

# 信用等级公告

联合[2019]164号

重庆华宇集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对重庆华宇集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

**重庆华宇集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”**

**重庆华宇集团有限公司拟公开发行的 2019 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

评级总监：  

二零一九年二月十一日

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>

## 重庆华宇集团有限公司

### 2019年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过人民币 4.00 亿元

债券期限：不超过 5 年（含 5 年），附第 2 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：按年付息、到期一次还本

评级时间：2019 年 2 月 11 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
资产总额（亿元）	328.12	373.03	513.33	627.41
所有者权益（亿元）	131.96	157.16	181.54	195.66
长期债务（亿元）	83.81	112.27	145.76	135.24
全部债务（亿元）	120.18	128.66	178.17	219.36
营业收入（亿元）	38.18	52.92	66.87	42.28
净利润（亿元）	7.64	7.02	10.23	6.63
EBITDA（亿元）	10.19	10.14	16.62	--
经营性净现金流（亿元）	2.82	-10.70	-13.11	4.44
营业利润率（%）	26.76	20.65	24.98	32.36
净资产收益率（%）	6.59	4.85	6.04	--
资产负债率（%）	59.78	57.87	64.64	68.81
全部债务资本化比率（%）	47.66	45.01	49.53	52.86
流动比率（倍）	2.27	2.85	2.00	1.57
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.08	0.09	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.12	1.62	1.86	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.55	2.53	4.16	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、公司长期应付款中有息债务部分已计入长期债务；4、公司 2018 年 1-9 月财务数据未经审计，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”）对重庆华宇集团有限公司（以下简称“公司”或“华宇集团”）的评级反映了公司作为重庆地区的房地产龙头企业，在重庆与四川房地产市场深耕多年，在开发规模、区域品牌知名度等方面具有一定优势。公司土地储备较为充足，销售状况良好，债务负担可控。同时，联合评级也关注到公司业务相对集中于重庆地区、权益结构稳定性一般、投资性物业公允价值变动收益对公司利润规模影响较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司积极开拓除重庆以外区域的土地储备，在武汉、宁波、合肥和郑州等区域均有项目储备，降低了公司经营区域较为集中的风险。未来随着公司在建项目陆续达到销售条件、商业物业管理规模不断增加，经营状况有望保持良好，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. 公司是重庆地区房地产行业龙头企业，在土地储备、开发规模和销售收入方面处于区域领先地位。

2. 公司土地储备规模较为充足，同时积极开拓除重庆以外区域的土地储备，土地成本较合理，为公司可持续开发提供了良好保障。

3. 公司期末在建规模保持较大水平；公司房地产销售情况良好，签约销售金额和均价有所提高。

4. 公司自持物业规模较大、位置良好、出租率高、租金收入稳定，能带来稳定现金流入。

5. 公司货币资金规模较大，债务负担处于可控水平。

## 关注

1. 2017 年以来房地产行业出台一系列调控政策，对房地产行业影响较大。同时公司作为重庆地区房地产开发龙头企业，受当地房地产市场与政策调整的影响较大。

2. 公司所有者权益中其他综合收益和未分配利润占比高，权益稳定性一般。

3. 公司投资性物业公允价值变动收益对公司利润规模影响较大。

## 分析师

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@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。

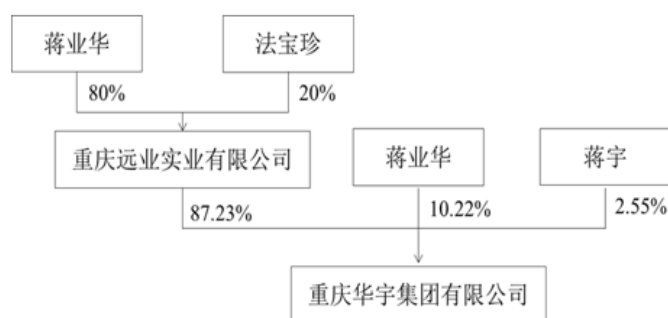


支亚楠

## 一、主体概况

重庆华宇集团有限公司（以下简称“公司”或“华宇集团”）前身系重庆华宇房地产开发有限公司（以下简称“重庆华宇”），于1995年3月由蒋业华（持股比例65.41%）、张秀华（持股比例25.16%）、蒋杰（持股比例9.43%）共同投资318万元设立；1997年10月，重庆华宇更名为重庆华宇物业（集团）有限公司（以下简称“华宇物业”）；2015年7月，公司更为现名。2016年10月，公司吸收重庆远业实业有限公司（以下简称“重庆远业”）为新股东，重庆远业以货币方式（4亿元）对公司增资。历经数次增资及股权转让，截至2018年9月底，公司注册资本为10.32亿元，实收资本5.32亿元，重庆远业持股87.23%，蒋业华持股10.22%，蒋宇持股2.55%。公司控股股东为重庆远业，公司实际控制人系蒋业华。

图1 截至2018年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2018年9月底，公司经营范围为：房地产开发（凭相关资质执业），物业管理，房屋租赁。

截至2018年9月底，公司下设投资发展中心、研发管理中心、运营管理中心、成本管理中心、品牌营销中心、财务管理中心、人力行政中心、资金管理中心和风险控制中心9大中心（见附件1）。截至2018年9月底，公司纳入合并范围子公司118家，公司在职工1,089人。

截至2017年底，公司合并资产总额513.33亿元，负债总额331.79亿元，所有者权益（含少数股东权益）181.54亿元，其中归属于母公司所有者权益161.89亿元。2017年，公司实现营业收入66.87亿元，净利润（含少数股东损益）10.23亿元，其中归属于母公司所有者的净利润7.77亿元；经营活动产生的现金流量净额-13.11亿元，现金及现金等价物净增加额9.61亿元。

截至2018年9月底，公司合并资产总额627.41亿元，负债总额431.75亿元，所有者权益（含少数股东权益）195.66亿元，其中归属于母公司所有者权益166.55亿元。2018年1~9月，公司实现营业收入42.28亿元，净利润（含少数股东损益）6.63亿元，其中归属于母公司所有者的净利润6.14亿元；经营活动产生的现金流量净额4.44亿元，现金及现金等价物净增加额18.04亿元。

公司注册地址：重庆市渝北区泰山大道东段118号；法定代表人：蒋业华。

## 二、本期债券概况及债券募集资金用途

### 1. 本期债券概况

本期债券名称为“重庆华宇集团有限公司2019年公开发行公司债券（第一期）”，发行规模为不超过人民币4.00亿元，本期债券期限不超过5年（含5年），附第2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。本期债券面向合格投资者公开发行，采用单利按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本，利息每年支付一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券为固定利率债券，债券利率由公司的主承销商根据簿记建档结果协商确定。

本期债券无担保。

## 2. 本期债券募集资金用途

本期发行公司债券募集资金用于偿还金融机构贷款，改善公司债务结构。

## 三、行业分析

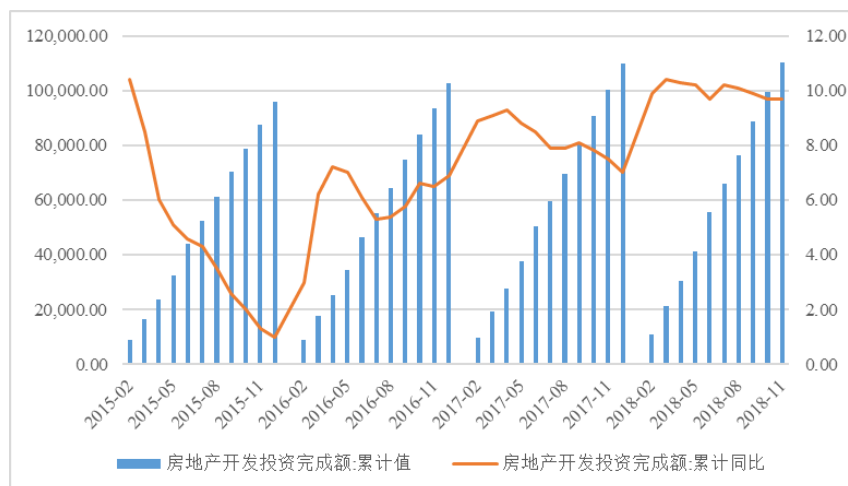
公司目前主营业务以房地产开发销售为主，基于此，本报告行业分析围绕房地产行业展开。

### 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。经过近二十年的发展，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。

从近年房地产业发展趋势来看，2015 年，我国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.00%，增速继续同比下滑 9.50 个百分点；受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 102,581 亿元，名义同比增长 6.88%；2017 年，我国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年同期上升 0.16 个百分点。其中，住宅投资 75,148 亿元（占比为 68.44%），同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点；办公楼投资 6,761 亿元（占比 6.16%），同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点；商业营业用房投资 15,639 亿元（占比 14.24%），同比减少 1.26%。2018 年 1~11 月，全国房地产开发投资 110,083 亿元，同比增长 9.70%，增速与前 10 月持平，但较前 9 月回落 0.2 个百分点，在土地购置费和新开工持续高增长下继续维持在高位。

图 2 2015~2018 年 11 月全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓；2016 年

以来房地产投资增速有所回升，但开始以稳定健康增长为主要目标导向。

## 2. 市场供需

### (1) 土地供应状况

土地是房地产企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2015年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于上年，但楼面均价上涨幅度较大。其中，各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金上升1%外，二、三线城市土地出让金分别下降7%和19%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升19%和2个百分点到9,180元/平方米和27%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升18%和10个百分点到1,560元/平方米和17%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升1%和2个百分点到751元/平方米和8%。

2016年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现1%和0.2%的微跌外，一、三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降16%外，二、三线城市土地出让金分别上升68%和9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升9%和18个百分点到9,965元/平方米和45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升74%和34个百分点到2,696元/平方米和51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升19%和18个百分点到887元/平方米和26%。整体看，一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017年，全国300个城市成交面积95,036万平方米，同比增加8%；土地出让金总额为40,623亿元，同比增加38%。其中，住宅用地成交面积35,433万平方米，同比增加24%；商办类用地成交土地面积10,225万平方米，同比减少10%。分城市来看，2017年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

2018年1~9月，全国300个城市土地供需双涨，土地供应量88,834万平方米，同比增长23%；土地成交面积73,993万平方米，同比增长19%。土地出让金总额同比增长13%，整体成交楼面均价及溢价率下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018年1~9月，一线城市供地节奏放缓，推出面积同比下降25%，出让金总额下降24%；二线城市供求量有所增加，土地出让金总额同比小幅增长9%，但受政策调控影响，平均溢价率下降19个百分点；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，并出台相应的土拍政策，除土地溢价率下降23个百分点外，土地供应量、成交面积、出让金、楼面均价分别同比增长24%、20%、37%和9%。

表1 2015~2017年及2018年1~9月全国300个城市土地交易情况(单位:万平方米、%、亿元、元/平方米)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
推出面积	113,235	103,212	111,907	88,834
同比	-18	-9	8	23
成交面积	85,671	85,885	95,036	73,993

同比	-21	-3	8	19
出让金	21,793	29,047	40,623	30,125
同比	-10	31	38	13
楼面均价	1,384	1,904	2,374	2,219
同比	14	40	26	-8
土地平均溢价率	16	43	29	16
同比	上升 6 个百分点	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点	下降 17 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，近三年，随着热点城市增加土地供给稳定预期，土地供求量均有所回升；房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，使得楼面均价涨幅仍然较大。2018年1~9月，土地市场整体上行，整体成交楼面均价及溢价率走低，房企拿地趋于理性。

### （2）开发资金来源状况

2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大幅降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 296.53 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

2017年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金156,053亿元，同比增长8.20%，增速较上年同期下降7.00个百分点。其中，国内贷款25,242亿元，同比增长17.30%；利用外资168.19亿元，同比增长19.80%；自筹资金50,872亿元，上升3.50%；其他资金79,770亿元，同比增长8.60%。在其他资金中，定金及预收款48,694亿元，同比增长16.10%；个人按揭贷款23,906亿元，同比下降2.00%。

2018年1~11月，房地产开发企业到位资金150,076.84亿元，同比增长7.60%。其中，国内贷款同比下降3.70%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致，但下降幅度较前10月有所收窄；自筹资金同比增长10.00%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长9.68%，处于2018年较高位，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018年，央行已进行4次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松，房企资金面有所改善，但融资依然较紧张，资金压力依然较大。

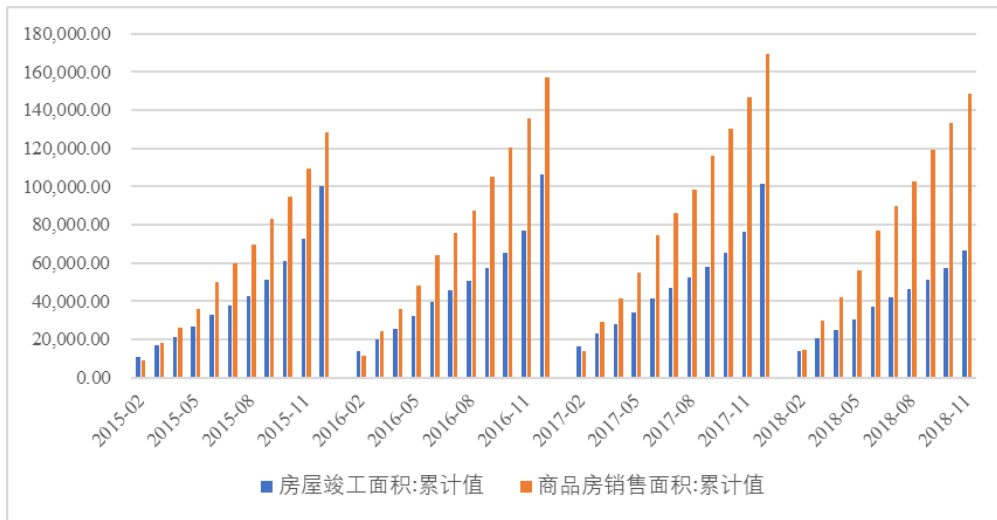
总体看，2015年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解；2016年10月房地产调控后，融资环境再次趋紧，房企资金压力较大；2018年，货币政策结构性宽松，房企资金面有所改善，但资金压力仍然较大。

