

信用等级通知书

东方金诚债评字 [2016]221 号

顺发恒业股份公司：

受贵公司委托，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司的信用状况进行了综合分析，评定贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；同时对贵公司拟发行的“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”的信用状况进行了综合分析，评定本期债券的信用等级为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一六年九月五日



信用等级公告

东方金诚债评字 [2016]221 号

东方金诚国际信用评估有限公司通过对顺发恒业股份有限公司和其拟发行的“顺发恒业股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”信用状况进行综合分析和评估，确定顺发恒业股份有限公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，债券信用等级为 AA。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一六年九月五日



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、评估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。
- 东方金诚与评估人员履行了实地调查和诚信义务，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《东方金诚房地产行业评级方法》，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，未因顺发恒业股份公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由顺发恒业股份公司提供，东方金诚不保证引用资料的真实性及完整性。
- 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本期债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级情况，在有效期内信用等级有可能发生变化。

东方金诚国际信用评估有限公司

2016 年 9 月 5 日



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评级报告

报告编号：东方金诚债评字【2016】221号

评级结果

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AA

债项概况

发行金额：不超过 12 亿元（含 12 亿元）

债券期限：5 年，含第 3 年末发行人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

募集资金用途：拟全部用于偿还金融机构借款和补充公司营运资金

评级时间

2016 年 9 月 5 日

评级小组负责人

朱林

评级小组成员

赵成旭

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，顺发恒业股份公司（以下简称“顺发恒业”或“公司”）房地产项目开发经验较丰富，业务主要集中于杭州市，并逐步向淮南市和南通市拓展，近年来房地产合同销售金额、销售面积保持增长；公司在建和拟建房地产项目土地成本相对较低，为未来业务持续发展提供了一定保障；公司物业管理和租赁业务收入逐年有所增长，对收入和毛利润形成一定补充；2016 年 5 月，公司通过非公开发行股票募集资金，共募集 16 亿元，资本实力有所增强。

同时，东方金诚也关注到，公司房地产开发业务易受房地产行业调控政策及区域经济发展状况影响；受结转项目销售价格下降及结算进度等因素影响，公司结算销售收入和利润明显下滑；公司在建项目投资额较大，未来面临一定的资金压力。

东方金诚评定顺发恒业主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AA，该级别反映了本期债券具备很强的偿还保障，到期不能偿还的风险很低。

评级结果

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AA

债项概况

发行金额：不超过 12 亿元（含 12 亿元）

债券期限：5 年，含第 3 年末发行人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

募集资金用途：拟全部用于偿还金融机构借款和补充公司营运资金

评级时间

2016 年 9 月 5 日

评级小组负责人

朱林

评级小组成员

赵成旭

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
资产总额（亿元）	132.77	119.55	118.92	148.60
所有者权益（亿元）	30.07	35.29	37.63	54.42
全部债务（亿元）	38.94	45.47	24.92	25.29
营业总收入（亿元）	28.08	49.07	34.74	21.45
利润总额（亿元）	7.48	7.84	4.44	3.18
EBITDA（亿元）	7.85	8.63	4.82	-
营业利润率（%）	31.05	25.07	16.64	11.50
净资产收益率（%）	20.28	16.56	8.69	-
资产负债率（%）	77.35	70.48	68.36	63.38
全部债务资本化比率（%）	56.43	56.30	39.84	31.73
流动比率（%）	141.04	168.84	155.53	177.07
全部债务/EBITDA（倍）	4.96	5.27	5.17	-
EBITDA 利息倍数（倍）	3.83	2.24	1.53	-
EBITDA/本期发债额度（倍） ¹	0.65	0.72	0.65	-

注：表中数据来源于顺发恒业股份公司 2013 年~2015 年经审计的合并财务报表及 2016 年 1~6 月未经审计的合并财务报表。

优势

- 公司房地产项目开发经验较丰富，业务主要集中于杭州市，并逐步向淮南市和南通市拓展，近年来房地产合同销售金额、销售面积保持增长；
- 公司在建和拟建房地产项目土地成本相对较低，为未来业务持续发展提供了一定保障；
- 公司物业管理和租赁业务收入逐年有所增长，对收入和利润形成一定补充；
- 2016 年 5 月，公司通过非公开发行股票募集资金 16 亿元，资本实力有所增强。

关注

- 公司房地产开发业务易受房地产行业调控政策及区域经济发展状况影响；
- 受结转项目销售价格下降及结算进度等因素影响，公司结算销售收入和利润明显下滑；
- 公司在建项目投资额较大，未来面临一定的资金压力。

¹ 本期发债额度按 12 亿元计算。

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。

顺发恒业前身为 1993 年 5 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，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%，同时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，兰宝科技更为现名。2009 年 6 月，证券简称变更为“顺发恒业”。

公司于 2016 年 5 月以每股发行价 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，募集净额为 15.87 亿元。

截至 2016 年 6 月末，顺发恒业注册资本 24.33 亿元，控股股东万向资源持股比例为 61.33%。万向资源是万向集团公司（以下简称“万向集团”）的全资子公司，鲁冠球先生持有万向集团 80%的股权并间接控股顺发恒业（截至 2016 年 6 月末万向集团控股关系图见附件一）。

截至 2015 年末，顺发恒业资产总额 118.92 亿元，所有者权益 37.63 亿元，资产负债率为 68.36%。2015 年，公司实现营业总收入 34.74 亿元，利润总额 4.44 亿元。

截至 2016 年 6 月末，顺发恒业资产总额 148.60 亿元，所有者权益 54.42 亿元，资产负债率为 63.38%；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 4 家。2016 年 1~6 月，公司实现营业总收入 21.45 亿元，利润总额 3.18 亿元。

债券及募集资金用途概况

债券概况

顺发恒业拟公开发行 2016 年公司债券（以下简称“本期债券”），发行规模不超过 12 亿元（含 12 亿元），一次发行。本期债券期限 5 年，含第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券面值 100 元，按面值平价发行。本期债券每年付息一次，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，间接控股股东万向集团对本期债券提供流动性支持³。

² 该次非公开发行股票 266222961 股，募集资金总额为 1599999995.61 元，募集资金净额为 1586699995.61 元。

³ 2015 年 11 月，万向集团出具了《关于支持顺发恒业股份公司在深交所融资的函》，内容中称在本期债券存续期内，万向集团将整体统筹，当公司现有债务及本期债券出现支付困难时，为其提供流动性支持，并采取有效措施，为其化解债务支付和债券兑付的风险。

募集资金用途

本期债券所募集资金拟全部用于偿还金融机构借款和补充公司营运资金。

宏观经济和政策环境

宏观经济

2016 年上半年，我国宏观经济运行基本平稳，第三产业保持较快发展，工业生产稳中有升，国内消费对经济增长的拉动作用继续增强

2016 年上半年，我国宏观经济运行基本平稳，第三产业保持较快发展。根据国家统计局初步核算，2016 年上半年我国实现国内生产总值（GDP）340637 亿元；按可比价格计算，GDP 同比增长 6.7%，增速比 2015 年同期下降 0.3 个百分点，与 2016 年 1 季度增速持平。第三产业保持较快发展，上半年，第三产业增加值占 GDP 的比重达到 54.1%，比 2015 年同期提高了 1.8 个百分点；对经济增长的贡献率达到 59.7%，比第二产业高 22.3 个百分点。

上半年，工业生产稳中有升，高新产业发展较快，部分行业的产能过剩仍未得到有效缓解，经济下行压力犹存。2016 年上半年，全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 6.0%，增速比 1 季度提高 0.2 个百分点。2016 年上半年，高技术产业和装备制造业增加值同比分别增长 10.2% 和 8.1%，比规模以上工业快 4.2 和 2.1 个百分点，增长明显快于传统产业。在去产能方面，部分严重过剩行业产品产量有所下降，2016 年上半年，原煤产量同比下降 9.7%，粗钢产量下降 1.1%，但煤炭、钢铁等部分强周期性行业需求不足、产能过剩等问题仍未得到有效缓解，产业转型和升级压力较大，下行压力犹存。

同期，投资受制造业及房地产投资回落影响拉动作用趋于减弱，但消费对经济增长拉动作用继续增强。2016 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）和民间固定资产投资同比名义分别增长 9.0% 和 2.8%，增幅分别较上年同期回落 2.4 个和 8.6 个百分点，其中有色金属冶炼、金属制品与运输设备制造等产能过剩行业投资呈现大幅负增长，制造业投资上半年同比仅增长 3.3%，较一季度的 6.4% 以及上年的 8.1% 持续回落；房地产开发投资累计同比增长 6.1%，增速较 1-5 月回落 0.9 个百分点，6 月当月同比仅增 3.6%，较 5 月回落 2.9 个百分点。制造业和房地产业投资增速均处于下行态势，投资对经济增长的拉动作用趋弱。同期，社会消费品零售总额同比名义增长 10.3%，最终消费对经济增长的贡献率为 73.4%，比上年同期提高 13.2 个百分点，国内消费对经济增长的拉动作用继续增强。

上半年，我国进出口贸易总额降幅收窄，但内需及外需疲弱态势尚未改观，贸易仍延续弱势。上半年，进出口总额 111335 亿元，同比下降 3.3%，降幅比 1 季度收窄 3.6 个百分点；其中，出口 64027 亿元，下降 2.1%，较上年同期收窄 3.6 个百分点；进口 47307 亿元，下降 4.7%，收窄 3.7 个百分点。

