

信用等级公告

联合[2016]340 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 2016 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 2016 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：  张华

二零一六年五月二十五日

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

2016 年公开发行公司债券（第一期）信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 15 亿元（基础发行规模为 5 亿元，可超额配售不超过 10 亿元）

债券期限：3+2 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2016 年 5 月 25 日

主要财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	241.28	262.68	284.19
所有者权益(亿元)	90.66	100.05	110.34
长期债务(亿元)	65.38	56.09	68.98
全部债务(亿元)	89.69	96.56	104.88
营业收入(亿元)	18.56	34.54	37.49
净利润(亿元)	5.26	6.86	7.63
EBITDA(亿元)	6.52	8.69	9.76
经营性净现金流(亿元)	-17.92	-4.52	6.24
营业利润率(%)	37.87	24.16	24.84
净资产收益率(%)	5.95	7.19	7.25
资产负债率(%)	62.42	61.91	61.17
全部债务资本化比率(%)	49.73	49.11	48.73
流动比率(倍)	2.28	1.89	2.11
EBITDA 全部债务比(倍)	0.07	0.09	0.09
EBITDA 利息倍数(倍)	1.36	1.05	1.22
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.43	0.58	0.65

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。

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，在重庆及四川房地产市场深耕多年，在开发规模、市场营销、成本控制等方面具有一定优势。公司多年来坚持稳健发展的原则，财务结构健康，负债率合理，货币资金规模较大。同时，联合评级也关注到公司主要业务相对集中于重庆地区等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建项目陆续达到销售条件以及公司逐步开发华东市场，公司经营规模和盈利水平有望进一步提升，业务的地域集中度有望下降，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和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. 公司建立了成熟高效的采购、经营、销售和管理体系，在成本控制方面具有明显优势，有利于公司保持良好的盈利水平。

3. 公司土地储备规模较为充足，且位于重庆、成都和苏州等发达二线城市，为公司未来发展提供良好保障。

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。

关注

1. 房地产业面临全局性调整，虽然近期房地产政策出现放松迹象，但整体看房地产行业高速发展的阶段已经过去。公司作为区域房地产开发龙头企业，受房地产市场调整的影响需持续关注。

2. 公司近三年经营规模存在一定波动，利润中公允价值变动损益占一定比例，需关注公司未来经营的稳定性及未来盈利能力的变化。

3. 公司主要业务集中于重庆市辖区内，未来重庆市也是公司的主要收入和利润来源，需要关注当地经济和房地产市场变化情况对公司经营的影响；同时，相对于公司的销售规模，公司存货规模较大，需关注未来去化情况。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

刘晓亮

电话：010-85172818

邮箱：liuxl@unitedratings.com.cn

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@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：

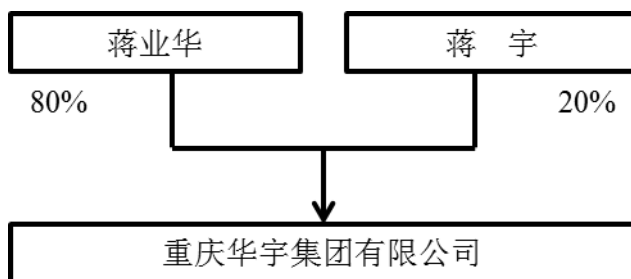
联合信用评级有限公司



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。公司成立后历经数次增资及股权转让，截至 2015 年底，公司注册资本为 13,180 万元，其中蒋业华持股 80%；蒋宇（蒋业华之子）持股 20%，公司实际控制人系蒋业华。

图1 截至2015年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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 2015 年底，公司本部下设战略发展中心、人力行政中心、财务管理中心、研发管理中心、运营管理中心和品牌管理中心等 6 个中心；监事会下设风险控制中心（参见附件 1）。截至 2015 年底公司拥有全资和控股子公司 14 家；拥有在职员工 2,832 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 284.19 亿元，负债合计 173.85 亿元，所有者权益（含少数股东权益）110.34 亿元，其中归属母公司所有者权益合计 105.95 亿元。2015 年公司实现营业总收入 37.49 亿元，净利润（含少数股东损益）7.63 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 7.21 亿元。2015 年公司经营活动现金流量净额为 6.24 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.46 亿元。

公司注册及办公地址：重庆市渝北区泰山大道东段 118 号；法定代表人：蒋业华。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“重庆华宇集团有限公司 2016 年公司债券”。本次公司债发行规模为不超过人民币 15 亿元，本次债券面值为 100 元，按面值平价发行。本次发行的公司债券票面本金总额不超过 15 亿元人民币，基础发行人规模为 5 亿元，可超额配售不超过 10 亿元。本期债券期限为 5 年期，含第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

本次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。本次债券的票面利率及其支付方式由公司和主承销商通过市场询价协商确定，并将不超过国务院或其他有权机构限定的利率水平。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券发行募集资金将用于偿还银行贷款，补充流动资金，改善公司债务结构。

三、行业分析

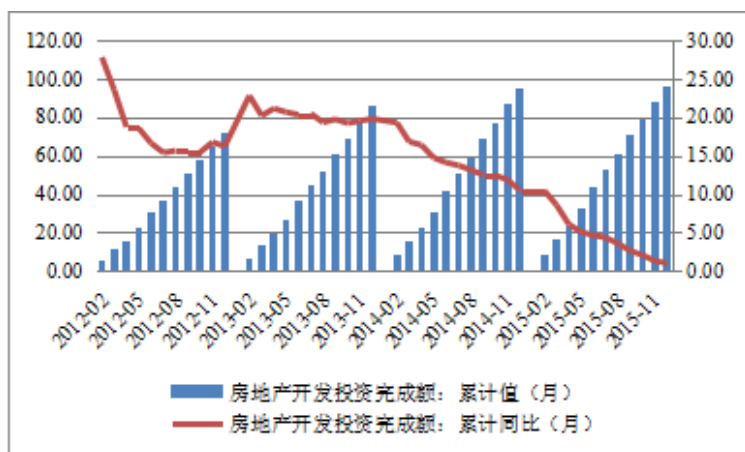
公司主营业务为房地产开发与销售，属房地产行业。公司业务受房地产整体运行情况、行业政策影响明显，且与区域经济规划紧密相关。

1. 行业状况

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。

从近年房地产业发展趋势来看，2008 年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。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 2 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

总的来看，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，自 2014 年起房地产业增长速度下降，开发投资增速逐步放缓。

2. 市场供需

土地供应状况

土地作为房地产的主要成本来源，主要受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿以及房地产宏观调控政策的影响，其中，房地产宏观调控政策对土地市场的影响力度最大。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能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业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。

2012 年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2013 年受供应量增加影响，土地成交量较 2012 年增加，2013 年全国 300 个城市共成交土地 37,208 宗，成交面积 143,569 万平方米，同比增加 10%，其中住宅类用地涨幅较明显。2013 年重点城市地价升高，2013 年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013 年全国 300 个城市土地平均溢价率 16%，较上年同期上涨 8 个百分点。

2014 年，受楼市渐冷传导，房企拿地日趋谨慎，直至四季度随着政策利好以及楼市升温，一线城市才出现反弹，但年末升温难改全年土地市场疲态。2014 年全国 100 个城市土地供求量均有较大程度跌幅，土地供应面积及成交面积比 2013 年分别减少 24%和 26%。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至 11.75%；其中，住宅类用地平均溢价率为 12%，较 2013 年同期下降 7 个百分点。尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落，但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增为 1,234 元/平方米，同比上涨 6%。

2015 年，土地市场整体下行，供应土地量和成交土地量分别为 5.79 亿平方米和 4.68 亿平方米，分别较上年下降 11.74%和 18.04%；2015 年土地平均溢价率为 16.81%，较上年增加 5.06 个百分点。

表 1 100 大中城市土地供应及成交情况（单位：亿平方米）

	2013 年	2014 年	2015 年
供应土地占地面积	8.68	6.56	5.79
成交土地占地面积	7.75	5.71	4.68
成交土地占比	89.29%	87.65%	80.83%
土地平均溢价率	17.92%	11.75%	16.81%

资料来源：Wind 资讯

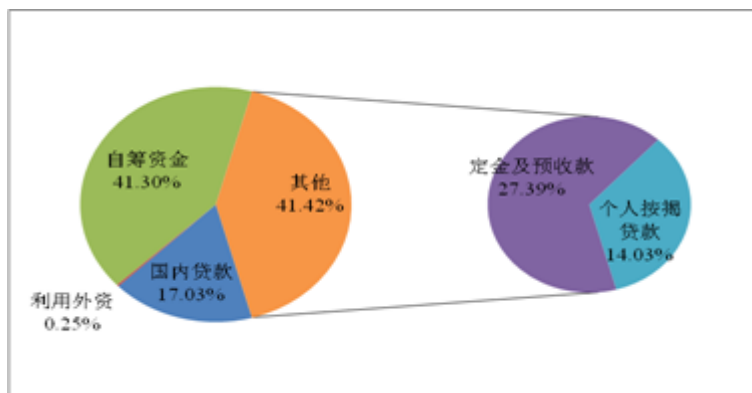
总体看，在去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑，但土地溢价率出现上涨。

开发资金来源状况

2009 年以来，房地产行业资金来源呈快速增长态势，2009~2013 年平均增速 22.26%，进入 2014 年，受资金面趋紧、需求面观望情绪浓厚、商品房成交量下降等因素影响，房地产行业资金来源结束了多年来的高速增长态势，首次出现负增长。据国家统计局数据显示，2014 年，房地产开发企业到位资金 121,991 亿元，比上年下降 0.1%，增速比 2013 年回落 26.6 个百分点。其中，国内贷款 21,243 亿元，增长 8.0%，增速较 2013 年回落 25.1 个百分点；利用外资 639 亿元，增长 19.7%，较 2013 年回落 13.1 个百分点；自筹资金 50,420 亿元，增长 6.3%，较 2013 年回落 15 个百分点；其他资金 49,690 亿元，下降 8.8%，较 2013 年回落 37.7 个百分点。在其他资金中，定金及预收款 30,238 亿元，下降 12.4%，较 2013 年回落 42.4 个百分点；个人按揭贷款 13,665 亿元，下降 2.6%，较 2013 年回落 35.9 个百分点。整体看，2014 年银行信贷政策的收紧，使得房地产企

业所获国内贷款增速出现了较大回落，个人按揭贷款更是出现了小幅下降；同时，房地产市场的低迷也降低了定金及购房款的预缴额度。

图3 2015年末房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

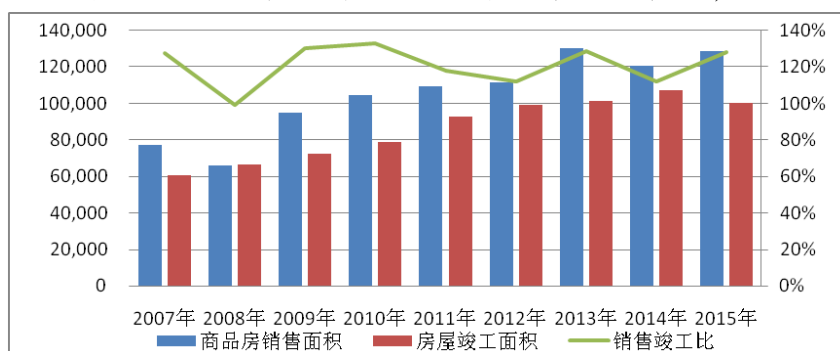
2015年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015年，房地产开发企业到位资金125,203亿元，比上年增长2.6%。其中，国内贷款20,214亿元，下降4.8%；利用外资297亿元，下降53.6%；自筹资金49,038亿元，下降2.7%；其他资金55,655亿元，增长12.0%。在其他资金中，定金及预收款32,520亿元，增长7.5%；个人按揭贷款16,662亿元，增长21.9%。

