

信用等级公告

联合[2017]1140号

重庆市中科控股有限公司：

联合信用评级有限公司通过对重庆市中科控股有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年公司债券（第二期）进行综合分析和评估，确定：

重庆市中科控股有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

重庆市中科控股有限公司拟公开发行的 2017 年公司债券（第二期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：李旭

二零一七年九月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

重庆市中科控股有限公司 2017年公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA
 发行人主体信用等级：AA
 评级展望：稳定
 发行规模：不超过15亿元（含）
 债券期限：不超过5年（含）
 还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本
 评级时间：2017年9月11日
 主要财务数据

项目	2014年	2015年	2016年	17年6月
资产总额（亿元）	116.98	165.22	162.82	165.65
所有者权益（亿元）	17.30	52.58	53.73	55.32
长期债务（亿元）	17.26	11.92	13.78	23.21
全部债务（亿元）	56.04	54.12	48.18	47.15
营业收入（亿元）	39.90	56.74	50.02	17.48
净利润（亿元）	2.04	7.78	3.65	1.59
EBITDA（亿元）	5.16	11.10	7.60	--
经营性净现金流（亿元）	--	--	1.92	1.95
营业利润率（%）	13.30	17.39	20.45	22.32
净资产收益率（%）	11.81	22.26	6.87	--
资产负债率（%）	85.21	68.17	67.00	66.60
全部债务资本化比率（%）	76.41	50.72	47.27	46.02
流动比率（倍）	1.29	1.52	1.60	1.80
EBITDA/全部债务比（倍）	0.09	0.21	0.16	--
EBITDA/利息倍数（倍）	1.45	3.27	2.65	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.34	0.74	0.51	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、公司2014-2015年财务数据来自备考审阅报表，2016年财务数据来自审计报告；3、公司未编制2014-2015年备考现金流量表，2014-2015年EBITDA中的折旧及摊销为公司单独提供；4、2017年1-6月财务报表未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对重庆市中科控股有限公司（以下简称“公司”或“中科控股”）的评级反映了公司作为国内规模较大的民营建筑企业之一，建筑施工经验丰富，承包资质齐全、等级较高，具备较强的区域竞争力和区域品牌影响力。公司建筑业务模式加速转型升级，客户质量较高。同时，联合评级也关注到公司建筑工程和房地产业务的区域集中度较高、施工垫资对资金造成占用、单个项目对公司有重要影响、房地产项目存在一定的去化压力等因素可能对公司信用状况造成的不利影响。

目前公司积极拓展PPP项目，推进建筑产业化的研发，未来随着公司建筑业务转型升级，公司核心竞争力有望提升，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司施工经验丰富，承包资质齐全，是国内规模较大的民营建筑企业之一，在重庆、贵州、四川等地区具有较强的竞争力。

2. 公司建筑工程板块客户主要为地方政府及平台类企业以及知名房地产开发企业，客户质量较高，为回款提供了一定保障。

3. 公司建筑工程业务在手项目规模较大，项目储备充足，能够满足未来几年建筑施工需求。

4. 公司目前土地储备主要通过承接政府BT类项目置换方式获取，位于当地核心区域，且土地成本较低。

5. 公司债务负担较合理，所有者权益规模快速增长，权益稳定性尚可。

关注

1. 公司建筑工程业务和房地产业务区域分布较集中，一定程度上降低了营运成本，但也容易受到区域经济和当地政策的影响。

2. 公司房地产项目主要分布在三、四线城市，存在一定去化压力；公司主要进行存量项目的开发，土地储备规模不大。

3. 兰州中通道 PPP 项目体量大，其开发运营情况对公司未来经营业绩有重要影响；因规划调整，该项目开工时间延迟。

4. 随着宏观经济增速下行，公司小贷业务风险加大，贷款不良率上升，资产减值损失对公司利润造成一定影响。

5. 公司债务结构中短期债务占比较高，长期债务存在一定集中偿付压力，主营业务以外的其他利润来源对公司影响较大，建筑业务的施工垫资和各类保证金对资金造成占用。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

李 镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



李霆

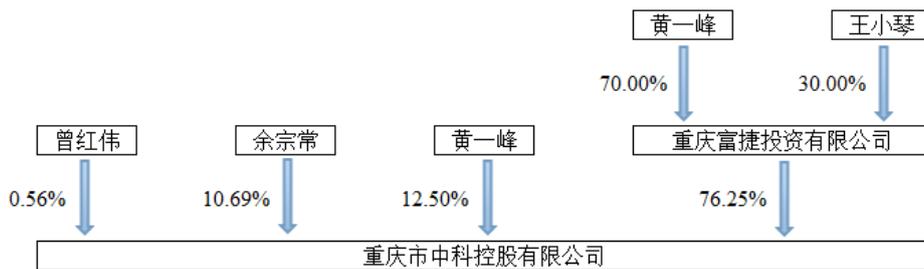
联合信用评级有限公司

一、主体概况

重庆市中科控股有限公司（以下简称“公司”或“中科控股”）前身为成立于 2010 年 12 月的重庆科盛投资有限公司（2011 年 11 月公司更名为现用名），由自然人黄一峰、王小琴出资设立，初始注册资本为 2,000.00 万元，持股比例分别为 70.00%和 30.00%。2014 年 4 月，黄一峰、王小琴分别对公司增资，注册资本变更为 5,000.00 万元，持股比例不变。2015 年 4 月，黄一峰将持有的公司 70.00%股份转让给新股东黄伟；同年 11 月，重庆富捷投资有限公司（以下简称“富捷投资”）出资 2.52 亿元，成为公司新股东；同年 12 月，黄伟、王小琴分别将其持有的公司 11.60%和 5.00%的股份转让给黄一峰。2015 年 12 月 25 日，重庆中坤房地产开发有限公司（以下简称“中坤地产”）的股东重庆同德投资集团有限公司（以下简称“重庆同德”）和丁长春将持有的中坤地产 100.00%股权投入公司，成为公司新股东，同时富捷投资以债权 5.00 亿元转股权出资。2015 年 12 月 31 日，重庆同德和丁长春分别将其持有的公司 10.69%和 0.56%的股份转让给新股东余宗常、曾红伟，同时公司将 7.67 亿元资本公积转增注册资本。

历经多次增资、股权变更、资本公积转增注册资本等事项，截至 2017 年 6 月底，公司注册资本 11.67 亿元，富捷投资是公司第一大股东，持股比例为 76.25%，公司实际控制人为黄一峰。

图 1 截至 2017 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供
注：黄一峰与王小琴为夫妻关系

公司经营范围为：利用自有资金从事建筑业、房地产业、农业、林业、旅游业、酒店业、运输业项目的投资；货物及技术进出口；销售：建筑材料（不含危险化学品和木材）、防盗门、室内门、摩托车零配件、汽车零配件、旅游工艺品。

截至 2017 年 6 月底，公司本部下设董事会/党委办公室（监察审计部）、风险管理部、投融资管理中心、董事局办公室、人力行政部、财务管理部、信息化管理部和经营拓展中心 8 个职能部门（见附件 1）；纳入合并范围的子公司共 55 家；在职员工合计 1,930 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 162.82 亿元，负债合计 109.09 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 53.73 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 34.75 亿元。2016 年，公司实现营业收入 50.02 亿元，净利润（含少数股东损益）3.65 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.90 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.92 亿元，现金及现金等价物净增加额 -1.36 亿元。

截至 2017 年 6 月底，公司合并资产总额 165.65 亿元，负债合计 110.33 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 55.32 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 36.08 亿元。2017 年 1~6 月，公司营业收入 17.48 亿元，净利润（含少数股东损益）1.59 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.33 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.95 亿元，现金及现金等价物净增加额 -0.54 亿元。

公司注册地址：重庆市涪陵区兴华中路 55 号（宏富大厦）2-1 号；法定代表人：黄一峰。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

2016 年 12 月 15 日，经中国证监会证监许可[2016]3095 号文核准，公司获准面向合格投资者公开发行的面值不超过 20.00 亿元（含 20.00 亿元）的公司债券。2017 年 3 月 28 日，公司发行“重庆市中科控股有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）”，债券简称“17 中科 01”，债券代码“143037.SH”，发行规模 5.00 亿元，债券期限 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率 6.50%。

本期债券名称为“重庆市中科控股有限公司 2017 年公开发行公司债券（第二期）”，面向合格投资者公开发行，发行规模不超过 15.00 亿元，债券期限不超过 5 年。本期债券面值 100 元，按面值平价发行。本期债券为固定利率债券，债券利率由公司及各主承销商根据簿记建档结果协商确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金扣除发行费用后拟用于补充公司流动资金和偿还金融机构贷款。

三、行业分析

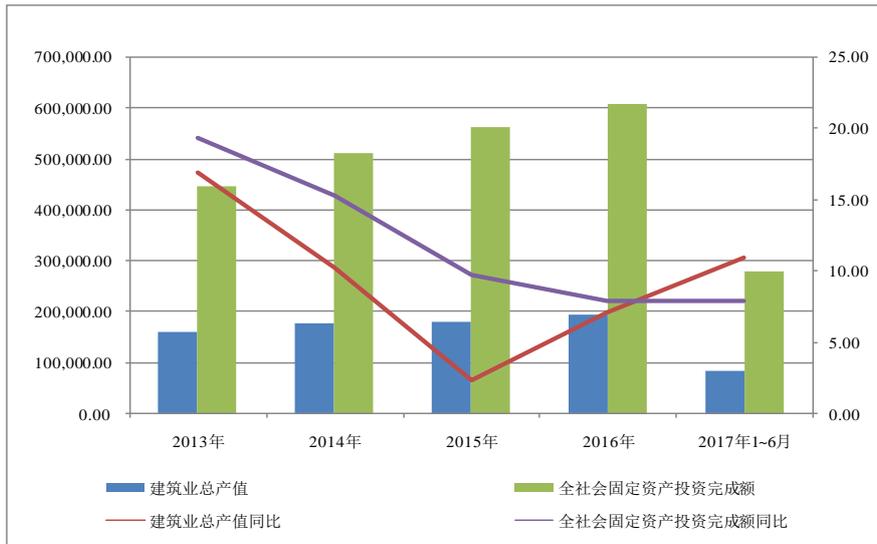
公司主要从事建筑施工和房地产开发业务。

1. 建筑行业

（1）行业概况

建筑业是专门从事土木工程、房屋建设和设备安装以及工程勘察设计等工作的生产部门。其产品是各种工厂、矿井、铁路、桥梁、港口、道路、管线、住宅以及公共设施的建筑物、构筑物和设施。近年来，得益于基础建设、房地产和工业固定资产投资增长的拉动，中国建筑业发展迅速，建筑业总产值从 2008 年的 62,036.81 亿元增长至 2016 年的 193,556.78 亿元。历经多年的快速发展，随着中国经济增速的下行，2014~2015 年建筑业总产值增速大幅放缓；2016 年，随着房地产投资增速回升以及政府大力推动基础设施投资，建筑业总产值增速有所回升。2014~2016 年建筑业总产值同比增速分别为 10.19%、2.29% 和 7.09%。2017 年 1~6 月，建筑业总产值 85,871 亿元，同比增长 10.9%，高于国内生产总值增速。

图2 近年来中国建筑业总产值及全社会固定资产投资完成额情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

2014年，一方面，国内基础设施投资增速维持高位运行；另一方面，政府为抑制房地产过热发展，进一步收紧居民购房条件，限制房地产企业融资，房地产投资增速的下降带动建筑业总产值增速下行。2015年，财政刺激政策力度有所减轻，导致基础设施投资增速降低，同时房地产投资增速进一步下降，建筑总产值增速大幅下降至2.29%的低点。2016年，来自“一带一路”相关国家的对外承包工程规模大幅增长，政府积极推动PPP项目落地实施，加之房地产投资增速触底反弹，建筑总产值增速较上年回升4.80个百分点。2017年1~6月，在基础设施投资建设的拉动下，国内建筑总产值增速进一步回升。

新签合同额对建筑业未来半年到一年的产值规模有较大的决定性作用。历经2014年建筑业新签合同额的低速增长和2015年的负增长后，2016年，建筑业新签合同额增速大幅上升至15.38%，行业景气度改善。随着2016年中期政府加大基础设施建设力度的效果开始显现，以及2017年初密集的行业政策刺激，建筑业新签合同额快速增长。2017年1~3月，建筑业新签合同额同比增长22.2%。

总体看，随着国内经济增速的下行，2014~2015年建筑业总产值增速大幅下降；2016年以来，房地产市场回暖、政府积极推动“一带一路”建设和PPP项目落地实施，使得建筑业总产值增速回升，新签合同额快速增长，行业景气度改善。

（2）经营模式

受建筑业毛利率较低、市场竞争激烈以及房地产投资增速放缓等因素的驱动，建筑行业的经营模式持续演变，综合性的EPC（设计-采购-施工总承包）、BOT（建设-经营-转让）、BT（建设-转让）、BOOT（建设-拥有-经营-转让）、PPP（公私合营）等模式在建筑业市场的比重逐步上升，利润重心向前端的项目开发和后端的运营转移。

订单驱动的建筑施工业务是较为传统的业务承揽方式，应用范围最为广泛。建筑施工企业根据业主建设项目需要进行招标，承揽成功后进行建筑施工，一般采用完工百分比法确认收入，根据进度或节点进行工程款的结算。订单驱动的业务模式门槛较低，市场竞争激烈，项目建设毛利率较低。

随着大型建筑项目投融资模式不断创新，资金实力雄厚、融资成本较低的建筑施工企业或地方投融资平台越来越多地采用BT、BOT和PPP等模式进行项目开发建设，该类项目以地方政府的公共基础设施项目和保障房项目居多。上述业务模式门槛较高，业务规模大、资金实力强、融资渠道畅通的大型建筑施工企业具备较大竞争优势。

此外，建筑企业大多向上下游产业进行延伸，以增加高利润业务以及进行纵向一体化扩张以增强企业整体竞争力，进入的上游产业一般包括建筑设计院、建筑工程特种设备制造（盾构机、集装箱起重机等）和建材生产销售（混凝土、建筑预制件、钢结构等），进入的下游产业一般包括房地产开发、城市综合开发运营等。部分建筑企业进入资产运营领域以获取较为稳定的现金流和较高的利润水平，如主营房屋建设的企业持有商业物业资产、电力建设企业持有发电厂、冶金建设企业持有矿产资源、路桥建设企业持有收费高速公路等。

总体看，我国建筑施工企业经营模式日益多样化，由传统的订单驱动模式向投、融资驱动模式发展，建筑企业大多向上下游产业链进行一定拓展。

（3）上游原材料

建筑行业上游主要是建材等原材料供给行业，如钢铁制造业、水泥制造业和玻璃制造业等。建筑施工企业在采购时主要在项目地附近就近采购，采购价格基本随行就市。原材料成本在建筑施工企业的生产成本中占比较大，原材料价格波动对企业成本控制有较大影响。

钢铁行业经过多年发展，已出现了全局性产能过剩情况，近年来钢材价格呈持续下降趋势；2016年以来，在“供给侧改革”持续推进、供需错配的影响下，钢材价格触底回升，呈波动上升态势。钢材价格的大幅波动对建筑企业的成本控制造成不利影响。