政策环境

中央政府继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，为供给侧结构性改革创造了适宜的政策环境

2016 年上半年，中央政府继续实施积极的财政政策，全国财政支出累计 89165 亿元，同比增长 15.1%，财政支出保持强劲增长。2016 年 5 月起，营业税改增值税（营改增）全面推开，并再次阶段性降低社保费率和住房公积金缴存比例，减税降费效应逐渐显现。2016 年上半年，中央财政进一步推进“一带一路”建设，并加大拨付财政资金促进铁路、水利工程、棚户区改造等建设来加大基础设施投，全国财政在基础设施领域投资方面保持着高速增长，分项支出中的城乡社区支出达 9900 亿元，同比增长 34.5%。同时，为缓解基础设施建设、公共服务领域投资的资金压力，相关部门积极推广 PPP 模式，截至 2016 年 6 月末，PPP 项目总投资需求突破 10 万亿元，落地项目的投资额达到 1 万亿元，落地率为 23.8%，比 1 月末提高了近 4 个百分点。此外，中央政府继续加强地方政府债务管理，下达 5 万亿元置换债券计划，进一步优化了地方政府债务的期限结构和资金成本，防范地方政府债务风险。

货币政策方面，2016 年上半年，央行在稳健货币政策基调下优化货币政策工具组合和期限结构，保持流动性合理充裕。2016 年 2 月，中国人民银行决定普遍下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。同时，央行灵活运用更多使用公开市场操作、SLF（常备借贷便利）、MLF（中期借贷便利）等更为精准的工具提供流动性。2016 年上半年，广义货币（M2）余额 149.05 万亿元，同比增长 11.8%，增速与上月末和上年同期持平；狭义货币（M1）余额 44.36 万亿元，同比增长 24.6%，增速分别比上月末和上年同期高 0.9 个和 20.3 个百分点，上半年银行体系流动性充裕。此外，央行支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时有效控制社会融资规模。2016 年上半年，社会融资规模增量为 9.75 万亿元，比上年同期多 9618 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 7.48 万亿元，同比多增 8949 万亿元。分季度看，继 1 季度社会融资规模增长创新高后，2 季度社会融资规模增量有所收敛，货币政策趋于稳健。总体来看，货币信贷和社会融资规模平稳增长，市场利率继续回落，为供给侧结构性改革创造了相对适宜的货币金融环境。

东方金诚认为，2016 年下半年我国经济增速下行压力犹存，预计下半年中央政府将维持积极的财政政策和稳健的货币政策，持续推进供给侧改革，宏观经济有望保持平稳运行。

行业及区域经济环境

公司目前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

房地产行业是国民经济的基础性行业之一，与建筑、建材、工程机械、家用电器等一系列行业密切相关，周期性较强。

2015 年以来，全国商品房销售面积和销售额实现较大增长

2014 年下半年开始至今，我国房地产市场支持政策陆续出台，改善性需求不断释放。从 2015 年二季度开始，全国商品房销售面积和销售均价增速实现同比增长。全年，全国商品房销售面积从 2014 年的 12.06 亿平方米增至 12.8 亿平方米，同比增长 6.5%，增速较上年提高 14.1 个百分点；全国商品房销售额 8.7 万亿元，同比增长 14.4%，涨幅较上年提高 20.7 个百分点。2016 年 1~6 月，全国商品房销售面积累计 6.43 亿平方米，同比增长 27.93%，增速较去年同期提高 24 个百分点；全国商品房销售额 4.87 万亿元，同比增长 42.10%，增速较去年同期提高 32.06 个百分点。

图1：1999年~2016年6月全国商品房销售面积总量和增速变动情况



资料来源：WIND，东方金诚整理

图2：1999年~2016年6月全国商品房销售金额总量和增速变动情况



资料来源：WIND，东方金诚整理

全国房地产开发投资需求波动较大，商品房待售面积继续增加，三四线和部分二线城市的房地产库存存在一定积压

2015 年以来，我国房地产投资需求波动较大。2015 年全国房地产开发投资分别同比名义增长 1.0%，增速较 2014 年回落 9.5 个百分点，增速下滑明显。2016 年 1~6 月，全国房地产开发投资完成额 4.66 万亿元，同比增长 6.1%，增速较 2015 年同期增长 1.5 个百分点。

图 3：1999 年～2016 年 6 月房地产投资完成额、固定资产投资完成额和 GDP



资料来源：WIND，东方金诚整理

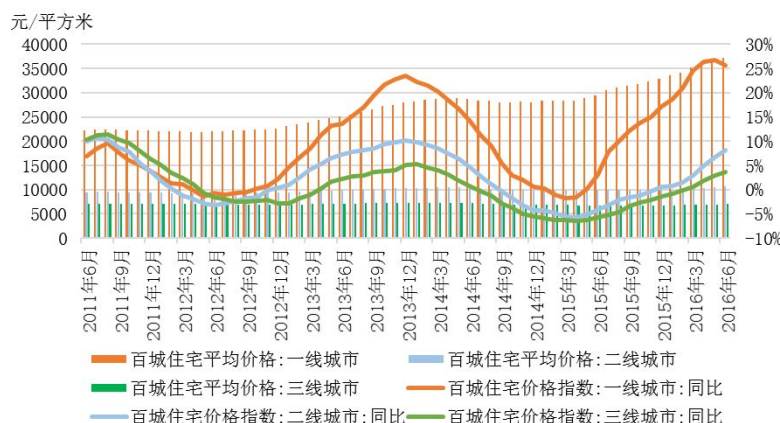
截至 2016 年 6 月底，全国商品房待售面积为 7.14 亿平方米，同比 2015 年 6 月底的 6.57 亿平方米，增长 8.64%。从地区分布来看，行业库存主要集中在三四线和部分二线城市。

全国商品房平均销售价格有所上涨，其中一线城市价格涨幅显著大于二、三线城市

2015 年，房地产政策导向转为宽松，减税、降息、降首付多管齐下，商品房平均销售价格升至 6792.55 元/平方米，涨幅达 7.41%。

从百城价格指数⁴来看，2016 年上半年，一线城市住宅销售均价继续升至 37835.00 元/平方米，同比增长 23.79%；二线城市住宅销售均价 10877.73 元/平方米，同比增长 9.85%；三线城市住宅销售均价 7041.03 元/平方米，同比增长 4.48%。

图 4：2011 年～2016 年 6 月全国百城一、二、三线城市平均住宅价格情况



资料来源：国家统计局，东方金诚整理

⁴ 百城价格指数是反映全国 100 个重点城市在不同时点在售新房价格水平及其不同时的变化情况，其中价格水平以 100 个城市在售新房样本楼盘报价均值表示。

近年来，我国房地产市场集中度持续提升，部分区域性房地产企业具有一定的竞争优势

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。根据中国房地产 TOP10 研究组发布的《2016 中国房地产百强企业研究报告》显示，2015 年地产百强企业实现销售总额 32032.1 亿元，销售面积 29583.6 万平方米，同比分别增长 14.4% 和 6.5%；百强企业 2015 年销售额市场份额为 36.7%，较 2014 年（35.4%）提高了 1.3 个百分点。

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已具有一定的竞争优势。

业务运营

经营概况

公司收入和利润主要来自房地产开发与销售业务，受结算进度等因素影响，营业收入及利润有所波动

2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 21.45 亿元，毛利润 5.78 亿元，毛利率 26.94%。

2013 年~2015 年，公司营业收入分别为 28.08 亿元、49.07 亿元和 34.74 亿元；从收入构成来看，房地产开发业务收入占营业收入比例分别为 98.97%、99.22% 和 97.55%。公司其他业务收入很少，主要为自持酒店及商铺等商业物业租赁收入。

表 1：2013 年~2015 年及 2016 年 1~6 月公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

业务类别	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1~6 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
主营业务	28.03	99.81	49.02	99.89	34.31	98.76	21.20	98.82
房地产开发与销售	27.79	98.97	48.68	99.22	33.89	97.55	20.94	97.62
物业管理	0.24	0.85	0.33	0.68	0.42	1.21	0.26	1.20
其他业务	0.05	0.19	0.05	0.11	0.43	1.24	0.25	1.18
合计	28.08	100	49.07	100	34.74	100	21.45	100
	毛利润		毛利润		毛利润		毛利润	
	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	11.03	39.36	16.36	33.37	8.65	25.21	5.61	26.47
房地产开发与销售	10.98	39.50	16.29	33.46	8.57	25.28	5.57	26.62
物业管理	0.06	23.48	0.07	20.31	0.08	19.99	0.04	14.23
其他业务	0.02	31.9	0.02	31.91	0.26	61.06	0.17	66.50
合计	11.05	39.35	16.37	33.37	8.91	25.66	5.78	26.94

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2013 年~2015 年，公司毛利润分别为 11.05 亿元、16.37 亿元和 8.91 亿元；毛利率分别为 39.35%、33.37%和 25.66%。公司近三年毛利率水平呈下降趋势，主要原因土地价格的上涨带来的成本增加。

房地产开发与销售

公司房地产项目开发经验较丰富，业务主要集中在杭州市萧山区，并逐步向安徽淮南市和江苏南通市拓展，近年来合同销售金额和销售面积保持增长；受结转项目销售价格变化及结算进度等因素影响，公司结算销售收入和毛利润有所波动，毛利率下降较大

