

# 信用等级公告

联合[2017]165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（第一期）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（第一期）信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一七年三月三日

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（第一期）信用评级报告

本次债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 20 亿元

本期发行规模：不超过 5 亿元

债券期限：不超过 5 年，含第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

评级时间：2017 年 3 月 3 日

## 主要财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	101.13	116.98	165.22
负债总额 (亿元)	86.65	99.67	112.64
所有者权益 (亿元)	14.48	17.30	52.58
长期债务 (亿元)	19.18	13.41	8.79
全部债务 (亿元)	48.41	52.18	50.99
营业收入 (亿元)	48.16	39.90	56.74
净利润 (亿元)	2.53	2.04	7.78
EBITDA (亿元)	4.36	5.16	11.60
经营性净现金流 (亿元)	--	--	--
营业利润率 (%)	14.04	13.30	17.39
净资产收益率 (%)	17.50	12.86	22.26
资产负债率 (%)	85.68	85.21	68.17
全部债务资本化比率 (%)	76.98	75.10	49.23
流动比率 (倍)	1.38	1.29	1.52
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.09	0.10	0.23
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.61	2.50	6.51
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.22	0.26	0.58
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.87	1.03	2.32

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 2013-2015 年财务数据均来自备考财务报表；3. 公司未编制备考现金流量表，相关指标无法测算，EBITDA 中的折旧及摊销为公司单独提供。

## 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。公司业务模式加速转型升级，经营情况良好，整体盈利能力较强。同时，联合评级也关注到公司主业经营规模及盈利能力受房地产行业景气度及房地产开发项目周期等因素影响呈现波动，近年来获取土地规模有所下降、现有土地储备区域较为集中，房地产开发项目存在一定的去化压力，垫资施工对资金造成占用等因素可能对公司信用状况造成的不利影响。

近年来公司建筑业务经营情况良好，2015 年通过非同一控制下的企业合并新增房地产开发业务，业务规模进一步扩大，形成了建筑地产联动、一二级开发联动的业务模式，未来随着公司在建项目的陆续竣工实现收入，公司有望保持稳健发展，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。

## 优势

1. 公司拥有十余年建筑施工经验，承包资质齐全、等级较高，工程质量较好，为国内规模较大的民营建筑企业之一，在重庆、四川等地具有较强的区域竞争力和品牌影响力。

2. 近年来，公司项目承揽合同额逐年增长，在房地产行业景气度下滑的背景下，政府类工程比例有所提高；建筑工程业务客户主要为政府及相关单位及知名房地产开发企业，管理较为成熟和规范，风险控制水平较高，为公司平稳运营和稳健发展提供了保障。

3. 公司通过集中采购的方式提高建筑原材料的议价能力,降低采购成本,原材料成本管理能力强。

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,位置均为当地核心区域,且土地成本较低。

#### 关注

1. 建筑业与国民经济及固定资产投资增速有密切联系,在宏观经济减速的大背景下,建筑行业整体经营情况欠佳。

2. 受全国房地产市场景气度影响,近年来公司建筑业务规模及盈利能力有所波动,近年来房地产行业投资增速放缓,对公司建筑业务的拓展和盈利构成一定的挑战。

3. 公司现有房地产项目区域集中度较高,主要位于重庆周边区县以及四川、贵州等省份的地级市,以三、四线城市为主,存在一定的去化压力,区域房地产政策和市场波动对盈利能力的影响也需关注。

4. 公司债务规模波动增长,债务结构中短期债务占比较高,存在一定的短期支付压力;公司2015年盈利构成中,公允价值变动损益占比较大。

5. 本报告相关财务及数据分析全部基于公司提供的经审阅的财务报表。

#### 分析师

刘 薇

电话: 010-85172818

邮箱: liuw@unitedratings.com.cn

蔡 昭

电话: 010-85172818

邮箱: caiz@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：



联合信用评级有限公司

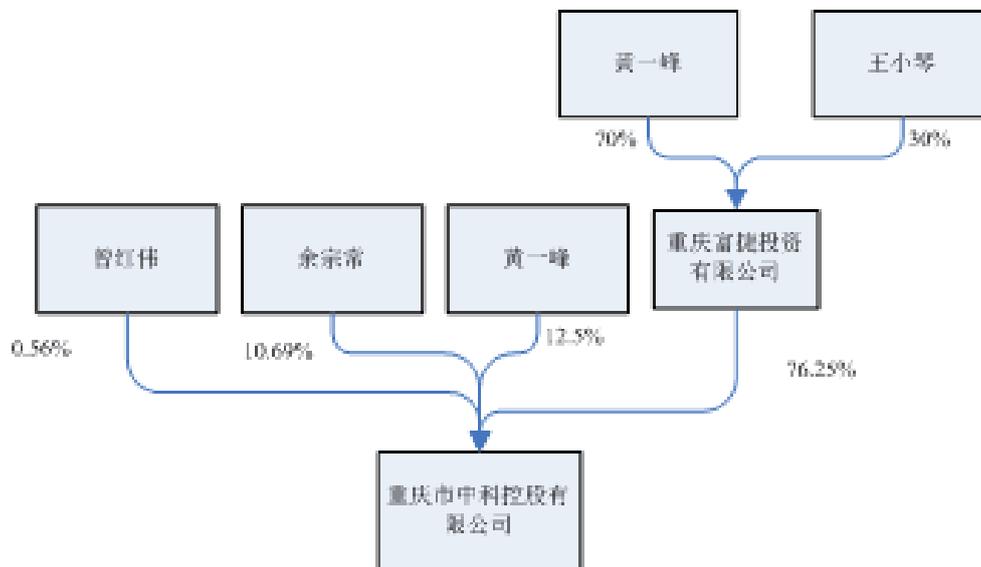
## 一、主体概况

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），由黄一峰、王小琴出资设立，注册资本为 2,000.00 万元，其中黄一峰持股比例为 70.00%，王小琴持股比例为 30.00%。2014 年 4 月，黄一峰及王小琴分别对公司增资，注册资本变更为 5,000.00 万元，股东持股比例未发生变化。

2015 年 4 月，黄一峰将持有的公司 70% 的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 25,198.00 万元，成为公司新股东，公司注册资本变更为 30,198.00 万元，其中富捷投资出资 83.40%、黄伟出资 11.60%、王小琴出资 5.00%。2015 年 12 月 8 日，黄伟、王小琴分别将其持有的公司 11.60%、5.00% 的股份转让给黄一峰，转让后富捷投资持股 83.40%，黄一峰持股 16.60%。2015 年 12 月 25 日，重庆中坤房地产开发有限公司股东重庆同德投资集团有限公司、丁长春将持有的重庆中坤房地产开发有限公司（以下简称“中坤房地产”）100% 股权投入公司，成为公司新股东，同时富捷投资以债权 50,000.00 万元转股权出资，其中 5,300.00 增加注册资本，44,700.00 万元增加资本公积。2015 年 12 月 31 日，重庆同德投资集团有限公司、丁长春分别将其持有的公司 10.69%、0.56% 的股份转让给新股东余宗常、曾红伟，同时公司将 76,700.00 万元资本公积转增注册资本。

截至 2015 年 12 月底，公司注册资本增至 116,700.00 万元。公司股权结构为：重庆富捷投资有限公司出资 88,977.90 万元，持股比例 76.25%；黄一峰出资 14,587.50 万元，持股比例 12.50%；余宗常出资 12,477.70 万元，持股比例 10.69%；曾红伟出资 656.90 万元，持股比例 0.56%。黄一峰直接持有公司 12.50% 的股权，并通过其控股的富捷投资间接持有公司 76.25% 的股权，为公司实际控制人。

图 1 截至 2015 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要经营范围为：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 2015 年底，公司下设董事局办公室、总裁办公室、财务管理部、风险管理部、投资管理部、产业发展部、资金管理部、招标采购部、人力行政部 9 个职能部门（附件 1）；拥有重庆中科建设（集团）有限公司、重庆中坤房地产开发有限公司等 10 个一级控股子公司。截至 2015 年底，公司拥有在职员工 1,504 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 165.22 亿元，负债合计 112.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 52.58 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 33.14 亿元。2015 年，公司实现营业收入 56.74 亿元，净利润 7.78 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 5.24 亿元<sup>1</sup>

公司 2013~2015 年财务数据均来自备考财务报表，由于公司未编制备考现金流量表，本报告未对现金流数据及相关指标进行分析。

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、本次债券概况及募集资金用途

### 1. 本次债券概况

本次债券名称为“重庆市中科控股有限公司 2017 年公开发行公司债券”，面向合格投资者公开发行，发行规模为不超过人民币 20.00 亿元，采取分期发行方式，首期发行规模不超过 5 亿元。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（第一期）”，期限不超过 5 年，含第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券面值为 100 元，按面值平价发行。本期债券为固定利率债券，债券利率由发行人及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。

本次债券无担保。

### 2. 本次债券募集资金用途

本次发行公司债券的募集资金扣除发行费用后拟用于偿还金融机构借款、补充流动资金、改善公司债务结构。

## 三、行业分析

公司主要从事建筑施工、房地产开发等业务。

### 1. 建筑行业

#### （1）建筑行业概况

建筑业是国民经济的重要物质生产部门，它与整个国家经济的发展、人民生活的改善有着密切的关系。中国正处于从低收入国家向中等收入国家发展的过渡阶段，建筑业的增长速度较快，对国民经济增长的贡献也较大。1978 年以来，建筑市场规模不断扩大，国内建筑业产值增长了 20 多倍，建筑业总产值占国内生产总值的比重从 3.8% 增加到了 7.0%，成为拉动国民经济快速增长的重要力量。就近十年国内 GDP 和建筑业产值的数据进行统计分析，二者的相关系数达到 0.998；GDP 每增加 10 亿，可以拉动建筑业总产值增长 2.304 亿元。

2015 年，全年国内生产总值 676,708.00 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.9%，增速创近几

<sup>1</sup>公司未编制 2013~2015 年备考现金流量表

年新低；面对不断下行的经济压力，2015年全国建筑业总产值180,757.00亿元，占GDP的比重为26.71%，比上年增长2.29%，与2014年增长10.92%相比，建筑业总产值增速大幅跳水，国内经济下行对建筑业发展影响较大。近年来，建筑业总产值占GDP的比重如下表所示：

表1 建筑业总产值占GDP的比重（单位：亿元）

年份	国内生产总值	增长率（%）	建筑业总产值	增长率（%）	占GDP比重（%）
2011年	473,104.00	9.3	117,059.65	22.95	24.74
2012年	519,322.10	7.8	135,303.34	15.58	26.05
2013年	568,845.00	7.7	159,313.00	17.75	28.01
2014年	636,463.12	7.4	176,713.00	10.92	27.76
2015年	676,708.00	6.9	180,757.00	2.29	26.71

资料来源：国家统计局

固定资产投资方面，建筑业发展与固定资产投资密切相关。2002年以来，与建筑行业密切相关的全社会固定资产投资总额增速持续在15%以上高位运行，尤其2007年到2010年，全社会固定资产投资总额增速维持在23%以上。2011年后，由于受国外欧债危机、国内通货膨胀的影响，国家加大了宏观调控力度，全社会固定资产投资总额增速有所下降，但仍维持在20%以上的高位。进入2013年，国内经济发展速度回落，固定资产投资增速下降。2015年，全年固定资产投资（不含农户）551,590亿元，比上年名义增长10.0%，扣除价格因素实际增长12.0%，实际增速比上年回落2.9个百分点。三次产业投资同比分别增长31.8%、8.0%和10.6%。从到位资金情况看，2015年全年到位资金573,789亿元，比上年增长7.7%。其中，国家预算资金增长15.6%，国内贷款下降5.8%，自筹资金增长9.5%，利用外资下降29.6%。全年新开工项目计划总投资408,084亿元，比上年增长5.5%。2015年全国固定资产投资增速也明显回落，这也对建筑业增速的大幅下降产生较大的影响。总体看，建筑业发展状况与国内经济水平、固定资产投资规模变动密切相关，近年来宏观经济下行、固定资产投资增速放缓给建筑业发展带来了一定的负面影响。

从竞争状况来看，2015年，受宏观经济下行的影响，小型建筑企业被兼并重组或退出，建筑业企业个数为80,911家，较2014年小幅下降。近年来，建筑业行业总利润呈波动增长态势，除2008年受全球金融危机影响建筑行业利润大幅下降外，建筑行业利润均保持增长，但增长率本身呈下降趋势，这反映出行业竞争的相对激烈。2010~2015年建筑行业企业个数及主要经营指标如下表所示。

表2 2010~2015年建筑行业企业个数及主要经营指标

项目	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
企业个数（个）	71,863	72,280	75,280	78,919	81,141	80,911
总产值（亿元）	96,031.13	116,463.32	137,217.86	160,366.06	176,713.40	180,757.00
总利润（亿元）	3,422.32	4,168.20	4,818.00	5,672.97	6,292.57	--

资料来源：Wind资讯

## （2）上游原材料

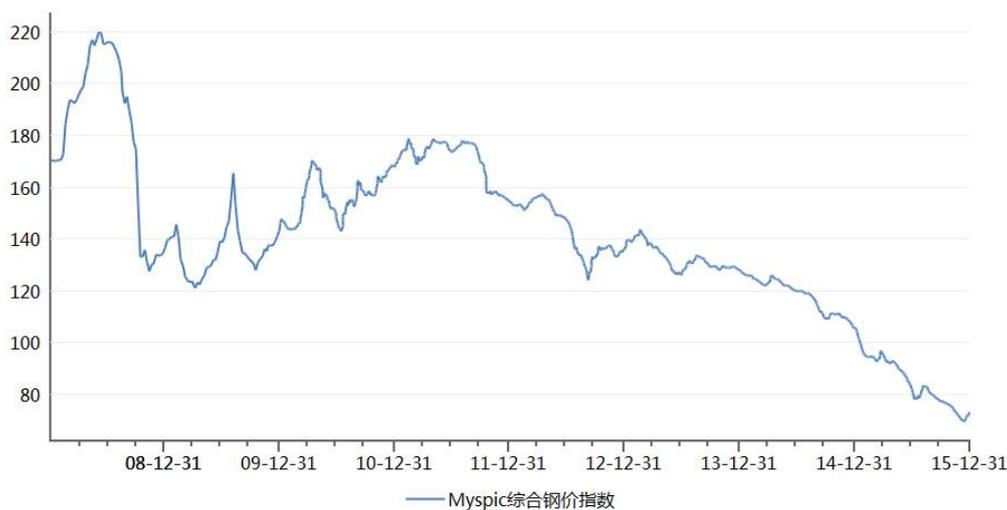
原材料方面，建筑业上游行业主要是为建筑企业生产提供原材料的企业，如钢铁行业、水泥行业等。