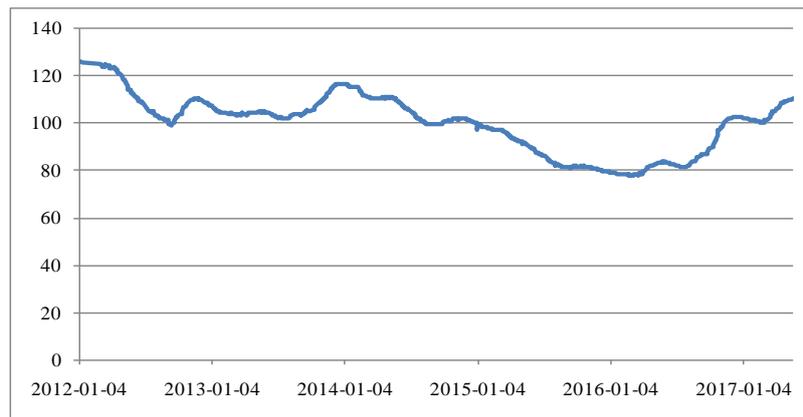
图3 近年来 Myspic 综合钢价指数



资料来源：Wind 资讯

水泥行业同样出现了较严重的产能过剩现象，近年来产量增速和价格呈下滑趋势，2015年跌幅扩大。2016年以来，在国家出台稳增长政策、基础设施建设和房地产投资增长的环境下，水泥价格回升，波动幅度较大，对建筑企业的成本控制造成一定不利影响。

图 4 近年来全国水泥价格指数



资料来源: Wind 资讯

总体看,受产能过剩影响,近年来钢材和水泥价格呈持续下跌趋势,2015年跌幅尤其显著;2016年以来,在“供给侧改革”、稳增长政策等因素的影响下,钢材和水泥价格恢复增长且波动幅度较大,对建筑企业的成本控制造成不利影响。

(4) 下游需求

建筑行业下游产业主要包括房地产开发业和基础设施建设行业,海外工程的发展也有效拓展了国内建筑业的下游需求。

2014~2015年,受经济增速放缓、限购效果逐步体现等因素的影响,房地产行业增速持续下滑,但2016年开始出现回升。根据国家统计局数据,2014年,全国房地产开发投资95,035.61亿元,较上年增长10.49%,增速较上年下滑9.30个百分点;2015年,全国房地产开发投资95,978.84亿元,较上年增长1.00%,增速较上年下滑9.49个百分点,为近五年来的最低点;2016年,房地产市场升温、投资回升,全国房地产开发投资102,580.61亿元,较上年增长6.90%,增速较上年回升5.90个百分点;2017年1~6月,全国房地产开发投资增速进一步回升,同比增长8.5%,房地产行业的建筑需求增长。

基础设施建设对托底经济增长有重要意义,在经济增速下行的背景下,基础设施投资通常可作为对冲宏观经济增速回落的工具。随着地方政府债务置换逐步落实以及PPP模式落地,基础设施建设需求保持较快增长。根据国家统计局数据,2014年,全国基础设施建设投资112,174.48亿元,较上年增长20.29%;2015年,基础设施建设投资131,165.37亿元,较上年增长17.29%;2016年,基础设施建设投资152,011.68亿元,较上年增长15.71%;2017年1~6月,基础设施建设投资同比增长21.1%。基础设施建设投资保持较快增长,对建筑行业起到良好的支撑作用。

近年来,我国建筑企业凭借在电力工程建设、铁路建设等方面的技术实力和融资能力以及在“一带一路”政策的带动下,对外承包工程新签合同额保持较快增长,市场前景广阔。根据商务部数据,2014年,对外承包工程新签合同额1,917.60亿美元,较上年增长11.73%;2015年,对外承包工程新签合同额2,100.70亿美元,较上年增长9.50%;2016年,对外承包工程新签合同额2,440.10亿美元,较上年大幅增长16.20%，“一带一路”政策取得显著成效。2017年1~5月,我国对外承包工程新签合同额5,191.4亿人民币,同比增长5.5%,有小幅增长。

总体看,2016年以来全国房地产开发投资显著回暖,基础设施建设投资保持较快增长,对外工程承包新签合同额在“一带一路”带动下持续增长,建筑业下游需求持续增长。

(5) 行业竞争

建筑企业只有在取得相应资质证书后，方可在资质许可的范围内从事建筑施工活动，资质等级是建筑企业的重要基础条件。

目前，国内建筑行业的竞争特点主要体现在建筑设计、施工，区域建筑市场呈现地方垄断特征，外部建设公司准入困难等，中国建筑市场存在四类参与者：“五大”央企、区域龙头、外资巨头以及众多中小建筑公司。

表 1 中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑股份有限公司	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界 500 强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建股份有限公司	
	中国中铁股份有限公司	
	中国冶金科工股份有限公司	
	中国交通建设集团有限公司	
区域龙头	上海浦东路桥建设股份有限公司	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
	上海建工股份有限公司	
	北京建工集团有限责任公司	
	上海隧道工程股份有限公司	
	龙元建设集团股份有限公司	
外资企业	清水建设株式会社	占有国内高端市场，主要优势在设计 and 工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
	瑞典斯堪斯卡公司	
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能够长久持续生存。

资料来源：联合评级整理

从各业务领域的竞争情况来看，普通房屋建筑工程市场集中度最低，竞争极其激烈。公共建筑及高层、超高层建筑工程市场，整体集中度较高，存在一定程度的垄断性，高层、超高层建筑以中国建筑股份有限公司承建为主。矿山建筑工程市场集中度较高，中国冶金科工股份有限公司承建了大部分黑色及有色冶金厂房建设与矿区建设，中铝国际工程股份有限公司承建了大部分的电解铝冶炼厂及铝土矿矿区建设。铁路、城市轨道交通呈寡头垄断的市场格局，中国中铁股份有限公司与中国铁建股份有限公司占据了 80% 以上的市场份额。航道、港口以及疏浚工程呈垄断市场格局，主要由中国交通股份有限公司进行承建。公路、隧道、桥梁工程、大坝、电厂和港口工程市场集中度高。建筑安装工程与装饰装修工程市场集中度较低，竞争较为激烈。

总体看，建筑企业数量众多，普通房建领域竞争激烈，基础设施建设领域中公路、隧道、桥梁工程、大坝、电厂和港口工程集中度较高。

(6) 行业政策

简政放权，审批权限下放

2014 年 7 月，住建部发布《关于推进建筑业发展和改革的若干意见》，指出以简政放权为发展目标，开放市场，坚持放管并重，消除市场壁垒，构建统一开放、竞争有序、诚信守法、监管有力的全国建筑市场体系。政府工作重心由“重审批，轻监管”转变为“淡化前置管理，重视事中和事后监管”，宽进严管。

新版资质标准出台

2014年11月，住建部发布《住房城乡建设部关于印发<建筑业企业资质标准>的通知》，新资质标准中的专业承包资质由原先的60项减少为36项。另外各类别二级企业资质对一级建造师数量要求明显增加；各类别三级企业资质由三级项目经理证改为注册建造师。

跨省业务统一监管

2015年9月，住房城乡建设部印发《关于推动建筑市场统一开发的若干规定》，指出给予外地建筑施工企业与本地建筑施工企业同等待遇，实行统一的市场监管，推动建筑市场统一开放，对全国建筑施工企业跨省承揽业务活动实施统一监管。

营改增打击挂靠

2016年5月1日，营改增试点范围扩大至建筑业，明确建筑业的增值税税率为11%。目前，建筑业转包、挂靠、劳务用工不规范以及项目采购不规范等行为导致建筑施工企业项目分包方以及人工费无法拿到进项税发票，从而在短期内增加了建筑施工企业的税负成本。但是，从长期看营改增有助于提高行业规范程度与竞争环境。

PPP项目加速

国家发改委和国开行2015年3月17日发布的《关于推进开发性金融支持政府和社会资本合作有关工作的通知》要求，各地要加强协调，积极引入外资企业、民营企业、中央企业、地方国企等各类市场主体，灵活运用基金投资、银行贷款、发行债券等各类金融工具，推进建立期限匹配、成本适当以及多元可持续的PPP项目资金保障机制。除金融支持外，PPP发展也要有健全法律法规予以保障。4月21日，国务院常务会议审议通过了发改委会同有关部门研究起草的《基础设施和公用事业特许经营管理办法》。

清理各项保证金

2016年6月，国务院办公厅发布《关于清理规范工程建设领域保证金的通知》，取消了24项工程领域保证金，只保留4项，推荐低成本的银行保函方式来替代保证金缴纳，取消的保证金应于2016年底之前退还建筑施工企业。住房城乡建设部副部长在国新办吹风会上表示，初步估算此次清理规范工程建设领域的保证金，会盘活近万亿资金，减轻企业负担。

(7) 行业关注

价格竞争较为激烈

我国建筑市场近年来一直处于供大于求的状况，在招投标制度下，建筑市场上存在着拖欠工程款、压价竞争和垫资施工的现象。与其他行业相比，建筑工程市场的价格竞争行为表现的更为激烈，很多建筑业企业为了保住市场或收回固定成本费用，不惜降价让一部分利润以降低价格或以成本价低价竞标，使得中国建筑业的利润率一直处于很低的水平。

垫资施工占用企业资金

垫资施工是工程发包方降低资金成本、转嫁经营风险、获取施工企业利润的一种重要手段和途径，当前很多发包方即使是资金充裕的情况下也会要求施工企业垫资施工。垫资施工已经成为众多施工企业承揽项目的先决条件和难以回避的经营“陷阱”，它不仅会给建筑业企业带来一定的资金时间损失，也是建筑企业高负债运营的原因之一。

成本波动风险

建筑业上游行业如钢铁行业、水泥行业等，均为周期性很强的行业，其价格与整个经济周期关系密切。2016年以来，钢铁、水泥价格持续回升，价格波动幅度较大。劳务费用方面，近年来，随着国家总体工资水平的上涨以及一些地方“民工荒”现象的出现，建筑业人工费用在不断上涨，不

利于建筑企业控制成本。建筑原材料的可替代性较小，建筑企业缺乏与上游原材料供应厂商的议价能力，大多数企业的产业链条不够完整，在很大程度上受制于上游厂商，进一步加大了企业的成本风险。

(8) 未来发展

未来一段时期，预计房地产市场将持续受到房地产调控政策影响，房地产投资大幅拉动建筑业需求增长的可能性较小。在“一带一路”和 PPP 项目推动下，基础设施建设投资有望保持增长，对建筑行业的发展起到支撑作用。随着固定资产投融资模式日趋多元化，大型建筑企业的规模优势和资金优势将更加显著，市场集中度将有所提高。

建筑业转型升级将进一步深化，由粗放式的发展模式向以装配式建筑为代表的工业化、精细化方向转型。装配式建筑是弥补现阶段建筑业高技能劳动力短缺的有效途径，通过工厂预制和现场装配相结合的生产方式，不但缩短了建造周期，还能减少对手工劳动和劳动技能的依赖，提升建筑质量。

总体看，在基础设施建设投资的支撑下，建筑业市场空间巨大，市场集中度将进一步提升，装配式建筑将是未来的重要发展趋势。

2. 房地产行业

(1) 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

2014 年，地产市场在前期限购、限贷调控政策整体不放松、信贷政策不断趋紧情况下，住宅市场低迷，市场观望情绪强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，全年商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 76,292 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，2014 年房地产开发企业房屋竣工面积仍继续保持增长，但增速出现回落，整体上供不应求的状态出现明显好转。全年房屋竣工面积 107,459 万平方米，增长 5.9%。其中，住宅竣工面积 80,868 万平方米，增长 2.7%；商业营业用房竣工 12,084 万平方米，增长 11.3%。

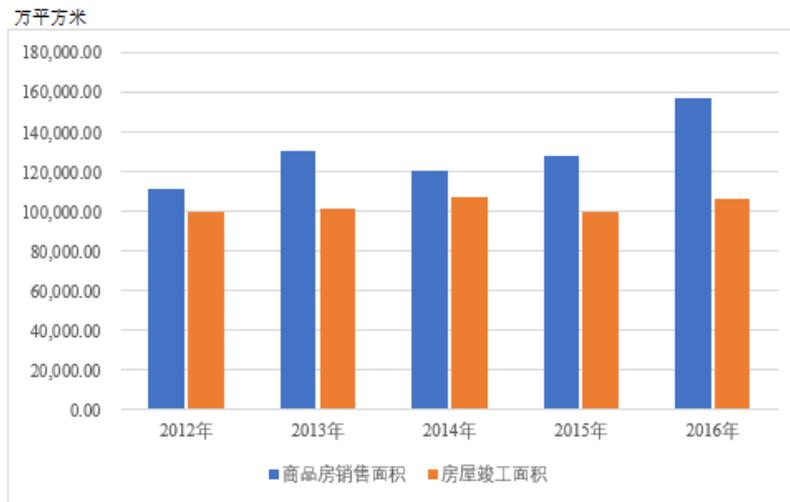
2015 年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，全国商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%。其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%。其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，下降 8.8%。

进入 2016 年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016 年，全国商品房销售面积 157,349.00 万平方米，同比增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。从供应来看，2016 年，全国房屋竣工面积 106,128.00 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185.00 万平方米，同比增长 4.6%。

2017 年 1~6 月，全国商品房销售面积 74,662.00 万平方米，同比增长 16.10%。其中，住宅销售面积增长 13.50%，办公楼销售面积增长 38.80%。2017 年 1~6 月，全国房屋竣工面积 41,524.01 万平方米，

同比增长5.00%。

图 5 近年来全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

从商品房销售价格看，2014年，由于各地限购的影响持续深化，市场整体下行趋势明显，房价下跌趋势从个别城市扩展到全国，房价下跌从一手房扩展到二手房，全国百城住宅价格出现明显回落，2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米，环比下跌0.92%。2015年受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象，全国100个城市（新建）住宅平均价格为10,980元/平方米，环比上涨0.74%。进入2016年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道，截至2016年底，百城价格指数为13,035.00元/平方米，较年初增长18.22%。

为了应对房价快速上涨防止房地产市场泡沫化，2016年“十一假期”，全国多个一线及重点二线城市（包括：北京、广州、深圳、上海一线城市以及南京、苏州、武汉、天津、东莞等二线城市）陆续推出房地产调控政策，从限购、限贷、限价等多个方面进行调控。11月中旬，武汉、杭州、深圳、南京等地的楼市已推起第二轮调控的波澜，这一轮的调控，整体上都是在国庆调控政策的基础上，从公积金、社保和个税缴存年限、贷款比例等方面，进行了加码。11月28日，上海、天津限购政策再升级，而上海楼市政策加码“认房又认贷”，力度更是比北京、深圳更严厉。

2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱。2017年3月以来，全国约30个城市发布楼市调控新政，其中厦门、杭州、广州等城市多次发布升级版调控政策，北京从“认房又认贷”开始，在购房资格、入学条件、商住房买卖限制、中介整治等方面填补政策漏洞，调控力度升级，调控地域范围扩大。本轮调控中针对供给端主要采取了两个手段：一是严格规范房屋土地规划用途，严禁“商办工改住”；二是住房限售，即居民家庭新购买的住房在取得不动产证满规定年限后方可转让。限售政策是本轮政策调控中的创新措施，通过限制住房交易后的再次转让，增加了住房持有成本，有力打击了各类炒房和套现的现象。

2017年7月下旬，中共中央政治局召开了会议，提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建立长效机制的一个重要方向：我国首部住房租赁法规已公开征求意见，立法步伐正在加快；住建部

等9部委近日支持在人口净流入大中城市培育和发展住房租赁市场，并选取12个城市先行试点。此外，长效机制还须配套施策：从财税上降低住房交易带来的财富增值效应，从投资渠道建设上引导资金流到急需支持的实业上去等。

总体看，在当前经济增速下行和高库存压力下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。在多重政策支持下，市场需求大幅释放，楼市总体呈回暖趋势，但政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市仍坚持去库存战略，从供需两端改善市场环境。

