跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 881 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持重庆市迪马实业股份有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“16迪马实业MTN001”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月十五日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

重庆市迪马实业股份有限公司
跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 迪马实业 MTN001	4 亿元	2016/02/25-2019/02/25	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 15 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	43.30	34.11	39.48	53.57
资产总额(亿元)	233.96	267.72	304.99	328.14
所有者权益(亿元)	61.20	62.40	75.63	76.49
短期债务(亿元)	51.83	41.52	41.83	48.20
长期债务(亿元)	32.94	65.02	65.15	76.34
全部债务(亿元)	84.77	106.54	106.99	124.54
营业收入(亿元)	72.46	77.31	142.69	14.19
利润总额(亿元)	7.62	6.90	11.01	0.90
EBITDA(亿元)	9.16	8.89	12.59	--
经营性净现金流(亿元)	-6.20	1.58	12.77	2.70
营业利润率(%)	17.98	20.47	12.30	14.86
净资产收益率(%)	9.16	7.47	10.20	--
资产负债率(%)	73.84	76.69	75.20	76.69
全部债务资本化比率(%)	58.07	63.06	58.58	61.95
流动比率(%)	167.11	186.35	182.38	184.05
经营现金流动负债比(%)	-4.53	1.13	7.97	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.26	11.98	8.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.17	1.04	1.57	--

注：1. 公司 2014 年财务数据采用 2015 年期初数；
2. 2017 年一季度财务报表未经审计。

分析师

牛文婧　卢谋华
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

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。跟踪期内，公司房地产业务规模持续扩大，土地储备充足，2016年受益于房地产行业回暖以及公司结转项目的增加，公司营业收入快速增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“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，存货规模加大，在建项目未来资本支出压力大等因素可能给公司经营带来的不利影响。

公司房地产项目储备质量较好，未来随着在建项目陆续达到预售条件后开始销售以及预售项目的交付结转，公司收入规模有所保障，整体信用状况有望保持良好，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16迪马实业MTN001”AA的信用等级。

优势

1. 公司旗下“东原”品牌和专用车业务在西南区域具有较高知名度。
2. 跟踪期内，受益于房地产行业回暖以及公司结转项目的增加，公司营业收入快速增长。
3. 公司预收款项规模大，为未来收入提供了一定支撑。
4. 公司经营活动现金流及 EBITDA 对“16迪马实业 MTN001”覆盖程度高。

关注

1. 近期政府加大对房地产市场调控力度，政策面影响不确定较大。
2. 公司项目所在区域中西南地区占比仍较高，易受单一区域房地产政策及市场变化影响，且存在库存压力。
3. 公司债务负担较重，且在建项目较多，未来存在一定资本支出压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由重庆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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照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主体长期信用及“16 迪马实业 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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“重庆市迪马实业股份有限公司”，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，证券代码 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。

2014 年 4 月 18 日，迪马股份获得了中国证监会证监许可【2014】20 号《关于核准重庆市迪马实业股份有限公司向重庆东银控股集团有限公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》文件，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；公司非公开发行 43942 万股新股募集本次发行股份购买资产的配套资金，本次发行价格为 3.15 元/股。截至 2014 年 8 月 29 日，迪马股份共计募集货币资金 138417.98 万元，扣除与发行有关的费用 4291.89 万元，迪马股份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 2017 年 3 月底，公司总股本为 241886.00 万元。其中，东银控股持股 36.24%，为公司控股股东，公司实际控制人为罗韶宇。

公司主营业务为：房地产开发（按资质证书核定期限经营）；制造、销售运钞车、特种车及零部件（按国家行业主管部门批准的车型组织生产、销售），上述汽车售后服务；销售汽车（不含九座及以下乘用车）等。

截至 2017 年 3 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、董秘办公室等 10 个职能部门（见附件 1-2），拥有一级子公司 24 家。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 304.99 亿元，所有者权益 75.63 亿元（含少数股东权益 7.96 亿元）；2016 年公司实现营业收入 142.69 亿元，利润总额 11.01 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额 328.14 亿元，所有者权益 76.49 亿元（含少数股东权益 7.96 亿元）；2017 年 1~3 月公司实现营业收入 14.19 亿元，利润总额 0.90 亿元。

