

信用等级公告

联合[2019] 107 号

联合资信评估有限公司通过对重庆市迪马实业股份有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2019 年度第一期中期票据进行综合分析和评估, 确定重庆市迪马实业股份有限公司主体长期信用等级为 AA, 重庆市迪马实业股份有限公司 2019 年度第一期中期票据信用等级为 AA, 评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一九年一月十五日



重庆市迪马实业股份有限公司

2019年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

本期中期票据信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据发行额度: 5.6 亿元

本期中期票据期限: 分品种一(3 年)和品种二(2+1 年), 金额各为 2.8 亿元, 两个品种间可根据发行情况进行双向回拨调整, 回拨比例不受限制

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本, 品种二附第 2 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

募集资金用途: 偿还本部及下属子公司中期票据及银行贷款

评级时间: 2019 年 1 月 15 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
现金类资产(亿元)	34.11	39.48	48.54	62.74
资产总额(亿元)	267.72	304.99	375.59	484.54
所有者权益(亿元)	62.40	75.63	77.66	80.05
短期债务(亿元)	41.52	41.83	42.46	46.45
长期债务(亿元)	65.02	65.15	92.38	64.93
全部债务(亿元)	106.54	106.99	134.84	111.37
营业收入(亿元)	77.31	142.69	95.38	46.47
利润总额(亿元)	6.90	11.01	9.54	5.55
EBITDA(亿元)	8.89	12.59	10.88	--
经营性净现金流(亿元)	1.58	12.77	17.41	36.33
营业利润率(%)	20.47	12.30	19.49	27.74
净资产收益率(%)	7.47	10.20	8.26	--
资产负债率(%)	76.69	75.20	79.32	83.48
全部债务资本化比率(%)	63.06	58.58	63.46	58.18
流动比率(%)	186.35	182.38	164.73	130.81
经营现金流动负债比(%)	1.13	7.97	8.65	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.98	8.50	12.39	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.04	1.57	1.30	--

注: 2018 年前三季度财务报表未经审计。

评级观点

重庆市迪马实业股份有限公司(以下简称“公司”或“迪马股份”)作为西南地区民营上市公司, 其房地产及专用车业务在区域内具有较高的品牌知名度。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对迪马股份的评级反映了公司在房地产业务规模和布局、专用车业务市场占有率及品牌知名度等方面的综合优势。同时, 联合资信也关注到房地产行业受政策调控影响较大, 公司债务负担较重, 在建项目未来资本支出压力大、公司控制权可能发生变更等因素可能给公司经营带来的不利影响。

目前, 中国华融资产管理股份有限公司重庆市分公司对公司控股股东的重组工作正有序推进; 公司在经营、财务、管理等方面与控股股东保持相对独立。另外, 公司加快推进优势区域布局, 扩大华中、华东等重点核心城市占比, 公司房地产业务易受单一市场波动影响的风险已有所降低, 公司房地产项目储备质量较好, 未来随着在建项目陆续销售和交付, 公司收入规模较有保障, 整体信用状况有望保持良好。综合评估, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流和EBITDA对本期中期票据覆盖程度均较好, 本期中期票据由公司所持有的重庆迪马工业有限责任公司100%股权进行质押担保, 有利于进一步保障本期中期票据本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 本期中期票据到期不能偿还的风险低, 安全性高。

分析师

牛文婧 卢谋华 王 宁

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

优势

1. 公司加快围绕华东、华中地区核心城市进行房地产业务布局, 扩大华东、华中地区土地储备和项目占比, 公司房地产经营易受单一区域市场波动影响的风险已有所降低, 房地产业务整体竞争力有望进一步增强。
2. 2017 年, 得益于多个毛利率较高的项目竣工交付, 公司毛利率水平有所提升。
3. 公司预收款项规模大, 为未来收入提供了一定支撑。
4. 本期中期票据采用股权质押担保措施, 有助于保障本息偿付的安全性。

关注

1. 房地产行业易受国家宏观政策和经济周期波动影响, 2017 年以来多地房地产调控政策密集出台, 公司房地产业务仍然面临一定的政策风险。
2. 公司债务负担较重, 在建项目较多, 未来存在一定资本支出压力。
3. 公司近年来专用车业务收入持续下降。
4. 公司控股股东持有公司股份冻结可能导致公司控制权发生变更, 未来控股股东债务重组进展需保持关注。

声 明

一、本报告引用的资料主要由重庆市迪马实业股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

重庆市迪马实业股份有限公司

2019年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

重庆市迪马实业股份有限公司（以下简称“公司”或“迪马股份”），原名“重庆中奇特种汽车制造有限公司”，于1997年10月9日注册成立。2000年7月，经重庆市人民政府以渝府【2000】49号文批准，依法整体变更为股份有限公司并更名为现名，注册资本为6000万元。经中国证券监督管理委员会证监发行字【2002】68号文核准，公司于2002年7月10日以每股15.80元的价格向社会公众发行人民币普通股2000万股，并于2002年7月23日在上海证券交易所挂牌交易，公司注册资本为8000万元，股票名称为“迪马股份”，证券代码为“600565”。历经数次资本公积转增股份，及非公开发行股票，截至2009年4月，公司注册资本为人民币72000万元，控股股东为重庆东银实业（集团）有限公司（2012年更名为重庆东银控股集团有限公司），持股比例34.03%。

2014年4月18日，公司向重庆东银控股集团有限公司（以下简称“东银控股”）发行87365.94万股股份，向江苏华西集团公司发行22391万股股份、向江苏华西同诚投资控股集团有限公司发行8887.30万股股份购买相关资产；本次非公开发行共计募集货币资金138417.98万元，扣除与发行有关的费用后实际募集资金净额为134126.09万元，其中计入股本43942.22万元，计入资本公积90183.87万元。

截至2018年9月底，公司总股本为241380.73万元。其中，东银控股持股36.69%，为公司控股股东，公司实际控制人为罗韶宇。

公司主营业务主要为房地产开发和专用车制造、销售，近年来房地产开发业务占收入

比例均在90%左右，业务地位较为突出。

截至2018年9月底，公司下设投资拓展中心、财务管理中心、研发设计中心、运营发展中心、成本管理中心、营销管理中心、人力资源中心、客户管理中心、风险管理中心、董秘办公室共10个职能部门（见附件1-2）。

截至2017年底，公司资产总额375.59亿元，所有者权益77.66亿元（含少数股东权益2.89亿元）；2017年，公司实现营业收入95.38亿元，利润总额9.54亿元。

截至2018年9月底，公司资产总额484.54亿元，所有者权益80.05亿元（含少数股东权益3.58亿元）；2018年1~9月，公司实现营业收入46.47亿元，利润总额5.55亿元。

公司注册地址：重庆南岸区长电路8号；法定代表人：罗韶颖。

二、本期中期票据概况

公司本次拟注册15亿元中期票据，并拟发行2019年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），本期发行金额合计5.6亿元。

本期中期票据分为两个品种，品种一发行金额为2.8亿元，期限3年；品种二发行金额为2.8亿元，期限2+1年，附第2年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期中期票据两个品种间设双向回拨机制，由公司与主承销商根据簿记建档情况协商决定是否进行回拨调整，回拨比例不受限制。

公司计划将募集资金用于偿还本部及下属子公司中期票据及银行贷款，其中4.00亿元拟用于偿还“16迪马实业MTN001”全部到期款项，1.6亿元拟用于偿还南京印长江项目开发贷。

本期中期票据由公司所持有的重庆迪马工业有限责任公司100%股权进行质押担保。

截至 2018 年 12 月 14 日，重庆迪马工业有限责任公司 100% 股权账面价值约为 8.89 亿元，而根据重庆华康资产评估土地房地产估价有限责任公司于 2018 年 12 月 17 日出具的资产评估报告（编号：重康评报字（2018）第 368 号；评估基准日为 2018 年 12 月 14 日），重庆迪马工业有限责任公司 100% 股权评估价值为 10.58 亿元，能够完全覆盖本期中期票据发行额度，有利于保障本期中期票据本息偿付的安全性。

三、宏观经济和政策环境

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1~6 月，中国一般公共预算收入和支出分别

为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1~6 月，中国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1~6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1-6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018 年 1~6 月，中国社会消费品零售总额

18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新兴业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1~6 月，中国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36%以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对未来中国经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人

所得税新政下半年推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018 年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在 6.5%~6.7%。

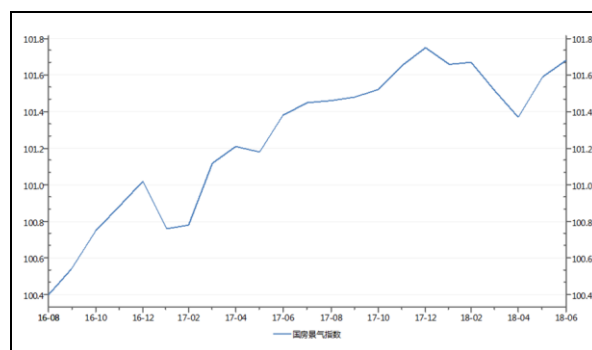
四、行业及区域经济环境

1. 房地产行业分析

（1）房地产行业概况

2016 年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21 个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017 年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，行业景气度上升速度有所放缓。2018 年，随着各地保障性住房供给增加，“限购、限售”等限制性政策进一步趋紧，行业景气度波动较大，各地区市场分化进一步凸显。

图 1 2016 年下半年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

2017 年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资 10.98 万亿元，同比增长 7.00%；其中住宅投资 7.51 万亿元，同比增长 9.40%，增速较上年上

升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。进入2018年以来，全国房地产开发投资规模仍保持较快增长，截至2018年6月，房地产开发投资金额为5.55万亿元，同比增长9.70%；其中住宅投资3.90万亿元，同比增长13.60%。从施工情况来看，2018年上半年，全国房屋新开工面积9.58亿平方米，同比增长11.80%；其中住宅新开工面积7.06亿平方米，同比增长15.00%。全国房屋施工面积70.96亿平方米，同比增长2.50%；其中住宅施工面积为48.79亿平方米，同比增长3.20%。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。随着2017年去库存的逐步推进，商品房待售面积逐步减少，进入2018年以来，企业开工意愿有所增强，新开工面积增速小幅回升。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。进入2018年以来，房地产销售增速进一步放缓，2018年上半年商品房销售面积为7.71亿平方米，同比增长3.30%，较去年同期增速下降12.80个百分点；共实现销售金额为6.69万亿元，同比增长13.20%，较去年同期下降8.30个百分点。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速

放缓的态势；进入2018年以来，随着各地调控政策的持续推进，销售增速继续放缓。

（2）房地产供求与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，全国300城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉动成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。2018年上半年，全国300个城市共推出各类用地5.98亿平方米，同比增长30%；土地成交量5.02亿平方米，同比增长27%。价格方面，2018年上半年全国300城市土地成交出让金1.96万亿元，同比增长28%；成交楼面均价为2172元/平方米，同比下降1%；平均溢价率为20%，同比下降16个百分点。进入2018年以来，全国300城市土地供应量和成交量均快速增长，但成交楼面均价和溢价率均呈下降趋势。

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，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土

地供求升温。进入2018年以来，各类城市溢价率水平呈现不同程度的下滑，一线城市的供地节奏有所放缓，成交方面量涨价跌；二线城市的土地供应同比止跌回升，在“分类调控、因城施策”精神的指导下，结合市场特点制定的土拍政策持续完善；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快土地供应，出让金规模大幅上涨。总体看，随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度，未来回补库存意愿或将减弱。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住房和城乡建设部和国土资源部在2017年4月发布了《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》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中，国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46

亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。

2017年，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资收紧。北京“317新政”的出台，标志房地产调控加码。2017年，其他资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增速为19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。

进入2018年以来，房地产企业融资环境继续收紧，融资难度和融资成本均有所提升。2018年5月，国家发改委和财政部联合发布《关于完善市场约束机制 严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，其中针对引导规范房地产企业境外发债资金投向问题提出，房地产企业境外发债主要用于偿还到期债务，避免产生债务违约，限制房地产企业外债资金投资境内外房地产项目、补充运营资金，并要求企业提交资金用途承诺。

2018年6月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018年1~6月，房地产开发资金共计79287.35亿元，同比增长4.60%，为2017年全年规模的50.81%。其中，国内贷款12291.85亿元，占比为15.50%；利用外资28.11亿元，占比为0.04%；其他资金41426.27亿元，占比为52.25%；自筹资金25541.12亿元，占比为32.21%。

（3）行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。进入2018年以来，企业在一线城市的拿地态度普遍渐趋谨慎，进一步升级的调控政策和金融监管政策也对企业的运营能力提出更高要求，大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前行业景气度温和降温、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合与行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

（4）政策环境

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月，40余个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，

2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提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。

2018年上半年，继续深化构建长短结合的制度体系，加快住房租赁体系建设，保障居民合理自住需求，深化推进住房制度改革，优化住房和土地供应结构。2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导

下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。2018年5月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出3~5年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应50%以上。2018年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为1年。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，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了2018年下半年稳中求进的总基调。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。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。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，

