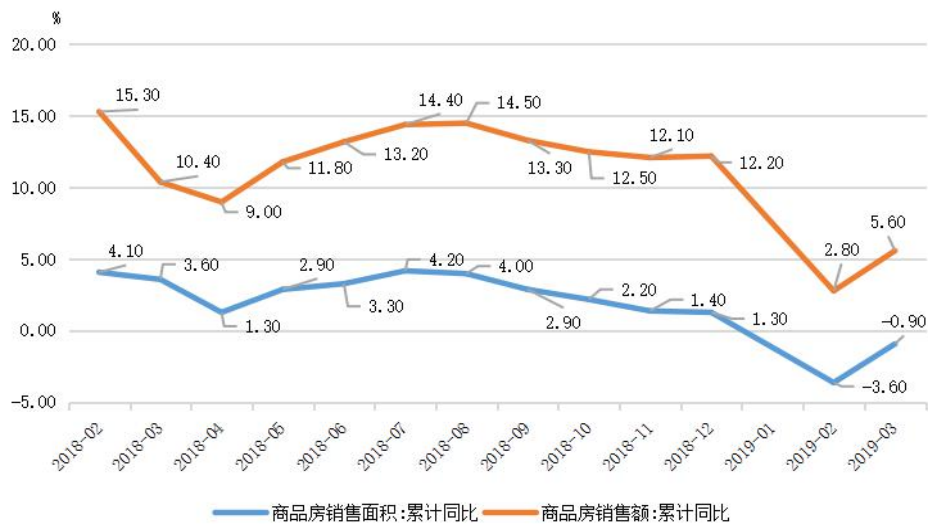
公司主营业务为住宅地产的开发及经营，经营区域分别位于浙江杭州市、江苏南通市和安徽淮南市。

房地产行业

2019 年一季度商品房销售增速下滑，随着楼市调控政策从严以及棚改货币化安置支撑力度减弱，预计二季度全国商品房销售增速或将稳中有降

2019 年一季度，商品房销售面积和销售额分别为 2.98 亿平方米和 2.70 万亿元，同比增速分别为 -0.90% 和 5.60%，增速同比分别下降 4.50 个百分点和 4.80 个百分点。从城市分布来看，棚改货币化补偿政策、人才引进政策以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业推动热点二线城市及三四线城市楼市发展，2019 年一季度房地产销售主要来自热点二线城市及三四线城市的贡献。

图 1：2018 年全年及 2019 年 1~3 月全国商品房销售面积及销售金额增速变动图



数据来源：国家统计局，东方金诚整理

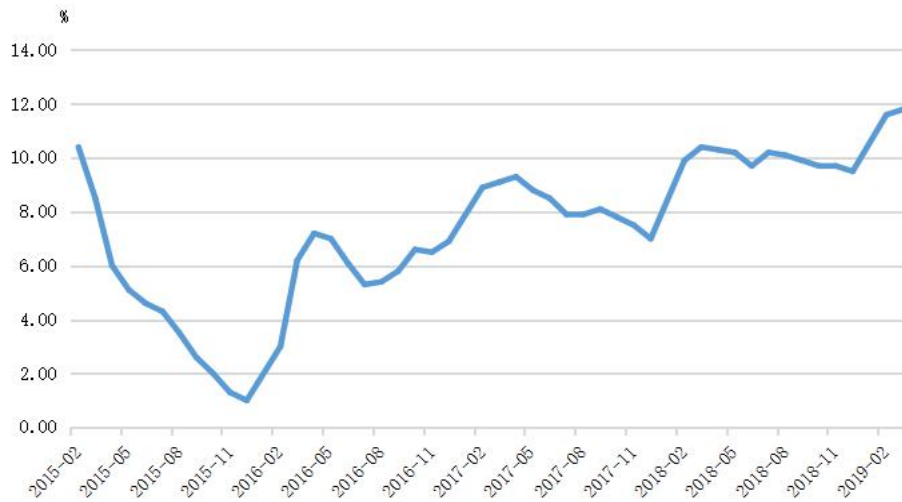
2019 年，房地产市场依旧严监管，房地产政策将维持“房住不炒”定位，政策调控将在“一城一策”的原则上，以限购、限贷、限售、限价、人才引进和棚改货币化安置等调控方式为主。预计二季度国内一线城市和热点二线城市在调控政策趋缓下成交量将保持稳定或略有回升；对于三四线城市来说，受前期市场购买力透支、棚改货币化安置萎缩等多方面因素影响，面临较大调整压力，销售增速或将有所放缓。全年来看，在“一城一策”等政策下，各地方政府将根据各自楼市的特点适时适机的对部分政策措施进行微调，前期销售较弱的城市存在更大的微调空间，但在房地产政策主基调不变的前提下，房地产销售受三四线城市结构影响或将转弱。

一季度房地产开发投资进一步走强，源于新开工的增长及土地购置费的维持高位，随着土地购置对投资支撑力度的下降，或将拖累全年房地产投资增速

2019 年一季度，全国房地产开发投资完成额为 23802.9 亿元，同比增长 11.8%，增速较去年同期提升 1.4 个百分点，其中，住宅投资 17255.8 亿元，同比增长 17.3%，增速同比上升 4.0 个百分点，房地产投资持续增长主要系 2017 年及 2018 年土地市场的高景气度带来了众多待开发项目，在高周转模式及高杠杆模式下，房企通过“抢开工”和“高周转”以快速获取销售回款。

受销售好转、市场资金面的改善及为加速周转回笼资金等因素影响，房企新开工意愿增强，一季度全国房屋新开工面积 38728 万平方米，同比增长 11.9%，增速较去年同期提升 2.2 个百分点，新开工面积的增加对房地产投资增速的提升起到了较强的支撑作用。土地购置方面，一季度房地产开发企业补库存意愿有所下降，土地购置面积 2543 万平方米，同比下降 33.10%；土地成交价款 1194 亿元，同比下降 27.00%，降幅扩大 13.90 个百分点，但土地购置费的滞后影响也支撑了开发投资增速上行。

图2：2015年~2019年3月全国房地产开发投资增速变动图



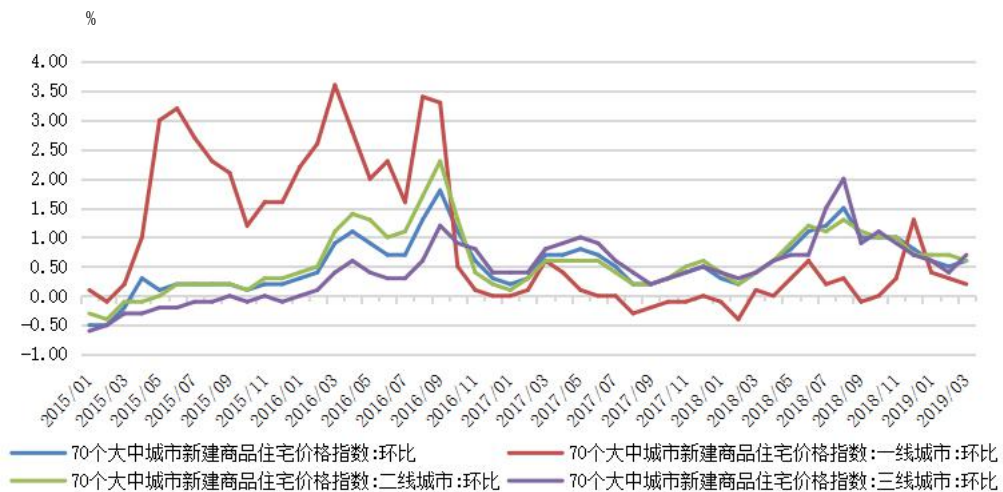
数据来源：国家统计局，东方金诚整理

预计二季度，房企“抢开工”和“高周转”模式及土地购置费的滞后影响仍将对开发投资增速起到一定支撑作用。但从2019年全年来看，在房地产企业外部融资受限及调控政策持续从严的情况下，房企债务到期偿付压力加大，对其进一步扩张带来阻碍。房地产企业拿地节奏将有所优化，开发速度或将有所放缓，土地购置对投资的支撑力度将有所下降，或在下半年拖累房地产投资增速。