公司注册地址：重庆南岸区长电路8号；法定代表人：向志鹏。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

跟踪期内，公司存续债为2016年2月25日发行的“16迪马实业MTN001”（以下简称“本期中期票据”），发行额度4亿元，期限3年，扣除发行费用后净募资额约3.99亿元。本期中期票据所募资金在2016年3月均已按照募集计划进行使用，其中，用于东原湖山樾项目建设资金合计2.50亿元，用于东原桐麓项目建设资金合计1.49亿元。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定

性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

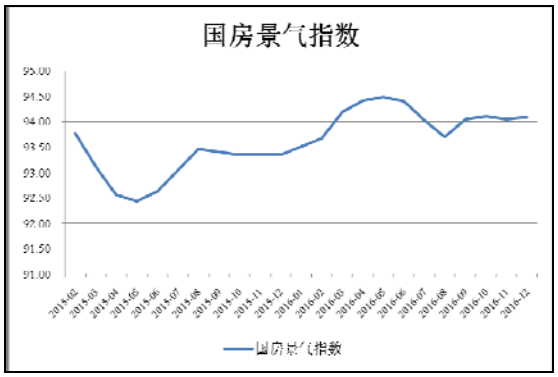
五、行业及区域经济环境

1. 房地产行业

（1）行业概况

2015年，在延续2014年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，房地产开工面积增速和投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。2016年上半年，房地产宽松政策的出台有效刺激了购房需求，成交大幅回升，市场预期向好。2016年10月以来，随着北京、天津、南京、武汉等22个城市先后发布新楼市调控政策、信贷政策从严，房地产市场景气度迅速降低，总体房价涨速趋缓，不同城市出现分化。

图 1　2015 年以来国房景气指数（频率：季）



资料来源：Wind资讯

2016年，房地产开发投资增速有所增长，全年房地产开发投资10.26万亿元，同比增长6.90%；其中住宅投资6.46万亿元，同比增长6.40%。同期，全国房屋新开工面积16.69亿平方米，同比增长8.38%；其中住宅新开工面积11.59亿平方米，同比增长8.32%。

房地产销售方面，2016年销售增速呈现先升后降的态势。2016年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016年10月以来，在政策从紧的影响下，销售增速有所回落。2016年全年商品房销售面积为15.73亿平方米，同比增长22.41%；共实现销售额11.76万亿元，同比增长34.80%。

（2）房地产供求与信贷环境

2015年，中国房地产市场区域分化较为严重，整体仍呈现供大于求，库存升至历史高位。其中，一线城市仍房价畸高，部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩、库存较高，房价承压。同期的土地成交市场偏弱，全国房地产开发企业土地购置面积为22811万平方米，同比下降31.70%，降幅扩大；土地成交价款为7622亿元，同比下降23.9%。分季度看，随着销售好转，2016年第三季度至第四季度土地购置面积降幅逐步小幅收窄，全年土地投资呈现出前低后高的走势。2016年上半年，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政，刺激了购房需求的大幅增长，房地产行业景气度迅速提升，一定程度上减缓了三、四线城市库存高企的压力。

2016年10月以来，随着不同地区限购限贷政策的出台，各地房地产市场出现分化，全国房地产市场景气度迅速降低。

近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2015年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为21.0万亿元，同比增长21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款3.60万亿元，较上年增加0.84万亿元，占各项贷款新增额的30.6%，其规模较上年有所扩大。2016年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为26.68万亿元，同比增长27.00%，增速进一步上涨；全年新增房地产贷款5.67万亿元，较上年增加2.07万亿元，新增规模进一步扩大。保障房信贷方面，截至2015年底，全国保障性住房开发贷款余额为1.8万亿元，同比增长59.5%（增速提升2.3个百分点）。截至2016年底，全国保障性住房开发贷款余额为2.52万亿元，同比增长38.30%，增速有所回落。

（3）政策环境

2015年，国家进一步导向稳增长、调结构，积极聚焦于促消费，鼓励自住和改善性需求。2015年2月5日，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施。2015年3月1日起，央行年内首次降息0.25个百分点。2015年3月30日，央行、住建部、银监会联合下发《中国人民银行住房城乡建设部中国银行业监督管理委员会关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，发布了二套首付降为40%，首套房公积金贷款首付降为20%，二套房公积金贷款首付降为30%，财政部、国税总局将个人出售住房免征营业税由5年调整为2年以上。2015年4月20日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015年5月11日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，这一调整使商业房贷利率调整到了5.65%，住房公积金贷款利率调整到3.75%。2015年以来，多次降息降准提振了市场信心。2015年10月29日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对居住功能需求和住房的升级需求。