但中长期需求仍面临结构性调整。

2. 专用车行业分析

专用车行业作为汽车工业的重要组成部分，具有多品种、小批量、附加值高的显著特征。专用车的生产是在原有汽车底盘基础上，通过改装、加装、集成一系列的特有设施，配以先进的科技支持，制造具有专业用途、科技含量高的专用车辆，因此具有较高的附加值。专用车既具有汽车的机动灵活，又具备各种专业特性，产品范围涉及运输、工程建设、物流、交通、城建、环卫、市政、石油、化工、矿产开发、卫生医疗、金融、国防军工、文化娱乐、新农村建设等国民经济发展的各个领域。

随着我国国民经济的快速增长，专用汽车市场持续快速发展，2007~2017年，我国商用汽车专用化比例不断提升，六大类专用汽车（厢式汽车、仓栅式汽车、罐式汽车、自卸汽车、特种汽车和举升汽车）占商用汽车比例从2007年的21.47%提升到30%以上。

专用汽车品种较多，六大类专用汽车共有270个车型，主要用途包括：公路物流运输类、土建工程类以及市政环卫类等。2017年，我国六大类专用汽车合计产量为160.15万辆，较2016年增长38.74%，主要系公路物流类专用车增长（包括厢式运输车和仓栅式运输车等）所致。2017年专用车呈现高速增长态势，主要原因包括两个方面，一是限载治超政策导致专用车需求增长（尤其是物流运输车），二是国内汽柴油标准提升带来的车辆更新换代需求。不过，在专用车整体产量呈现增长的背景下，部分细分市场（如运钞车、环卫车、军品系列）也受制于下游需求变化和政策原因有所下行。

专用车中公路物流运输车包括通用型的厢式运输车和仓栅式运输车、冷藏车、运钞车、运油车、邮政车、爆破器材运输车等，以通用型的厢式运输车和仓栅式运输车为主，2017年产量分别为89.47万辆和34.60万辆，分别同比增长24.73%和37.28%。厢式运输车和仓

栅式运输车属走量车型，产量较高，长期来看呈快速增长态势；得益于近年来冷链物流的快速发展，冷藏车产量增速较快；邮政车、运油车等车型整体规模较为稳定，由于采购周期等原因，整体呈现明显的周期性；随着电子金融和移动支付快速兴起，押运公司由公安控股到国资控股的改制，管理架构调整，采购模式转变以招标为主，调整过程期间运超车行业整体需求下降，押运市场竞争加剧。

其余专用车类型包括罐式汽车、自卸汽车、举升汽车和特种汽车，主要应用领域包括混凝土搅拌、工程起重、市政环卫等。2017年，罐式汽车、自卸汽车、举升汽车和特种汽车产量分别为13.82万辆、9.85万辆、4.77万辆和8.15万辆，同比分别增长88.44%、92.55%和101.28%。

近年来，国际专用汽车产业正加速与中国专用汽车行业的合资合作步伐和力度。同时，中国政府为促进汽车产业更快、更好地发展下去，也相继出台了各项政策与标准法规，包括国家汽车产业发展政策、国家汽车产业调整和振兴规划等，这些政策为专用汽车产业的发展创造了条件。与此同时，核心技术缺失、行业标准不成熟、专用底盘缺乏、产品结构不合理以及开发能力薄弱等制约中国专用汽车发展的深层次矛盾也逐渐凸显，成为专用车行业发展的主要壁垒。

十三五期间，汽车行业主要受四大因素影响：宏观经济新常态、政策调整、消费升级和新技术。这四大因素影响未来汽车产销量的走势，并推动汽车行业形成四大趋势：电动化、智能化、信息化和轻量化。未来专用汽车的主流市场将主要集中在城市建设、服务和高等级公路运输、管理这两大板块，随着国民经济总量构成的变化，市场对专用汽车品种的需求格局将相应改变。普通自卸汽车需求量将会随基础设施的不断完善逐渐减少，厢式车、半挂车以及用于城市配套服务车辆的需求量将大大增加。随着市场竞争趋势的加剧，产品成本的

增加，劳动密集型产品以价格取胜的竞争优势将被进一步弱化，以技术创新的替代性经济增长将成为专用汽车行业新的经济增长方式。

总体看，中国专用车行业近几年发展较快，但发展水平仍较低；部分细分市场受制于下游需求变化和政策原因有所下行；不过，未来随着国民经济的发展、城镇化的推进和专用车技术的进步，专用车行业仍具有较大的发展空间。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018年9月底，公司总股本为241380.73万元。其中，东银控股持股36.69%，为公司控股股东，公司实际控制人为罗韶宇。

2. 企业规模

公司以专用车制造板块上市，2007年进入房地产业务领域，目前，公司主营业务以房地产开发及专用车制造为主。

房地产开发

公司旗下重庆东原房地产开发有限公司（以下简称“东原地产”）具有国家一级房地产开发资质，旗下拥有多个住宅地产和商贸地产项目，业务布局方面围绕以上海为中心的华东区域、以武汉为中心的华中区域、以重庆为中心的西南区域等经济发达城市进行深耕发展，目前在建拟建项目近50个，遍布西南、华中和华东区域的一二线重点城市。公司近年来打造了高层普通住宅、精装公寓、低密度住宅、社区配套商业、甲级办公、大型城市综合体等多种业态和“TOP、山樾、时光、晴天”四大系列产品，积累了丰富的运营开发经验，凭借优秀的产品品质和特色的社区运营，旗下“东原地产”品牌影响力持续扩大。面临日趋激烈的行业竞争，公司将坚持精选加深耕的全局化布局，加速推进围绕核心城市的区域纵深化、平台化发展，稳步提升公司业务规模和行业地位。

专用车制造

公司旗下重庆迪马工业有限责任公司（以下简称“迪马工业”）是专业从事高技术专用车的研发、生产和销售企业，业内综合实力较强、产品较丰富，具备大规模生产基地。迪马工业拥有防弹系列、集成系列、机场系列、军用系列四大产品线，广泛用于金融押运、公安消防、通信广电、电力民航以及军队等领域。迪马工业拥有国内最大的防弹运钞车研发、生产、销售基地，市场占有率多年位居全国第一，连续多年被评为重庆工业企业五十强及国家级重点高新技术企业，“迪马工业”品牌知名度高。迪马工业拥有完备的生产能力、研发能力和技术人才，在业内率先通过 ISO9001 国际质量认证和 ISO14001:2004 国际环境管理体系认证。迪马工业下属子公司重庆南方迪马专用车股份有限公司拥有“武器装备质量体系认证证书”、“武器装备科研生产许可证”、“装备承制单位注册证书”、“二级保密资格单位证书”，具备优质军品生产及研发能力。从生产布局和渠道建设来看，迪马工业先后通过合资、收购等方式整合了重庆南方迪马专用车股份有限公司、深圳市达航工业有限公司，形成西南、华南两大产业制造基地，成立国际营销事业部，产品先后出口到东亚、东南亚、非洲、南美、中东等国家和地区。

总体看，公司作为以房地产开发和专用车制造为主营业务的上市公司，具备较为丰富的行业经验，公司房地产开发业务拥有较好的影响力，逐步成为公司核心业务板块；专用车板块业内综合实力较强，产品丰富，品牌知名度高，客户群稳定。

3. 人员素质

公司现有高层管理人员 4 人，董事长 1 人，总裁 1 人，副总裁 2 人（其中 1 人兼任财务总监、1 人兼任董事会秘书），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。

罗韶颖女士，44 岁，本科学历，罗韶颖女士系香港居民，拥有香港居留权。罗韶颖女士曾任东原房地产开发集团有限公司营销总监、财务分管领导；现任迪马股份董事长，重庆东银控股集团有限公司董事，东原地产控股有限公司董事局副主席及执行董事，本公司之子公司东原房地产开发集团有限公司董事长。

杨永席先生，41 岁，曾担任重庆龙湖地产发展有限公司重庆区域 PMO 项目总监、副总经理、营运总经理、龙湖云南分公司总经理；现任迪马股份董事兼总裁。

易琳女士，43 岁，硕士学位，高级会计师、注册会计师、房地产估价师、资产评估师。曾就职于重庆天健会计师事务所审计部，历任东银控股财务部经理，公司财务总监、董事会秘书。现任迪马股份董事兼财务负责人。

截至 2018 年 9 月底，公司在职员工 3481 人，其中研发与技术人员占比 22.53%，生产人员占比 14.45%，销售人员占比 21.49%，财务人员占比 5.43%，行政人员占比 7.81%，物业人员占比 28.18%。按教育程度划分，研究生及以上学历占比 7.53%，本科学历员工占比 41.17%，本科以下学历占比 51.30%。

总体来看，公司核心管理团队稳定性较好，具有丰富的从业经验；公司员工素质能够满足目前经营需要。

4. 技术水平

公司技术研发水平主要体现在其专用车业务板块，拥有强大的技术研发团队。公司建立了重庆市级技术研发中心，并与清华大学、成都电子科技大学、重庆大学、电子部 29 所、44 所杭州依星等著名科研院所和高科技企业建立了长期密切的技术合作伙伴关系。现已获得国家知识产权局授权专利技术合计 129 项，其中，发明专利 16 项，实用新型专利 102 项；公司 3 项产品被列入国家火炬计划项目，9 项产品被评为重庆市重点新产品，包括宣传消防车和防弹运钞车 2 项产品在 2017 年 12 月被评

为重庆市名牌产品等荣誉；公司专利技术领域涵盖防弹车、集成车、环卫车等产品应用。

公司拥有计算机信息系统集成企业资质，全面采用计算机 CAD/CAPP 软件进行产品设计和工艺设计，业内率先引进数控激光切割机、高速数控冲床、数控折弯成型、数控裁剪、车身点焊、自动焊、气体保护焊、液压试验台、淋雨试验台等先进设备，大大提高了生产效率和产品质量，产品曾服务于 2008 年北京奥运会以及建国六十周年国庆庆典。

公司是国家工业和信息化部核准的专用汽车定点生产企业，经认定为国家高新技术企业，具备市级企业技术中心和计算机信息系统集成企业二级资质，2012 年“迪马”荣获重庆市著名商标。

整体来看，公司专用车业务板块拥有较强的自主创新能力，现有技术装备处于同行业领先水平，整体技术研发及装备工艺水平较高。

5. 外部环境

政策支持

公司全资子公司重庆迪马工业有限责任公司作为重庆市专用车生产企业的龙头企业及高新技术产业，一直以来得到各级政府部门的支持。

公司全资子公司武汉嘉乐业房地产开发有限公司积极参与政府鼓励项目，其城中村改造“双建村”项目，享受《中共武汉市委武汉市人民政府关于积极推进“城中村”综合改造工作的意见》武发【2004】13 号文中如“免缴市政基础设施配套费；应缴纳的其他规费，有幅度的按下限收取，无幅度的减半收取”等相关优惠政策。

税收优惠

根据重庆市经济和信息化委员会《国家鼓励类产业确认书》，公司子公司迪马工业和南方迪马生产的专用车属于《产业结构调整指导目录（2005 年本）》所确定的鼓励类目录。根据财税【2011】58 号及国家税务总局公告

【2012】第 12 号的相关规定，自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对设在西部地区的鼓励类产业企业且鼓励类收入占企业总收入 70%以上，减按 15%的税率征收企业所得税，上述公司享受此项优惠政策。

公司子公司重庆兴安实业发展有限公司开发的“东原·香山”项目，子公司南方东银置地有限公司开发的“南方东银·翡翠明珠一、二期”项目，子公司重庆同原房地产开发有限公司开发的“同原江北鸿恩寺一期、二期、四期项目”和子公司重庆东原睿合置业有限公司开发的“东原·桐麓”项目已通过了绿色生态住宅小区评定预评审。绿色生态住宅小区建设属于《产业结构调整指导目录（2005 年本）》国家鼓励类。根据财税【2011】58 号及国家税务总局公告【2012】第 12 号的相关规定，自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对设在西部地区的鼓励类产业企业且鼓励类收入占企业总收入 70%以上，减按 15%的税率征收企业所得税，上述公司享受此项优惠政策。

公司子公司四川荣府置地发展有限公司开发的“东原·长洲”项目被四川省绿色住宅认定委员会认定为“四川省绿色住宅”。该项目符合《产业结构调整指导目录（2011 年本）（修正）》鼓励类第二十二类城市基础设施第 13 条“城镇园林绿化及生态小区建设”之规定。根据财税【2011】58 号及国家税务总局公告【2012】第 12 号的相关规定，自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对设在西部地区的鼓励类产业企业且鼓励类收入占企业总收入 70%以上，减按 15%的税率征收企业所得税，上述公司享受此项优惠政策。

公司子公司重庆新东原物业管理有限公司主营业务“房屋租赁服务、物业管理”属于《产业结构调整指导目录（2011 年本）（修正）》所确定的鼓励类目录。根据相关规定，自 2016 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对设在西部地区的鼓励类产业企业且鼓励类收入占企业总收入 70%以上，减按 15%的税率征收企业