顺发恒业以住宅地产开发为主，经营区域集中在杭州市萧山区，近年逐步向安徽淮南市和江苏南通市拓展，运营主体为顺发恒业有限公司及其子公司。

顺发恒业拥有国家一级房地产开发资质，具有多年的项目开发经验，在杭州市萧山区房地产市场具有一定竞争力。近三年，公司合同销售金额、销售面积均逐年保持增长，具体见下表。其中，2015 年公司在杭州全年实现销售 42.5 亿元，达到历年最高值；公司开发的美哉美城项目 4 个月销售 18.5 亿元，单盘销售金额居萧山第一。另外，公司在杭州桐庐高端房地产市场占有率也持续多年居领先⁵地位。

2013 年~2015 年，受结转项目销售价格变化及结算进度等因素影响，公司结算销售收入和毛利润有所波动，毛利率下降较大，结转销售收入分别为 27.79 亿元、48.68 亿元和 33.89 亿元；毛利率分别为 39.50%、33.46%和 25.28%。2015 年及 2016 年上半年公司平均合同销售价格为 15482.53 元/平方米和 17127.52 元/平米，比 2014 年有明显增长。2016 年 1~6 月毛利率为 26.62%。

表 2：2013 年~2015 年及 2016 年 1~6 月公司项目开发情况

指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
合同销售面积（万平方米）	12.46	21.46	33.78	13.37
增幅（%）	-	72.23	57.40	-
合同销售金额（亿元）	21.70	29.62	52.30	22.90
增幅（%）	-	36.49	76.56	-
平均合同销售价格（元/平方米）	17417.41	13802.42	15482.53	17127.52
增幅（%）	-	-20.76	12.17	-
结转面积（万平方米）	22.76	29.23	22.78	12.29
增幅（%）	-	28.42	-22.07	-
结转销售收入（亿元）	27.79	48.68	33.89	20.94
增幅（%）	-	75.17	-30.38	-
平均结转售价（元/平方米）	12212.40	16654.12	14876.55	17037.88
增幅（%）	-	36.37	-10.67	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2016 年 6 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

⁵ 截至目前，公司在桐庐有 2 个项目，为已完工的一品江山项目和在建中的富春峰景项目，具体见表 3 和表 4。

市等地，总体销售进度 90%。其中，杭州萧山区的“康庄”和“旺角城二期”项目开盘时间较早，但至今销售进度仍未达 80%。具体情况见下表。

表 3：截至 2016 年 6 月末公司完工项目的销售情况⁶

单位：万平方米、元/平方米、亿元、%

项目名称	项目位置	项目类型	建筑面积	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	14.69	256.40	3.72	3.69	2013.03	2011.10	3.43	82.01
康庄	杭州萧山	住宅	15.63	902.69	6.17	6.17	2013.12	2010.12	8.88	66.28
堤香	杭州萧山	住宅	13.01	8790.07	14.66	14.66	2013.12	2011.01	18.08	90.80
一品江山	杭州桐庐	住宅、商业	24.64	1890.91	11.98	11.95	2013.11	2010.10	17.55	87.54
御园一期	江苏南通	住宅	4.92	6740.84	4.58	4.55	2014.01	2012.05	3.45	82.02
旺角城二期	杭州萧山	住宅、商业	24.77	6281.21	16.04	15.90	2014.11	2012.04	22.30	62.23
吉祥半岛	杭州拱墅区	住宅、商业	17.54	6213.80	22.01	21.71	2014.11	2011.12	23.08	84.69
江南丽锦	杭州萧山	住宅	13.14	2231.40	15.40	15.14	2014.11	2013.05	14.71	92.20
恒园	杭州萧山	住宅	16.18	8873.87	17.88	17.88	2016.04	2013.11	17.98	87.03
合计	-	-	144.52	-	112.44	111.65	-	-	129.46	80.80

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2016 年 6 月末，公司共有在售项目 12 个，累计销售金额达 175.02 亿元，合同销售均价为 14835.04 元/平方米，总销售进度 79.88%，尚可售面积为 29.71 万平方米，具体情况见附件四。

公司在建和拟建房地产项目土地成本相对较低，为业务持续发展提供了一定保障

截至 2016 年 6 月末，公司房地产在建项目共计 8 个，总规划建筑面积约 82.53 万平方米，总可售面积 59.93 万平方米，已售面积为 38.54 万平方米，尚可销售面积 21.39 万平方米；累计实现销售金额为 63.25 亿元，销售均价 16411.19 元/平方米。公司在建项目楼面地价平均为 7015.90 元/平方米，土地成本相对较低。

公司在建项目主要集中在安徽淮南、江苏南通、杭州萧山、杭州桐庐等地，在建项目规划建筑面积分别为 9.94 万平方米、42.00 万平方米、8.26 万平方米和 22.33 万平方米，占总规划建筑面积比例分别为 12.04%、50.89%、10.00%、27.06%。

⁶ 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。

表 4:截至 2016 年 6 月末公司在建项目情况⁷

单位:万平方米、亿元、%

项目名称	地理位置	项目类型	总规划建 筑面积	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
泽润园二期	安徽淮南	住宅	9.94	2017.09	3.03	1.22	40.08	-	-
富春峰景	杭州桐庐	住宅、商业	22.33	2017.1	13.25	11.22	84.73	13.50	14.19
御园二期	江苏南通	住宅	8.26	2016.06	6.99	6.54	93.52	2.16	2.72
美哉美城	杭州萧山	住宅、商业	25.16	2017.04	31.67	27.70	87.46	14.56	28.65
世纪之光	杭州萧山	住宅、商业	8.31	2019.06	8.78	5.96	67.89	3.94	7.82
春江悦茗	杭州萧山	住宅、商业	3.60	2017.12	3.45	2.70	78.17	2.58	4.74
国悦府	杭州萧山	住宅、商业	3.79	2018.06	5.12	3.47	67.77	1.80	5.13
璟悦府	杭州萧山	住宅、商业	1.14	2018.12	1.79	0.94	52.33	0	0
合计	-	-	82.53	-	74.08	59.74	80.64	38.54	63.25

资料来源:公司提供,东方金诚整理

截至 2016 年 6 月末,公司尚未开发的拟建项目共计 3 个,规划建筑面积合计 57.48 万平方米,平均楼面地价 890.74 元/平方米;土地总成交价为 5.12 亿元,土地款已全部支付,除淮南 HGTG09015 地块以外均已获得土地证。

表 5:截至 2016 年 6 月末公司尚未开发土地情况

单位:万平方米、元/平方米、亿元、%

项目名称	项目位置	用地性质	占地 面积	规划建 筑面积	楼面 地价	总成 交价	土地取 得时间	已支付 土地款	是否取得 土地证
淮南淮国土挂 06021 地块三期	安徽淮南	住宅	7.41	8.89	249.97	0.22	2007.09	0.22	是
淮南 HGTG09015 地块	安徽淮南	住宅	37.82	41.61	377.73	1.57	2009.09	1.57	否
御园三期	江苏南通	住宅	8.78	6.98	4770.77	3.33	2009.10	3.33	是
合计	-	-	54.01	57.48	890.74	5.12	-	5.12	-

资料来源:公司提供,东方金诚整理

公司房地产在建项目投资额较大,未来面临一定的资金压力

2015 年,公司合并报表范围内新开工面积 35.94 万平方米,同比增长 335.11%;期末在建总面积 82.71 万平方米,较上年末增长 53.85%,公司开发进度加快。

⁷ 表中建筑面积包括地下部分;总投资额包括地下部分投资;楼面地价不包括地下建筑面积;表格中世纪之光、春江悦茗及国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。

表 6：2013 年~2015 年及 2016 年 1~6 月公司项目开发情况

单位：万平方米

指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
新开工面积（万平方米）	38.51	8.26	35.94	3.26
期末在建总面积（万平方米）	98.88	53.76	82.71	69.79
竣工面积（万平方米）	67.97	60.37	-	16.18

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司在建项目预计总投资额 74.08 亿元，截至 2016 年 6 月末已累计投入 59.74 亿元，尚需投资额为 14.34 亿。预计后续资金来源主要为预售款和自有资金，未来公司面临一定的资金压力。

物业管理

公司物业管理和租赁业务收入保持增长，对收入和利润形成一定补充

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。纳德物业前身为万向集团浙江物业管理有限责任公司，成立于 1995 年 6 月，是由万向集团、万向钱潮股份有限公司⁸共同出资设立的有限责任公司，主营业务为物业管理，现为顺发恒业全资子公司。

截至 2016 年 6 月末，纳德物业管理项目 12 个，管理物业总建筑面积（不含车位）合计 187.20 万平方米，实现物业管理费 0.26 亿元。其中，住宅 14081 户，建筑面积 177.07 万平方米，物管费标准为 0.80~2.77 元/月/平，年总物管费 0.18 亿元；商铺 379 户，建筑面积 10.03 万平方米，物管费标准为 1.60~3.80 元/月/平，年总物管费 0.046 亿元；车位 10554 个，物管费标准基本以 60 元/月/个为主，年总物管费 0.034 亿元。

2013 年~2015 年，公司物业管理收入分别为 0.24 亿元、0.33 亿元和 0.42 亿元，2015 年公司物业管理业务较 2014 年增长 27.27%，毛利润为 0.08 亿元，较上年增加 0.01 亿元。公司物业管理业务主要是为自身开发项目服务，目前管理项目较少，收入较少，未来随着公司开发项目的逐渐增多，物业管理收入有望增加。

租赁业务方面，公司收入主要来源于酒店、商铺及幼儿园等租赁业务⁹，主要由子公司顺发恒业有限公司及其下属企业淮南顺发置业有限公司、子公司纳德物业经营。2015 年，公司来自租赁业务的其他业务收入为 0.43 亿元，同比上年增长 760%，毛利润为 0.26 亿元，较上年增加 0.24 亿元。