钢铁方面，行业产能处于过剩状态，钢价指数不断下滑。2008年，伴随金融危机后基建方面的大幅度扩张，钢价指数不断上升；2010年受欧洲债务危机、美国经济增速放缓、国内房地产行业调控等因素影响，钢材价格上涨动力疲软，钢价指数波动下滑。2011年钢材价格呈现震荡下跌

走势。自2012年以来，国民经济发展疲软，加之钢材产能严重过剩，中国钢材市场基本呈现波动下滑的走势，截至2015年底，Myspic综合钢价指数跌至73.03点（见下图）。

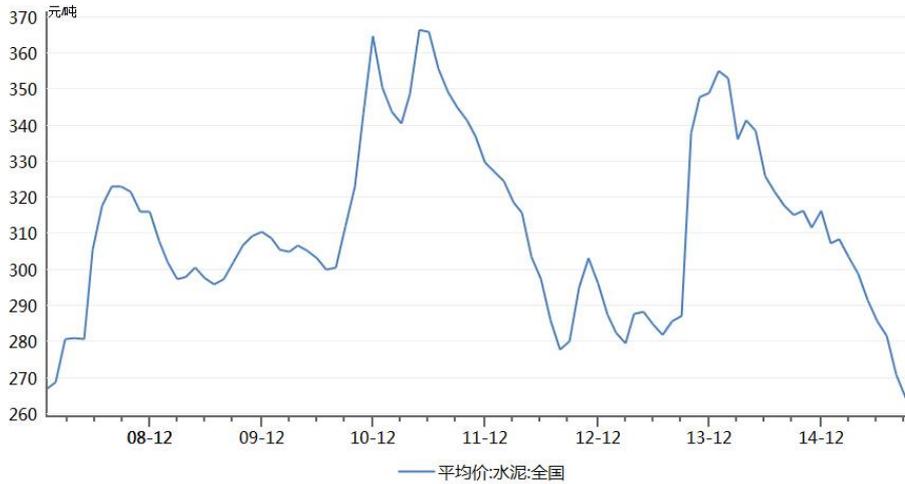
钢材价格造成的成本风险整体来说并不大，但是也不能排除在局部项目、个别钢材品种因为短期供求波动而造成的议价风险。与此同时，与供给商的关系，以及建筑企业在购买钢材过程中的议价能力的变化，也会造成钢材价格可能成为建筑企业成本风险的重要来源。

图 2 2008-2015 年 Myspic 综合钢价指数



水泥行业作为周期性很强的行业，其产品价格与整个经济周期关系密切。近年来，国民经济持续快速发展、固定资产投资迅速增长，带动了水泥需求较快增长，中国水泥产销量逐年提高。受原材料价格波动和产能充分释放等因素的影响，水泥价格整体波动幅度较大。2011年以来，由于水泥需求总体依然偏弱，水泥供过于求的局面依然明显。2013年底，水泥价格有所波动上升，但2014年，水泥价格延续了波动下降的态势。2015年1~12月水泥价格连续震荡下行，2015年1月1日水泥价格为314.50元/吨，12月31日价格为280.67元/吨，跌幅为10.76%。整体上看，2015年中国水泥平均价格基本呈现波动下滑的态势。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，使得劳动力密集型企业的建筑行业人工成本不断上升。2008年以来全国普通水泥平均价格走势如下图所示：

图 3 2008 年以来全国普通水泥平均价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

总体上看，受建筑行业上游原材料供应比较充足的影响，上游原材料价格整体呈平稳下降的趋势，有利于建筑企业控制成本。

### （3）建筑行业经营模式

受单纯建设施工利润较低的内在驱动，建筑行业的经营模式由施工承包、施工总承包到设计施工总承包、BT、BOT 项目运营承包方式演变，建筑行业的横向分割被打破，综合性的 EPC<sup>2</sup>、BOT<sup>3</sup>、BT<sup>4</sup>、BOOT<sup>5</sup>、PPP<sup>6</sup>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。

随着中国加入 WTO 过渡期的结束，经济全球化不断加深，对建筑业产生较大影响，主要表现为建筑市场互换、建筑材料和设备的关税减免和壁垒清除，较多外国工程公司以先进的管理理念和技术进入并迅速占领中国建筑高端市场。同时，通过并购整合培育起来的中国大型建筑企业逐步与国际惯例接轨并利用自身优势打入海外市场，但目前主要集中在发展中国家的相对低端市场。

目前，工程项目日益大型化、复杂化，使承包模式沿着工程建设的五个阶段—计划、组织、设计、施工和管理，向前或向后延伸，使建筑承包商从以施工承包为中心职能的劳动密集型企业，向以管理监督为中心职能的知识技术密集型企业转变。工程总承包（EPC）是国际通行的一种工程项目建设实施模式。我国自 20 世纪 80 年代开始试点以来，规模不断扩大，已从化工、石化行业逐步渗透到建筑、冶金、电力、市政、交通等多个领域。据不完全统计，大型建筑企业每年约有 30%-40% 的合同采用了施工总承包模式。

随着中国基础设施的大举兴建以及公用事业的发展，有力推动了建筑业生产方式变革。以工程总承包（EPC）为主流模式延伸至 BT、BOT 模式。自 20 世纪 80 年代中国第一个 BOT 项目（深圳沙角 B 电厂项目）实施建设以来，经过多年发展，BOT 融资模式已被业内所熟悉和普遍应用。BT 模式作为 BOT 模式的一种演变，也逐渐作为政府公共工程的投融资模式。采用 BOT、BT、

<sup>2</sup>“设计-采购-施工总承包模式”（Engineer-Procure-Construct）

<sup>3</sup>“建设—经营—转让”（Build-Operate-Transfer）

<sup>4</sup>“建设-转让模式”（Build-Transfer）

<sup>5</sup>“建设-拥有-经营-转让模式”（Build-Own-Operate-Transfer）

<sup>6</sup>“公私合营模式”(Public-Private partnership)

PPP 等工程建设管理方式，不仅能够创新项目融资模式、项目管理模式和政府监管模式，而且通过强势政府与实力雄厚的企业之间强强联合、优势互补，能够实现投资效益和社会效益最大化。

总体看，工程项目的承包模式主要经历了 EPC、BOT、CM 三大系列的演变，其他各种承包模式为其衍生组合而成。EPC 系列更注重建筑企业的设计、采购和施工能力。EPC 模式对中国产品与劳务出口带动能力较强，中国相对廉价的产品与劳务也形成了建筑企业 EPC 市场的竞争力；BOT 系列模式相对注重建筑企业的融资能力、风险管理能力；CM 系列模式更注重建筑企业的项目管理及多方协调能力。

#### (4) 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。建筑业企业资质分为施工总承包、专业承包和劳务分包三个序列：①获得施工总承包资质的企业，可以对工程实行施工总承包或者对主体工程实行施工承包。承担施工总承包的企业可以对承接的工程全部自行施工，也可以将非主体工程或者劳务作业分包给具有相应承包资质或者劳务分包资质的其他建筑业企业。②获得专业承包资质的企业，可以承接施工总承包企业分包的专业工程或者建设单位按规定发包的专业工程。专业承包企业可以对所承接的工程全部自行施工，也可以将劳务作业分包给具有相应劳务分包资质的劳务分包企业。③获得劳务分包资质的企业，可以承接施工总承包企业或者专业承包企业分包的劳务作业。

国务院建设行政主管部门负责全国建筑业企业资质的归口管理工作。国务院铁道、交通、水利、信息产业、民航等有关部门配合国务院建设行政主管部门实施相关类别建筑业企业资质的管理工作。省级人民政府建设行政主管部门负责本行政区域内建筑业企业资质的归口管理工作。省、自治区、直辖市人民政府交通、水利、通信等有关部门配合同级建设行政主管部门实施相关资质类别建筑业资质的管理工作。建筑业企业应当向企业注册所在地县级以上地方人民政府建设行政主管部门申请资质。中央管理的企业直接向国务院建设行政主管部门申请资质。

目前，国内建筑行业的竞争特点主要体现在建筑设计、施工，地方垄断，外部建设公司准入困难等等，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 3 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	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	
	中国中铁	
	中国中冶	
	中国交通建设集团	
区域龙头	浦东建设	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	
	北京建工	
	隧道股份	
	龙元建设	
外资企业	Shimizu（日本清水）	占有国内高端市场，主要优势在设计和工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
	Skanska（瑞典斯堪斯卡）	
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：联合评级通过公开资料整理

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之 EPC、BT、BOT 等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。

#### （5）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。

此外，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。

##### 技术风险

中国正处于城镇化进程加速发展时期，过去很少涉及在跨海、长距离地下、高原等恶劣环境中施工，建筑物层高、体量等对施工技术的要求也相对较小，而现在各种大体量、超高层等高技术含量工程的比例越来越高，随之而来的施工技术风险也越来越突出。这类工程往往对项目设计、施工方案组织等技术要求非常高，极易出现项目投资、施工周期、质量、安全等方面的问题。近年来在中国各地陆续发生的安全事件大多数情况下就是与建筑业技术要求相关，如城市地下轨道交通的建设方面，上海、广州等地都出现过不同程度的地铁工程事故，造成了重大经济损失。

##### 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。近年来，国民经济持续快速发展、固定资产投资迅速增长，带动了水泥需求较快增长，国内水泥产销量逐年提高，价格持续下降。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。另外，建筑业企业的管理成本、销售费用以及财务费用也在逐年增加，未来建筑业面临的成本风险较大。

#### （6）未来发展

建筑业发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资直接驱动着行业增长。虽然我国固定资产投资额有所回落，但从长远来看，城镇化建设的推进将带来大量城市房屋建设、城市基础设施建设、城市商业设施建设的需求，同时大量工业与能源基地建设、交通设施建设等市场也将保持旺盛的需求，我国建筑业仍处于较快发展进程之中。

城镇化方面，城镇化建设是建筑市场的亮点。根据《国务院关于加快棚户区改造工作的意见》（国发[2013]25号），2013-2017年内我国将改造各类棚户区1,000万户，包括城市棚户区、国有工矿棚户区改造等。可以预期，棚户区的改造将带来大量房屋建设需求。近年来国家积极推进城镇化建设，截至2015年底，我国城镇化率56.1%，较上年提高1.33%。伴随着城镇化的推进，国家全面加强城市基础设施建设。

工业化方面，目前中国基础设施水平依旧不高，尤其以区域不平衡更为明显。全国范围内获批上升为国家发展战略的区域规划相继出台，形成了“东部率先”、“中部崛起”、“东北振兴”、“成渝经济圈”等板块。此外，2014年以来，我国先后提出“一带一路”、亚投行等思路，国务院批复《长

江中游城市群发展规划》等，众多区域规划的出台与实施，将迎来大量基础设施建设战略布局与投资，为建筑业企业带来较大的市场需求。

总体看，短期内，受经济不确定性增大的影响，中国宏观经济存在增速持续放缓的压力。基于建筑行业与宏观经济的高相关性，基建投资疲软，以及房地产投资继续下滑，加之其举债经营的特性，建筑企业经营压力加大；但从未来来看，区域经济的持续发展、城镇化建设等都为建筑业企业提供了广阔的市场空间，建筑行业仍将伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

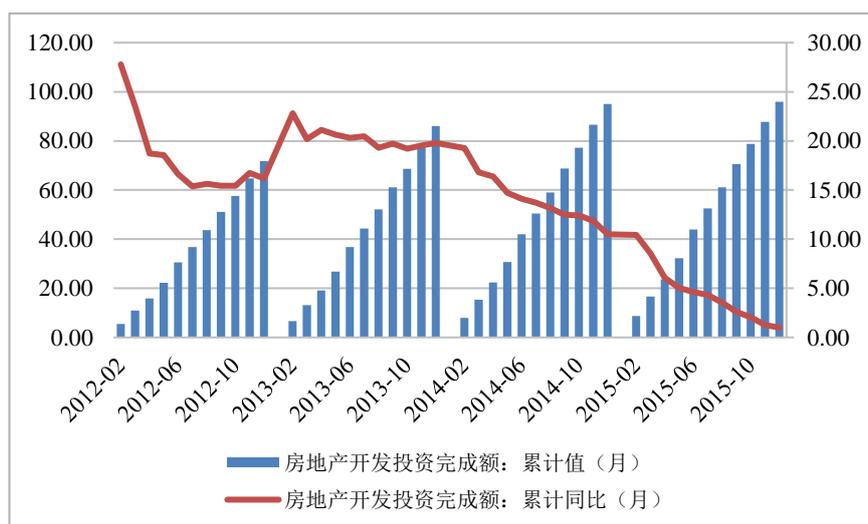
## 2. 房地产行业

### (1) 房地产行业概况

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，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

从近年房地产行业发展趋势来看，2011年以来，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场持续低迷。2012年，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。进入2013年，我国房地产市场景气度有所回升，2013年全年房地产开发投资86,013.38亿元，同比增长19.79%，增速同比提高3.6个百分点。2014年以来，我国房地产行业增速持续减缓，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，2014年全年房地产开发投资95,035.61亿元，名义同比增长10.49%，较2013年同期增速大幅下滑9.30个百分点。2015年，全国房地产开发投资95,978.84亿元，较上年名义增长1.0%，增速较上年同期下滑9.5个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资64,595.24亿元，同比增长0.38%；办公楼投资6,210.00亿元，同比增长10.1%；商业营业用房投资14,607.00亿元，同比增长1.82%。

图4 2012~2015年全国房地产开发投资情况（单位：千亿元，%）



资料来源：wind 资讯

从商品房销售价格看，2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、天津、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷

纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过 20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入 2012 年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于 2012 年 6 月实现环比小幅上涨，结束了连续 9 个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2013 年 12 月百城住宅均价为 10,833 元/平方米，同比上涨 11.51%。2014 年以来，由于各地限购的影响持续深化，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，同比下跌 2.69%，环比下跌 0.92%，连续第 5 个月下跌，环比跌幅扩大 0.33 个百分点。