所得税，上述公司享受此项优惠政策。

由于公司部分业务覆盖西藏区域，根据《西藏自治区人民政府关于我区企业所得税税率问题的通知》（藏政发【2011】14号）的规定，对设在西藏自治区的各类企业（含西藏驻区外企业），在2011年至2020年期间，继续按15%的税率征收企业所得税，公司旗下子公司西藏东和贸易有限公司、西藏聚兴投资有限公司、拉萨置地行营销策划顾问有限责任公司和西藏励致实业有限公司享受此项优惠政策。根据藏政发【2014】51号的规定，在2015年至2017年期间，暂免征收应缴纳企业所得税中属于地方的6%，免征后按9%的税率征收所得税，上述公司享受此项优惠政策。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了由股东大会、董事会、监事会、经理层等组成的法人治理结构，股东大会是公司的最高权力机构；董事会是公司常设决策机构，对股东大会负责。截至2018年9月底，公司董事会由7名董事组成，其中独立董事3人，董事会下设包括审计委员会、薪酬与考核委员会、战略委员会、提名委员会四个专门委员会。公司监事会由3名监事组成，设监事会主席1名，监事会是公司的监督机构，负责对公司的财务以及公司董事和高级管理人员履行职责的合法、合规性进行监督，并发表独立意见。

总体看，公司认真履行相关监管部门对于上市公司的监管规定，股东大会、董事会、监事会能够独立运作，整体治理运行情况良好。

2. 管理水平

公司根据《公司法》、《证券法》等法律法规的规定，逐步制定并完善了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《独立董事工作制度》、《关联交易管理制度》、《对外担保管理制度》、《信息披露管理制度》、《融资管理制度》、

《投资者关系管理制度》等多项内控制度，明确了决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了科学有效的职责分工和制衡机制。

公司通过成立项目公司从事房地产项目开发，并在项目所在地设立子公司。各职能部门和子公司独立运作，同时各职能部门对各子公司实施有效的监控和管理。公司的全资及控股子公司参照本部的部门设置也建立了相应的职能部门。

财务管理方面，公司设立了财务管理中心，有关岗位的职责和权限符合内部权力制衡原则。公司按照国家有关会计政策和法规，制定了财务工作流程以及财务收支审批、预算管理、固定资产管理、成本核算、财务专用章使用审批制度以及多项财务内控制度，从而保证了有关授权、签章等内部控制环节的有效执行，确保了会计核算的质量和会计职能作用的发挥。

成本及采购管理方面，公司设有成本管理中心，下设招标管理委员会，制定了《招标工作管理办法》等管理规定，以规范大宗材料和设备的请购、审批、采购、验收、付款等采购活动中各个环节的工作，提高采购活动的透明度和效率，着力加大项目采购计划及执行情况的管理力度，保证大宗采购及时交付。公司邀请有实力的材料供应商参与投标，通过对技术标和经济标的严格评审，择优选择供应商，保证采购成本的合理性。在与供应商的合作过程中，公司与评价最优的供应商结成战略伙伴，形成了长期稳定的合作管理，实现采购效率的最大化。在付款环节，公司加强了付款各环节相关凭证的审核力度，并对供应商履约情况进行定期评价，保证付款的合理性及准确性。

营销管理方面，公司下设营销管理中心，负责销售、签约、回款、费用和CRM系统管理；企业品牌形象在企业终端场所展示的标准化；管理企业危机应对、媒体等特定群体良好管理的建立；企业品牌影响力建设。

对子公司的管理方面，公司对子公司的设

立、转让、注销等业务实施控制。对于超过公司董事会授权范围的子公司设立、对外转让股权、子公司注销清算等业务，除履行公司内审批程序外，还需报公司董事会审议通过后方可加以实施；对于董事会授权公司管理层决策的法人事项则在管理层履行决策后，报董事会备案。重大事项报告与审议方面，公司建立了统一规范的报告渠道和方式，建立包括经营管理例会等在内的定期、不定期专题办公会议制度，以及及时把握公司的整体经营状况，决策重大经营管理事项。子公司定期向总部上报各类经营信息，对临时重大事项，即时向相关职能部门做专项报告。总部对各职能部门统一制订制度，对子公司进行专业指导；并通过内部审计、专业检查、项目巡查等手段，检查、监督公司各层级职责的有效履行。

总体看，公司内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

七、重大事项

控股股东债务违约、股权轮候冻结及债务重组事宜

公司的控股股东东银控股于 2015 年 10 月 8 日将持有的公司无限售条件流通股 5000 万股（占公司总股本 2.06%）质押予中国建设银行股份有限公司重庆南坪支行为其子公司重庆硕润石化有限责任公司（以下简称“硕润石化”）提供担保，质押担保到期日 2018 年 10 月 8 日。该笔质押对应贷款总额为 4 亿元的资金借款合同之一（合同编号南 1233【16】036）约定其中 1.3 亿元借款期限为一年，从 2016 年 10 月 27 日起至 2017 年 10 月 26 日。截至 2017 年底，硕润石化已确认出现上述贷款逾期未偿还情况。

2017 年 11 月 6 日，东银控股旗下另一家上市公司江苏农华智慧农业科技股份有限公司（以下简称“智慧农业”）公告表示，智慧农业控股股东江苏江动集团有限公司（以下简

称“江动集团”）分别于 2016 年 10 月 12 日、2016 年 10 月 18 日合计将持有的智慧农业 2 亿股股份质押给重庆渝康资产管理有限公司，为江动集团 9 亿元融资提供担保，质押合同约定的到期日为 2017 年 10 月 17 日。现江动集团确认该部分股份质押担保的 9 亿元债务已出现逾期未偿还情况。2017 年 11 月 16 日，智慧农业公告表示，江动集团所持有的全部智慧农业的股份被重庆市高级人民法院司法冻结，总共涉及股份占智慧农业总股本的 26.058%。

2017 年 12 月 1 日，公司第一大股东东银控股直接持有的公司 8.86 亿股（占公司总股本 24.23 亿股的 36.55%）股份已被北京市海淀区人民法院司法冻结。2017 年 12 月 6 日，公司第一大股东东银控股及其一致行动人硕润石化、赵洁红持有的公司股份被司法轮候冻结。

2018 年 4 月 3 日，东银控股与中国华融资产管理股份有限公司重庆市分公司（以下简称“华融资产”）签订《企业重组顾问服务协议》，华融资产前期已就重组事宜对东银控股开展了相关尽职调查及咨询服务工作，双方就重组顾问服务相关事宜正式签署协议。华融资产将根据东银控股资产、债务、业务等全面梳理情况，论证、起草、修订重组方案并提供相应优化建议，包括帮助东银控股引入战略投资者，改善其流动性等。

2018 年 4 月 17 日，中央纪委国家监委网站发布消息，华融资产党委书记、董事长赖小民个人涉嫌严重违纪违法，正接受纪律审查和监察调查。联合资信已从华融资产方面得到确认，华融资产目前经营正常，并将按照协议约定推进对东银控股的重组工作；公司与控股股东在人员、资产、财务、机构、业务等方面相互独立。

2018 年 12 月 15 日，东银控股债权人委员会第六次债权人会议召开，华融资产在会议上表示东银控股重组方案已经于 2018 年 12 月 13 日内部附条件审批通过，同时，东银控股债权

人委员会各债权单位全票表决通过“同意以华融公司提供的正式方案向总行（部）上报审批”的决议。

总体看，控股股东债务违约和股份冻结事件可能导致公司控制权发生变更，目前东银控股债务重组方案已完成，各参与方正在推进重组方案内部审批和重组框架协议签订工作，联合资信将持续关注东银控股债务重组后续进展情况。

八、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务突出，主营业务收入占营业收入比重在 99%以上，公司主营业务分别是专用车业务、房地产业务及建筑装饰工程业务，其中专用车业务和房地产业务占比较大，2017 年两项业务占主营业务收入比重分别为 6.49% 和 92.95%。

2015~2017 年，随着公司房地产业务规模的扩张，公司主营业务收入整体呈现增长趋势，但受项目建设交付周期影响，房地产业务收入有所波动。其中，2016 年，公司实现主营业务收入为 142.07 亿元，同比增长 85.76%，主要系公司前期预售项目集中于四季度竣工交付，公司房地产业务结转收入增长所致；2017 年，公司实现主营业务收入 93.33 亿元，同比下降 34.31%，主要系当期公司房地产业务竣工交付面积减少，结转收入下降所致。

房地产业务收入方面，2015 年~2017 年，公司实现房地产收入分别为 67.14 亿元、133.04 亿元和 86.75 亿元，占主营业务比重分别为 87.79%、93.64%和 92.95%，房地产开发业务作为公司核心主营业务的地位较为突出。毛利

率方面，2015 年~2017 年，公司房地产业务毛利率分别为 25.85%、17.90%和 24.03%，波动较大；其中，2016 年，公司房地产业务毛利率下滑 7.95 个百分点，主要系一方面，2016 年 5 月 1 日房地产行业开始实行营改增后，公司确认的房地产业务收入为不含税价，导致公司收入增幅低于成本增幅，该政策导致公司当期毛利率下降约 4 个百分点；另一方面，公司当期结转项目中西南地区占比较高，且所交付的项目类型也主要是普通高层项目。2017 年，由于当期交付结转项目毛利率较高，导致公司房地产业务毛利率回升至 24.03%。

专用车制造和销售属公司传统业务。2012 年以来，专车市场持续下行，尤其是押运车市场萎缩，在整体市场环境欠佳的背景下，2013 年至今，公司主动放弃毛利率较低的专用车产品市场份额，加大毛利率较高的运钞车新品、流动银行车（信用社专用）及环卫车的推广力度。2015~2017 年，受行业景气度和部分专用车市场政策影响，公司专用车业务收入持续下降，2017 年，公司专用车业务实现收入 6.06 亿元，较 2016 年下降 31.29%，主要系 2017 年军改政策导致军用专用车订单减少所致。毛利率方面，受市场因素影响，2015~2017 年，公司专用车业务毛利率持续下降。

公司建筑装饰工程业务收入依赖于房地产业务，2017 年实现收入 0.52 亿元，同比增长 147.62%，不过规模仍然较小，对公司收入影响小。

2018 年 1~9 月，公司共实现营业收入 46.47 亿元，较去年同期下降 27.40%，主要系房地产业务结转收入下降所致；其中，主营业务收入 44.49 亿元，主营业务综合毛利率为 36.32%，毛利率水平较 2017 年有所上升。

表 1 2015~2018 年前三季度公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

主营业务	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
专用车业务	9.24	12.08	28.51	8.82	6.21	26.71	6.06	6.49	25.46	4.25	9.55	27.86

房地产业务	67.14	87.79	25.85	133.04	93.64	17.90	86.75	92.95	24.03	40.13	90.20	37.29
建筑装饰工程 业务	0.10	0.13	7.63	0.21	0.15	14.64	0.52	0.56	7.70	0.11	0.25	8.42
合计	76.48	100.00	26.15	142.07	100.00	18.45	93.33	100.00	24.04	44.49	100.00	36.32

资料来源：公司提供

总体看，2017年以来，受房地产项目建设交付周期影响，公司营业收入有所下降；但受益于结转项目结构的变化，毛利率水平则有所上升。目前公司在武汉、上海、杭州的业务已形成一定规模，公司房地产业务受单一市场波动影响的风险已有所降低。不过，联合资信同时也关注到，2017年以来多地房地产调控政策密集出台，公司房地产业务仍然面临一定的政策风险。

2. 房地产业务

项目成本管理

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公司实现营业收入和经营利润最为重要的环节。

从成本构成来看，和行业内其他房地产开发公司类似，公司的项目开发成本主要是土地成本、建安成本和相关税费等，其中土地成本和建安成本占比较高，合计占比在 70~78%。公司土地出让金按照每次土地招拍挂的合同约定支付，建安费用根据项目工程进度支付，通常是按月支付上月审定工程进度产值的 75%；竣工验收前支付款项不超过 85%，项目决算后一般付至 95%的款项，剩余 5%作为工程质保金。

鉴于土地收购对项目盈利的重要影响，公司会对土地收购进行细致的研究。目前公司投资拓展中心负责土地收购工作的具体开展。具体来看，公司通常会先做出土地开发预案，包

括物业种类、产品定位、价格水平、销售预期、收入及利润预算等，在经投资决策委员会、董事会批准后，实施土地收购。收购完成后，委托相关合作方进行项目设计，成本管理中心根据项目设计方案负责成本预算、采购部通过公开招标的方式确定各环节的建筑安装公司和工程物资采购；工程部负责项目监督现场工程的具体施工；项目达到预售条件后，由营销策划部负责销售方案的制定，并进行项目的销售工作。

项目建设开发情况

从项目开发数据来看，2015~2017 年，公司新开工及在建面积波动较大，其中，2016 年，公司加快调整城市结构布局，加大在华东、华东等毛利率高的重点核心城市拿地规模，在大力提升土储价值和未来竞争力的同时，减少了新开工项目面积，期末在建面积也大幅下降；2017 年，公司新开工项目数量实现大幅提升，新开工面积 221.65 万平方米，较 2016 年增加 172 万平方米，期末在建面积由 88.26 万平方米增至 247.76 万平方米。