公司目前持有的商业物业出租率较高，随着旺角城新天地已经开始运营，公司商业物业租金收入增加较快，对公司收益形成一定的补充。截至 2016 年 6 月末，公司持有型商业物业面积合计 7.67 万平方米，已出租面积 7.51 万平方米，出租率为 97.90%，年租金合计 0.48 亿元。租约期限以 1~2 年为主。

⁸ 万向钱潮股份有限公司系 1993 年 9 月由万向集团公司、中国汽车工业投资开发公司、中国工程与农业机械进出口公司、华联汽车发展有限公司四家发起人共同发起设立，于 1994 年 1 月在深圳证券交易所上市，股票代码 000559，简称“万向钱潮”，控股股东为万向集团，持股比例为 51.53%，实际控制人为鲁冠球先生。

⁹ 公司将租赁业务收入计入其他业务收入账户。

旺角城二期项目中的旺角城新天地已于 2014 年 11 月竣工。截至 2016 年 3 月末该物业已签约出租 4.98 万平方米，每年可产生 0.42 亿元的租金收入，占公司年租金总收入的 87.62%，从而导致 2014 年后公司商业物业租赁收入快速增加。

此外，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，该子公司目前已与万向美国下属美国集团在美国共同出资组建了 Wanxiang 150 North Riverside Manager 公司和奥兰德公司两个合资公司，其中顺发恒业（美国）公司分别持有 60% 和 75% 股份。Wanxiang 150 North Riverside Manager 公司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%），奥兰德公司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份比例为 90%），两个项目均在开发建设中。

企业管理

产权结构

截至 2016 年 6 月末，公司总股本 243251.92 万股，万向资源持股比例 61.33%；公司实际控制人为鲁冠球。

公司治理及内部管理

公司制定了《公司章程》，设立了股东大会、董事会、监事会和独立董事。

股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划等事项。公司设董事会，对股东大会负责，负责公司内部控制体系的建立和监督，下设战略委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会以及提名委员会四个专门委员会，同时董事会审计委员会下设审计稽核部，配合监事会的审计监督工作。公司董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 3 人，设董事长 1 人，副董事长 2 人，董事会会议有过半数董事出席方可举行，表决实行一人一票制，做出决议必须经全体董事的过半数通过。公司设监事会，由 3 名监事组成，设监事会主席 1 人，由全体监事过半数选举产生；设职工代表监事 1 人，由公司职工通过职工代表大会选举产生。

公司总部位于杭州市，根据实际经营需要，设立了证券事务部、行政人力资源部、投资部、财务管理部、品质控制部、客户服务部和商业管理部，组织架构图详见附件三。公司具体业务主要由各子公司负责，子公司在业务运营、内部管理、会计核算和财务管理等方面接受公司总部相关职能部门的指导、检查和监督。

公司在对子公司管理、资金管理、财务报告、销售业务、对外担保、项目投资及内部监督等管理方面建立了一系列的规章制度。

战略规划

未来几年，公司发展战略以集合产业的（环保、节能、智能、科技）、资源的、创新生活的不动产建设为目标，提高顺发恒业品牌知名度。

产品开发方面，公司将充分发挥在中小户型开发方面的专业经验优势，通过研究、设计和开发高性价比的中小房型住宅精品，以形成独特的竞争优势和较高的品

牌知名度。

未来几年，公司在进一步做大做强杭州市场的同时，逐步拓展至长三角地区的其它城市，并推动国际化房地产项目进程。

总体来看，公司的战略规划基于自身经营实际制定，具有一定的可行性。

财务分析

财务概况

顺发恒业提供了 2013 年~2015 年合并财务报告和 2016 年 1~6 月合并财务报表。中汇会计师事务所（特殊普通合伙）¹⁰对公司 2013 年、2014 年和 2015 年三年的财务数据进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告；2016 年 1~6 月财务报表未经审计。

合并范围变化方面，2015 年，公司以 10 万元收购杭州揽拓投资管理有限公司 100%股权并自 2015 年 4 月起纳入合并范围；公司子公司顺发恒业有限公司以 0 元人民币受让旭辉集团股份有限公司所持有的杭州旭佰投资管理有限公司和杭州旭杰投资有限公司 100%股权，自 2015 年 6 月起纳入公司合并范围；公司于 2015 年 9 月 30 日办妥注销子公司杭州工信风雅置业有限公司的相关手续，故不再纳入合并报表范围。2016 年 1~6 月，2016 年 6 月子公司浙江工信已完成清算，不再纳入合并报表范围。截至 2016 年 6 月末，纳入公司合并报表范围的子公司共 12 家，控股关系图详见附件二。

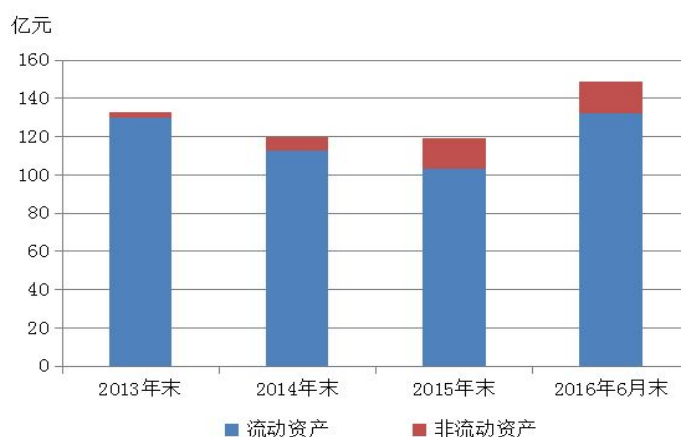
资产构成

2016 年 6 月末公司资产规模较年初有所增长，主要受非公开发行股票募集资金增加所致；资产构成以存货等流动资产为主

截至 2016 年 6 月末，公司的资产总额为 148.60 亿元，较 2015 年末增长 24.96%，主要系 2016 年 5 月公司通过非公开发行股票募集资金，货币资金显著增长所致，其中流动资产为 132.11 亿元，占总资产比例的 88.90%。

2013 年~2015 年末，公司资产总额略有下降，分别为 132.77 亿元、119.55 亿元和 118.92 亿元，其中流动资产占总资产的比例分别为 97.62%、93.77%和 86.40%，公司资产以流动资产为主。

图 5：2013 年～2015 年末及 2016 年 6 月末公司资产构成

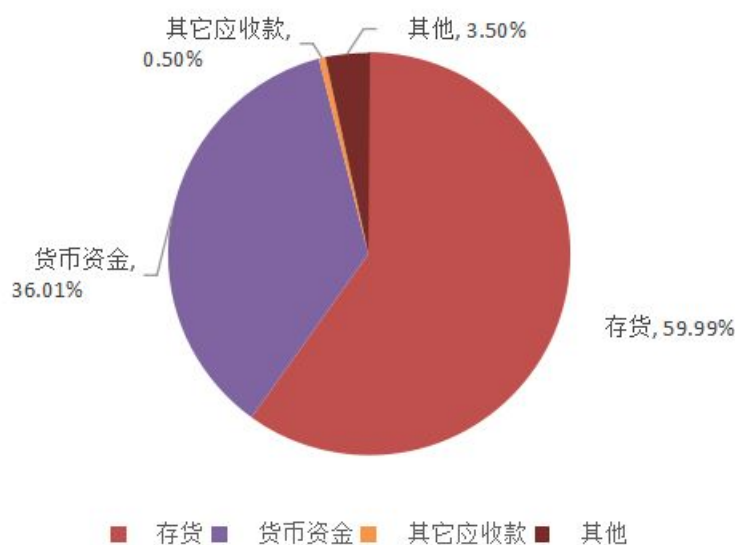


资料来源：公司提供，东方金诚整理

1. 流动资产

截至 2016 年 6 月末，公司流动资产 132.11 亿元，主要由存货和货币资金构成，占比分别为 59.99%和 36.01%，合计占比达 96.00%。

图 6：截至 2016 年 6 月末公司流动资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2013 年～2015 年末，公司存货账面价值分别为 104.13 亿元、99.46 亿元和 85.51 亿元。截至 2015 年末，公司存货构成中，开发成本和开发产品占比分别为 75.81%和 24.19%；用于债务担保的存货 34.60 亿元，占期末存货的 40.46%；计提存货跌价准备 1.62 亿元。

近三年，公司货币资金期末余额分别为 10.56 亿元、10.23 亿元和 12.06¹¹亿元。截至 2015 年末，公司货币资金期末余额较 2014 年末增加 17.98%，银行存款、其

¹¹ 截至 2015 年末，公司子公司 Shunfa Hengye (US) LLC 期末美元存款余额 114652.63 美元，按照 2015 年 12 月 31 日美元对人民币 6.4936 折算，折合人民币 744508.32 元。

他货币资金和库存现金占比分别为 99.66%、0.33%和 0.01%；公司受限资金为 2.74 亿元，占货币资金的 22.71%，用于银行借款等融资担保。2016 年 6 月末，公司货币资金期末余额为 47.58 亿元，较 2015 年末增长 294.35%，主要系销售回款增加及发行中期票据、非公开发行股票所致。

2. 非流动资产

截至 2016 年 6 月末，公司非流动资产 16.48 亿元，其中长期股权投资、投资性房地产、可供出售金融资产和递延所得税资产占比分别为 42.62%、31.03%、12.69%和 11.91%。