2015 年以来，房地产行业受到多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积明显回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 12 月，百城住宅平均价格为 10,980.00 元/平方米，同比增长 4.15%，增速较上年同期增加 6.84 个百分点；环比增长 0.74%。2015 年以来一线城市房价基本保持持续增长态势，且增幅相对较大；二线城市房价自 2014 年 4 月份以来连续 12 个月下跌，2015 年 5 月份开始有所好转，11~12 月份回暖趋势较为明显；三线城市房价自 2014 年至 2015 年 7 月连续下跌，8 月份开始虽有所回升，但回升趋势并不明显。

从行业竞争来看，2014 年，行业集中度进一步提升。2014 年房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别提高到 16.92%和 22.79%，分别提高了 3.20 和 3.91 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.44%和 13.65%，分别提高了 1.82 和 2.19 个百分点（详见下表）。2015 年房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大，其中一季度房企的销售情况并不乐观，从二季度开始逐步好转，三季度后一线和重点二线城市表现火爆、热销项目频现，为房企全年业绩作出了较大贡献。

表 4 前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
前 10 大企业销售额占比	10.75	12.76	13.72	17.19	16.87
前 20 大企业销售额占比	14.97	17.98	18.88	23.15	22.82
前 10 大企业销售面积占比	5.78	7.72	8.62	10.51	11.31
前 20 大企业销售面积占比	7.66	10.38	11.46	13.74	14.62

资料来源：CRIC，中国地产评测中心。

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 5 2016 年发布的中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	融创中国控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	龙湖地产有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	华夏幸福基业股份有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

从行业政策方面来看，房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。进入2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。

2015年，中央定调稳定住房消费，密集出台金融信贷政策，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则五次降息降准。经此调整，一年期基准贷款利率下降至4.35%，均已处于历史地位。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度。

2016年，财政部、国家税务总局、住房城乡建设部三部门联合发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，通知明确规定了最新房产契税政策。新房产契税政策自2016年2月22日起执行。2016年2月2日，央行联合银监会发文下调不限购城市购房首付比例。其中，首套房的首付比例原则上最低为25%，各地可向下浮动5个百分点，同时，对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的再次购房最低首付款比例调整为不低于30%。上述政策的实行，有效降低了购房者的购房成本，对楼市需求有刺激作用。

## （2）行业关注

### 政策风险

房地产行业经历过去十几年的快速增长后，总体来看，各城市房地产市场形势出现分化，部分二三线城市供需严重失衡；同时，政府对房地产市场的调控方法也逐步从行政手段转向市场手段，各地限购限贷政策逐步退出，不动产登记及房产税等市场调节方式提上议事日程。房地产项目受政策及市场形势影响较大，公司所开发的项目也在所难免，存在一定程度的政策及市场风险。

### 商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。受近两年销售放缓影响，房地产商的开工意愿仍然不高。房屋新开工面积同比增速自2014年2月起始终保持负增长。

### 发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，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。百亿房企把握政策机遇，积极通过低成本公司债和定向增发等市场化融资方式，获得长期稳定的优质资本，渠道进一步拓宽，融资结构持续优化，资金成本显著下降。2015年百亿房企公司债发行量持续提升，特别是6月交易所对公司债开始放量以来，公司债呈爆发式增长，根据Wind资讯统计数据，截至2015年12月14日，上市房企总计

发行公司债2,974.06亿元，与去年同期的153.97亿元相比，同比暴涨18倍。另外，由于国内资本融资环境向好，海外上市百亿房企积极转向境内发债，融资规模达1,025亿元。

### 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。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。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。今年以来，已有重庆、福建等地提出促进房地产企业健康发展、加快去库存等相关措施。

### 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：万科、恒大、碧桂园、融创、远洋等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方式扩充资源，融创通过合作和直接收购两种主要方式，收购天朗、中渝置地、美联地产旗下部分优质地产项目，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

## 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、农业、金控、酒店等多个行业的中型现代化企业，下辖参控股子公司十余家，项目遍及全国二十余个省市，员工总数超过1,500人。目前公司在全国建筑业百强排名第25位，全国民企500强企业排第309位、重庆民企50强第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。公司目前拥有施工承包资质17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、土石方工程一级，公路工程二级、水工大坝二级、地基与基础工程二级、消防设施工程二级、水工隧道工程二级、园林古建筑工程二级等以及7个三级专业资质，可承接绝大部分施工业务；拥有房地产开发二级资质。截至2015年底，公司累计完成工程量2,000万平方米，累计开发建筑面积为50万平方米。

公司建筑业务主要集中重庆、四川、贵州、陕西、甘肃、新疆等地，客户包括政府及其相关单位、知名房地产开发商、企业等。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。截至2015年末，公司房屋建设业务总产值超过了60亿元；基础设施项目总产值约65亿元。

公司近年来在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，与重庆市黔江区和涪陵区、成都市新津区签订了一揽子投资合作开发协议，2016年与甘肃电投签订投资合作协议共同对兰州市三条岭土地进行一级开发。同时，还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，总投资额181.5亿元。公

司成立先后荣获“巴渝杯（重庆市优质工程）”、“三峡杯（重庆市优质结构）”、“涪州杯（涪陵区优质工程）”等称号，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，拥有实用新型专利 2 个。

此外，技术研发方面，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。

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，区域行业内具有良好品牌形象和较强的区域竞争力；未来伴随建筑产业化的逐步推进，有望进一步从技术、成本、质量、效率等方面提高综合竞争力。

## 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。近年来，黄一峰先生分别获得了“中国项目优秀管理者”、“优秀企业家”、被市委市政府授予的“第十二届重庆市五四青年奖章”，“重庆市第三届劳模”，第三届优秀中国特色社会主义事业建设者，第二届重庆市“十大渝商”、“60 年影响重庆经济的 60 位企业家”、全国建筑业优秀企业家、重庆市优秀企业家等荣誉。

截至 2015 年底，公司共有在职员工 1,504 人。其中生产人员占 60.77%，技术人员占 2.66%，销售人员占 8.31%，管理人员占 22.41%，其他人员占 5.85%；从文化程度看，公司无高中以下学历员工，高中及中专学历占 23.53%，大专学历占 39.10%，本科及以上学历占 37.37%。

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，公司配备研发人员 38 人，设立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 78 人，高级职称 31 人，中级职称 110 人，具备高素质的技术团队。近三年公司研发投入资金分别为 480 万元、540 万元和 665 万元，在营业收入中的占比分别为 0.10%、0.14% 和 0.12%。

此外，公司正在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，预计 2016 年 7 月底将全面完成设计工作，计划 8 月份全面开工。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,未来新技术转化为生产力有利于成本的降低。

#### 4. 税收优惠

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。

#### 5. 区域经济与政策

2015年,重庆市实现地区生产总值15,719.72亿元,同比增长11.0%。分产业看,第一产业增加值1,150.15亿元,同比增长4.7%;第二产业增加值7,071.82亿元,增长11.3%;第三产业增加值7,497.75亿元,增长11.5%。从五大功能区域看,截至2015年末,都市功能拓展区实现地区生产总值3,795.59亿元,同比增长11.7%;其中房地产开发投资完成1,509.15亿元,增长10.6%,对全市房地产投资的贡献率为119.6%,拉动全市房地产投资增长4.0个百分点。城市发展新区实现地区生产总值5,241.15亿元,同比增长11.7%;房地产开发投资完成864.51亿元,下降6.1%。渝东北生态涵养发展区实现地区生产总值2,717.60亿元,同比增长10.9%;房地产开发投资完成338.21亿元,增长24.1%。渝东南生态保护发展区实现地区生产总值870.95亿元,同比增长10.0%;房地产开发投资完成109.03亿元,增长0.9%。

近三年,重庆市房地产业总体发展较快。2015年重庆市房地产开发投资增速显著下降,但投资水平在整体上保持了增长。2013~2015年,重庆市房地产开发投资分别为3,012.78亿元、3,630.23亿元和3,751.28亿元,同比增长分别为20.11%、20.49%和3.33%。由于2015年以前,重庆市房地产市场保持着较高速的发展,导致重庆库存面积较大,开发企业投资热情降低。

施工面积方面,2015年,房地产开发企业房屋施工面积28,985.67万平方米,同比增长1.3%;其中,住宅施工面积19,390.32万平方米,下降4.5%。房屋新开工面积5,810.85万平方米,下降7.1%;其中,住宅新开工面积3,668.92万平方米,下降14.2%。房屋竣工面积4,630.29万平方米,增长24.5%;其中,住宅竣工面积3,185.90万平方米,增长15.0%。重庆市住宅的施工面积和新开工面积均有不同程度的下降,表明房地产项目进度有所减缓,房地产开发企业对当前市场保持观望态度。

房屋销售方面,近三年,重庆市商品房销售额呈增长态势,近三年商品房销售额分别为2,682.76亿元(同比增长16.78%)、2,814.99亿元(同比增长4.93%)和2,952.21亿元(同比增长4.87%)。由于2013年,重庆市房地产企业开发规模大幅扩张,导致2014年房地产市场库存水平偏高,制约了市场销售。近两年,重庆市多数开发企业调整策略,市场去库存化明显,商品房销售增幅明显下降。2015年,商品房销售面积5,381.37万平方米,同比增长5.5%。其中,住宅销售面积增长1.2%,办公楼销售面积增长18.0%,商业营业用房销售面积增长32.9%。

土地市场方面,2013~2015年,重庆市土地供应量呈下降趋势,分别为3,249.97万平方米(同比增长5.05%)、3,072.53万平方米(同比下降5.46%)和3,036.21万平方米(同比下降1.18%)。受房产市场低迷影响,2015市场行情导致政府推地幅度以及开发商拿地预期较低,房企去库存的任务重也使得房企拿地保持谨慎,且招拍挂中出现底价成交的频率较往年上升。

房地产市场政策方面，2015年5月，重庆市金融工作办公室、人民银行重庆营业管理部等部门联合发布《关于做好住房金融服务工作的通知》，明确指出暂时取消非市户籍居民家庭在办理住房贷款时提交缴纳社会保险、个人所得税纳税证明的有关要求，意味着重庆房贷新政全面取消对外地人的购房限制。2015年10月，重庆市政府发布《进一步促进房地产市场平稳发展的通知》，指出将加快建设照母山、蔡家、空港等北区新兴区域的市政配套；以及再次强调首套房首付比例降至25%、公积金贷款首付比例调至20%等，以促进房地产市场平稳发展。

截至2015年末，重庆市常住人口3,016.55万人，比上年增加25.15万人。城镇化率60.94%，比上年提高1.34个百分点。年末户籍总人口3,371.84万人。其中，城镇人口1,391.02万人，乡村人口1,980.82万人。全年外出市外人口505.50万人，市外外来人口150.21万人。

总体看，近三年，重庆市房地产市场总体发展较为平稳，房价基本稳定，重庆市房地产市场基本符合全国房地产市场基调。经历前期快速发展，存量积压现象较为明显，重庆市市民近年购房较为谨慎。2015年，重庆市区域经济保持快速发展，经济结构进一步优化，各项经济指标均稳步增长，为当地房地产市场发展提供了较好的外部环境。

## 五、管理分析

### 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，建立健全了较为完整的内部控制体系和监督机制。

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。执行董事对公司股东会负责。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。监事对股东会负责，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. 管理体系

公司根据自身情况制订了较为完整的管理体系和制度。公司下设董事局办公室、总裁办公室、财务管理部、风险管理部、投资管理部、产业发展部、资金管理部、招标采购部、人力行政部9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高度管理。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》、《资金管理办法》等配套管理制度，实行制度先行，对子公司进行高度财务管理。

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、高度集中管理、资金支出采取分级管理。

担保方面公司较为谨慎，分公司或项目部不得以任何理由对外借款或融资担保。

公司合同管理采用在公司统一领导下，建立合同归口管理部门，对合同按公司和各级子公司进行分级管理，及按合同签订履行主体不同分类管理的合同管理体制，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。

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》，要求公司及项目经理部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。

总体来看，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、农业、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和四川省内。2015年12月，公司通过非同一控制下的合并获得中坤房地产100%股权，并新增房地产开发业务，业务领域进一步向多元化发展，延伸产业链并控制土地成本，形成了建筑地产联动、一二级开发联动的业务模式。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数据均采用备考财务报表口径。近三年，主要受房地产销售板块收入波动影响，公司营业收入呈波动上升趋势，2015年实现营业收入56.71亿元，三年复合增长率为8.54%。近三年，公司主营业务收入在营业收入中的占比均在99.90%以上，主营业务十分突出。

从主营业务收入的构成来看，建筑施工业务和房地产业务是公司的主要收入来源，近三年合计占公司主营业务收入的比重均在80%以上。近三年公司建筑工程业务收入及占比呈现波动下降态势，2014年受房地产行业整体下行压力较大，公司减少与中小型房地产开发商合作以控制风险影响，建筑工程收入同比下降9.04%，2015年以来，伴随公司加大政府工程招投标力度以及房地产市场的回暖，公司建筑工程业务收入同比微增长0.23%，在主营业务收入中占比降至52.76%，主要系2015年房地产结转收入大幅增长带动公司主营业务收入大幅增长所致。公司房地产项目相对集中，房地产销售收入受交房周期影响较大，近三年公司房地产销售收入呈波动上升态势，由于公司房地产销售项目交房多集中在2015年，因此2014年房地产收入较低，而2015年同比大幅增长185.54%，受此影响公司2015年房地产销售收入占比30.58%，占比提高了近一倍。公司商品销售业务主要为钢材、混凝土等建材贸易，旨在增强公司议价能力及为合作方供货，为主业提供

辅助支撑，规模较小，近三年呈波动上升态势。公司小贷业务收入规模逐年保持增长，占比微小，对公司主营业务收入影响不大。公司其他业务收入主要为房产出租收入和咨询费收入等，收入规模随着房租水平的上涨和咨询费的增加而逐年扩大。

表 6 2013~2015 年公司主营业务收入情况 (单位: 亿元, %)