### （3）市场供需情况

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%。

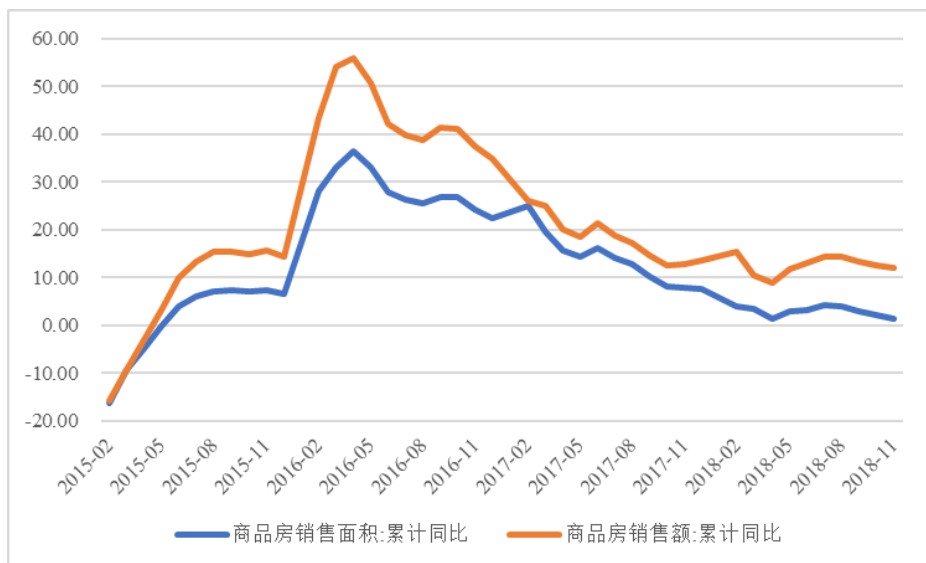
图3 2015~2018年11月全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

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106,128万平方米，同比增长6.1%。其中，住宅竣工面积77,185万平方米，同比增长4.6%。

图4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

2017年,商品房销售增速有所放缓,全国商品房销售面积169,408万平方米,同比增长7.70%,一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移,二线城市亦呈现明显回落态势,三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中,住宅销售面积增长5.30%,办公楼销售面积增长24.30%,商业营业用房销售面积增长18.70%;住宅销售额增长11.30%,办公楼销售额增长17.50%,商业营业用房销售额增长25.30%。从供应来看,2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米,同比增长3.00%;房屋竣工面积101,486万平方米,同比减少4.40%;商品房待售面积58,923万平方米,同比减少15.30%,其中住宅待售面积同比减25.10%,办公楼待售面积同比增加0.90%,商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

2018年1~11月,全国房地产销售面积148,604万平方米,同比增长1.40%,增速自8月之后开始收窄;全国房地产销售金额129,508亿元,同比增长12.10%,增速较1~10月回落0.40个百分点;房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓,处于2015年6月以来的相对低位。2018年1~11月,房地产开发企业房屋施工面积804,886.01万平方米,同比增长4.70%;房屋竣工面积66,855.74万平方米,同比减少12.30%;商品房待售面积52,627万平方米,较2017年底减少10.69%。

总体看,在当前经济形势下,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。政策环境由松趋紧,出现分化,热点城市调控政策不断收紧,而三四线城市内部则出现分化。2018年1~11月,房地产销售面积和金额增速小幅回落,为2015年下半年以来历史低位。

#### (4) 销售价格情况

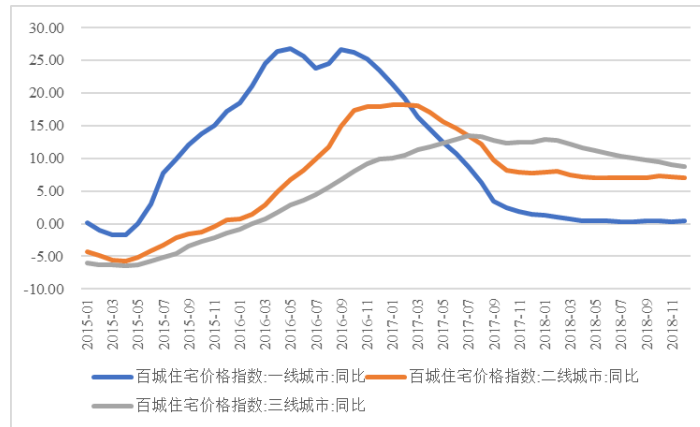
从商品房销售价格看,2015年以来受多重宽松政策调整影响,重点城市商品住宅成交面积小幅回升,市场呈现回暖迹象;2015年3月后,深圳市领涨全国房价,随后上海、北京房价持续上涨,一线城市房价上涨带动二线城市持续增长;2015年12月,全国100个城市(新建)住宅平均价格为10,980元/平方米,环比上涨0.74%。整体来看,全国楼市保持平稳回升态势,12月百城价格指数环比、同比连续第5个月双涨,且涨幅均继续扩大。

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元/平方米,较年初增长18.22%。

2017年,一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓,其中一线城市同比增速从年初的21.37%大幅下降至年末的1.43%,二线城市同比增速从年初的18.27%下降至年末的7.70%,一、二线城市房地产市场明显降温;三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳,达到12%左右水平。

2018年,一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓,2018年末,一线城市同比增速0.40%,二线城市同比增速7.08%,三线城市同比增速8.71%。

图 5 2015~2018 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，三线城市价格增速降缓，但仍表现较好。

### 3. 行业竞争

随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

2016 年，房地产行业前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81%和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 12.19%和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。2018 年 1~11 月，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 28.35%和 38.56%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.84%和 26.35%。

表 2 2015~2017 年及 2018 年 1~11 月前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~11 月
前 10 大企业销售额占比	16.87	18.81	24.10	28.35
前 20 大企业销售额占比	22.82	25.33	32.50	38.56
前 10 大企业销售面积占比	11.31	12.19	15.38	19.84
前 20 大企业销售面积占比	14.62	15.94	20.03	26.35

资料来源：CRIC，联合评级根据 Wind 行业数据测算

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，龙头企业在竞争中占据明显优势；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11~30 的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售。据 CRIC 统计的 2018 年 1~11 月房企销售额情况，碧桂园、万科企业和中国恒大均步入 5,000 亿，融创中国、保利发展、绿地控股和中海地产迈入两千亿门槛；新城

控股、华润置地、龙湖集团、世茂房地产等 18 家房企进入千亿阵营，再次呈现强者恒强局面。

表 3 2018 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	绿地控股
2	碧桂园	7	中海地产
3	万科企业	8	龙湖地产
4	保利地产	9	华夏幸福
5	融创中国	10	广州富力

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

#### 4. 行业政策

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房房贷首付比例
2015 年 9 月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
2015 年 9 月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》
2016 年 2 月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例
2016 年 6 月	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住房和城乡建设部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局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”
2017 年 8 月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017 年 12 月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018 年 3 月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员

	员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018年7月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018年12月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018年12月	2018年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。2018年，政策继续坚持“房住不炒”总基调，但因城施策，部分城市政策出现微调。

## 5. 行业关注

（1）行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，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，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

#### （2）房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控；2018年7月31日，中共中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

#### （3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，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。

### 6. 未来发展

#### （1）调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

#### （2）行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

#### （3）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

#### （4）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，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型房地产企业也会获得一定的生存空间。

## 7. 区域房地产市场

公司房地产项目主要集中在重庆市，重庆房地产市场运行情况与公司销售业绩关联较大。

2017年，重庆市经济运行总体呈现平稳态势，产业结构得到优化，质量效益逐步提升，为房地产市场提供了一个稳定的宏观经济环境。2017年，重庆市实现地区生产总值19,500.27亿元，比上年增长9.3%。其中，第一产业增加值1,339.62亿元，比上年增长4.0%；第二产业增加值8,596.61亿元，比上年增长9.5%；第三产业增加值9,564.04亿元，比上年增长9.9%。

土地供应方面，2017年重庆供应土地639宗，成交土地578宗，成交面积3,700.76万平方米，比上年下降9.17%；2017年全年土地成交总价1,406.46亿元，比上年增长56.56%。2018年，重庆供应土地620宗，成交土地509宗，成交面积3,093.42万平方米，比上年下降16.41%，成交总价1,075.22亿元，比上年下降23.55%，2018年，重庆市土地市场有所降温。

房地产开发投资方面，2017年，重庆市房地产开发投资3,980.08亿元，比上年增长6.8%。其中，住宅投资2,632.88亿元，增长13.5%；办公楼投资157.28亿元，下降5.3%；商业营业用房投资671.80亿元，下降4.6%。全年主城区建成公租房120.00万平方米，完成城市棚户区改造383.94万平方米，完成农村危旧房改造2.56万户。2018年1~11月，重庆市房地产开发投资3,861.25亿元，同比增长8.0%，其中，住宅投资2,765.18亿元，同比增长17.4%。

房地产建设与销售方面，2017年，重庆市商品房新开工面积5,680.04万平方米，比上年增长16.50%，其中住宅新开工面积3,759.63万平方米，比上年增长25.4%；竣工面积5,055.73万平方米，比上年增长14.3%，其中住宅竣工面积3,316.37万平方米，比上年增长7.5%。2017年，重庆市住宅销售面积和销售额分别为5,452.65万平方米和3,601.56亿元，同比增长6.80%和36.60%。2018年1~11月，重庆市房屋新开工面积6,813.60万平方米，同比增长31.8%；其中住宅新开工面积4,798.46万平方米，同比增长41.1%；房屋竣工面积2,623.06万平方米，同比下降37.4%；商品房销售面积5,780.21万平方米，同比下降3.5%。

房地产政策方面，2016年2月27日，重庆银监局公布了《关于重申加强房地产信贷管理工作有关要求的通知》，进一步规范与房地产开发企业和中介机构业务合作管理，严禁违规发放或挪用银行信贷资金进入房地产领域。2017年1月13日，重庆市政府决定将《重庆市关于开展对部分个人住房征收房产税改革试点的暂行办法》和《重庆市个人住房房产税征收管理实施细则》关于“征收对象”和“税率”中的“在重庆市同时无户籍、无企业、无工作的个人新购的第二套（含第二套）以上的普通住房”修改为“在重庆市同时无户籍、无企业、无工作的个人新购的首套及以上的普通住房”，自1月14日起施行。2017年5月9日，重庆市住房公积金管理中心网站发布《关于优先保障职工家庭首套住房公积金贷款需求的通知》，明确优先保障职工家庭首套住房公积金贷款需求，暂停受理主城区范围内非首套住房公积金贷款申请。

2017年7月1号开始，对于市区范围之内已经拥有了三套住房的居民，暂时停止在重庆市的部分区域购买住房，无住房的非重庆市户籍的家庭，在本市区的部分区域只能限购一套住房。2017年9月23日发布的限售令规定重庆市主城区新购新建商品住房和二手住房须取得《不动产权证》满

两年后才能上市交易。2018年6月27日，重庆市政府发布《关于进一步加强房地产市场调控工作的通知》，通知指出对已经拥有2套住房且相应购房贷款均未结清的居民家庭，继续暂停发放个人住房贷款；对不能提供1年以上重庆市纳税证明或者社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购房贷款。

总体看，重庆市经济运行稳定，房地产市场较为稳定，2017年后重庆政府部门密集出台调控政策，2018年重庆土地和销售市场有所降温。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 规模与竞争力

公司自1995年从事房地产开发以来，经过20多年的持续发展，已形成集地产、商业、金控、物业服务为一体的大型多元化综合性城市运营集团。公司具有国家一级房地产开发资质、一级物业服务资质，一级建筑施工资质，是中国房地产业协会副会长单位、中国物业管理协会副会长单位。

截至2018年9月底，公司已累计开发楼盘145个，项目覆盖中国重庆、成都、苏州、太仓、无锡、合肥、宁波、长沙、武汉、沈阳等21个城市，公司已开发项目的建筑面积累计达到1,820万平方米。

公司先后获得“中国驰名商标”、“中国建行AAA级信用企业”、“中国房地产诚信企业”、“中国房地产100强企业”、“中国民营企业500强”、“中国服务业500强企业”等称号；公司系连续九届进入“重庆房地产集团企业50强”前三名的唯一企业。在中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布的2018中国房地产开发企业500强榜单中，公司位列72位。