总体看，对房地产业偏紧的信贷支持，使房地产业的资金较为紧张；但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。

市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2013年，中央对房地产市场的政策思路和管理方式发生转变，在新型城镇化和土地改革等利好驱使下，一线城市房价连创新高，热点城市“地王”频现，市场分化加剧；房企销售业绩猛增，融资及海外拓展需求加大。2013年全国商品房销售面积13.06亿平方米，同比增长17.34%；其中，住宅销售面积11.57亿平方米，同比增长17.46%。从供给方面看，绝大多数城市增加土地和普通住房供应，以政府为主提供基本保障、市场为主满足多层次需求的住房供应体系，逐步下放调控政策至各地方政府，调控方向已逐步向增大供给等市场化措施靠拢，通过改善供需来平稳房价。全年房屋竣工面积10.14亿平方米，增长2.02%；其中，住宅竣工面积7.87亿平方米，同比下降0.38%。

图4 2007~2015年全国商品住宅供求情况（单位：万平方米，%）

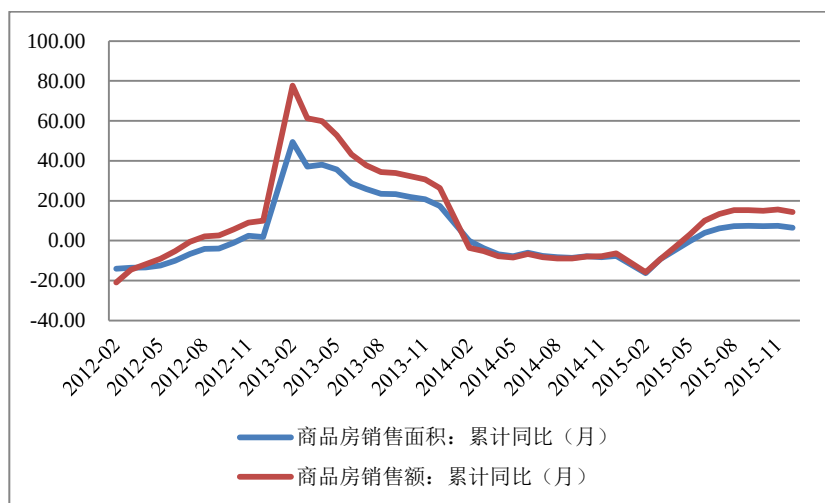


资料来源：国家统计局，联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于1说明供不应求，小于1说明供大于求。

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

图5 2012~2015年全国商品房销售面积及销售额同比增速（单位：%）



资料来源：Wind资讯

2015年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现，主要得益于中央多轮降准降息、降首付、减免税费等降低购房成本；地方政策灵活调整，采取税费减免、财政补贴、取消限购限外等多措施刺激消费。2015年，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，并加大保障性住房货币化安置，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%。

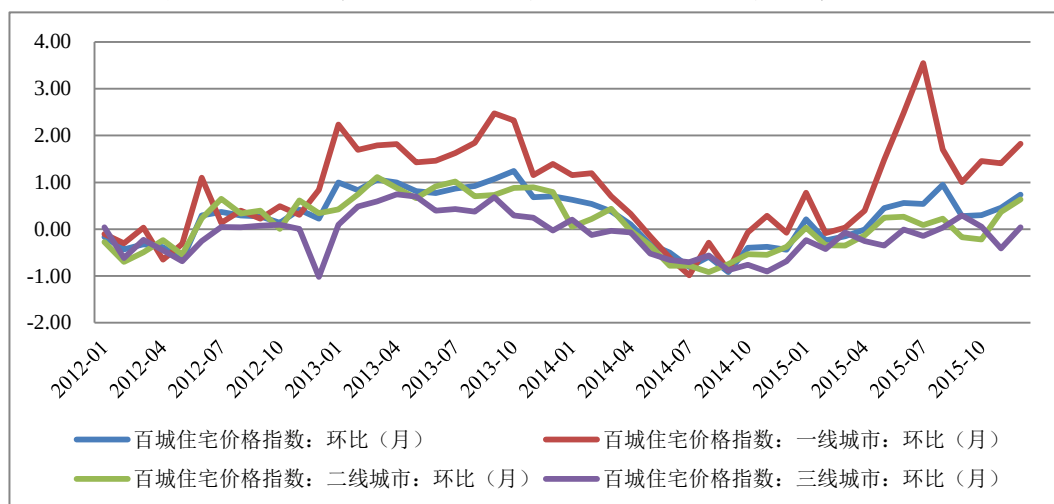
总体看，在政府调控政策转向，多重政策利好刺激住房需求持续释放下，2015年房地产开发景气指数有所回升；在当前经济增速下行、三四线城市高库存压力下，政府更加重视房地产在促

进消费和拉动投资方面的重要作用，政策聚焦于挖掘房地产消费潜能，鼓励需求入市，进而恢复并带动投资信心。预计未来在多重政策支持下，房地产市场需求将有所释放，楼市总体呈回暖趋势。

销售价格情况

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。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，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，环比下跌0.92%，连续第5个月下跌，跌幅扩大0.33个百分点。

图6 2012~2015年全国百城住宅销售价格指数环比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

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。

总体看，从2008年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，但2014年以来房价上涨趋势得以扭转，2015年随着利好政策逐步落地实施，房价走势有所回暖，但我国房地产市场仍面临较大去库存的压力。

3. 竞争格局

从2003年至今，房地产市场已经走过了黄金10年，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。

进入 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 2 2012~2015 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
前 10 大企业销售额占比	12.76%	13.72%	16.92%	16.87%
前 20 大企业销售额占比	17.62%	18.88%	22.79%	22.82%
前 10 大企业销售面积占比	7.72%	8.62%	10.44%	11.31%
前 20 大企业销售面积占比	10.38%	11.46%	13.65%	14.62%

资料来源：CRIC，中国房地产测评中心

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，千亿房企阵营保持 7 家，2,000 亿房企增至 3 家，万科以 2,610 亿元的销售额稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 3 2015 年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	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
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。

备注：因万达对外公告时点方面的原因无法提供测评数据，本次不参与评选。

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

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，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。

表 4 近期主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年 9 月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014 年 10 月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
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个贷首付比例
2015 年 3 月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015 年 9 月	央行、住建部、财政部发文再度下调二套房个贷首付比例
2015 年 9 月	央行、银监会发文下调不限购城市首套房个贷首付比例
2015 年 9 月	《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》
2015 年 10 月	习近平主席主持召开中央财经领导小组第十一次会议，发表重要讲话提出“要化解房地产库存，促进房地产业持续发展”
2015 年 10 月	全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策
2015 年 11 月	公积金贷款再度放款，将允许发行住房公积金个人住房贷款支持证券，并可将公积金购买高信用等级固定收益产品；国家住房银行有望推出。
2016 年 2 月	不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点
2016 年 2 月	从 2016 年 2 月 22 日起，对个人购买家庭首套房和改善性住房的，按不同税率减征契税（不适用于北、上、广、深四城市）

资料来源：联合评级搜集整理

2014 年，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。2014 年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续 2013 年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自 4 月开始陆续放开限购。至年末，限购政策基本放开，全国 47 个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚 5 个城市未做调整坚持限购。9 月底，央行“930 新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款申请条件、提高首套自住住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10 月以后，多个省市纷纷出台公积金调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

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，间接刺激了楼市需求。

总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。从2015年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

5. 行业关注

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，2015年三季度，按Wind资讯整体法¹计算的房地产板块资产负债率为77.93%，较2014年底提高了3.18个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善。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资讯统计数据显示，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。

房企利润率回归正常水平

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

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。

¹ Wind 行业内标的公司：（成分股*总负债）/（成分股*总资产）。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

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，但是仍然缺乏有效的长期调控手段。2013 年 5 月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，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，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

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，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，如碧桂园、远洋、金地等企业在险资入主后，逐渐强化与其在财务、金融、养老、营销、轻资产运营等层面合作，积极探索新的增长基因。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。

转变盈利模式，挖掘全产业链服务价值

伴随中国房地产正从新房开发交易为主的市场逐步向以存量房交易为主转变，行业增长也由外向增长逐渐演变为内生驱动。为提前应对行业变化带来的挑战，房企 2015 年转型服务商力度空前，结合互联网挖掘上下游产业链服务价值、拓展服务型产业为客户提供更为全面的服务，成为其谋求突破的新风口。房企积极转型服务商，围绕现有客户资源，升级物业服务体系、拓展客户延伸服务，打造全产业链增值服务模式。

兼并重组，房企高效盘活存量、优化资源配置，开启行业整合新时代

2015 年，房地产市场运行环境日趋宽松，但房地产行业拐点已悄然来临，有效供给的挖掘和消费需求升级为行业带来结构性发展机会，技术、产品、业态等各类创新为主的“结构性改革”成为未来发展的主旋律，为行业新的发展动力。在此背景下，房企以互联网、资本为重要切入点，开启收、并购与整合之路进行资源整合，以较低成本盘活存量，为房企规模化扩张、进一步做大做强提供契机。一是推进内部重组，集中优势资源壮大核心业务。二是借道存量市场兼并收购以扩大业务版图。房企兼并完成后，对资源、财务和管理的高效整合也能够实现双方资源互补，最大化企业价值。

总体看，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。

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，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 2015 年底，公司已累计开发楼盘 50 余个，项目覆盖中国重庆、成都、苏州、无锡等城市，公司已开发项目的建筑面积累计达到 1,560 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。

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，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

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 月至今任重庆华宇集团有限公司总裁。

公司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。

截至 2015 年底，公司拥有在职员工 2,832 人，按文化素质划分，本科及以上学历员工占比 17.37%，大专学历员工占比 30.86%，高中及以下学历员工占比 51.77%；按岗位构成划分，销售岗位员工占比 8.65%，工程岗位员工占比 12.29%，物业客服岗位员工占比 47.95%，财务岗位员工占比 3.53%，其他岗位员工占比 27.58%；按员工年龄划分，30 岁以下员工占比 29.98%，30~50 岁员工占比 58.69%，50 岁以上员工占比 11.33%。

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。

3. 区域房地产市场

从近三年公司售房确认收入的地区来看，主要集中在重庆市、成都市和苏州市，这些区域的房地产市场运行情况与公司的销售业绩关联较大。

重庆市房地产市场情况

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%。2015 年，重庆市常住人口 3,016.55 万人，与上年相比，增加 25.15 万人，增长 0.8%，常住人口继续保持增长态势。

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，重庆市房地产市场投资增长较快，库存面积较大，导致 2015 年重庆房地产开发企业投资热情降低。

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%）。受近年重庆市房地产市场投资增长较快，库存面积较大影响；2015 年，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。