一季度商品房销售价格保持增长，预计2019年房价将保持稳定，但棚改货币化安置政策的调整导致其对房价支撑力度减弱，三四线城市房价涨幅将有所回落

2019年一季度国内商品房销售均价为9064.6元/平方米，同比增长6.6%，增速较去年同期基本保持稳定。2019年3月，70个大中城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.6%；其中，一线城市受限价政策影响整体较为稳定，新建商品住宅销售价格环比上涨0.2%，涨幅较上月回落0.1个百分点；31个二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.6%，涨幅较上月回落0.1个百分点；35个三线城市新建商品住宅价格环比上涨0.7%，涨幅较上月扩大0.3个百分点。

图3：2015年~2019年3月全国70个大中城市新建商品住宅价格指数当月环比变动图



数据来源：国家统计局，东方金诚整理

从房价未来走势来看，预计2019年随着房屋销售面积增速的放缓，房价上涨的动力减弱，市场供求矛盾有所缓解，房价涨幅整体出现回落，全国房价将保持稳定。2019年房地产将保持“一城一策”的政策调控方式，但“住房不炒”的高压线仍然不变，具体来看，一线城市房地产市场仍将保持较强的政策调控力度，同时住房需求仍较为旺盛，房价整体将保持稳定；热点二线城市土地市场较为火热，部分地块溢价率有所回升，叠加户籍政策的放松等人才引进政策带来的新增需求，预计房价存在一定上行压力；三四线城市由于人口及资源向外迁移、前期购买力相对透支等因素，依旧面临调整压力，同时棚改开工数量明显缩减及货币化安置走弱或使需求萎缩，对商品住宅销售的拉动作用将减弱，在“坚决遏制房价上涨”的基调和销售向下的前提下，部分地区经济发展相对滞后的三四线城市房价持续上涨动力不足，房价涨幅或将出现回落。

大型房企以品牌输出和并购等方式持续提升规模，呈现强者恒强趋势，未来行业分化加剧，小型房企经营风险或将加速暴露

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。据克而瑞地产研究院发布的《2019年一季度中国房地产企业销售榜TOP200》，2019年一季度，在房地产调控政策持续收紧的背景下，TOP100房企销售规模达2.1万亿元，同比变动不大。从金额门槛来看，2019年一季度房企销售金额门槛整体有所提升，销售权益榜TOP10房企和TOP30房企的入榜门槛分别为303.4亿元和154.1亿元，分别同比提升4.0%和7.2%。从房企合同销售金额集中度看，2019年一季度，TOP10和TOP50房企集中度分别为31.1%和59.3%，较2018年全年的集中度水平平均提升4.2个百分点，房企集中度进一步提升。总体来看，规模房企凭借自身在品牌、城市布局以及融资能力等方面的优势，市场份额继续提高，与其他房企的规模差距进一步加大。

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。在融资环境趋紧、行业调控政策不放松的情况下，小型房企经营风险或将加速暴露。

业务运营

经营概况

公司收入和毛利润仍主要来自房地产开发与销售业务，2018 年公司营业收入同比大幅下降，但毛利率有所提升

2018 年，公司营业收入为 27.16 亿元，同比下降 59.36%。其中，房地产开发与销售业务收入为 24.29 亿元，同比下降 62.80%。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 89.43%，是公司收入的主要来源。物业管理收入逐年增加但规模仍旧较小。公司其他业务收入主要为投资性房地产处置及自持商业物业租赁收入。

表 1：2016 年~2018 年公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

| 业务类别 | 2016 年 | | 2017 年 | | 2018 年 | |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 主营业务 | 35.82 | 98.54 | 65.92 | 98.66 | 25.12 | 92.49 |
| 房地产开发与销售 | 35.30 | 97.11 | 65.30 | 97.73 | 24.29 | 89.43 |
| 物业管理 | 0.52 | 1.43 | 0.62 | 0.93 | 0.83 | 3.06 |
| 其他业务 | 0.53 | 1.46 | 0.90 | 1.34 | 2.04 | 7.51 |
| 合计 | 36.35 | 100.00 | 66.82 | 100.00 | 27.16 | 100.00 |
| | 毛利润 | 毛利率 | 毛利润 | 毛利率 | 毛利润 | 毛利率 |
| 主营业务 | 9.73 | 27.16 | 14.09 | 21.38 | 11.56 | 46.02 |
| 房地产开发与销售 | 9.64 | 27.31 | 14.01 | 21.46 | 11.43 | 47.06 |
| 物业管理 | 0.09 | 17.31 | 0.09 | 12.91 | 0.13 | 15.66 |
| 其他业务 | 0.33 | 62.26 | 0.56 | 62.23 | 1.16 | 56.86 |
| 合计 | 10.06 | 27.68 | 14.65 | 21.93 | 12.72 | 46.83 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从毛利润和毛利率来看，2018 年，公司毛利润为 12.72 亿元，同比下降 13.17%；其中，房地产开发与销售业务毛利润为 11.43 亿元。同期，公司综合毛利率为 46.83%，较 2017 年上升 24.90 个百分点，其中房地产开发与销售毛利率为 47.06%，主要受公司所在经营区域房价上涨，公司结算价格提高，2018 年以来公司毛利率提升较为明显。

房地产开发

跟踪期内，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，在杭州市去化情况良好

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，运营主体为顺发恒业有限公司（以下简称“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产品为主，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 36.55 亿元，销售进度超过 99.44%；拱墅区吉祥半岛项目销售 29.13 亿元，销售进度达到 94.31%。公司在杭州桐庐开发的富春峰景项目截至 2018 年底实现销售面积 17.92 万平方米，除自持商业外，去化率高达 99.89%。

2018 年，受可供销售及结转项目减少的影响，公司房地产合同销售金额、合同销售面积均同比有所下降，结算面积和结算收入均显著下降，毛利率有所提升

2018 年，公司房地产业务收入为 24.29 亿元，同比下降 62.80%，主要系可供在当期结转的项目减少所致；毛利润为 11.43 亿元，较上年下降 18.42%；毛利率为 47.06%，同比上升 25.60 个百分点，公司毛利提升主要是受所在经营区域房价上涨，公司结算价格提高，2018 年以来公司毛利率提升较为明显。

同期，公司合同销售金额、销售面积分别为 21.19 亿元和 10.85 万平方米，均较 2017 年出现不同程度的下滑，主要是由于公司储备项目不多，可供在当期推售的新项目少。受杭州市相对单价较高的可售项目减少，及安徽淮南和江苏南通等地项目推盘，2018 年平均合同销售价格 19529.95 元/平方米，同比下降 7.86%。同期，公司结转收入和结转面积大幅下降，主要系公司当期可供结转项目大幅减少所致，当期结转面积降幅大于结转收入降幅主要系公司主要结转了杭州市内的房地产项目，平均结转售价提高所致。

表 2：2016 年~2018 年公司项目开发情况

| 指标 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|-----------------|----------|----------|----------|
| 合同销售面积（万平方米） | 21.84 | 11.96 | 10.85 |
| 增幅（%） | -35.35 | -45.24 | -9.28 |
| 合同销售金额（亿元） | 36.74 | 25.35 | 21.19 |
| 增幅（%） | -29.75 | -30.99 | -16.41 |
| 平均合同销售价格（元/平方米） | 16822.34 | 21196.58 | 19529.95 |
| 增幅（%） | 8.65 | 26 | -7.86 |
| 结转面积（万平方米） | 20.71 | 42.87 | 10.82 |
| 增幅（%） | -9.09 | 107.00 | -74.76 |
| 结转销售收入（亿元） | 35.30 | 65.30 | 24.29 |
| 增幅（%） | 4.16 | 84.99 | -62.80 |
| 平均结转售价（元/平方米） | 17044.91 | 15230.08 | 22449.17 |
| 增幅（%） | 14.58 | -10.65 | 47.40 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2018 年末，公司已完工项目主要位于杭州市、淮南市和南通市等地，已完工项目总投资额 170.41 亿元，总可售面积 149.99 万平方米，累计已销售 144.76 万平方米。总体销售进度 96.51%，未销售面积为 5.23 万平方米，其中泽润园二期由于开盘时间较晚，目前销售进度为 77.47%，公司其余竣工项目已基本销售完毕，具体销售进度情况见下表 3。