2015 年~2017 年，公司竣工面积逐年下降，其中，2016 年，公司竣工面积有所下降，同比下降 18.74%，以西岸、嘉悦湾一期、湖山樾一期、湖山樾二期、九城时光、东原湖光里、东原晴天见、东原郦湾、东原逸墅项目为主，主要位于武汉、重庆及成都地区；2017 年，公司竣工面积降幅较大，同比大幅下降 61.91%，主要包括嘉悦湾二期、1891 二期、重庆晴天见、湖山樾二期、东原逸墅、武汉晴天见二期等项目，仍然集中在重庆及成都地区。

表 2 2015~2018 年 9 月公司房地产开发数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 1~9 月
新开工项目（个）	5	7	15	7

新开工面积（万平方米）	107.00	49.65	221.65	143.41
竣工面积（万平方米）	200.86	163.21	62.16	26.75
期末在建面积（万平方米）	201.82	88.26	247.76	381.65

资料来源：公司提供

注：1、上述开发数据统计口径均为公司并表范围项目。

2、2018年9月底期末在建面积中包含苏州黄桥项目总建筑面积17.20万平方米；苏州黄桥项目（东原千寻）原为公司合作开发项目，该项目在2016年10月已开工建设，未纳入公司合并范围，2018年3月，公司通过收购上海翊眩实业有限公司剩余50%股权获得苏州睿升房地产开发有限公司控股地位，苏州黄桥项目也随之纳入公司合并范围；

截至2018年9月底，公司先后开发了“重庆·东原湖山樾”、“重庆·东原1891”、“重庆·东原D7”、“重庆·东原嘉阅湾”、“武汉·纳帕溪谷”和“成都·金马湖”等18个地产项目，总竣工面积499.49万平方米。截至2018

年9月底，公司共有在建项目38个（自主开发项目18个、合作开发项目20个），其中4个项目位于一线城市、33个项目位于二线城市、1个项目位于三线城市，具体见下表。

表3 截至2018年9月底在建项目基本情况（单位：万平方米）

序号	项目名称	位置	项目公司	物业类型	总建筑面积	权益比例	开发模式	开工时间	竣工/预计竣工时间
1	桐南美麓	上海	上海励治房地产开发有限公司	住宅	24.86	30%	合作开发	2016年12月	2018年11月
2	柒雅		上海威斯莱克酒店公寓有限公司	住宅	4.39	70%	自主开发	2017年9月	2019年9月
3	东原碧桂园		上海东碧房地产开发有限公司	住宅	7.55	50%	合作开发	2017年8月	2019年9月
4	江山美宸		上海锦所置业有限公司	住宅	7.16	11%	合作开发	2018年3月	2019年6月
5	东原千寻	苏州	苏州睿升房地产开发有限公司	住宅	17.23	51%	自主开发	2016年10月	2019年1月
6	原著花园		苏州长天房地产开发有限公司	住宅	8.15	27.91%	合作开发	2017年9月	2018年11月
7	熙岸花园		苏州盛乾房地产开发有限公司	住宅	5.56	27.91%	合作开发	2017年8月	2018年11月
8	珑悦天境		苏州睿致房地产开发有限公司	住宅	4.94	16.70%	合作开发	2018年4月	2019年12月
9	珑悦兰庭		苏州致方房地产开发有限公司	住宅	2.99	16.70%	合作开发	2018年4月	2019年8月
10	未来科技城	杭州	杭州睿成房地产开发有限公司	住宅	14.99	100%	自主开发	2017年5月	2019年4月
11	旭辉东原·国滨府		杭州宸盛房地产开发有限公司	住宅	5.53	33%	合作开发	2018年1月	2019年11月
12	吴越府		杭州临盛置业有限公司	住宅	27.21	50%	合作开发	2017年12月	2020年11月
13	杭州逸墅		杭州天同房地产开发	住宅	10.55	50%	合作开发	2017年11月	2019年12月

			有限公司						
14	东原亲山	南京	江苏钟山度假开发有限公司	住宅	9.49	51.39%	自主开发	2017年8月	2020年5月
15	南京印长江		南京睿成房地产开发有限公司	住宅	6.70	100%	自主开发	2018年1月	2020年6月
16	长江熙岸孔雀城		和县孔雀城房地产开发有限公司	住宅	25.47	19.95%	合作开发	2017年9月	2019年11月
17	华府四期		句容宝碧房地产开发有限公司	住宅	16.31	5.00%	合作开发	2018年6月	2020年3月
18	逸城亲水生态住宅	武汉	武汉瑞华置业发展有限公司	住宅	37.75	100%	自主开发	2008年2月	2018年12月
19	东原启城		武汉东原润丰房地产开发有限公司	住宅	106.42	100%	自主开发	2017年9月	2024年7月
20	东原乐见城		武汉东原天合房地产开发有限公司	住宅	58.83	51%	合作开发	2016年8月	2022年6月
21	晴天苑	郑州	郑州安和嘉盈房地产开发有限公司	住宅	5.44	52%	合作开发	2017年11月	2019年6月
22	嘉阅湾	重庆	重庆东原创博房地产开发有限公司	住宅	63.06	100%	自主开发	2012年5月	2022年9月
23	东原香山		重庆兴安实业发展有限公司	住宅	45.77	100%	自主开发	2007年1月	2022年12月
24	湖山樾		重庆长川置业有限公司	住宅	50.23	100%	自主开发	2014年4月	2020年12月
25	东原世界时		重庆河东房地产开发有限公司	商住	3.78	100%	自主开发	2017年10月	2019年12月
26	江山樾		重庆旭原创展房地产开发有限公司	住宅	93.21	29.14%	合作开发	2016年5月	2021年6月
27	铂悦澜庭		重庆至元成方房地产开发有限公司	住宅	60.33	33.30%	合作开发	2017年8月	2022年11月
28	长河原		重庆盛尊房地产开发有限公司	住宅	14.57	50.00%	合作开发	2017年11月	2019年6月
29	印江州		重庆盛资房地产开发有限公司	住宅	63.49	31.70%	合作开发	2017年11月	2021年12月
30	千屿		重庆市南岸区碧和原房地产开发有限公司	住宅	29.04	31.35%	合作开发	2018年1月	2019年12月
31	绵阳东原城	绵阳	绵阳东原成方置业有限公司	住宅	46.14	100%	自主开发	2017年1月	2018年12月
32	印长江一期	成都	远东川府置业(成都)有限公司	住宅	7.16	100%	自主开发	2017年11月	2019年11月
33	金马湖壹号		成都东原海纳置业有限公司	住宅	56.61	100%	自主开发	2011年2月	2019年9月
34	西岸		成都东原海纳置业有	住宅	54.86	100%	自主开发	2011年2月	2019年8月

			限公司						
35	晴天见		成都荣元圣和置业有限公司	住宅	35.58	100%	自主开发	2016 年 9 月	2018 年 9 月
36	印长江二期		成都益丰天成置业有限公司	住宅、商业	3.32	32.50%	自主开发	2018 年 5 月	2019 年 8 月
37	时光绘		成都长天益丰置业有限公司	商业	15.85	51%	自主开发	2018 年 6 月	2019 年 12 月
38	翰林首府		成都美崇房地产开发有限公司	住宅	16.94	17.50%	合作开发	2018 年 6 月	2019 年 12 月
--	合计	--	--	--	1046.83	--	--	--	--

资料来源：公司提供

注：合计数尾数不一致系四舍五入所致。

从在建项目投资情况来看，截至 2018 年 9 月底，公司在建项目计划总投资额为 899.55 亿元，已完成投资 558.39 亿元；其中，由公司自主开发的在建项目计划总投资额 422.57 亿元，已完成投资 276.54 亿元。由于合作项目中公司资本支出集中在拿地阶段，后续支付压力不大，未来在建项目投资支出主要集中于公司自主开发项目。

从自主开发项目区域分布来看，重庆区域、成都区域、武汉区域和上海及周边区域计划投资占比分别为 24.05%、23.85%、29.79% 和 22.31%，公司武汉区域和上海及周边区域投资占比较前期明显上升。目前自主开发的在建项目尚需投资额 146.03 亿元，其中，2018~2020 年剩余投资额 91.82 亿元，仍存在一定的资本支出压力。

表 4 截至 2018 年 9 月底公司在建房地产项目（自主开发）投资情况（单位：亿元）

序号	项目名称	地区	总投资金额	截至 2018 年 9 月底已投资金额	计划投资额		
					2018 年 10~12 月	2019 年	2020 年
1	柒雅	上海	7.82	3.73	0.34	1.25	0.70
2	东原千寻	苏州	29.00	26.05	0.55	0.50	0.26
3	未来科技城	杭州	31.89	23.84	1.13	2.12	0.62
4	东原亲山	南京	6.20	3.51	1.14	0.72	0.31
5	南京印长江	南京	19.38	13.35	0.49	0.36	1.67
6	逸城亲水生态住宅	武汉	26.28	22.99	2.00	0.80	0.35
7	东原启城	武汉	99.62	49.74	3.00	15.59	11.20
8	嘉阅湾	重庆	33.46	25.23	0.90	4.85	0.89
9	东原香山	重庆	22.32	14.88	--	--	--
10	湖山樾	重庆	41.82	36.60	0.36	1.59	1.76
11	东原世界时	重庆	4.01	2.66	0.32	0.70	0.22
12	绵阳东原城	绵阳	16.47	12.82	1.90	0.69	0.35
13	印长江一期	成都	11.19	6.42	0.84	2.93	0.11
14	金马湖壹号	成都	17.37	3.48	1.94	10.35	6.04
15	西岸	成都	20.44	12.40			

16	晴天见	成都	14.14	9.46	1.12	2.42	0.38
17	印长江二期	成都	5.93	3.39	0.29	0.69	0.43
18	时光绘	成都	15.23	5.99	0.60	1.83	2.22
--	合计	--	422.57	276.54	16.92	47.39	27.51

资料来源：公司提供

注：1、东原香山分五期开发，其中 1-4 期为全别墅项目，均已竣工交付，5 期项目规划为高层、商业，目前暂未取得规划批复，故未制定投资计划；

2、金马项目销售分金马湖壹号 and 西岸两个产品。

总体来看，公司房地产开发项目以刚需住宅和改善性住宅项目为主，辅以少量的商业；重庆作为公司传统市场，目前投资占比已有所下降，为分散经营风险以及增强盈利能力，公司在武汉和上海及周边地区的投资规模明显上升。不过，公司目前主要在建项目规模较大，面临较大的资金压力。

房产销售情况

公司销售部门负责各项目的营销策划与市场推广工作，针对不同的项目和产品类型，制定不同的销售模式。在营销推广中，采用了自销和委托代理结合、现场销售和渠道营销结合、电商营销和包销结合等多元化的营销模式。

公司的房产销售采取预售模式，所售物业

通常定位于所在区域的中高端产品。通常，公司从获得土地到实现预售平均时间约为 8~10 个月；开发项目从开始建设到竣工的平均时间约为 20~24 个月。

从销售数据来看，2017 年，公司实现预售项目数量为 16 个，实现协议销售面积 112.48 万平方米，较 2016 年略有下滑；当期公司实现协议销售金额 112.98 亿元，同比下降 13.89%。

从结转情况来看，随着竣备交付项目数量的下降以及结转面积的减少，2017 年公司结转收入大幅下滑，同比下降 34.79%，至 86.75 亿元。2017 年公司结转面积仅为 59.44 万平方米，同比下降 58.90%。

表 5 2015~2018 年 9 月公司房地产销售数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
实现预售项目（个）	13	16	16	15
协议销售面积（万平方米）	74.58	117.96	112.48	110.41
协议销售金额（亿元）	69.15	131.20	112.98	151.01
协议销售均价（元/平方米）	9271.92	11122.59	10044.42	13676.72
完成交付项目（个）	11	20	7	4
结转收入面积（万平方米）	78.24	144.62	59.44	40.59
结转收入（亿元）	67.14	133.04	86.75	40.13
平均结算销售均价（元/平方米）	8581.29	9199.28	14594.55	9885.70

资料来源：公司提供

从协议销售均价来看，近年来，公司房产销售价格波动上涨，主要原因系公司开发多形态物业及城市综合体，满足相应地区的改善性需求，同时预售面积中武汉地区和上海及周边地区占比提高所致。2016 年，公司协议销售均价较 2015 年有所上升，为 11122.59 元/平方米；2017 年，公司协议销售均价为 10044.42 元/平

方米，较 2016 年下降 1078.17 元/平方米，主要系当期公司上海地区预售面积同比大幅下降以及项目产品结构变化所致。

2018 年 1~9 月，公司实现预售项目数量为 15 个，实现协议销售面积 110.41 万平方米，协议销售金额 151.01 亿元，协议销售均价为 13676.72 元/平方米，预售金额及均价同比均大

幅上涨，主要系当期公司杭州未来科技城项目和武汉东原启城项目开盘预售所致；当期公司完成交付项目 4 个，结转收入面积 40.59 万平方米，实现结转收入 40.13 亿元。