截至 2015 年末，公司非流动资产 16.17 亿元，同比增长 117.11%，主要系长期股权投资及可供出售金融资产增加所致。其中，长期股权投资新增 6.89 亿元，均为对联营企业的投资，主要为对杭州万科大家房地产开发有限公司（以下简称“万科大家”）投资的 5.69 亿元；同期，公司投资性房地产账面价值为 5.02 亿元，主要是公司开发房地产项目配套自持商业；公司新增按历史成本计量的可供出售金融资产¹²2.05 亿元；公司递延所得税资产为 1.93 亿元，主要系受存货跌价准备的所得税影响。

资本结构

公司通过非公开发行股票募集资金，资本实力有所增强

截至 2016 年 6 月末，公司所有者权益为 54.42 亿元，较 2015 年末增长 44.64%，主要系公司于 2016 年 5 月通过非公开发行股票募集资金，共募集资金 16 亿元，资本实力有所增强。

2013 年~2015 年末，公司所有者权益分别为 30.07 亿元、35.29 亿元和 37.63 亿元，主要是由于实收资本、盈余公积和未分配利润交替增加所致。

截至 2015 年末，公司所有者权益较 2014 年末增长 6.63%；所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，占所有者权益总额的比例分别为 38.90%、5.75%和 48.04%。

公司 2015 年以来有息债务总额有较大幅度下降，长期有息债务占比有所提高

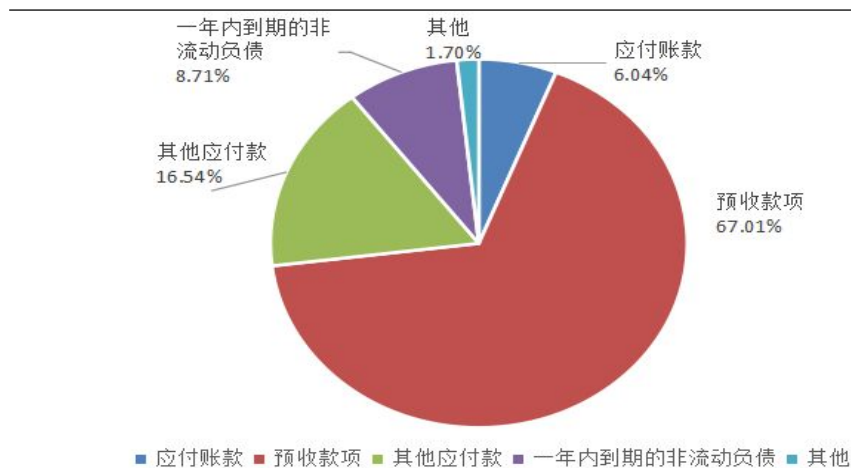
截至 2016 年 6 月末，公司负债总额 94.17 亿元，其中流动负债总额 74.61 亿元，占比 79.23%，负债结构以流动负债为主。

1. 流动负债

截至 2016 年 6 月末，公司流动负债 74.61 亿元，主要由预收款项、其他应付款、一年内到期的非流动负债和应付账款构成，占比分别为 67.01%、16.54%、8.71%和 6.04%。

¹² 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。

图7：截至2016年6月末公司流动负债构成情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2013年~2015年末，公司短期借款分别为15.31亿元、19.33亿元和0元。截至2015年末，公司短期借款较年初减少100%，主要系本期优化债务结构，归还短期借款所致。

截至2015年末，公司预收款项账面价值为42.86亿元，主要为预收房地产销售款，较2014年末增长65.69%，主要系未结转的预售房产项目增加所致；公司一年内到期的非流动负债期末余额为10.44亿元，同比增长44.00%，主要系本期一年内到期的长期借款增加，转入此科目所致；公司其他应付款账面价值为6.68亿元，较2014年末增长101.39%，主要系收到联营企业万科大家往来款增加所致；公司应付账款账面价值为5.48亿元，其中账款账龄在1年以内的占比为42.98%，主要是应付工程款。

2. 非流动负债

截至2016年6月末，公司非流动负债19.56亿元，较2015年末增加28.44%，主要系“16顺发MTN001”发行导致应付债券增加所致；应付债券11.97亿元，占非流动负债比例为61.18%；长期借款6.83亿元，占非流动负债的比例为34.89%，主要为美哉美城项目借款和海外项目借款，从长期借款的期限看，公司长期借款期限基本为4~10年，长期借款明细见下表。

2013~2015年末，公司非流动负债分别为10.81亿元、17.87亿元以及15.23亿元，从结构上来看主要由长期借款构成。

表7：2016年6月末公司长期借款明细

单位：万元、%

贷款方	借款日期	还款日期	借款金额	贷款形式	年利率	资金用途
光大银行萧山支行	2015.08.12	2025.08.11	41250	抵押	5.94	偿还借款
中信银行杭州分行	2016.04.15	2019.04.12	18000	抵押	4.75	偿还借款
中国进出口银行吉林省分行	2015.12.25	2019.09.12	9000	抵押	2.65	海外项目
合计	-	-	68250	-	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

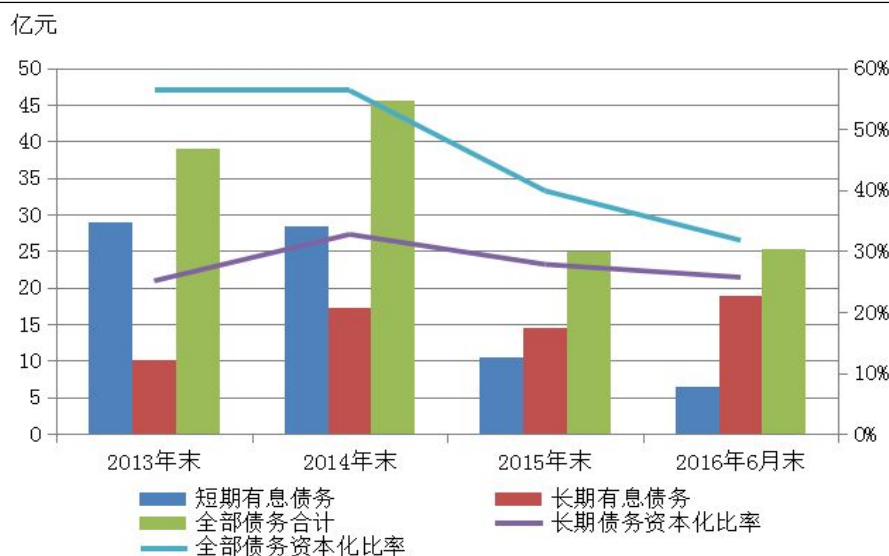
3. 债务负担

截至 2016 年 6 月末，公司资产负债率为 63.38%，全部债务为 25.29 亿元。其中，短期有息债务和长期有息债务占比分别为 25.70% 和 74.30%，全部债务资本化比率为 31.73%，较 2015 年末有所下降，债务负担有所降低。

2013 年~2015 年末，公司全部债务分别为 38.94 亿元、45.47 亿元和 24.92 亿元，2015 年末有较大幅度下降；全部债务逐渐转为长期有息债务为主，2015 年末，公司长期有息债务占比为 58.10%。

2015 年末，公司资产负债率为 68.36%，若考虑到预收账款和收入结转及专项应付款等因素，调整后的资产负债率¹³为 44.14%；长期债务资本化比率为 27.78%，全部债务资本化比率为 39.84%。总的来看，2013 年以来公司债务结构有所优化，债务负担有所减轻。

图8：2013年~2015年末及2016年6月末公司债务情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

4. 对外担保

截至 2015 年末，公司无对外担保。

盈利能力

2015 年，公司营业收入和营业利润率均较上年明显下滑

2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 21.45 亿元，营业利润率为 11.50%，利润总额为 3.18 亿元，净利润为 2.35 亿元。

2013 年~2015 年，公司营业收入分别为 28.08 亿元、49.07 亿元和 34.74 亿元；营业利润率逐年下降，分别为 31.05%、25.07% 和 16.64%，主要系由于土地成本和建安成本逐年上升所致。

2015 年，公司期间费用 1.59 亿元，占营业收入的比重分别 4.57%，较 2014 年增长 0.99 个百分点，主要原因为营业收入有所下降。2015 年，公司期间费用中

¹³ 调整后资产总额=财务报表资产总额-预收账款*(1-当期综合毛利率)；调整后负债总额=财务报表负债总额-预收账款-专项应付款。

销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 64.37%、30.73%和 4.91%，具体情况见下表。

表 8：2013 年~2015 年及 2016 年 1~6 月公司期间费用情况

单位：万元、%

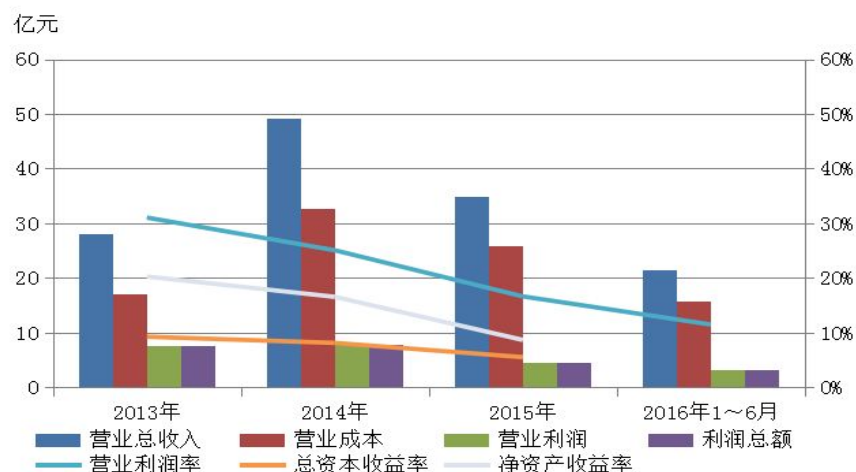
项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
销售费用	5262.39	7653.24	10221.53	3786.26
管理费用	3336.09	3900.27	4879.30	2398.66
财务费用	2078.89	5996.28	779.51	1501.92
期间费用合计	10677.37	17549.79	15880.34	7686.84
期间费用占营业收入比例	3.80	3.58	4.57	3.58