施工面积方面，2015 年，重庆市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。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%。2015 年，重庆主城区楼市成交均价约为 7,020 元/平方米，较 2014 年的 7,297 元/平方米同比下降 3.80%，虽整体均价下降，但是渝北、北碚、江北这三个区域的房价相较 2014 年都出现增长。

总体看，近三年，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。重庆市房地产市场经历前期快速发展，存量积压现象较为明显，总体发展较为平稳，房价基本稳定。

成都市房地产市场情况

成都市是四川省省会，辖 10 区 4 市 6 县，现有人口 1,700 万人，其中常住人口 1,435 万人，位于中国西南，地处成都平原腹心地带。1993 年，成都市被国务院确定为西南地区的科技、商贸、金融中心和交通、通讯枢纽，是设立外国领事馆数量最多、开通国际航线数量最多的中西部城市。2015 年，成都市实现地区生产总值 10,801.2 亿元，比上年增长 7.9%。其中，第一产业实现增加值 373.2 亿元，增长 3.9%；第二产业实现增加值 4,723.5 亿元，增长 7.2%；第三产业实现增加值 5,704.5 亿元，增长 9.0%。2015 年全市实现城镇居民人均可支配收入 33,476 元，同比增长 8.0%；实现农村居民人均可支配收入 17,690 元，同比增长 9.6%。

近三年，成都市房地产业总体发展较快。成都市房地产投资总额增幅呈波动趋势，近三年分别为 2,111.25 亿元（同比增长 11.75%）、2,215.53 亿元（同比增长 4.94%）和 2,435.25 亿元（同比增长 9.92%）。2013、2014 年，成都市房地产受限购等政策的大力调控，房地产企业积压大量库存，房地产企业投资热情呈有所降低。

土地市场方面，2015 年，成都土地市场在分化中前行，其中住宅用地供应面积共计 2,811.6 万平方米，同比下降 17.6%；商办用地供应面积共计 986.7 万平方米，同比上涨 38.3%。成交方面，

2015 住宅用地共计成交 2,100.3 万平方米，同比增长 10.2%；商办用地共计成交 681.4 万平方米，同比小幅上涨 4.6%。由于住宅用地供应同比下降幅度较大，2015 年成都市住宅用地成交楼面价为 2,022.6 元/平方米，溢价率为 20.8%；同期，商办用地成交价格为 1,504.0 元/平方米，同比上涨 22.8%，溢价率为 18.0%。

施工面积方面，2015 年，成都市商品房施工面积合计 18,334.84 万平方米，比上年同期增长 6.58%。其中，住宅施工面积 11,058.81 万平方米，比上年同期增长 3.37%；新开工面积 2,226.86 万平方米，比上年同期下降 17.09%，增速明显小于施工总面积增幅。目前，由于房地产企业积压库存较大，成都市房地产项目进度大幅下降，房地产开发企业对当前施工进度持谨慎观望态度。

房屋销售方面，近三年，成都市商品房销售面积分别为 2,950.13 万平方米（同比增长 3.73%）、2,951.30 万平方米（同比增长 0.04%）和 2,997.43 万平方米（同比增长 1.56%）；销售额于 2014 年出现小幅下滑，近三年分别为 2,123.12 亿元（同比上涨 2.43%）、2,075.28 亿元（同比下降 2.25%）和 2,060.87 亿元（同比下降 0.69%）。2015 年成都主城区商品房成交价格同比上涨 6.5%，达 10,640 元/平方米；近郊商品房成交价格同比下降 3.0%，为 5,901 元/平方米。

总体来看，近年来成都经济发展较快，为当地房地产市场发展提供了较好的外部环境。目前，成都市房地产企业积压大量库存，当地房地产项目开发进度大幅下降，当地房地产开发企业对当前住宅市场持谨慎观望态度。从长期看，成都市房地产市场总体发展较为平稳。

苏州市房地产市场情况

苏州市位于江苏省东南部，长江三角洲中部。2015 年全市实现地区生产总值 1.45 万亿元，按可比价计算比上年增长 7.5%，人均地区生产总值 13.63 万元。2015 年全市就业总量保持平稳，就业结构持续优化，就业质量逐步提高。2015 年，全市新增就业 17 万人，城镇登记失业率控制在 2% 以内。截至 2015 年底，全市户籍总人口达 667.01 万人，较 2014 年底增长 0.89%；全市流动人口实有登记数为 698.10 万人。

近年来，随着地方政府和央行密集出台了取消房地产市场的限购、限贷以及降息等政策，虽然苏州市房地产开发运行年内略微波动，但总体没有出现大的起落变化。2014 年全市房地产开发市场呈现平稳发展态势，房地产开发投资持续保持高位增长。2015 年苏州市房地产开发投资完成 1,865 亿元，比上年增长 5.7%，年内增速在 2.9~21.4% 之间大幅振荡，比上年回落 13.9 个百分点。其中住宅投资完成 1,419 亿元，增长 8.9%，增速比上年回落 18.8 个百分点。房地产开发投资占全社会投资的 30.5%，占比较上年提高 2.2 个百分点。

施工面积方面，2015 年，苏州市商品房施工面积为 11,286 万平方米，增长 3.5%。全年施工面积增速下降较为明显，增速比上年回落 10.2 个百分点；其中住宅施工面积 7,939 万平方米，增长 3.7%，增速比上年回落 7.9 个百分点。2015 年苏州市商品房新开工面积为 2,153 万平方米，下降 31.4%；其中住宅新开工面积 1,592 万平方米，下降 28.0%。2015 年苏州市商品房竣工面积为 1,653 万平方米，增长 8.2%，增幅比上年提高 18 个百分点；其中住宅竣工面积 1,275 万平方米，增长 12.9%，增幅比上年提高 20.9 个百分点。

房屋销售方面，2015 年，苏州商品住宅成交 1,177 万平方米，成交金额 1,549 亿元，较 2014 年分别增长 52% 和 65%，均达到历史最高水平。从成交面积段来看，2015 年 90~120 平方米的户型成交占比最高，共成交 3.6 万套，成交面积 369 万平方米；其次是 90 平方米以下的户型，共成交 3.1 万套，成交面积 232 万平方米，两户型占据了 65% 的成交量。从成交总价段来看，200~300 万元总价的住宅成交量上涨幅度最大，成交套数较 2014 年上涨 176%；300~400 万总价的涨幅次之。2015 年苏州市场的成交价格及总价段逐渐提高了刚需的定位，虽然目前仍以 200 万以下的低

总价住宅份额依然占据市场主力，但占比逐渐下降。2015 年苏州商业和办公类地产共成交 91 万平方米，其中商业地产成交 70 万平方米，较 2014 年上涨 8.3%；办公成交 21 万平方米，较 2014 年下跌 1.9%。

2015 年，苏州房价涨幅在一二线城市位居前列。2015 年前三季度，苏州房价涨幅较为缓慢，售价均价在 1.2~1.3 万元/平方米区间内波动，但到 2015 年第四季度售价加快速度上涨。进入 2016 年后，苏州房价仍然呈现大幅上涨态势；截至 2016 年 2 月底，苏州住宅平均售价达到了 16,681 元/平方米，较 2015 年年初累计上涨 34%。

总体看，近年来苏州市区域经济保持平稳发展，经济结构进一步优化，为当地房地产市场发展提供了较好的外部环境。苏州市房地产市场整体发展平稳；2015 年苏州房地产市场呈现持续回暖状态，目前政策也将促稳房地产，预计 2016 年苏州市房价仍将稳中有涨。

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，其中职工监事 2 人，设监事会主席 1 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，在建设工程施工、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。公司本部下设战略发展中心、人力行政中心、财务管理中心、研发管理中心、运营管理中心及品牌管理中心等 6 个中心，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设、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》、《招标投标管理制度》、《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《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，公司综合管理水平较高。

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。2013~2015 年，公司营业总收入规模增长较快，三年复合增长率为 42.12%，2015 年实现营业总收入 37.49 亿元，较上年增加 8.52%。

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，2015 年房屋销售及租赁业务实现营业总收入 35.23 亿元，占当年营业总收入的 94.01%，公司主营业务十分突出。2014 年，公司房屋销售及租赁业务较上年大幅上涨 90.29%；主要由于 2013 年公司该板块业务因大部分项目未达到结转条件，导致该板块业务收入有所下滑；公司于 2014 年加快建设进度、达到预售条件的房屋增加、结转收入大幅增加，导致公司该板块业务收入大幅上涨。2015 年，公司房屋销售及租赁业务实现了 35.23 亿元收入，较上年增加 8.90%。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，复合增长率为 11.97%；2015 年，公司物业服务收入 1.68 亿元，占当年营业总收入的 4.48%。公司还经营部分设备租赁和房屋装饰业务，但规模均较小，对公司整体经营情况影响不大。2015 年，公司未取得设备租赁业务收入，但目前企业尚未终止或暂停该项业务。2014 年，公司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；2014 年、2015 年，公

司金融服务业务分别取得 0.67 亿元和 0.56 亿元营业收入，对公司整体经营情况影响不大。

毛利率变化方面，公司近三年整体毛利率波动较大，2013~2015 年分别为 45.21%、32.97%和 32.13%，主要是公司房屋销售业务毛利率下降所致。分业务来看，公司房屋销售业务毛利率 2013~2015 年分别为 46.40%、30.83%和 30.39%，其中 2014 年该业务毛利率出现明显下降，较上年下滑了 15.57 个百分点，主要是当年结转项目土地成本较高、年内结转部分车库毛利率较低等因素所致；2015 年该业务毛利率变动不大。公司物业管理业务的毛利率稳定，且近三年均保持在 28%以上的较高水平。公司装饰工程业务毛利率稳定上升，设备租赁业务和金融服务业务毛利率较高，但由于收入规模较小，对公司整体业务毛利率影响有限，详细情况参见下表。

表5 2013~2015年公司营业总收入情况（单位：亿元，%）

业务板块	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
房屋销售及租赁	17.00	91.65	46.40	32.35	93.67	30.83	35.23	94.01	30.39
物业管理	1.34	7.22	28.69	1.44	4.17	29.68	1.68	4.48	29.40
金融服务	--	--	--	0.67	1.94	99.99	0.56	1.49	100.00
装饰工程	1.00	5.39	17.84	1.21	3.50	23.15	1.16	3.09	25.43
设备租赁	0.08	0.43	37.57	0.05	0.14	47.49	--	--	--
分部间抵销	-0.87	-4.69	10.48	-1.18	-3.42	-1.07	-1.15	-3.07	0.86
合计	18.55	100.00	45.21	34.54	100.00	32.97	37.49	100.00	32.13

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司经营具备一定规模，毛利率水平较高，但联合评级也关注到，由于结转项目成本变化及产品结构差异导致公司营业总收入和毛利率波动性较大。未来随着国内房地产市场环境逐步好转，以及公司在建、在售楼盘的开发和销售渐次推进，预计公司营业总收入规模将稳健增长，盈利能力有所提升。

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和华东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、南京、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，公司新增土地储备将主要集中在重庆和华东地区。

从土地获取方式来看，公司土地获取方式多样，目前主要通过招拍挂竞拍获取土地，也通过与政府签订土地一级开发协议的方式获取相应地块。未来公司还将通过并购项目公司等方式获取土地资源。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、规划、设计、建安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，经公司总裁批准后参与土地竞拍或者与政府进行合作谈判。由于公司对整体利润率有明确的要求，导致公司对土地位置和要求较高，若土地市场景气度较高，可能导致公司多次竞拍无法获取地块的情况出现。从目前情况看，国内土地市场热度不高，有利于公司获得价格合理的土地资源。