时间 项目	2013 年			2014 年			2015 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	32.82	68.19	13.12	29.85	74.88	10.76	29.92	52.76	14.27
房地产销售	12.30	25.55	26.20	6.07	15.24	18.79	17.34	30.58	26.75
商品销售业务	1.30	2.71	5.36	0.72	1.80	9.92	5.61	9.89	14.48
小贷业务	1.59	3.31	--	2.41	6.05	--	2.51	4.42	--
租赁业务				0.18	0.46	22.43	0.29	0.52	12.73
其他业务	0.12	0.24	-2.40	0.63	1.57	25.85	1.04	1.83	29.87
<b>合计</b>	<b>48.13</b>	<b>100.00</b>	<b>19.09</b>	<b>39.86</b>	<b>100.00</b>	<b>17.66</b>	<b>56.71</b>	<b>100.00</b>	<b>22.18</b>

数据来源: 公司提供

从毛利率角度看, 近三年, 公司建筑工程业务毛利率相对较低, 但基本稳定在10%以上, 呈现波动上升态势。2014年公司建筑工程业务毛利率同比下滑2.36个百分点, 主要系在房地产行业下行的环境下, 下游客户抬高招标条件, 市场竞争激烈获利空间收窄, 承接项目结构不同及结算时间的影响等因素所致; 2015年以来, 建筑工程毛利率同比提高3.51个百分点并超过2013年水平, 主要因钢材、砖等主要建筑材料价格下降所致。房地产业务毛利率呈现波动上升态势, 2014年房地产业务毛利下滑较快, 主要系受房地产行业环境影响以及公司顺应市场态势, 主动降低销售单价, 加大房产去化力度所致, 2015年伴随上年平均售价较高的项目结转收入以及交房量的增加, 房地产销售毛利率同比增长7.96个百分点。受钢材等原材料价格下降幅度较大影响, 以及公司采用集中采购和战略采购模式控制成本, 公司商品销售业务毛利率逐年增长。受建筑工程和房地产销售两大板块毛利率波动增长影响, 公司整体毛利率同样呈现波动增长态势。

整体看, 公司主营业务以建筑工程及房地产开发业务为主, 近三年公司整体营业收入及毛利率受房地产行业景气度及项目周期影响呈现波动增长态势, 2014年主要业务板块收入及毛利率均有所下降, 但2015年以来收入规模及盈利能力均有所回升。

## 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重庆中科建设(集团)有限公司(以下简称“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、市政工程, 但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, 2013~2015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比例分别为65.04%、63.49%和54.15%, 仍为建筑施工业务的主要构成部分; 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, 近三年占比分别为55.01%、55.01%和55.00%, 房屋建筑类型构成较为稳定; 同时, 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, 2013~2015年公司市政工

程收入波动上升，占建筑工程业务总收入的比例分别为33.24%、36.49%和45.75%，所占比例逐年上升。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，近三年业务收入呈现波动下降趋势。

表 7 2013~2015 年公司建筑工程板块收入情况 (单位: 万元)

项目	2013 年	2014 年	2015 年
房屋建筑	213,456.57	189,522.55	161,997.35
其中: 商品房	96,035.46	85,265.15	72,899.81
非商品房	117,421.11	104,257.40	89,097.54
市政工程	109,088.34	108,931.34	136,865.18
劳务	5,639.66	53.60	325.85
其他工程	--	--	0.04
<b>建筑工程合计</b>	<b>328,184.57</b>	<b>298,507.49</b>	<b>299,188.42</b>

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。2015年建筑工程板块收入主要来源于重庆、贵州、四川、陕西和江苏, 占比分别为35.35%、29.28%、14.36%、12.14%和8.25%, 其中重庆地区近三年收入占比逐年下降, 主要受到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影响, 同时贵州及陕西地区收入占比逐年提升, 四川地区收入占比波动上升, 公司建筑工程项目所处区域进一步向公司各主要业务地区分散。

表 8 2013~2015 年公司建筑工程板块分地区营业收入情况 (单位: 万元, %)

项目	2013 年		2014 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
重庆	179,607.61	54.73	126,103.33	42.24	105,719.33	35.35
贵州	24,325.71	7.41	49,622.50	16.62	87,608.45	29.28
四川	28,126.04	8.57	44,138.47	14.79	42,965.29	14.36
陕西	9,978.50	3.04	20,114.10	6.74	36,322.63	12.14
江苏	48,909.97	14.90	37,799.81	12.66	24,704.96	8.25
其他	37,236.74	11.35	20,729.28	6.95	1,867.76	0.62
<b>合计</b>	<b>328,184.57</b>	<b>100.00</b>	<b>298,507.49</b>	<b>100.00</b>	<b>299,188.42</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 公司提供

总体看, 公司建筑工程业务规模小幅波动, 其中房屋建筑业务规模受房地产行业景气度影响逐年下降, 且以平台公司的非商品房建筑为主, 同时, 市政工程项目规模所占比例逐年上升; 收入的区域分布来看, 主要以重庆、四川、贵州为核心, 并大力拓展其他区域市场, 其中陕西地区业务规模增长较快。

### 项目承揽

公司承揽项目由产业发展部负责, 主要通过公开投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。

公司建筑业务主要集中在重庆、四川、贵州、陕西、甘肃、新疆、江苏等地, 按照区域分布

来看，公司客户结构较为集中。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金科地产集团股份有限公司（以下简称“金科股份”）、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。根据公司提供的总体统计数据，2015年公司主要客户占当年营业收入的比率如下图所示，前五大客户收入在建筑工程总收入中占比合计 25.02%，集中度适中，从客户性质来看，以地方政府平台类企业为主。

表 9 公司 2015 年建筑工程业务主要客户营业收入及占比情况（单位：万元，%）

客户名称	项目类型	营业收入	在建筑工程收入中占比
遵义市新区开发投资有限责任公司新火车站城市组团项目部	房屋建筑	18,670.70	6.24
贵州毕节双山建设投资有限公司	市政工程	16,614.68	5.55
常州红星美凯龙置业有限公司	房屋建筑	15,244.33	5.10
重庆市涪陵区江普住房建设投资集团有限公司	房屋建筑	13,415.03	4.48
重庆两江新区鱼复工业园建设投资有限公司	市政工程	10,915.44	3.65
<b>合计</b>	--	<b>74,860.17</b>	<b>25.02</b>

资料来源：公司提供

从公司项目承揽规模来看，近三年公司新签合同数量呈现下降趋势，主要系近年来随着房地产行业景气度的下滑以及去库存压力的增大，公司合作业主单位放缓开发节奏所致。其中 2015 年新签合同 23 个。从新签合同金额来看，伴随单个合同额的提高，呈现上升趋势，其中 2015 年新签合同造价 198.23 亿元，同比大幅提高，主要因公司新签 181.50 亿元的兰州中通道 PPP 项目，合同额较大。

表 10 公司 2013~2015 年项目承揽情况

	2013 年度	2014 年度	2015 年度
当年新签合同数量（个）	39	23	23
当年新签合同造价（亿元）	29.06	30.78	198.23

资料来源：公司提供

注：2015 年新签合同含 PPP 项目合同 181.50 亿元

公司建筑业务新订单的构成方面，2013~2014 年房屋建筑业务订单占多数，订单额占比分别为 95.22% 和 85.83%。2015 年，伴随公司承接大额公路工程项目（兰州中通道 PPP 项目），公路工程合同额占比大幅提高至 91.56%，同时，房屋建筑新签合同额进一步减少，占比下滑至 7.28%。公司建筑业务新签合同情况如下表所示。

表 11 公司建筑业务新签合同业务细分情况（单位：亿元）

业务类型	2013	2014	2015
房屋建筑	27.67	26.42	14.43
市政设施	1.39	4.36	2.30
公路工程	--	--	181.50
合计	29.06	30.78	198.23

数据来源：公司提供

从项目储备情况来看，2013~2015 年公司在手合同额分别为 137.93 亿元、93.33 亿元和 248.37 亿元，其中 2014 年在手合同额受市场环境影响有所下降，2015 年以来伴随 PPP 项目的承接而有所上升。总体来看，公司目前项目储备规模较大，能够满足未来几年建筑施工节奏及收入结转规模。

表 12 公司建筑业务在手合同额细分情况（单位：亿元）

业务类型	2013	2014	2015
房屋建筑	98.44	67.08	47.02
市政设施	39.49	26.25	19.85
公路工程			181.5
合计	137.93	93.33	248.37

数据来源：公司提供

总体看，公司目前项目承揽合同额逐年增加，政府类工程比例有所提高，房屋建筑类合同额逐年下降；从公司建筑业务客户情况来看，目前以政府及相关单位公司为主。

### 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）的采购、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 13 公司主要原材料采购情况

材料名称	项目	2013 年	2014 年	2015 年
混凝土	采购量（立方米）	837,924.8	821,055.2	459,396
	平均采购价（元/立方米）	338	345	327
钢材	采购量（吨）	102,211	80,339	50,944
	平均采购价（元/吨）	3,621	3,522	2,611

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，近三年混凝土和钢材采购量均呈逐年下降态势，主要受公司建筑施工在建工程量下降影响。从采购价格来看，混凝土采购价格波动下降，但采购价格基本较为稳定，波动幅度较小；钢材采购价格受钢铁行业景气度影响下滑较为明显，尤其是 2015 年以来，采购价格同比下降 25.87%，整体与原材料市场价格总体走势相吻合，总体来看，2015 年各主要原材料的平均采购价格均低于 2013 年和 2014 年平均水平，公司主要原材料成本下降幅度较大。

由于大宗原材料采用集中采购的策略，因此公司材料供应商较为集中，且集中度逐年上升。2015 年，公司向前五位供应商采购钢材、混凝土等建筑材料以及劳务服务等合计 10.52 亿元，占当年采购总金额的 41.03%。

表 14 2013~2015 年公司建筑工程板块前五大供应商情况（单位：万元，%）

年份	供应商名称	购买材料	购买金额	占总采购金额比重
2013 年	重庆市中豪建筑劳务有限公司	劳务	30,911.47	10.84
	上海灏秀实业有限公司	建筑材料	6,284.83	2.2
	福州亿顺达建筑劳务有限公司	劳务	6,202.02	2.18
	重庆中茂建筑劳务有限公司	劳务	3,763.85	1.32
	重庆天泰建筑劳务有限公司	劳务	3,410.65	1.2
	<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>50,572.82</b>	<b>17.74</b>
2014 年	重庆市中豪建筑劳务有限公司	劳务	72,931.44	27.38
	福州亿顺达建筑劳务有限公司	劳务	15,363.43	5.77
	重庆天泰建筑劳务有限公司	劳务	5,713.40	2.14
	重庆玖品建筑劳务有限公司	劳务	5,530.53	2.08
	上海灏秀实业有限公司	建筑材料	4,843.81	1.82
	<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>104,382.61</b>	<b>39.19</b>
2015 年	重庆市中豪建筑劳务有限公司	劳务	80,020.08	31.2
	西安荣春建筑劳务有限公司	劳务	7,250.79	2.83
	陕西西咸新区秦汉新城德森建材商贸有限公司	建筑材料	6,679.42	2.6
	重庆玖品建筑劳务有限公司	劳务	6,121.56	2.39
	重庆天泰建筑劳务有限公司	劳务	5,164.84	2.01
	<b>合计</b>		<b>105,236.69</b>	<b>41.03</b>

总体看，公司原材料成本管理能力强，主要原材料通过集中采购的形式可以有效提高议价能力，降低采购成本。

### 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（以下简称“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。2015 年，公司材料成本占总成本的 47.60%，人工费用占 32.15%。近三年由于工程量的下降和钢材等主要原材料价格的下跌，公司建筑工程总成本呈现逐年下降趋势。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，如下表所示。

表 15 公司建筑工程业务成本结构（单位：万元，%）

项目	2013 年		2014 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
材料	138,288.46	48.50	127,871.21	48.00	122,088.01	47.60
人工费	88,533.13	31.05	85,380.68	32.05	82,460.70	32.15
机械	15,682.20	5.50	13,666.24	5.13	13,593.83	5.30
独立费	19,531.46	6.85	18,647.89	7.00	17,697.63	6.90
间接费	15,682.20	5.50	14,412.15	5.41	13,850.32	5.40
临时设施费	5,702.62	2.00	4,795.17	1.80	5,386.24	2.10
维修金	1,710.79	0.60	1,625.03	0.61	1,410.68	0.55
合计	<b>285,130.85</b>	<b>100.00</b>	<b>266,398.36</b>	<b>100.00</b>	<b>256,487.41</b>	<b>100.00</b>

数据来源：公司提供

从公司目前建设项目情况看，公司每年在建项目数量有所波动，但在建合同总造价金额逐年下降，主要系受房地产市场景气度影响，公司承接项目较为谨慎所致，2015 年末共有在建项目 62 个，合同造价 50.15 亿元。近三年，公司在建项目数量有所波动，在建合同金额有所下降，主要系受市场环境变化和展业模式的调整，公司压缩了部分中小开发商的房建业务，积累人力和资金等资源有计划地进行大型 PPP 项目的承接所致。伴随兰州中通道项目的开工建设（预计 2016 年），公司的子公司中科建设作为施工方每月将受到按进度支付工程款，对公司收入及利润有一定贡献，总体看，能保障公司未来 3~4 年的收入规模，如下表所示。

表 16 公司项目建设情况

	2013 年底	2014 年底	2015 年底
在建合同项目数量（个）	65	57	62
在建合同总造价金额（亿元）	108.88	62.55	50.15

数据来源：公司提供

截至 2016 年 3 月末，公司建筑工程业务主要在建项目总合同额 206.48 亿元，已投资 13.00 亿元，尚需投资 193.48 亿元，未来存在一定的资金支出压力。

表 17 公司 2016 年 3 月末公司建筑工程板块主要在建工程情况 (单位: 万元)