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2013 年~2015 年，公司营业利润分别为 7.52 亿元、7.94 亿元和 4.60 亿元，利润总额分别为 7.48 亿元、7.84 亿元和 4.44 亿元，总体呈下降趋势。2015 年，利润总额较 2014 年下降 43.41%，主要是房地产业务结转收入下降及成本上升所致。

2015 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.54%和 8.69%，较 2014 年均有所下降。

图9：2013年~2015年及2016年1~6月公司盈利能力情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

现金流

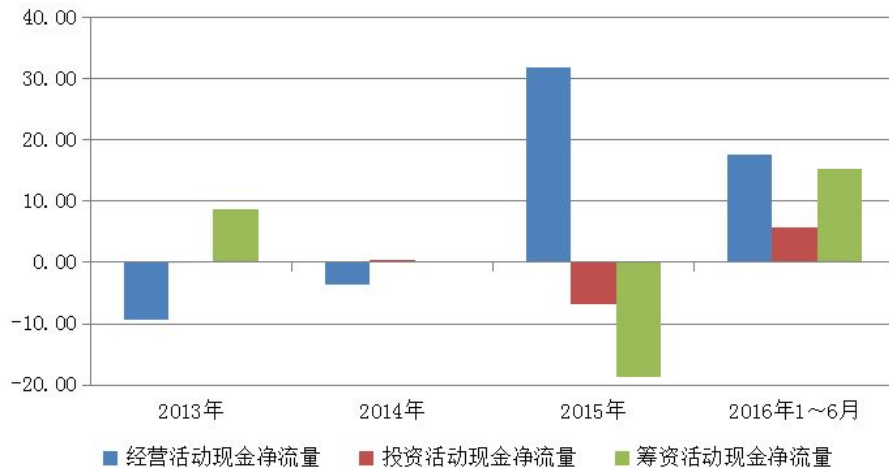
2015 年公司经营性净现金流有较大幅度上升且为净流入，当年偿还银行借款规模较大，筹资活动净现金流量呈现为净流出

2016 年 1~6 月，公司经营性净现金流、投资性净现金流和筹资活动净现金流分别为 17.44 亿元、5.66 亿元以及 15.12 亿元。

2013 年~2015 年，公司经营活动现金流入分别为 25.91 亿元、30.72 亿元和 53.32 亿元；经营性净现金流分别为-9.54 亿元、-3.76 亿元和 31.78 亿元。其中，2015 年经营性净现金流较 2014 年规模大幅增加，主要系公司房地产业务销售回款增加所致。

2013年~2015年,公司投资活动净现金流分别为-0.16亿元、0.26亿元和-6.92亿元,2015年投资活动净现金流由正转负,主要是因为2015年公司增加境内外合作开发项目投资所致;筹资活动净现金流分别为8.64亿元、-0.05亿元和-18.80亿元,其中2015年较上年增幅较大,是公司偿还银行借款较多所致。

图10: 2013年~2015年及2016年1~6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

从短期偿债能力指标来看,2015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155.53%、26.10%和48.11%。由于现金流状况有所改善,2015年公司经营现金流动负债比较2014年有所上升。

从长期偿债能力指标来看,2015年公司EBITDA利息倍数为1.53倍,较上年减少0.71倍;全部债务/EBITDA倍数为5.17倍,较上年减少0.10倍。

表9: 2013年~2015年及2016年6月末公司偿债能力主要指标

指标名称	2013年末	2014年末	2015年末	2016年6月末
流动比率(%)	141.04	168.84	155.53	177.07
速动比率(%)	27.72	19.04	26.10	70.85
经营现金流动负债比(%)	-10.38	-5.66	48.11	-
EBITDA利息倍数(倍)	3.83	2.24	1.53	-
全部债务/EBITDA(倍)	4.96	5.27	5.17	-

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、中国人民银行征信管理中心于2016年7月5日出具的顺发恒业及其子公司的《企业信用报告》等相关证明文件显示,顺发恒业在2004年出现2笔欠息合计1205万元,均为原兰宝科技重组之前所欠债务¹⁴。截至2016年6月

¹⁴ 根据债权人交通银行股份有限公司于2014年2月出具的关于公司3笔不良类贷款的《情况说明》及公司

末，公司无不良负债。

本期债券偿债能力

本期债券计划发行额度不超过 12 亿元（含 12 亿元），本期债券发行金额若按 12 亿元计算，占公司 2016 年 6 月末全部债务和负债总额的 47.44%和 12.74%，对公司现有资本结构有一定影响。

截至 2016 年 6 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 63.38%和 31.73%。以公司 2016 年 6 月末的财务数据为基础，如不考虑其他因素，本期债券发行后，若发行金额按 12 亿元计算，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 66.11%和 40.66%，较发债前水平有所上升。考虑到本期债券募集资金拟部分用于偿还金融机构借款，实际债务水平将低于上述模拟值。

以公司 2015 年末的财务数据为基础，如不考虑其他因素，公司 EBITDA、经营活动现金流入、经营性净现金流和筹资活动前现金流量净额对本期债券的保护倍数分别为 0.65 倍、4.44 倍、2.65 倍和 2.07 倍。公司经营活动产生的现金流入对本期债券保障程度较高，但 EBITDA 对本期债券的保障能力一般，经营性净现金流和筹资活动前现金流量净额对本期债券的保护倍数一般。

表 10：本期债券偿债能力指标

单位：倍

偿债指标	2013 年	2014 年	2015 年
EBITDA/本期发债额度	0.65	0.72	0.65
经营活动现金流入偿债倍数	2.16	2.56	4.44
经营活动现金流量净额偿债倍数	-0.79	-0.31	2.65
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	-0.81	-0.29	2.07

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

在本期债券存续期内，随着公司在建项目完工结算以及房地产销售收入增加，公司获取现金的能力将逐步增强，对到期债务的保障能力也将逐步增强。此外，公司间接控股股东万向集团承诺为公司本期债券的发行提供流动性支持，为本期债券本息的偿付提供了一定保障。

综合来看，本期债券的违约风险很低。

抗风险能力及结论

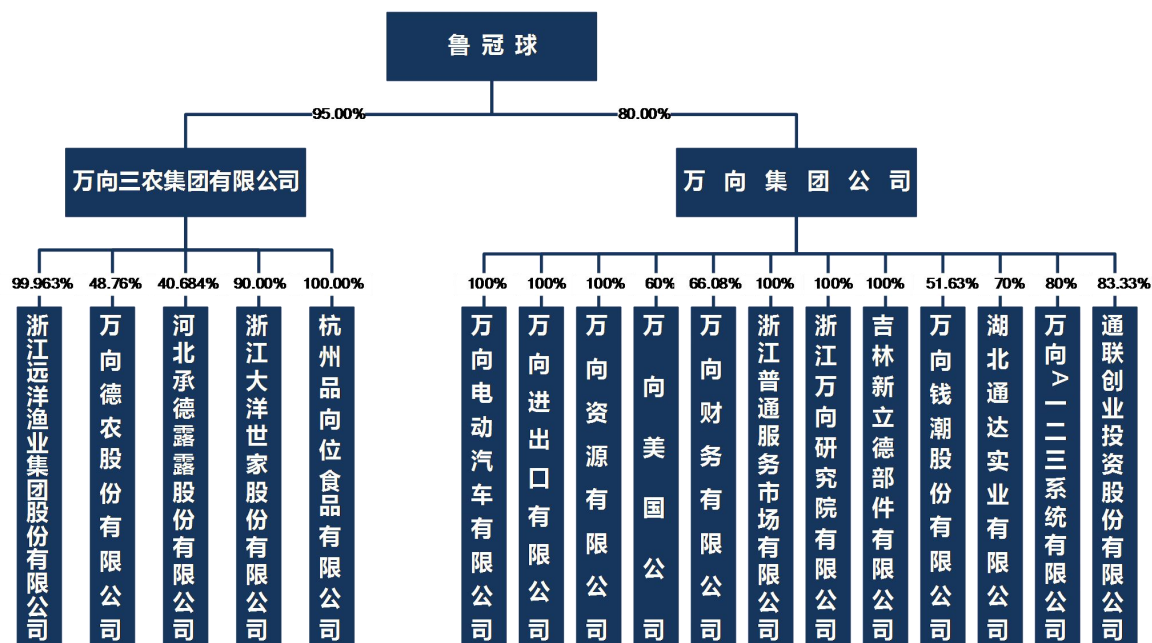
顺发恒业房地产项目开发经验较丰富，业务主要集中于杭州市，并逐步向淮南市和南通市拓展，近年来房地产合同销售金额、销售面积保持增长；公司在建和拟建房地产项目土地成本相对较低，为未来业务持续发展提供了一定保障；公司物业管理和租赁业务收入逐年有所增长，对收入和毛利润形成一定补充；2016 年 5 月，公司通过非公开发行股票募集资金，共募集 16 亿元，资本实力有所增强。