表 3：截至 2018 年末公司主要完工项目的销售情况¹

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 |
|-----------|-------|-------|---------------|---------------|-------------|----------|---------------|---------------|---------|---------|---------------|--------|
| 美哉美城 | 杭州萧山 | 住宅、商业 | 15.96 | 15.87 | 0.09 | 11990.91 | 30.96 | 29.68 | 2017.05 | 2015.09 | 36.55 | 99.44 |
| 恒园 | 杭州萧山 | 住宅、商业 | 11.11 | 10.73 | 0.38 | 8873.87 | 18.32 | 18.24 | 2016.04 | 2013.11 | 22.24 | 96.58 |
| 江南丽锦 | 杭州萧山 | 住宅 | 9.48 | 9.48 | 0.00 | 2231.40 | 15.40 | 15.36 | 2014.11 | 2013.05 | 17.85 | 100.00 |
| 康庄 | 杭州萧山 | 住宅 | 10.40 | 10.11 | 0.29 | 902.69 | 6.17 | 6.17 | 2013.12 | 2010.12 | 15.36 | 97.21 |
| 堤香 | 杭州萧山 | 住宅 | 9.67 | 9.67 | 0.00 | 8790.07 | 14.66 | 14.66 | 2013.12 | 2011.01 | 21.23 | 100.00 |
| 富春峰景 | 杭州桐庐 | 住宅、商业 | 17.94 | 17.92 | 0.02 | 2398.24 | 13.77 | 13.72 | 2017.03 | 2013.12 | 20.72 | 99.89 |
| 一品江山 | 杭州桐庐 | 住宅、商业 | 20.22 | 19.84 | 0.38 | 1890.91 | 11.98 | 11.98 | 2013.11 | 2010.1 | 19.76 | 98.12 |
| 吉祥半岛 | 杭州拱墅区 | 住宅、商业 | 13.71 | 12.93 | 0.78 | 6213.80 | 22.01 | 22.01 | 2014.11 | 2011.12 | 29.13 | 94.31 |
| 泽润园一期 | 安徽淮南 | 住宅 | 12.88 | 12.30 | 0.58 | 256.40 | 3.72 | 3.72 | 2013.03 | 2011.1 | 3.90 | 95.50 |
| 泽润园二期 | 安徽淮南 | 住宅 | 8.61 | 6.67 | 1.94 | 256.40 | 2.41 | 2.15 | 2017.07 | 2016.07 | 2.47 | 77.47 |
| 御园一期 | 江苏南通 | 住宅 | 2.67 | 2.36 | 0.31 | 6740.84 | 4.58 | 4.58 | 2014.01 | 2012.05 | 3.80 | 88.39 |
| 御园二期 | 江苏南通 | 住宅 | 5.20 | 4.74 | 0.46 | 5866.63 | 7.06 | 6.70 | 2016.12 | 2015.06 | 7.36 | 91.15 |
| 春江悦茗 | 杭州萧山 | 住宅、商业 | 2.71 | 2.71 | 0.00 | 7504.58 | 3.40 | 3.40 | 2017.06 | 2015.08 | 5.20 | 100.00 |
| 世纪之光 | 杭州萧山 | 住宅、商业 | 6.07 | 6.07 | 0.00 | 7908.00 | 8.53 | 7.81 | 2018.01 | 2015.06 | 15.23 | 100.00 |
| 国悦府 | 杭州萧山 | 住宅、商业 | 2.57 | 2.57 | 0.00 | 11022.00 | 5.65 | 5.31 | 2018.04 | 2015.11 | 7.55 | 100.00 |
| 璟悦府 | 杭州萧山 | 住宅、商业 | 0.79 | 0.79 | 0.00 | 18766.00 | 1.79 | 1.66 | 2018.1 | 2016.09 | 2.95 | 100.00 |
| 合计 | - | - | 149.99 | 144.76 | 5.23 | - | 170.41 | 167.15 | - | - | 231.30 | - |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司 2018 年仍无新开工项目，在建项目仅一个，位于南通市，未来可售面积少，对中短期内业绩的支撑力度弱

2018 年公司房地产开发进度进一步放缓，仍无新开工项目，期末在建总面积 6.98 万平方米，当期无竣工项目。

¹ 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、世纪之光、国悦府和璟悦府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: 2016 年~2018 年公司项目开发情况²

单位: 万平方米

| 指标 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 新开工面积 (万平方米) | 6.98 | - | - |
| 期末在建总面积 (万平方米) | 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 2019 年 3 月末, 公司在建房地产项目 1 个, 位于江苏南通市, 总规划建筑面积约 6.98 万平方米, 总可售面积 4.93 万平方米; 其中已售面积为 4.80 万平方米, 未售面积 0.13 万平方米; 累计实现销售金额为 9.31 亿元, 销售均价 19395.83 元/平方米。公司在建项目楼面地价平均为 6301.64 元/平方米, 土地成本相对较低。

表 5: 截至 2018 年末公司在建项目情况

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 | 2019.05 | 6.52 | 5.96 | 91.45 | 4.80 | 9.31 |

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司在建项目位于南通市, 土地成本相对较低, 但项目可售面积少, 对中短期内业绩支撑力度弱。

公司拟建项目数量少, 集中于安徽淮南, 项目储备较少, 对未来房地产业务持续发展支撑较弱

跟踪期内, 公司未获取新的土地储备, 除位于安徽淮南的 2 个拟建项目外, 无其他土地储备资源。截至 2019 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 50.10 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 1.79 亿元³, 其中淮南 HGTP09015 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。公司拟建项目数量少, 对公司未来房地产业务持续发展支撑较弱。

表 6: 截至 2018 年末公司拟建项目情况

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 |
|-----------------|------|------|-------|-------------------|--------|---------|--------|---------|
| 淮国土挂 06021 地块三期 | 安徽淮南 | 住宅 | 7.41 | 8.49 ⁴ | 261.81 | 2007.09 | 0.22 | 是 |
| 淮南 HGTP09015 地块 | 安徽淮南 | 住宅 | 37.82 | 41.61 | 377.73 | 2009.09 | 1.57 | 否 |
| 合计 | - | - | 45.23 | 50.10 | 358.24 | - | 1.79 | - |

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

² 公司联营项目璟悦府, 于 2018 年进行竣工交付, 但公司未纳入统计。

³ 公司上期提供数据为 2.65 亿元, 本期对数据进行了修正。

⁴ 公司上期提供数据为 9.68 万平方米, 本期对数据进行了修正。

公司在建及拟建项目未来投资规模较小，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 6.52 亿元，截至 2019 年 3 月末，已累计投入 5.96 亿元，尚需投资 0.56 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处于项目论证阶段。

公司参股的房地产合作开发项目陆续进入回报期，相关投资收益能够对公司未来的盈利来源形成一定补充

跟踪期内，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。截至 2018 年末，公司国内参股的三个合作项目，均位于杭州市，已收到投资收益 3.29 亿元，未来除投资成本回收外，预计还将能够获得 1.95 亿元的投资收益。未来随着上述项目收益陆续确认，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 2018 年末公司部分参股投资情况

单位：万元、%

| 参股公司名称 | 合作方 | 初始投资成本 | 公司持股比例 | 2018 年末总资产 | 投资收益已取得现金分红 | 未来预计投资收益 |
|-----------------|---|----------|--------|------------|-------------|----------|
| 杭州万科大家房地产开发有限公司 | 安吉融达投资有限公司、志协有限公司、杭州东学投资管理有限公司 | 57500.00 | 25 | 524442.52 | 12875.00 | 18916.00 |
| 杭州龙卓房地产开发有限公司 | 绍兴龙嘉房地产开发有限公司、杭州卓德投资管理有限公司和杭州揽拓 | 12500.00 | 25 | 8950.76 | 9970.98 | 0 |
| 杭州辰旭置业有限公司 | 杭州旭佰投资管理有限公司、杭州旭杰投资有限公司、上海旭登实业有限公司和北京北辰实业股份有限公司 | 1750.00 | 35 | 63375.53 | 10008.72 | 615.00 |

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万兴恒服务有限公司（以下简称“万兴恒”），主要是为公司开发项目提供物业管理服务。2018 年公司总物业管理费 0.83 亿元，占营业收入的 3.06%，较上年有所增长；毛利润 0.13 亿元，与上年略有增长。

截至 2018 年末，万兴恒管理项目 21 个，管理物业总建筑面积（不含车位）合计 241.62 万平方米。其中，住宅 22035 户，建筑面积 224.21 万平方米，物管费标准为 0.50~2.95 元/月/平，年总物管费 0.55 亿元；商铺 774 户，建筑面积 17.41 万平方米，物管费标准为 1.50~3.50 元/月/平，年总物管费 0.06 亿元；车位 16693 个，物管费标准基本以 20.00~79.69 元/月/个，年总物管费 0.86 亿元。