2016年上半年，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2016年2月2日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“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19日，财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为90平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为90平方米以上的，减按1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为90平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为90平方米以上的，减按2%的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足2年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买2年以上（含2年）的住房对外销售的，免征营业税。2016年10月以来，北京、天津、南京、武汉等22个城市先后发布新楼市调控政策，信贷政策有所收紧，受此影响，房地产市场明显降温。

总体看，2015年以来房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，同时融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。2016年上半年，在房地产宽松政策的带动下，市场成交稳步提升，但进入10月以来，受行业政策和信贷政策紧缩的影

响，房地产市场景气度迅速回落。

未来，预计宏观调控将逐步回归市场化，长效机制将逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。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，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

（4）行业关注

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，根据Wind资讯整体法计算，2015年前三季度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。

市场格局持续分化，中小型房企风险加大

近年来，国内房地产市场出现明显的地区分化，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓，部分地区去化压力较大；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。与此同时，在2016年房地产行业政策频繁调控的背景下，市场景气度波动较大，行业风险有所增加。2016年10月以来，限购政策抑制了房地产市场的快速发展，债券融资渠道亦有所收紧。与大型房地产企业相比，中小民营企业整体资金实力和抗风险能力较弱，未来可能面临更大的经营风险和整合风险。

房地产库存仍处于高位，存在结构性失衡

自2015年下半年，各地逐步放宽房地产调控政策，全国库存去化周期开始下降，进入2016年以来，受前期政策延续及进一步宽松政策出台的影响，去化周期进一步下降，但整体库存量仍处于高位。同时，全国房地产市场分化严重，存在结构性失衡，一线城市及一线周边热点城市去化快，甚至处于库存短缺状态，而大多数三四线城市去化较慢，存在较大压力。

（5）行业发展

融资渠道收紧，行业风险加大

随着新一轮调控政策出台，三四线城市库存高企、一二线城市受调控，融资渠道收紧，中小型房地产企业面临的筹融资压力和销售压力加大，房地产行业整体风险水平将有所上升。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，行业经营模式转型已为大势所趋。但目前经营模式的创新整体仍处于试水阶段，包括养老+地产、园区地产及互联网+房地产等方式，由于地产开发资金需求日趋明显，金融和地产的融合也逐步加大。

综合来看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。长期来看，人口结构等因素将扮演重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大。未来几年，预期二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业有望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。

2. 专用车行业

随着我国经济的快速增长，商用汽车市场持续快速增长，2007~2016 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。2016 年 1~11 月，公路物流类、土建工程类及市政环卫类专

用车产量分别为 76.5 万辆、5.9 万辆和 94.7 万辆，其中公路物流类和市政环卫类专用车均已超过上年全年产量，而土建工程类继续保持下滑态势。

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，2016 年产量分别为 58.5 万辆和 24.9 万辆，分别同比增长 12.89%和 45.30%。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，2016 年产量为 2.61 万辆，同比大幅增长 31.64%；邮政车、运钞车、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，2016 年运钞车产量为 5386 辆，较上年变动不大。

土建工程类专用车以混凝土搅拌运输车、工程车和汽车起重机车为主，2016 年产量分别为 2.44 万辆、1.25 万辆和 1.08 万辆，分别较上年减少 1.06 万辆、减少 0.49 万辆和增加 0.27 万辆。从长期来看，混凝土搅拌运输车、汽车起重机车产量呈下降态势；工程车等车型市场表现较好。

市政环卫类专用车产量呈快速增长态势，2016 年，车厢可卸式垃圾车、压缩式垃圾车、自卸式垃圾车和洒水车产量较高，分别为 1.77 万辆、1.30 万辆、1.22 万辆和 1.21 万辆。车厢可卸式垃圾车、压缩式垃圾车呈持续快速增长态势，洒水车、自卸式垃圾车、清障车等车型呈波动式发展。随着居民小区对环境要求更高，可卸车便于进入小区，市场呈快速增长态势。政策方面，《物流业中长期规划（2014-2020 年）》、《关于促进快递业发展的若干建议》、《十三五旅游业发展规划》、《关于加快应急产业发展的意见》等，为物流运输、冷链、市政环卫、半挂车、旅居车及抢险车等各类专业用途的车辆提供了广阔的市场需求。