（2）行业关注

行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至2016年底，按Wind资讯整体法¹计算的房地产板块资产负债率为76.96%，较2015年底提高了0.55个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

房地产调控政策再度趋严

2016年10月至2017年4月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价、限贷、限售等多个方面对房地产行业进行调控。不排除后续存在政策继续出台的可能性，房地产行业可能再度面临进入行业紧缩期的可能。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观，去库存仍然是目前三、四线房地产市场调控的核心任务之一。

中小房企面临被整合风险

高库存状态下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

3. 区域经济

公司位于重庆市的建筑施工项目和房地产开发项目较多，重庆市区域经济对公司经营业绩有较大影响。

根据《2016年重庆市国民经济和社会发展统计公报》，2016年，重庆市实现地区生产总值17,558.76亿元，较上年增长10.7%；实现建筑业增加值1,714.63亿元，较上年增长15.1%；建筑业总产值达7,035.81亿元，较上年增长12.4%；全市具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润336.92亿元，较上年增长9.9%，建筑业整体发展良好。

2016年，重庆市全年完成固定资产投资总额17,361.12亿元，较上年增长12.1%；其中，基础设施建设投资5,660.87亿元，较上年增长30.0%，占全市固定资产投资的32.6%，基础设施建设投资对建筑业的发展起到了很大的推动作用。

2016年，重庆市全年完成房地产开发投资3,725.95亿元，同比微幅下降0.70%，房地产开发投

¹ Wind行业内标的公司：（成分股*总负债）/（成分股*总资产）。

资并未出现回暖；其中，住宅投资完成 2,319.97 亿元，同比下降 3.00%。2016 年，重庆房屋新开工面积为 4,875.16 万平方米，同比大幅下降 16.10%。其中，住宅新开工面积为 2,998.92 万平方米，下降 18.30%。2016 年，重庆商品房竣工面积为 4,421.30 万平方米，同比下降 4.50%。其中，住宅竣工面积为 3,084.00 万平方米，下降 3.20%。

从土地供应来看，2016 年，重庆供应土地 789 宗，较上年的 967 宗减少 178 宗，主要系重庆市房地产库存水平较高、政府为推进去库存而减少土地供应所致；成交土地 714 宗，较上年 824 宗减少 110 宗。2016 年，重庆成交土地占地面积 3,833.34 万平方米，同比下降 22.03%；规划建筑面积 6,051.97 万平方米，同比下降 25.30%。其中，成交住宅类土地占地面积 1,187.48 万平方米，同比下降 30.02%；成交商住综合用地占地面积 563.75 万平方米，同比下降 35.35%；成交商服用地占地面积 316.24 万平方米，同比下降 26.24%。土地价格方面，2016 年 12 月，重庆住宅类用地楼面均价 3,722.60 元/平方米，为全年 12 个月的最高值，较上年同期大幅增长 138.89%；商服用地楼面均价 1,764.14 元/平方米，较上年同期增长 58.47%；商住综合用地楼面均价 5,653.17 元/平方米，同比增长 178.76%。

从商品房销售情况看，2016 年，重庆商品房销售面积 6,257.15 万平方米，同比增长 16.27%；其中住宅销售面积 5,105.46 万平方米，同比增长 14.00%。商品房销售额 3,432 亿元，同比增长 16.30%；其中住宅销售额 2,635.64 亿元，同比增长 17.40%。商品房销售均价 5,484.93 元/平方米，同比小幅增长 0.02%，销售均价基本维持稳定。

总体看，重庆市基础设施建设投资快速增长，带动建筑业较快发展；房地产开发投资并未出现回暖，开工面积和竣工面积均有所下降；2016 年重庆市房地产需求端旺盛，土地供应下降，以去库存为主。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司成立于 2010 年，是一家以建筑业和房地产业为主导，产业涉足商贸、金控、酒店等多个行业的中型现代化企业。目前公司在全国民企 500 强企业排名第 298 位、重庆民企 50 强排名第 7 位。公司在重庆市民营建筑企业中规模最大、资质最全。

公司拥有 10 余年建筑施工经验，目前拥有施工承包资质 13 个，其中包括房屋建筑工程一级、市政公用工程一级、建筑装饰装修工程一级、公路工程二级、地基与基础工程二级、消防设施工程二级、防水防腐保温工程二级、古建筑工程二级等一、二级资质以及 5 个三级专业资质，可承接绝大部分施工业务。公司建筑业务主要集中重庆、四川、贵州、陕西、甘肃、新疆等地，公司与碧桂园控股有限公司、红星美凯龙家居集团股份有限公司都签有战略合作协议。近年来，公司在 BT、PPP 等新业务模式领域取得了较好业绩，分别承建了成都市新津北大附中、重庆市黔江区行政中心、贵州省毕节市第一中学等 BT 项目，与甘肃省兰州市交通运输委员会签订了“乌海至玛沁国家高速公路（G1816）甘肃境兰州新区至兰州段公路工程”PPP 项目投资合作协议，预计总投资额达 181.50 亿元。公司曾荣获重庆市建筑协会颁发的“巴渝杯（重庆市优质工程）”和“三峡杯（重庆市优质结构）”、重庆市涪陵建筑业协会颁发的“涪州杯（涪陵区优质工程）”等荣誉，是中国建设系统企业信用 AAA 级企业，曾多次参与编制国家标准和行业标准编制，拥有工法及专利 40 余项。

房地产开发方面，公司拥有房地产开发二级资质，项目主要位于重庆周边区县以及四川、贵州等省份的地级市，以住宅开发为主。截至 2017 年 6 月底，公司拥有土地储备建筑面积 83.25 万平方

米，在建项目共 8 个，2016 年实现销售金额 20.70 亿元。

总体看，公司作为国内规模较大的民营建筑企业之一，行业资质齐备、等级较高，公司建筑工程质量较好、具有良好品牌形象和较强的区域竞争力，房地产业务具有一定的区域竞争力。

2. 人员素质

公司共有董事、监事及高管人员 4 人，其中，执行董事 1 名，监事 1 名，除执行董事外的高管 2 名。公司高管人员大多在公司从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司创始人和执行董事黄一峰先生，重庆市涪陵区人，1971 年 4 月出生，经济管理专业毕业，大学本科学历，高级工程师。1986 年 6 月参加工作。2006 年 8 月加入中国民主建国会，先后任重庆市工商联副主席、重庆市青年联合会副会长、重庆建筑业协会副会长、重庆市慈善总会副会长、涪陵区工商联主席等社会职务，是重庆市第四届人大代表。现任公司执行董事。

截至 2017 年 6 月底，公司共有在职员工 1,930 人。其中，生产人员占 61.91%，技术人员占 5.54%，销售人员占 9.38%，管理人员占 19.79%，其他人员占 3.38%；从文化程度来看，高中及中专学历占 29.53%，大专学历占 33.78%，本科及以上学历占 36.69%。

总体看，公司主要高级管理人员拥有丰富的行业背景和管理经验，公司属于劳动密集型企业，因此大量员工集中于生产一线，公司人员构成符合行业特点，可以满足目前的生产经营需要。

3. 技术研发

技术研发方面，截至 2017 年 6 月底，公司配备研发人员 33 人，已设立了企业技术中心并经重庆市认定，占地面积约 300 平方米，具备良好的办公研发条件。此外，公司拥有注册建造师 113 人，高级职称 36 人，中级职称 118 人，具备高素质的技术团队。

此外，公司联合重庆大业新型建材集团有限公司、重庆大学钢结构工程研究中心、重庆川东船舶重工有限责任公司共同成立中科大业建筑产业化集团有限公司，依托重庆大学钢结构工程研究中心强大的科研技术能力、重庆川东船舶重工有限责任公司的钢结构加工能力、中科大业建筑产业化集团有限公司的新型建材研发能力、重庆中科建设（集团）有限公司的现场装配一体化施工能力，打造完整的建筑产业化核心生态圈。公司现已与重庆大学、中国建材研究院等签署技术合作协议，已组建研发、设计、施工、管理团队，并已将涪陵工商联大厦作为高层办公建筑示范工程，在设计及研发工作方面已取得明显进展，涪陵工商联大厦项目于 2017 年 3 月取得施工许可证，目前仍在建设中。公司将围绕建筑产业化五化一体（标准化设计、工厂化生产、装配化施工、一体化装修、信息化管理）的建设目标，通过与科研院校机构的产学研合作及知名企业的战略合作，打造集研发、设计、BIM 管理、绿色新型建材、钢结构及部件加工、装配施工于一体的钢结构绿色建筑全产业链企业，将实现技术持续创新进而降低成本，提高效率和质量。

总体看，公司技术研发实力较强，目前正积极推进建筑产业化的研发。

4. 税收优惠

公司享受的西部大开发等税收优惠政策较多，主要为：依据财政部、海关总署、国家税务总局《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税[2011]58 号）文件，公司二级子公司重庆中科建设（集团）有限公司（以下简称“中科建设”）、三级子公司重庆商汇小额贷款股份有限公司（以下简称“商汇小贷”）、三级子公司重庆市涪陵区大业建材有限公司所从事的产业属于《西北地区鼓励类产业目录》中所确定的鼓励类目录，且符合目录的主营业务收入占企业总收

入 70%以上，公司享有西部地区的鼓励类产业企业减按 15%的税率征收企业所得税的优惠政策。根据西藏自治区人民政府藏政发[2014]51 号文件，公司三级子公司西藏涪展实业有限公司享受上述税收优惠，企业所得税税率为 9%。根据《中华人民共和国企业所得税法》第二十七条、《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第八十六条规定及结合本公司的具体经营情况，公司二级子公司重庆展禾农业发展有限公司 2016 年度自产农产品免征企业所得税优惠事项已经重庆市涪陵区国家税务局备案确认。

2016 年初，公司与甘肃省兰州市交通运输委员会签订了“乌海至玛沁国家高速公路（G1816）甘肃境兰州新区至兰州段公路工程”PPP 项目（以下简称“兰州中通道项目”）投资合作协议，总投资额 181.5 亿元。该项目属于《西北地区鼓励类产业目录》中所确定的鼓励类目录，且符合目录的主营业务收入占企业总收入 70%以上，公司享有西部地区的鼓励类产业企业减按 15%的税率征收企业所得税的优惠政策。

总体看，公司享受一系列税收优惠政策，面临较好的外部发展环境。

五、公司管理

1. 治理结构

公司按照《中华人民共和国公司法》等相关法律法规的要求，建立了较为简单的治理结构。

公司设立了股东会，股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。

公司设执行董事 1 名，对公司股东会负责。执行董事负责召集股东会会议，并向股东会报告工作；负责执行股东会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；决定聘任或者解聘公司副经理、财务负责人及其报酬事项等。

公司设监事 1 名，对股东会负责；监事任期每届 3 年，任期届满，可连选连任。监事主要负责检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司设经理，由股东会聘任或者解聘。经理负责主持公司的生产经营管理工作、组织实施执行董事决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟定公司内部管理机构设置方案；拟定公司的基本管理制度；制定公司的具体规章；提聘或解聘公司副经理、财务负责人及除应由执行董事聘任或者解聘以外的管理人员；履行执行董事授予的其他职权。

总体看，公司治理结构较为合理，符合法律要求，能够满足公司日常经营需要，整体运行情况良好。

2. 管理体制

公司根据自身情况制订了较为完整的管理体系和制度。截至 2017 年 6 月底，公司本部下设董事会/党委办公室（监察审计部）、风险管理部、投融资管理中心、董事局办公室、人力行政部、财务管理部、信息化管理部和经营拓展中心 8 个职能部门，各个部门分工明确，运作规范。

公司通过向下属子公司委派经营高管和财务高管以加强对其管理。各级子公司均为独立法人，实行独立核算。在市场销售和项目承揽方面，主要由子公司市场部和项目经理负责市场开拓、完成可研报告和成本预算工作。公司在立项审批、投资、重大款项支付等方面实行统一监管。公司对主要生产原材料采取公司本部统一采购，一般原材料由子公司直接采购。公司通过对子公司定期或不定期检查，履行必要监管，掌握子公司经营管理情况。

财务管理方面，公司对下属子公司实行严格管理。公司成立财务管理部，下设九个处室，对全资子公司实行直接财务管理；对参控股子公司的财务管理，公司是通过向下属参、控股子公司委派财务高管以加强对其管理。公司制定了包括《会计核算管理制度》、《会计预算管理制度》、《投资管理制度》、《税收管理制度》、《资金管理辦法》等配套管理制度，对子公司进行严格的财务管理。

公司资金管理主要包括资金预算、融资、担保和对外投资以及债权债务的管理等。公司对各级子公司实行“收支两条线”制度，通过内部银行资金管理平台，建立“资金池”，采取“统收统支”和“统借统还”的统一领导和高度集中管理，对资金支出采取分级管理。

担保管理方面，公司原则上不对外担保，但是若基于公司运营发展需要或合作需求，在风险可控的前提下，公司会对上下游客户提供对外担保，以公司与被担保方进行业务交易形成的款项为保障。对外担保由分管客户的部门根据需要提出对外担保申请，由公司融资部、法务部、董办及分管领导审核相关方案后交由执行董事审核同意后，方可实施。

合同管理方面，公司建立了合同归口管理部门，按合同签订履约主体不同进行分级分类管理，风险管理部门对合同履行风险统一检查。市场营销部是公司各种经营类合同及各子公司工程项目类合同的归口管理部门。合同管理其他部门还包括审计法务部、财务部、工程管理部、成本管理部以及公司办公室。

安全生产管理方面，为加强公司安全生产管理、全面落实企业安全生产主体责任，公司制定了《安全管理一般规定》，要求公司及项目公司需建立安全生产保证体系，健全安全组织机构，由具有安全管理素质的工作人员执行，各部门将安全目标层层分解，明确各级人员的安全责任。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度规范，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事建筑工程、房地产开发销售、金融、商贸等业务，目前公司的主要收入来源是建筑业和房地产业，其中，建筑业务主要涵盖房屋建筑、市政工程、土石方、装修装饰等建筑工程类型，房地产开发项目主要分布在重庆市、贵州省和四川省。2015年12月，公司通过非同一控制下的企业合并获得中坤地产100%股权，新增房地产开发业务，业务领域进一步向多元化发展。为提高数据可比性，公司编制了2013~2015年的备考财务报表，本报告经营及财务分析部分2014~2015年数据均采用备考财务报表口径，2016年数据采用审计报告口径。

2014~2016年，公司主营业务收入分别为39.86亿元、56.71亿元和49.95亿元，呈波动上升态势；2015年主营业务收入增长42.26%，主要系房地产结转收入增长所致；2016年主营业务收入减少11.91%，主要系公司进行转型升级，整合公司资源重点进行建筑产业化发展及PPP项目的拓展，传统业务规模有所下滑，建筑工程收入减少所致。2014~2016年，公司净利润分别为2.04亿元、7.78亿元和3.65亿元，呈波动增长态势；2015年净利润大幅增长280.68%，主要系毛利率较高的房地产项目结转所致；2016年净利润减少53.03%，主要系资产减值损失增加以及公允价值变动收益减少所致。

表2 2014~2016年公司主营业务收入及毛利率情况(单位:亿元、%)

板块	2014年			2015年			2016年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建筑工程	29.85	74.88	10.76	29.92	52.76	14.27	20.47	40.99	10.93
房地产销售	6.07	15.24	18.79	17.34	30.58	26.75	19.47	38.98	33.19
建筑产业化商品销售业务	0.72	1.80	9.92	5.61	9.89	14.48	7.32	14.66	18.18
小贷业务	2.41	6.05	100.00	2.51	4.42	100.00	2.54	5.07	76.37
租赁业务	0.18	0.46	22.43	0.29	0.52	12.73	0.01	0.02	-130.47
其他业务	0.63	1.57	25.85	1.04	1.83	29.87	0.14	0.28	14.84
合计	39.86	100.00	17.66	56.71	100.00	22.18	49.95	100.00	23.97