公司目前持有的商业物业出租率较高。截至 2018 年末，公司持有商业物业面积合计 6.93 万平方米，已出租面积 6.38 万平方米，出租率为 92.06%，年租金合计约为 0.64 亿元。租约期限以 2~5 年为主。

表 8：截至 2018 年末公司主要自持经营物业情况

单位：万平方米、%、亿元

| 物业项目名称 | 所在城市 | 物业类型 | 建筑面积 | 出租面积 | 开业时间 | 出租率 | 2018 年租金收入 |
|--------|------|------|------|------|------------|-------|------------|
| 旺角城二期 | 杭州 | 商业 | 5.11 | 5.06 | 2015 年 1 月 | 99.09 | 0.51 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

企业管理

跟踪期内，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，短期内顺发恒业将联合优质资源，加速提升设计策划、开发建设、投融资、招商运营等核心能力和专业水平，以面向未来的创新不动产为目标，根据浙江大湾区规划和杭州拥江发展战略，深入探索城市更新、创新型园区等开发建设运营的业务模式和盈利模式，培育多元利润增长点。公司将围绕“面向未来的城市更新、创新型园区、境外投资”等业务板块，形成“3+X”产业战略格局，持续完善转型产业链布局，提升产业经营规模和能力。

财务分析

财务概况

顺发恒业提供了 2018 年合并财务报告和 2019 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 2018 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 2019 年 1~3 月的合并财务报表未经审计。

截至 2018 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。

资产构成与资产质量

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 年末，公司资产总额为 126.30 亿元，较 2017 年末下降 7.75%。其中，流动资产占总资产的比重为 87.85%，较上年末下降 2.35 个百分点。

2019 年 3 月末，公司资产总额 107.30 亿元，较上年末下降 15.89%，其中，流动资产 96.24 亿元，占总资产比例 89.69%，资产结构以流动资产为主。

图 4：2016 年末~2018 年末及 2019 年 3 月末公司资产构成



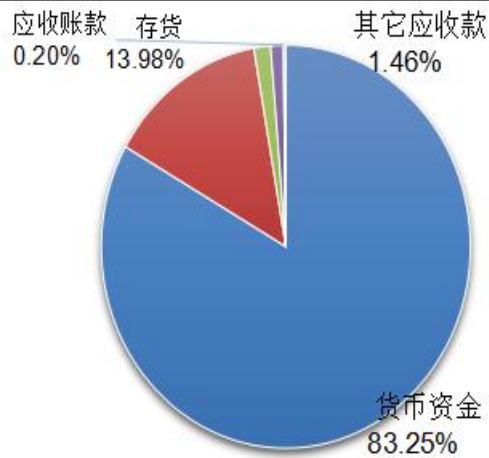
资料来源：公司提供，东方金诚整理

1. 流动资产

2018 年末，公司流动资产 110.95 亿元，同比下降 5.21%，主要由货币资金和存货构成，占比分别为 83.25%和 13.98%，合计占流动资产比重为 97.23%。

2019 年 3 月末，公司流动资产为 96.24 亿元，较上年末下降 13.26%，主要由于货币资金减少所致；流动资产中货币资金和存货分别占比 82.31%和 15.01%。

图 5：截至 2018 年末公司流动资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年末，公司货币资金期末余额为 92.36 亿元，较上年末增长 7.35%，其中银行存款和库存现金占比分别为 99.99%和 0.01%；公司受限资金为 32.48 万元，用于银行借款等按揭保证金。2019 年 3 月末，公司货币资金期末余额为 79.22 亿元，较上年末下降 14.23%，主要系当期公司偿还中期票据导致资金规模下降。

2018 年末，公司存货期末账面价值 15.52 亿元，较 2017 年末减少 40.89%，主要系项目销售结转所致，其中开发成本和开发产品占比分别为 42.33%和 57.53%；用于债务抵押担保的存货 0.23 亿元，占期末存货的 1.48%，公司存货未计提跌价准备。2019 年 3 月末，公司存货期末账面价值 14.45 亿元。

2. 非流动资产

2018年末,公司非流动资产15.35亿元,较2017年末下降22.70%,主要系可供出售金融资产减少所致,其中长期股权投资、投资性房地产和递延所得税资产占比分别为42.44%、34.99%和18.38%。

2019年3月末,公司非流动资产11.06亿元,较上年末下降27.96%,主要来源于长期股权投资减少所致;非流动资产中长期股权投资、投资性房地产和递延所得税资产占比分别为22.58%、47.65%和23.97%。

2018年末,公司长期股权投资账面价值6.51亿元,较上年末下降19.38%。公司长期股权投资主要为公司对联营企业杭州万科大家房地产开发有限公司(以下简称“万科大家”)、杭州龙卓房地产开发有限公司(以下简称“杭州龙卓”)和杭州辰旭置业有限公司(以下简称“杭州辰旭”)等企业的投资,2018年末有所下降主要是公司对杭州龙卓收回部分投资所致。2019年3月末,公司长期股权投资期末余额2.50亿元,较上年末下降61.67%,主要系公司对联营企业万科大家、杭州龙卓和杭州辰旭等联营企业的收回部分投资所致。

2018年末,公司投资性房地产账面价值为5.37亿元,较上年下降13.00%,主要是公司当期处置部分自持商业所致。公司投资性房地产主要为开发房地产项目配套自持商业,主要分布于杭州市,其中受限部分账面价值为3.90亿元,主要是公司用于银行抵押融资。2019年3月末,公司投资性房地产5.27亿元。2018年末,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2018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113.84亿元,用作抵押合计为4.51亿元,占比3.96%,占资产总额3.57%。公司受限资产占比较小。

资本结构

跟踪期内,受未分配利润增加影响,公司所有者权益有所增长

2018年末,公司所有者权益为64.78亿元,较2017年末增长5.98%;所有者权益主要由实收资本、未分配利润、资本公积和盈余公积构成,占所有者权益总额的比例分别为37.55%、32.72%、21.46%和6.35%。2018年公司盈利进一步增长使得所有者权益进一步增加。

2018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4.11亿元,较上年末增长8.30%,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21.19亿元,较上年增长12.90%,主要系公司当年利润大幅增长所致。

2019年3月末,公司所有者权益66.96亿元,较年初增长3.36%,其中实收资本、未分配利润、资本公积和盈余公积占比分别为36.33%、34.85%、20.76%和6.14%。

跟踪期内,公司债务总额及债务负担均有较大幅度下降,债务结构上仍以长期有息债务为主

截至2018年末,公司负债总额为61.53亿元,较2017年末下降18.82%,负债结构以流动负债为主,其中,流动负债占比55.12%,非流动负债占比44.88%。

2019年3月末,公司负债总额为40.34亿元,较上年末下降34.43%,其中流

动负债占比 61.60%。

1. 流动负债

2019年3月末，公司流动负债 24.85 亿元，较上年末下降 26.73%，主要由于应付账款和其他应付款减少所致；流动负债中预收账款、其他应付款和应付账款分别占比 45.82%、36.76%和 10.92%，无短期借款和应付票据。

2018年末，公司流动负债为 33.92 亿元，较 2017 年末下降 28.89%，主要系预售账款和其他应付款减少所致。其中，其他应付款、预收款项和应付账款占比分别为 43.65%、34.50%和 12.65%。

2018年末，公司预收款项账面价值为 11.70 亿元，主要为预收房地产销售款，较 2017 年末下降 35.05%，主要系预售房产项目进行结转⁵。同期末，公司其他应付款账面价值为 14.81 亿元，较 2017 年末下降 29.63%，主要系参股联营企业往来款减少；公司应付账款账面价值为 4.29 亿元，主要系应付工程款。公司应付账款较 2017 年末下降 25.88%，由于 2017 年以来公司已无新开工项目，随着在建项目的完工结算，应付账款持续减少。

2. 非流动负债

截至 2018 年末，公司非流动负债为 27.61 亿元，较 2017 年末下降 1.73%，主要由应付债券构成，占比为 86.53%。同期末，公司应付债券 23.89 亿元，主要系公司发行的公司债以及中期票据；长期借款 2.88 亿元，占非流动负债的比例为 10.41%，较 2017 年末下降 14.81%，主要系当期借款归还所致。