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。

尽管专用车行业长期市场需求旺盛，但由于行业的周期性规律，中汽中心北工部预测，2017 年，各主要用途的专用汽车销量将比 2016 年呈小幅下滑态势，公路物流类运输车为 80 万辆，土建工程车位 6.5 万辆，市政环卫类为 9.8 万辆，其他各用途专用车为 8.8 万辆。

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；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。

六、重大事项

2015 年 12 月，公司公告《非公开发行 A 股股票预案》，拟以每股价格不低于 6.80 元向不超过 10 名特定对象非公开发行股票募集不超过 20 亿元，募集资金拟用于投资新型军用特种车辆生产建设项目、外骨骼机器人产业化项目及偿还公司债务。若发行完成，则东银控股直接持股比例不低于 33.21%，罗韶宇先生控制公司不低于 40.36%的股权，控股股东仍为东银控股，实际控制人仍为罗韶宇先生。

2016 年 6 月 28 日，公司收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）出具的《中国证监会行政许可申请受理通知书》（161625 号），中国证监会决定对该行政许可申请予以受理。2016 年 8 月 10 日，公司收到中国证监会出具的《中国证监会行政许可项目审查反馈意见通知书》（161625 号），要求公司就有关问题作出书面说明和解释，并在 30 日内向中国证监会提交书面回复意见。

结合近期国内证券市场变化情况，公司决定对本次非公开发行的相关要素进行调整，并向中国证监会报送了中止审查申请。2016 年 8 月 26 日，公司发布《关于修订非公开发行股票方案、预案及可行性分析报告的公告》，决定对本次非公开发行 A 股股票方案、预案及可行性分析报告进行调整，上述调整事项得到了公司 2016 年第五次临时股东大会审议通过。根据调整后的方案，本次公司拟以每股价格不低于 5.99 元向不超过 10 名特定对象非公开发行股票募集不超过 10.73 亿元，拟用于投资新型军用特种车辆生产建设项目和外骨骼机器人产业化项目，取消了以募集资金偿还公司债务的安排。

2017 年 2 月 21 日，公司发布《非公开发行 A 股股票预案》，明确了认购对象为威海保利科技防务股权投资中心（有限合伙）（简称“威海保利”）和保利壹期（固安）基金管理中心（有限合伙）（简称“保利壹期”），威海保利协议认购金额为 5.64 亿元，保利壹期协议认购金额为 5.09 亿元，双方合计认购金额为 10.73 亿元。威海保利和保利壹期的普通合伙人均为保利科技防务投资有限公司，双方构成一致行动关系，本次非公开发行完成后，双方将合计持有公司 6.59%股份，本次非公开发行构成关联交易。2017 年 3 月 11 日，公司 2017 年第一次临时股东大会审议通过了本次非公开发行相关议案。

表1　调整后的公司非公开发行股票募集资金用途方案

（单位：万元）

项目	拟投资额	募集资金使用额度
新型军用特种车辆生产建设项目	102847	72265
外骨骼机器人产业化项目	50290	34990
合计	**153137**	**107255**

资料来源：公司提供

公司本次非公开发行 A 股股票已于 2017 年 5 月 3 日获得中国证券监督管理委员会（简称“中国证监会”）受理，但尚需经中国证监会核准。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

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，公司主营业务分三大块，分别是专用车业务、房地产业务及绿化装饰工程业务，其中专用车业务和房地产业务占比较大，2016 年两项业务占主营业务收入比重分别为 6.21%和 93.64%。

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。

2016 年，公司实现房地产营业收入 133.04 亿元，同比增长 98.15%，收入占比亦呈现增长态势，房地产开发业务作为公司核心主营业务的地位愈发突出。2016 年，公司房地产业务毛利率为 17.90%，同比下降 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。受公司结转项目所在区域及业态等因素影响，公司房地产业务毛利率出现一定程度下滑。