从公司获取土地的规模来看，近年来，公司保持稳定的拿地规模，以确保未来 3 年的开发需求，公司每年购地支出金额较高。截至 2015 年末，公司土地储备建筑面积约 224.37 万平方米，如下表所示。公司近三年土地购置面积有所下降，特别是 2014 年，公司综合考虑市场情况及自身发展目标，未获取新的土地储备。公司土地储备价格合理，未来具有一定的升值空间。

表6 近三年公司土地储备获取情况（单位：万平方米，万元，元/平方米）

年份	土地购置建筑面积	用途	购地支出	期末土地储备建筑面积	土储均价
2013 年	104.70	商住	246,613.00	306.01	2,355.43
2014 年	--		--	205.15	--
2015 年	33.65	商住	74,500.00	224.37	1,415.76

数据来源：公司提供

截至 2015 年底，公司共拥有土地储备面积（建筑面积）224.37 万平方米（不含公司存货中可售建筑面积），其中可售面积 218.16 万平方米，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，公司土地储备规模充足。

公司土地储备大部分位于重庆市，以建筑面积计，占 2015 年末公司土地储备的 72.26%，位于成都和苏州的土地储备分别占 22.61%和 5.13%。从各个区域的土储成本来看，重庆、成都和苏州的土地储备的楼面均价分别为 1,530.32 元/平方米、956.59 元/平方米和 1,826.09 元/平方米，具体如下表所示。从公司土地储备的具体地理位置来看，公司在重庆的土地储备主要位于沙坪坝区和渝北区的核心地段，公司在苏州的土地储备地理位置良好，公司在成都的土地储备地理位置一般。

表7 2015年12月末公司土地储备获取时间分布情况（单位：万平方米，万元，元/平方米）

项目名称	位置	类型	建筑面积	可售面积	获取时间	公司所占权益比例	获取总价格	楼面均价
华宇城二期	重庆市沙坪坝区凤鸣山	商住	87.29	85.11	2009 年 8 月	100%	87,046.82	997.21
	重庆市沙坪坝区凤鸣山西物	商住	15.63	14.99	2015 年 6 月	100%	28,944.00	1,851.82
天宫花城 C/F	重庆市渝北区龙头寺火车站	商住	16.35	15.94	2007 年 12 月	100%	28,045.00	1,715.29
御澜湾二期	渝北区礼嘉御澜湾	商住	11.05	10.77	2012 年 8 月	100%	42,417.33	3,838.67

锦绣花城三期	华岩华福路锦绣花城3期	商住	10.36	10.1	2012年10月	100%	15,001.00	1,447.97
龙洲湾二期	巴南区龙洲湾巴滨路	商住	6.95	6.78	2010年12月	80%	16,400.00	2,359.71
温莎小镇二期	沙坪坝区双碑温莎小镇二期	商住	14.51	14.15	2013年12月	80%	30,272.48	2,086.32
天府花城(北)	郫县红光镇独柏村2社	商住	17.73	17.29	2010年10月	80%	23,046.92	1,299.88
成都北城中央	成都市成华区龙潭寺场镇北城中央	商住	33	32.17	2012年12月	100%	25,481.00	772.15
苏州锦绣花城二期	苏州相城区黄埭	商住	11.5	10.86	2015年6月	100%	21,000.00	1,826.09
合计			224.37	218.16			317,654.55	1,415.76

资料来源：公司提供

按照公司未来的发展规划，预计公司将会加大在华东地区的土地储备力度，未来几年，重庆市仍将是公司主要的业务来源，华东地区业务占比将较目前水平有明显提升。

总体看，公司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；公司土地储备主要位于重庆市、成都市和苏州市等经济发达的二线城市，地理位置良好，土地成本较低，为保证公司未来盈利能力提供了良好的支撑。

3. 原材料采购

公司将采购分为土建、装修、园林、材料等不同部分，但采购方式基本相同。公司采用集中采购与分散采购相结合、以集中采购为主的采购模式。近年来公司集中采购量占公司每年采购量的80%左右。从公司建安成本结构来看，55%左右为材料和土建成本，15%为人工成本，其余为水电等费用。近年来，由于钢筋、混凝土等成本下降，材料土建成本在建安成本中的占比有所下降，人工成本随着工资的提高占比有所提升。

土建、装修和园林采购

土建、装修和园林采购是公司发包量最大的采购项目，年均发包量在20亿元左右。由于该等供应商主要提供建造和装修等服务，公司并不直接管理供应商的内部流程，因此公司主要通过管理供应商和与其建立深入稳定的合作关系的方式控制施工质量。

供应商筛选方面，经过多年积累，公司已经建立起供应商数据库（含材料供应商），并建立起相对稳定健全的供应商体系和管理方式。公司在每个项目的招标中都引入新的土建方参与竞标，以保证中标价格合理。公司在引入新的土建承包方时，对其资质进行详细审查，公司特别对土建方的项目经理的项目管理能力、施工组织经验以及目前正在进行的项目进行现场考察，以保证承包方能够通过合格的施工项目经理为公司提供优质的服务。联合评级关注到，公司的关联公司重庆华姿建筑工程有限公司（以下简称“华姿建筑”）亦为公司提供土建服务，相关发包金额规模较大（5.02亿元），占同类采购比例较高（占比86.40%），公司在签订与关联方相关的施工合同时均基于公平公正和市场化的原则，关联方企业并未由于与公司的关联关系获得商业上的便利或者优惠。

公司每个季度对承包方进行考核，对出现不合格情况的承包方予以警告并限期整改，多次警告的承包方将会从供应商数据库中剔除。

公司目前合作的建筑承包商共有三家，从2015年公司提供的建安合同来看，2015年公司合计签订建安合同价值5.81亿元，这三家承包商分别为重庆华姿建筑工程有限公司（占比86.40%）、

深圳市亚泰国际建设股份有限公司(占比 12.00%)、上海新联纬讯科技发展有限公司(占比 1.60%)，承揽公司全部项目，集中度很高。公司目前合作的建筑承包商均具备相应的资质，华姿建筑持有《房屋建筑总承包一级资质》；深圳市亚泰国际建设股份有限公司持有资质证书为《建筑装饰工程设计专项甲级》和《建筑装修装饰工程专业承包壹级》；上海新联纬讯科技发展有限公司持有《建筑智能化系统设计甲级资质》和《建筑智能化系统设计施工二级资质》。

工程结算方面，公司与承包商采用按工程进度支付工程款的方式进行结算，在工程完工时能够支付大约 80%的工程款，工程完工验收后，支付 17%工程款，剩余 3%工程款于两年质保期后支付。

材料采购

公司材料采购发包量年均在 2 亿元左右。公司材料采购主要为公司战略采购和区域公司采购两类。公司对采购金额较大的电梯、机电设备、消防设备、电子元器件等采用战略采购方式，在这种方式下，公司通过与全国性的供应商签订战略采购协议确定合作框架和价格区间，当项目公司施工过程中需要上述材料和设备时，由区域公司具体下达采购指令，由供应商负责将合格的材料和设备送至施工现场。对于混凝土、钢筋、电缆等运输半径较小的材料，主要由区域公司按需采购，公司会对区域公司发起的材料采购的合同进行审核和备案，并每个月对这些材料的采购、质量和支付情况进行巡检，以确保材料质量、减少寻租空间。

对于材料供应商的筛选、管理、考核和淘汰，公司采用于上述土建供应商类似的模式。但由于公司材料供应商众多，供应产品分散，因此供应商集中度不高。

采购计划制定和执行方面，公司每年三月份之前根据本年度的销售计划和建设计划制定采购计划，并启动本年度战略采购的招标工作。公司的采购招标严格按照施工计划进行编制，确保按时保量供应施工现场，同时降低公司资金占用。

公司在成本控制方面具有独特优势，由于公司现金较为充沛，一般公司会在下达采购订单的时候给予供应商预付款，一般预付比例在合同金额的 30%左右，供应商对公司供货价格给予一定折扣，保证公司原材料采购在价格上具有较大优惠。

从供应商集中度来看，2015 年公司签订采购合同金额 0.57 亿元，其中前五位的供应商包括通力电梯，重庆天作家具有限公司、重庆飘瑞斯特贸易有限公司、重庆美心·麦森门业有限公司和重庆富皇建材有限公司，合计占总采购发包金额的 67.84%，集中度较高。

整体看，公司采用集中采购为主的采购模式，公司对供应商的筛选、管理和评价有具体有效的措施方法，供应商合作关系稳定，采购成本具有一定优势，但关联采购比例较高。

4. 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。截至 2015 年底，公司共有控股子公司 14 家，其中项目公司 8 家。

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 6 个月内项目开工，8 到 10 个月即可达到开盘销售条件，24 到 28 个月内项目竣工交楼。

从公司房地产开发建设情况看，近三年公司年度新开发建设规模波动下降，2014 年内公司新开工面积 97.08 万平方米，2015 年，由于公司部分项目尚处于前期规划阶段，导致年内新开工面积仅为 59.69 万平方米。从项目竣工情况看，2013 年，受开发周期影响，当年仅竣工 18.39 万平方米，2014 年和 2015 年，公司加大了开发力度，竣工面积明显增加，分别为 60.65 万平方米和 95.84 万平方米。

表8 2012~2015年公司项目开发情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
当期新开工面积（万平方米）	47.91	97.08	59.69
当期新开工项目数量（个）	3.00	8.00	6.00
期末在建面积（万平方米）	156.48	192.91	156.76
期末在建项目数量（个）	14.00	17.00	13.00
当期竣工面积（万平方米）	18.39	60.65	95.84

资料来源：公司提供

从公司在建工程的预计投入情况看，截至 2015 年末公司在建工程预计总投资 85.13 亿元，已完成投资 54.49 亿元，未来三年尚需完成投资 30.64 亿元。从公司拟建工程的预计投入情况看，未来两到三年，公司存在预计总投资为 80 亿元的新增地产开发项目。综合看，未来几年公司尚需完成投资金额较大，存在一定的资金需求。

总体看，公司开发建设管理规范，公司新开工面积波动较大。由于公司已开发或已达预售条件的地产项目预售情况较好，2014 年以来，虽然公司竣工面积规模较大，但对公司销售产生压力不大。

5. 房产销售情况

公司品牌管理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。

从公司近三年销售情况看，公司销售面积呈现上升态势，2015 年实现签约销售面积 53.61 万平方米，三年复合增长 18.03%，但由于市场景气度影响的影响，公司近三年签约销售均价逐年下降，2015 年为 0.70 万元/平方米，综合影响下，公司签约销售金额三年复合增速 10.53%，低于签约销售面积增速，如下表所示。从结转收入情况来看，由于 2013 年公司结转收入面积下降，导致当年结转收入为 16.54 亿元；2014 年，公司结转收入面积大幅回升，导致结转收入反弹至 32.35 亿元；2015 年，公司结转收入 35.23 亿元，较 2014 年略有增长。