由于公司主营业务收入 90%以上来自房产销售收入，因此主营业务收入地区分布结构

能够反映房产销售的区域分布情况。从下表可以看出，2017 年以来，公司房产销售收入对于重庆地区的依赖度已大幅下降，公司收入过于集中于单一区域的风险已有所降低。近年来，公司积极布局华中及华东核心城市，区域布局更为均衡，区域市场结构已明显好转。

表 6 2015~2018 年 9 月公司分地区房产销售收入情况（单位：亿元）

地区	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
重庆	40.12	70.57	29.10	10.93
武汉	16.40	37.77	21.47	12.36
成都	10.61	9.73	3.70	14.10
上海	--	14.97	32.48	1.85
其他	--	--	--	0.89
合计	67.13	133.04	86.75	40.13

资料来源：公司提供

总体看，公司房地产销售收入中重庆地区占比明显下降，同时在武汉、上海及周边地区项目销售占比持续提升，房地产业务易受单一市场波动影响的风险已有所降低。公司在积极推动核心城市多点布局的同时，也加大开发低密度改善性住宅、社区配套商业等多种业态产品，公司房地产业务综合竞争力有望持续提升。

土地储备情况

2017 年，公司坚持调整城市布局结构，实施“精选深耕”的全国化战略，围绕华东、华中及西南等区域经济带核心城市战略布局，逐步扩大华中、华东等重要核心城市占比，加大核心城市精选及纵深发展。2017 年，公司通过招拍挂、收并购、一二级联动等方式先后取得了 17 块土地，新增土地面积合计 66.46 万平方米，同比下降 28.60%；新增计容建筑面积 170.74 万平方米，同比下降 38.37%。从区域来看，公司新增的土地储备主要分布于杭州、重

庆、成都等长江沿线的经济发展核心城市，新增土地面积中，重庆占比 38.34%，杭州占比 19.76%。从土地获取价格来看，由于成都和杭州属于核心二线城市，因此地价相对较高，该区域去库存压力较小，未来收益较有保障；重庆和江苏省太仓市的地价成本则相对较低。

2018 年 1~9 月，公司共取得 10 块土地，新增土地面积合计 46.77 万平方米，新增计容建筑面积 118.61 万平方米，公司拿地节奏进一步放缓，拿地方式也更侧重于收并购和一二级联动；新增土地面积中，郑州占比 31.37%，成都占比 13.43%，南京占比 28.31%，区域布局方面延续了 2017 年以来的“精选深耕”的全国化战略。

公司住宅项目开发周期较快，一般是拿地后一年内进入开发阶段，因此土地储备不多，从另一方面也减少了营运资金的占压。此外，根据公司目前战略，每年均有新增拿地计划，以满足未来开发及公司规模扩大需求。

表 7 2016~2018 年 9 月底公司取得大宗土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

取得时间	土地面积	计容建筑面积	所处区域	土地使用性质	取得方式	楼面地价	享有权益
2016 年 1 月	13.98	44.42	武汉市洪山区	城镇住宅用地	招拍挂	2588.00	51.00

2016年4月	6.99	11.19	苏州	居住用地	招拍挂	16627.00	23.97
2016年5月	1.96	4.50	上海奉贤南桥新城	商住用地	股权收购	--	33.00
2016年6月	4.60	10.13	杭州市余杭区	住宅用地	招拍挂	18200.00	100.00
2016年7月	15.05	44.38	重庆市南岸区	城镇住宅用地、商业用地	招拍挂	2636.40	33.30
2016年7月	3.43	11.67	四川绵阳游仙区	城镇住宅用地、商业用地	招拍挂	3587.00	100.00
2016年7月	6.99	24.45	四川绵阳游仙区	城镇住宅用地、商业用地	招拍挂	3587.00	100.00
2016年8月	2.35	4.69	上海青浦区	居住用地	招拍挂	30106.74	50.00
2016年8月	5.39	24.59	成都市龙泉驿区	商住用地	股权收购	--	81.00
2016年8月	22.50	80.84	武汉市洪山区	城镇住宅用地	招拍挂	2097.00	44.63
2016年9月	0.29	1.15	重庆渝北区	城镇住宅用地	在建工程 转让	--	100.00
2016年11月	6.71	7.38	南京句容宝华	商住用地	股权收购	--	51.39
2016年12月	2.02	4.81	成都市武侯区	商住用地	股权收购	--	55.00
2016年12月	0.82	2.85	重庆市江北区	商住用地	招拍挂	5260.00	100.00
合计	93.08	277.05	--	--	--	--	--
2017年3月	3.31	5.96	江苏省太仓市	城镇住宅	招拍挂	3782.21	27.91
2017年3月	2.36	4.24	江苏省太仓市	城镇住宅	招拍挂	3792.48	27.91
2017年3月	2.64	10.56	重庆市大渡口区	城镇住宅	招拍挂	3542.00	50.00
2017年4月	1.07	2.02	成都市武侯区	城镇混合住宅	招拍挂	17196.22	32.50
2017年4月	1.41	4.22	河南郑州市	城镇住宅	招拍挂	3910.42	51.00
2017年4月	12.80	47.36	重庆市九龙坡区	城镇住宅	招拍挂	8277.13	31.70
2017年6月	10.04	21.24	重庆市南岸区茶园	城镇住宅	招拍挂	4543.37	33.00
2017年6月	2.66	7.38	杭州市萧山区	城镇住宅	招拍挂	17232.92	50.00
2017年7月	2.63	11.85	成都锦江区	商业服务设施	招拍挂	3990.00	51.00
2017年7月	0.55	2.57	上海市普陀区	商业办公	股权收购	--	40.00
2017年8月	4.29	9.01	杭州市临安区	城镇住宅	招拍挂	8623.00	50.00
2017年8月	5.04	11.09	杭州市临安区	城镇住宅	招拍挂	8023.28	50.00
2017年8月	1.14	3.77	杭州市萧山区	城镇住宅、商业	招拍挂	19199.97	33.00
2017年8月	9.73	19.47	马鞍山市和县乌江镇	城镇住宅	股权收购	--	19.95
2017年8月	3.46	4.16	上海市崇明区	城镇住宅	股权收购	--	11.00
2017年10月	1.98	3.56	江苏省太仓市	城镇住宅、商业	招拍挂	5217.57	16.70
2017年10月	1.35	2.30	江苏省太仓市	城镇住宅	招拍挂	4133.22	16.70
合计	66.46	170.76	--	--	--	--	--
2018年3月	5.24	13.10	南京句容	城镇住宅	招拍挂	6038.00	5.00
2018年4月	2.22	6.69	郑州许昌	城镇住宅	招拍挂	2974.00	33.00
2018年6月	0.38	1.13	成都东二环	商业办公	招拍挂	13985.79	71.78
2018年7月	4.51	13.56	西安高新区	城镇住宅	股权收购	--	40.00
2018年7月	12.45	49.80	郑州高新区	城镇住宅	招拍挂	2018.00	20.88
2018年7月	4.40	8.80	苏州相城区	城镇住宅	招拍挂	12500.00	40.00
2018年8月	8.00	20.80	南京盱眙	城镇住宅	股权收购	--	100.00
2018年8月	2.80	5.67	杭州余杭区	城镇住宅	招拍挂	9213.00	25.00

2018年9月	5.90	17.75	成都绵阳市	城镇住宅	股权收购	--	50.00
2018年9月	0.87	2.09	重庆沙坪区	城镇住宅	招拍挂	6003.00	100.00
合计	46.77	118.61	--	--	--	--	--

资料来源：公司提供

截至2018年9月底，公司持有的土地储备中，待开发土地面积合计98.13万平方米，规划计容建筑面积合计243.65万平方米，以重庆、郑州、南京、淮安和绵阳为主，公司在重庆持有待开发规划计容建筑面积88.12万平方米（占比36.17%），在郑州持有待开发规划计容建筑面积56.01万平方米（占比22.99%），在南京持有待开发规划计容建筑面积21.82万

平方米（占比8.96%），在淮安持有待开发规划计容建筑面积20.90万平方米（占比8.54%），在绵阳持有待开发规划计容建筑面积17.75万平方米（占比7.29%）。另外，公司在上海和武汉也拥有一定的土地储备。整体看，公司当前土地储备规模尚可，能够满足公司2年左右的开发要求。

表8 截至2018年9月底公司持有的土地储备情况（单位：万平方米）

项目区域	持有待开发土地面积	占比	规划计容建筑面积	占比
成都	4.25	4.33%	5.21	2.14%
重庆	42.85	43.67%	88.12	36.17%
上海	0.55	0.56%	1.13	0.46%
苏州	4.41	4.49%	8.82	3.62%
杭州	2.83	2.88%	5.67	2.33%
南京	8.73	8.90%	21.82	8.96%
武汉	2.24	2.28%	8.06	3.31%
郑州	14.68	14.96%	56.01	22.99%
西安	3.67	3.74%	10.26	4.21%
绵阳	5.92	6.03%	17.75	7.29%
淮安	8.00	8.15%	20.80	8.54%
合计	98.13	100%	243.65	100%

资料来源：公司提供，联合资信整理

注：未包含郑州、昆明一级土地整理面积43.96万平方米。

总体看，2017年以来，公司在放缓拿地节奏的同时，持续调整城市布局结构，扩大华中、华东地区核心城市拿地规模，持续推进优势地区布局。公司当前土地储备规模尚可，目前持有的土地储备主要集中在重庆、郑州、南京等地区，体现公司立足西南，持续向中东部地区进行业务拓展的战略发展规划，公司土地储备

规模能够满足近期的开发需要。

3. 专用车业务

公司专用车业务主要由全资子公司迪马工业运营，迪马工业成立于1997年，是中国专用汽车制造领军企业，专业从事高技术专用车的研制、生产和销售。

表9 迪马工业近年主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2015年			2016年			2017年			2018年1~9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
防弹运钞车	42492.67	45.98	26.24	38017.66	43.10	25.64	33690.67	55.60	21.73	20621.55	48.56	22.72

系统集成车	39560.87	42.80	33.86	39643.81	44.94	30.88	23814.95	39.30	31.46	16957.62	39.93	32.25
公路养护车	6532.45	7.07	18.09	3481.16	3.95	5.65	--	--	--	--	--	--
航空专用车	3838.68	4.15	16.27	7063.87	8.01	19.38	3088.74	5.10	19.82	4889.41	11.51	34.26
合计	92424.68	100.00	28.51	88206.50	100.00	26.71	60594.36	100.00	25.46	42468.58	100.00	27.86

资料来源：公司提供

从近三年的主导产品收入占比来看，防弹运钞车和系统集成车¹收入占比较大，两项合计占比均在 85%以上，其余产品占比较小，不足 15%。

2017 年，防弹运钞车实现销售收入 3.37 亿元，同比下降 11.38%，主要系市场低迷、订单减少所致；系统集成车实现销售收入 2.38 亿元，同比下降 39.93%，主要系军改政策使军用专用车订单减少所致；因公路养护车毛利率较低，公司于 2017 年停止了环卫车的生产；航空专用车销售收入下降 56.27%至 0.31 亿元，主要系公司生产基地搬迁、上半年无销售所致。毛利率方面，2017 年，受市场低迷的影响，公司专用车业务毛利率下降 1.25 个百分点至 25.46%。

2018 年 1~9 月，公司共实现专用车业务收入 4.25 亿元，其中，防弹运钞车实现销售收入 2.06 亿元，系统集成车实现销售收入 1.70 亿元，航空专用车实现销售收入 0.49 亿元；随着航空专用车生产基地完成从深圳到重庆的整体搬迁工作，当期航空专用车产销量有所提高，收入占比有所提升。

总体看，公司专用车业务收入受行业景气程度影响较大，近年来，公司专用车业务收入持续下滑，其中，2017 年，受制于军改政策和市场原因，公司专用车业务收入和毛利率均有所下滑。不过，公司主动调整产品结构，减少公路养护车生产销售，以减少市场变化带来的影响。

原材料采购

迪马工业的主要采购项目有汽车底盘、钢

¹系统集成车就是通过结构化的布置和计算机网络通讯技术，将各个分离的设备、功能等集成到车载系统之中，使资源和功能能实现高效、便利、快速的移动运用。代表产品电信、联通、移动转播车、通讯车，公安局的流动警务车等。

材、铝材、防弹/防爆玻璃、各类汽车配件等。迪马工业生产成本中底盘占比较大，为 60%以上，其次为防弹玻璃、钢板、电子电器等改制材料占比近 30%，人工制造费用占比合计约 6%，近年生产成本构成较为稳定。

迪马工业的物料采购价格随市场价格合理波动和调整，且对供应商实施电子竞价平台管理机制，让采购渠道多样化，包括招标采购、竞价采购、定向采购等，让供应商在合理市场价位的基础上公开、公平竞争。公司与供应商建立了长期的战略合作关系，双方互利互惠，在商务政策上互相给予优惠，力图建立相对稳固的供需关系，保证采购价格合理、供应商物料质量稳定可靠、售后服务良好。

从采购结算来看，国内结算一般为先货后款模式，结算周期为 3~6 个月，无预付款；对于国外底盘等材料采购，一般是现款 TT 模式，预付 30%，货到 65%，一年质保金 5%。