作为重庆市著名的房地产品牌之一，较高的品牌知名度有利于加快公司产品的销售速度、节省销售费用、提升产品附加值，有效保障了公司的持续盈利能力。

总体看，公司综合实力较强、品牌知名度较高，开发规模较大，整体竞争实力位居区域行业前列，在一定程度上能有效抵御宏观调控对房地产行业的冲击。

##### 2. 人员素质

截至2018年9月底，公司董事、监事和高级管理人员11人。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长蒋业华先生，出生于1963年，大专学历。蒋业华先生于1983年7月~1985年7月任重庆渝北区石鞋建筑队施工员，于1985年8月~1990年8月任重庆渝北区兴隆建筑公司一队队长，于1990年9月~1995年2月任重庆亚龙建筑公司副总经理，于1995年3月~1997年9月任重庆华宇房地产开发有限公司董事长兼总经理，于1997年10月~2003年任重庆华宇物业（集团）有限公司董事长兼总裁，2004年至今任公司董事长。

公司总裁余江先生，出生于1963年，博士学历，高级经济师。余江先生于1984年~1987年历任重庆长江橡胶厂办事员、团委书记，于1987年~2014年历任国内大型银行支行行长、一级分行行长助理、副行长、总行一级部门总经理和一级分行行长。2015年7月至今任公司总裁。

公司董事、执行总裁兼总经理胡端女士，出生于1963年，大学本科学历，政工师。1989年~2003年，胡端女士历任共青团重庆市万盛区副书记、中共万盛区委办公室副主任兼政策研究室主任、重庆立泰实业开发有限公司总经理、重庆万盛旅业（集团）有限公司副总经理。2003年进入公司至今，胡女士先后担任商业公司总经理、办公室主任、总裁助理兼销售公司总经理、重庆

区域公司总经理、副总裁。现任公司董事、执行总裁兼总经理。

公司地产集团总裁周德康先生，1967年出生，学士学位。周德康先生曾任职重庆市规划设计研究院建筑所所长、成都博瑞房地产开发有限公司设计总监、龙湖地产有限公司集团首席运营官、俊发地产集团总裁、郑州绿都地产集团股份有限公司执行董事及管委会成员等；现任公司地产总裁，主要从事地产研发设计及地产运营。

截至2018年9月底，公司拥有在职员工1,089人，按文化素质划分，本科及以上学历员工占比66.76%，大专学历员工占比32.42%，高中及以下学历员工占比0.83%；按岗位构成划分，销售岗位员工占32.00%，工程岗位员工占12.95%，客服岗位员工占1.60%，财务岗位员工占10.53%，其他岗位员工占42.92%；按员工年龄划分，30岁以下员工占比33.24%，30~50岁员工占比63.18%，50岁以上员工占比3.58%。

总体看，公司高层管理人员大都具有较长的房地产行业从业经历和丰富的专业知识，综合素质较高；员工整体素质能够满足公司日常经营需要。

## 五、公司管理

### 1. 公司治理

公司设立股东会、董事会、监事会，参照公司法制定了公司章程，建立了公司的组织机构。

根据公司章程，公司设立股东会，由全体股东组成，是公司权力机构。

公司董事会由3名董事组成，由股东会选举产生，其中董事长1名。董事任期每届三年，可连选连任。董事会对股东会负责，执行股东的决定，制订公司的经营方针、预决算方案等。

公司监事会由4人组成，设监事会主席1人，其中职工监事2人。监事任期每届三年，可连选连任。监事会负责对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。

公司设总裁1人，执行总裁兼总经理1人，由董事会聘任，对董事会负责；公司总裁主要负责主持公司日常经营管理工作，组织实施董事会决议并接受董事会和监事的监督。

总体看，公司法人治理结构较完善。

### 2. 管理制度

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在建设施工、安全质量、经营管理、财务会计等方面建立了相应的内部控制制度，涵盖公司经营管理的主要环节。公司下设投资发展中心、研发管理中心、运营管理中心、成本管理中心、品牌营销中心、财务管理中心、人力行政中心、资金管理中心和风险控制中心9大中心，各中心职责明确、分工清晰，形成了较为完整运营管理体系。公司在监事会下设风险控制中心，主要负责风险控制体系建立、合同管理、审计管理、法律事务控制、经营风险监控等事务，以保障公司的持续健康运营。

项目拓展方面，公司制定了《项目拓展论证管理流程》等制度，在项目预可行性研究、可行性研究以及项目评审方面进行了规范。

采购管理方面，公司制订了《战略采购管理流程》、《供应商管理流程》等制度。《战略采购管理流程》明确了公司战略采购的操作程序及方法，对公司在选择战略采购方式，进行实施材料设备、工程、顾问服务（设计、营销）的采购进行了严格规范。

开发建设管理方面，公司制定了《项目拓展论证管理流程》、《工程管理流程》、《项目开发计划管理制度》等规章制度。其中《项目拓展论证管理流程》主要规范公司在基础信息研究、城市研究、土地信息收集、项目筛选及可行性研究、项目获取等方面的具体步骤和要求；《工程管理流

程》对项目开工、项目进度、项目验收等方面进行了描述和规范；《项目开发计划管理制度》对开发计划的制定和报送时间、项目开发计划的调整、开发计划的执行、跟踪、预警处理以及开发计划的考核等方面进行了规定。

成本管理方面，公司制定了《成本管理制度》、《合同管理制度》和《工程预结算管理作业指引》等管理制度和指引。《成本管理制度》用以规范公司房地产开发项目各环节所有成本和税金，公司以统一成本科目为前提，以全过程成本管理为主线，以建安成本动态监控为重点，以建立成本经验数据库为支撑，以统一合约安排模式及信息化为手段，构建了有效的成本管理体系；《合同管理制度》规范公司在合同签订、执行、监督检查、调解纠纷及合同管理方面的各个环节。《工程预结算管理作业指引》规范了公司在编制工程预结算、工程结算分析等方面的要求。

销售管理方面，公司制定了《营销策划管理流程》、《销售管理流程》、《销售价格管理流程》和《开盘作业指引》等制度和指引。《营销策划管理流程》规范了公司完成项目定位策划后，项目开盘前的所有营销相关准备工作；《销售管理流程》规范了公司销售开盘至项目销售完成分期的销售管理工作；《销售价格管理流程》规范了公司住宅地产可售产品的定价过程及价格调整过程；《开盘作业指引》规范了公司所有项目的开盘策划及实施工作。

财务管理方面，公司制定了《全面预算管理制度》、《资金计划管理制度》、《会计核算制度》、《税务管理制度》、《融资管理制度》等相关制度体系。《全面预算管理制度》规范了公司预算编制审批程序、预算执行和控制、预算外开支及预算调整、全面预算管理的分析和考核等要求和步骤；《资金计划管理制度》规范了公司资金计划的审批、使用与调度、报表编制及分析等方面的要求；《会计核算制度》在资产、负债、所有者权益、收入、成本、费用等会计核算方面进行了规范；《税务管理制度》规范了公司纳税申报和税款缴纳等方面的要求；《融资管理制度》在合作开发融资、银行贷款融资、非银行类贷款等融资业务方面进行了规范。

对外担保方面，公司制定了贷款及担保程序，明确规定担保业务评审、批准、执行等环节的控制要求，对担保业务进行控制。公司除因住宅销售业务对部分业主提供按揭担保外及由母公司对子公司提供担保外，不对外（非关联公司）提供担保，母公司对子公司提供担保均需提请公司董事会审议通过。

总体看，公司管理制度体系能够适应公司现阶段的发展要求，公司建立了完整的管理制度，整体运作规范。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司主营业务为房地产开发与销售。2015~2017年，公司营业总收入规模增长较快，三年分别为38.18亿元、52.92亿元和66.87亿元，主要系房屋销售结转收入增加所致。2015~2017年，公司净利润分别为7.64亿元、7.02亿元和10.23亿元，2016年有所下降，主要系公司综合毛利率下降所致。

从公司营业总收入的构成来看，房屋销售及租赁业务是公司主要收入来源，近三年占公司营业总收入的比例均在90%以上，公司主营业务十分突出。2015~2017年，房屋销售及租赁实现收入35.23亿元、49.93亿元和64.55亿元，呈快速增长态势，主要系结转面积增加所致；房屋销售及租赁业务占公司总收入的比例分别为94.01%、94.35%和96.51%。公司经营部分物业管理业务，相关业务收入规模较小，但近三年增长良好，三年收入分别为1.68亿元、2.14亿元和2.53亿元。公司2014年设立重庆渝北区业如小贷有限公司（简称“业如小贷”）开展以贷款业务为主的金融

服务：2015~2017年，公司金融服务业务收入分别为0.56亿元、0.61亿元和0.71亿元，对公司整体经营情况影响不大。公司还经营部分房屋装饰业务和酒店业务，但规模均较小，对公司整体经营情况影响较小。

毛利率变化方面，公司近三年整体毛利率波动降低，2015~2017年分别为32.13%、25.30%和26.62%，主要系公司房屋销售业务毛利率波动下降所致。分业务来看，2015~2017年公司房屋销售业务毛利率分别为30.39%、24.05%和26.71%，其中2016年该业务毛利率出现明显下降，主要系个别低毛利率项目交房结转收入，以及毛利较低的车库业态结转收入占比上升所致。公司其他业务由于收入规模较小，对公司整体业务毛利率影响有限，详细情况参见下表。

表5 2015~2017年公司营业总收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2015年			2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房屋销售及租赁	35.23	94.01	30.39	49.93	94.35	24.05	64.55	96.51	26.71
物业管理	1.68	4.48	29.40	2.14	4.04	20.74	2.53	3.78	19.70
金融服务	0.56	1.49	100.00	0.61	1.16	100.00	0.71	1.06	100.00
装饰工程	1.16	3.09	25.43	0.86	1.62	22.39	1.03	1.54	6.70
酒店	--	--	--	0.32	0.61	47.52	0.63	0.94	71.06
分部间抵销	-1.15	-3.07	0.86	-0.95	-1.79	2.85	-2.57	-3.84	45.31
<b>合计</b>	<b>37.49</b>	<b>100.00</b>	<b>32.13</b>	<b>52.92</b>	<b>100.00</b>	<b>25.30</b>	<b>66.88</b>	<b>100.00</b>	<b>26.62</b>

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2018年1~9月，公司实现营业总收入42.28亿元，同比增长4.81%；实现净利润6.63亿元，同比增长102.75%，主要系房屋销售及租赁毛利率提升、公允价值变动收益和投资收益增加所致。2018年1~9月，公司综合毛利率为34.92%，同比上升9.77个百分点。

总体看，公司经营具备一定规模，随着公司结转项目的增加，公司收入规模不断增长；但2015~2017年由于结转项目成本变化导致公司毛利率波动下降，2018年前三季度，公司毛利率有所回升。

## 2. 土地储备

公司房地产项目开发的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是实现预期收入和利润规模最为重要的环节。

从成本构成来看，公司项目开发成本主要包括土地成本、前期费用（设计费、报批报建费用、三通一平）、建安成本（建筑费）、电力和市政配套（景观绿化）费用、开发建设费（含财务费用）和基建费（含管理费用、销售费用），其中土地成本和建安成本占比较高，合计约占70%以上。土地出让金的支付一般为先期支付50%，并在项目开工前结清款项；建安成本相对固定，建安费用的支付通常根据项目工程进度而定，完成主体结构前支付款项不超过总价款的70%，竣工验收前支付款项不超过85%，项目决算后一般付满95%的款项，剩余5%作为工程质保金。

为配合公司发展规划，公司土地储备策略为侧重在川渝、江苏和浙江地区获取价格合理的土地资源。基于在多年经营过程中对重庆市房地产市场的深刻理解，公司认为重庆房地产未来发展仍有较大空间，因此公司目前土地储备大部分集中于重庆市辖区内，未来公司仍计划于重庆市内获取足够的土地储备以支持公司发展；对于以成都为代表的四川房地产市场，公司本着稳定发展

的理念适量获取土地；华东地区公司聚焦于苏州、合肥、无锡等发展潜力较大、房地产承载能力强的二线城市，不断扩大区域内的土地储备。未来几年，公司将坚持“做稳西南、做强华东、做大华中、拓展京津冀和珠三角”的战略，新增土地储备将主要集中在重庆、成都、浙江、江苏、华中、京津冀和珠三角等地区。

从土地获取方式来看，目前公司主要通过招拍挂（合作拿地）以及与政府签订土地一级开发协议的方式获取相应地块。公司对购买地块的质量和价格提出较高要求，地块位置须位于城市规划中的核心地段，获取价格应能够满足公司对净利润率的基本要求。

从公司土地储备的具体执行情况来看，每年初公司会根据对当年房地产市场的预判制定当年的土地储备政策和规划，并分解至区域子公司具体执行。区域子公司在发现合适的项目资源后，经过初步沟通和论证，将有开发前景的潜在项目情况上报公司，并由公司决定是否参与竞拍相关土地。公司在论证过程中，会集合土地、营销、规划、设计、建设、财务等相关人员共同研判项目可行性和利润空间，形成初步可行性研究报告和项目概念方案，经公司投资委员会批准后参与土地竞拍或者与政府进行合作谈判。

从公司获取土地的规模来看，2015年，公司拿地较少。2016年，公司加大购地力度，共购置7块土地，土地面积63.11万平方米，对应土地建筑面积214.42万平方米，权益建筑面积121.48万平方米。2017年，公司仍保持较大的购置土地力度，同时加大重庆之外的土地储备购置，公司购置土地21块，土地面积126.85万平方米，对应土地建筑面积337.73万平方米，权益建筑面积142.74万平方米。公司土地储备价格合理，未来具有一定的升值空间。

2018年1~9月，公司继续扩大在重庆之外的土地购置，共获取土地23块，对应总建筑面积530.73万平方米，权益建筑面积187.29平方米。从获取成本看，公司苏州和徐州地块楼面均价较高主要系地块位于核心区域所致，其他城市土地储备价格较合理。