表9 公司2012~2015年销售概况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
签约销售面积（万平方米）	38.48	41.67	53.61
签约销售金额（万元）	306,435.27	299,097.80	374,401.32
签约销售均价（万元/平方米）	0.80	0.72	0.70
结转收入面积（万平方米）	16.54	40.55	42.88
结转收入（亿元）	17.00	32.35	35.23

资料来源：公司提供

从公司可售项目情况来看，相对于公司的销售规模，公司可售项目较为充足。2015 年底公司剩余可售项目面积为 107.95 万平方米，能够满足公司未来两至三年的销售需求。从区域分布看，公司大部分可售楼盘位于重庆，占 2015 年底剩余可售面积的 80.21%，其余可售项目位于成都、苏州和无锡，分别占 2015 年底剩余可售面积的 9.40%、4.50%和 5.90%。同时，联合评级也关注到，公司达到销售条件的项目规模较大，且部分项目剩余可售面积相对每年销售面积规模大，未来存在一定库存去化压力。

表10 截至2015年底公司可售项目情况（单位：平方米）

项目名称	位置	开盘时间	可售 建筑面积	2013 年 销售面积	2014 年 销售面积	2015 年 销售面积	2015 年末 剩余可售面积
天宫花城 A 组团	渝北区龙头寺火车站北广场	2014 年 3 月	106,717.00	--	30,625.00	39,292.94	36,799.06
天宫花城 E 组团	渝北区龙头寺火车站北广场	2013 年 8 月	77,820.00	30,919.20	12,297.00	6,057.99	28,545.81
天宫花城 D 组团	渝北区龙头寺火车站北广场	2015 年 4 月	33,643.00	--	--	12,140.81	21,502.19
华宇上院	渝北区金山大道 8 号	2012 年 7 月	211,954.00	58,811.00	33,777.00	38,643.08	71,755.92
锦绣花城 1 期	华岩镇华福路	2013 年 10 月	265,318.00	12,243.00	90,216.00	65,860.11	96,998.89
华宇龙湾	巴南区龙洲湾巴滨路	2012 年 9 月	257,880.00	21,594.00	26,977.00	43,285.52	154,173.48
金沙东岸	沙坪坝区沙滨路 8 号	2014 年 7 月	65,381.00	--	22,317.00	12,269.22	30,794.78
时代星都	石桥铺白马山	2014 年 9 月	233,885.00	--	50,621.00	63,576.74	119,687.26
星云汇、星领地	沙坪坝小杨公桥	2014 年 9 月	213,393.00	--	31,142.00	57,430.64	124,820.36
重庆阳光尚座	九龙坡区石坪桥水碾	2015 年 1 月	97,439.00	--	--	24,184.51	73,254.49
温莎 1 期高层洋房	沙坪坝双碑劳动桥 128 号	2015 年 4 月	142,262.00	--	--	34,733.73	107,528.27
静苑南	成都武侯区聚荟街 388 号	2013 年 12 月	59,978.48	--	23,205.78	20,898.31	15,874.39
天府花城南	成都郫县郫筒镇檬柏西路 469 号	2013 年 6 月	240,552.22	59,718.87	57,621.28	29,847.76	85,583.31
苏州星云汇	苏州市相城区阳澄湖中路 99 号	2015 年 4 月	73,134.23	--	--	24,573.44	48,560.79
无锡观澜华府	无锡新区	2015 年 1 月	93,615.98	--	--	29,964.68	63,651.30
合计			2,172,972.91	183,286.07	378,799.06	502,759.48	1,079,530.30

数据来源：公司提供

从公司提供的未来三年销售计划来看，未来三年公司将继续加大销售力度，提升公司产品去化能力，预计未来销售回款能够保持上升趋势。公司 2016 年销售计划主要依据公司制定的经营计划。同时，公司设定未来五年战略目标时，主要考虑了要巩固自身在重庆和成都地区的品牌实力；

在其他市场区域的拓展上，公司计划拓展在苏州、南京等长三角重点城市的发展范围，积极进入北京、上海、深圳等一线城市。如下表所示。

表11 公司预计未来三年销售及回款情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
预计签约销售面积（万平方米）	93.33	115.00	128.57
预计签约销售金额（万元）	650,000.00	800,000.00	900,000.00
预计销售回款金额（万元）	637,000.00	784,000.00	882,000.00

数据来源：公司提供

注：表中数据不代表公司对于未来经营情况的承诺。

2016 年，随着公司华东两个新项目相继入市，将逐步改善可售项目主要集中重庆的状况。其中，苏州锦秀花城一期于 2016 年 5 月已首次开盘，该楼盘开盘当日售罄，实现销售近 3.64 亿元。

整体看，公司销售组织有序、管理得当、执行情况良好；近年来公司销售情况良好，预计未来销售量及回款将继续保持增长态势；需要关注公司可售项目主要集中于重庆市，未来公司项目销售情况受重庆市房地产市场变化的影响需要持续关注。

6. 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 2015 年底，公司共持有 18 处商业物业，均位于重庆市主要商圈的优良位置，该等物业合计建筑面积 29.71 万平方米，公允价值合计 93.95 亿元，较其入账成本增值 12.93 倍，增值率较高，但综合考虑该等物业获得时间较早，成本较低，地理位置良好等因素，公司自持物业估值仍属合理。

表12 2015年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	公允价值	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	529,745.60	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。沙坪坝商圈是仅次于解放碑商圈的最大商圈。沙坪坝区还是重庆重要的商贸区，有重庆百货、新世纪、王府井、国美电器等知名商家组成的 25 万平方米成熟商业圈。
名都城	重庆市九龙坡区石桥铺渝州路 29 号	47,841.24	170,181.90	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，引进全球、全国知名品牌商家如国美电器、人人乐、律健健身、圆缘园西式茶餐、乡村基等近 200 个合作商家，是石桥铺商圈唯一综合购物中心。
	重庆市九龙坡区石桥铺渝州路 30 号	27,339.60	12,630.90	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	99,509.42	14,180.61	商住	位于重庆第火车北站，北部新区龙头寺新溉路与红唐路交汇处，南依成熟五黄大社区，西接新牌坊片区，北面与龙头寺火车站、长途汽车总站、城市公交总站隔街相望，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，享有得天独厚的北城核心之地段优势。
金沙港湾	重庆市沙坪坝区华宇金沙港湾 7 号	7,089.32	20,182.59	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	2,935.08	11,009.23	1,380.40	商住	
老街印象	重庆市九龙坡区石新路 2 号	3,386.74	9,944.15	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，商业气氛浓郁；商业增值空间巨大。

华宇大厦	九龙坡区陈家坪朝田村 182 号	1,993.38	1,883.15	189.24	商住	
上院	北部新区金山大道 18 号	1,166.21	1,097.29	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 4000 方的自有商业配套规划的约 3000 方的社区商业街和约 3000 方的新世纪超市。整个项目由花园洋房和高层共同组成，洋房组团打造简约法式风格；高层组团为 ART-DECO 风格。
小泉	巴南区南泉街道	1,867.55	4,100.58	1,064.52	商住	
2008	九龙坡区奥体东路 60 号附 13	1,745.91	1,983.00	386.40	商住	
锦绣花城	九龙坡华福大道北段 71 号	1,241.66	3,222.48	1,414.18	商住	华宇锦绣花城位于大西区华岩新城，主城至江津的城市主动脉——华福大道上，轻轨五号线在项目西侧设有站点，南向规划有城市主干道，将通过东面的隧道直通杨家坪、大渡口。华宇锦绣花城总建筑面积约 55 万方，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	背部新区天福路 109 号 6 幢	1,016.11	4,579.10	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。周边有宜家，麦德龙，奥特莱斯、三亚湾水产市场、新世纪超市、重百超市、永辉超市、益源百货、旺嘉百货、海宏市场、翠微市场、前山市场等。
华宇城	沙坪坝区凤天大道 169 号 17 幢	1,494.63	6,917.30	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。华宇城所在的凤天大道片区，西南医院、新桥医院、三军医大也位于此处，教育配套包括凤鸣山小学、树人凤天小学、高滩岩小学、凤鸣山中学等。
西城	沙坪坝区站西路	2,803.04	5,131.81	670.40	商住	西城丽景位于站西路，1 万余 m ² 的西城后街以三峡广场后街，休闲美食街区定位，填补沙坪坝步行街—三峡广场商业空白，同时区分周边市场。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，为入驻商家经营前景夯实坚实基础。
新都	重庆市渝中区大坪正街 140 号	8,891.76	33,529.55	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，紧邻亚洲最大购物中心“龙湖时代天街”；大坪商圈是重庆主城区六区地理中心和交通中心。
		13,574.52	5,975.51		车库	
龙湾	巴南区巴滨路 68 号附 21 号	1,237.70	3,481.28	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 1000 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	九龙坡谢家湾黄杨路	1,963.05	12,969.65	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。紧临九龙滨江广场。
		14,036.15			车库	
华宇秋水长天	沙坪坝区沙滨路 66 号	878.67	1,410.53	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，后倚重大、七中人文学府，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，经营情况理想。
合计		297,108.50	939,485.02	72,676.84		

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凯德置地经营、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，2015 年整体出租率在 90%以上，续租率 90%以上，显示公司物业需求旺盛，经营情况稳定良好。从平均租金情况来看，近三年公司旗下物业租金稳步提升，商业价值不断提升，具体如下表所示。

表 13 公司主要自持商业物业经营情况

物业名称	项目	2013 年	2014 年	2015 年
华宇广场	年末可租面积（平米）	120,648.86	120,648.86	120,648.86
	年均出租率（%）	99.88%	98.87%	99.50%
	年平均租金（元/月/平米）	45.26	53.4	54.32
	年末客户数量（户）	19	18	18
	客户续租率（%）	100%	100%	100%
华宇名都	年末可租面积（平米）	47,841.24	47,841.24	47,841.24
	年均出租率（%）	98.94%	94.29%	96%
	年平均租金（元/月/平米）	39.95	41.95	43.5
	年末客户数量（户）	42.8	44	46
	客户续租率（%）	92%	92.00%	95%
北城中央	年末可租面积（平米）	33,957.32	33,957.32	33,957.32
	年均出租率（%）	99.36%	92.87%	88.76%
	年平均租金（元/月/平米）	34	42.46	46.29
	年末客户数量（户）	30	30	31
	客户续租率（%）	87%	90%	92%
渝州新都	年末可租面积（平米）	8,891.76	8,891.76	8,891.76
	年均出租率（%）	98.77%	98.77%	99.35%
	年平均租金（元/月/平米）	42.8	47.13	49.53
	年末客户数量（户）	35	33	33
	客户续租率（%）	100%	100%	100%
金沙港湾	年末可租面积（平米）	7,089.32	7,089.32	7,089.32
	年均出租率（%）	89.27%	82.86%	99.40%
	年平均租金（元/月/平米）	27.5	32.5	34.8
	年末客户数量（户）	13	13	17
	客户续租率（%）	100%	92.30%	99%
金沙时代	年末可租面积（平米）	2,935.08	2,935.08	2,935.08
	年均出租率（%）	100.00%	89.47%	85.90%
	年平均租金（元/月/平米）	47.78	58.8	75.9
	年末客户数量（户）	17	18	17
	客户续租率（%）	100%	100.00%	99%
老街印象	年末可租面积（平米）	3,386.74	3,386.74	3,386.74
	年均出租率（%）	69.47%	74.23%	87.73%
	年平均租金（元/月/平米）	36.43	39.7	48.65
	年末客户数量（户）	16	18	27
	客户续租率（%）	100%	100.00%	100%