2019年3月末，公司非流动负债 15.49 亿元，较上年末下降 43.89%，主要系公司当期偿还 12 亿元中期票据所致，其中长期借款和应付债券分别占比 17.75%和 76.83%。同期末，应付债券主要为 12 亿元公司债券，详见下表。

表 9：截至 2019 年 3 月末公司存续债券情况

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 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

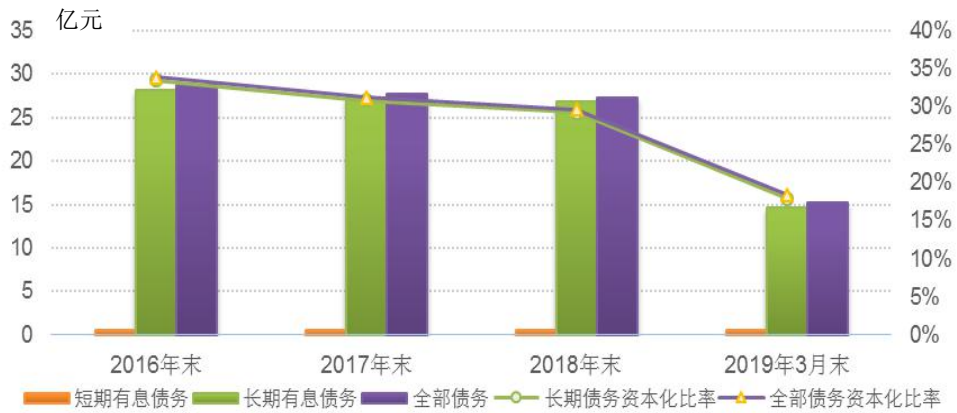
3. 债务负担

2018 年末，公司全部债务为 27.27 亿元，同比下降 1.63%；其中，短期有息债务占比 1.83%，长期债务占比为 98.17%，债务结构以长期有息债务为主；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 48.71%和 29.62%，均较 2017 年末有所下降。

2019年3月末，公司有息债务为 15.15 亿元，较上年末减少 44.43%，长期有息债务占比 96.70%；资产负债率 37.60%，长期债务资本化比率 17.96%，全部债务资本化比率 18.45%。跟踪期内，公司债务规模大幅减少，债务负担进一步减轻。

⁵ 公司将合作开发项目璟悦府纳入合并范围，2018 年该项目进行交付结转销售收入。

图 6：2016 年～2018 年末及 2019 年 3 月末公司债务情况



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

从公司债务期限结构来看，以公司 2019 年 3 月末的债务为基础，2019 年 4～12 月、2020 年和 2021 年，公司到期债务分别为 0.375 亿元、0.50 亿元和 12.50 亿元，2021 年到期债务较为集中。截至 2019 年 3 月末，公司持有货币资金 79.22 亿元，短期内偿债压力较小。

表 10：截至 2019 年 3 月末公司有息债务期限结构情况⁶

单位：亿元

| 债务到期时间 | 短期借款本金 到期偿还金额 | 应付票据本金 到期偿还金额 | 一年内到期的 非流动负债 | 长期借款本金 到期偿还金额 | 应付债券本金 到期偿还金额 | 小计 |
|---------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|-------|
| 2019 年 4～12 月 | - | - | 0.375 | - | - | 0.375 |
| 2020 年 | - | - | 0.50 | - | - | 0.5 |
| 2021 年 | - | - | 0.50 | - | 12 | 12.5 |
| 2022 年及以后 | - | - | - | 1.775 | - | 1.775 |
| 合计 | - | - | 1.375 | 1.775 | 12 | 15.15 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

4. 对外担保

截至 2018 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 6.40 亿元，占公司净资产的比例为 9.57%。

盈利能力

2018 年公司营业收入同比大幅下降，营业利润率较上年有较大提升，投资收益对利润来源有所贡献，由于公司可售项目较少，能够结转的存量规模不大，预计未来公司收入及利润规模将均有所下滑

2018 年，公司营业收入为 27.16 亿元，较 2017 年下降 59.36%，主要系可供在当期结转的项目减少所致；营业利润率为 39.45%，较 2017 年增长 23.97 个百分点，营业利润提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。

⁶ 假设投资者在 2019 年不行使“16 顺发债”回售选择权；公司长期借款每年到期部分计入一年内到期的非流动负债

同期，公司期间费用为 1.41 亿元，占营业收入的比重为 5.19%，较 2017 年增加 2.24 个百分点，主要原因为当年公司营业收入大幅下降，而公司期间费用中的管理费用支出相对固定且公司销售费用和财务费用下降幅度小于收入下降幅度，导致公司期间费用率有所提高。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 33.57%、30.71%和 35.71%。

2018 年，公司利润总额 13.65 亿元，同比增长 39.83%，净利润 11.05 亿元，同比增长 45.79%，其中投资收益 4.68 亿元，主要系合作开发项目产生投资收益所致，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 11：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司期间费用情况

单位：万元、%

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1-3 月 |
|-------------|----------|----------|----------|--------------|
| 销售费用 | 8206.96 | 6418.15 | 4743.83 | 1391.94 |
| 管理费用 | 3992.53 | 4419.17 | 4319.80 | 1178.09 |
| 财务费用 | 3911.02 | 8881.84 | 5035.38 | 324.65 |
| 期间费用合计 | 16110.51 | 19719.16 | 14099.01 | 2894.69 |
| 期间费用占营业收入比例 | 4.43 | 2.95 | 5.19 | 13.32 |

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 13.64%和 17.05%，较 2017 年分别增长 3.39 个百分点和 4.66 个百分点，受投资收益贡献，公司当期盈利能力较强。

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 11.70 亿元，预计公司未来能结转的收入将有所下滑。但随着合作项目进入投资回报期，届时公司可获得较大规模的投资收益，将能对公司利润形成一定补充。

2019 年 1~3 月，公司营业收入 2.17 亿元，营业利润率 34.04%，期间费用 0.29 亿元，占营业收入比例 13.36%，利润总额 2.42 亿元，净利润 2.24 亿元。

现金流

公司经营性净现金流量规模有所下降，与万向财务公司的业务往来导致投资性净现金流呈现净流出，受偿还债务、分配股利等影响，筹资活动净现金流量持续净流出

2019 年 1~3 月，公司经营性净现金流-0.17 亿元，投资性净现金流-7.07 亿元，筹资性净现金流-12.84 亿元。

2018 年，公司经营活动产生的现金流入 32.38 亿元，较 2017 年下降 1.88%，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 17.81 亿元，经营活动产生的现金净流量 14.57 亿元，较 2017 年下降 26.15%。

2018 年，公司投资活动现金流入 37.83 亿元，其中收到的其他与投资活动有关的现金 36.25 亿元，主要为公司从万向财务有限公司（以下简称“万向财务公司”）收到定期存款本息和联营企业往来款；投资活动现金流出 43.80 亿元，其中支付的其他与投资活动有关的现金，主要系滚动增加在万向财务公司的定期存款；公司投资性

净现金流-5.97亿元。

同期，公司筹资活动净现金流为-10.56亿元，主要系公司当期偿还债务、分配股利和偿付利息所致。

图7：2016年~2018年及2019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

公司账面货币资金较为充裕，短期内对有息债务的偿付形成一定保障

2019年3月末，公司流动比率387.31%，速动比率329.17%。

从短期偿债能力指标来看，2018年末，公司流动比率、速动比率分别为327.15%和281.40%。2018年经营现金流动负债比为42.95%。截至2018年末，公司未受限货币资金期末余额92.36亿元，短期有息债务0.50亿元，账面资金对短期有息债务的覆盖程度高。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，2018年公司EBITDA为15.36亿元，EBITDA利息倍数为10.15倍，较上年末增长3.04倍；全部债务/EBITDA倍数为1.77倍，较上年下降0.63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12：2016年~2018年及2019年1~3月公司偿债能力指标

单位：%

| 指标名称 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年3月末 |
|-------------|--------|--------|--------|----------|
| 流动比率 | 182.61 | 245.43 | 327.15 | 387.31 |
| 速动比率 | 92.02 | 190.40 | 281.40 | 329.17 |
| 经营现金流动负债比 | 40.72 | 41.35 | 42.95 | - |
| EBITDA利息倍数 | 3.55 | 7.12 | 10.15 | - |
| 全部债务/EBITDA | 4.78 | 2.41 | 1.77 | - |

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2019年4月1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 1 只，公司存续债券付息情况正常。