表6 2016~2017年及2018年1~9月公司土地储备获取情况（单位：万平方米、万元/平方米、%）

项目名称	取得时间	土地面积	建筑面积	所在城市	楼面地价	公司权益占比
时代星空	2016年5月	0.93	4.60	重庆	0.33	100
锦绣花城	2016年6月	8.49	21.23	成都	0.37	70
铂宸府	2016年6月	3.83	8.84	宁波	0.87	30
铂悦·澜庭	2016年7月	11.51	55.29	重庆	0.21	33
东樾城	2016年8月	11.70	29.59	沈阳	0.25	30
观澜华府	2016年12月	4.54	19.46	重庆	0.23	100
御璟湖山	2016年12月	22.11	75.41	重庆	0.59	70
<b>小计</b>		<b>63.11</b>	<b>214.42</b>	--	--	--
湖山别院	2017年2月	15.14	33.05	合肥	0.61	70
南宸府	2017年2月	3.01	10.15	长沙	0.50	30
熙岸花园	2017年3月	2.36	5.14	太仓	0.31	28
原著花园	2017年3月	3.31	7.36	太仓	0.31	28
时代城	2017年3月	4.16	47.86	无锡	0.35	30
红牌楼	2017年4月	1.07	2.28	成都	1.53	23
小泉雅舍	2017年4月	0.69	1.17	重庆	0.31	100
常宁府	2017年6月	2.49	7.35	常州	0.55	100
锦山府24号地块	2017年6月	7.38	11.43	宁波	0.59	50
锦山府25号地块	2017年6月	6.58	12.48	宁波	0.61	50
锦山府26号地块	2017年6月	3.08	9.12	宁波	0.58	50

锦山府 27 号地块	2017 年 6 月	1.38	2.62	宁波	0.51	50
云峰原著	2017 年 6 月	9.92	12.38	宁波	0.92	49
太仓城厢	2017 年 6 月	4.90	9.90	太仓	0.64	33
大坪	2017 年 6 月	1.44	7.60	重庆	0.64	34
武昌大厦	2017 年 9 月	1.16	5.57	武汉	1.76	30
星空之城	2017 年 9 月	4.60	20.89	武汉	0.44	30
江禾府	2017 年 9 月	21.15	79.92	武汉	0.56	30
常州武进	2017 年 12 月	3.12	7.78	常州	0.31	33
徐州火炬	2017 年 12 月	2.37	6.45	徐州	0.48	100
两江龙兴	2017 年 12 月	27.56	37.23	重庆	0.33	51
<b>小计</b>		<b>126.85</b>	<b>337.73</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>
姑苏 66 号地块	2018 年 1 月	1.02	1.33	苏州	2.10	20
姑苏 68 号地块	2018 年 1 月	1.01	1.11	苏州	2.12	20
杭州南站	2018 年 1 月	3.07	9.22	杭州	1.78	25
沙坪坝土湾	2018 年 2 月	0.85	2.77	重庆	0.76	50
郭闫庄	2018 年 2 月	19.05	69.09	郑州	0.48	26
许昌 27 号地块	2018 年 3 月	11.69	35.07	许昌	0.33	33
双马项目	2018 年 3 月	5.92	17.75	绵阳	0.23	50
西安刘家村	2018 年 3 月	7.39	23.44	西安	0.47	50
许昌 64-1	2018 年 5 月	5.80	17.30	许昌	0.16	60
界牌 2 号	2018 年 5 月	4.86	7.78	慈溪	0.76	25
新潮塘 1 号	2018 年 5 月	3.67	5.87	慈溪	0.69	26
欢合项目	2018 年 6 月	24.61	98.45	郑州	0.39	22
南十一马路地块	2018 年 6 月	1.09	2.94	沈阳	0.57	49
眉山 19 号地块	2018 年 6 月	12.70	19.05	眉山	0.56	100
悦来 18061 号	2018 年 6 月	16.20	44.46	重庆	0.55	33
悦来 18065 号	2018 年 6 月	16.17	38.73	重庆	0.60	33
南京 G27 号地块	2018 年 6 月	5.25	13.13	南京	1.72	30
徐州华东机械厂 A 地块	2018 年 7 月	4.54	9.66	江苏徐州	0.99	30
萧政储出 19 号地块	2018 年 7 月	7.34	15.30	浙江杭州	0.88	25
经开区常青路地块	2018 年 7 月	8.79	18.68	江苏常州	0.68	50
庆隆高尔夫	2018 年 7 月	31.81	47.45	重庆	0.47	44
萧山 23	2018 年 7 月	9.83	27.51	浙江杭州	1.39	23
合肥市包河区 S1803	2018 年 9 月	2.58	4.64	安徽合肥	1.09	50
<b>小计</b>		<b>205.24</b>	<b>530.73</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>
<b>合计</b>		<b>395.20</b>	<b>1,082.88</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

数据来源：公司提供

截至 2018 年 9 月底，公司共拥有土地储备占地面积 284.79 万平方米，对应建筑面积 742.57 万平方米，权益建筑面积 317.22 万平方米。公司土地储备主要分布在重庆市、郑州市、武汉市、西安市等重点二线城市，其中重庆市土地储备权益建筑面积占 41.24%，占比较大，存在一定区域集中性，具体如下表所示。整体看，相对于公司近年来的开发和销售规模，公司土地储备规模较充足。公司土地储备楼面均价 0.55 万元/平方米，整体较为合理。

表7 截至2018年9月底公司土地储备情况（单位：万平方米、万元/平方米、%）

项目名称	分期	土地取得时间	位置	占地面积	计容面积	享有权益	楼面均价
华宇城	M10	2009年9月	重庆	3.43	15.34	100	0.12
华宇城	M2	2009年9月	重庆	6.08	23.17	100	0.14
华宇城	M16	2009年9月	重庆	1.80	3.54	100	0.27
华宇城	M9	2009年9月	重庆	2.70	12.29	100	0.12
华宇城	M8	2009年9月	重庆	2.77	11.94	100	0.12
铂悦澜庭	三期	2016年7月	重庆	3.56	10.79	33	0.26
御璟湖山	五期	2016年12月	重庆	2.60	9.11	70	0.57
御璟湖山	六期	2016年12月	重庆	1.91	2.45	70	1.57
御璟湖山	七期	2016年12月	重庆	5.34	20.01	70	0.54
时代城	三期	2017年3月	无锡	1.60	14.41	30	0.44
锦山府三期	27号	2017年6月	宁波	1.38	2.21	50	0.61
锦山府四期	25号	2017年6月	宁波	6.58	10.53	50	0.72
江悦府	K3K5	2017年9月	武汉	21.15	63.45	30	0.70
御临府	二期	2017年12月	重庆	2.44	3.66	51	0.41
御临府	三期	2017年12月	重庆	9.23	5.48	51	0.41
御临府	四期	2017年12月	重庆	3.67	5.50	51	0.41
御临府	五期	2017年12月	重庆	3.28	4.92	51	0.41
御临府	六期	2017年12月	重庆	5.56	2.78	51	0.41
杭州南站	--	2018年1月	杭州	3.07	9.22	25	1.78
郭闫庄	--	2018年1月	郑州	19.05	69.09	26	0.48
姑苏66号地块, 姑苏樾	--	2018年2月	苏州	1.02	1.33	20	2.10
金玉堂	--	2018年3月	许昌	11.69	35.07	33	0.33
双马项目	--	2018年3月	绵阳	5.92	17.75	50	0.23
西安刘家村	--	2018年3月	西安	7.39	23.44	50	0.47
许昌64-1	--	2018年5月	许昌	5.80	17.30	60	0.16
锦尚府	--	2018年5月	慈溪	4.86	7.78	25	0.76
欢河项目	--	2018年5月	郑州	24.61	98.45	22	0.39
南十一马路地块	--	2018年6月	沈阳	1.09	2.94	49	0.57
眉山锦绣花城	--	2018年6月	眉山	12.70	19.05	100	0.56
悦来18061号	--	2018年6月	重庆	16.20	44.46	33	0.55
悦来18065号	--	2018年6月	重庆	16.17	38.73	33	0.60
南京G27号地块	--	2018年6月	南京	5.25	13.13	30	1.72
徐州华东机械厂A地块	--	2018年7月	徐州	4.54	9.66	30	0.99
萧政储出19号地块	--	2018年7月	杭州	7.34	15.30	25	0.88
经开区常青路地块	--	2018年7月	常州	8.79	18.68	50	0.68
庆隆高尔夫	--	2018年7月	重庆	31.81	47.45	44	0.47
萧山23	--	2018年7月	杭州	9.83	27.51	23	1.39
合肥市包河区S1803	--	2018年9月	合肥	2.58	4.64	50	1.09
<b>合计</b>				<b>284.79</b>	<b>742.57</b>	<b>--</b>	<b>0.55</b>

资料来源：公司提供

总体看，公司近年来加大土地拓展，土地储备规模较为充足，能够满足未来几年公司房地产开发的需求；公司整体土地成本较合理，为保证公司未来盈利能力提供了良好的支撑，但公司土地储备中重庆市占比较高，存在一定区域集中性。

### 3. 项目建设开发情况

公司采用总公司、区域公司、项目公司的三层管理架构，公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体，日常的管理主要由区域公司完成，公司对区域公司及下属项目的建设、销售等制定计划、进行管控指导并组织考核。

公司下属项目的土建工程的管理和监督由公司运营管理中心负责，区域公司工程部对项目建设进行日常管理。公司对工程建设进度进行严密计划，年初即按照公司当年的策略和对市场的判断制定总体的销售计划和建设计划，之后将建设计划进行分解，逐月落实到区域公司、项目公司，并配合月度建设计划制定相应的设计、招标和采购计划，以确保土建工作顺利进行，供货量能够保证销售进度。公司每季度根据在售楼盘的户型、去化情况等对现有项目进行分析，动态调整建设计划，以适应市场变化，减少资金占压。

工程质量管理方面，公司定期对在建项目进行检查。公司风控中心每周均会对公司所有项目现场进行审计，公司还会派出巡检小组对施工现场践行抽查，从材料质量、施工质量、工程进度、成本控制等各个方面对工程进行综合检验和评判，并于每周例会上进行讨论分析，确保工程质量和进度能够达到公司要求。

从项目开发进度来看，公司保持平稳较快的开发节奏，获取土地之后 4~6 个月内项目开工，8 到 10 个月即可达到开盘销售条件，20 到 24 个月内项目竣工交楼。

从公司房地产开发建设情况看，随着重庆房地产景气度的回升，公司加大开工力度，2015~2017 年，公司新开工面积分别为 59.69 万平方米、97.08 万平方米和 139.98 万平方米。受公司工程进度安排影响，公司近三年竣工面积波动减少，分别为 95.84 万平方米、60.65 万平方米和 75.39 万平方米。综上，公司近三年期末在建面积分别为 156.76 万平方米、193.19 万平方米和 214.03 万平方米，保持较大规模。

2018 年 1~9 月，公司新开工面积 138.02 万平方米，期末在建面积 319.04 万平方米，在建面积规模较大。

表8 2015~2017年及2018年1~9月公司项目开发情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
当期新开工面积（万平方米）	59.69	97.08	139.98	138.02
当期竣工面积（万平方米）	95.84	60.65	75.39	52.70
期末在建面积（万平方米）	156.76	193.19	214.03	319.04

资料来源：公司提供

注：公司合作开发项目面积按权益面积列示，2017年引入合作开发模式后，数据不符合期初在建面积+新开工面积-竣工面积=期末在建面积

从公司在建工程的投入情况看，截至 2018 年 9 月底，公司在建项目预计权益总投资 258.64 亿元，已完成投资 182.76 亿元，仍需投资 75.88 亿元；结合公司销售情况及新开工、拿地规模，公司资金压力一般。

表9 截至2018年9月底公司在建项目情况（单位：万平方米、%、亿元）

项目名称	项目位置	总建筑面积	权益比例	权益计划总投资	权益已完成投资
温莎小镇二期	重庆	13.17	100.00	8.86	7.06
重庆锦绣花城三期	重庆	10.23	100.00	7.01	5.48
天官花城 F 组团	重庆	13.44	100.00	7.35	7.14

御澜湾二期	重庆	6.95	100.00	6.27	3.06
时代星空	重庆	5.11	100.00	4.49	4.08
观澜华府	重庆	21.62	100.00	12.10	10.24
小泉雅舍	重庆	1.30	100.00	0.91	0.61
铂悦澜庭（一、二期）	重庆	45.94	33.40	10.67	4.02
御璟湖山（一至四期）	重庆	39.87	70.00	28.64	22.35
龙州府	重庆	6.84	100.00	4.37	1.98
大坪项目	重庆	8.44	34.00	3.62	1.97
御临府（一期）	重庆	9.40	51.00	3.79	0.98
金沙玖悦	重庆	4.41	50.00	2.15	1.16
锦山府（一、二期）	浙江宁波	24.69	50.00	11.77	7.63
云峰原著	浙江宁波	16.48	49.00	9.76	7.07
檀悦府	浙江慈溪	8.47	26.00	2.10	1.11
成都锦绣花城	四川成都	23.59	70.00	13.34	11.4
红牌楼	四川成都	3.15	22.50	1.41	0.93
锦绣广场	四川成都	27.35	70.00	8.08	5.85
天府花城北	四川成都	17.83	100.00	7.84	5.73
东樾城	辽宁沈阳	32.88	30.00	6.82	4.36
九州府	江苏徐州	8.14	100.00	7.11	3.49
时代城（一、二期）	江苏无锡	32.22	30.00	8.91	7.99
熙岸花园	江苏太仓	5.53	27.91	1.15	0.78
原著花园	江苏太仓	8.18	27.91	1.61	1.03
伴湖雅苑	江苏太仓	10.99	33.00	4.26	2.23
苏州锦绣花城	江苏苏州	22.02	100.00	21.69	18.33
姑苏樾（68号）	江苏苏州	1.45	20.00	0.68	0.48
常宁府	江苏常州	8.66	100.00	9.56	5.89
常州观棠	江苏常州	8.64	33.00	1.97	0.99
都荟花园	江苏常州	16.67	33.00	3.46	1.57
南宸府	湖南长沙	11.28	30.00	3.43	2.09
华宇旭辉星空	湖北武汉	23.5	30.00	7.03	2.26
御璟江山	安徽合肥	36.51	70.00	26.44	21.43
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>534.95</b>	<b>--</b>	<b>258.64</b>	<b>182.76</b>