数据来源：公司提供

从上述物业的盈利能力来看，近三年，随着平均租金的提升，公司自持物业收入呈现稳步上升态势，年均复合增长 16.98%。2015 年，公司主要自持物业项目合计实现物业收入 1.44 亿元，较 2014 年增加 10.15%。如下表所示。

表14 公司主要自持物业收入情况（单位：万元）

物业名称	2013 年收入	2014 年收入	2015 年收入
华宇广场	5,826.90	7,728.01	7,842.84
华宇名都	2,291.58	2,406.23	2,915.49
北城中央	1,383.46	1,727.49	1,986.85
渝州新都	457.23	544.11	588.05
金沙港湾	229.98	276.35	430.91
金沙时代	166.29	204.68	381.02
老街印象	148.65	161.98	228.39
总计	10,504.07	13,048.85	14,373.55

资料来源：公司提供

整体上看，公司自持物业主要为重庆市内主要商圈的商业中心，位置良好，近三年经营收入稳步提升；同时联合评级也关注到，该等商业物业公允价值较其入账成本增值较大，需关注公司自持物业的未来盈利能力对其公允价值的支持情况。

7. 经营效率

受 2014 年结转收入和成本规模较上年大幅增加的影响，2015 年公司流动资产周转率、存货周转率和总资产周转率分别为分别为 0.22 次、0.21 次和 0.14 次，均较上年明显提升，其中公司总资产周转率较低主要是由于自持物业规模较大所致。

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15 房地产开发类上市公司2015年经营效率指标（单位：次）

证券简称	流动资产周转率	存货周转率	总资产周转率
万科 A	0.39	0.41	0.33
招商蛇口	0.30	0.28	0.23
宝安地产	0.32	0.34	0.27
新湖中宝	0.18	0.19	0.14
荣安地产	0.18	0.16	0.15
以上企业平均	0.27	0.28	0.22
华宇集团	0.22	0.21	0.14

资料来源：Wind资讯

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

整体看，公司经营效率一般。

8. 关联交易

近三年，公司存在向关联方采购商品、接受劳务规模较大，主要是向华姿建筑采购建筑施工服务所致。2013~2015 年，公司向华姿建筑采购建筑安装工程服务的价值分别为 8.70 亿元、11.68 亿元和 8.08 亿元。根据提供的信息，公司在采购建筑工程服务时采用公开招标方式，华姿建筑并未因自身关联关系获得优惠的商业条件，上述关联交易定价公允。

2015 年末，公司与关联方之间的其他应收款和其他应付款余额分别为 9.86 亿元和 7.38 亿元，

分别占当年合并报表对应科目的 82.69%和 62.33%，占比较高。

联合评级认为，公司关联交易规模较大，但定价公允；公司与关联方的往来款规模较大，需关注公司关联交易规模的后续变化以及对公司财务状况的影响。

9. 经营关注

公司主要业务区域较为集中

公司立足重庆房地产市场深耕多年，对当地消费需求和市场发展趋势有深刻的理解，近年来发展稳健，经营情况较好。未来公司也将重庆市场作为主要的市场发展区域。

联合评级关注到，公司目前土地储备、在建项目和销售收入中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，需要持续关注当地经济发展和行业变化情况对公司经营和信用水平的影响。

公司近年来收入利润存在一定波动

近三年，受竣工节奏和结算项目差异等因素影响，公司收入利润存在一定程度波动。联合评级认为，需要持续更关注公司开发及结算节奏对公司收入、利润和现金流情况的影响。未来随着公司规模提升和项目数量的增加，公司盈利规模受少数项目的影响将不断降低，公司收入利润的稳定性有望提升。

公司存在一定库存去化压力

公司现有可售项目规模较大，综合考虑到公司未来几年的销售计划、新开工面积以及新增的可售房源规模，公司存在一定存货去化压力，需要持续关注未来公司可售面积规模变化及销售推进情况。

10. 未来发展

未来几年，公司将坚持房地产业龙头地位，公司将努力提高对房地产行业发展形势的预判能力，顺势而为，稳中求进，变革创新；同时，公司将应用互联网思维，重销售，强运营管理，调结构，去库存，实现持续稳定、高质量、高效率的增长。

公司房地产开发业务以各区域公司为主体，逐步剥离对专业公司的管理，整合为纯粹的房地产开发二级集团；要以拓展为先导、销售及研发为核心、产品为生命，全力打造成专业的房地产开发商，实现各项指标迅速向国内一线房地产企业靠近，3 年内要形成合理的区域布局和产品线布局，在品牌价值、市场份额、客户满意度等方面不断提升，实现营业收入过百亿，5 年内打造成为中国最具竞争力的房地产开发企业。

未来几年内，公司将坚持强重庆、稳成都、拓华东、进北上深的战略布局，稳步推进区域扩张，确保在 2019 年总计完成 5 个以上的开发区域布局。在具体区域选择上，重庆区域主发展，四川区域相对稳，重点发展华东区域，积极拓展长三角、珠三角、京津冀等区域，以国家长江经济带战略规划、沪渝高铁开通为契机，沿长江经济带为重点布局。投资方面，各区域逐步实现多项目滚动开发，拓展新区域第一年投资 10 亿元左右，项目不超过两个，待区域各方面条件成熟后再加速扩张，实现“走出去深耕发展”，稳步推动集团全国化进程。

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刚需产品为主，进一步落实产品结构的“6+3+1”策略（即刚需住宅占 60%、改善性住宅占 30%、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。

整体看，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 2013 年、2014 年的备考财务报表和 2015 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。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，2013 年公司合并范围新增 3 家新设子公司，分别为重庆业如房地产开发有限公司、成都渝瑞房地产开发有限公司和苏州业如房地产开发有限公司；2014 年公司合并范围新增 2 家新设子公司，分别为无锡华宇业瑞房地产开发有限公司和重庆渝北区业如小贷有限公司；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。由于合并范围变化主要系新设子公司所致，且公司主营业务并未发生变化，公司财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 284.19 亿元，负债合计 173.85 亿元，所有者权益（含少数股东权益）110.34 亿元，其中归属母公司所有者权益合计 105.95 亿元。2015 年公司实现营业总收入 37.49 亿元，净利润（含少数股东损益）7.63 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 7.21 亿元。2015 年公司经营活动现金流量净额为 6.24 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.46 亿元。

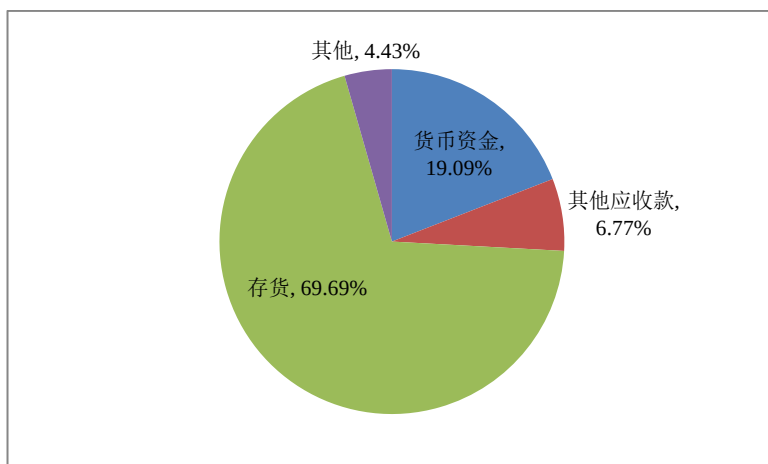
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产规模持续扩大，年均复合增长 8.53%。截至 2015 年底，公司资产合计 284.19 亿元，较上年末增长 8.19%，公司流动资产和非流动资产规模均出现较大幅度上涨；其中流动资产占比 61.98%，非流动资产占比 38.02%。公司资产构成以流动资产为主，符合房地产开发企业特征。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产呈逐年上涨趋势，年均复合增长 8.68%。截至 2015 年底，公司流动资产合计 176.14 亿元，较上年末增加 8.05%；公司流动资产以货币资金（占比 19.10%）、其他应收款（占比 6.77%）和存货（占比 69.69%）为主。

图7 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金呈波动下降趋势，年均复合减少 2.66%，但总体变动幅度不大。截至 2014 年底，公司货币资金为 33.31 亿元，较年初末减少 6.20%，主要系公司偿还银行借款所致。截至 2015 年底，公司货币资金为 33.64 亿元，较年初增长 1.01%，变化不大；公司货币资金主要由银行存款（占比 91.63%）和其他货币资金（占比 8.29%）构成。截至 2015 年底，公司使用受到限制货币资金合计 17.11 亿元（占比 50.87%），主要由质押保证金、按揭保证金和银行承兑汇票保证金构成。

2013~2015 年，随着公司房地产开发项目的增加，存货规模呈逐年增加态势，年均复合增长 11.29%。截至 2015 年底，公司存货账面余额为 122.76 亿元，较年初增长 6.71%，主要系土地储备和新开工面积的增长所致。公司存货主要由开发成本和开发产品构成，2013~2015 年，两者合计占比均在 99%以上。截至 2015 年底，公司存货中开发成本和开发产品分别占比 62.71%和 37.20%。公司未对存货计提跌价准备。截至 2015 年底，公司存在账面价值 29.33 亿元（占比 23.89%）的存货用于为关联方、其他单位借款及公司长期借款提供抵押担保；属于所有权受到限制的资产。

2013~2015 年，公司其他应收款账面价值变化不大，年均复合增长 0.15%。截至 2015 年底，公司其他应收款账面余额为 12.08 亿元，较上年末减少 1.68%。公司其他应收款全部为信用风险特征组合计提坏账准备；其中关联方往来占比 81.61%、保证金占比 7.13%、按账龄分析法计提坏账准备的其他应收账款占比 11.26%。按账龄分析法计提坏账准备的其他应收账款为 1.36 亿元，其中 1 年以内的占比 61.02%，1~2 年的占比 2.51%，2~3 年的占比 30.21%，3 年以上的占比 6.26%。截至 2015 年底，已计提其他应收款坏账准备 1,468.59 万元，计提比例为 1.22%。

表16 2015年前五大其他应收款欠款方基本情况（单位：万元，%）

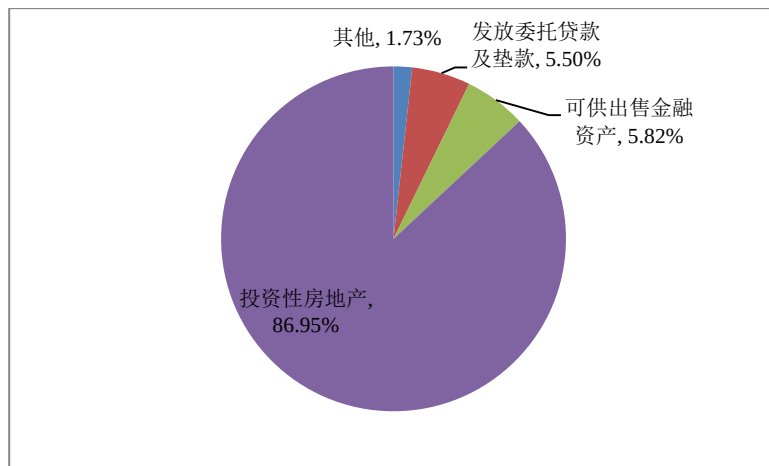
名称	款项性质	年末余额	账龄	占其他应收款年末余额合计数的比例	坏账准备年末余额
成都华瑞房地产开发有限公司	往来款	61,800.00	1 年以内	51.16	--
重庆华姿建筑工程有限公司	往来款	32,030.20	2~3 年	26.52	--
重庆灏森商贸有限公司	往来款	2,000.00	2~3 年	1.66	400.00
重庆东首商贸有限公司	往来款	2,000.00	1 年以内	1.66	400.00
杨迎曙	借款	1,201.76	1 年以内	0.99	--
合计		99,031.96		81.99	