总体看，迪马工业主要原材料为底盘，其与主要底盘供应商建立了长期稳定的合作关系，供应保障能力较强；且国内结算周期较长，较少占用营运资金。

生产和销售情况

经过多年沉淀，迪马工业已发展成国内最大的防弹运钞车研发、生产、销售基地。

表 10 近三年一期迪马工业车产能、产量情况(单位：辆/年、辆、%)

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
产能	7100	6000	5600	4200
产量	4529	3236	2661	1684
产能利用率	63.79	53.93	47.52	40.10

资料来源：公司提供

迪马工业专用车生产模式为“以销定产”

的订单式生产模式。2012年以来,由于属细分市场,客户基本固定,专用车产能一直维持在3000辆/年,2012~2014年迪马工业产能利用率均达满负荷。

2015年,为解决产能不足的问题,迪马工业增加了多条生产线,产能增至7100辆;同时,当年专用车产量上升至4529辆,产能利用率大幅下降至63.79%。2016年,公司专用车产能较上年减少1100辆,主要系公司调整产品结构,逐步退出竞争激烈的环卫车市场,收缩环卫车的产能所致。同时,由于退出环卫车市场,公司专用车产量同比下降28.55%至3236辆。2016年公司产能利用率为53.93%,较上年下降9.86个百分点。2017年,公司进一步收缩环卫车产能,专用车整体产能较上年减少400辆,同时,由于军改政策及市场原因,整体专用车订单下降较多,以及公司主动退出环卫车市场影响,当期公司只安排生产专用车2661辆,同比下降17.77%。2017年,公司产能利用率仅为47.52%,同比下降6.41个百分点。

2018年1~9月,公司专用车产能较2017年保持相对稳定,前三季度实际产能为4200辆,全年折算产能仍为5600辆,不过受市场原因产量同比有所下降,产能利用率下滑至40.10%。

表11 近三年一期迪马工业专用车销售情况
(单位:亿元、辆、%)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
销售金额	9.24	8.82	6.06	4.25
销量	4647	3305	2619	1635
产销率	102.83	102.13	98.42	97.09

资料来源:公司提供

迪马工业专用车客户主要为国内大型保安公司及企事业单位,具有经营稳定特性,涉及产品主要为防弹运钞车及通讯指挥车。迪马工业凭借较强的技术实力及优异的产品性能和多年的市场开拓和销售积累,与客户建立了

长期稳定的合作关系。从销售集中度来看,2017年,前五大户销售总额占专用车业务销售总额比重为14.49%,2018年1~9月为12.74%,销售集中度不高,公司单一客户依赖度不高。

从销售货款结算看,公司给予下游客户的结算条件较为宽松,并根据具体情况对不同客户采取不同的货款结算方式,主要以现金结算为主,按照合同预收一定比例的货款。

表12 迪马工业2017年及2018年1~9月前五大销售客户情况
(单位:万元、%)

年份	客户名称	合作年限	销售商品	销售金额	销售占比
2017年	北京航天科工世纪卫星科技有限公司	11	系统集成车	3659.18	5.16
	公安部012单位驻沪办事处	8	系统集成车	2075.72	2.93
	公安部警用装备采购中心	2	系统集成车	2025.21	2.86
	天津保安华宝护卫押运有限公司	11	防弹车	1429.89	2.02
	上海云峰汽车销售服务有限公司	3	防弹车	1076.41	1.52
合计				10266.41	14.49
年份	客户名称	合作年限	销售商品	销售金额	销售占比
2018年1~9月	南京中网卫星通信股份有限公司	8年	集成车	1353.79	3.13
	上海云峰汽车销售服务有限公司	2年	防弹车	1243.85	2.88
	天津市公安消防局	10年	集成车	1068.10	2.47
	深圳市龙岗区消防安全委员会办公室	3年	集成车	997.44	2.31
	程度明坤机电设备有限责任公司	2年	机场专用车	846.24	1.96
合计				5509.42	12.74

资料来源:公司提供

总体看,2017年以来,公司主动调整专用车产品结构,退出环卫车市场;受市场原因影

响，公司专用车产能利用率有所下滑，产销量均有所下降。

4. 未来发展

房地产业务

公司致力于以城市居民日趋多元化和多层次的需求作为出发点，成为引领中国新社区运营模式的创新实践者。公司将以“一带两翼”城市群精选深耕布局为战略，继续坚持长江流域经济带纵深发展，并拓展珠三角及京津冀城市群；推动一二级联动及产业地产落地，逐步形成开发销售、土地一级开发、持有物业经营三足鼎立的业务布局，保证公司良好稳定的多元化增长；通过股权或整体开发合作的方式积极引入战略合作方，为公司进一步赋能并打造独立安全的财务资金体系；坚持进取、敏锐、合作的企业文化，打造高效、团结、拼搏的人与组织，为公司发展战略的实现提供重要支撑；通过对客户需求的不断剖析，公司将持续优化“产品+服务+社区”的大产品体系，打造产品溢价与投资效率双效逻辑驱动的产品战略，以差异化竞争力驶出同质化竞争的红海。

专用车业务

继续做大做强核心产品，积极进行市场拓展，巩固并提升核心产品的竞争优势及市场份额；夯实基础管理，不断完善及优化组织结构、流程制度和体系建设，打造高效的团队及优秀的人才；顺应行业发展趋势，紧跟国家战略及政策导向，充分结合自身防弹、移动集成、军品研制等优势，同时挖掘和整合优质外部资源，以军民融合为契机，以应急产业为基础，以智能制造为手段，以自组网为纽带，实现从应急产品集成供应商向服务商转变，帮助公司实现快速增长和持续盈利。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2015~2017年财务报表经立信

会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留的审计意见。2018年前三季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至2017年底，公司直接或间接控股子公司150家，较2016年底增加66家子公司，减少3家子公司。受公司房地产业务扩张影响，公司合并范围内子公司增加较多，不过，公司主营业务并未发生重大变化，财务数据可比性尚可。

截至2017年底，公司资产总额375.59亿元，所有者权益77.66亿元（含少数股东权益2.89亿元）；2017年，公司实现营业收入95.38亿元，利润总额9.54亿元。

截至2018年9月底，公司资产总额484.54亿元，所有者权益80.05亿元（含少数股东权益3.58亿元）；2018年1~9月，公司实现营业收入46.47亿元，利润总额5.55亿元。

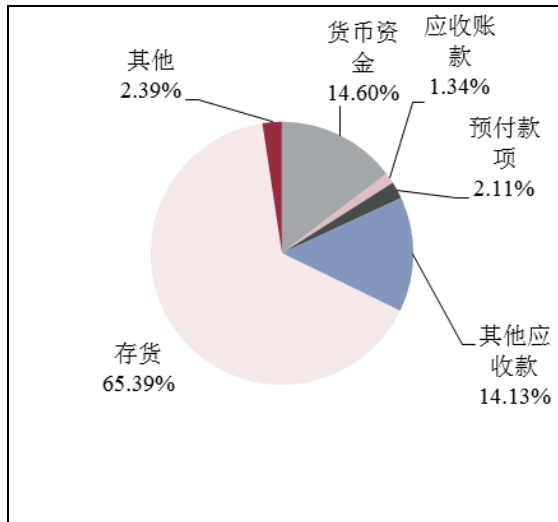
2. 资产质量

2015~2017年，公司资产总额持续增长，年均增长18.45%。截至2017年底，公司资产总额375.59亿元，同比增长23.15%，其中流动资产占88.29%，非流动资产占11.71%，非流动资产占比有所上升，不过资产结构仍以流动资产为主。

流动资产

2015~2017年，公司流动资产持续增长，年均增长12.82%。截至2017年底，公司流动资产331.61亿元，同比增长13.52%，主要源于其他应收款、存货和货币资金的增长。公司流动资产主要以货币资金（占14.60%）、其他应收款（占14.13%）和存货（占65.39%）为主。

图 2 截至 2017 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

公司货币资金的主要来源是公司房地产项目的预售回款及向金融机构取得的借款。公司货币资金余额会根据项目开发进度、土地购买、预售回款和对外借款等因素而波动。2015 年~2017 年，公司货币资金快速增长，年均增长 19.16%。截至 2017 年底，公司货币资金 48.42 亿元，同比增长 23.03%，主要系当期公司经营获现增加以及借款净增长所致；其中，银行存款 39.56 亿元。公司货币资金中，受限资金包括银行存款中的预售监管资金 4.21 亿元和其他货币资金中的各类保证金 8.86 亿元，受限资金共计 13.07 亿元，占货币资金总额的 26.99%，受限程度一般。

2015~2017 年，公司其他应收款快速增长，年均增长 87.04%。截至 2017 年底，公司其他应收款净额为 46.85 亿元，同比大幅增长 69.38%，主要系合作开发项目往来款及借款增加所致，坏账损失风险较小。公司其他应收款中，无信用风险组合的其他应收款 42.02 亿元，合计占其他应收款账面总额的 89.41%，未计提坏账准备，主要为保证金及押金（占 12.19%）以及应收关联单位款项（占 77.22%）。从集中度看，公司其他应收款前五名欠款单位合计欠款 24.31 亿元，占期末余额的 51.89%，集中度较高。

表 14 截至 2017 年底公司其他应收款前 5 名欠款单位情况（单位：亿元）

单位名称	款项性质	期末余额	账龄
重庆盛资房地产开发有限公司	关联单位往来	6.04	1 年以内
上海翎眩实业有限公司	关联单位往来	5.52	1 年以内
上海行栋实业有限公司	关联单位往来	5.02	1 年以内
上海东碧房地产开发有限公司	关联单位往来	4.44	2 年以内
重庆市南岸区碧和原房地产开发有限公司	关联单位往来	3.29	1 年以内
合计	--	24.31	--

资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司存货账面价值有所增长，年均增长 3.55%。截至 2017 年底，公司存货 216.86 亿元，较 2016 年同比增长 6.75%。公司存货主要由开发成本（占 82.51%）和开发产品（占 16.88%）构成，截至 2017 年底，公司累计计提存货跌价准备 0.63 亿元，其中，公司为开发产品和开发成本计提的存货跌价准备合计 0.60 亿元。考虑到公司目前存货主要位于直辖市、省会以及经济较发达的城市，公司存货跌价准备计提比例尚可。截至 2017 年底，公司存货中共有 31.60 亿元用于借款抵押，占期末存货账面净额的 14.57%。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产快速增长，年均增长 147.17%。截至 2017 年底，公司非流动资产合计 43.98 亿元，同比大幅增长 241.66%，主要系投资性房地产和长期股权投资增长所致。公司非流动资产以投资性房地产（占 59.94%）、长期股权投资（占 14.59%）和递延所得税资产（占 12.69%）为主。

2015~2017 年，公司长期股权投资快速增长，年均增长 135.53%。截至 2017 年底，公司长期股权投资 6.42 亿元，同比增长 185.78%，主要系公司对合营及联营公司追加投资所致。

2015~2017 年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 493.37%。截至 2017 年底，公司投资性房地产 26.37 亿元，同比大幅增加 25.64 亿元，主要系公司将时光道商业及川航大厦转入投资性房地产所致；公司投资性房地产采用公允价值计量，账面价值中 12.95 亿元已用于借款抵押，占比 49.11%，受限比例较高。

2015~2017 年，公司递延所得税资产快速增长，年均增长 48.19%。截至 2017 年底，公司递延所得税资产 5.58 亿元，同比增长 38.96%，主要系房地产预售利润增加产生的可抵扣暂时性差异增加所致。

2015~2017 年，公司其他非流动资产快速增长，年均增长 176.20%。截至 2017 年底，公司其他非流动资产 2.67 亿元，较 2016 年底增加 0.82 亿元，主要系公司子公司预付收购股权款增加所致；公司其他非流动资产包括预付的收购上海威斯莱克酒店公寓有限公司 30% 股权款 0.35 亿元和预付的收购上海万企爱佳房地产开发有限公司 40% 股权款 2.32 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额 484.54 亿元，较 2017 年底增长 29.01%，主要系流动资产增长所致。截至 2018 年 9 月底，公司流动资产 439.50 亿元，占公司资产比重为 90.71%，期末余额较上年底增长 32.54%，主要系货币资金及存货增长所致。非流动资产方面则较 2017 年底变化不大。

近年来公司资产规模快速增长，公司资产以流动资产为主，其中存货占比大，符合房地产开发企业资产结构特征。目前公司货币资金较为充裕，资产受限程度不高，但公司其他应收款规模增长较快，占用资金较多。总体看，公司资产流动性一般，整体资产质量尚可。

3. 所有者权益和负债

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益持续增长，年均增长 11.55%。截至 2017 年底，公司所有

者权益合计 77.66 亿元，同比增长 2.68%，主要系未分配利润和其他综合收益增长所致，其中归属于母公司的所有者权益占 96.28%。

公司归属于母公司的所有者权益 74.77 亿元，其中，股本占 32.40%，资本公积占 33.17%，盈余公积占 2.01%，未分配利润占 29.59%，股本和资本公积占比较大，权益结构稳定性较好。

截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益合计 80.05 亿元（其中包含少数股东权益 3.58 亿元），较 2017 年底增长 3.09%，主要来自未分配利润的增长。