资料来源:公司提供

注:2014~2015年小贷业务收入为净收入,毛利率为100.00%;2016年小贷业务收入统计口径改变,将利息收入计入营业收入,将利息支出计入营业成本。

从各板块收入来看,2014~2016年,建筑工程收入波动下降,2016年同比下降31.58%,主要系建筑业务转型以及公司为控制业务风险而减少与中小房企的合作所致;房地产销售收入逐年增长,主要系近年来开发规模扩大、项目陆续结转所致;建筑产业化商品销售业务收入逐年增长,主要系重庆大业新型建材集团有限公司(以下简称“大业新材”)生产销售规模增长所致;小贷业务收入逐年增长,主要系业务拓展所致;租赁业务收入2016年大幅下降,主要系重庆中科图正贸易(集团)有限公司(以下简称“图正贸易”)不再纳入合并范围所致。

从收入构成来看,2014~2016年,建筑工程业务始终是公司最大收入来源,但收入占比逐年下降;房地产销售收入占比逐年上升,2016年达38.98%,成为公司重要收入来源;建筑产业化商品销售业务收入占比逐年上升,2016年达14.66%;小贷业务收入占比变化不大,均在5%左右;租赁业务和其他业务收入占比较小。

从毛利率来看,2014~2016年,建筑工程毛利率呈波动增长态势,主要系业务结构变化和市场竞争加剧所致;房地产销售毛利率逐年上升,主要系平均售价较高的项目陆续结转所致;建筑产业化商品销售业务毛利率逐年上升,主要系合并范围变化、毛利率较高的混凝土销售增加所致;小贷业务毛利率由100.00%下降至76.37%,主要系收入统计口径改变所致;租赁业务毛利率大幅下降至-130.47%,主要系图正贸易不再纳入公司合并范围后、剩余的租赁业务盈利能力较弱所致。综上,2014~2016年,公司主营业务毛利率分别为17.66%、22.18%和23.97%,逐年上升,主要系房地产销售收入占比及毛利率上升所致。

2017年1~6月,公司实现营业收入17.48亿元,较上年同期减少20.58%,主要系公司正在进行升级转型,整合公司资源重点进行建筑产业化发展及PPP项目拓展,并且为规避风险减少与小型公司的合作,传统业务规模有所下滑,PPP业务尚在准备或初始进场阶段所致;随着营业收入的减少,公司实现净利润1.59亿元,较上年同期减少27.61%。

总体看,建筑工程及房地产开发是公司收入的主要来源,近三年公司收入规模波动增长,毛利率水平逐年提升。

2. 业务运营

(1) 建筑工程业务

公司建筑工程业务主要由子公司中科建设运营,业务模式以BT(建设-移交)、进度付款(每月结算以及按工程节点或工程金额结算)和PPP模式为主。公司承建的建筑施工工程业务类型主要为房

屋建筑工程和市政工程。

近年来，考虑到三四线城市房地产市场景气度欠佳，为控制风险，公司减少与中小型房地产开发商的合作，2014~2016年，公司房屋建筑业务规模逐年下降，收入占建筑工程业务总收入的比重分别为63.49%、54.15%和49.83%，占比逐年下降，但仍为建筑施工业务的重要构成部分。2014~2015年，公司房屋建筑业务以地方政府投融资平台公司的保障性住房、拆迁安置房、政府办公楼、学校和市政道路建设等非商品房建筑为主，建设资金一般来源于财政预算或专项资金，回款风险相对较小，在房屋建筑收入中的占比分别为55.01%和55.00%；2016年，非商品房建筑收入减少55.86%，主要系之前多个项目已完工、但涪陵工商联大厦因政府规划等因素未能如期动工所致。2017年1~6月，由于公司承接的PPP市政工程项目尚在准备或初始进场阶段，收入规模较小，房屋建筑业务收入占比上升至89.73%。

考虑到政府信誉良好、回款较好等因素，公司加大对道路、桥梁、医院、学校、公租房、土地整治等市政工程的投标力度，2014~2016年，公司市政工程收入占比逐年上升，分别为36.49%、45.75%和50.06%；收入规模波动下降，分别为10.89亿元、13.69亿元和10.25亿，2016年收入下降主要系新签合同规模缩减所致。公司劳务业务规模很小，主要承接木工作业、砌筑作业、混凝土作业、脚手架作业等劳务施工业务，主要负责该业务的2家子公司分别于2015年12月和2016年1月发生股权转让，不再纳入公司合并范围。

表3 近三年一期公司建筑工程板块收入情况（单位：万元）

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1~6月
房屋建筑	189,522.55	161,997.35	101,992.33	66,890.92
其中：商品房	85,265.15	72,899.81	62,666.15	55,705.01
非商品房	104,257.40	89,097.54	39,326.18	11,185.91
市政工程	108,931.34	136,865.18	102,455.77	7,656.03
劳务	53.60	325.85	--	--
其他工程	--	0.04	237.97	--
建筑工程合计	298,507.49	299,188.42	204,686.07	74,546.95

资料来源：公司提供

注：商品房业主为开发商，非商品房业主为地方政府投融资平台公司。

公司建筑工程业务在立足重庆、四川、贵州等核心区域的同时，持续拓展陕西、江苏、甘肃等地的区域市场，在“扎根重庆、辐射全国”的战略方针下，公司形成了以重庆为中心，辐射西南、华东、华北、华南的经营网络，投资项目分布在重庆、四川、贵州、江苏、陕西、福建、天津、北京等省市。2016年，公司建筑工程板块收入主要来源于重庆、贵州、四川和陕西，占比分别为32.46%、50.18%、6.13%和8.82%，其中重庆地区近三年收入占比逐年下降，主要系重庆市房地产市场库存面积较大、发展速度减缓、房地产开发投资增速下降所致；贵州地区收入占比大幅提升，主要系贵州地区基础设施建设投资增速较快所致。公司建筑板块收入主要来自重庆和贵州地区，业务区域有待进一步拓展。

表4 近三年一期公司建筑工程板块分地区营业收入情况（单位：万元、%）

地区	2014年		2015年		2016年		2017年1~6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
重庆	126,103.33	42.24	105,719.33	35.35	66,431.92	32.46	45,463.40	60.99
贵州	49,622.50	16.62	87,608.45	29.28	102,703.30	50.18	23,399.20	31.39

四川	44,138.47	14.79	42,965.29	14.36	12,539.77	6.13	5,684.35	7.63
陕西	20,114.10	6.74	36,322.63	12.14	18,056.21	8.82	--	--
江苏	37,799.81	12.66	24,704.96	8.25	4,610.81	2.25	--	--
其他	20,729.28	6.95	1,867.76	0.62	344.06	0.16	--	--
合计	298,507.49	100.00	299,188.42	100.00	204,686.07	100.00	74,546.95	100.00

资料来源：公司提供

总体看，受业务结构变化、建筑产业化转型升级影响，近三年公司建筑工程业务规模波动下降，市政工程收入占比逐年提升，收入主要来自重庆和贵州地区。

项目承揽

公司承揽项目由产业发展部负责，主要通过公开招标方式以及市场化竞争获得项目，部分项目来源于对政府的一揽子战略合作协议。

公司建筑业务主要位于在重庆、贵州、四川、陕西、江苏等地，客户包括政府及其相关单位、知名房地产开发商、企业等。在进行业务拓展时，公司尽量选择政府或国有背景单位、知名的房地产企业龙头企业等具有较好的信用及较强的支付能力的合作方进行合作，目前公司客户以政府及其相关单位为主，项目多为政府平台类企业的建筑工程，多数项目资金来源纳入当地财政预算；房屋建筑方面，公司也主要以全国地产前二十强企业为主，合作的房地产开发企业主要包括中国保利集团公司、恒大地产集团有限公司、万科企业股份有限公司、碧桂园控股有限公司、红星美凯龙家居集团股份有限公司、华润置地有限公司等。

从项目获取来看，政府工程方面，公司通过直接参与政府招投标或签订战略合作协议的方式承揽项目；此外，公司与知名房地产开发商通过签订战略合作协议和招投标模式实现合作。2016年，公司前五大客户收入在建筑工程总收入中的占比为66.09%，集中度较高，客户性质以地方政府平台类企业为主。

表5 公司2016年建筑工程业务前五大客户情况（单位：万元、%）

客户名称	客户性质	项目类型	营业收入	占比
贵阳普天德杰同德房地产开发有限公司	民企（国企参股）	房屋建筑	68,649.19	33.54
遵义市新区开发投资有限责任公司	国企	房屋建筑	24,172.27	11.81
重庆市黔江区城市建设投资（集团）有限公司	国企	市政工程	22,955.88	11.22
重庆麻柳沿江开发投资有限公司	国企	市政工程	10,346.18	5.05
贵州毕节双山建设投资有限公司	国企（国有独资）	市政工程	9,141.87	4.47
合计	--	--	135,265.39	66.09

资料来源：公司提供

从公司项目承揽规模来看，2014~2016年，公司新签合同造价分别为30.78亿元、198.23亿元和26.84亿元；2015年公司新签合同造价大幅增长，主要系新签181.50亿元的兰州中通道项目所致；2016年公司新签合同数量增长，但新签合同造价大幅下降，小规模的项目增加，主要系房地产投资增速有所回升、新签房屋建筑合同增加、该类合同造价较低所致。公司积极拓展PPP业务，2015~2016年新签PPP项目造价分别为181.50亿元和15.37亿元，2015年新签项目为兰州中通道项目，2016年新签项目为江安河都市休闲旅游街区PPP项目，位于成都市武侯区，分两期开发。2017年1~6月，公司新签合同造价29.22亿元，其中PPP项目合同造价7.00亿元，PPP项目储备进一步拓展。

表 6 近三年一期公司项目承揽情况 (单位: 个、亿元)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
当年新签合同数量	23	23	44	19
当年新签合同造价	30.78	198.23	26.84	29.22
当年 PPP 项目合同造价	--	181.50	15.37	7.00

资料来源: 公司提供

注: 1、2015 年公司新签的兰州中通道项目当时合同造价 181.50 亿元; 2017 年该项目进行了规划调整, 预计合同造价将上升至约 195 亿元; 2、公司于 2016 年中标江安河 PPP 项目, 造价 15.37 亿元, 但于 2017 年正式签订合同, 故该项目未计入 2016 年新签合同。

公司建筑业务新订单的构成方面, 剔除 2015 年兰州中通道项目的影响, 房屋建筑始终是公司新签合同的主要构成; 市政设施新签合同规模逐年下降, 占比较小; 除兰州中通道项目外, 近三年公司无其他新签公路工程项目。2017 年 1~6 月, 公司新签合同主要是市政设施项目。

表 7 公司建筑业务新签合同业务细分情况 (单位: 亿元)

业务类型	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
房屋建筑	26.42	14.43	25.50	9.46
市政设施	4.36	2.30	1.34	16.58
公路工程	--	181.50	--	3.18
合计	30.78	198.23	26.84	29.22

资料来源: 公司提供

从项目储备情况来看, 2014~2016 年, 公司在手合同规模分别为 93.33 亿元、248.37 亿元和 270.34 亿元, 逐年增长, 主要系承接兰州中通道项目所致。截至 2017 年 6 月底, 公司在手项目储备 255.68 亿元, 规模较大, 能够满足未来施工需求, 但主要集中在兰州中通道项目, 存在业务集中风险。

表 8 公司建筑业务在手合同额细分情况 (单位: 亿元)

业务类型	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
房屋建筑	67.08	47.02	71.73	49.92
市政设施	26.25	19.85	17.11	21.08
公路工程	--	181.50	181.50	184.68
合计	93.33	248.37	270.34	255.68

资料来源: 公司提供

总体看, 公司客户以地方政府平台类企业和大型地产商为主, 近三年公司新签合同规模波动下降, 2015 年公司承揽兰州中通道项目后, 公司在手合同项目储备充裕, 但存在较大的业务集中风险。

材料采购

建筑施工业务主要原材料包括钢材、混凝土等大宗材料, 砖石、水泥、河沙等地方材料, 以及建筑模板等周转材料, 主要为根据承接工程项目的实际需要由公司自行组织采购, 甲供材料很少。公司对建筑材料(设备)实行“统一管理、分类授权、三级采购”的管理模式, 即所有项目材料(设备)由公司招标采购中心统一管理, 根据不同材料(设备)的使用性质进行分类, 确定相应的采购方式并核定单价, 由公司本部、分公司和项目部分别采购。其中钢材、水泥等主要是由公司本部招标采购中心向全国性的供应商集中采购; 混凝土因其运输半径限制是由公司本部招标采购中心按照区域集中采购; 商品砼、门窗、栏杆、内外墙砖、地砖、石材等由分公司招标或竞争性谈判确定; 其他零星材料、石砂等经公司本部招标采购中心评估、核价后, 主要由当地项目公司进行定点采购。

公司通过比价和市场定价的方式确定原材料采购价格。由于公司主要原材料主要采用集中采购的方式，通过扩大材料采购规模，建立稳定的物资渠道，发展供应链采购管理的方式，寻找战略合作伙伴，建立长期供应合作关系，以相应降低工程成本。由于公司建筑项目区域较为分散，施工设备主要以租赁方式为主。原材料结算方面，公司按照合同约定，验货后次月付总货款的 70~80%，尾款在 3 个月内付清，付款方式以银行转账为主，另有少部分通过承兑汇票结算。

表 9 公司主要原材料采购情况

材料名称	项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
混凝土	采购量（立方米）	821,055	459,396	457,078	343,724
	平均采购价（元/立方米）	345	327	327	365
钢材	采购量（吨）	80,339	50,944	53,733	36,932
	平均采购价（元/吨）	3,522	2,611	2,958	3,939

资料来源：公司提供

从公司主要原材料混凝土和钢材的采购情况来看，2014~2016 年，公司混凝土采购量逐年下降，钢材采购量波动下降，主要系在建项目规模波动下降所致；混凝土采购价格自 2015 年因行业景气度而下降后基本保持稳定；钢材采购价格 2015 年大幅下降，但 2016 年有所回升，与钢材市场价格总体走势相吻合。2017 年 1~6 月，混凝土与钢材采购均价进一步上涨，公司原材料成本上升。

总体看，公司主要原材料进行集中采购，采购集中度较高，钢材价格波动对公司原材料成本有较大影响。

建筑施工

在工程施工项目的前期，公司按照《招标投标管理条例》支付投标保证金，一般在工程中标后退回；履约保证金各地区支付标准不同，一般为工程价款的 10%~20%，并按照合同约定节点返还；另外，项目的甲方会支付给公司工程价款的 10%~15%作为预付款，并在项目工程进度款的逐步结算中扣除，同时公司需提供相应金额的预付款担保。在项目的建设过程中，公司根据合同约定的付款节点（按月或按工程完工进度）与项目的甲方进行结算；工程完工时，项目一般回款达 80%左右，且公司会在工程决算完成后 1 年内收回项目剩余绝大部分建设款项；另外，工程决算完成后，公司将预留 3%~5%的项目质保金，一般在工程竣工验收 3~5 年后返还。同时，公司按合同约定的项目建设进度确认工程施工业务收入。