专用车制造和销售属公司传统业务。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。2016 年，该板块实现收入 8.82 亿元，同比下降 4.55%；同期，受行业景气度下滑影响，该板块毛利率水平有所下降，为 26.71%。跟踪期内，专用车业务收入占比在房地产业务增长的情况下大幅下降，2016 年收入占比仅为 6.21%。

公司绿化装饰工程业务收入依赖于房地产业务，2016 年实现收入 0.21 亿元，同比增长 113.38%；毛利率与市场整体毛利基本趋同，为 14.64%。

2017 年 1~3 月，公司共实现主营业务收入 13.85 亿元，较去年同期的 11.12 亿元增长 24.55%，为 2016 年全年的 9.75%；毛利率为 17.27%，毛利率水平较 2016 年略有下降。

表 2　2015~2016 年及 2017 年 1~3 月公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

主营业务	2015 年			2016 年			2017 年 1~3 月		
	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	0.77	5.56	26.26
房地产业务	67.14	87.79	25.85	133.04	93.64	17.90	13.03	94.08	16.77
绿化装饰工程业务	0.10	0.13	7.63	0.21	0.15	14.64	0.05	0.36	9.17
合计	**76.48**	**100.00**	**26.15**	**142.07**	**100.00**	**18.45**	**13.85**	**100.00**	**17.27**

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，受益于房地产结转规模的增加，公司营业收入快速增长；但受房地产行业“营改增”以及结转项目结构的变化，毛利率水平有所下降。目前公司正通过深耕武汉、长三角等高毛利区域并加大开发低密度改善性住宅、社区配套商业等业态产品，以缓解房地产业务毛利率下降的趋势。同时，联合资信也关注到，2016 年 9 月 30 日以来房地产行业调控政策持续加码，一线及重点二线城市拿地及项目开展难度加大，且目前公司在西南地区项目占比仍较大，易受所在区域房地产市场波动影响，盈利规模可能出现波动。

2. 房地产业务

项目建设开发情况

从项目开发数据来看，2016 年，公司新开工面积 49.65 万平方米，同比下降 53.60%，2016 年公司新开工面积大幅下降，但开工楼盘集中在上海、苏州、武汉等地，总货值仍旧保持较高水平；期末在建面积由 201.82 万平米降至 88.26 万平方米。2016 年，公司竣工面积有所下降，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。

表 3　2014～2017 年 3 月公司房地产开发数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1~3 月
新开工项目（个）	3	5	7	1
新开工面积（万平方米）	150.64	107.00	49.65	16.65
竣工面积（万平方米）	103.5	200.86	163.21	0.50
期末在建面积（万平方米）	295.76	201.82	88.26	104.41

资料来源：公司提供

注：上述开发数据统计口径均为公司并表范围项目。

截至 2017 年 3 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 10 余个地产项目，总竣工面积超过 630 万平方米。截至 2017 年 3 月底，公司共有在建项目 16 个（含合作不并表项目），具体见下表。