资料来源：公司提供

注：公司投资金额按所占项目权益比例列示

总体看，公司开发建设管理规范，随着行业景气度的回升，新开工面积不断增长，期末在建规模保持较大水平；公司在建项目数量较多，从项目投入规模以及销售情况来看，公司资金压力一般。

#### 4. 房产销售情况

公司品牌营销中心负责品牌建设和房屋销售工作。公司下辖项目的销售采用代理销售和自主销售相结合的方式，并在适当的项目中采用混合销售模式（也即自身销售人员与代理销售人员共同销售）。公司主要与重庆正合古麦地产顾问有限公司及易居中国（EJ.NYSE）等代理销售公司的销售人员组成团队入驻公司项目案场，接受公司销售业务的管理，执行公司销售计划。代理公司按照销售额的1%计提销售提成，公司在收到全部房款或者按揭款后即与代理公司进行结算。公司整体营销费用控制在销售额的3.5%以内。

公司每年年初制定年度销售计划，并分解至月度，落实到区域公司和项目，由区域公司营销部门负责协调代理公司执行销售计划，并对销售人员进行监督和激励。销售人员的考核主要关注销售进度和资金回笼情况。

公司的销售策略兼顾利润和去化速度。由于公司对项目利润率有明确的要求，因此在项目去化方面保持较快但稳健销售速度，针对重庆、成都和华东地区不同的房地产市场特点，公司有针对性的采用不同的销售手段。公司品牌形象良好，在川渝地区的销售价格略高于周边项目。

从公司销售情况看，随着行业景气度的回升，公司销售状况良好。2015~2017年，公司销售面积呈现上升态势，三年分别为53.61万平方米、82.00万平方米和135.69万平方米；2015~2017年，公司项目签约销售均价分别为0.70万元/平方米、0.83万元/平方米和1.02万元/平方米，呈不断上升趋势，主要系公司销售项目区位良好以及重庆地区地产行业景气度较高所致。受此影响，公司签约销售金额三年不断增长，三年分别为37.44亿元、68.17亿元和139.07亿元。受银行信贷政策紧缩影响，公司销售回款率不断下降，三年分别为105%、96%和86%。

从结转收入情况来看，随着公司竣工交付面积增加，公司结转面积不断增长，2015~2017年，公司结转收入分别为42.88万平方米、67.68万平方米和78.07万平方米；2015~2017年，公司结转收入规模为33.70亿元、48.83亿元和61.59亿元。

2018年1~9月，随着公司项目布局及推盘数量增加，公司销售实现较大幅度增长，实现签约销售面积155.56万平方米，签约销售金额199.70亿元，均超过2017年全年数据，签约销售单价1.28万元/平方米，较上年有所增长，主要系各地销售价格的普遍上涨以及江苏、浙江房价较高城市销售规模增大、占整体销售规模比重上升所致，但受信贷政策紧缩影响，公司销售回款率下降至82%。2018年1~9月，公司实现结转收入金额38.81亿元，结转面积41.98万平方米。

表10 2015~2017年及2018年1~9月公司销售概况

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
签约销售面积（万平方米）	53.61	82.00	135.69	155.56
签约销售金额（亿元）	37.44	68.17	139.07	199.70
销售回款率（%）	105	96	86	82
签约销售均价（万元/平方米）	0.70	0.83	1.02	1.28
结转收入面积（万平方米）	42.88	67.68	78.07	41.98
结转收入（亿元）	33.70	48.83	61.59	38.81

资料来源：公司提供

从公司可售项目情况来看，截至2018年9月底，公司主要在售项目共计28个，总可售面积613.41万平方米，剩余可售项目面积为213.01万平方米，依据近年来公司平均签约销售面积情况看，公司剩余可售面积一般。从库存方面来看，公司华宇龙湾、时代星都、天府花城项目剩余可售部分主要为车位和商业，天宫花城、锦绣花城、御澜湾项目剩余可售部分主要为在建未开盘及车位，武昌大厦剩余未售部分为公寓及车位，铂悦澜庭、东樾城、时代城、御璟江山、重庆观澜华府、南宸府、锦山府项目剩余未售主要为在建未开盘或部分处于待建状态。

表11 截至2018年9月底公司主要在售项目和库存情况（单位：万平方米、亿元）

序号	项目名称	位置	总可售面积	剩余可售面积	剩余可售货值
1	华宇龙湾	重庆	25.71	1.81	1.63
2	天宫花城	重庆	45.62	6.87	4.49

3	锦绣花城	重庆	46.81	8.37	3.14
4	金沙东岸	重庆	6.54	1.83	1.09
5	时代星都	重庆	23.40	4.46	1.97
6	星云汇、星领地	重庆	21.43	4.07	1.64
7	温莎小镇	重庆	26.96	6.44	2.70
8	御澜湾	重庆	20.53	7.19	7.79
9	铂悦澜庭（一、二期）	重庆	45.42	24.88	18.02
10	御璟湖山（一至四期）	重庆	38.54	20.07	20.09
11	重庆观澜华府	重庆	27.48	6.12	3.14
12	龙州府	重庆	6.22	4.93	3.49
13	御临府（一期）	重庆	9.12	8.72	7.61
14	云峰原著	浙江宁波	11.29	3.94	7.56
15	锦山府（一、二期）	浙江宁波	18.92	17.18	25.44
16	天府花城	四川成都	40.84	8.10	2.25
17	华宇广场	四川成都	21.97	5.70	1.74
18	西城雅郡	四川成都	7.93	2.70	1.74
19	成都锦绣花城	四川成都	22.66	6.39	6.96
20	锦绣广场（一期）	四川成都	15.60	3.43	4.14
21	东樾城	辽宁沈阳	26.84	5.20	8.47
22	时代城（一、二期）	江苏无锡	27.36	10.21	13.16
23	常宁府	江苏常州	7.34	4.76	6.70
24	常州观棠	江苏常州	7.18	4.67	5.35
25	都荟花园	江苏常州	13.92	7.28	5.91
26	南宸府	湖南长沙	8.71	4.22	6.48
27	武昌大厦	湖北武汉	5.86	4.92	9.29
28	御璟江山	安徽合肥	33.21	18.57	23.84
<b>总计</b>			<b>613.41</b>	<b>213.01</b>	<b>205.83</b>

数据来源：公司提供

总体看，近年来公司房地产销售情况良好，签约销售金额和均价均有所提高，剩余可售面积一般；受银行信贷政策紧缩影响，公司销售回款率不断下降；公司部分项目因存在车位及商业化较慢。

#### 5. 自持物业情况

公司持有部分商业物业，主要为综合性购物中心或者商业广场等业态，具体如下表所示。截至2018年9月底，公司共持有22处商业物业，主要位于重庆市或成都市主要商圈的优良位置，公司自持物业建筑面积合计51.64万平方米，公允价值合计179.09亿元，较其入账成本增值率较高。

表12 截至2018年9月底公司自持物业情况（单位：平方米、万元）

物业名称	位置	建筑面积	入账成本	业态	详细情况
华宇广场	重庆市沙坪坝区渝碚路81号	120,648.86	22,038.00	商住	位于沙坪坝区核心商圈，引进全球、全国知名品牌商家如新加坡凯德、法国家乐福、台湾赛博、苏宁电器、肯德基、必胜客、哈根达斯、优衣库、西港全球购等近300个合作商家。

名都城	重庆市九龙坡区石桥铺渝州路 29 号	47,841.24	9,341.92	商住	位于石桥铺商圈,且地处重庆最大 IT 数码核心商圈,紧邻地铁一号、五号线站点。
	重庆市九龙坡区石桥铺渝州路 30 号	27,339.60	6,557.81	车库	
北城中央	重庆北部新区龙头寺泰山大道东段 56 号	33,957.32	14,180.61	商住	位于重庆火车北站,北部新区龙头寺新溉路与红唐路交汇处,临靠规划中的轻轨 3 号线龙头寺站,距江北国际机场仅 18 公里。
金沙港湾	重庆市沙坪坝区华宇金沙港湾 7 号	7,089.32	1,507.68	商住	金沙港湾和金沙时代都位于沙坪坝滨江路,是连接沙坪坝商圈和休闲滨江路的特大型生活社区,主要以大型餐饮、娱乐、超市经营业态为主,不仅配套大型社区,也辐射江北、沙坪坝、渝中区的餐饮、宴会消费。
金沙时代	重庆市沙坪坝区土湾新生村 13 号	2,893.94	1,380.40	商住	
老街印象	重庆市九龙坡区石新路 2 号	3,386.74	1,061.37	商住	位于重庆石桥铺商业中心,东临渝中区石油路,西邻沙区联芳花园,北依平顶山,南靠成渝高速陈家坪段,四周交通干道环绕。
华宇大厦	九龙坡区陈家坪朝田村 182 号	1,993.38	189.24	商住	华宇大厦位于重庆九龙坡区,紧挨陈家坪机电市场,对面是索菲特酒店,紧邻石桥铺大型商圈。
华宇上院	北部新区金山大道 18 号	1,166.21	838.60	商住	华宇上院紧邻新牌坊商圈、观音桥商圈、礼嘉商务中心、龙头寺商圈,目前项目周边道路体系逐渐完善,依托金山大道、金开大道、金州大道形成了“金三角”,华宇上院约 4,000 方的自有商业配套规划的约 3,000 方的社区商业街和约 3,000 方的新世纪超市。
小泉山庄	巴南区南泉街道	1,867.55	1,064.52	商住	小泉山庄项目位于重庆市巴南区,依托自然优越的地理环境,打造精致的地中海地区特有的山地风情别墅。
2008 公寓	九龙坡区奥体东路 60 号附 13	1,745.91	386.40	商住	2008 公寓位于重庆九龙坡区,紧挨重庆奥体中心,紧邻轨道 2 号线,周边有龙湖时代天街大型购物中心。
锦绣花城	九龙坡华福大道北段 71 号	40,216.67	15,590.00	商住	华宇锦绣花城总建筑面积约 55 万方,是高端风情社区。华宇锦绣花城将配套建设 10 万方商业,包含了商业综合体、电影院、生活超市,英伦风情商业街等。
天宫花城	背部新区天福路 109 号 6 幢	1,016.11	702.06	商住	华宇天宫花城项目位于新牌坊社区,1.5 万平方米的集中商业街,涵盖休闲、娱乐、餐饮、购物等。
华宇城	沙坪坝区凤天大道 169 号 17 幢	1,494.63	1,428.84	商住	华宇城位于沙坪坝凤天大道,地处沙区和二郎片区的交汇处,项目包含五星级酒店、甲级写字楼、shoppingmall、购物广场、商业街、高层、洋墅、别墅等多种物业形态。
西城丽景	沙坪坝区站西路	2,803.04	670.40	商住	西城丽景位于站西路,主要以社区超市、小百货、美容美发、花店、干洗店、糕点房、网吧、游戏厅、茶楼、特色私房菜等业态精确定位。
渝州新都	重庆市渝中区大坪正街 140 号	8,891.76	5,797.56	商住	位于重庆的第六商圈“大坪商圈”,大石杨生活区核心,紧邻“龙湖时代天街”。
		13,574.52		车库	
华宇龙湾	巴南区巴滨路 68 号附 21 号	1,237.70	3,204.22	商住	华宇龙湾位于巴南区龙洲湾巴滨路(巴南新区府附近),华宇龙湾拥有 1,000 米长江一线江景,将打造的千米文化商业街将从项目中间穿过。
春江花月	九龙坡谢家湾黄杨路	1,963.05	653.15	商住	华宇春江花月总建筑面积 26 万平方米。位于重庆市渝中区和九龙坡区交界处的黄杨新城