工程项目管理方面，公司主要从人事、资金、工程进度、施工质量、施工安全等方面对项目实施全面管理。人事管理方面，公司通过项目部对施工项目实施施工管理等，项目部独立核算，并根据情况设项目总经理及下属生产经理、总工、成本经理（预算）、商务经理等岗位，市外项目配备财务人员 1 名，公司实施让项目负责人及经营团队参与项目股改，采用合资合作的方式入股并参与分红，加强对项目的管控，有效降低成本、控制风险，收到了较好的效果。资金管理方面主要在于对外部业主的履约能力评估，公司首选政府或国有背景单位，知名房地产龙头企业等具有较好信用及较强支付能力的合作方进行合作。工程进度管理方面，项目部应在进场 10 天内按合同工期编制施工总进度计划，并分解至季进度、月进度、周进度计划，并根据施工计划向招标采购中心编制材料、劳务需求即招标计划，对于公司确定的重点项目，每周需向公司工程管理中心上报周计划。质量控制方面，公司工程管理中心、公司各所辖各分公司、分公司各所辖项目部三方分工合作，共同控制公司工程施工质量。安全管理方面主要为在日常施工的过程中，通过项目现场管理与公司抽查相结合的方式管控。

从工程施工成本看，公司主要成本为材料成本和人工费用，符合建筑企业的基本特征。2014~2016年，人工费在总成本中的占比逐年上升，从 32.05% 上升至 36.96%，材料费用占比从 48.00% 下降至 43.98%，主要系建筑工人趋于老龄化、招聘难度加大薪酬水平上升所致。公司经营成本和盈利能力对原材料价格波动和人工成本上升较为敏感。

表 10 公司建筑工程业务成本结构占比（单位：%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
材料	48.00	47.60	43.98	41.21
人工费	32.05	32.15	36.96	34.65
机械	5.13	5.30	4.22	5.59
独立费	7.00	6.90	10.75	11.22
间接费	5.41	5.40	3.48	5.78
临时设施费	1.80	2.10	0.46	1.31
维修金	0.61	0.55	0.15	0.24
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

从公司目前建设项目情况看，2014~2016 年，公司期末在建合同总造价金额分别为 62.55 亿元、50.15 亿元和 79.21 亿元，呈波动增长态势，其中 2015 年的下降主要系房地产市场景气度降低、公司承接房屋建筑项目较谨慎所致，2016 年的上升主要系房地产市场升温、房屋建设项目增多所致。

表 11 公司项目建设情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
期末在建合同项目数量（个）	57	62	50	51
期末在建合同总造价金额（亿元）	62.55	50.15	79.21	62.23

资料来源：公司提供

截至 2017 年 6 月底，公司建筑工程前十大在建项目总合同额 38.41 亿元，已投资 20.91 亿元，尚需投资 17.50 亿元。考虑到兰州中通道项目尚未开工建设，该项目合同额达 181.50 亿元（规划调整后预计将达 195 亿元），公司未来存在一定的资金支出压力。

表 12 截至 2017 年 6 月底公司建筑工程板块前十大在建工程情况（单位：万元）

项目名称	项目概况	业务模式	合同金额	截至 2017 年 6 月底已投资金额	2017 年 7~12 月计划投资金额	2018 年计划投资金额	目前项目进度	计划完工日期
贵阳普天创业园项目	房建，35.98 万平方米	施工总承包	92,000.00	46,727.35	45,272.65	--	主体	2017 年
遵义五号还房	房建，43 万平方米	施工总承包	81,173.00	77,822.79	3,350.21	--	装饰装修	2017 年
江安河都市休闲旅游街区 PPP 项目	市政，公园道路绿化等	PPP 模式	57,471.00	8,800.00	24,000.00	17,000.00	主体	2019 年
黔江山台山七、八项目	房建，26.7 万平方米	施工总承包	32,406.00	23,501.68	6,814.88	2,089.44	装饰装修主体	2018 年
毕节中央公园（含二期）	房建，21.8 万平方米	施工总承包	28,314.00	20,467.04	5,804.00	2,042.96	主体	2018 年

祥宁时代广场朝天门安置房	房建, 约20万平方米	施工总承包	26,000.00	--	2,000.00	24,000.00	主体	2018年
壹本科工程C区厂房	17.5万平方米	施工总承包	21,678.00	14,892.37	6,785.63	--	主体	2017年
拓海·第一江岸三期工程	房建, 9万平方米	施工总承包	16,800.00	8,604.05	8,195.95	--	装饰装修	2017年
垫江明悦天街二期	房建, 12.7万平方米	施工总承包	15,000.00	6,327.99	2,569.00	3,862.00	主体	2018年
綦江红星美凯龙五期	房建, 12.08万平方米	施工总承包	13,292.27	1,946.59	330.00	11,015.00	主体	2019年
合计		--	384,134.27	209,089.86	105,122.32	60,009.40	--	--

资料来源: 公司提供

公司作为社会资本参与方之一的兰州中通道 PPP 项目是第一批入国家发改委示范项目库的项目, 原估算总投资 181.50 亿元, 其中, 建安费用 101.56 亿、拆迁费用 41.76 亿、其他费用 38.18 亿, 建安费用的 50% 享受交通部车船税专项补助, 剩余的建设投资额由银行贷款解决, 现中国农业银行股份有限公司及中国工商银行股份有限公司已出具项目贷款承诺函。公司作为中标的项目公司, 注册资本应为项目估算总投资额 (181.50 亿元) 的 20%, 即 36.30 亿元, 注册资本金部分拟通过资管计划或者有限合伙基金的方式解决, 公司拟出资比例为注册资本金的 10%~20%。

由于兰州中通道项目穿越城区路段拆迁难度、实施难度和城市交通压力大, 2017 年 2 月, 甘肃省人民政府同意调整该项目规模, 先期建设中川机场九州段及联络线 (73 公里), 以及 G30 连霍高速及 G6 京藏高速联网, 由甘肃省交通运输厅衔接兰州市做好规划调整工作。目前, 公司正在推动《工程可行性研究报告》编修, 新版报告中项目投资估算约为 195 亿元, 拟分期实施, 工程具体开工时间预计在 2017 年底或 2018 年初。

除上述业务外, 公司存量 BT 项目是为地方政府需要建设的公共设施项目, 多数项目已完成回购, 或已改为进度付款等, 目前尚未回购的项目为巴南区木洞轻工产业园土地整治工程, 总投资额约 1.47 亿元, 与公司业务规模和体量相比, 公司现有 BT 业务投资金额及待回购金额不大。

总体看, 近年来公司建筑施工业务规模逐年扩大, 兰州中通道 PPP 项目对公司未来经营业绩有重要影响; 公司积极拓展 PPP 项目, 加速转型升级, 但考虑到 PPP 项目投资大、周期长、工程复杂、回款较慢, 对公司资金筹措及工程管理能力提出了较高要求。

(2) 房地产开发业务

土地储备情况

公司房地产开发业务主要由中坤地产完成。公司采用建筑和地产开发联动的模式, 通过承接土地整治、基础设施建设、城市开发建设等政府工程 BT 项目锁定一些土地指标作为回购资金来源, 获取低成本土地进行开发; 此外, 公司通过参与优质项目公司股权合作的方式, 与全国知名地产开发商合资合作, 联合进行房地产开发, 由对方操盘, 公司参与项目建设和管理; 少量项目通过“招、拍、挂”流程获得土地。

从成本构成来看, 公司项目开发成本主要包括土地成本 (土地出让金、土地转让费、土地征用和拆迁补偿费、异地造林费、土地相关规费、土地使用税等)、前期成本 (建设用地测量及地质勘探费、规划设计费、环境评估费、三通一平费、建设单位临时设施费、建安相关规费等)、基础设施成本 (大、小市政工程费用)、建筑安装工程费 (“建安成本”, 包括土建工程费用、装饰工程费用、安装工程费用、白蚁防治工程费用、监理费用等)、公共配套设施成本 (公共工程费用、

配套设施工程费用)等,其中土地成本占比约 16%、前期成本占比约 12%、基础设施成本占比约 13%、建筑安装工程费占比约 50%、公共配套设施成本占比约 4%,土地成本和建筑安装工程费占开发成本的比例相对较高,合计约占 66%左右。土地出让金的支付一般在“招、拍、挂”前先期支付保证金,拍到土地后一般在一个月内支付余下的土地款(各地有所不同),同时取得对应的土地发票。

近三年由于重庆市及成都市核心地区土地价格相对周边区域上升较快,公司综合考虑开发经验、土地成本和项目定位,为保证项目利润,对购置土地持谨慎态度,选择地段好、配套完善、容积率低、楼面地价低的地块进行收购。由于公司主要通过 BT 项目置换的方式获取低成本土地,近年来伴随 BT 项目的减少,土地获取面积逐年下降,2016 年无新增土地储备。

表 13 近三年公司土地购置情况(单位:平方米、万元)

年度	土地位置	占地面积	用途	土地价格
2014 年	毕节市、雅安市、重庆綦江区与武隆县	288,023.45	居住用	45,314.07
2015 年	雅安市、重庆涪陵区	63,544.21	居住用	18,587.00
2016 年	无	--	--	--
2017 年 1~6 月	无	--	--	--

资料来源:公司提供

从土地储备的具体情况来看,截至 2017 年 6 月底,公司土地储备占地面积合计 30.44 万平方米,建筑面积合计 83.25 万平方米,全部位于重庆和成都地区,区域分布较集中。从土地成本来看,公司目前各地块土地储备的获取均价均较低。公司土地储备规模不大,主要进行存量项目的开发。

表 14 截至 2017 年 6 月底公司土地储备情况(单位:平方米、万元、元/平方米)

项目	位置	类型	占地面积	建筑面积	获取价格	楼面单价
涪陵南门山地块	重庆市涪陵区	住宅	5,370	50,000	2,576	515.20
中央公园城	重庆市黔江区	住宅	193,599	466,573	14,520	311.21
成都地块	成都市新津县	住宅	105,461	315,902	23,728	751.12
合计	--	--	304,430	832,475	40,824	490.39

资料来源:公司提供

总体看,作为公司非核心业务,公司主要进行存量地产项目的开发,2016 年以来未新增拿地;相对于公司销售规模,公司土地储备规模不大。

项目建设开发情况

公司获取土地后办理《土地规划许可证》和《施工许可证》,并通过市场化招标确定建设方,与建设方签订建造合同。公司按照工程进度支付工程款,一般在建筑物竣工验收时支付约 80~90%左右的工程款,工程结算周期通常为半年~1 年,结算完成后三个月内按合同约定支付剩余款项并预留 3%~5%的质保金。由于公司通过招拍挂形式获取土地较少,在建工程主要通过预收款实现资金周转。

公司目前的业务定位以刚需住宅为主,立足西南,深耕成渝。公司房地产开发业务均以项目公司作为运营实体,项目总包方通过市场化招投标确定。2014~2016 年,公司新开工面积分别为 36.01 万平方米、57.09 万平方米和 40.86 万平方米,呈波动增长态势;竣工面积分别为 38.00 万平方米、54.23 万平方米和 34.80 万平方米,呈波动减少态势;期末在建面积分别为 147.59 万平方米、150.44 万平方米和 156.50 万平方米,在建规模逐年增长。2017 年 1~6 月,公司地产项目集中竣工,期末在建面积有所减少。

表 15 近三年一期公司主要开发数据情况 (单位: 万平方米)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
新开工面积	36.01	57.09	40.86	29.46
竣工面积	38.00	54.23	34.80	68.77
期末在建面积	147.59	150.44	156.50	117.19

资料来源: 公司提供

从项目开发资金情况来看, 截至 2017 年 6 月底, 公司在建项目预计总投资 131.30 亿元, 已完成投资 101.96 亿元, 尚需投资 29.34 亿元, 其中 2017~2018 年分别预计投资 10.60 亿元和 11.45 亿元, 尚需投资规模较大。由于公司项目大多分期开发, 目前前期开发预售情况较好, 减轻了后续开发资金融资压力。

表 16 截至 2017 年 6 月底公司在建开发项目投资金额情况 (单位: 万元)

项目名称	开工时间	竣工时间	预计总投资	已投资	2017 年 预计投资	2018 年 预计投资
綦江红星国际小区	2013 年	2019 年	200,000.00	160,539.00	21,000.00	20,000.00
綦江红星美凯龙生活广场						
涪陵红星	2012 年	2019 年	180,000.00	136,444.00	12,000.00	20,000.00
雅安拓海-第一江岸	2011 年	2018 年	270,000.00	255,136.00	9,000.00	20,000.00
毕节拓海南山郡中央国际	2013 年	2019 年	125,000.00	102,578.00	15,000.00	20,000.00
晋鹏·山台山项目	2010 年	2018 年	350,000.00	321,000.00	15,000.00	14,000.00
黔江中央公园城	2016 年	2020 年	150,000.00	16,878.00	33,000.00	20,000.00
中坤·依云林里 ²	2013 年	2015 年	38,000.00	27,000.00	1,000.00	500.00
合计	--	--	1,313,000.00	1,019,575.00	106,000.00	114,500.00

资料来源: 公司提供

总体看, 近三年公司期末在建规模逐年扩大, 在建项目仍需较大规模的投资。

房产销售情况

公司所开发项目均在达到政府规定的预售条件并取得《商品房预售许可证》后组织销售。公司客户主要定位为刚需客户。从销售模式来看, 公司通过渠道销售 (成交占比 60%左右)、自身销售人员和外聘第三方销售公司来销售房产, 目前主要销售渠道为线下专职渠道人员拓客和网络微信推广, 未来公司将加大综合资源整合能力强的电商渠道的拓展。在当前房地产市场环境下, 公司逐步改变传统的被动营销模式, 进行全程、全方位的主动营销, 引入新浪、搜狐等电商营销、公司团购、跨区域销售等多种方式, 利用代理公司众多部门的客户资源, 主动寻找客户实现项目销售。

表 17 公司主要项目库存及销售情况 (单位: 平方米)

项目名称	位置	2015 年 销售面积	2016 年 销售面积	2017 年 1~6 月 销售面积	2017 年 6 月底 剩余可售面积
綦江红星	重庆市綦江区	58,700.00	74,868.00	80,699.00	88,979.00
涪陵红星	重庆市涪陵区	53,830.00	86,205.00	75,880.00	48,177.00
雅安拓海第一江岸	四川省雅安市	84,417.41	58,867.00	21,958.00	22,357.00
毕节拓海南山郡中央国际	贵州省毕节市	43,390.39	120,387.00	51,866.00	35,124.00
晋鹏·山台山项目	重庆市黔江区	80,835.00	78,506.52	20,164.00	75,810.00

²中坤·依云林里项目为重庆仙女山旅游地产项目, 目前尚有 1 亿元左右的货值, 预计尚能销售 1~2 年, 后续计划投资约 1,500 万完成相关工程的园林绿化、环境评估等手续, 然后对尚未办理竣工备案登记的进行办理竣工备案登记手续进行出售。

黔江中央公园城	--	--	--	15,257.00	7,019.00
中坤·依云林里	重庆市武隆县	1,566.00	5,244.92	727.00	8,432.11
盛世佳苑	重庆市涪陵区	8,003.00	5,961.84	1,932.00	4,180.16
弘煌·依云九街区	重庆市潼南区	31,594.00	6,390.86	342.00	15,874.14
中泓·依云美镇	贵州省凯里经济开发区	4,915.00	8,010.77	785.61	36,172.87
合计	--	367,250.80	444,441.91	269,610.61	342,125.28