项目名称	项目概况	业务模式	合同金额	截至 2016 年 3 月已投资金额	2016 年 4-12 月年计划投资金额	2017 年计划投资金额	2018 年计划投资金额	目前项目进度	计划完工日期
兰州中通道项目	项目总长 86.5 公里	PPP 模式	1,815,000.00	1,000.00	600,000.00	502,800.00	262,800.00	勘察设计	2019 年
民生工程康定和园一期	房建, 19 万平方米	施工总承包	41,559.12	22,377.30	5,000.00	7,947.95		在建	2017 年
毕节一中	房建	施工总承包	38,073.27	38,832.00	3,000.00			在建	2016 年
常州红星爱琴海商业广场项目	房建, 27.7 万方	施工总承包	36,000.00	12,125.50	9,000.00	9,474.50		在建	2017 年
中国普天·贵阳创业园 2# 地块	房建, 25 万方	施工总承包	30,000.00	9,900.00	7,000.00	8,600.00		在建	2017 年
西安东池三路	市政 8.36 千米	施工总承包	28,599.12	9,477.70	8,898.93	5,932.62		在建	2017 年
綦江红星国际广场 (F02 地块) 装饰艺术生活广场工程	房建, 17 万方	施工总承包	22,081.29	2,635.10	8,067.00	8,067.00		在建	2017 年
长寿碧桂园豪园货量区 A 标段	房建 14.9 万方	施工总承包	20,686.41	19,473.10	1,213.31			在建	2016 年
拓海·第一江岸三期工程	房建 12 万方	施工总承包	16,800.00	604.20	8,097.90	8,097.90		在建	2017 年
黔江行政审批中	房建 5 万方	BT 模式	16,000.00	13,600.00	3000			在建	2016 年
<b>合计</b>	--	--	<b>2,064,799.21</b>	<b>130,024.90</b>	<b>653,277.14</b>	<b>550,919.97</b>	<b>262,800.00</b>		

资料来源: 公司提供

建筑工程板块在建项目中，公司作为社会资本方参与的 PPP 项目之一兰州中通道项目合同金额较大，估算总投资 181.5 亿元，属于特许经营权类 PPP 项目。该项目为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项目，为《国家公路网规划 (2013~2030)》规划项目，起点景中与机场高速交叉处，新区经十三路南、高山村等，终点对接 G75 兰临高速。项目路线 (含连接线) 总长约 86.5km，共设桥梁 (含连接线) 19,765/64 (m/座)，共设隧道 (含连接线) 17310/12 (m/座)，设互通式立交 12 处，联络线 10.6km/2 条，连接线 10.87/3 (km/条)，收费站 3 处 (青土岷主线站、陈家湾主线站和新区南匝道连接线站)，服务区 1 处，停车区 1 处，九州台特长隧道管理站 1 处。公司于 2016 年 1 月中标，项目准备期 6 个月，建设期 4 年，运营期 30 年，公司既参与 PPP，又负责该高速公路的总包工程建设。目前，公司已按照招标文件要求提交了 1,000 万元履约保证金，并已于 2015 年 12 月已进场，现处于深化设计及拆迁阶段的准备，尚未正式开工。资金来源方面，根据公司与兰州市交通运输委员会签订的《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投资合作协议》，兰州中通道项目估算总投资估算 181.5 亿元，其中，拆迁 50 亿元由兰州市交通运输委员会承担，建设总投资约 130 亿元，由国家开发银行贷款解决。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 (181.5 亿元) 的 20%，即 36.3 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%。

整体看，兰州中通道项目规模大、门槛高、运营模式效率高、风险分配合理，对提高公司建筑工程整体竞争力具有明显的积极作用，但同时，该项目投资额较大，周期长，工程复杂，资金筹措及工程管理压力较大，且未来受车流量波动等因素影响收益及现金流存在一定的不确定性。

此外，2016年初公司锁定兰州市土地一级开发整治PPP项目，根据兰州市委市政府文件，该项目由甘肃省电力投资集团有限公司（以下简称“甘肃电投”）控股，甘肃电投已经和公司签订框架协议，合同金额达26亿元。2015年以来公司中标的PPP项目增多，将加速推动公司基础设施建设业务模式的转型升级。

除上述业务外，公司存量 BT 项目，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雅安兰池三路和黔江行政中心两个项目，总投资额约 3 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。

整体上看，公司建筑施工业务规模受房地产市场环境影响有所下降，但尚能对公司收入规模形成一定保障，客户建筑施工管理规范，建筑质量良好、拥有较强的市场竞争力，在目前建筑行业日趋的规范和行业集中度提高的背景下，公司能够承接大型的工程建设项目，2014年以来随着PPP模式的推广，公司把握战略转型契机，加大力度参与PPP项目，2015年以来公司中标的PPP项目增多，基础设施建设业务模式加速转型升级。考虑PPP项目投资额较大，周期长，工程复杂，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重庆中坤房地产开发有限公司（以下简称“中坤地产”）完成。公司采用建筑和地产开发联动的模式，通过政府一揽子招商引资协议，具体为通过承接土地整治、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，通过置换获取低成本土地进行开发，土地成本在 500 元/平方米以内，区域内对标土地成本降低 50%；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”前分期支付保证金，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，土地获取面积也逐年下降，如下表所示。

表 18 近三年公司土地购置情况 (单位: 平方米, 万元)

	土地位置	土地面积 (占地面积)	用途	土地价格
2013 年	毕节市、凯里市、重庆涪陵区	303,727.40	居住用	26,150.00
2014 年	毕节市、雅安市、重庆綦江区	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

资料来源: 公司提供

从土地储备的具体情况来看, 截至 2016 年 3 月底, 公司土地储备总建筑面积合计为 83.25 万平方米。从土地储备的区域来看, 公司大部分土地储备位于重庆和成都地区, 公司土地储备较为集中。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。

表 19 截至 2016 年 3 月底公司土地储备情况 (单位: 平方米, 万元, 元/平方米)

项目名称	位置	类型	占地面积	建筑面积	获取价格	土地单价
涪陵南门山地块	涪陵区	商业	5,370.50	50,000.00	2,576.00	515.20
中央公园城	黔江区	住宅	193,599.00	466,573.59	14,520.00	311.20
成都地块	成都市新津县	住宅	105,461.00	315,902.50	23,728.73	751.14
<b>合计</b>	--	--	<b>304,430.50</b>	<b>832,476.09</b>	<b>40,824.73</b>	<b>490.40</b>

资料来源: 公司提供

总体看, 公司土地储备规模尚可, 能够满足未来一段时期内项目开发需要。联合评级也关注到公司近三年获取土地有所下降, 以及公司现有土地储备所在区域较为集中给公司未来经营带来的不确定性。

#### 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。公司房地产开发的主要资金来源为自有资金、银行贷款、信托和项目预收款; 截至 2015 年末, 公司房地产业务融资余额为 2.75 亿元, 其中银行贷款融资余额为 2.70 亿元, 其他非银行性金融机构融资余额为 0.05 亿元; 截至 2015 年末公司预收款余额 22.40 亿元。由于公司通过招拍挂形式获取土地较少, 因此对外融资余额较少, 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, 未来中长期公司将偏向于商业物业、养老项目和旅游休闲项目。公司房地产开发业务均以项目公司作为运营实体。2013 年公司新开工建设项目 6 个, 2014~2015 年公司均无新开工项目。近三年公司新开工面积逐年增长, 2014 年公司新开工面积 35.00 万平方米, 较 2013 年新开工面积 29.00 万平方米增长 20.69%, 主要是公司为加大库存去化力度加快了开发进程所致; 2015 年公司新开工面积 56.93 万平方米, 同比增长 62.66%, 增幅进一步扩大。近三年公司竣工面积同样逐年增长, 施工进度有所加快, 2015 年竣工面积达到 58.53 万平方米, 竣工项目 3 个。受竣工面积增长较快影响, 近三年公司期末在建面积逐年下降, 2015 年底在建面积 19.20 万平方米, 在建项目 7 个, 具体如下表所示。

表 20 2013~2015 年公司主要开发数据情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
当期新开工面积（平方米）	290,000	350,000	569,300
当期新开工项目数量（个）	6	0	0
期末在建面积（平方米）	275,000	208,000	192,000
期末在建项目数量（个）	10	10	7
当期竣工面积（平方米）	290,000	417,000	585,300

资料来源：公司提供

从项目开发资金情况来看，截至 2015 年末公司已投资金额 65.20 亿元，尚需资金投入 44.60 亿元，具体如下表所示。随着新项目的陆续开发，公司未来需投入的资金规模较高，存在一定的资金需求压力。

表 21 截至 2015 年末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	已完成投资	2016 年预计投资	2017 年预计投资
綦江红星国际小区	2013 年	2018 年	150,000	80,333	30,000	30,000
綦江红星美凯龙生活广场						
涪陵红星	2012 年	2019 年	150,000	102,000	25,000	25,000
雅安拓海-第一江岸	2011 年	2018 年	300,000	193,460	25,000	30,800
毕节拓海南山郡中央国际	2013 年	2019 年	110,000	50,500	10,000	20,000
晋鹏·山台山项目	2010 年	2017 年	350,000	201,386	30,000	30,000
中坤·依云林里 <sup>7</sup>	2013 年	2015 年	38,000	24,278	--	--
<b>合计</b>	--	--	<b>1,098,000</b>	<b>651,957</b>	<b>120,000</b>	<b>135,800</b>

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，近三年公司结合自身资金状况和市场环境，对项目建设和建设进度进行调节，加大了库存去化力度，总体开发进度有所加快；公司目前在建项目仍需较大规模的投资，公司存在一定的融资需求。

### 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，市场保持有稳定的持续需求。从销售模式来看，公司通过渠道销售（渠道成交占比 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。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 22 公司主要项目库存及销售情况（单位：平方米）

项目名称	位置	2014 年销售面积	2015 年销售面积	2015 年末剩余可售面积
綦江红星	重庆市綦江区	56,600.00	58,700.00	77,636.00
涪陵红星	重庆市涪陵区	23,070.00	53,830.00	23,162.00
雅安拓海第一江岸	雅安雨城区熊猫大道 388 号	144,706.30	84,417.41	28,744.90

<sup>7</sup> 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，公司预计于 2016 年底再进行后续的投资计划，因此目前尚无预计投资额。

毕节拓海南山郡中央国际	毕节市深圳路	0.00	43,390.39	39,843.06
晋鹏·山台山项目	重庆黔江区山台山	115,620.00	80,835.00	51,010.00
中坤·依云林里	重庆武隆县仙女山镇	4,711.00	1,566.00	4,224.00
盛世佳苑	涪陵义和镇	3,630.00	8,003.00	12,074.00
弘煌·依云九街区	潼南区江南新城奋进大道	28,054.00	31,594.00	22,607.00
中泓·依云美镇	凯里经济开发区春晖西大道	18,325.00	4,915.00	26,705.00
<b>合计</b>		<b>394,716.30</b>	<b>367,250.80</b>	<b>286,005.00</b>

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，2014 年销售面积 39.47 万平方米，2015 年销售面积 36.73 万平方米，2015 年底剩余可售面积（已办证）28.60 万平方米，项目去化程度尚可；此外，考虑到 2015 年底公司在建项目 7 个，在建面积 19.20 万平方米，伴随在建项目的陆续竣工达到预售条件，可售面积尚能够满足公司未来 1~2 年的销售需要。

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，2013~2015 年，公司房产销售价格呈现波动上升态势，主要系当年公司销售房地产项目地理位置、项目定位不同所致，2013~2015 年公司房地产签约销售均价分别为 4,034.00 元/平方米、5,467.00 元/平方米和 4,526.00 元/平方米。其中，2014 年的中坤·依云林里项目销售均价在 7,000 元/平方米左右，定位为度假房，较其他项目售价较高。2015 年涪陵红星和綦江红星项目因所处位置较好，均价在 4,800~5,200 元/平方米左右，较公司 2013 年大部分项目售价略高。主要受以上项目销售价格影响，公司签约销售均价有所波动。

表 23 公司近年房产销售业务情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
签约销售面积（平方米）	267,822.23	394,716.30	367,250.80
签约销售金额（万元）	108,033.00	215,800.00	166,200.00
签约销售均价（元/平方米）	4,034.00	5,467.00	4,526.00
结转收入面积（平方米）	163,369.03	154,705.15	444,345.48
结转收入（万元）	122,973.00	61,223.10	173,494.41

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从公司近三年销售情况来看，公司签约销售面积呈现波动上升态势，主要系 2014 年綦江和涪陵的楼盘入市销售，产品的定位和价格不同，2015 年公司实现签约销售面积 36.73 万平方米，同比下降 6.96%；实现签约销售金额 16.62 亿元，同比减少 22.98%，下降幅度销售面积降幅，系签约销售均价下降所致。由于公司房地产开发项目相对集中，近三年公司结转收入面积有所波动，2015 年公司结转面积 44.43 万平方米，同比大幅增长 187.22%，主要系 2015 年交房较为集中所致；2015 年公司结转收入 17.35 亿元，同比相应增长 183.38%。

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；公司房地产开发项目收入受房产销售和结转情况影响均有所波动，2015年交房量较大，导致2015年结转面积和结转收入规模明显上升。

### （3）商品销售业务

公司商贸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。其中，商品混凝土生产和销售主要由子公司重庆大业新型建材集团有限公司（以下简称“大业新材”）经营，钢材贸易主要由子公司重庆至邦商贸有限公司经营，橡胶贸易主要由子公司中科投资（香港）有限公司经营，公司持股比例分别为 39.19%、60.00% 和 100%。

近三年，依托工程建设的发展，公司商品销售收入呈波动上升趋势，2014 年受建筑施工市场环境有所减少，2015 年收入有所回升，实现业务收入 5.61 亿元。受钢材等原材料价格下降幅度较大影响，以及公司采用集中采购和战略采购模式控制成本，商品销售业务毛利率逐年增长，2015 年达到 14.48%，其中混凝土生产销售毛利率 23.39%，钢材贸易毛利率 10.69%，橡胶贸易毛利率 1.87%。

商品混凝土生产和销售方面，公司先后建立商混公司及生产基地 8 个，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。2015 年公司商品混凝土产能 200 万立方米，实现产量 150 万立方米，公司自建的生产基地，保证了生产进度和产品质量。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。橡胶贸易方面，2015 年贸易量约 1.26 万吨，毛利率相对较低。

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，2015 年前五大客户销售额占比 29.89%，集中度适中。

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，前五大供应商采购金额占比 73.05%，集中度高。

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重庆商汇小额贷款股份有限公司（以下简称“商汇小贷”）经营。

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，商汇小贷每年均保持较高的盈利水平，近三年分别对公司收入贡献分别为 1.59 亿元、2.41 亿元和 2.51 亿元，收入规模逐年扩大，但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 2015 年底，商汇小贷资产 18.46 亿元，负