		10,302.81		车库	区域,东临长江,北接大坪,通过嘉华大桥、鹅公岩长江大桥和菜园坝长江大桥,可快捷到达主城各区。
华宇秋水长天	沙坪坝区沙滨路66号	878.67	259.88	商住	华宇秋水长天位于沙坪坝沙滨路石门大桥与磁器口中段,前瞰嘉陵江秀色,后倚重庆大学、七中人文学院,左临磁器口古镇,右接沙区交通要道石门大桥,交通十分便利。小区居业态丰富,包含超市、干洗店、糕点店、中餐店等,目前已陆续开业。
蓉国府	四川省成都市武侯区人民南路四段12号	74,493.43	51,231.00	商住	华宇·蓉国府广场,总商业建筑面积约6.5万平方米,蓉国府广场坐落于天府中轴“人民南路”之上,紧临地铁1号线、3号线,以及省体育馆,近50万核心消费人群,雄踞人南商圈核心。
锦城名都	成都市金牛区银河北街198号	1,518.19	675.00	商住	华宇·锦城名都总建筑面积38万平方米,位于金牛区2.5环。北望加州会展中心之,西接九里堤版图,西南交通大学、交大附中、电子科大九里堤校区在项目附近。
星云汇	苏州市相城区元和街道阳澄湖中路99号	17,086.14	25,665.00	商住	项目位于相城区CBD,交通便利,周边配套成熟。
成都华宇广场	锦江区上沙河街797号和静康路769号	90,993.89	86,319.83	商住	成都华宇广场是成都豪宅区——攀成钢首个开放的时尚街区式购物中心,商业面积达十万余方;位于上沙河街和静康路交汇处,交通十分便利,业态集:“动感娱乐”、“创新餐饮”、“跨界零售”、“家庭亲子”、“休闲运动”五大主题功能为一体。
<b>合计</b>		<b>516,400.68</b>	<b>250,743.49</b>	--	--

数据来源:公司提供

从公司自持商业物业的经营情况来看,除华宇广场中部分楼宇采用由重庆凯隆商业管理有限公司管理、公司收取固定收益外,其余物业均为公司自持、自主招商和经营管理。公司综合考虑商圈定位和周边竞争情况,合理确定和搭配业态组合,以达到吸引客流和收益最大化的目的。近三年,公司旗下主要商业物业出租率较高,整体出租率在90%以上,续租率90%以上,经营情况稳定良好。2015~2017年,公司持有的主要自持商业物业租赁收入分别为1.53亿元、2.03亿元和2.36亿元,呈不断增长态势;2018年1~9月,公司物业租赁收入2.05亿元。

表13 2015~2017年公司主要自持商业物业经营情况

物业名称	项目	2015年	2016年	2017年
华宇广场	年末可租面积(万平方米)	12.06	12.06	12.06
	年均出租率(%)	99.50	99.90	99.90
	年平均租金(元/月/平方米)	54.32	57.00	58.00
	客户续租率(%)	100.00	100.00	100.00
华宇名都	年末可租面积(万平方米)	4.78	4.78	4.78
	年均出租率(%)	96.00	96.00	93.00
	年平均租金(元/月/平方米)	43.50	46.55	46.00
	客户续租率(%)	95.00	93.00	90.00
北城中央	年末可租面积(万平方米)	3.40	3.40	3.40
	年均出租率(%)	88.76	90.00	95.00
	年平均租金(元/月/平方米)	46.29	55.05	63.00
	客户续租率(%)	92.00	92.00	92.00

蓉国府	年末可租面积（万平方米）	7.45	7.45	7.45
	年均出租率（%）	85.68	90.00	95.00
	年平均租金（元/月/平方米）	49.17	52.56	56.00
	客户续租率（%）	95.00	95.00	95.00

数据来源：公司提供

总体看，公司自持物业主要为重庆市与成都市内主要商圈的商业中心，位置良好，近年来经营状况稳定；同时该等商业物业公允价值较其入账成本增值较大，公允价值存在波动性。

## 6. 经营效率

2015~2017年，公司存货周转率分别为0.20次、0.28次和0.29次；公司流动资产周转率分别为0.21次、0.26次和0.26次；公司总资产周转率分别为0.13次、0.15次和0.15次，经营效率指标均有所上升，主要系公司结转面积增加，结转收入和成本相应上升所致。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司流动资产周转率、存货周转率和总资产周转率基本处于行业一般水平。

表14 房地产开发类上市公司2017年经营效率指标（单位：次）

公司简称	流动资产周转率	存货周转率	总资产周转率
大名城	0.22	0.20	0.18
信达地产	0.25	0.26	0.22
广宇发展	0.52	0.43	0.48
中粮地产	0.24	0.27	0.21
<b>华宇集团</b>	<b>0.26</b>	<b>0.29</b>	<b>0.15</b>

资料来源：Wind资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自wind，存货计算为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

总体看，公司经营效率处于行业一般水平。

## 7. 重大事项

2016年9月，为应对当前宏观经济形势及房地产市场情况，增强公司自身综合实力，公司向成都华宇业瑞房地产开发有限公司（以下简称“成都业瑞”）增资以取得控制权，经过增资后，成都业瑞注册资本增加至10,000万元，成都业瑞股权结构变更为重庆华宇集团持股70%，法宝珍持股26%，蒋杰持股4%。同时，由于成都业瑞持有成都华瑞房地产开发有限公司（以下简称“成都华瑞”）95%的股权，公司在取得成都业瑞控制权后，将间接控制成都华瑞。

成都业瑞、成都华瑞均为公司实际控制人及其关联方控制的其他企业，即为公司的关联方。截至2016年9月底，本次增资已经通过了公司董事会及股东大会的批准，公司已经办理完毕对上述关联公司的相关增资手续。

总体看，此次增资将使得公司综合实力及资信水平得到显著增强，有助于公司进一步整合自身资源，优化公司业务结构，有利于公司拓展房地产开发及经营业务，提升公司的盈利能力和可持续发展能力。

## 8. 关联交易

2015~2017年，公司向关联方采购商品/接受劳务金额分别为8.10亿元、12.16亿元和7.37亿

元，均为与重庆华姿建筑工程有限公司（以下简称“华姿建筑”）产生的建筑安装工程款，占当年总采购金额比重分别为 31.83%、27.00%和 7.53%，占比逐年下降。截至 2018 年 9 月底，公司对关联方担保 15.90 亿元，占净资产比重 8.13%。

截至 2017 年底，公司其他应收款中关联方往来款占 81.34%；截至 2018 年 9 月底，公司其他应收款中关联方往来款占 54.53%，其中关联方非经营性往来款 14.36 亿元，占当期其他应收款 13.06%，占净资产 7.34%。

总体看，公司关联采购占比逐年下降，但存在一定规模的关联担保和关联方非经营性往来款。

## 9. 经营关注

### 公司主要业务区域较为集中

公司目前土地储备、在建项目和在售项目大部分位于重庆市主城区以内，在未来几年的发展过程中，重庆市仍将是公司的主要收入利润来源地，公司的经营状况和盈利水平与重庆市房地产市场的发展变化密切相关，当地经济发展和政策变化情况对公司经营有较大影响。

### 自持物业增值率较高

截至 2018 年 9 月底，公司自持物业建筑面积合计 51.64 万平方米，公允价值合计 179.09 亿元，较其入账成本增值率较高，若房地产市场发生变化，公司投资性房地产公允价值存在一定波动性。

## 10. 未来发展

公司将坚持“进入一城、深耕一城、繁荣一城”的区域发展战略，提出未来五年将坚持“做稳西南、做强华东、做大华中、拓展京津冀和珠三角”的战略布局。巩固并增强在重庆本土市场的领先地位，保持成都市场良好的发展势头，拓展在华东如苏州、南京等长三角重点城市的发展范围以及华中的武汉、长沙、郑州等城市范围，积极进入北京、上海、深圳等一线城市。

公司将加大土地市场调研深度，加强项目经济技术指标测算水平，根据明确的产品定位，以利润为导向，建立有针对性、目标明确的土地筛选标准。新增土地储备以城市主城区区域的改善性产品为主，进一步落实产品结构的“5221”策略（首改住宅占 50%、再改住宅占 20%、刚需住宅占 20%、商业及综合体占 10%）。

公司将密切关注市场形势，把握机遇，转变经营思维、改变现状；突破项目拓展形式单一的局限，大力开展收购、兼并，与银行、资产管理公司联合联营等项目获取方式；力争通过收购、兼并等方式、以比市场价格更低的途径获取优质项目。

总体看，公司根据自身资源和能力优势，制订了切实可行的发展计划，能够适应行业变化，提升自身经营规模和经营质量。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年财务报表均已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见，2018 年 1~9 月财务数据经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审阅。公司财务报表依据最新的《企业会计准则》和其他各项会计准则及其他相关规定进行编制。

从合并范围变化来看，2015 年公司通过投资新设 3 家子公司，分别为苏州华宇业瑞房地产开发有限公司、苏州渝瑞房地产开发有限公司和重庆华宇酒店管理有限公司；2016 年底，公司新增加子公司 10 家；2017 年底，公司新增加子公司 55 家，减少子公司 4 家；2018 年 1~9 月，公司新

增加子公司 49 家，减少子公司 4 家；公司合并范围变化较大，但其新增或减少子公司规模不大，且主营业务并未发生变化，公司财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 513.33 亿元，负债总额 331.79 亿元，所有者权益（含少数股东权益）181.54 亿元，其中归属于母公司所有者权益 161.89 亿元。2017 年，公司实现营业收入 66.87 亿元，净利润（含少数股东损益）10.23 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 7.77 亿元；经营活动产生的现金流量净额-13.11 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.61 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 627.41 亿元，负债总额 431.75 亿元，所有者权益（含少数股东权益）195.66 亿元，其中归属于母公司所有者权益 166.55 亿元。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 42.28 亿元，净利润（含少数股东损益）6.63 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.14 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.44 亿元，现金及现金等价物净增加额 18.04 亿元。

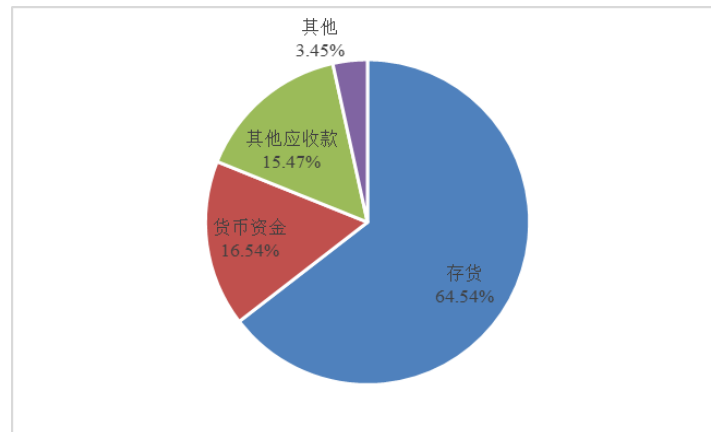
## 2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模持续扩大，年均复合增长 25.08%，主要系流动资产和非流动资产综合增长所致。截至 2017 年底，公司资产规模 513.33 亿元，较年初增长 37.61%；其中，流动资产占比 58.37%，非流动资产占比 41.63%，流动资产占比稍大，符合房地产开发企业的行业特征。

### （1）流动资产

2015~2017 年，公司流动资产呈逐年上涨趋势，年均复合增长 24.21%。截至 2017 年底，公司流动资产 299.62 亿元，较年初增长 43.79%，主要系存货和其他应收款增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占 16.54%）、其他应收款（占 15.47%）和存货（占 64.54%）构成，如下图所示。

图 6 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2015~2017 年，公司货币资金呈不断增长趋势，年均复合增长 17.75%。截至 2016 年底，公司货币资金为 38.09 亿元，较年初增长 6.59%，主要系公司 2016 年发行公司债券募集资金到位所致；截至 2017 年底，公司货币资金为 49.55 亿元，较年初增长 30.08%，主要系公司融资取得现金大幅增加所致。公司货币资金以银行存款为主，占 99.55%。公司受限货币资金 6.37 亿元，其中 6.03 亿元为质押银行存款或按揭保证金、0.21 亿元为银行承兑汇票保证金、0.13 亿元资金被冻结；公司货币资金受限比例 12.86%，受限资金占比尚可。

2015~2017 年，公司其他应收款逐年大幅增长，年均复合增长 166.97%。截至 2016 年底，公

司其他应收款账面价值 24.78 亿元，较年初增长 281.00%，主要系应收购地保证金和往来款大幅增加所致；截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值 46.35 亿元，较年初增长 87.06%，主要系关联方往来款大幅增加所致。截至 2017 年底，公司其他应收款累计计提坏账准备 0.10 亿元，全部按账龄组合进行计提，计提比例为 5.66%；按账龄组合的其他应收款中，1 年以内占 80.38%，账龄较短。从集中度看，前五名欠款方合计占比为 70.99%，集中度高；但考虑到欠款方主要为关联方，且经营情况正常，账龄大部分在 1 年以内，回款风险不大。截至 2017 年底，公司前五大其他应收款情况如下表所示。公司关联方重庆华姿建筑工程公司（以下简称“华姿建筑”）主营建筑工程施工业务，截至 2017 年底，华姿建筑资产总额 35.85 亿元，所有者权益 9.33 亿元；2017 年华姿建筑实现营业收入 10.73 亿元，华姿建筑经营状况良好。

表 15 截至 2017 年底公司前五大其他应收款情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	年末余额	占比
重庆华姿建筑工程有限公司	往来款	14.99	32.26
武汉盛全置业有限公司	往来款	8.03	17.28
无锡北辰盛阳置业有限公司	往来款	5.32	11.46
宁波龙晟房地产发展有限公司	往来款	3.03	6.53
重庆业翰实业有限公司	往来款	1.61	3.46
<b>合计</b>	--	<b>32.98</b>	<b>70.99</b>

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司存货规模呈波动增长态势，年均复合增长 15.89%。截至 2017 年底，公司存货账面价值为 193.39 亿元，较年初增长 38.54%，主要系公司 2017 年新增土地储备规模较大所致。公司存货主要由开发成本（占 77.94%）和开发产品（占 22.06%）构成，公司未计提存货跌价准备。公司房地产项目大部分地处重庆地区，受重庆市房地产景气度以及当地房地产政策影响较大，存在一定的不确定性。