总体看，公司所有者规模持续扩大，股本和资本公积占比较大，所有者权益稳定性较好。

负债

2015~2017 年，公司负债规模持续增长，年均增长 20.46%。截至 2017 年底，公司负债总额 297.94 亿元，同比增长 29.90%。其中，流动负债占比为 67.56%，非流动负债占比为 32.44%，负债结构仍以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债快速增长，年均增长 20.00%。截至 2017 年底，公司流动负债 201.30 亿元，同比增长 25.68%，主要来自预收款项及其他应付款的增长。

2015~2017 年，公司短期借款波动较大，年均复合增长 1.40%。截至 2017 年底，公司短期借款 19.75 亿元，同比下降 26.87%，主要系保证借款大幅减少所致。公司短期借款中包括质押借款 7.00 亿元、抵押借款 3.85 亿元、保证借款 3.90 亿元和信用借款 5.00 亿元。

2015~2017 年，公司应付账款快速增长，年均增长 17.81%。截至 2017 年底，公司应付账款 36.52 亿元，同比增长 16.26%，主要系随着房地产开发规模的扩大，公司应付工程款增长所致。公司应付账款主要为尚未到结算期的工程款、供应商货款、设备款等。

2015~2017 年，公司预收款项波动中有所增长，年均复合增长 14.61%。截至 2017 年底，

公司预收款项 80.74 亿元，同比增长 38.46%，主要系预收售房款增长所致。公司预收款项中预收房款占 97.96%。公司预收款项规模仍较大，交房后即可确认收入，为未来收入提供了一定支撑。

2015~2017 年，公司其他应付款快速增长，年均增长 144.33%。截至 2017 年底，公司其他应付款 28.31 亿元，较 2016 年底增加 12.11 亿元，主要系关联单位往来及合作项目少数股东借款增加所致。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债波动中有所下降，年均下降 12.91%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 11.11 亿元，同比增长 55.65%，主要系公司部分长期借款即将到期转入该科目列示所致。其中，一年内到期的长期借款 10.27 亿元，一年内到期的长期应付款 0.84 亿元。

2015~2017 年，公司非流动负债快速增长，年均增长 21.45%。截至 2017 年底，公司非流动负债 96.64 亿元，同比增长 39.68%，主要由长期借款（占 50.34%）及应付债券（占 45.26%）组成。

2015~2017 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 17.54%。截至 2017 年底，公司长期借款 48.65 亿元，同比大幅增长 322.13%，主要系公司业务规模扩大、融资需求增长所致。公司于 2019 年、2020 年及以后到期的长期借款金额分别为 31.96 亿元和 16.68 亿元，占比分别为 65.69%和 34.29%，存在一定集中偿付压力。

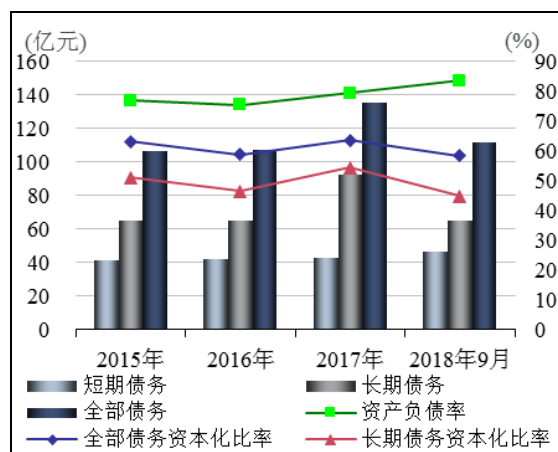
2015~2017 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 21.13%。截至 2017 年底，公司应付债券 43.74 亿元，同比下降 18.45%，主要系公司到期偿付私募债“15 迪马 01”所致。公司应付债券包括面值 20.00 亿元的一般公司债“15 迪马债”、面值合计 20.00 亿元的私募公司债和面值 4.00 亿元的中期票据“16 迪马实业 MTN001”；其中私募公司债和“16 迪马实业 MTN001”均将于 2019 年到期，合计面

值 24.00 亿元；“15 迪马债”将于 2020 年到期，面值 20.00 亿元；公司在应付债券方面也面临一定的集中偿付压力。

截至 2016 年底，公司新增长期应付款 3.07 亿元，为公司发起的“新东原物业资产支持计划”（以下简称“专项计划”）优先级部分募集资金待偿还额度。2016 年 9 月 29 日，专项计划共募集资金净额 4.30 亿元，其中，优先级资产支持证券募集资金 3.9 亿元，次级资产支持证券募集资金 0.4 亿元，次级部分由公司购买并承担差额补足义务。截至 2017 年底，公司长期应付款为 2.32 亿元，同比下降 24.36%，系公司偿付部分优先级资产支持证券募集资金所致。

截至 2018 年 9 月底，公司负债总额合计 404.49 亿元，较 2017 年底增长 35.76%，主要系预收款项增加所致。其中，公司预收款项为 187.09 亿元，较 2017 年底增长 131.71%，主要系公司房地产项目当期预售金额增加所致。从构成看，流动负债和非流动负债分别占 83.07%和 16.93%，流动负债占比较 2017 年底上升 15.51%。

图 3 近年公司债务负担情况



资料来源：公司财务报告

有息债务方面，2015~2017 年，公司有息债务规模持续增长，年均增长 12.50%，系为满足经营及投资活动的资金需求，公司对外融资规模扩大使整体有息债务增长较快所致。截至 2017 年底，公司有息债务规模达 134.84 亿元，

同比增长 26.04%，主要系长期债务增长所致，其中，短期债务为 42.46 亿元，长期债务为 92.38 亿元。从债务结构看，公司有息债务以长期债务为主，占比 68.51%。

债务指标方面，截至 2017 年底，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 79.32%、63.46% 和 54.33%，分别较上年末上升 4.12 个、4.87 个和 4.12 个百分点，公司整体债务负担有所上升。

截至 2018 年 9 月底，公司有息债务合计 111.37 亿元，较 2017 年底下降 17.40%，主要系长期债务减少所致；其中短期债务为 46.45 亿元，长期债务为 64.93 亿元。由于当期公司赎回一般公司债“15 迪马债”（发行额度为 20 亿元）和合计 4 期私募公司债（分别为“16 迪马 02”、“16 迪马 03”、“16 迪马 05”和“16 迪马 06”，发行额度合计 17 亿元），以及公司将未到期的“16 迪马 04”和“16 迪马实业 MTN001”重分类为一年内到期的非流动负债，公司应付债券余额降至 0，长期债务大幅下降，公司有息债务结构中长期债务占比下降至 58.30%。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 83.48%、58.18% 和 44.78%，由于当期公司签约销售面积扩大，预收款项实现大幅增长，公司资产负债率有所上升；不过受益于公司提前赎回大部分应付债券，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降，实际债务负担有所减轻。

总体看，2017 年之前，公司债务规模扩张较快，债务负担较重。2018 年以来，公司加大了债务净偿付力度，有息债务规模有所下降，偿债压力有所减轻。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入和营业成本均波动中有所增长，年均复合增长分别为 11.07% 和 12.12%。2016 年，公司实现营业收入 142.69 亿元，同比大幅增长 84.57%，主要

系当期公司房地产业务集中在四季度交付并结转收入所致。2017 年，公司实现营业收入 95.38 亿元，同比下降 33.16%，主要系当期公司房地产业务竣工交付面积减少、结转收入规模下降所致。公司其他板块业务经营正常，在营业收入中占比较小，对公司盈利能力影响不大。

2017 年，公司营业成本为 71.30 亿元，同比下降 38.67%，主要为房地产业务成本。同期，公司营业利润率为 19.49%，同比上升 7.19 个百分点，主要系当期交付结转项目毛利率较高，导致公司房地产业务毛利率上升所致。

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用波动增长，年均复合增长 6.61%。2017 年，公司期间费用总额 8.43 亿元，同比下降 1.65%，主要系销售费用下降所致。其中，销售费用下降 16.79% 至 4.05 亿元，主要系广告费和策划代理费下降所致；管理费用同比增长 24.69%；财务费用变化不大。销售费用占费用总额的 48.09%，公司费用总额仍以销售费用为主。公司费用收入比为 8.84%，较上年上升 2.83 个百分点。

非经常性损益方面，2017 年，公司资产减值损失 0.40 亿元，同比上升 61.47%，主要系计提的存货跌价损失增长所致。2017 年，公司实现投资收益-0.43 亿元，而 2016 年投资收益为 2.19 亿元，同比降幅较大，主要为权益法核算的长期股权投资收益下降所致。整体看，近年公司非经常性损益波动性较大。

2017 年，公司营业外收入为 0.19 亿元，营业外支出 0.20 亿元，2017 年，公司实现营业外收益-0.01 亿元。公司营业外收支规模较小，对公司利润影响有限。

2017 年，公司利润总额 9.54 亿元，同比下降 13.30%，主要系房地产业务结转收入大幅减少及所确认的投资收益大幅下降所致；公司当年按税法及相关规定计算的当期所得税为 4.80 亿元，递延所得税调整 1.67 亿元，所得税费用 3.13 亿元；同期公司净利润 6.42 亿元。

盈利指标方面, 2015~2017 年, 公司营业利润率分别为 20.47%、12.30%和 19.49%, 三年加权均值为 17.53%, 公司营业利润率波动中略有下降。公司总资本收益率及净资产收益率三年加权均值分别为 4.02%和 8.68%, 2017 年分别为 3.53%和 8.26%。

2018 年 1~9 月, 公司实现营业收入 46.47 亿元, 为 2017 年全年收入的 48.72%, 利润总额和净利润分别为 5.55 亿元和 3.34 亿元, 营业利润率为 27.74%。

总体看, 2017 年以来, 由于房地产业务结转规模下降, 营业收入有所下降; 公司期间费用占比有所上升, 期间费用控制能力有待提高; 公司利润规模波动中有所增长, 但整体盈利能力尚可。

5. 现金流及保障

经营活动方面, 2015~2017 年, 由于公司房地产业务预售规模变化, 公司经营活动现金流入量波动增长, 三年分别为 94.72 亿元、142.51 亿元和 125.62 亿元, 年均复合增长 15.16%。2015~2017 年, 由于公司并表项目支付土地款规模变化, 公司经营活动现金流出量也呈增长趋势, 三年分别为 93.15 亿元、129.73 亿元和 108.21 亿元, 年均复合增长 7.78%。2015~2017 年, 公司经营活动产生的现金流量净额分别为 1.58 亿元、12.77 亿元和 17.41 亿元, 公司经营活动现金流状况持续好转。近三年公司现金收入比分别为 116.30%、93.25%和 124.80%, 公司收入实现质量波动中有所提高。

投资活动方面, 2015~2017 年, 公司投资活动现金流入规模波动增长, 三年分别为 0.42 亿元、10.64 亿元和 7.20 亿元, 年均复合增长 313.80%。其中, 2016 年, 公司投资活动现金流入同比大幅增加 10.22 亿元, 主要系公司处置持有的东海证券股权收到现金净额 3.96 亿元、转让子公司重庆励致商业管理有限公司 100%股权收到现金净额 2.37 亿元及收回东海证券股权保证金 4.00 亿元所致; 2017 年, 由

于当期收回投资收到的现金较少, 公司投资活动现金流入量同比下降 32.27%。2015~2017 年, 公司投资活动现金流出规模快速增长, 三年分别为 15.35 亿元、21.44 亿元和 31.61 亿元, 年均增长 43.48%。2017 年, 公司投资活动现金流出同比增长 47.40%, 主要系合作项目往来款及借款增加所致。2015~2017 年, 公司投资活动现金流量净额分别为 -14.93 亿元、-10.81 亿元和 -24.40 亿元, 均表现为净流出且净流出规模波动中有所增长。

筹资活动方面, 公司筹资活动现金流入主要为取得的银行贷款, 公司筹资活动现金流出主要为偿还借款本息。2015~2017 年, 公司筹资活动现金流量净额分别为 3.63 亿元、1.52 亿元和 13.77 亿元。2017 年, 公司筹资活动现金流入 94.08 亿元, 同比下降 18.47%; 而筹资活动现金流出为 80.30 亿元, 同比下降 29.48 亿元; 由于当期公司偿还债务支付的现金较少, 公司筹资活动现金流量净额同比大幅增加 12.25 亿元。

2018 年 1~9 月, 公司经营活动现金流入量 159.73 亿元, 经营活动现金流量净额 36.33 亿元, 现金收入比 334.04%, 公司前三季度现金收入比较高, 主要系公司房地产项目一般在年初开始加大推售, 但交付期集中在年末所致。2018 年 1~9 月, 公司投资活动现金流入量 23.52 亿元, 主要为当期公司收回合作项目借款形成的收到其他与投资活动有关的现金; 同期, 公司投资活动现金流出量 22.99 亿元, 主要为当期公司向合作项目提供借款形成的支付其他与投资活动有关的现金; 公司投资活动现金净流入 0.53 亿元。2018 年 1~9 月, 公司筹资活动现金流入量 71.85 亿元, 筹资活动现金流净额 -23.21 亿元。