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产规模呈逐年上升趋势，年均复合增长 8.29%，主要系投资性房地产和发放委托贷款及垫款增加所致。截至 2015 年底，公司非流动资产总额为 108.05 亿元，较上年末增加 8.42%；公司非流动资产主要由发放委托贷款及垫款（占比 5.50%）、可供出售金融资产（占比 5.82%）和投资性房地产（占比 86.95%）构成。

图8 截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2013 年末，公司没有发放委托贷款及垫款；2014、2015 年末，公司发放委托贷款及垫款金额分别为 4.88 亿元和 5.94 亿元，主要系当年公司新设业如小贷开展业务所致。业如小贷成立于 2014 年 1 月，注册资本 5 亿元，公司持股 50%。截至 2014 年底，业如小贷累计贷款业务量 16.31 亿元，年末贷款余额 5.13 亿元；截至 2015 年末业如小贷累计贷款业务量 11.61 亿元，年末贷款余额 6.38 亿元，同时计提贷款损失准备 0.44 亿元。截至 2015 年底，业如小贷总资产 7.98 亿元，净资产 5.47 亿元，当年实现收入 0.56 亿元，净利润 0.19 亿元。

2013~2015 年，公司可供出售金融资产规模呈上升趋势，年均复合增长 19.49%，均为按公允价值计量的可供出售权益工具。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产账面价值为 6.29 亿元，较上年末增长 10.09%，主要系公司子公司重庆业瑞房地产开发有限公司持有的重庆农村商业银行股份有限公司的部分股权增值所致。

2013~2015 年，公司投资性房地产呈逐年增长态势，年均复合增长 4.92%。截至 2015 年底，公司投资性房地产合计 93.95 亿元，较上年末增长 8.21%，主要系固定资产转入所致。公司投资性房地产主要为写字楼、购物中心等，这些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，对投资性房地产按公允价值计量并定期评估。截至 2015 年底，公司存在账面价值 78.40 亿元（占比 83.45%）的投资性房地产用于为关联方及公司长期借款提供抵押担保；属于所有权受到限制的资产。

总体来看，近年来，公司资产规模持续增长，资产结构较为稳定。流动资产中存货占比较大，存货变现能力受行业景气度以及公司房地产开发周期较长影响具有一定不确定性；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。综合看，公司整体资产质量良好。

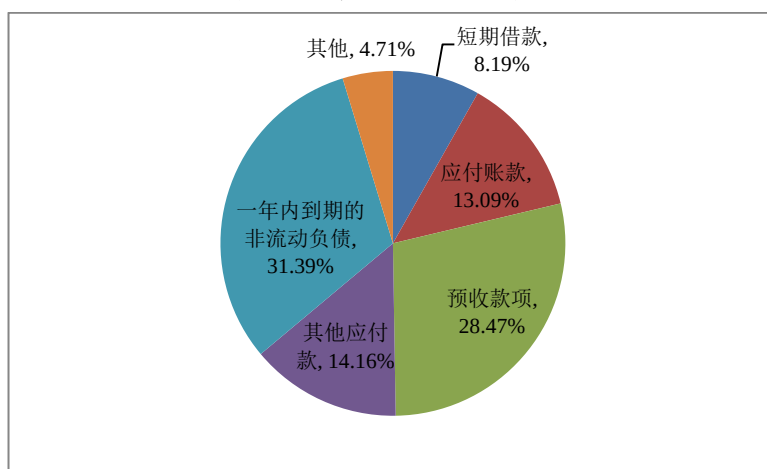
3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015 年，公司负债规模呈逐年增长态势，年均复合增长 7.43%。截至 2015 年底，公司负债合计 173.85 亿元，较上年末增长 6.90%，主要系非流动负债大幅上涨所致。截至 2015 年底，公司流动负债和非流动负债分别占比 48.12%和 51.88%。

2013~2015 年，公司流动负债规模呈波动上涨趋势，年均复合增长 13.17%。截至 2015 年底，公司流动负债合计 83.66 亿元，较上年末减少 2.95%；公司流动负债主要由短期借款（占比 8.19%）、应付账款（占比 13.09%）、预收款项（占比 28.47%）、其他应付款（占比 14.16%）和一年内到期的非流动负债（占比 31.39%）构成。

图9 2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013 年，公司无短期借款。2014 年~2015 年，公司短期借款分别为 1.65 亿元和 6.85 亿元。截至 2015 年末，公司短期借款中抵押借款占比 36.50%，保证借款占比 63.50%。

2013~2015 年，公司应付票据金额逐年增加，年均复合增长 153.26%。截至 2015 年底，公司应付票据余额为 2.79 亿元，较上年末增长 288.97%，主要系外购材料规模增加，导致银行承兑汇票余额出现增长所致。

2013~2015 年，公司应付账款呈波动上涨态势，年均复合增长 29.85%。截至 2014 年底，公司应付账款余额为 14.17 亿元，较上年末上涨 118.09%，主要系当年已完工项目增多，导致应付账款相应增加所致。截至 2015 年底，公司应付账款余额为 10.95 亿元，较上年末减少 22.69%，主要系公司支付大量应付土地款和材料款所致。公司应付账款主要由应付地价款、工程款及材料款等构成。

2013~2015 年，公司预收款项呈波动上涨态势，年均复合增长 2.19%。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 2014 年底，公司预收款项合计 19.41 亿元，较上年末下降 14.88%，主要系 2014 年公司结转预售房款增长所致。截至 2015 年底，公司预收款项合计 23.81 亿元，较上年末增长 22.69%，主要系 2015 年公司预售项目大幅增加所致。由于这部分负债届时将结转为收入，对于公司而言不存在实际偿付压力。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债呈波动上升态势，年均复合增长 4.88%。截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债为 38.10 亿元，较上年末增长 59.58%，全部由一年内到

期的长期借款构成。2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 26.26 亿元，较上年末大幅减少 31.07%，公司短期偿付压力有所减缓。

2013~2015 年，公司非流动负债呈波动上涨态势，年均复合增长率为 2.83%，主要系长期借款增长所致。截至 2015 年底，公司非流动负债合计 90.19 亿元，较上年末增加 18.01%；公司非流动负债主要由长期借款（占比 76.49%）和递延所得税负债（占比 23.51%）构成。

2013~2015 年，公司加大了融资力度，公司长期借款呈波动上涨趋势，年均复合增长 2.72%。截至 2014 年底，公司长期借款余额合计为 56.09 亿元，较上年末减少 14.21%，主要系部分长期借款将于一年内到期转入流动负债所致。截至 2015 年底，公司长期借款余额合计为 68.98 亿元，较上年末增加 22.98%；其中，质押借款占比 13.11%、抵押借款占比 79.74%、保证借款占比 7.15%。总体看，公司长期借款到期期限主要集中于 2017~2018 年间，公司未来存在一定的集中还款压力。

表 17 截至 2015 年底公司长期借款期限分布（单位：亿元，%）

还款期限	借款金额	占比
1~2 年	20.72	30%
2~3 年	19.29	27%
3~4 年	--	--
4~5 年	--	--
5 年以上	28.97	42%
合计	68.98	100%

资料来源：公司提供

2013~2015 年，公司递延所得税负债呈上涨趋势，年均复合增长 3.19%，主要系公司持有的可供出售金融资产和写字楼、购物中心等投资性房地产的公允价值和账面价值的差异，以及可抵扣成本税务和会计处理上的差异所带来的暂时性差异。截至 2015 年末，公司递延所得税负债合计为 21.20 亿元，较上年末增加 4.30%。

2013~2015 年，公司有息债务规模较大，且呈逐年增加的态势，年均复合增长 8.14%。截至 2015 年底，公司全部债务为 104.88 亿元，其中短期债务和长期债务分别占比 34.23%和 65.77%，长期债务占比较高，较为合理。

从偿债指标来看，2013~2015 年，公司资产负债率波动较小，分别为 62.42%、61.91%和 61.17%；全部债务资本化比率有所下降，分别为 49.73%、49.11%和 48.73%；长期债务资本化比率也呈波动下降趋势，分别为 41.90%、35.92%和 38.47%。近三年，公司债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

总体来看，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；公司有息债务中长期债务占比较高，债务结构较为合理，整体债务负担处于合理水平。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益的年均复合增长率为 10.32%，主要系未分配利润大幅增长所致。截至 2015 年底，公司所有者权益为 110.34 亿元，其中归属于母公司所有者权益占比 96.02%。归属于母公司所有者权益中，股本占 1.24%，盈余公积占 0.62%，其他综合收益占 59.04%，未分配利润占 39.09%。2013~2015 年，公司其他综合收益呈逐年上升趋势，主要系存货转为投资性房地产时公允价值高于成本导致。截至 2015 年底，公司其他综合收益为 62.55 亿元，较上年末略增 4.04%。公司未分配利润占比偏高，权益的稳定性一般。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益的稳定性一般。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司的营业总收入分别为 18.56 亿元、34.54 亿元和 37.49 亿元，呈逐年上升趋势，年均复合增长 42.12%；其中营业收入分别为 18.56 亿元、33.87 亿元和 36.95 亿元，主要系重庆房地产行业整体发展良好所致。2015 年公司实现利润总额 8.88 亿元，同比增长 8.64%；公司实现净利润 7.63 亿元，同比增长 11.25%；其中归属母公司所有者的净利润为 7.21 亿元，同比增长 9.47%，主要系公司 2015 年结转预售收入增长所致。

从利润构成看，公司利润主要来自于房地产销售、出租等主营业务，但是投资性物业公允价值变动所带来的收益以及可供出售金融资产投资收益也对公司利润有一定贡献。由于公司对外出租的写字楼、商场等投资性物业采用公允价值计量，公司每年都要对其进行评估，公允价值波动可能对公司经营业绩和财务状况稳定性产生一定影响。2013~2015 年，公司投资性物业评估增值产生的公允价值变动收益分别为 0.82 亿元、1.49 亿元和 2.66 亿元，占当期营业利润的比例分别为 12.87%、18.34%和 30.69%；投资性物业公允价值变动收益波动对公司利润总额有一定影响。

从期间费用来看，2013~2015 年，公司费用收入比分别为 9.44%、6.60%和 10.17%，公司费用支出占营业收入比例波动上升，对公司利润有一定侵蚀。2013~2015 年，公司的销售费用和管理费用分别年均复合增长 32.82%和 30.27%；由于计入财务费用的利息支出波动较大，近三年公司财务费用分别为-1,861.02 万元、271.13 万元和 4,057.83 万元。2015 年，公司期间费用为 3.76 亿元，同比增长 68.09%，其中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 43.02%、46.17%和 10.80%，销售费用和管理费用占比较高，对公司盈利水平影响较大。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投入也逐年增加，2015 年公司的管理费用支出为 1.73 亿元，同比增长 29.82%。