表 4　截至 2017 年 3 月底在建项目基本情况（单位：万平方米）

序号	项目名称	销售名称	现状	地区	总建筑面积	开工时间	完工时间	累计竣工面积	已售面积	剩余达可售条件面积
1	上海惠南	东原逸墅	在建	上海	18.33	2015.10 2016.01	别墅：2017.06 高层：2017.10	--	10.43	5.38
2	C13	灏景湾	在建		6.61	2016.08	2018.04	--	2.64	0.72
3	C16	桐南美麓	在建		24.86	2017.01	2018.11	--	--	--
4	苏州黄桥	东原千浔	在建	苏州	17.61	2016.10	2019.01	--	--	--
5	纳帕溪谷	逸城亲水生态住宅	在建	武汉	37.75	西区：2008.02 东区一期：2013.09 东区二期：2014.04 东区三期：2016.05	西区：2015.12 东区一期：2015.10 东区二期：2016.03 东区三期：2017.12	30.67	21.48	1.27
6	武汉南湖	东原晴天见	在建		17.60	2015.01	2016.12、2017.10	7.73	13.12	0.09
7	武汉双建村	东原湖光里	在建		27.01	2015.03、2016.01	2016.12、2018.03	17.74	21.40	0.98
8	香山	东原•香山	1-4 期竣备，5 期在建	重庆	46.38	一期：2007.08 二期：2009.11 三期：2010.03 四期：2010.09 五期：2017（预计）	一期：2009.12 二期：2010.12 三期：2011.12 四期：2012.07 五期：2019	19.42	16.40	0.23
9	北碚蔡家	东原•嘉阅湾	在建		64.03	一期 1-1：2012.05 一期 1-2：2015.04 一期 1-3：2016.09 二期 2-1：2018.07 二期 2-2：2015.12 三期、四期待定	一期 1-1：2015.09 一期 1-2：2016.12 一期 1-3：2019.01 二期 2-1：2020.08 二期 2-2：2017.12 三期、四期待定	13.43	10.45	1.03
10	肖家沟	湖山樾	在建		52.13	一期：2014.04 二期：2016.03、2017 三期：暂定	一期：2016.04 二期：2017.11 三期：暂定	28.07	27.73	3.94
11	东原•晴天	东原晴天	在建		1.61	一期：2016.04 二期：待定	2017.10 二期：待定	--	0.93	0.68
12	大竹林项目	江山樾	在建		93.21	2016.05	2021.06	--	7.07	9.83
13	弹子石项目	铂悦澜庭	在建		61.28	2017.03	2022.12	--	--	--
14	金马项目	东原•金马湖壹号、西岸	1-2 期竣备，其余拟建	成都	72.18	2011.02	2019.10	32.34	21.54	5.24

15	时代校园广场项目	东原晴天见	在建		35.69	2016.05	2019.11	--	10.35	2.64
16	绵阳东原城	绵阳东原城	在建		45.99	2017.03	2021.02		4.75	23.75
合计	--	--	--	--	**622.27**	--	--	**141.67**	**168.29**	**55.78**

资料来源：公司提供

注：1、剩余达可售条件面积：指已取得预售许可证，截至 2017 年 3 月底未签约面积。

2、公司在建项目中 C13 灏景湾项目、C16、苏州黄桥和大竹林项目因达不到控制条件并未并表。

从在建项目投资情况来看，截至 2017 年 3 月底，公司在建项目计划总投资额 420.05 亿元，分区域看，重庆区域、成都区域、武汉区域和上海区域计划投资占比分别为 50.37%、11.92%、12.21%和 25.50%。目前在建项目已完成投资额 207.11 亿元，尚需投资额 212.96 亿元，其中重庆区域尚需投资额为 145.02 亿元，占比 68.10%，公司未来资本支出压力较大。

表 5　截至 2017 年 3 月底公司在建房地产项目投资情况（单位：亿元）

序号	销售名称	地区	总投资金额	已投资金额	尚需投资金额
1	东原逸墅	上海	26.66	24.50	2.16
2	灏景湾		7.74	5.04	2.70
3	桐南美麓		43.70	26.07	17.63
4	东原千浔	苏州	29.00	21.22	7.78
5	逸城亲水生态住宅	武汉	26.28	20.87	5.41
6	东原晴天见		10.72	8.79	1.94
7	东原湖光里		14.30	12.19	2.12
8	东原香山	重庆	22.32	14.50	7.82
9	嘉阅湾		33.46	16.41	17.05
10	湖山樾		41.82	0.88	40.94
11	晴天		1.27	0.55	0.72
12	江山樾		75.23	27.72	47.51
13	铂悦澜庭		37.47	6.50	30.98
14	金马湖项目	成都	23.09	11.59	11.50
15	绵阳东原城		14.24	5.81	8.43
16	东原晴天见		12.75	4.47	8.27
合计	--	--	**420.05**	**207.11**	**212.96**

资料来源：公司提供

注：公司在建项目中 C13 灏景湾项目、C16、苏州黄桥和大竹林项目因达不到控制条件并未并表。

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，目前投资占比最大，但为了分散风险以及增强盈利能力，公司在成都、武汉和上海投资规模有所上升，且公司对于长三角主要二线城市加大了投资规划力度。同时，公司目前主要在建项目规模较大，资金需求大。

房产销售情况

从销售数据来看，跟踪期内，公司达预售条件项目数量增长至 16 个，随着公司加大推售力度，2016 年公司实现协议销售面积从 2015 年的 74.58 万平方米大幅上升至 117.96 平方米，同比增长 58.17%；当期公司实现协议销售