债 4.30 亿元，2015 年实现营业收入 2.64 亿元，净利润 1.84 亿元；贷款不良率由 2012 年、2013 年和 2014 年为 0 上升到 2015 年的 1.28%，受外部经济环境影响贷款不良率有所上升，但低于行业平均水平。2015 年商汇小贷不良贷款四笔，借款人分别为重庆跨越建筑工程（集团）有限公司、重庆正里元实业有限公司、自然人任特夫和自然人刘永高，金额分别为 1,500 万元、100 万元、700 万元和 15 万元，第一笔不良贷款已采取法律诉讼措施，其余三笔已发出催收还款通知书，并将按照《借款合同》的规定采取追索保证人的连带责任、提起法律诉讼等措施。

整体看，公司其他业务规模较小，经营状况及盈利能力较好。

#### （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。2014~2015 年公司分别实现租赁收入 0.18 亿元和 0.29 亿元，有所增长，但在主营业务收入中占比较小；同期，毛利率分别为 22.43% 和 12.73%，2015 年公司拓展外架搭设等外部业务并拓展新疆区域，新业务拓展阶段利润相对薄弱，因此毛利率同比下降 9.7 个百分点。

### 3. 经营效率

2013~2015 年，受到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 7.70 次、4.76 次和 4.51 次，存货周转率分别为 1.32 次、0.93 次和 0.79 次。近三年，公司总资产周转率呈现波动下降趋势，分别为 0.48 次、0.37 次和 0.40 次，2014 年指标受营业收入下降及应收账款平均规模增长综合影响同比有所下降，2015 年以来伴随营业收入的增长而小幅回升。

表 24 建筑类企业 2015 年经营效率指标情况（单位：次）

证券代码	公司简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
600170.SH	上海建工	2.53	7.98	0.95
600491.SH	龙元建设	1.25	2.49	0.69
601668.SH	中国建筑	2.10	6.90	0.85
601789.SH	宁波建工	3.01	3.44	1.14
	公司	<b>0.79</b>	<b>4.51</b>	<b>0.40</b>

数据来源：Wind 资讯

从同行业上市公司的比较来看，公司存货周转率处于行业较低水平，应收账款周转率处于行业平均水平，总资产周转率处于行业较低水平。考虑到公司除建筑业务外，另有部分房地产业务，削弱了公司整体运营效率，公司整体运营效率一般。

### 4. 重大事项

2015年12月25日，重庆中坤房地产开发有限公司股东重庆同德投资集团有限公司、丁长春将持有的中坤房地产100%股权投入公司，成为公司新股东，公司对中坤房地产形成了非同一控制下的合并，中坤房地产变更为公司全资子公司。

截至2015年12月31日，中坤房地产注册资本为800万元，法定代表人为何析鲜，包含9家二级子公司、6家三级子公司、5家四级子公司和1家五级子公司。根据公司的股东会决议、各方投资协议，中坤房地产的股东重庆同德投资集团有限公司、丁长春将持有的中坤房地产的股权，以各方

股东认可的净资产公允价值4.78亿元在2015年末投资入股到公司，同时增加实收资本0.45亿元、资本公积4.33亿元。资产投入完成后，重庆同德投资集团有限公司、丁长春作为公司的新股东，分别持有10.69%和0.56%的股份；同时，公司持有中坤房地产100%的股权，并将其纳入合并报表范围。

此外，公司实际控制人黄一峰先生系金科地产集团股份有限公司（股票简称“金科股份”，股票代码：000656）实际控制人黄红云先生之胞弟，黄一峰先生原为金科地产集团前十大股东；根据《上市公司收购管理办法》等相关规定，黄氏家族成员黄一峰、王小琴与黄红云、陶虹遐夫妇构成一致行动关系。2015年前后黄一峰先生对金科股份完成减持。本次减持完成后，黄一峰、王小琴夫妇持有金科股份的比例由5.8047%下降至4.9995%，不再是金科股份合并持股5%以上的股东。此后，黄一峰先生陆续将持有的金科股份股权减持完毕，截至2015年10月31日，共计减持金额约20亿元人民币。

总体看，本次资产投入完成后，公司新增房地产开发业务，业务领域进一步向多元化发展，延伸了产业链，有利于公司进行税收筹划及成本控制，形成了建筑地产联动、一二级开发联动的业务模式。

## 5. 关联交易

公司与合营、联营、参股企业与公司少数股东等关联方的关联交易主要为利息收入、咨询费收入、担保费收入、销售砂石及外加剂、利息支出等，公司从关联方进行的交易遵守一般商业条件，关联交易价格主要参考市场价格并以协议定价的方式确定，定价公允合理。从关联交易规模来看，2013~2015年公司从关联方收取的利息收入、担保费收入、咨询费收入、销售砂石及外加剂收入等金额合计分别为213.48万元、2,172.62万元和551.00万元，2014年增幅较大主要系利息费收入和咨询费收入规模较大所致，关联交易收入占营业收入的比例分别为0.10%、0.54%和0.04%，关联交易对营业收入的影响很小。

2013~2015年，公司与关联方之间的应收款分别为23,806.05万元、16,323.13万元和14,238.60万元，占当期资产总额的比例分别为2.35%、1.40%和0.80%；应付款分别为330.02万元、1,016.30万元和17,848.19万元，占同期负债总额的比例分别为0.04%、0.10%和1.58%，关联方应收应付款占比很低。

总体看，公司日常关联交易规模较小，且定价公允合理，对公司的财务独立性和经营稳健性影响很小。

## 6. 经营关注

### （1）宏观经济政策风险与建筑行业竞争压力较大

公司所处建筑行业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。行业内竞争较为激烈，行业内企业利润率持续处于较低水平，且受国家宏观经济波动与各级财政政策等因素影响显著，行业内其他企业的规模增长与国家固定资产投资规模的波动会给公司现有业务经营带来风险。

### （2）项目垫资施工对建筑施工企业资金造成一定占用

我国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。目前，垫资施工已经仍为众多施工企业承揽项目的先决条件，对建筑施工企业资金造成一定占用并增加了相关的回收风险。

### (3) 建筑业务受到下游房地产行业景气度影响有所波动

虽然近年来公司建筑业务的客户向政府及政府相关单位倾斜，但房地产开发企业仍为公司客户的重要组成部分，受到全国房地产市场景气度影响，公司建筑业务规模及盈利能力有所波动。近年来房地产行业投资增速放缓，对公司建筑业务拓展及盈利能力构成挑战。

### (4) 公司房地产开发业务区域集中

公司房地产开发项目主要集中于重庆、四川及贵州地区，对该区域内的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。

### (5) 公司房地产项目多位于三、四线城市及地区，存在一定的去化压力

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。目前公司已确立了加速去库存的房地产经营策略，需密切关注该等策略的执行情况。

## 7. 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；调整建设板块，创新发展地产板块，壮大金融板块，积极布局工贸产业，以股权投资和事业合伙方式发展现有业务和培育新业务，形成“以产带融，以融促产”健康发展的综合集团。

建筑业是公司的传统主业，公司将通过调整建筑施工主营业务结构，快速提升经营拓展和工程履约能力，做强做大房建业务，大力发展市政业务；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、劳务、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，跟随发展。市场经营坚持“大区域、大客户、大项目”思路，实现从“机会型”向“战略导向型”转变，从“游击战”向“阵地战”转变，从中低端定位向中高端定位转变；公司未来重点投资方向主要集中在PPP项目，此外，公司将以建筑产业化为核心，聚集资源、设计研发和知识产权，联合重庆大学钢结构研究中心、川东船舶重工有限责任公司、重庆大业新型建材集团有限公司，通过钢结构的产业化共同打造完整的建筑产业化核心生态圈；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，增强核心竞争力，成为西南领先、全国知名的施工承包商和工程总包商。

地产方面，公司将继续立足西南、深耕成渝，着力特色地产的开发与服务，商业地产管理与运营，由传统房地产商向商业运营商及个性化地产商发展，打造休闲养老和旅游等特色精品地产开发，做行业具有特色的品牌地产商，形成地产开发新格局。公司的赢利模式也将向持有型、经营型、证券型物业转化。此外，在完成现有项目开发后，公司地产业务将逐步退出三线城市，进入一二线城市，回归重庆或成都城区，在现有储备土地去化完成后，现金流充裕的情况下，在主城核心区储备1~2个项目。

金融产业方面，公司将着力重大项目的合作与突破，依托主业大力推进产业投资，促使资本投资拉动主业发展。

同时，公司在海外业务拓展方面，将积极响应国家“一带一路”战略和“走出去”战略，与老挝国防部合作，投资老挝首都万象“拉萨翁城市综合体”项目，并以此为基础进军东南亚和印度。

此外，公司将制订清晰的产业培育及上市计划，到2020年，下属参控股企业确保一家、力争三家企业实现在主板及新三板市场上市。

整体看，公司将坚持建筑业为主、房地产为辅、多元化发展的策略，未来将加快各业务板块的转型升级，并形成更为多元化的业务组合，以保证公司的持续稳健发展。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的2013~2015年备考财务报表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，公司2013年投资新设7家子公司，通过同一控制下企业合并取得2家子公司，通过非同一控制下的企业合并新增1家子公司；公司2014年投资新设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年公司投资新设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重庆中坤房地产开发有限公司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，中坤房地产合并日为2015年12月，由于中坤房地产和合并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，公司以中坤房地产为标的资产进行报表的备考合并，视同其2013年1月1日纳入合并范围，本报告相关数据均来自备考报表口径。

截至2015年底，公司合并资产总额为165.22亿元，负债合计112.64亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计52.58亿元，其中归属于母公司的所有者权益33.14亿元。2015年，公司实现营业收入56.74亿元，净利润7.78亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为5.24亿元<sup>8</sup>。

### 2. 资产质量

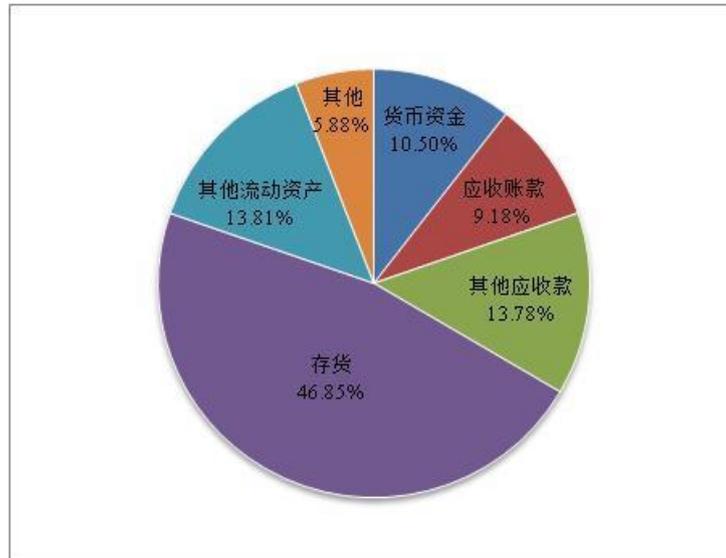
伴随增资和公司业务规模的扩大，公司资产总额持续增长，近三年复合增长率为27.82%。截至2015年底，公司资产总额165.22亿元，其中流动资产占90.22%，非流动资产占9.78%，公司资产以流动资产为主，符合公司以建筑工程和房地产业务为主的业务特点。

#### （1）流动资产

截至2015年底，公司流动资产合计149.07亿元，近三年复合增长率为26.78%，主要系存货的增长；其中以货币资金（占10.50%）、应收账款（占9.18%）、其他应收款（占13.78%）、存货（占46.85%）和其他流动资产（占13.81%）为主（见下图）。

<sup>8</sup>公司未提供 2013~2015 年备考现金流量表

图 5 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司经审阅的备考报表

公司近年来货币资金比较充裕，近三年复合增长率为33.43%。截至2015年底，货币资金余额15.65亿元，伴随增资完成较年初增长79.23%。货币资金主要为银行存款（占比43.87%）和其他货币资金（占比55.36%），银行存款包括人民币（占98.55%）、港币（占0.48%）和美元（占0.97%），其他货币资金全部为人民币。其中，其他货币资金主要为承兑汇票保证金等使用权受限的货币资金，占比55.36%，在货币资金中占比较高。

2013~2015年，公司应收账款规模以年均52.64%的增长率快速增长，主要系2012、2013年承接的工程项目相继进入结算期（结算期为9个月~一年）所致。截至2015年底，公司应收账款账面价值为13.69亿元，其中单项金额重大并单项计提坏账准备的应收款占比4.39%，主要为应收重庆商社化工有限公司和重庆威斯敦进出口贸易有限公司的款项，回收风险较低，因此未计提坏账准备。按账龄组合计提坏账准备的应收账款占比95.61%，其中应收账款余额中账龄在1年以内的占比为83.90%，1~2年的占比10.37%，2年以上占5.73%，总体账龄较短，公司按照账龄分布以不同比例累计计提坏账准备9,435.95万元，计提比例6.75%，应收账款主要为政府项目和房地产开发商的工程项目款，并考虑到公司与主要客户建立良好的合作关系，公司坏账计提比例较为充分。截至2015年底，公司前五大应收账款客户分别为无锡市广益建设发展有限公司（占10.39%）、常州红星美凯龙置业有限公司（占10.19%）、重庆市黔江区城市建设投资（集团）有限公司（占6.27%）、遵义阳明房地产开发有限责任公司（占6.03%）和遵义市新区开发投资有限责任公司（占4.85%），前五大应收账款合计占比37.73%，集中度较高。

2013~2015年，公司其他应收款规模较大但呈现逐年下降态势，三年复合下降20.08%，主要为资金拆借款、业务往来款及工程项目投标保证金、履约保证金等。截至2015年底，公司其他应收款账面价值合计20.54亿元，较年初减少20.76%，其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款占比4.15%，按账龄组合计提坏账准备的其他应收款占比91.18%，单项金额不重大但单项计提坏账准备的其他应收款占比4.67%。按账龄组合计提坏账准备的其他应收款中账龄在1年以内的占比87.98%，账龄在1~2年的占比9.18%，账龄较短；累计计提坏账准备1.26亿元，计提比例6.33%，计提较为充分。公司对重庆昌悦商贸有限公司、重庆道正投资有限公司和重庆德杰地产集团有限公司等前五大客户的其他应收款合计占比22.33%，集中度尚可。