## （2）非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产规模呈逐年上升趋势，年均复合增长 26.34%，主要系投资性房地产增加所致。截至 2017 年底，公司非流动资产 213.70 亿元，较年初增长 29.79%；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 8.19%）和投资性房地产（占 83.05%）构成。

公司可供出售金融资产主要以公允价值计量。2015~2017 年，公司可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长 66.83%。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 17.51 亿元，较年初大幅增长 168.62%，主要系公司增加对齐鲁银行股份有限公司投资所致。

2015~2017 年，公司投资性房地产呈逐年增长态势，年均复合增长 21.79%，主要系部分项目建成后由存货转为自持物业以及评估增值所致。截至 2017 年底，公司投资性房地产 177.49 亿元，较年初增长 23.46%。公司投资性房地产主要为写字楼、购物中心等，上述物业均处于重庆主城的核心区域，公司以经营租赁的形式出租给第三方。截至 2017 年底，公司投资性房地产入账成本 22.44 亿，增值率为 691%，投资性房地产价值存在一定的波动性。

截至 2017 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 225.52 亿元，主要为关联方、其他单位借款及公司长期借款提供抵押或质押担保，受限资产占总资产比重为 43.93%。

表 16 截至 2017 年底公司所有权或使用权受到限制的资产情况 (单位: 亿元、%)

项目	受限账面价值	占所在科目比重	占总资产比重	受限原因
货币资金	6.37	12.86	1.24	保证金、质押
存货	62.91	32.53	12.26	抵押担保
固定资产	5.94	93.74	1.16	抵押担保
投资性房地产	144.75	81.55	28.20	抵押担保
可供出售金融资产	5.54	31.62	1.08	质押
<b>合计</b>	<b>225.52</b>	<b>--</b>	<b>43.93</b>	<b>--</b>

资料来源: 公司审计报告

截至 2018 年 9 月底, 公司资产总额 627.41 亿元, 较年初增长 22.22%, 主要系其他应收款和存货增加所致; 其中流动资产占 64.97%, 非流动资产占 35.03%, 资产结构仍以流动资产为主。截至 2018 年 9 月底, 公司货币资金 61.74 亿元, 较年初增长 24.59%, 主要系公司签约销售回款增加以及融资性现金流入大幅增加所致; 其他应收款 109.99 亿元, 较年初增长 137.28%, 主要系对合营房地产开发项目前期开发资金的投入增加和未收回的拿地保证金增加所致, 前五大欠款单位占 44.79%, 公司其他应收款规模较大, 对公司资金形成占用; 其他流动资产 13.09 亿元, 较年初增长 127.85%, 主要系本期预交税金大幅增加所致。

总体看, 随着公司项目开发规模和投资性房地产规模的扩大, 公司资产规模不断增长; 公司货币资金规模较大, 流动资产中存货占比较大, 存货主要集中在重庆, 受当地房地产市场景气度和房地产政策影响较大; 其他应收款规模较大, 对公司资金形成占用; 公司投资性房地产以公允价值计量, 投资性房地产价值持续增值存在一定的不确定性; 公司使用权或所有权受到限制的资产规模较大。整体看, 公司资产质量一般。

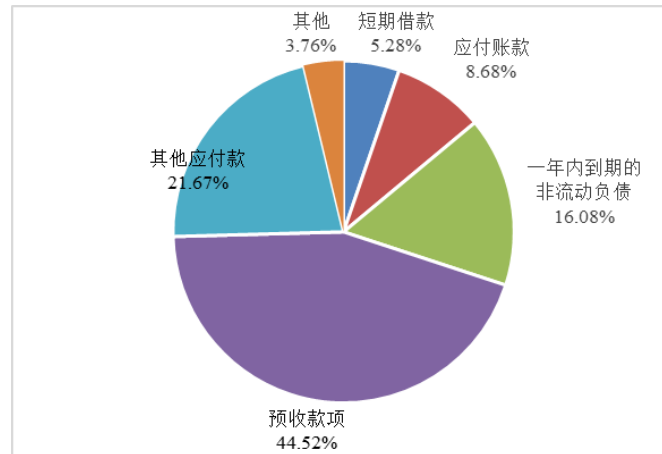
### 3. 负债及所有者权益

#### (1) 负债

2015~2017 年, 公司负债规模呈逐年增长态势, 年均复合增长 30.06%, 主要系流动负债和非流动负债综合所致。截至 2017 年底, 公司负债总额 331.79 亿元, 较年初增长 53.70%; 其中, 流动负债占比为 45.04%, 非流动负债占比为 54.96%。

2015~2017 年, 公司流动负债规模呈波动增长态势, 年均复合增长 32.23%。截至 2016 年底, 公司流动负债合计 73.19 亿元, 较年初减少 14.37%, 主要系一年内到期的非流动负债减少所致; 截至 2017 年底, 公司流动负债 149.44 亿元, 较年初增长 104.18%, 主要系预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款 (占 5.28%)、应付账款 (占 8.68%)、预收款项 (占 44.52%)、其他应付款 (占 21.67%) 和一年内到期的非流动负债 (占 16.08%) 构成, 如下图所示。

图7 截至2017年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司短期借款波动增长，年均复合增长7.34%。截至2016年底，公司短期借款2.30亿元，较年初减少66.42%，主要系短期借款偿还所致；截至2017年底，公司短期借款7.89亿元，较年初增长243.13%，主要系公司规模扩大，增加抵质押借款所致。

2015~2017年，公司应付账款呈波动增长态势，年均复合增长2.39%，主要系工程款和质保金波动所致。截至2017年底，公司应付账款为12.97亿元，较年初增长51.16%，主要系公司新开工项目增加，应付工程款增加所致。

2015~2017年，公司预收款项呈不断增长态势，年均复合增长58.69%，主要系公司销售面积和均价上升带动预收房款增加所致。公司预收款项主要系对已经签订商品房销售合同，但未达到竣工结算条件的项目所收取的客户房款，该款项在工程进度达到结算条件时将结转为营业收入。截至2017年底，公司预收款项账面价值为66.54亿元，较年初增长61.34%，公司较大规模的预收账款为其未来营业收入提供较好的支撑。

2015~2017年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长88.56%。截至2016年底，公司其他应付款3.86亿元，较年初减少57.61%，主要系归还关联单位往来款所致。截至2017年底，公司其他应付款32.38亿元，较年初大幅增长738.81%，主要系收到合营房地产开发项目合作股东投入的经营资金所致。

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债呈波动减少态势，年均复合减少5.00%。截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债13.44亿元，较年初减少49.51%，主要系年末公司偿还部分一年内到期的长期借款所致。截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债24.03亿元，较年初增长78.77%，主要系一年内到期的长期借款转入所致。

2015~2017年，公司非流动负债呈不断增长态势，年均复合增长28.35%，主要系公司2016年新增应付债券、2017年长期借款大幅增加所致。截至2017年底，公司非流动负债合计182.35亿元，较年初增长27.80%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占59.76%）、应付债券（占19.62%）和递延所得税负债（占20.07%）构成。

2015~2017年，公司长期借款呈波动上涨趋势，年均复合增长14.03%。截至2017年底，公司长期借款108.97亿元，较年初增长42.38%，主要系公司经营规模扩张，对外融资增加所致，公司长期借款主要用于房地产项目开发。从长期借款到期分布期限看，公司长期借款到期主要集中在2019年和2020年，存在一定集中偿还压力。

截至2015年底，公司无应付债券；2016年，公司发行总规模为36.00亿元“16华宇01”和

“16 华宇 02”公司债券。截至 2017 年底，公司应付债券 35.78 亿元。公司发行的“16 华宇 01”和“16 华宇 02”均附第 3 年末投资者回售选择权，若投资者行使回售选择权，公司将于 2019 年面临 36.00 亿元债券回售，考虑到公司长期借款到期期限，公司于 2019 年存在一定集中偿付压力。

2015~2017 年，公司递延所得税负债逐年增长，年均复合增长 16.70%，主要系公司持有的可供出售金融资产和投资性房地产公允价值变动使得账面价值大于计税基础产生应纳税暂时性差异增加所致。截至 2017 年底，公司递延所得税负债 36.59 亿元，较年初增长 20.33%。

2015~2017 年，公司全部债务规模呈逐年增加的态势，年均复合增长 21.76%，主要系长期债务增长所致。截至 2017 年底，公司全部债务为 178.17 亿元，较年初增长 38.49%，主要系增加长期借款所致；其中，短期债务和长期债务占比分别为 18.19%和 81.81%。从偿债指标来看，2015~2017 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率波动上升，资产负债率分别为 59.78%、57.87%和 64.64%，全部债务资本化比率分别为 47.66%、45.01%和 49.53%。2015~2017 年，公司长期债务资本化比率不断增长，分别为 38.84%、41.67%和 44.53%，主要系公司长期债务不断增加所致。近三年，公司债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

截至 2018 年 9 月底，公司负债总额 431.75 亿元，较年初增长 30.13%，主要系签约销售增加，预收款项随之增加以及公司新发行债券所致。公司负债结构中流动负债占 60.15%，非流动负债占 39.85%，流动负债占比较年初有所增长主要系部分债券因回售原因转入一年内到期所致。截至 2018 年 9 月底，公司短期借款 5.09 亿元，较年初下降 35.56%，主要系部分偿还所致；应付账款 3.50 亿元，较年初下降 73.05%，主要系工程结算所致；预收款项 130.53 亿元，较年初增长 96.18%，主要系签约销售大幅增加，预收款增加所致；一年内到期的非流动负债 78.28 亿元，较年初增长 225.70%，主要系“16 华宇 01”和“16 华宇 02”于一年内面临回售选择权，转入一年内到期非流动负债所致。截至 2018 年 9 月底，公司全部债务 219.36 亿元，较年初增长 23.12%，主要系新发行债券所致；其中短期债务占 38.35%，长期债务占 61.65%，公司短期债务规模较大。截至 2018 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.81%、52.86%和 40.87%，分别较年初增长 4.18 个百分点、3.32 个百分点和下降 3.66 个百分点。公司债务负担有所增加。

总体看，近年来，由于公司拿地节奏加快，项目开发投入加大，整体债务规模有所扩张；公司债务负担有所增加，短期债务规模较大，存在一定集中偿付压力。

## （2）所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益年均复合增长率为 17.29%，主要系其他综合收益增加所致。截至 2016 年底，公司实收资本 5.32 亿元，较年初增长 303.49%，主要系公司决定吸收重庆远业，重庆远业以货币方式（4 亿元）增资入股公司所致。2015~2017 年，公司其他综合收益年均复合增长 15.77%，主要系公司投资性房地产转换时公允价值变动及可供出售金融资产公允价值变动计入其他综合收益所致。截至 2017 年底，公司未分配利润 58.68 亿元，较年初增长 11.91%，主要系当年实现归属母公司净利润结转至未分配利润所致。

截至 2017 年底，公司所有者权益 181.54 亿元，其中归属于母公司所有者权益占 89.18%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 3.29%，其他综合收益占 59.67%，未分配利润占 36.24%，资本公积占 0.02%；整体看，公司所有者权益中，其他综合收益和未分配利润占比高，公司权益结构的稳定性有待提高。

截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益合计 195.66 亿元，较年初增长 7.78%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致；其中归属于母公司所有者权益占 85.12%。公司归属于母公司所有者

权益结构较年初变化不大，权益结构稳定性一般。截至 2018 年 9 月底，公司少数股东权益 29.10 亿元，较年初增长 48.11%，主要系少数股东资本性投资增加所致。

总体看，公司所有者权益规模逐年增长，但其他综合收益和未分配利润占比高，权益结构稳定性一般。

#### 4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业总收入规模增长较快，三年分别为 38.18 亿元、52.92 亿元和 66.87 亿元，年均复合增长 32.34%，主要系房屋销售结转收入增加所致。2015~2017 年，公司净利润分别为 7.64 亿元、7.02 亿元和 10.23 亿元，2016 年有所下降，主要系公司综合毛利率下降所致；2017 年同比增长 45.75%，主要系当年交付的房地产项目增加所致。

从期间费用来看，2015~2017 年，公司费用总额不断增长，年均复合增长 46.63%，主要系销售费用和财务费用增长所致。2017 年，公司期间费用为 9.61 亿元，同比增长 55.81%，其中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 45.18%、27.87% 和 26.95%。随着公司经营规模的逐步扩大，公司在管理方面的人员配置和资金也逐年增加，2015~2017 年，公司管理费用分别为 1.93 亿元、2.02 亿元和 2.68 亿元，年均复合增长 17.80%。2015~2017 年，公司销售费用分别为 1.80 亿元、3.06 亿元和 4.34 亿元，年均复合增长 55.25%，主要系随着销售规模增加，销售代理服务费用增加所致。2015~2017 年，公司财务费用分别为 0.74 亿元、1.09 亿元和 2.59 亿元，年均复合增长 87.36%，主要系随着部分项目竣工，借款利息被直接计入了财务费用所致。

从利润构成看，2015~2017 年，公司公允价值变动收益分别为 2.94 亿元、3.51 亿元和 6.54 亿元，占当期营业利润的比例分别为 33.66%、41.21% 和 47.89%，公允价值变动收益对公司营业利润有较大影响。

从各项盈利指标来看，2015~2017 年，公司营业利润率分别为 26.76%、20.65% 和 24.98%，波动下降，主要系结转项目毛利率波动变化所致；2015~2017 年，公司总资本收益率和总资产报酬率波动增长，总资本收益率分别为 3.86%、3.06% 和 3.92%，总资产报酬率分别为 3.38%、2.80% 和 3.65%；净资产收益率波动下降，分别为 6.59%、4.85% 和 6.04%。与国内同行业房地产开发类上市公司比较，公司各项盈利指标均处于行业一般水平。