金额 131.20 亿元，同比增长 89.73%。

从结转情况来看，随着竣备交付项目数量的增加以及结转面积的增长，2016 公司结转收入大幅增长态势，同比增长 98.15%，为 133.04 亿元。2016 年公司结转面积 144.62 万平方米，同比增长 84.84%。

表 6　2014～2017 年 3 月公司房地产销售数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
达预售项目（个）	12	13	16	9
协议销售面积（万平方米）	70.60	74.58	117.96	20.74
协议销售金额（亿元）	67.80	69.15	131.20	20.69
协议销售均价（元/平方米）	9603.40	9271.92	11122.59	9974.72
完成交付项目（个）	6	11	20	13
结转收入面积（万平方米）	74.86	78.24	144.62	11.80
结转收入（亿元）	61.54	67.14	133.04	13.03
平均结算销售均价（元/平方米）	8220.68	8581.29	9199.28	11042.37

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地区占比逐渐提高所致。2016 年，公司协议销售均价有所上升，至 11122.59 元/平方米。

2017 年 1~3 月，公司达到预售条件项目数量为 9 个，实现协议销售面积 20.74 万平方米，协议销售金额 20.69 亿元，协议销售均价为 9974.72 元/平方米；当期完成交付项目 13 个，结转收入面积 11.80 万平方米，实现结转收入 13.03 亿元。

由于公司主营业务收入近 80%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，跟踪期内，公司房产销售仍主要集中在重庆地区，公司区域收入集中度较高，这使得公司一方面可以通过深耕获得区域性的竞争优势，但也会使公司房地产开发收入难以避免的受到区域房地产政策和区域经济发展的影响。近年来，为了防范单一区域的风险，公司在华中及华东核心城市投资有所增加。未来上述区域实现销售后，公司收入过于集中单一区域的风险将显著降低。

表 7　2014~2017 年 3 月公司分地区房产销售收入情况（单位：亿元）

地区	2012 年	2013 年	2016 年	2017 年 1~3 月
重庆	51.26	40.12	70.57	5.05
武汉	6.92	16.40	37.77	7.08
成都	3.35	10.61	9.73	0.86
上海	--	--	14.97	0.04
合计	**61.54**	**67.14**	**133.04**	**13.03**

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，公司可售面积 115.70 万平米，按照过去三年销售平均增速测算，基本可以满足一年销售需求。

表 8　截至 2017 年 3 月底公司主要在售项目情况（单位：万平方米、%）

项目名称	区域	项目业态	总可售面积	已预售面积	可供出售面积
东原逸墅	上海	住宅、商业	15.81	10.43	5.38
灏景湾		住宅、商业	3.36	2.64	0.72
逸城亲水生态住宅	武汉	住宅、商业	26.37	21.48	1.27
东原晴天见		住宅、商业	16.03	13.12	0.09
湖光里		住宅、底商	27.01	21.40	0.98
东原时光道		住宅、商业	22.28	18.24	0.75
东原 1891	重庆	住宅、商业	29.68	14.42	10.68
嘉阅湾		住宅、商业	51.11	10.45	1.03
九城时光		住宅、商业	25.29	21.34	3.94
翡翠明珠		住宅、商业	32.77	30.49	2.28
东原桐麓		住宅、商业	17.58	11.55	6.03
东原 D7		住宅、商业	122.77	111.39	11.38
湖山樾		住宅、商业	45.87	27.73	3.94
ARC		住宅、商业	17.12	15.66	1.46
江山樾		住宅、商业	93.21	7.07	9.83
晴天		住宅、商业	1.61	0.93	0.68
东原时光道	成都	住宅、商业	27.89	18.04	9.85
金马湖项目（金马湖壹号、西岸）		住宅、商业	65.29	21.54	5.24
东原亲亲里		住宅、商业	16.55	10.26	6.29
绵阳东原城		住宅、商业	28.50	4.75	23.75
东原晴天见		住宅、商业	30.78	10.35	2.64
开元观邸-香屿、长洲、长岛		住宅、商业	52.20	44.71	7.49
合计	--	--	**769.08**	**447.99**	**115.70**