由于公司房地产开发部分开发成本规模较大，加之公司所处建筑行业，部分项目资金占用规模大，使得存货规模始终保持在较高水平。在此基础上，伴随公司房地产开发和建筑工程规模的扩大，近三年公司存货年均复合增长率为53.83%。截至2015年底，公司存货账面价值为69.84亿元，较上年增加68.83%，主要系开发成本的增加；存货账面余额主要包括开发成本（占61.97%）、开发产品（占7.76%）和建造合同形成的已完工未结算的资产（占29.83%）。其中，公司开发产品主要包括拓海·第一江岸、星坤·红星国际广场、弘煌·九街区、晋鹏云台山等房地产项目。公司认为其存货不存在跌价风险，因此未计提跌价准备，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相对较低，但仍存在一定的减值风险和去库存压力。

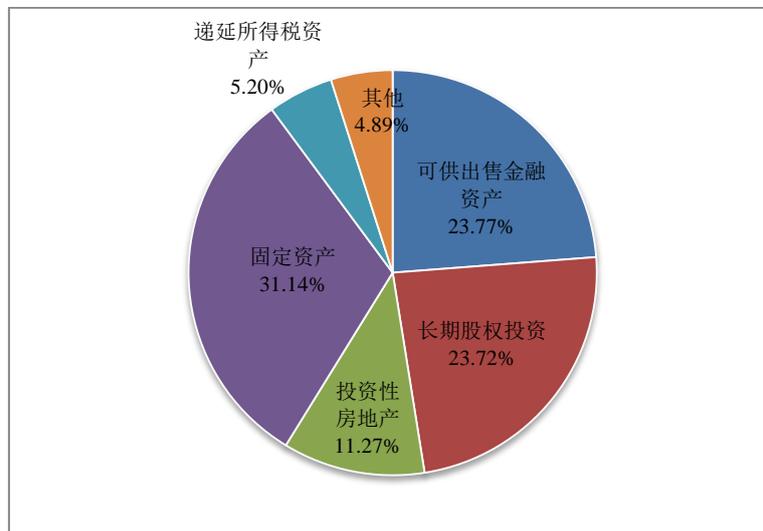
2013~2015年，公司其他流动资产逐年增长，三年复合增长23.91%，主要为小贷业务的板块的贷款净额。截至2015年底，公司其他流动资产20.58亿元，较年初增长29.81%，主要系贷款净额和委托贷款的增加，其他流动资产主要由委托贷款（占比15.86%）和贷款净额（占比84.00%）构成。

2013年公司无交易性金融资产，2014~2015年公司交易性金融资产分别为1.54亿元和6.79亿元，2015年增长较快，主要系公司购买的股票，参与股票定增及通过基金公司购买的资产管理计划增加所致。

## （2）非流动资产

2013~2015年，公司非流动资产复合增长率为38.81%，主要系长期股权投资和固定资产的增长。截至2015年底，公司非流动资产合计16.15亿元，较年初增长43.64%。非流动资产以可供出售金融资产（占23.77%）、长期股权投资（占23.72%）、投资性房地产（占11.27%）、固定资产（占31.14%）和递延所得税资产（占5.20%）为主（见下图）。

图 6 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司经审阅的备考报表

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，近三年波动下降，三年复合减少2.98%，主要系公司新增及处置部分股权投资所致。截至2015年底，公司可供出售金融资产合计3.84亿元，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；其中，主要包括对Yue Xiu Great China Fixed Income Fund II LP投资1.72亿元（持股比例为8.30%）、对寰慧科技集团有限公司投资1.00亿元（持股比例为10.00%）、对北京正和磁系互联创业投资合伙企业投资0.30亿元（持股

比例为9.23%)以及对北京财富传媒文化发展有限公司投资0.27亿元(持股比例为2.00%)等。

2013~2015年,公司长期股权投资波动增长,三年复合增长120.46%,主要系新增及减少对联营企业的投资所致。截至2015年底,公司长期股权投资3.83亿元,较年初下降30.61%,主要系公司转让部分重庆金科郡威房地产开发有限公司和重庆金科宏瑞房地产开发有限公司的股权至金科股份,从而减少对以上联营企业的投资所致,此外,因重庆星坤房地产开发有限公司、重庆美坤实业有限公司等被纳入公司合并范围,因此不再列入长期股权投资。公司长期股权投资主要包括对重庆金科郡威房地产开发有限公司(持股比例20%)、重庆展禾农业发展有限公司(持股比例47.62%)、重庆金科宏瑞房地产开发有限公司(持股比例20%)和重庆红星美凯龙中坤家居生活广场有限责任公司(持股比例45%)等。公司长期股权投资中重庆金科宏瑞房地产开发有限公司、重庆金科郡威房地产开发有限公司和重庆红星美凯龙中坤家居生活广场有限责任公司为与地产商以股权合作方式开发的项目。公司长期股权投资全部按照权益法核算。

2013~2015年,公司投资性房地产逐年增长,三年复合增长51.98%。截至2015年底,公司投资性房地产账面价值合计1.82亿元,较年初增长128.08%,主要系公司将部分存货或自用房产转入投资性房地产、公允价值变动所致。截至2015年底,公司投资性房地产成本合计1.79亿元,公允价值变动合计312.65万元,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,由于成本较低,具有一定的增值空间,因此以公允价值计量,每年均有少量的公允价值增值。

2013~2015年,公司固定资产年均复合增长69.57%,逐年增长,主要系房屋及建筑物等的增长。截至2015年底,公司固定资产账面价值为5.03亿元,较年初增长96.76%,主要为房屋及建筑物和机器设备的增加。其中,房屋及建筑物占比62.88%、机器设备占比22.99%、运输设备占比6.16%,其余为办公及其他设备。截至2015年底,公司共计提累计折旧1.20亿元,公司固定资产成新率为80.71%,固定资产成新率较高。

2013~2015年,公司递延所得税资产逐年增长,三年复合增长7.01%,主要系暂时性差异(资产和负债的计税基础与其账面价值的差额)产生。截至2015年底,公司递延所得税资产0.84亿元,主要由资产减值准备(占比53.15%)、房地产行业(占比38.03%)、贷款损失准备(占比4.09%)和委托贷款减值准备(占比4.72%)构成,相关暂时性差异共3.87亿元。

整体上看,公司资产规模大,以流动资产为主;货币资金比较充足,但受限资金占比较大;应收账款和其他应收款规模较大,对资金形成一定的占用;存货占比较高,存在较大的去库存压力;资产的流动性尚可。总体上看,公司资产质量尚可。

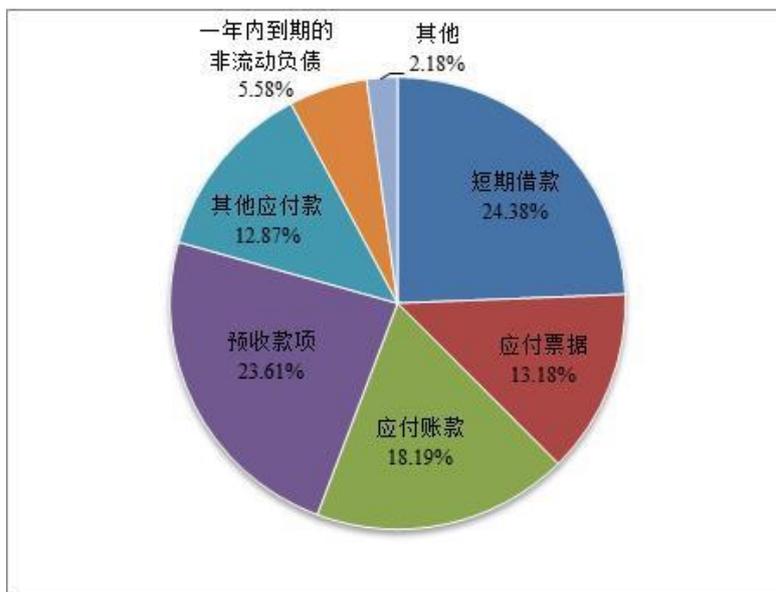
### 3. 负债及所有者权益

#### (1) 负债

伴随公司经营规模扩大,公司负债规模相应增长,近三年年均复合增长率为14.01%,主要系借款规模扩大、应付账款的增加及预收房款等预收款项增加所致。截至2015年底,公司负债合计112.64亿元,较年初增长13.01%。截至2015年底,公司流动负债和非流动负债分别占86.83%和13.17%。

2013~2015年,公司流动负债年均复合增长率为20.53%。截至2015年底,公司流动负债合计97.80亿元,以短期借款(占24.38%)、应付票据(占13.18%)、应付账款(占18.89%)、预收款项(占23.61%)、其他应付款(占12.87%)和一年内到期的非流动负债(占5.58%)为主(如下图所示)。

图 7 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司经审阅的备考报表

2013~2015年，公司短期借款逐年增长，三年复合增长率为20.18%，主要系公司业务规模扩大导致周转资金需求增加所致。截至2015年底，公司短期借款为23.84亿元，其中主要系保证借款（占37.47%）、抵押借款（占36.51%）、质押借款（占23.10%）和信用借款（占2.92%）等。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。

2013~2015年，公司应付票据波动增长，三年复合增长13.59%。截至2015年底，公司应付票据12.89亿元，较年初增长51.07%，主要系公司积极采用票据结算，节前集中支付以及增加一部分票据融资所致。应付票据以银行承兑汇票为主，占比94.57%。

由于处在正常信用期内的应付材料费、劳务费和工程款增加，应付账款相应增长，近三年复合增长率为48.19%。截至2015年底，公司应付账款余额为17.79亿元，较上年末增长77.64%，主要因应付工程款等增加及春节集中付款增加所致。其中，前五大应付款项对象分别为重庆市中豪建筑劳务有限公司、陕西西咸新区秦汉新城德森建材商贸有限公司和西安荣春建筑劳务有限公司等，合计占比26.50%。

2013~2015年，公司预收款项逐年增长，三年复合增长45.19%。截至2015年底，公司预收账款余额为23.10亿元，较年初增长16.35%，主要系公司预收售楼款增加所致。公司预收款项主要为预收房款，系工程尚未完工交房，尚未结转收入，由于该款项将于完工时点结转收入，故无兑付压力。公司预售商品房收款前五大项目分别为拓海·第一江岸、美坤·红星国际小区、晋鹏·山台山公园、拓海·中央公园和亚凯·红星美凯龙生活广场。

2013~2015年，公司其他应付款规模较大，但呈现逐年下降态势，三年复合下降17.05%。截至2015年底，公司其他应付款合计12.59亿元，较年初小幅下降2.41%。其他应付款前五大债权方主要为重庆红星美凯龙房地产开发有限公司、上海红星美凯龙企业发展有限公司、尹江、雅安发展投资有限责任公司等，主要为项目公司的少数股东债权投入、股权收购、建筑工程前期付款等，合计占比34.44%，集中度较高。

2013~2015年，公司一年内到期的非流动负债波动上升，三年复合增长110.69%。截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债5.46亿元，全部为即将到期的长期借款。

2013~2015年，公司非流动负债逐年下降，年均复合减少12.39%，主要系长期借款规模下降以

及伴随借款即将到期，公司长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。截至2015年底，公司非流动负债合计14.83亿元，较年初下降15.06%，主要由长期借款（占59.26%）、递延所得税负债（占19.63%）和其他非流动负债（占21.09%）构成。

2013~2015年，公司短期借款规模持续扩大的同时，长期借款逐年下降，三年复合减少32.30%。截至2015年底，长期借款合计8.79亿元，较年初下降34.26%，主要受融资环境改变、利率下行以及抵押物价值变化等因素影响。长期借款主要由质押借款（占比48.35%）、信用借款（占比30.72%）、抵押借款（占比14.68%）和保证借款（占比6.26%）构成。从到期分布来看，公司长期借款还款日处于2016年的占比5.69%，处于2017年的占比为45.28%，处于2018年的占比为20.59%，处于2019年的占比28.44%，集中还款压力尚可。

2013~2015年，公司递延所得税负债逐年增长，三年复合增长347.16%。截至2015年底，公司递延所得税负债2.91亿元，主要由非同一控制合并公允价值与账面价值之间差异和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等造成的暂时性差异导致，暂时性差异共13.44亿元。

2013年公司无其他非流动负债，2014~2015年公司其他非流动负债为对重庆市金融资产交易所的拆借款。截至2015年底，公司其他非流动负债3.13亿元，主要为小贷资产债权转让款-本金3.20亿元及其利息调整-713.97万元，较年初下降18.82%，主要系偿还部分小贷资产债权转让款所致。

全部债务方面，2013~2015年，公司全部债务波动增长，年均复合增长2.63%；截至2015年底，公司全部债务合计50.99亿元，其中短期债务占比82.75%、长期债务占比17.25%，以短期债务为主，且短期债务占比逐年提高。

债务比率方面，近三年公司负债规模逐年扩大，债务规模呈现波动增长态势，但伴随2014年和2015年两次增资的完成，公司所有者权益增幅较大，使得公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均逐年下降。其中，资产负债率三年分别为85.68%、85.21%和68.17%；全部债务资本化比率三年分别为76.98%、75.10%和49.23%；长期债务资本化比率三年分别为56.99%、43.66%和14.33%，2015年增资规模较大，因此债务比率均下降幅度较大。公司整体债务负担逐年下降。

总体看，公司负债规模平稳增长，伴随增资的完成，负债水平波动下降；公司债务结构中短期债务占比较高，存在一定的短期支付压力。

## （2）所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长90.58%，主要受2014年和2015年股东增资影响。截至2015年底，公司所有者权益合计52.58亿元，较年初大幅增长203.88%，主要系黄一峰、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、中坤房地产股权等形式对公司进行增资，导致实收资本和资本公积大幅增加所致。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为33.14亿元（占合并所有者权益63.02%），少数股东权益占合并所有者权益的36.98%，由于公司非全资的控股子公司相对较多，少数股东权益规模较大。归属于母公司所有者权益中，股本占比35.22%、资本公积占比42.26%、未分配利润占比19.75%、其他综合收益占比2.77%，由于公司本部亏损，子公司计提的法定盈余公积合并抵消，因此公司未计提法定盈余公积。公司股本及资本公积占比较高，公司所有者权益稳定性尚可。