从各项盈利指标来看，2013~2015 年，公司营业利润率分别为 37.87%、24.16%和 24.84%，近三年下滑了 13.03 个百分点，主要系 2014、2015 年公司结转项目大多为毛利较低的刚需产品所致；受利润增长的影响，2015 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 4.03%和 7.25%，分别较 2013 年提高 0.85 个百分点和 0.61 个百分点。与国内同行业其他主要上市公司比较，公司各项盈利指标均处于行业中等水平。

表18 2015年主要房地产上市公司盈利指标情况（单位：%）

证券简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
万科 A	19.24	6.11	24.79
招商蛇口	15.29	5.93	30.31
宝安地产	4.78	2.83	24.92
新湖中宝	6.74	3.17	24.93
荣安地产	2.83	2.51	24.51
以上企业平均	9.78	4.11	28.61
华宇集团	7.25	4.03	29.29

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。

总体看，公司收入规模呈上升趋势，但受开发及收入结转的影响，公司收入规模波动较大；投资性物业公允价值变动收益波动对公司利润总额有一定影响，整体盈利能力尚可。未来随着公司开发规模的提升，公司收入的稳定性会得到提升。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2013~2015 年，公司经营活动现金流入量分别为 53.78 亿元、52.98 亿元和 63.05 亿元，年均复合增长 8.27%，主要系公司预售所得现金增长所致；经营活动现金流出呈下降趋势，年均复合减少 10.99%，主要系公司新增土地储备及新增开工面积下降，同时单位往来款下降幅度较大所致。受上述因素影响，2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额由负转正，2015 年呈净流入状态；分别为-17.92 亿元、-4.52 亿元和 6.24 亿元。从收入实现质量来看，公司的现金收入比呈波动下降趋势，近三年现金收入比分别为 161.18%、83.95%和 110.26%，公司收入实现质量的稳定性有待提高。公司 2014 年现金收入比较低主要系当年公司结转收入规模较大所致；而 2013 年和 2015 年现金收入比较高主要系当年公司结转收入规模较小所致，基本符合公司开发结转周期。

从投资活动情况来看，2013~2015 年，公司投资活动现金流入量规模均较小；2013、2014 年公司投资活动现金流出量规模均较小；2015 年，公司投资活动现金流出量规模大幅上升，主要系公司购买理财产品 3.77 亿元所致。受上述因素影响，2013~2015 年，投资活动现金净额分别为 0.23 亿元、0.25 亿元和-3.83 亿元。

从筹资活动情况来看，2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 15.45 亿元、0.40 亿元和-4.86 亿元。公司筹资活动现金流出主要系支付分红款及偿还银行贷款等，筹资活动现金流入主要系取得银行借款。2015 年，公司筹资活动现金流入 81.80 亿元，同比增加 88.82%，主要系公司收回前期质押定期存款所致；筹资活动现金流出 86.66 亿元，同比增加 101.92%，主要系本期新增质押定期存款以及支付承兑汇票保证金规模较大所致。

总体看，前两年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，使得经营活动现金呈净流出的状态，投资活动现金呈净流入状态，随着项目销售回款增长，2015 年以来公司经营现金流已转正，但仍保持着较大规模的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年，公司流动比率呈波动下降态势；速动比率受存货规模增长的影响也呈波动下降态势。截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 2.11 倍和 0.64 倍。2013~2015 年，公司现金短期债务比分别为 1.47 倍、0.82 倍和 0.94 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较高。2013 年、2014 年公司经营活动净现金流为流出，对流动负债无保障；2015 年公司经营活动净现金流为净流入，经营现金流动负债比率为 7.46%，对流动负债保障能力一般。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2013~2015 年，受利润总额波动影响，公司 EBITDA 波动下降，年均复合增长 22.35%，2015 年公司 EBITDA 为 9.76 亿元，其中折旧和摊销占比 2.09%，计入财务费用的利息支出占比 6.90%，利润总额占比 91.01%。2015 年，EBITDA 利息倍数为 1.22 倍，EBITDA 全部债务比为 0.09 倍，EBITDA 对利息和全部债务的保障程度有待提高。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。综合来看，公司整体偿债能力较强。

公司与国内主要商业银行建立了良好的合作关系，截至 2016 年 3 月底，公司共获得商业银行授信总额 276.00 亿元，尚未使用的授信额度为 132.55 亿元，公司间接融资渠道较畅通。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至 2016 年 4 月 8 日，公司无未结清及已结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

截至 2016 年 3 月底，公司不存在重大未决诉讼。

总体看，公司整体偿债能力强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年底，公司全部债务总额为 104.88 亿元，本次拟发行债券规模为 15 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较大，对公司整体债务水平影响较大。

以 2015 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 15 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 43.22%、52.07% 和 63.12%，债务负担有所增加，但仍处于合理水平。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2015 年的相关财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 9.76 亿元，为本次公司债券发行额度（15 亿元）的 0.65 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度尚可；2015 年经营活动产生的现金流入 63.05 亿元，为本次公司债券发行额度（15 亿元）的 4.20 倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本次债券覆盖程度较高；现金类资产 33.64 亿元，为本次债券发行额度（15 亿元）的 2.24 倍，现金类资产对本次债券的覆盖程度较高。

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、土地储备、可售房源的规模等方面具有较强的区域竞争优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

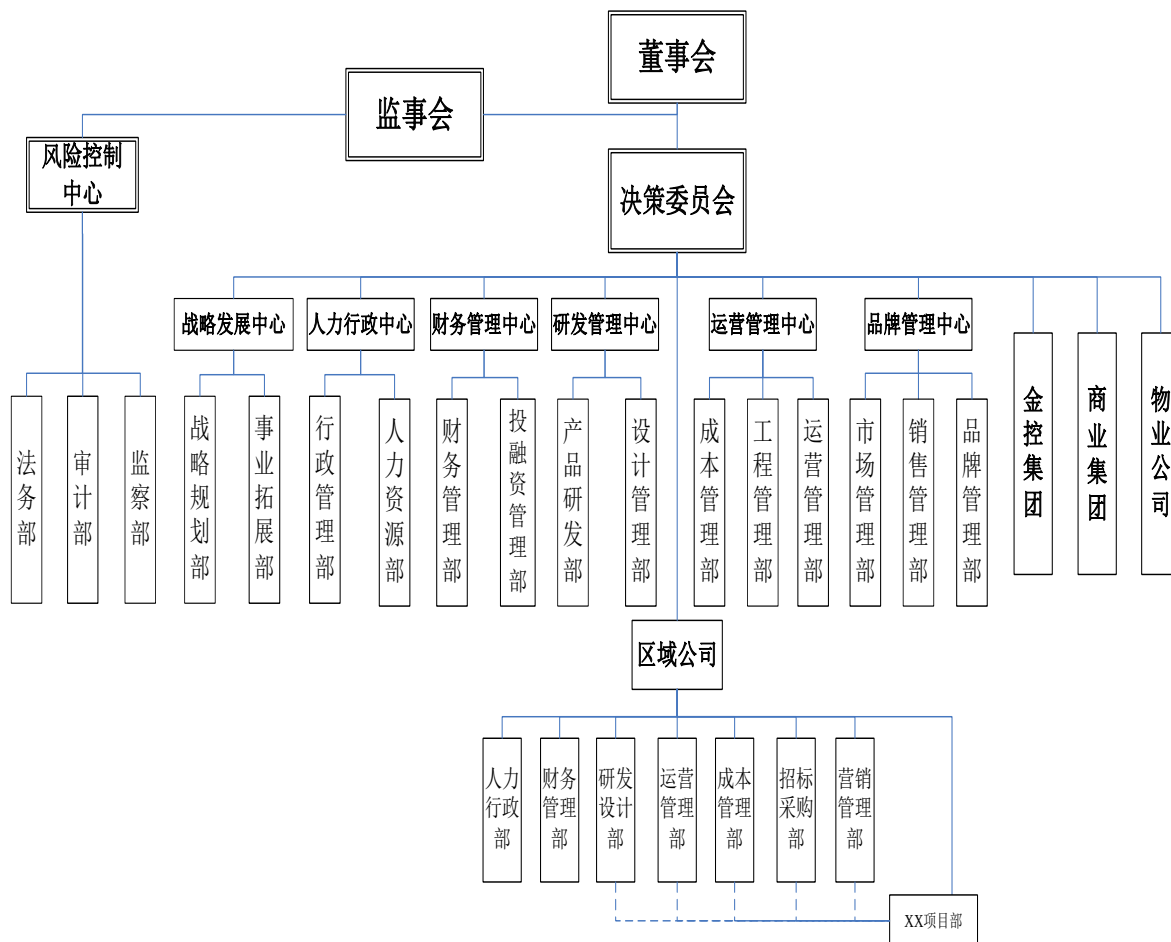
九、综合评价

公司作为重庆地区的房地产龙头企业，在重庆及四川房地产市场深耕多年，在开发规模、市场营销、成本控制等方面具有一定优势。公司多年来坚持稳健发展的原则，财务结构健康，负债率合理，货币资金规模较大。同时，联合评级也关注到公司业务规模不大，同时主要业务相对集中于重庆地区等不利因素。

未来随着公司在建项目陆续达到销售条件以及公司逐步开发华东市场，公司经营规模和盈利水平有望提升，业务的地域集中度有望下降，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和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	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	241.28	262.68	284.19
所有者权益（亿元）	90.66	100.05	110.34
短期债务（亿元）	24.31	40.46	35.90
长期债务（亿元）	65.38	56.09	68.98
全部债务（亿元）	89.69	96.56	104.88
营业收入（亿元）	18.56	33.87	36.95
净利润（亿元）	5.26	6.86	7.63
EBITDA（亿元）	6.52	8.69	9.76
经营性净现金流（亿元）	-17.92	-4.52	6.24
应收账款周转次数（次）	116.92	171.32	80.72
存货周转次数（次）	0.13	0.22	0.21
总资产周转次数（次）	0.08	0.13	0.14
现金收入比率（%）	161.18	83.95	110.26
总资本收益率（%）	3.18	3.81	4.03
总资产报酬率（%）	2.89	3.37	3.50
净资产收益率（%）	5.95	7.19	7.25
营业利润率（%）	37.87	24.16	24.84
费用收入比（%）	9.44	6.60	10.17
资产负债率（%）	62.42	61.91	61.17
全部债务资本化比率（%）	49.73	49.11	48.73
长期债务资本化比率（%）	41.90	35.92	38.47
EBITDA 利息倍数（倍）	1.36	1.05	1.22
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.09	0.09
流动比率（倍）	2.28	1.89	2.11
速动比率（倍）	0.77	0.56	0.64
现金短期债务比（倍）	1.47	0.82	0.94
经营现金流动负债比率（%）	-27.44	-5.24	7.46
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.43	0.58	0.65

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
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 2016 年公司债券（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，联合评级将在本次债券存续期内，在每年重庆华宇集团有限公司年报（审计报告）出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次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，可宣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。

联合信用评级有限公司

二零一六年五月二十五日