资料来源：公司提供

公司目前房地产开发项目主要位于重庆周边区县以及四川、贵州等省份的地级市的核心地段，这些三、四线城市及地区区域经济及房地产市场景气度一般，存在一定的去化压力。从项目销售情况看，公司 50 万方以上较大型楼盘项目一般销售周期在 4~5 年，销售速度随着宏观经济及市场情况略有波动，但由于公司土地主要由 BT 项目置换取得，土地成本较低，且位置均为当地核心区域，销售价格弹性空间较大，能够在景气度低迷时利用价格优势去库存，与同类房地产开发公司相比具有一定优势，其中四川雅安和重庆黔江等地的项目因位置及成本优势，公司在当地市场份额较高，基本在 30% 以上。公司目前主要在售房地产开发项目共 9 个，近两年销售面积分别为 36.73 万平方米和 44.44 万平方米，2017 年 1~6 月销售面积 26.96 万平方米，2017 年 6 月底剩余可售面积（已办证）34.21 万平方米，主要分布于重庆市，项目去化程度尚可，剩余可售面积较充裕。

公司房地产业务定价机制主要采用成本利润法，并参考市场定价。近三年公司房地产价格总体趋稳，与已进入地区的市场整体价格走势基本一致，销售价格比同类楼盘的同期市场均价高出 3%~5%。从房产销售价格来看，2014~2016 年，公司房地产签约销售均价分别为 5,467.00 元/平方米、4,526.00 元/平方米和 4,656.88 元/平方米，其中 2014 年销售均价较高，主要系当年销售的中坤·依云林里项目定位为度假房，销售均价在 7,000 元/平方米左右所致。2017 年 1~6 月，公司签约销售均价稳中有升。

表 18 公司近年来房产销售业务情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
签约销售面积（平方米）	394,716.30	367,250.80	444,441.91	269,610.61
签约销售金额（万元）	215,800.00	166,200.00	206,971.05	126,722.80
签约销售均价（元/平方米）	5,467.00	4,526.00	4,656.88	4,700.22
结转面积（平方米）	154,705.15	444,345.48	361,211.85	101,793.91
结转收入（万元）	60,738.64	173,430.53	194,744.35	52,201.10

资料来源：公司提供

2014~2016 年，公司签约销售面积分别为 39.47 万平方米、36.73 万平方米和 44.44 万平方米，呈波动上升态势，2016 年大幅增长主要系随着核心城市限购限贷政策的实施、购房需求向公司项目所在的三四线城市释放所致；签约销售金额分别为 21.58 亿元、16.62 亿元和 20.70 亿元，呈波动下降态势，主要系 2014 年销售均价较高所致；结转面积分别为 15.47 万平方米、44.43 万平方米和 36.12 万平方米，2015 年和 2016 年交房较集中；结转收入分别为 6.12 亿元、17.35 亿元和 19.47 亿元。2017 年 1~6 月，公司签约销售金额 12.67 亿元，结转收入 5.22 亿元。

公司房产销售主要面对分散的购房客户，客户集中度不高。客户结算方式方面，主要为首付款结合按揭贷款支付，公司在确认全额回款并达到交房条件、完成交房手续后结转收入。

总体看，公司房地产开发项目集中三、四线城市，存在一定的去化压力；近三年公司销售面积波动增长，销售金额波动下降。

（3）建筑产业化商品销售业务

公司建筑产业化商品销售业务板块主要经营建筑材料、钢材、橡胶、能源化工材料、木竹器材、水电材料、装饰材料等大宗材料的采购及销售，围绕主业开展，一部分为体系内的集中采购，主要为节约成本和控制风险，同时一部分进行对外销售。近三年，公司建筑产业化商品销售收入逐年增长，分别为 0.72 亿元、5.61 亿元和 7.32 亿元，主要系大业新材生产销售规模增长所致；毛利率分别为 9.92%、14.48%和 18.18%，逐年上升，主要系毛利率较高的混凝土销售规模扩大所致。2016 年公司建筑产业化商品销售业务中，混凝土生产销售毛利率为 32.48%。2017 年 1~6 月，公司建筑产业化商品销售收入 3.77 亿元，毛利率为 13.67%。

商品混凝土生产和销售方面，公司先后建立 8 个生产基地，采取按订单生产的模式进行建材加工制作，拥有的设备达千余台（套），含大型挖掘机、塔吊等近十余种机械。2016 年，公司商品混凝土产能 206.12 万立方米，实现产量 158.55 万立方米，产能利用率为 76.92%，公司自建的生产基地，保证了生产进度和产品质量。公司商品混凝土基本对外销售。

钢材销售方面，公司提供将钢材直接由钢厂运送到客户建筑工地（含场内运输）的一站式服务，2015 年实现钢材贸易量约 4 万吨，由于钢材销售下游客户付款周期较长，通常在 3 个月到半年，销售价格除钢材成本外，还包含运费、人工费用及部分资金占用补偿等，因此毛利率较高。钢材销售主要由公司原子公司图正贸易运营，2016 年公司处置该子公司的股权，剩余钢材销售业务规模很小。

公司商品销售业务主要为合作股东等合作方供货，并为公司主业提供辅助支撑，客户主要包括重庆威斯敦进出口贸易有限公司、重庆商社化工有限公司和重庆武陵建设集团有限公司等，2016 年前五大客户销售额占比 49.35%，集中度较高。

采购方面，公司主要是依托主业进行的统一战略采购和集中采购，发现市场价格，控制成本，稳步拓展外部市场；采购区域主要集中在重庆主城区、涪陵、无锡、兰州、福州、西安、贵州、四川等地区，结算方式包括现金、月结、垫资三月内结算三种模式。公司商品销售业务主要供应商包括重庆市大业混凝土有限公司、普惠国际贸易（香港）有限公司和中国石油天然气股份有限公司重庆涪陵销售分公司等，2016 年前五大供应商采购金额占比 58.62%，集中度较高。

总体看，公司商品销售业务主要为主业服务，规模较小；毛利率逐年上升，能够为公司提供一定的利润贡献，并能够通过成本控制为公司及合作方的业务发展形成有效的促进作用。

（4）小贷业务

公司小贷业务主要由子公司商汇小贷经营。2014~2016 年，公司小贷业务收入分别为 2.41 亿元、2.51 亿元和 2.54 亿元，逐年增长。2017 年 1~6 月，公司小贷业务收入 0.74 亿元。

商汇小贷主要面向重庆市涪陵区工商业联合会会员单位及相关行业的微企、“三农”等小额贷款需求的客户群，从经营成果看，自成立以来，商汇小贷保持较高的盈利水平，收入全部来自于提供小额贷款的利息收入，业务类型较为单一。截至 2016 年底，商汇小贷资产 17.07 亿元，负债 4.71 亿元，2016 年实现营业收入 1.94 亿元，净利润 0.80 亿元。2014~2016 年，商汇小贷贷款不良率分别为 0.00%、1.28%和 9.61%，受外部经济环境影响贷款不良率大幅上升，但考虑到商汇小贷业务均有抵押担保等保证措施，整体坏账风险可控。2016 年，商汇小贷不良贷款共 6 笔，借款金额合计 1.42 亿元，上述不良贷款均已采取法律诉讼措施，其中 2 笔已申请强制执行但尚未执行，3 笔已进入资产拍卖评估阶段，1 笔已进入执行阶段。截至 2017 年 6 月底，商汇小贷贷款不良率为 9.53%，小幅下降。

总体看，公司小贷业务规模不大，2016 年贷款不良率快速上升，风险加大但仍属可控。

（5）租赁业务

2014年公司新增租赁业务，为塔吊、钢管（脚手架）和升降机等设备租赁，主要由子公司重庆繁茂企业管理有限公司、重庆恒富建筑设备租赁有限公司和重庆息壤建筑设备租赁有限公司运营。2014~2016年公司分别实现租赁收入0.18亿元、0.29亿元和0.01亿元，2016年收入大幅下降，主要系图正贸易不再纳入公司合并范围所致；毛利率分别为22.43%、12.73%和-130.47%，2016年毛利率变为负值，主要系图正贸易不再纳入合并范围后、剩余业务盈利能力较弱所致。2017年1~6月，公司无租赁业务收入。

总体看，公司租赁业务收入规模很小，盈利能力较弱。

3. 经营效率

2014~2016年，受早期承接的工程项目相继进入结算期影响，公司应收账款增长较快，且伴随房地产开发建设的推进，开发成本等存货增长较快，公司应收账款周转率和存货周转率均逐年下降，其中应收账款周转率分别为4.76次、4.51次和3.28次，存货周转率分别为0.93次、0.79次和0.52次。近三年，公司总资产周转率分别为0.37次、0.40次和0.30次，小幅波动下降，主要系营业收入规模变动所致。

总体看，作为建筑业与房地产业相结合的企业，公司经营效率尚可。

4. 经营关注

（1）业务的区域集中度较高

公司建筑工程业务和房地产业务均主要集中在重庆、贵州和四川地区，对上述区域的经济水平、固定资产投资、房地产政策和市场景气度较为敏感，存在一定的区域集中风险。

（2）单个项目对公司有重要影响

公司承接的兰州中通道PPP项目总投资额达181.50亿元（规划调整后预计约为195亿元），其中公司承担投资额36.30亿元，公司需进行垫资施工，存在一定的资金支出压力。与一般工程项目相比，PPP项目投资大、周期长、工程复杂、回款较慢，公司PPP项目的运营管理经验尚不足，且兰州中通道项目发生了规划设计调整的情况、建设进度存在不确定性，未来兰州中通道项目的建设运营情况对公司业绩和回款有重要影响。

（3）建筑业务受下游房地产行业景气度影响

虽然公司建筑业务的客户向政府及平台类企业倾斜，但房地产开发企业仍为公司客户的重要组成部分。近年来，重庆地区房地产开发投资规模持续下滑，对公司建筑业务规模造成不利影响，公司近三年房屋建筑工程收入持续减少，新签合同额波动下降。

（4）公司房地产项目多位于三、四线城市及地区，主要进行存量项目的开发

公司目前房地产开发项目主要位于重庆周边区县以及四川、贵州等省份的地级市，这些三、四线城市及地区区域经济及房地产市场景气度一般，存在一定的去化压力。公司计划存量项目开发完成后退出房地产业务，业务可持续性较差。

（5）小贷业务贷款不良率快速上升

在宏观经济增速下行的环境下，中小企业经营风险加大。公司小贷业务的客户主要为中小企业，近三年贷款不良率逐年上升，2016年达9.61%，不良贷款借款金额合计1.42亿元，可能对公司造成一定坏账损失。

5. 未来发展

公司将坚持管理和发展模式创新，构建以“产业和资本”为核心竞争力的投资控股集团；创新升级建设板块，稳健发展地产板块。公司将在技术创新上继续积极发展建筑产业化，打造建筑产业的闭环生态圈；在产业转型方面，着力推广EPC、PPP等创新模式，形成“以产带融、以融促产”的高效发展。

主业方面，公司将通过调整施工主营业务结构，快速提升经营拓展和工程履约能力，做大做强房建业务，大力发展市政业务；市场经营坚持“大区域、大客户、大项目”思路，从“机会型”向“战略导向型”转变，从中低端定位向中高端定位转变；通过收购、兼并、合作等多种方式纵向拓宽产业链条，布局部品工业化业务领域，构建建筑设计、房屋施工、工厂化生产、安装等上下游一体的房建产业链，通过项目一体化运作、技术升级、绿色建筑打造特色化服务能力；通过发展模式创新、内外部资源整合、区域化深耕等手段，实现市政业务突破式发展，并由施工总承包向工程总承包转型，优先发展“云贵川渝”区域，房建实行“大客户策略”，建立战略合作伙伴关系；打造“投资管理+运营管理”型总部，充分实现优势资源整合互补，形成“投融资管退”一体化的核心竞争力，成为西南领先、全国知名的施工承包商和工程总包商。

总体看，公司将坚持以建筑为主业的发展策略，未来将加快建筑业转型升级，促进公司的持续稳健发展。

七、财务分析

公司提供的2014~2015年资产负债表和利润表已经信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)审阅，能够对公司备考财务数据不存在重大错报提供有限保证，公司未提供2014~2015年现金流量表；公司2016年财务报表已经信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；2017年1~6月财务报表未经审计。公司执行财政部最新颁布和修订的《企业会计准则》。

从合并范围看，2014年，公司新设13家子公司，通过同一控制下的企业合并新增8家子公司，通过非同一控制下的企业合并新增1家子公司。2015年，公司新设8家子公司，通过同一控制下的企业合并取得1家子公司，通过非同一控制下的企业合并新增中坤地产和重庆大业新型建材集团有限公司2家子公司，3家子公司因出售不再纳入合并范围；其中，中坤地产于2015年12月纳入合并范围，导致公司主营业务发生变化，新增房地产开发业务板块，为提高数据可比性，公司以中坤地产为标的资产进行报表的备考合并，视同其2011年1月1日纳入合并范围，本报告2014~2015年财务数据均来自备考报表口径。2016年，公司通过非同一控制下企业合并新增1家子公司，处置23家子公司，上述子公司规模不大，对财务数据的可比性影响较小。

截至2016年底，公司合并资产总额162.82亿元，负债合计109.09亿元，所有者权益(含少数股东权益)合计53.73亿元，其中归属于母公司所有者权益34.75亿元。2016年，公司实现营业收入50.02亿元，净利润(含少数股东损益)3.65亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.90亿元；经营活动产生的现金流量净额1.92亿元，现金及现金等价物净增加额-1.36亿元。

截至2017年6月底，公司合并资产总额165.65亿元，负债合计110.33亿元，所有者权益(含少数股东权益)合计55.32亿元，其中归属于母公司所有者权益合计36.08亿元。2017年1~6月，公司营业收入17.48亿元，净利润(含少数股东损益)1.59亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.33亿元；经营活动产生的现金流量净额1.95亿元，现金及现金等价物净增加额-0.54亿元。

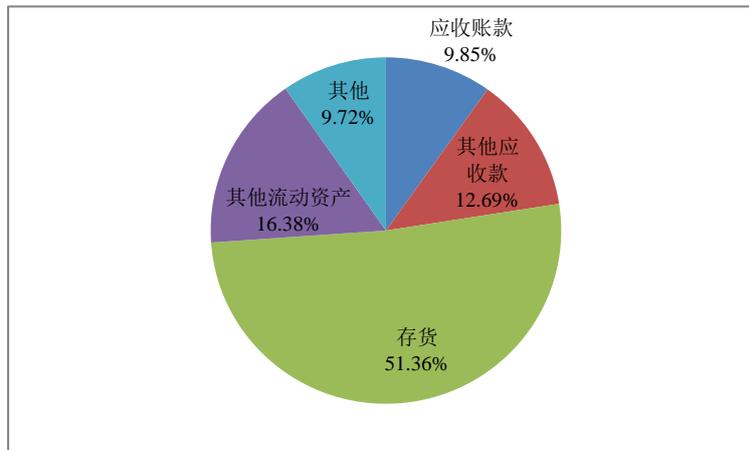
1. 资产质量

2014~2016年，公司资产总额呈波动增长态势，年均复合增长17.98%，主要系建筑业务及小贷业务规模扩大所致。截至2016年底，公司资产总额162.82亿元，较年初减少1.45%；流动资产占比91.03%，非流动资产占比8.97%，以流动资产为主，符合公司以建筑工程和房地产业务为主的业务特点。

(1) 流动资产

2014~2016年，公司流动资产呈波动增长态势，年均复合增长18.39%，主要系存货增长所致。截至2016年底，公司流动资产148.21亿元，较年初小幅减少0.58%；流动资产主要由应收账款（占比9.85%）、其他应收款（占比12.69%）、存货（占比51.36%）和其他流动资产（占比16.38%）构成。

图6 截至2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司货币资金余额波动减少，年均复合减少9.49%。截至2015年底，公司货币资金余额15.65亿元，较年初增长79.23%，主要系股东增资所致。截至2016年底，公司货币资金余额7.15亿元，较年初减少54.29%，主要系银行贷款规模下降、贷款保证金相应减少所致；货币资金主要由银行存款（占比94.51%）和其他货币资金（占比5.18%）构成，受限货币资金1.77亿元（占比24.73%），受限程度一般。