表 17 2017 年房地产开发类上市公司盈利指标情况（单位：%）

证券名称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
大名城	30.57	12.58	4.61
信达地产	28.16	10.72	3.93
广宇发展	27.87	36.33	6.67
中粮地产	36.33	15.10	4.77
<b>华宇集团</b>	<b>24.18</b>	<b>6.04</b>	<b>3.65</b>

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2018 年 1~9 月，公司实现营业总收入 42.28 亿元，同比增长 4.81%；实现净利润 6.63 亿元，同比增长 102.75%，主要系房屋销售及租赁毛利率提升、公允价值变动收益和投资收益增加所致。

总体看，公司收入规模呈上升趋势；投资性物业公允价值变动收益波动对公司利润有较大影响，整体盈利能力一般。

## 5. 现金流

从经营活动情况来看，2015~2017年，公司经营活动现金流入量分别为64.28亿元、88.49亿元和161.89亿元，年均复合增长58.69%，其中销售商品提供劳务收到的现金分别为43.86亿元、69.68亿元和96.47亿元，年均复合增长48.31%，主要系公司房地产项目预售所得现金增长所致；2017年，公司收到其他与经营活动有关的现金64.86亿元，同比大幅增长254.77%，主要系保证金及往来款大幅增加所致。2015~2017年，公司经营活动现金流出呈增长趋势，三年分别为61.46亿元、99.19亿元和175.00亿元，年均复合增长68.74%，主要系公司加大购置土地力度以及新开工面积增加带动支付的材料、工程款增加所致；2017年，公司支付其他与经营活动有关的现金63.55亿元，同比增长40.16%，主要系购地保证金、租赁保证金及往来款增加所致。受上述因素影响，2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为2.82亿元、-10.70亿元和-13.11亿元。

从投资活动情况来看，2015~2017年，公司投资活动现金流入量分别为0.49亿元、4.12亿元和3.03亿元，2016年同比大幅增长749.15%，主要系公司赎回理财产品所致。2017年同比下降26.51%，主要系赎回理财产品收到的现金减少所致。2015~2017年，公司投资活动现金流出4.32亿元、0.15亿元和21.96亿元，其中2016年规模较小，主要系公司未购买理财产品所致，2017年同比大幅增长主要系对合营企业投资增加所致。受上述因素影响，2015~2017年，公司投资活动现金净额分别为-3.83亿元、3.98亿元和-18.93亿元。

从筹资活动情况来看，2015~2017年，公司筹资活动产生的现金流入量保持较大规模，分别为94.03亿元、88.36亿元和95.96亿元，主要为借款收到的现金。2015~2017年，公司筹资活动现金流出量分别为94.46亿元、66.51亿元和54.31亿元，随着偿还债务的规模下降而有所减少。受上述因素影响，2015~2017年，公司筹资活动现金净额分别为-0.42亿元、21.86亿元和41.65亿元。

2018年1~9月，公司经营活动产生的现金流量净额4.44亿元，由上年同期净流出转为净流入，主要系销售回款增加所致；投资活动产生的现金流量净额-39.77亿元，净流出规模同比增加39.63亿元，主要系对联营合营企业提供资金支持增加所致；筹资活动产生的现金流量净额53.38亿元。

总体看，2015~2017年，随着公司加大了土地储备和项目开发的力度，加之关联方往来资金规模较大，使得经营活动现金净流出规模较大，2018年1~9月，随着公司销售回款增加，经营性现金流转正；公司投资活动现金流量净额由正转负；公司筹资活动规模较大，随着在建项目投入，公司未来仍存在一定的融资需求。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司流动比率分别为2.27倍、2.85倍和2.00倍，呈波动下降态势，速动比率分别为0.59倍、0.94倍和0.71倍，呈波动增长态势，上述两项指标波动变化主要系其他应付款和一年内到期的长期借款波动所致。2015~2017年，公司现金短期债务比分别为0.98倍、2.32倍和1.62倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较高。截至2018年9月底，公司流动比率和速动比率分别为1.57倍和0.72倍，流动比率较年初有所下降；现金短期债务比为0.73倍，较年初下降幅度较大，主要系一年内面临回售的应付债券增加所致。整体看，公司短期偿债能力较有保障。

从长期偿债能力指标来看，2015~2017年，受利润总额波动影响，公司EBITDA波动增长，年均复合增长27.75%，2017年公司EBITDA为16.62亿元，其中折旧和摊销占比2.81%，计入财务费用的利息支出占比14.55%，利润总额占比82.64%。2015~2017年，公司EBITDA利息倍数

分别为 1.12 倍、1.62 倍和 1.86 倍，公司 EBITDA 对利息保障能力一般；EBITDA 全部债务比分别为 0.08 倍、0.08 倍和 0.09 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度有待提高。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年 9 月底，公司共获得商业银行授信额度 403.10 亿元，尚未使用额度 207.40 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2018 年 9 月底，公司对外担保 15.90 亿元，占当期净资产的 8.13%；被担保公司为公司的关联方企业，经营情况正常，公司代偿风险不大。

截至 2018 年 9 月底，公司未决诉讼涉案金额 1,522.12 万元，其中公司作为被告涉及合同纠纷，诉讼金额 865.10 万元，目前诉讼处于二审阶段；公司作为原告涉及租赁合同纠纷，诉讼金额 657.02 万元，目前进入一审阶段，公司未决诉讼规模不大。

根据公司提供的中国人民银行企业征信报告（机构信用代码：G1050010602051970Z），截至 2018 年 10 月 8 日，公司无未结清和已结清不良信贷记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力尚可，但长期偿债能力一般，考虑到公司拥有较大规模的土地储备和在建项目，一定程度上提升了公司对全部债务的保障能力，公司整体偿债能力很强。

## 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 2018 年 9 月底，公司全部债务总额为 219.36 亿元，本期拟发行债券规模为 4.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行对公司整体债务水平影响不大。

以 2018 年 9 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 4.00 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、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.01%、53.31% 和 41.58%，分别增加 0.20 个百分点、0.45 个百分点和 0.71 个百分点，债务负担小幅增加，但仍处于可控水平。考虑到本期发行公司债券的募集资金将用于偿还金融机构贷款，公司实际债务负担将低于上述预测值。

### 2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2017 年的相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 16.62 亿元，为本期公司债券发行额度（4.00 亿元）的 4.16 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度很高；2017 年公司经营活动产生的现金流入 161.89 亿元，为本期公司债券发行额度（4.00 亿元）的 40.47 倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本期债券覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为区域房地产开发龙头企业，在开发规模、综合实力、品牌知名度等方面具有较强的区域竞争优势，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

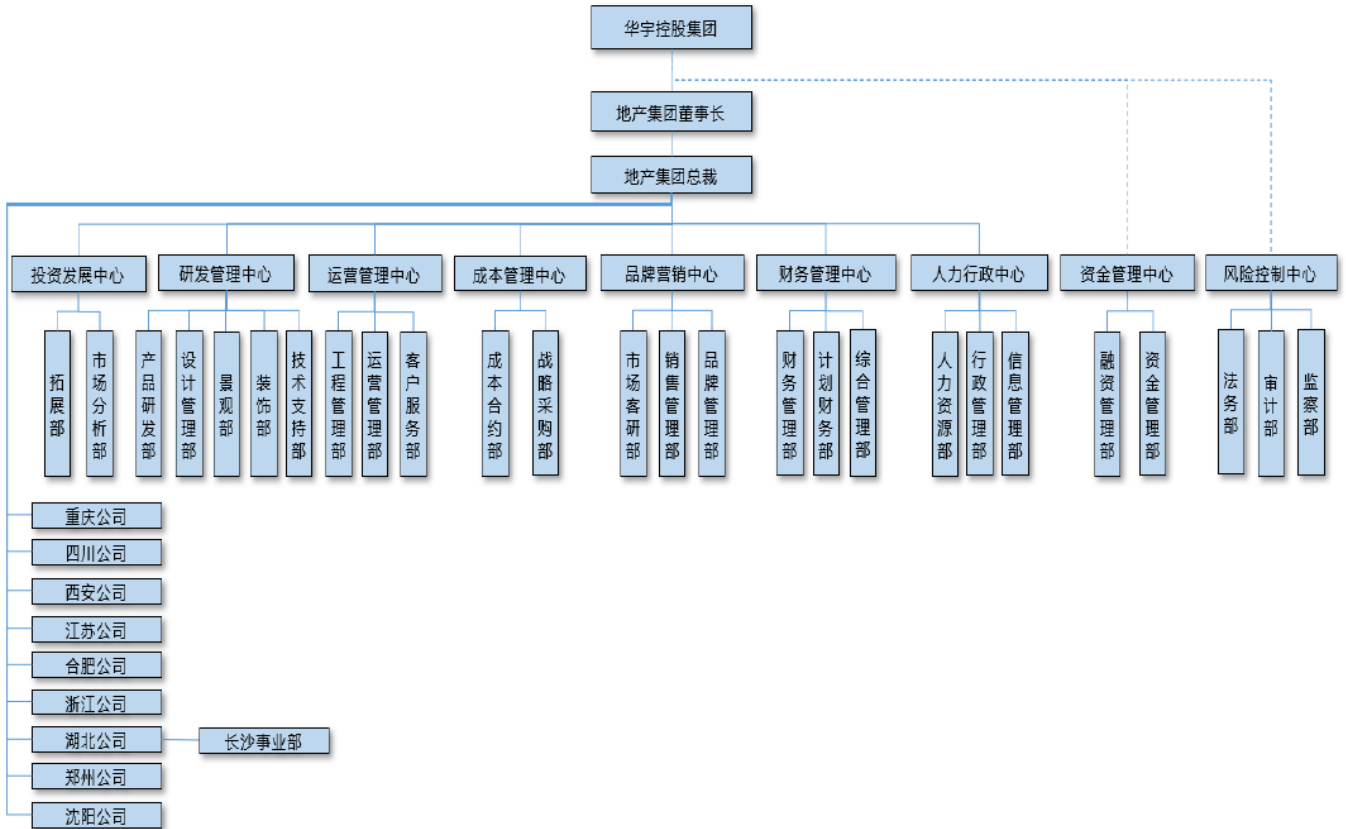
## 九、综合评价

公司作为重庆地区的房地产龙头企业，在重庆与四川房地产市场深耕多年，在开发规模、区域品牌知名度等方面具有一定优势。公司土地储备较为充足，销售状况良好，债务负担可控。同时，联合评级也关注到公司业务相对集中于重庆地区、权益结构稳定性一般、投资性物业公允价值变动收益对公司利润规模影响较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司积极开拓除重庆以外区域的土地储备，在武汉、宁波、合肥和郑州等区域均有项目储备，降低了公司经营区域较为集中的风险。未来随着公司在建项目陆续达到销售条件、商业物业管理规模不断增加，经营状况有望保持良好，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。

## 附件 1 重庆华宇集团有限公司 组织机构图



## 附件 2 重庆华宇集团有限公司 相关财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
资产总额 (亿元)	328.12	373.03	513.33	627.41
所有者权益 (亿元)	131.96	157.16	181.54	195.66
短期债务 (亿元)	36.37	16.39	32.42	84.13
长期债务 (亿元)	83.81	112.27	145.76	135.24
全部债务 (亿元)	120.18	128.66	178.17	219.36
营业收入 (亿元)	38.18	52.92	66.87	42.28
净利润 (亿元)	7.64	7.02	10.23	6.63
EBITDA (亿元)	10.19	10.14	16.62	--
经营性净现金流 (亿元)	2.82	-10.70	-13.11	4.44
流动资产周转次数 (次)	0.21	0.26	0.26	--
存货周转次数 (次)	0.20	0.28	0.29	--
总资产周转次数 (次)	0.13	0.15	0.15	--
现金收入比率 (%)	116.51	132.88	144.27	253.12
总资本收益率 (%)	3.86	3.06	3.92	--
总资产报酬率 (%)	3.38	2.80	3.65	--
净资产收益率 (%)	6.59	4.85	6.04	--
营业利润率 (%)	26.76	20.65	24.98	32.36
费用收入比 (%)	11.88	11.76	14.37	16.89
资产负债率 (%)	59.78	57.87	64.64	68.81
全部债务资本化比率 (%)	47.66	45.01	49.53	52.86
长期债务资本化比率 (%)	38.84	41.67	44.53	40.87
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.12	1.62	1.86	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.08	0.08	0.09	--
流动比率 (倍)	2.27	2.85	2.00	1.57
速动比率 (倍)	0.59	0.94	0.71	0.72
现金短期债务比 (倍)	0.98	2.32	1.62	0.73
经营现金流动负债比率 (%)	3.31	-14.63	-8.78	1.71
EBITDA/本期发债额度 (倍)	2.55	2.53	4.16	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、公司长期应付款中有息债务部分已计入长期债务；4、公司 2018 年 1~9 月财务数据未经审计，相关指标未年化。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

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>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期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/本期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/本期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 重庆华宇集团有限公司 2019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，在每年重庆华宇集团有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六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。

重庆华宇集团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。重庆华宇集团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华宇集团有限公司的相关状况，如发现重庆华宇集团有限公司或本次（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。

如重庆华宇集团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，直至重庆华宇集团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华宇集团有限公司、监管部门等。