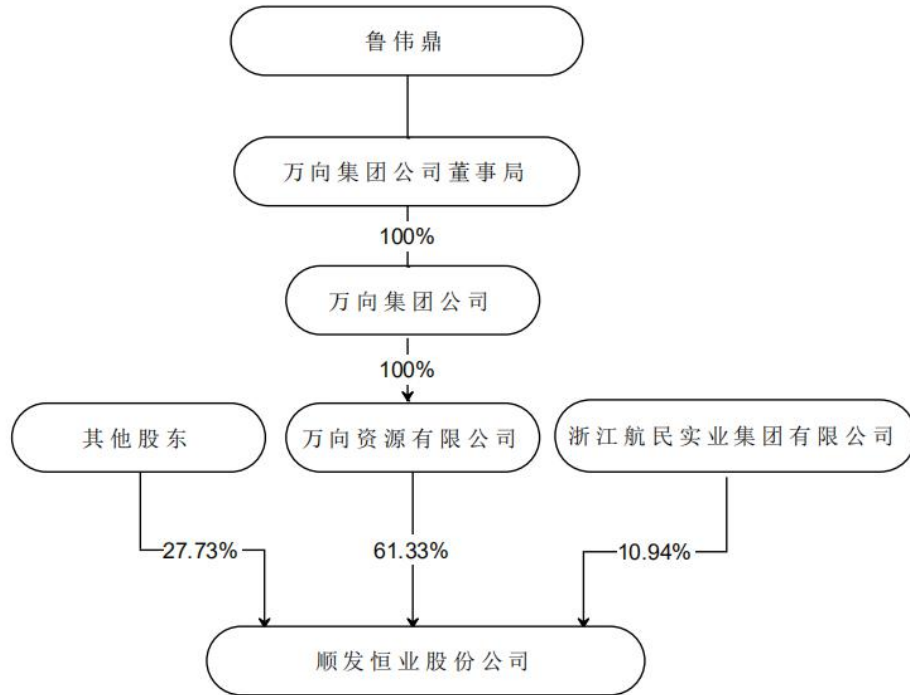
抗风险能力及结论

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，在杭州市去化情况良好；2018 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；跟踪期内，公司参股的房地产合作开发项目陆续进入回报期，相关投资收益能够对公司盈利来源形成一定补充；公司账面货币资金较为充裕，短期内对有息债务的偿付形成保障。

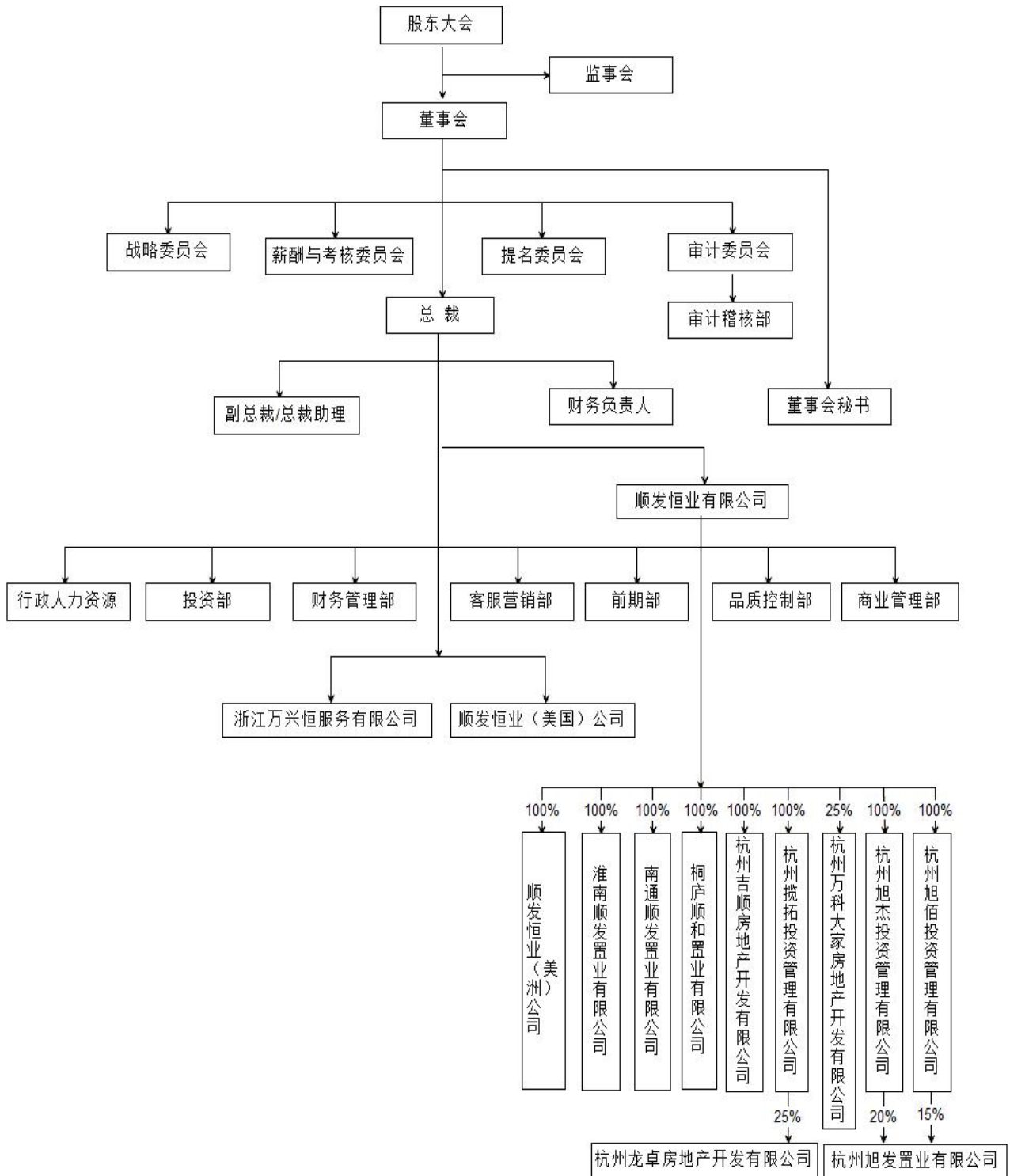
跟踪期内，受可供销售及结转项目减少影响，公司合同销售金额及合同销售面积均出现较大幅度的下降，结算面积和结算收入均显著下降；公司 2018 年仍无新开工项目，且在建及拟建项目少且未来可售面积有限，对未来房地产业务持续发展支撑力度弱。

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。

附件一：截至 2018 年末顺发恒业产权及控制关系图



附件二：截至 2018 年末顺发恒业组织结构图



附件三：截至 2018 年末公司在售项目详情

单位：万平方米、元/平方米、亿元、万/平方米、%

| 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 |
|-----------|-------|-------|---------------|---------------|-------------|----------|--------------|---------------|---------|---------|--------------|--------------|
| 美哉美城 | 杭州萧山 | 住宅、商业 | 15.96 | 15.87 | 0.09 | 11990.91 | 30.96 | 29.68 | 2017.05 | 2015.09 | 36.55 | 99.44 |
| 恒园 | 杭州萧山 | 住宅、商业 | 11.11 | 10.73 | 0.38 | 8873.87 | 18.32 | 18.24 | 2016.04 | 2013.11 | 22.24 | 96.58 |
| 康庄 | 杭州萧山 | 住宅 | 10.40 | 10.11 | 0.29 | 902.69 | 6.17 | 6.17 | 2013.12 | 2010.12 | 15.36 | 97.21 |
| 富春峰景 | 杭州桐庐 | 住宅、商业 | 17.94 | 17.92 | 0.02 | 2398.24 | 13.77 | 13.72 | 2017.03 | 2013.12 | 20.72 | 99.89 |
| 一品江山 | 杭州桐庐 | 住宅、商业 | 20.22 | 19.84 | 0.38 | 1890.91 | 11.98 | 11.98 | 2013.11 | 2010.1 | 19.76 | 98.12 |
| 吉祥半岛 | 杭州拱墅区 | 住宅、商业 | 13.71 | 12.93 | 0.78 | 6213.80 | 22.01 | 22.01 | 2014.11 | 2011.12 | 29.13 | 94.31 |
| 泽润园一期 | 安徽淮南 | 住宅 | 12.88 | 12.30 | 0.58 | 256.40 | 3.72 | 3.72 | 2013.03 | 2011.1 | 3.90 | 95.50 |
| 泽润园二期 | 安徽淮南 | 住宅 | 8.61 | 6.67 | 1.94 | 256.40 | 2.41 | 2.15 | 2017.07 | 2016.07 | 2.47 | 77.47 |
| 御园一期 | 江苏南通 | 住宅 | 2.67 | 2.36 | 0.31 | 6740.84 | 4.58 | 4.58 | 2014.01 | 2012.05 | 3.80 | 88.39 |
| 御园二期 | 江苏南通 | 住宅 | 5.20 | 4.74 | 0.46 | 5866.63 | 7.06 | 6.70 | 2016.12 | 2015.06 | 7.36 | 91.15 |
| 御园三期 | 江苏南通 | 住宅 | 4.93 | 4.80 | 0.13 | 6301.64 | 6.52 | 5.96 | 2019.05 | 2017.6 | 9.31 | 97.36 |
| 合计 | - | - | 123.63 | 118.27 | 5.36 | | 127.5 | 124.91 | | | 170.6 | 95.66 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