2014~2016年，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产逐年增加，年均复合增长76.04%，主要系购买的股票、参与股票定增及购买的资产管理计划规模增加所致。截至2016年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产4.78亿元，较年初减少29.64%，主要系发生公允价值变动损失0.94亿元所致。

2014~2016年，公司应收账款账面价值逐年增长，年均复合增长21.55%，主要系近年来公司承接的建筑工程项目规模较大、项目相继进入结算期（结算期一般为9个月到1年）所致。截至2016年底，公司应收账款账面价值14.59亿元，较年初增长6.61%，主要系按节点付款的项目增加、按节点付款较按进度付款产生的应收账款规模较大所致；按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，账龄1年以内的占比68.32%，1~2年的占比23.94%，2年以上的占比7.74%，存在部分账龄较长的应收账款；公司累计计提坏账准备1.34亿元，计提比例为7.83%，计提较充分；前五大应收账款客户分别为贵阳普天德杰同德房地产开发有限公司、遵义市新区开发投资有限责任公司、重庆威斯敦进出口贸易有限公司、武胜县渝川金冠房地产开发有限公司、无锡市广益建设发展有限公司，均为工程款和商品销售款，合计占比46.58%，集中度较高。

公司其他应收款主要包括各类保证金（甲方履约保证金、投标保证金、民工工资保证金、地产

项目保证金等)和短期资金往来。2014~2016年,公司其他应收款逐年减少,年均复合减少14.82%,主要系资金拆借款及业务往来款减少所致。截至2016年底,公司其他应收款账面价值18.80亿元,较年初减少8.45%;按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中,账龄1年以内的占比50.19%,1~2年的占比41.47%,2年以上的占比8.34%,账龄整体较长;累计计提坏账准备1.29亿元,计提比例为6.43%,计提较充分;前五大其他应收款均为往来借款,合计占比23.00%,集中度尚可。建筑工程业务需支付的各类保证金规模较大,对公司资金造成一定占用。

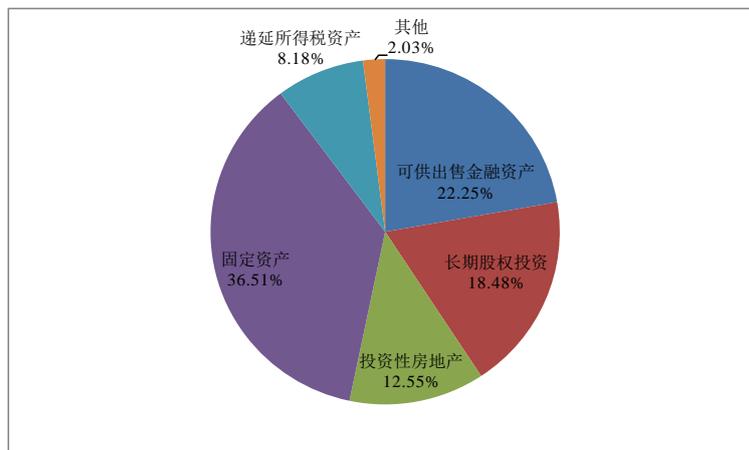
由于公司房地产开发规模较大,加之公司所处建筑行业的部分项目资金占用规模大,使得存货规模始终保持较高水平。2014~2016年,随着公司房地产开发和建筑工程总体规模的扩大,公司存货逐年增长,年均复合增长35.66%。截至2016年底,公司存货账面价值76.13亿元,较年初增长9.00%;其中,开发成本占比53.42%,开发产品占比12.43%,建造合同形成的已完工未结算资产占比30.85%。2016年由于核心城市出台房地产限购限贷政策,公司地产项目所在三、四线城市购房需求释放,房价上涨,公司存货未出现减值迹象,未计提跌价准备;但考虑到公司房地产项目多位于三、四线城市,虽然土地成本、建安成本等开发成本较低,但仍存在一定的减值风险和去库存压力。

2014~2016年,公司其他流动资产逐年增长,年均复合增长23.75%,主要系小贷业务的贷款净额和委托贷款增长所致。截至2016年底,公司其他流动资产24.28亿元,较年初增长17.98%,其中贷款净额占比69.20%,委托贷款占比25.06%,预缴税占比5.74%;公司委托贷款余额18.01亿元,累计计提贷款损失准备1.21亿元,综合计提比例为6.72%,正常类、关注类、次级类、可疑类和损失类贷款余额占比分别为66.27%、24.12%、5.00%、2.78%和1.84%。公司小贷业务贷款不良率快速上升,存在坏账损失风险。

(2) 非流动资产

2014~2016年,公司非流动资产波动增长,年均复合增长13.98%。截至2015年底,公司非流动资产较年初增长43.65%,主要系投资性房地产和固定资产的增长所致。截至2016年底,公司非流动资产14.61亿元,较年初减少9.55%,主要系长期股权投资减少所致;非流动资产主要由可供出售金融资产(占比22.25%)、长期股权投资(占比18.48%)、投资性房地产(占比12.55%)、固定资产(占比36.51%)和递延所得税资产(占比8.18%)构成。

图7 截至2016年底公司非流动资产构成



资料来源:公司审计报告

公司持有对多家公司的股权投资,在可供出售金融资产科目下以成本计量。2014~2016年,公司可供出售金融资产波动增长,年均复合增长124.95%。截至2015年底,公司可供出售金融资产较年初

大幅增长497.79%，主要系公司新增对Yue Xiu Great China Fixed Income Fund II LP和寰慧科技集团有限公司等多家公司的股权投资所致。截至2016年底，公司可供出售金融资产3.25亿元，较年初减少15.35%，主要系处置对寰慧科技集团有限公司的股权投资1.00亿元所致。

公司长期股权投资主要为与地产商以股权合作方式开发的项目，全部按照权益法核算。2014~2016年，公司长期股权投资逐年减少，年均复合减少30.07%，主要系公司减少对多家房地产联营公司的投资所致。截至2016年底，公司长期股权投资2.70亿元，较年初减少29.52%，主要包括对新疆金科宇泰房地产开发有限公司的投资0.70亿元、五家渠金科房地产开发有限公司的投资0.58亿元、新疆金科坤泰房地产开发有限公司的投资0.58亿元、重庆红星美凯龙中坤家具生活广场有限责任公司的投资0.47亿元。2016年，公司权益法下确认的长期股权投资收益511.13万元。

公司投资性房地产主要为公司早期以冲抵债务方式取得的位于重庆市涪陵区和主城区的部分商业物业，采用公允价值模式计量。2014~2016年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长51.57%。截至2015年底，公司投资性房地产较年初增长128.08%，主要系部分存货或自用房产转入所致。截至2016年底，公司投资性房地产1.83亿元，较年初增长0.72%，主要系自用房地产或存货转入所致，公允价值未发生变化。

2014~2016年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长44.44%，主要系房屋及建筑物的增长所致。截至2016年底，公司固定资产账面价值5.33亿元，较年初增长6.03%；其中，房屋及建筑物占比80.08%，机器设备占比14.68%；公司累计计提折旧1.52亿元，未计提减值准备，固定资产成新率为77.79%，成新率较高。

2014~2016年，公司递延所得税资产逐年增长，年均复合增长20.00%，主要系房地产预计利润产生的可抵扣暂时性差异增长所致。截至2016年底，公司递延所得税资产1.20亿元，较年初增长42.26%。

截至2016年底，公司受限资产合计63.27亿元，占总资产的38.86%，受限程度一般，受限原因主要是借款抵押和各类保证金；受限资产来自货币资金（1.77亿元）、交易性金融资产（3.26亿元）、发放贷款及垫款（6.17亿元）、应收账款（8.87亿元）、长期股权投资（15.13亿元）、存货（24.66亿元）、固定资产（2.16亿元）和投资性房地产（1.23亿元）。

截至2017年6月底，公司资产总额合计165.65亿元，较年初小幅增长1.74%；其中，流动资产占比91.55%，资产结构较年初变化不大。

总体看，近三年公司资产规模波动增长，大部分为流动资产，货币资金规模尚可，应收账款客户质量较好，资产受限程度一般；考虑到应收账款和其他应收款规模较大、对资金形成一定占用，存货存在一定的去库存压力，公司整体资产质量尚可。

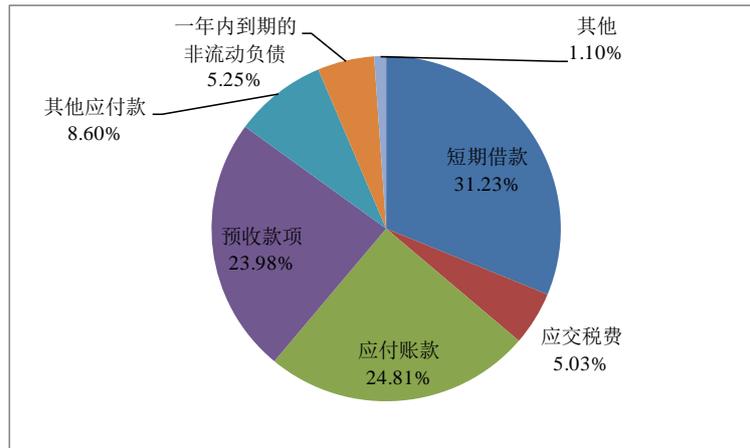
2. 负债及所有者权益

（1）负债

2014~2016年，公司负债规模波动增长，年均复合增长4.62%，主要系经营规模波动增长所致。截至2016年底，公司负债合计109.09亿元，较年初减少3.15%；其中流动负债占比84.69%，非流动负债占比15.31%，以流动负债为主。

2014~2016年，公司流动负债波动增长，年均复合增长6.01%，主要系短期借款和应付账款的增长所致。截至2016年底，公司流动负债92.38亿元，较年初减少5.54%，主要系应付票据的减少所致；流动负债主要由短期借款（占比31.23%）、应付账款（占比24.81%）、预收款项（占比23.98%）、应交税费（占比5.03%）、其他应付款（占比8.60%）和一年内到期的非流动负债（占比5.25%）构成。

图8 截至2016年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长24.05%，主要系公司业务规模扩大、周转资金需求增加所致。截至2016年底，公司短期借款28.85亿元，较年初增长21.00%；其中质押借款占比17.77%，抵押借款占比54.87%，保证借款占比25.61%，信用借款占比1.75%。公司金额较大的短期借款主要为子公司中科建设用于建筑工程项目的借款。

2014~2016年，公司应付票据波动减少，年均复合减少71.46%。截至2015年底，公司应付票据12.89亿元，较年初增长51.07%，主要系公司当年积极采用票据结算以及增加一部分票据融资所致。截至2016年底，公司应付票据0.70亿元，较年初减少94.61%，主要系利率波动较大、公司减少以票据方式结算所致。

2014~2016年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长51.28%，主要系应付工程款增长所致。截至2016年底，公司应付账款22.92亿元，较年初增长28.83%，主要系公司减少票据结算、增加应付账款结算所致。

2014~2016年，公司预收款项波动增长，年均复合增长5.64%，主要系预收房款波动增长所致。截至2016年底，公司预收款项22.15亿元，较年初减少4.07%，以预收房款为主。

2014~2016年，公司应交税费逐年增长，年均复合增长252.06%，主要系应交土地增值税和增长所致。截至2016年底，公司应交税费4.64亿元，较年初增长157.93%。

2014~2016年，公司其他应付款逐年减少，年均复合减少21.51%，主要系往来款减少所致。截至2016年底，公司其他应付款7.95亿元，较年初减少36.87%，主要由往来款、项目公司的少数股东债权投入、建筑工程前期付款、供应商存入的保证金等构成，往来借款不计息。

2014~2016年，公司一年内到期的非流动负债逐年减少，年均复合减少30.68%。截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债4.85亿元，较年初减少11.19%，全部为一年内到期的长期借款。

2014~2016年，公司非流动负债波动减少，年均复合减少2.20%。截至2015年底，公司非流动负债较年初减少15.06%，主要系一年内到期的长期借款转入流动负债所致。截至2016年底，公司非流动负债16.71亿元，较年初增长12.62%，主要系长期借款增长所致；非流动负债由长期借款（占比64.69%）、递延所得税负债（占比17.51%）和其他非流动负债（占比17.80%）构成。

2014~2016年，公司长期借款波动减少，年均复合减少10.10%。截至2015年底，公司长期借款较年初减少34.26%，主要系融资环境改变、公司短期借款增加而长期借款减少所致。截至2016年底，公司长期借款10.81亿元，较年初增长22.94%，主要系公司PPP项目增加、长期借款融资需求扩大所致；其中，质押借款占比54.97%，抵押借款占比31.98%，保证借款占比9.72%，信用借款占比4.63%；

从期限分布来看，公司长期借款中2018年到期的占比37.63%，2019年到期的占比55.71%，2020年及以后到期的占比6.66%，存在集中偿付压力。

2014~2016年，公司递延所得税负债逐年增长，年均复合增长283.29%。截至2015年底，公司递延所得税负债较年初增长1,362.08%，主要系非同一控制下合并以及以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产公允价值变动造成的应纳税暂时性差异增长所致。截至2016年底，公司递延所得税负债2.93亿元，较年初增长0.48%。

公司其他非流动负债为商汇小贷的小贷资产债权转让款。2014~2016年，公司其他非流动负债逐年减少，年均复合减少12.16%，主要系偿还部分小贷资产债权转让款所致。截至2016年底，公司其他非流动负债2.97亿元，较年初减少4.95%，根据相关协议约定，款项有固定的划款时间，故计入公司长期债务。

2014~2016年，公司全部债务规模逐年减少，年均复合减少7.28%。截至2016年底，公司全部债务48.18亿元，较年初减少10.98%；其中短期债务占比71.40%，长期债务占比28.60%，以短期债务为主。2014~2016年，公司资产负债率分别为85.21%、68.17%和67.00%，全部债务资本化比率分别为76.41%、50.72%和47.27%，均逐年下降，主要系2015年股东增资所致；长期债务资本化比率分别为49.94%、18.48%和20.41%，波动下降，其中2015年的下降主要系股东增资所致。2015年股东增资后，公司债务负担大幅减轻，处于合理水平。

截至2017年6月底，公司负债合计110.33亿元，较年初小幅增长1.14%；其中，流动负债占比76.20%，非流动负债占比23.80%，非流动负债占比较年初上升8.48个百分点，主要系公司调整债务结构，短期借款大幅减少、长期借款增加以及发行债券所致。

截至2017年6月底，公司全部债务47.15亿元，较年初减少2.12%，其中短期债务占比50.78%，长期债务占比49.22%，长期债务占比较年初上升20.62个百分点，债务结构大幅改善；公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为66.60%、46.02%和29.56%，较年初均有所下降，公司债务负担处于合理水平。

总体看，近三年公司负债规模波动增长，以流动负债为主；增资完成后，公司债务负担处于合理水平，但债务结构以短期债务为主，长期借款存在集中偿付压力。

（2）所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益规模逐年增长，年均复合增长76.21%，主要系股东增资所致。截至2016年底，公司所有者权益53.73亿元，较年初增长2.18%，其中归属于母公司所有者权益占比64.47%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占比33.58%，资本公积占比42.21%，其他综合收益占比2.54%，未分配利润占比21.67%，以实收资本和资本公积为主，权益稳定性尚可。2015年，黄一峰、重庆富捷投资有限公司、黄伟、重庆同德投资集团有限公司、余宗常等以货币资金、债转股、中坤地产股权等形式对公司进行增资，公司实收资本和资本公积大幅增长。由于公司本部亏损，子公司计提的法定盈余公积合并抵消，公司未计提盈余公积。