于 2014 年 5 月出具的《顺发恒业股份公司关于贷款卡欠息情况说明》，上述欠息和不良类贷款不属于公司应承担的债务。

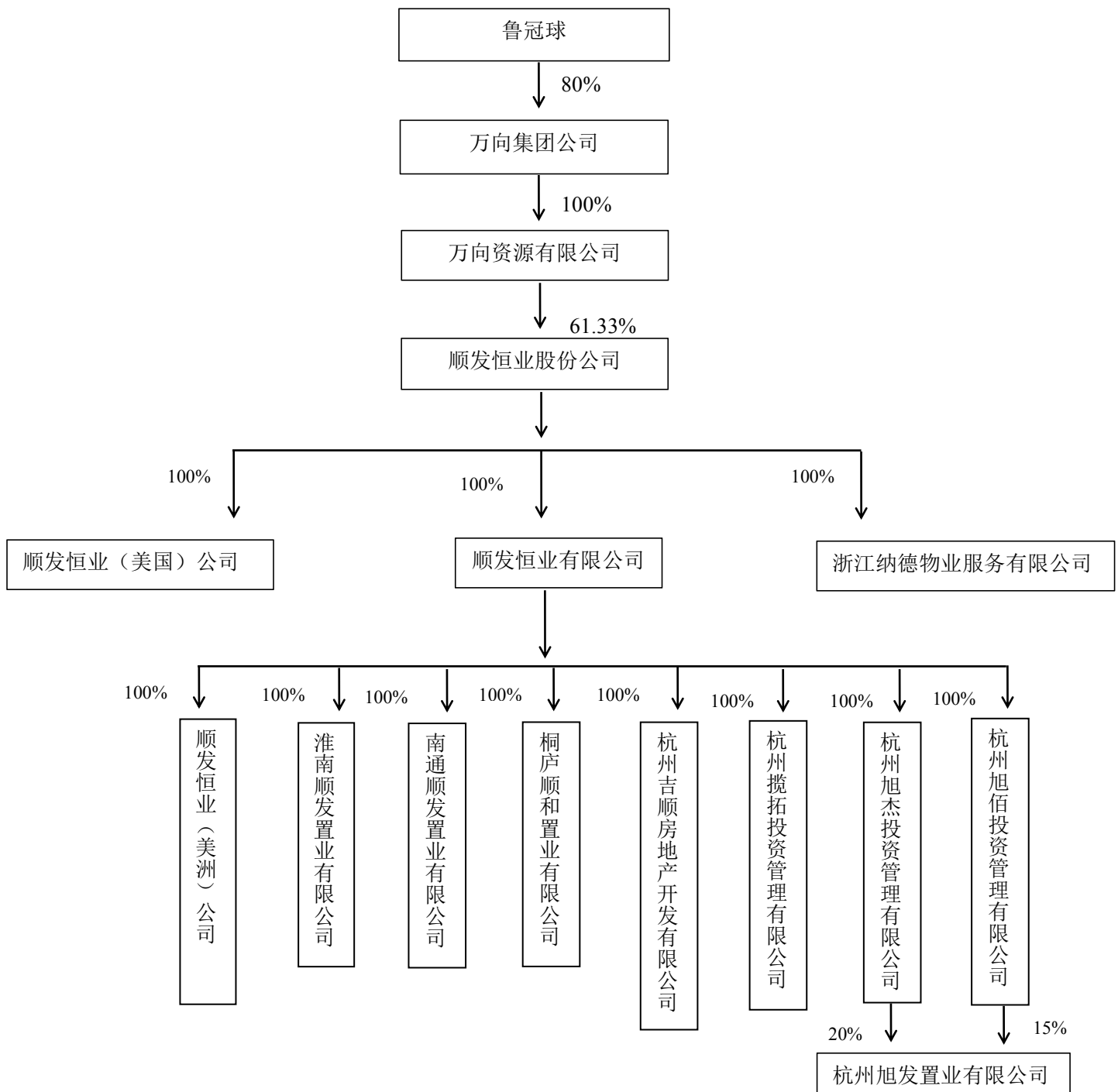
同时，东方金诚也关注到，公司房地产开发业务易受房地产行业调控政策及区域经济发展状况影响；受结转项目销售价格下降及结算进度等因素影响，公司结算销售收入和利润明显下滑；公司在建项目投资额较大，未来面临一定的资金压力。

综上所述，东方金诚评定顺发恒业主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AA，该级别反映了本期债券具备很强的偿还保障，到期不能偿还的风险很低。

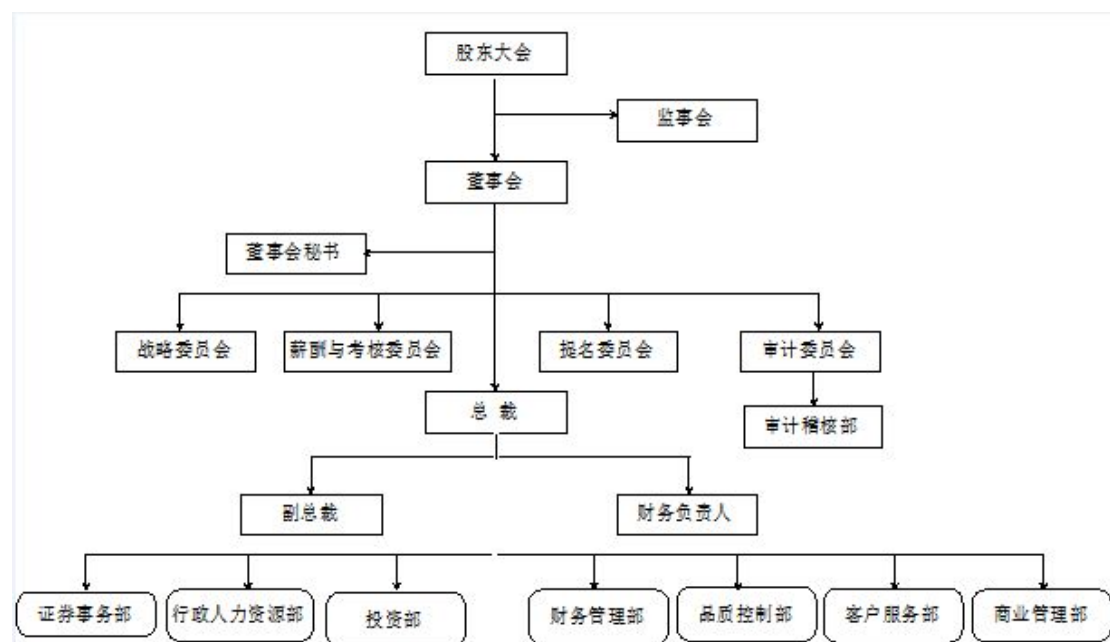
附件一：截至 2016 年 6 月末万向集团股权结构图



附件二：截至 2016 年 6 月末顺发恒业股权结构及控股子公司关系图



附件三：截至 2016 年 6 月末顺发恒业组织结构图



附件四：公司截至 2016 年 6 月末在售项目情况¹⁵

单位：万平方米、亿元、%、元/平方米

项目名称	项目位置	项目类型	总可售面积	已售面积	已销售金额	预计尚可销售金额	开盘时间	平均合同销售价格(元)	未销售面积	销售进度
泽润园一期	安徽淮南	住宅	13.45	11.03	3.43	0.75	2011.10	3109.70	2.42	82.01
康庄	杭州萧山	住宅	10.41	6.90	8.88	4.52	2010.12	12869.57	3.51	66.28
堤香	杭州萧山	住宅	9.67	8.78	18.08	1.83	2011.01	20592.26	0.89	90.80
一品江山	杭州桐庐	住宅、商业	20.22	17.70	17.55	2.50	2010.10	9915.25	2.52	87.54
御园一期	江苏南通	住宅	2.67	2.19	3.45	0.76	2012.05	15753.42	0.48	82.02
旺角城二期	杭州萧山	住宅、商业	17.87	11.12	22.30	13.54	2012.04	20053.96	6.75	62.23
吉祥半岛	杭州拱墅区	住宅、商业	13.73	11.63	23.08	4.17	2011.12	19849.60	2.10	84.69
江南丽锦	杭州萧山	住宅	9.49	8.75	14.71	1.24	2013.05	16811.43	0.74	92.20
恒园	杭州萧山	住宅、商业	11.10	9.66	17.98	2.68	2013.11	18612.84	1.44	87.03
富春峰景	杭州桐庐县	住宅、商业	17.96	13.50	14.19	4.69	2013.12	10511.11	4.46	75.17
御园二期	江苏南通	住宅	5.16	2.16	2.72	3.78	2015.06	12592.59	3.00	41.86
美哉美城	杭州萧山	住宅、商业	15.96	14.56	28.65	2.75	2015.09	19677.20	1.40	91.23
合计	-	-	147.69	117.98	175.02	43.21	-	14835.04	29.71	79.88

资料来源：公司提供，东方金诚整理

¹⁵ 表中总可售面积、已售面积、未销售面积和未开盘面积均不包括地下车位部分；已销售金额包括车位销售金额；销售进度=已售面积*100/总可售面积；存货价值包括土地成本、前期费用及建安成本等；个别项目存货价值很小，地上部分已经全部完成销售，仅剩余一小部分车位，该部分项目未列入此表。