附件四：合并资产负债表

单位：万元

| 项目名称 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年 3 月末 (未经审计) |
|-------------|------------|------------|------------|-----------------------|
| 流动资产： | | | | |
| 货币资金 | 687162.98 | 860443.36 | 923648.16 | 792180.22 |
| 应收票据 | - | - | - | - |
| 应收账款 | 4939.28 | 7351.66 | 2174.51 | 551.82 |
| 预付款项 | 160.53 | 23.36 | 38.06 | 16.95 |
| 其他应收款 | 11707.82 | 19752.64 | 16166.19 | 16305.74 |
| 存货 | 735235.13 | 262471.36 | 155151.64 | 144465.64 |
| 一年内到期的非流动资产 | - | - | - | - |
| 其他流动资产 | 42836.63 | 20488.78 | 12178.24 | 8885.06 |
| 流动资产合计 | 1482042.38 | 1170562.27 | 1109546.00 | 962405.42 |
| 非流动资产： | | | | |
| 可供出售金融资产 | 22548.77 | 21239.46 | - | - |
| 长期应收款 | 1310.37 | 954.50 | 492.12 | 489.12 |
| 长期股权投资 | 69098.81 | 80793.94 | 65137.09 | 24964.96 |
| 投资性房地产 | 60578.82 | 61744.16 | 53714.74 | 52687.50 |
| 固定资产 | 1135.44 | 5588.35 | 5930.67 | 5873.44 |
| 无形资产 | 8.97 | 5.79 | 2.60 | 1.81 |
| 商誉 | 4.05 | 4.05 | - | - |
| 长期待摊费用 | - | - | 8.49 | 51.66 |
| 递延所得税资产 | 27212.21 | 28244.40 | 28211.15 | 26510.36 |
| 其他非流动资产 | - | - | - | - |
| 非流动资产合计 | 181897.44 | 198574.64 | 153496.87 | 110578.85 |
| 资产总计 | 1663939.82 | 1369136.91 | 1263042.88 | 1072984.27 |

附件四：合并资产负债表（续表）

单位：万元

| 项目名称 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年 3 月末 (未经审计) |
|---------------|------------|------------|------------|-----------------------|
| 流动负债： | | | | |
| 短期借款 | - | - | - | - |
| 应付票据 | - | - | - | - |
| 应付账款 | 55155.70 | 57869.69 | 42891.90 | 27126.54 |
| 预收款项 | 552808.67 | 180131.15 | 117004.02 | 113864.97 |
| △卖出回购金融资产款 | - | - | - | - |
| 应付职工薪酬 | 3057.88 | 2974.46 | 2771.98 | 1852.41 |
| 应交税费 | 14801.34 | 13257.23 | 16142.51 | 9287.71 |
| 应付利息 | 7306.94 | 7295.82 | 7288.34 | - |
| 其他应付款 | 172636.90 | 210413.66 | 148057.78 | 91355.30 |
| 一年内到期的非流动负债 | 5810.98 | 5000.00 | 5000.00 | 5000.00 |
| 流动负债合计 | 811578.40 | 476942.02 | 339156.53 | 248486.93 |
| 非流动负债： | | | | |
| 长期借款 | 43908.54 | 33750.00 | 28750.00 | 27500.00 |
| 应付债券 | 237974.45 | 238434.57 | 238919.34 | 119034.14 |
| 长期应付款 | - | - | - | 6688.84 |
| 专项应付款 | 6688.84 | 6688.84 | 6688.84 | - |
| 递延收益 | 1133.43 | 1175.06 | 1011.77 | 973.45 |
| 预计负债 | - | - | - | - |
| 递延所得税负债 | 1553.10 | 898.80 | 726.21 | 726.21 |
| 其他非流动负债 | - | - | - | - |
| 非流动负债合计 | 291258.36 | 280947.27 | 276096.15 | 154922.64 |
| 负债合计 | 1102836.76 | 757889.30 | 615252.68 | 403409.57 |
| 所有者权益(或股东权益)： | | | | |
| 实收资本(或股本) | 243251.92 | 243251.92 | 243251.92 | 243251.92 |
| 资本公积 | 139033.50 | 139033.51 | 139033.51 | 139033.51 |
| 其他综合收益 | 2594.59 | 1298.50 | 2768.48 | 2132.73 |
| 盈余公积 | 27708.68 | 37957.53 | 41107.18 | 41107.18 |
| 一般风险准备 | - | - | - | - |
| 未分配利润 | 145788.81 | 187718.81 | 211934.31 | 233359.69 |
| 归属母公司所有者权益合计 | 558377.50 | 609260.26 | 638095.40 | 658885.02 |
| 少数股东权益 | 2725.57 | 1987.36 | 9694.80 | 10689.68 |
| 股东权益合计 | 561103.06 | 611247.62 | 647790.20 | 669574.70 |
| 负债与股东权益合计 | 1663939.82 | 1369136.91 | 1263042.88 | 1072984.27 |

附件五：合并利润表

单位：万元

| 项目名称 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年1~3月 (未经审计) |
|---------------|-----------|-----------|-----------|---------------------|
| 一、营业总收入 | 363531.89 | 668169.52 | 271571.76 | 21731.28 |
| 其中：营业收入 | 363531.89 | 668169.52 | 271571.76 | 21731.28 |
| 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 | 262861.88 | 521721.34 | 144472.40 | 13266.06 |
| 营业税金及附加 | 48293.05 | 43024.22 | 19968.33 | 1068.53 |
| 销售费用 | 8206.96 | 6418.15 | 4743.83 | 1391.94 |
| 管理费用 | 3992.53 | 4419.17 | 4319.80 | 1178.09 |
| 财务费用 | 3911.02 | 8881.84 | 5035.38 | 324.65 |
| 资产减值损失 | -15665.17 | 681.95 | 4042.21 | -963.64 |
| 加：公允价值变动收益 | - | - | - | - |
| 投资收益 | -1416.25 | 13873.95 | 46826.99 | 18678.05 |
| 二、营业利润 | 50515.36 | 96896.80 | 135816.80 | 24143.69 |
| 加：营业外收入 | 509.85 | 931.24 | 837.17 | 70.66 |
| 减：营业外支出 | 1375.89 | 188.69 | 125.66 | 1.26 |
| 其中：非流动资产处置损失 | 0.02 | - | - | - |
| 三、利润总额 | 49649.33 | 97639.35 | 136528.31 | 24213.09 |
| 减：所得税 | 13534.51 | 21873.52 | 26069.80 | 1792.84 |
| 加：未确认的投资损失 | - | - | - | - |
| 四、净利润 | 36114.82 | 75765.83 | 110458.50 | 22420.25 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 36631.76 | 76504.03 | 102773.25 | 21425.38 |
| 少数股东损益 | - | - | 7707.44 | 994.88 |