截至2017年6月底，公司所有者权益合计55.32亿元，较年初小幅增长2.96%，其中归属于母公司所有者权益占比65.22%，权益结构变化不大。

总体看，受股东增资影响，公司所有者权益规模快速增长，权益稳定性尚可。

3. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入分别为39.90亿元、56.74亿元和50.02亿元，呈波动增长态势，年均复合增长11.97%；2015年营业收入较上年增长42.22%，主要系房地产结转收入增长所致；2016年营

业收入较上年减少11.84%，主要系公司进行转型升级，整合公司资源重点进行建筑产业化发展及PPP项目的拓展，传统业务规模有所下滑，建筑工程收入减少所致。2014~2016年，公司净利润分别为2.04亿元、7.78亿元和3.65亿元，呈波动增长态势；2015年净利润大幅增长280.68%，主要系毛利率较高的房地产项目结转以及公允价值变动收益规模较大所致；2016年净利润减少53.03%，主要系资产减值损失增加以及公允价值变动收益减少所致。2014~2016年，公司归属于母公司的净利润分别为0.61亿元、5.24亿元和1.90亿元。2014~2016年，公司营业利润率分别为13.30%、17.39%和20.45%，主营业务盈利能力提升。

从期间费用来看，2014~2016年，公司费用总额波动增长，年均复合增长3.07%。2016年公司费用总额4.26亿元，其中销售费用占比16.94%，管理费用占比52.46%，财务费用占比30.60%，以管理费用和财务费用为主。2014~2016年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长37.44%，主要系广告费、销售服务费等增长所致；管理费用基本保持稳定，年均复合减少0.07%；财务费用波动减少，年均复合减少3.17%，主要系债务规模缩减所致。2014~2016年，公司费用收入比分别为10.04%、6.93%和8.51%，呈波动下降态势，费用控制能力尚可。

从利润构成来看，2014~2016年，资产减值损失在营业利润中的占比分别为5.83%、-2.03%和34.64%，2016年资产减值损失规模较大，主要来自坏账准备和贷款损失准备，对利润造成较大侵蚀；公允价值变动收益在营业利润中的占比分别为23.59%、25.50%和-21.55%，主要来自以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产公允价值变动损益，对公司利润有较大影响；投资收益在营业利润中的占比分别为27.90%、7.22%和19.69%，主要来自处置长期股权投资产生的投资收益，对公司利润有较大影响；营业外收入在利润总额中的占比分别为18.50%、6.05%和19.86%，主要来自政府补助和非同一控制下企业合并形成的营业外收入，公司与地方政府及平台类企业合作的建筑施工项目较多，政府补助对利润形成一定补充。整体看，公司主营业务以外的利润来源规模较大。

从盈利指标来看，2014~2016年，公司营业利润率分别为13.30%、17.39%和20.45%，逐年上升，主要系主营业务毛利率波动上升所致；总资本收益率分别为5.60%、10.00%和5.36%，总资产报酬率分别为4.22%、7.67%和4.33%，净资产收益率分别为11.81%、22.26%和6.87%，均呈波动下降态势，主要系资产减值损失加大、公允价值变动损益减少使得利润规模波动减少所致。作为建筑业与房地产业相结合的企业，公司盈利能力指标尚可。

2017年1~6月，公司实现营业收入17.48亿元，较上年同期减少20.58%，主要系公司正在进行升级转型，整合公司资源重点进行建筑产业化发展及PPP项目拓展，并且为规避风险减少与小型公司的合作，传统业务规模有所下滑，PPP业务尚在准备或初始进场阶段所致；随着营业收入的减少，公司实现净利润1.59亿元，较上年同期减少27.61%。

总体看，近三年，公司收入和利润规模波动增长，费用控制能力尚可，但资产减值损失、公允价值变动收益、投资收益和营业外收入对公司利润有较大影响，公司整体盈利能力尚可。

4. 现金流

公司2014~2015年财务数据来自经审阅的备考报表，未编制现金流量表，本报告仅对公司2016年现金流状况进行分析。

从经营活动来看，2016年，公司经营活动现金流入62.98亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金39.16亿元，收到其他与经营活动有关的现金21.16亿元；经营活动现金流出61.06亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金37.59亿元，支付其他与经营活动有关的现金19.49亿元。公司其他与经营活动有关的现金收支较大，主要系建筑工程业务需支付各类保证金规模较大所致。2016年，公

司经营活动现金流量净额1.92亿元，呈净流入状态；现金收入比率为78.28%，处于较低水平。

从投资活动来看，2016年，公司投资活动现金流入8.60亿元，公司以股权投资方式承建了部分工程业务，投资活动现金流入主要来自业务完成后收回股权投资收到的现金；投资活动现金流出7.23亿元，主要为以股权投资方式承接的工程业务的投资；投资活动现金流量净额1.38亿元，呈净流入状态。

从筹资活动来看，2016年，公司筹资活动现金流入42.43亿元，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出47.08亿元，主要为偿还债务支付的现金；筹资活动现金流量净额-4.65亿元，呈净流出状态。

2017年1~6月，公司经营活动现金流量净额1.95亿元，投资活动现金流量净额0.94亿元，筹资活动现金流量净额-3.43亿元。

总体看，2016年，公司经营活动和投资活动现金流均为净流入状态，筹资活动现金净流出，收入实现质量一般，施工垫资造成的资金占用明显。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2014~2016年，公司流动比率分别为1.29倍、1.52倍和1.60倍，逐年上升，主要系存货规模增长所致；速动比率分别为0.78倍、0.81倍和0.78倍，基本保持稳定；现金短期债务比分别为0.27倍、0.53倍和0.36倍，波动上升，现金类资产对短期债务的覆盖程度较弱。2016年，公司经营现金流动负债比率为2.07%，经营性净现金流对流动负债的覆盖程度不高。整体看，公司短期偿债能力指标尚可。

从长期偿债能力指标来看，2014~2016年，公司EBITDA波动增长³，年均复合增长21.36%，主要系利润总额的波动增长所致。2016年，公司EBITDA为7.60亿元，其中利润总额占比68.05%，计入财务费用的利息支出占比25.46%，折旧和摊销占比6.49%。2014~2016年，公司EBITDA利息倍数波动上升，分别为1.45倍、3.27倍和2.65倍，EBITDA对利息的覆盖程度尚可；EBITDA全部债务比分别为0.09倍、0.21倍和0.16倍，波动上升，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力指标尚可。

截至2017年6月底，公司合并口径获得的金融机构授信额度合计39.83亿元，其中尚未使用的额度24.44亿元，间接融资渠道较畅通。

截至2017年6月底，公司存在26笔对外担保，担保额合计10.90亿元，占公司2017年6月底所有者权益的19.70%，公司存在一定或有负债风险。公司对外担保的到期日均为2017~2018年，目前被担保企业经营情况正常。

截至2017年6月底，公司作为被告方的未决诉讼共4起，主要为建设工程施工合同纠纷，涉案金额合计1.28亿元，最高的单项涉诉金额为0.87亿元；公司作为原告方的未决诉讼共9起，主要为建设工程施工合同纠纷和小贷业务不良贷款纠纷，涉案金额合计2.78亿元。公司面临一定的或有负债风险。

根据公司提供的中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G10500102000835406），截至2017年8月14日，公司无未结清或已结清的不良或关注类信贷信息记录。

总体看，公司偿债能力指标尚可，考虑到公司资质较为齐全，行业经验丰富，盈利能力较强，具有较强的区域竞争力，公司整体偿债能力很强。

³由于公司未编制2014~2015年备考现金流量表，2014~2015年的EBITDA中的折旧和摊销为公司单独提供。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2017 年 6 月底，公司全部债务合计 47.15 亿元。本期拟发行债券规模不超过 15.00 亿元，占全部债务的 31.81%，对公司债务水平有较大影响。

以 2017 年 6 月底的财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 15.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率将分别变为 69.38%、52.91% 和 40.85%，上升了 2.77 个百分点、6.89 个百分点和 11.30 个百分点，债务负担有所增加，但仍处于可控水平，债务结构大幅改善。考虑到募集资金将部分用于偿还公司现有债务，本期债券的发行对公司整体债务负担的影响将低于上述预测值。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2016 年的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 7.60 亿元，为本期债券发行额度（15.00 亿元）的 0.51 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在建筑行业排名较高，经验丰富，资质齐备，在重庆及四川地区拥有一定的区域竞争力和品牌优势；公司业务涉及建筑及房地产等多个板块，盈利能力较强；PPP 项目兰州中通道项目规模大、门槛高，对提高公司建筑工程整体竞争力具有明显的积极作用，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

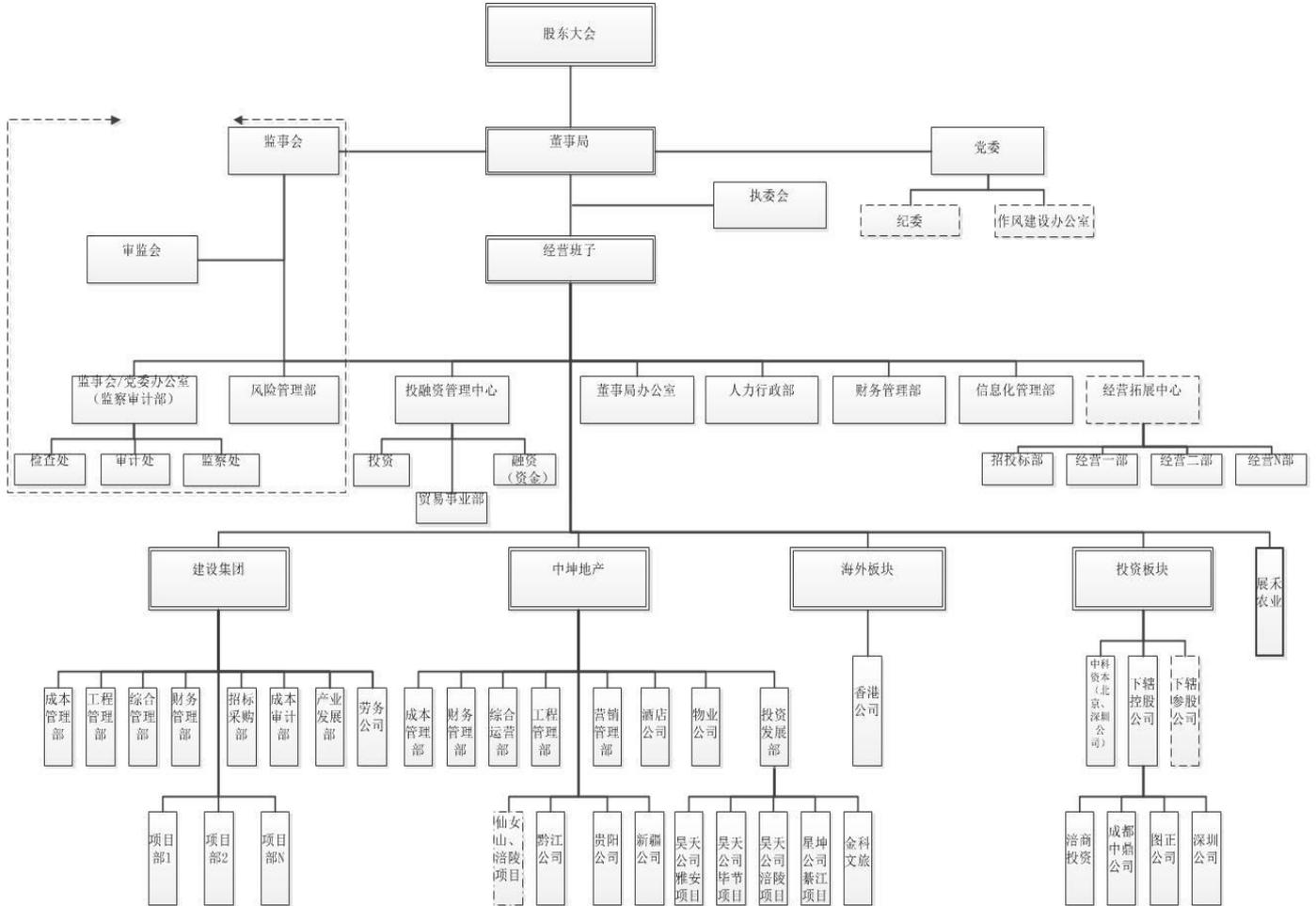
九、综合评价

公司作为国内规模较大的民营建筑企业之一，建筑施工经验丰富，承包资质齐全、等级较高，具备较强的区域竞争力和区域品牌影响力。公司建筑业务模式加速转型升级，客户质量较高。同时，联合评级也关注到公司建筑工程和房地产业务的区域集中度较高、垫资施工对资金造成占用、单个项目对公司有重要影响、房地产项目存在一定的去化压力等因素可能对公司信用状况造成的不利影响。

目前公司积极拓展 PPP 项目，推进建筑产业化的研发，未来随着公司建筑业务转型升级，公司核心竞争力有望提升，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 重庆市中科控股有限公司 组织架构图



附件 2 重庆市中科控股有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-6 月
资产总额 (亿元)	116.98	165.22	162.82	165.65
所有者权益 (亿元)	17.30	52.58	53.73	55.32
短期债务 (亿元)	38.77	42.19	34.40	23.94
长期债务 (亿元)	17.26	11.92	13.78	23.21
全部债务 (亿元)	56.04	54.12	48.18	47.15
营业收入 (亿元)	39.90	56.74	50.02	17.48
净利润 (亿元)	2.04	7.78	3.65	1.59
EBITDA (亿元)	5.16	11.10	7.60	--
经营性净现金流 (亿元)	--	--	1.92	1.95
应收账款周转次数 (次)	4.76	4.51	3.28	--
存货周转次数 (次)	0.93	0.79	0.52	--
总资产周转次数 (次)	0.37	0.40	0.30	--
现金收入比率 (%)	--	--	78.28	139.28
总资本收益率 (%)	5.60	10.00	5.36	--
总资产报酬率 (%)	4.22	7.67	4.33	--
净资产收益率 (%)	11.81	22.26	6.87	--
营业利润率 (%)	13.30	17.39	23.97	22.32
费用收入比 (%)	10.04	6.93	8.51	11.49
资产负债率 (%)	85.21	68.17	67.00	66.60
全部债务资本化比率 (%)	76.41	50.72	47.27	46.02
长期债务资本化比率 (%)	49.94	18.48	20.41	29.56
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.45	3.27	2.65	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.09	0.21	0.16	--
流动比率 (倍)	1.29	1.52	1.60	1.80
速动比率 (倍)	0.78	0.81	0.78	0.83
现金短期债务比 (倍)	0.27	0.53	0.36	0.50
经营现金流动负债比率 (%)	--	--	2.07	2.32
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.34	0.74	0.51	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、公司 2014~2015 年财务数据来自备考审阅报表，2016 年财务数据来自审计报告；3、公司未编制 2014~2015 年备考现金流量表，2014~2015 年 EBITDA 中的折旧及摊销为公司单独提供；4、2017 年 1~6 月财务报表未经审计，相关指标未年化。

附件 3 有关财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 重庆市中科控股有限公司

2017年公开发行公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年重庆市中科控股有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

重庆市中科控股有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。重庆市中科控股有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注重庆市中科控股有限公司的相关状况，如发现重庆市中科控股有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如重庆市中科控股有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至重庆市中科控股有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送重庆市中科控股有限公司、监管部门等。


联合信用评级有限公司
二零一七年九月十一日