附件五：合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016年6月末 (未经审计)
流动资产：				
货币资金	105649.76	102259.71	120648.01	475772.48
交易性金融资产	-	-	-	-
应收票据	100.00	5.23	1003.02	-
应收账款	330.46	925.67		6879.29
预付款项	99104.25	526.29	384.52	177.03
应收利息	-	-	-	-
应收股利	-	-	-	-
其它应收款	10178.67	8313.15	34593.51	6669.46
存货	1041264.55	994611.75	855093.23	792501.19
一年内到期的非流动资产	-	-	-	-
其他流动资产	39400.82	14425.29	15763.51	39142.93
流动资产合计	1296028.52	1121067.10	1027485.79	1321142.38
非流动资产：				
可供出售金融资产	-	-	20518.67	21554.76
持有至到期投资	-	-	-	-
长期应收款	3860.65	1084.55	1709.89	1612.29
长期股权投资	-	-	68915.06	68362.49
投资性房地产	10648.47	50352.64	50172.86	52208.89
固定资产	1596.91	1444.75	1103.40	1199.02
工程物资	-	-	0.00	0.00
在建工程	-	-	-	-
油气资产	-	-	-	-
无形资产	61.51	41.17	17.21	12.58
开发支出	-	-	-	-
商誉	-	-	0.01	0.01
长期待摊费用	9.50	-	-	-
递延所得税资产	15479.67	21553.88	19261.13	19872.73
其他非流动资产	-	-	-	-
非流动资产合计	31656.71	74476.99	161698.25	164826.81
资产总计	1327685.22	1195544.09	1189184.03	1485969.19

附件五：合并资产负债表（续表）

单位：万元

项目名称	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 6 月末 (未经审计)
流动负债：				
短期借款	153051.60	193300.00	-	-
应付票据	28731.61	17405.56	-	-
应付账款	86423.73	70963.57	54803.95	45077.65
预收款项	493131.83	258705.06	428637.59	499979.01
应付职工薪酬	2761.53	2942.40	2853.78	2240.82
应交税费	11325.37	13903.55	2572.48	7978.51
应付利息	755.48	1088.50	519.18	2431.42
应付股利	-	-	-	-
其他应付款	35719.22	33183.87	66829.89	123412.04
一年内到期的非流动负债	107000.00	72500.00	104400.00	65000.00
其他流动负债	-	-	-	-
流动负债合计	918900.37	663992.53	660616.87	746119.45
非流动负债：				
长期借款	100648.40	171500.00	144750.00	68250.00
应付债券	-	-	-	119677.80
长期应付款	-	-	-	-
专项应付款	6688.84	6688.84	6688.84	6688.84
递延收益	-	421.60	489.01	628.12
递延所得税负债	163.52	56.88	369.05	369.05
其他非流动负债	577.04	-	-	-
非流动负债合计	108077.80	178667.32	152296.90	195613.81
负债合计	1026978.16	842659.85	812913.77	941733.27
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本(或股本)	104550.98	104550.98	146371.37	243251.92
资本公积	21622.85	21622.92	21622.92	139033.50
其他综合收益	-	-0.69	1152.00	1598.45
盈余公积	21861.32	26266.79	26380.96	26380.96
未分配利润	152671.92	200444.24	180743.02	134014.97
归属母公司所有者权益合计	300707.06	352884.24	376270.27	544279.80
少数股东权益	-	-	-	-43.88
所有者权益合计	300707.06	352884.24	376270.27	544235.92
负债与股东权益合计	1327685.22	1195544.09	1189184.03	1485969.19

附件六：合并利润表

单位：万元

项目名称	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月 (未经审计)
一、营业总收入	280805.64	490687.28	347411.52	214526.40
其中：营业收入	280805.64	490687.28	347411.52	214526.40
其中：主营业务收入	280285.39	490165.38	343105.49	211996.85
其他业务收入	520.25	521.90	4306.03	2529.55
减：营业成本	170314.68	326945.38	258278.97	156731.13
营业税金及附加	23293.35	40711.27	31306.11	33114.37
销售费用	5262.39	7653.24	10221.53	3786.26
管理费用	3336.09	3900.27	4879.30	2398.66
财务费用	2078.89	5996.28	779.51	1501.92
资产减值损失	1429.03	26310.49	-5307.04	-16014.59
加：公允价值变动收益	-	-	-	-
投资收益	67.49	189.48	-1234.94	-552.58
其中：对联营企业和合 营企业的投资收益	-	-	-	-
汇兑收益	-	-	-	-
二、营业利润	75158.69	79359.84	46018.20	32456.07
加：营业外收入	342.34	639.39	1322.72	245.66
减：营业外支出	652.73	1557.29	2948.05	882.04
其中：非流动资产处置 损失	-	2.27	5.50	-
三、利润总额	74848.31	78441.94	44392.88	31819.68
减：所得税	13864.56	19991.09	11704.44	8325.86
加：未确认的投资损失	-	-	-	-
四、净利润	60983.75	58450.85	32688.44	23493.82
归属于母公司所有者的 净利润	60983.75	58450.85	32688.44	23530.21
少数股东损益	-	-	-	-36.39

附件七：合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 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	230894.61	258221.62	512652.12	278284.27
收到的税费返还	-	-	45.75	-
收到的其他与经营活动有关的现金	28163.47	49005.44	20587.87	107110.15
经营活动现金流入小计	259058.08	307227.06	533240.00	385394.41
购买商品、接受劳务支付的现金	287044.58	238072.13	121935.13	55161.08
支付给职工以及为职工支付的现金	5447.53	6167.11	7560.54	4581.88
支付的各项税费	37371.55	40822.50	54963.07	41838.23
支付的其他与经营活动有关的现金	24556.33	59766.70	30952.77	109373.03
经营活动现金流出小计	354419.99	344828.43	215411.51	210954.22
经营活动产生的现金流量净额	-95361.91	-37601.37	317828.49	174440.19
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	1106.99	-	-	-
取得投资收益所收到的现金	-	-	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收到的现金净额	14.14	0.30	470.39	21.50
处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额	-	2639.46	-	-
收到的其他与投资活动有关的现金	-	-	44913.59	57155.36
投资活动现金流入小计	1121.12	2639.76	45383.97	57176.86
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	6.73	33.15	5.41	-
投资所支付的现金	-	-	90668.67	601.30
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	2700.00	-	23951.83	-
投资活动现金流出小计	2706.73	33.15	114625.91	601.30
投资活动产生的现金流量净额	-1585.60	2606.61	-69241.94	56575.56
三、筹资活动产生的现金流				
吸收投资所收到的现金	-	-	-	158900.00
取得借款所收到的现金	374551.60	474500.00	383600.00	48000.00
发行债券收到的现金				119640.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	13144.53	32888.67	70271.75	27000.00
筹资活动现金流入小计	387696.13	507388.67	453871.75	353540.00
偿还债务所支付的现金	203500.00	397900.00	571750.00	181900.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	59004.17	44555.83	43078.44	20424.87
支付其他与筹资活动有关的现金	38755.87	65471.75	27000.00	10.00
筹资活动现金流出小计	301260.04	507927.58	641828.44	202334.87
筹资活动产生的现金流量净额	86436.09	-538.91	-187956.69	151205.13
四、汇率变动对现金的影响额	-	-0.78	839.59	16.90
五、现金和现金等价物净增加额	-10511.42	-35534.45	61469.45	382237.79

附件八：公司主要财务指标

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月 (未经审计)
盈利能力				
营业利润率(%)	31.05	25.07	16.64	11.50
总资本收益率(%)	9.28	8.14	5.54	-
净资产收益率(%)	20.28	16.56	8.69	-
偿债能力				
资产负债率(%)	77.35	70.48	68.36	63.38
长期债务资本化比率(%)	25.08	32.71	27.78	25.67
全部债务资本化比率(%)	56.43	56.30	39.84	31.73
流动比率(%)	141.04	168.84	155.53	177.07
速动比率(%)	27.72	19.04	26.10	70.85
经营现金流动负债比(%)	-10.38	-5.66	48.11	-
EBITDA 利息倍数(倍)	3.83	2.24	1.53	-
全部债务/EBITDA(倍)	4.96	5.27	5.17	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.25	-0.08	1.00	-
筹资前现金流量净额利息保护倍数(倍)	-32.02	-4.78	124.94	-
经营效率				
销售债权周转次数(次)	831.38	720.88	359.28	-
存货周转次数(次)	0.17	0.32	0.28	-
总资产周转次数(次)	0.23	0.40	0.29	-
现金收入比(%)	82.23	52.62	147.56	129.72
增长指标				
资产总额年平均增长率(%)	16.30	3.89	-3.92	-
营业收入年平均增长率(%)	1.52	33.19	11.23	-
利润总额年平均增长率(%)	-7.33	-1.45	-22.99	-
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.65	0.72	0.65	-
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	2.16	2.56	4.44	-
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.79	-0.31	2.65	-
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.81	-0.29	2.07	-

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: $\text{增长率} = \left[(\text{本期} / \text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1 \right] \times 100\%$
利润总额年平均增长率	
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	$\text{EBITDA} / \text{本期发债额度}$
经营活动现金流入量偿债倍数	$\text{经营活动产生的现金流入量} / \text{本期债券到期偿还额}$
经营活动现金流量净额偿债倍数	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{本期债券到期偿还额}$
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{本期债券到期偿还额}$

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：企业主体及公司债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。

关于顺发恒业股份公司2016年面向合格投资者 公开发行公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务管理制度，东方金诚将在“顺发恒业股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债”的存续期内密切关注顺发恒业股份有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在顺发恒业股份有限公司公布年报后的两个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后 10 个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向顺发恒业股份有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，顺发恒业股份有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如顺发恒业股份有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站 (<http://www.dfratings.com>) 和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。



东方金诚国际信用评估有限公司

2016 年 9 月 5 日