总体看，受股东增资影响，公司所有者权益逐年增长，2015年增幅较大；所有者权益以股本和资本公积为主，但少数股东权益占比较高，公司所有者权益稳定性尚可。

#### 4. 盈利能力

近三年,受房地产业务交房周期等因素影响,公司营业收入波动增长,年均复合增长率为8.54%,2015年公司实现营业收入56.74亿元,同比增长42.22%。2013~2015年,公司营业利润、利润总额、净利润均波动上升,分别年均复合增长77.93%、77.81%和75.21%;2015年,公司营业利润、利润总额、净利润分别9.10亿元、9.59亿元、7.78亿元,分别较2014年大幅增长280.61%、234.11%、280.68%,主要系收入规模扩大的同时受上年平均售价较高的房地产项目结转收入、交房量增加以及主要建筑材料价格下降影响各主要业务板块毛利率均有所上升,以及公允价值变动收益增长所致。2015年归属于母公司的净利润为5.24亿元。公司盈利规模整体处于较高水平。

从利润构成来看,2013~2015年,公司公允价值变动收益分别为0.01亿元、0.56亿元和2.32亿元,2015年同比大幅增长311.47%,主要系公司购买的股票、参与股票定增及通过基金公司购买的资产管理计划等交易性金融资产的公允价值变动,伴随投资规模的扩大同比大幅增长311.47%;近三年,公司公允价值变动收益在营业利润中占比分别为0.39%、23.59%和25.50%,公司利润对公允价值变动收益的依赖程度逐年增强。2013~2015年,公司投资收益分别-0.12亿元、0.67亿元和0.66亿元,波动增长,主要系处置长期股权投资确认的收益变动所致,2015年公司处置长期股权投资产生的投资收益0.41亿元,处置对象主要为重庆金科郡威房地产开发有限公司和重庆金科宏瑞房地产开发有限公司的部分股权。近三年,公司投资收益分别占公司营业利润的-4.01%、27.90%和7.22%,公司利润对其的依赖程度波动较大。

从期间费用来看,近三年公司期间费用分别为2.81亿元、4.01亿元和3.93亿元,期间费用呈波动上升态势,三年复合增长率为18.35%,主要由管理费用和财务费用构成。其中销售费用三年复合增长47.69%,2015年为0.53亿元,同比增长39.19%,主要系职工薪酬、广告费等费用增长所致。管理费用三年复合增长31.35%,2015年为2.33亿元,同比增长4.41%,主要系职工薪酬的增长。财务费用三年复合减少6.18%,2015年为1.06亿元,同比下降23.36%,主要系利率下降以及将部分利息支出分摊到项目导致利息支出大幅减少所致。近三年期间费用占营业收入的比重分别为5.83%、10.04%和6.93%,呈波动上升态势,与期间费用变化趋势一致,公司费用控制能力有所减弱。

从盈利指标看,受主营业务毛利率波动上升影响,2013~2015年,公司营业利润率呈现波动上升态势,分别为14.04%、13.30%和17.39%。受公司2015年增资导致的所有者权益和资产增幅较大影响,公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率均呈波动上升趋势,分别由2013年的5.95%、4.19%和17.50%上升至11.05%、8.06%和22.26%。从同行业上市公司的比较来看,公司总资产报酬率、净资产收益率和销售毛利率处于行业较高水平,总体上看,公司盈利能力较好。

表 25 建筑类企业 2015 年盈利能力比较情况 (单位: %)

证券代码	公司简称	净资产收益率	总资产收益率	销售毛利率
600170.SH	上海建工	9.35	2.58	6.95
600491.SH	龙元建设	5.97	1.85	5.69
601668.SH	中国建筑	16.98	5.40	9.14
601789.SH	宁波建工	8.53	3.63	6.44

数据来源: Wind 资讯

总体看,受房价回升及主要建筑材料价格下降影响,公司的主营业务获利能力有所上升,2015年公司公允价值变动收益增幅较大,对公司利润贡献较高,但稳定性相对较弱。整体上看,公司盈利能力较强。

### 5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年，公司流动比率分别为1.38倍、1.29倍和1.52倍，呈现波动上升态势，主要受流动资产增长较快影响；受开发成本等存货规模较大且增长较快影响，速动比率分别为0.94倍、0.78倍和0.81倍，呈现波动下降态势；现金短期债务比分别为0.30倍、0.27倍和0.53倍，与货币资金的波动趋势基本一致。整体看，公司货币资金比较充裕，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，公司EBITDA逐年增长，年均复合增长63.15%；主要系利润总额和计入财务费用的利息支出的增长。2015年公司EBITDA为11.60亿元<sup>9</sup>，同比增长124.71%，主要系利润总额大幅增长所致，从构成来看，折旧占比1.66%、摊销占比0.23%、计入财务费用的利息支出占比15.37%、利润总额占比82.73%，以利润总额为主，EBITDA的构成较为稳定。公司EBITDA利息倍数受利息支出影响呈波动上升趋势，分别为3.61倍、2.50倍和6.51倍，覆盖程度高；EBITDA全部债务比伴随EBITDA的增长呈逐年上升趋势，分别为0.09倍、0.10倍和0.23倍，覆盖倍数呈现增强态势。总看，EBITDA对利息倍数的保障能力处于较好水平，对全部债务保障能力增强，公司长期偿债能力呈增强态势，长期偿债能力尚可。

公司与工商银行、建设银行、民生银行等各商业银行建立了良好的合作关系，截至2016年3月底，公司已获银行授信额度36.14亿元，未使用授信余额11.95亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2015年底，公司尚有未决诉讼17起，主要系因建设工程施工合同以及借款未按时偿还引起的诉讼；公司未决诉讼、仲裁涉诉金额合计3.39亿元，其中公司作为被告的涉诉金额共0.94亿元，最高的单项涉诉金额为0.86亿元。虽然未决诉讼数量较多，但由于标的金额规模较小，公司或有风险不大，具体如下表所示。

表 26 公司 2015 年底诉讼情况情况（单位：万元）

诉求方（原告）	被诉求方（被告）	涉诉金额	涉诉原因	目前进展
重庆涪商贸易有限公司	重庆申基实业（集团）有限公司	7,977.00	未按时偿还借款	尚未判决
重庆涪商贸易有限公司	重庆总府实业有限公司	6,000.00	未按时偿还借款	尚未判决
重庆涪商贸易有限公司	重庆英嘉科技有限公司	3,000.00	未按时偿还借款	尚未判决
重庆涪商投资控股集团股份有限公司	重庆地心实业有限公司	2,400.00	未按时偿还借款	尚未判决
重庆涪商贸易有限公司	重庆寰林商贸有限公司	1,500.00	未按时偿还借款	尚未判决
重庆中科建设（集团）有限公司	遵义市巨丰房地产开发责任有限公司	1,241.74	未支付工程进度款	尚未判决
重庆涪商金盛产业投资有限公司	重庆弘时商贸有限公司	900.00	未按时偿还借款	尚未判决
重庆中科建设（集团）有限公司	南充市清泉寺风景区旅游开发公司	745.91	未支付工程进度款	尚未判决
重庆中科建设（集团）有限公司	江苏金煜满堂置业有限公司	707.15	未支付工程进度款	尚未判决
遵义市巨丰房地产开发有限责任公司	重庆中科建设（集团）有限公司	8,660.00	违约导致工程无法竣工验收	尚未判决
江苏常舜建材有限公司	重庆中科建设（集团）有限公司	161.67	未支付货款	尚未判决
长乐明彬新型墙材有限公司	重庆中科建设（集团）有限公司	137.27	未支付货款	尚未判决

<sup>9</sup>由于公司未编制备考现金流量表，此处 EBITDA 中的折旧及摊销为公司单独提供。

成都市和乐门业有限公司	重庆中科建设（集团）有限公司	122.38	未支付货款	尚未判决
杨加红	重庆中科建设（集团）有限公司	120.39	未支付工程款	尚未判决
四川华西绿舍建材有限公司	重庆中科建设（集团）有限公司	102.25	未支付材料款	一审审结二审尚未开庭
贵阳高新嘉鑫建筑设备租赁站	重庆中科建设（集团）有限公司	49.05	未支付设备租赁款	一审审结二审尚未开庭
常州正大建材科技有限公司	重庆中科建设（集团）有限公司	34.86	未支付货款	尚未判决
<b>合计</b>	--	<b>33,859.67</b>	--	--

数据来源：公司经审阅的备考报表

根据中国人民银行 2016 年 5 月 18 日出具的企业信用报告（机构信用代码：G10500102000835406），公司无未结清及已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2015 年底，公司担保余额共 37.80 亿元（不含个人），其中对外担保 13.55 亿元，其余全部为对子公司的担保，被担保企业经营状况正常。公司对外担保余额占当期经审计净资产的 25.78%，存在一定的或有负债风险。

总体看，公司现金类资产较为充足，公司短期偿债能力尚可；伴随 EBITDA 的增长，公司长期偿债能力随着盈利能力的提升呈增强态势；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，公司整体偿债能力较强。

## 八、本次债券偿债能力分析

### 1. 本次债券的发行对目前债务的影响

截至 2015 年底，公司全部债务合计 50.99 亿元。本次拟发行债券规模不超过 20 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较大，对公司负债水平有一定影响。

以 2015 年底财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为 20 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 35.38%、57.45% 和 71.61%，债务负担有所增加。考虑到募集资金到位后部分用于偿还公司现有债务，公司整体债务水平可控。

以 2015 年底财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 5 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 20.78%、51.57% 和 69.11%，债务负担有所增加。考虑到募集资金到位后部分用于偿还公司现有债务，公司整体债务水平可控。

### 2. 本次公司债偿债能力分析

以 2015 年底的相关财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 11.60 亿元，为本次公司债券发行额度（20 亿元）的 0.58 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度高。以 2015 年的财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 11.60 亿元，为本期债券发行额度（5 亿元）的 2.32 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、运营模式效率高、风险分配合理，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，公司对本次债券的偿还能力很强。

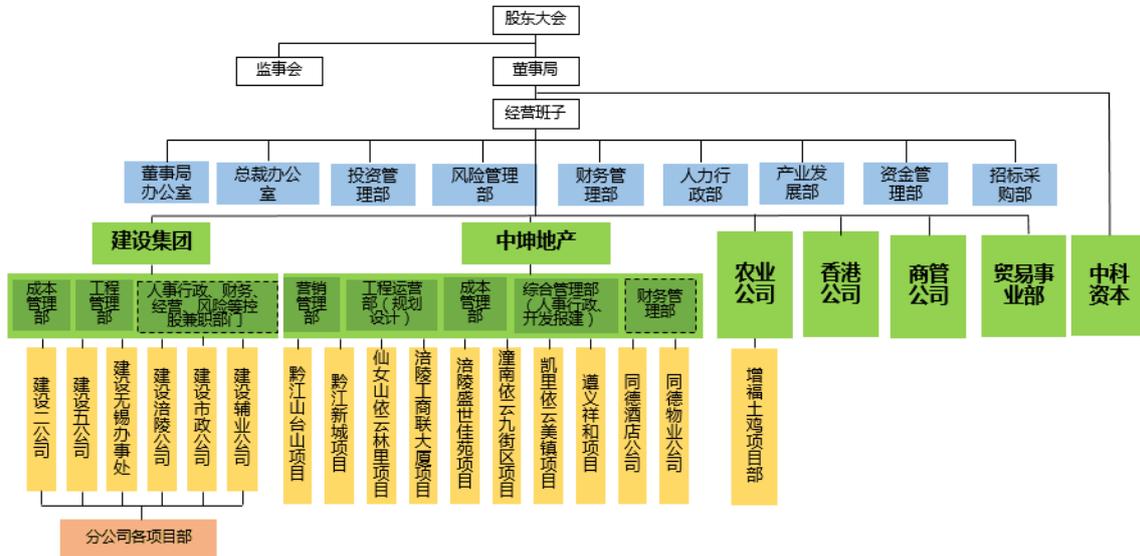
## 九、综合评价

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。公司业务模式加速转型升级，房地产业务土地获取成本低，整体盈利能力较强。同时，联合评级也关注到公司主营业务规模及盈利能力受房地产行业景气度及房地产开发项目周期等因素影响呈现波动，近年来获取土地规模有所下降、现有土地储备区域较为集中，房地产开发项目存在一定的去化压力，垫资施工对资金造成占用等因素可能对公司信用状况造成的不利影响。

近年来公司建筑业务经营情况良好，2015年通过非同一控制下的企业合并新增房地产开发业务，业务规模进一步扩大，形成了建筑地产联动、一二级开发联动的业务模式，未来随着公司在建项目的陆续竣工实现收入，公司有望保持稳健发展，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结构图



## 附件 2 重庆市中科控股有限公司 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	101.13	116.98	165.22
所有者权益 (亿元)	14.48	17.30	52.58
短期债务 (亿元)	29.23	38.77	42.19
长期债务 (亿元)	19.18	13.41	8.79
全部债务 (亿元)	48.41	52.18	50.99
营业收入 (亿元)	48.16	39.90	56.74
净利润 (亿元)	2.53	2.04	7.78
EBITDA (亿元)	4.36	5.16	11.60
经营性净现金流 (亿元)	--	--	--
应收账款周转次数(次)	7.70	4.76	4.51
存货周转次数 (次)	1.32	0.93	0.79
总资产周转次数 (次)	0.48	0.37	0.40
现金收入比率 (%)	--	--	--
总资本收益率 (%)	5.95	6.21	11.05
总资产报酬率 (%)	4.19	4.53	8.06
净资产收益率 (%)	17.50	12.86	22.26
营业利润率 (%)	14.04	13.30	17.39
费用收入比 (%)	5.83	10.04	6.93
资产负债率 (%)	85.68	85.21	68.17
全部债务资本化比率 (%)	76.98	75.10	49.23
长期债务资本化比率 (%)	56.99	43.66	14.33
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.61	2.50	6.51
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.09	0.10	0.23
流动比率 (倍)	1.38	1.29	1.52
速动比率 (倍)	0.94	0.78	0.81
现金短期债务比 (倍)	0.30	0.27	0.53
经营现金流流动负债比率 (%)	--	--	--
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.22	0.26	0.55
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.87	1.03	2.32

注：1、公司 2013~2015 年财务数据均来自备考财务报表；2、公司未编制备考现金流量表，相关指标无法测算，EBITDA 中的折旧及摊销为公司单独提供。

### 附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本次公司债券偿债能力</b>	
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（第一期）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，可宣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  
二零一七年三月三日