总体看, 近三年, 公司经营活动现金流状况持续好转, 而由于合作项目增多, 公司投资活动现金净流出规模扩大, 公司维持了一定规模的净筹资额。2018 年以来, 公司放缓了拿地节奏, 并加大了项目推售力度, 经营获现规模

增长较快，当期公司利用自有资金实现了部分债务净偿付，偿债压力有所减轻；不过考虑到公司当前在建项目情况，公司仍将存在一定的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司流动比率持续下降，三年分别为 186.35%、182.38%和 164.73%；速动比率则持续上升，三年分别为 41.68%、55.55%和 57.01%。2017 年，受公司经营活动现金流状况好转影响，公司经营现金流动负债比率上升至 8.65%。2018 年 9 月底公司流动比率、速动比率分别为 130.81%和 41.84%，公司速动比率偏低。公司流动资产中货币资金和存货占比较大，公司货币资金较为充裕，存货周转则受房地产市场波动影响大；同时，公司流动负债中预收款项占比大，主要为预售房款，短期并不具有强制偿还性。综合考虑公司资产和项目销售回款，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 规模波动增长，年均复合增长 10.64%，其中，2017 年，公司 EBITDA 规模为 10.88 亿元，同比下降 13.54%。2015 年~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.04 倍、1.57 倍和 1.30 倍，公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 11.98 倍、8.50 倍和 12.39 倍。公司 EBITDA 对利息的保障程度弱，对全部债务的保障程度较低，公司长期偿债指标较弱。整体看，公司债务负担较重，整体偿债能力一般。

截至 2018 年 9 月底，公司共获得的授信总额为 257.60 亿元，未使用额度 196.72 亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，作为上市公司，公司具有直接融资渠道。

截至 2018 年 9 月底，公司对外担保余额合计 1.36 亿元，担保比率为 1.70%，均为对合营、联营公司的担保，公司或有负债风险较低。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(机构信用代码: G10500108000023802)，截至 2018 年 12 月 11 日，公司无未结清不良信贷记录；公司存在三笔已结清关注类信贷记录，其中两笔关注类贷款系工商银行贷款，每笔金额 2000 万元，分别于 2005 年、2006 年列入关注；另外一笔关注类贷款系中国银行贷款，金额 2000 万元，于 2012 年列入关注；上述流贷被列入关注的原因均系贷款主体迪马股份当月报表利润指标相对较低，贷款行对其内部评级暂时下调所致。上述三笔贷款均已正常还本付息，未形成不良记录。另外，根据公司在公开市场过往履约情况，公司过往债务履约情况正常。

8. 抗风险能力

房地产行业受宏观政策影响大，虽城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。考虑到公司经营及财务状况，以及公司在项目储备、各区域市场定位和运作经验等方面的综合竞争实力，公司整体抗风险能力强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 5.6 亿元，占公司 2018 年 9 月底全部债务的 5.03%，占长期债务的 8.62%，本期中期票据的发行对公司现有债务结构影响不大。

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 83.48%、58.18%和 44.78%。以 2018 年 9 月底数据为基础，本期中期票据 5.6 亿元发行后，上述债务指标将分别上升至 83.67%、59.37%和 46.84%，公司债务负担略有加重。考虑到公司本期中期票据募集资金主要用于置换到期中期票据及银行借款，公司实际债务负担可能低于模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

若投资人选择在第二年末行使回售选择权,则第二年末和第三年末,公司需偿还本金金额均为2.8亿元,以下简称“分期偿还金额”;若投资人不选择行使回售选择权,或公司进行全比例双向回拨,则公司到期日偿还金额最高为5.6亿元,以下简称“最高偿还金额”。

2015年~2017年,公司经营活动现金流入量分别为最高偿还金额的16.92倍、25.45倍和22.43倍,分别为分期偿还金额的33.83倍、50.90倍和44.86倍;经营活动现金流量净额分别为最高偿还金额的0.28倍、2.28倍和3.11倍,分别为分期偿还金额的0.56倍、4.56倍和6.22倍。公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对本期中期票据最高偿还金额和分期偿还金额保障程度均较好。

2015年~2017年,公司EBITDA分别为8.89亿元、12.59亿元和10.88亿元,分别为最高偿还金额的1.59倍、2.25倍和1.94倍,分别为分期偿还金额的3.17倍、4.49倍和3.89倍。公司EBITDA对本期中期票据最高偿还金额和分期偿还金额保障程度均较好。

本期中期票据由公司所持有的重庆迪马工业有限责任公司100%股权进行质押担保,重庆迪马工业有限责任公司100%股权评估价值为10.58亿元,为本期中期票据最高偿还金额的1.89倍,能够完全覆盖本期中期票据发行额度,有利于进一步保障本期中期票据本息偿付的安全性。

总体看,公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对本期中期票据保障程度均较好;公司EBITDA对本期中期票据保障程度较好。本期中期票据由公司所持有的重庆迪马工业有限责任公司100%股权进行质押担保,有利于进一步保障本期中期票据本息偿付的安全性。

十一、结论

公司作为西南地区民营上市公司,在房地产和专用车两大业务板块方面均具备一定竞争力。

公司旗下“东原”品牌在西南区域具有较高知名度,2017年,由于房地产业务竣工交付面积减少、结转收入规模下降,公司房地产业务收入有所下滑,不过,公司加快推进优势区域布局,扩大华中、华东等重点核心城市占比,公司房地产业务易受单一市场波动影响的风险已有所降低。同时,受行业景气度和部分专用车市场政策影响,公司专用车业务收入和毛利率均有所下滑。

目前公司资产以流动资产为主,其中存货占比大,货币资金较为充裕,资产受限程度不高,整体资产质量尚可;公司经营活动现金流状况持续好转,不过,公司债务负担较重,在建拟建项目较多,未来投资仍需保持较大支出,或存在一定的外部融资压力。

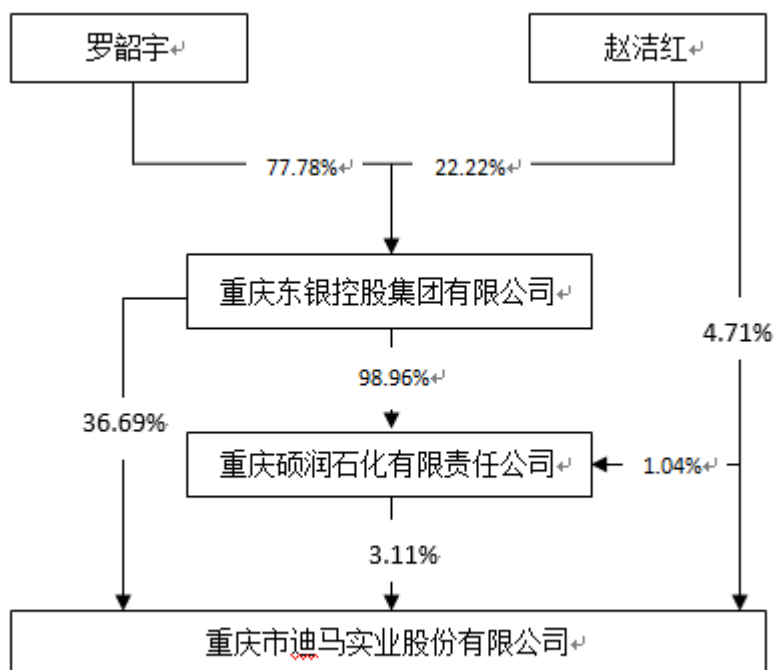
目前,中国华融资产管理股份有限公司重庆市分公司对公司控股股东的重组工作正有序推进;公司在经营、财务、管理等方面与控股股东保持相对独立。另外,公司加快推进优势区域布局,扩大华中、华东等重点核心城市占比,公司房地产业务易受单一市场波动影响的风险已有所降低,公司房地产项目储备质量较好,未来随着在建项目陆续销售和交付,公司收入规模较有保障,整体信用状况有望保持良好。

本期中期票据发行额度对公司现有债务结构有一定影响。公司经营活动现金流和EBITDA对本期中期票据最高偿还金额和分期偿还金额保障程度均较好。

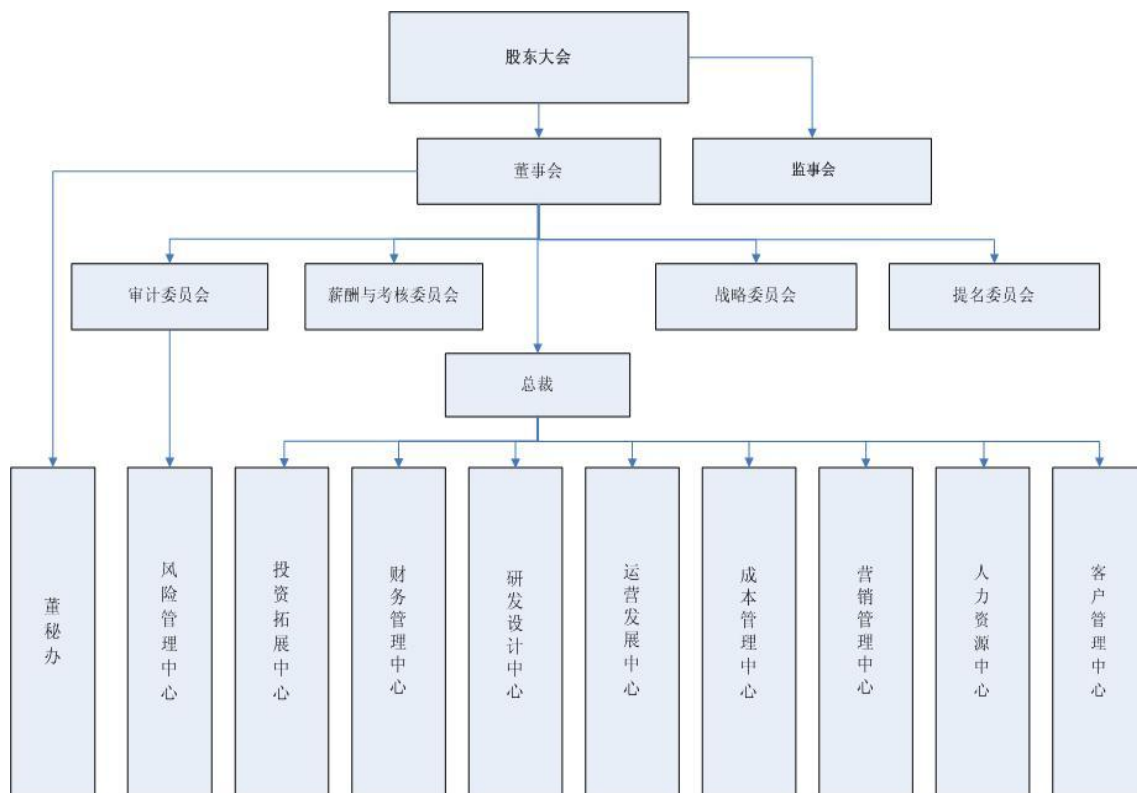
本期中期票据由公司所持有的重庆迪马工业有限责任公司100%股权进行质押担保,有利于进一步保障本期中期票据本息偿付的安全性。

综合分析,联合资信认为,本期中期票据到期不能偿还的风险低,安全性高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	34.11	39.48	48.54	62.74
资产总额(亿元)	267.72	304.99	375.59	484.54
所有者权益(亿元)	62.40	75.63	77.66	80.05
短期债务(亿元)	41.52	41.83	42.46	46.45
长期债务(亿元)	65.02	65.15	92.38	64.93
全部债务(亿元)	106.54	106.99	134.84	111.37
营业收入(亿元)	77.31	142.69	95.38	46.47
利润总额(亿元)	6.90	11.01	9.54	5.55
EBITDA(亿元)	8.89	12.59	10.88	--
经营性净现金流(亿元)	1.58	12.77	17.41	36.33
财务指标				
销售债权周转次数(次)	21.62	16.39	10.37	--
存货周转次数(次)	0.28	0.57	0.34	--
总资产周转次数(次)	0.29	0.50	0.28	--
现金收入比(%)	116.30	93.25	124.80	334.04
营业利润率(%)	20.47	12.30	19.49	27.74
总资本收益率(%)	3.80	4.99	3.53	--
净资产收益率(%)	7.47	10.20	8.26	--
长期债务资本化比率(%)	51.03	46.28	54.33	44.78
全部债务资本化比率(%)	63.06	58.58	63.46	58.18
资产负债率(%)	76.69	75.20	79.32	83.48
流动比率(%)	186.35	182.38	164.73	130.81
速动比率(%)	41.68	55.55	57.01	41.84
经营现金流动负债比(%)	1.13	7.97	8.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.04	1.57	1.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.98	8.50	12.39	--

注：2018 年前三季度财务报表未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 重庆市迪马实业股份有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

重庆市迪马实业股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

重庆市迪马实业股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对重庆市迪马实业股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，重庆市迪马实业股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注重庆市迪马实业股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现重庆市迪马实业股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对重庆市迪马实业股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如重庆市迪马实业股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对重庆市迪马实业股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与重庆市迪马实业股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。