附件六：合并现金流量表

单位：万元

| 项目名称 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019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 | 486327.80 | 299681.71 | 210261.05 | 18338.28 |
| 收到税费返还 | - | 1487.55 | 158.69 | - |
| 收到的其他与经营活动有关的现金 | 132820.12 | 28807.48 | 113346.60 | 8441.44 |
| 经营活动现金流入小计 | 619147.93 | 329976.75 | 323766.34 | 26779.72 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 98433.72 | 47919.46 | 40810.91 | 15980.04 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金 | 8154.78 | 9274.48 | 8810.19 | 3052.68 |
| 支付的各项税费 | 52471.80 | 53169.97 | 40515.44 | 5922.85 |
| 支付的其他与经营活动有关的现金 | 129624.01 | 22379.95 | 87963.98 | 3502.29 |
| 经营活动现金流出小计 | 288684.32 | 132743.86 | 178100.52 | 28457.86 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 330463.61 | 197232.88 | 145665.83 | -1678.15 |
| 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 | 13.52 | 0.18 | 14.26 | 0.58 |
| 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 | 93333.39 | 286109.80 | 362485.19 | 178753.98 |
| 投资活动现金流入小计 | 93346.91 | 286109.97 | 378311.82 | 178754.56 |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金 | 9.86 | 40.09 | 1067.49 | 1.02 |
| 投资所支付的现金 | 2185.88 | - | - | - |
| 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 | - | 360000.00 | 436910.00 | 249450.00 |
| 投资活动现金流出小计 | 2195.74 | 360040.09 | 437977.49 | 249451.02 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 91151.17 | -73930.12 | -59665.67 | -70696.47 |
| 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 | 48000.00 | - | - | - |
| 发行债券收到的现金 | 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 | 478150.00 | - | - | - |
| 偿还债务所支付的现金 | 265430.49 | 10969.51 | 5000.00 | 121250.00 |
| 分配股利、利润或偿付利息所支付的现金 | 23153.52 | 38793.12 | 89572.59 | 7127.14 |
| 支付其他与筹资活动有关的现金 | 17550.00 | 0.00 | 11050 | - |

| | | | | |
|----------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 筹资活动现金流出小计 | 306134.01 | 49762.63 | 105622.59 | 128377.14 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 172015.99 | -49762.63 | -105622.6 | -128377.14 |
| 四、汇率变动对现金的影响额 | 5.00 | -228.66 | 1339.9525 | -687.67 |
| 五、现金和现金等价物净增加额 | 593635.76 | 73311.47 | -18282.48 | -201439.43 |

附件七：合并现金流量表附表

单位：万元

| 将净利润调节为经营活动现金流量 | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
|-------------------------|-----------|------------|-----------|
| 1、净利润 | 36114.82 | 75765.82 | 110458.50 |
| 资产减值准备 | -15665.17 | 681.95 | 4042.21 |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 | 1911.88 | 2077.59 | 1955.33 |
| 无形资产摊销 | 8.25 | 3.18 | 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 | -10.09 | 0.01 | -13.85 |
| 财务费用 | 9229.28 | 14830.88 | 15084.75 |
| 投资损失 | 1416.25 | -13873.95 | -46826.99 |
| 递延所得税资产减少 | -7951.08 | -1032.19 | 33.25 |
| 递延所得税负债增加 | 1184.05 | -654.30 | -172.59 |
| 存货的减少 | 159069.10 | 464690.21 | 106407.22 |
| 经营性应收项目的减少 | -25473.40 | 21376.98 | 14436.17 |
| 经营性应付项目的增加 | 170629.72 | -367856.03 | -66704.25 |
| 其他 | - | 1222.73 | 6940.60 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 330463.61 | 197232.88 | 145643.64 |
| 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 | 686886.68 | 760198.16 | 741915.68 |
| 减：现金的期初余额 | 93250.93 | 686886.68 | 760198.16 |
| 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 | 593635.76 | 73311.47 | -18282.48 |
| 4、现金和现金等价物明细 | | | |
| 现金 | 686886.68 | 760198.16 | - |
| 其中：库存现金 | 3.85 | 17.03 | - |
| 可随时用于支付的银行存款 | 686882.83 | 760181.13 | - |
| 可随时用于支付的其他货币资金 | - | - | - |

附件八：主要财务指标

| 项 目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1~3 月(未经审计) |
|--------------------|--------|--------|--------|--------------------|
| 盈利能力 | | | | |
| 营业利润率(%) | 14.41 | 15.48 | 39.45 | 34.04 |
| 总资本收益率(%) | 5.27 | 10.26 | 13.64 | - |
| 净资产收益率(%) | 6.44 | 12.40 | 17.05 | - |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 66.28 | 55.36 | 48.71 | 37.60 |
| 长期债务资本化比率(%) | 33.44 | 30.81 | 29.24 | 17.96 |
| 全部债务资本化比率(%) | 33.89 | 31.20 | 29.62 | 18.45 |
| 流动比率(%) | 182.61 | 245.43 | 327.15 | 387.31 |
| 速动比率(%) | 92.02 | 190.40 | 281.40 | 329.17 |
| 经营现金流动负债比(%) | 40.72 | 41.35 | 42.95 | - |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 3.55 | 7.12 | 10.15 | - |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 4.78 | 2.41 | 1.77 | - |
| 筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍) | 1.47 | 0.44 | 0.32 | - |
| 筹资前现金流量净额利息保护倍数(倍) | 48.87 | 8.02 | 5.68 | - |
| 经营效率 | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 122.35 | 108.73 | 57.02 | - |
| 存货周转次数(次) | 0.33 | 1.05 | 0.69 | - |
| 总资产周转次数(次) | 0.25 | 0.44 | 0.21 | - |
| 现金收入比(%) | 133.78 | 44.85 | 77.42 | 84.39 |
| 增长指标 | | | | |
| 资产总额年平均增长率(%) | 39.92 | 7.30 | -12.88 | - |
| 营业收入年平均增长率(%) | 49.12 | 27.46 | 7.45 | - |
| 利润总额年平均增长率(%) | 4.64 | 38.68 | -13.57 | - |

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 | $(\text{营业收入}-\text{营业成本})/\text{营业收入}\times 100\%$ |
| 营业利润率 | $(\text{营业收入}-\text{营业成本}-\text{营业税金及附加})/\text{营业收入}\times 100\%$ |
| 总资本收益率 | $(\text{净利润}+\text{利息费用})/(\text{所有者权益}+\text{长期有息债务}+\text{短期有息债务})\times 100\%$ |
| 净资产收益率 | $\text{净利润}/\text{所有者权益}\times 100\%$ |
| 利润现金比率 | $\text{经营活动产生的现金流量净额}/\text{利润总额}\times 100\%$ |
| 偿债能力指标 | |
| 资产负债率 | $\text{负债总额}/\text{资产总计}\times 100\%$ |
| 全部债务资本化比率 | $\text{全部债务}/(\text{长期有息债务}+\text{短期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$ |
| 长期债务资本化比率 | $\text{长期有息债务}/(\text{长期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$ |
| 担保比率 | $\text{担保余额}/\text{所有者权益}\times 100\%$ |
| EBITDA 利息倍数 | $\text{EBITDA}/\text{利息支出}$ |
| 全部债务/EBITDA | $\text{全部债务}/\text{EBITDA}$ |
| 债务保护倍数 | $(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{全部债务}$ |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 | $\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{全部债务}$ |
| 期内长期债务偿还能力 | $\text{期内}(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{期内应偿还的长期有息债务本金}$ |
| 流动比率 | $\text{流动资产合计}/\text{流动负债合计}\times 100\%$ |
| 速动比率 | $(\text{流动资产合计}-\text{存货})/\text{流动负债合计}\times 100\%$ |
| 经营现金流动负债比率 | $\text{经营活动现金流量净额}/\text{流动负债合计}\times 100\%$ |
| 筹资活动前现金流量净额利息保护倍数 | $\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{利息支出}$ |
| 筹资活动前现金流量净额本息保护倍数 | $\text{筹资活动前现金流量净额}/(\text{当年利息支出}+\text{当年应偿还的全部债务本金})$ |
| 经营效率指标 | |
| 销售债权周转次数 | $\text{营业收入}/(\text{平均应收账款净额}+\text{平均应收票据})$ |
| 存货周转次数 | $\text{营业成本}/\text{平均存货净额}$ |
| 总资产周转次数 | $\text{营业收入}/\text{平均资产总额}$ |
| 现金收入比率 | $\text{销售商品、提供劳务收到的现金}/\text{营业收入}\times 100\%$ |
| 增长指标 | |
| 资产总额年平均增长率 | |
| 净资产年平均增长率 | (1) 2年数据: $\text{增长率}=(\text{本期}-\text{上期})/\text{上期}\times 100\%$ |
| 营业收入年平均增长率 | (2) n年数据: $\text{增长率}=[(\text{本期}/\text{前n年})^{1/(n-1)}-1]\times 100\%$ |
| 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。