资料来源：公司提供

注：总可售面积为项目预计总可销售面积，包括已取得预售证和尚未取得预售证部分。

总体看，公司房产销售中重庆地区占比仍较大，经营区域比较集中，受重庆地区房地产政策和区域经济发展影响大；未来，随着公司成都、武汉、上海等地项目的发展以及公司加大开发低密度改善性住宅、社区配套商业等业态产品，公司受单一市场波动影响大的状况有望改善。

土地储备情况

2016 年，公司通过招拍挂、收购兼并等方式先后取得了 14 块土地，土地面积合计 93.08 万平方米，同比增长 110.11%。公司新增土地储备仍多以住宅用地和商住用地为主。从区域分布来看，新增土地储备主要集中在武汉和重庆，同时在上海、苏州、杭州等区域也有少量布局。从土地获取价格来看，由于上海、苏州和杭州属于核心一二线城市，因此地价较高；重庆和武汉的地价成本相对较低。2017 年一季度，公司新增两块土地储备，分别位于江苏省太仓市和重庆市大渡口区，土地面积合计 8.31 万平方米。截至 2017 年 3 月底，公司土地储备面积合计 64.20 万平方米，公司土地储备保持了适宜规模。

公司住宅项目开发周期较快，一般是拿到地块后，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 9　2015～2017 年 3 月底公司取得大宗土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

序号	取得时间	土地面积	规划建筑面积	所处区域	土地使用性质	取得方式（股权收购/招拍挂/二级市场地购买）	楼面地价	享有权益
1	2015 年 6 月	32.6	63.6	重庆北部新区大竹林	二类居住用地、商业用地	招拍挂	3664.00	30
2	2015 年 9 月	1.9	4.4	上海沪南路	商住用地	股权收购	2727.00	70
3	2015 年 10 月	1.0	5.0	南京市建邺区	商住用地	招拍挂	20148.00	100
4	2015 年 12 月	8.8	15.9	上海奉贤金海路项目	居住用地	招拍挂	14597.20	30
5	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
6	2016 年 4 月	6.99	11.19	苏州	居住用地	招拍挂	16627.00	23.97
7	2016 年 5 月	1.96	4.5	上海奉贤南桥新城	商住用地	股权收购	--	33
8	2016 年 6 月	4.6	10.13	杭州市余杭区	住宅用地	招拍挂	18200.00	100
9	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	33.3
10	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
11	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
12	2016 年 8 月	2.35	4.69	上海青浦区	居住用地	招拍挂	30106.74	50
13	2016 年 8 月	5.39	24.59	成都市龙泉驿区	商住用地	股权收购	--	81
14	2016 年 8 月	22.5	80.84	武汉市洪山区	城镇住宅用地	招拍挂	2097.00	44.63
15	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
16	2016 年 11 月	6.71	7.38	南京句容宝华	商住用地	股权收购	--	51.39
17	2016 年 12 月	2.02	4.81	成都市武侯区	商住用地	股权收购	--	55
18	2016 年 12 月	0.82	2.85	重庆市江北区	商住用地	招拍挂	5260.00	100
19	2017 年 3 月	5.67	10.2	江苏省太仓市	城镇住宅	招拍挂	3785.00	27.96
20	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
合计	--	**145.69**	**386.71**	--	--	--	--	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

注：1、上海奉贤南桥新城地块、成都市龙泉驿区地块、重庆渝北区地块、南京句容宝华地块和成都市武侯区地块均已开发。

2、上海沪南路项目系股权收购所得，上海贵行投资管理有限公司与上海智钧投资有限公司于 2015 年 10 月 10 日签署股权转让协议，收购其持有上海威斯莱克 70%的股权，股权转让价款为 8400 万元。

总体看，公司适时调整土地储备策略，近年来以高周转为主，跟踪期内，公司拿地规模有所扩张。公司的土地储备主要集中在重庆、武汉、上海等地区，体现公司以立足重庆，逐步向中东部地区拓展的区域性战略发展规划，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。

截至 2016 年底，迪马工业总资产 12.88 亿元，所有者权益 5.54 亿元；2016 年，迪马

工业实现营业收入 10.46 亿元，利润总额 0.43 亿元。

截至 2017 年 3 月底，迪马工业总资产 13.88 亿元，所有者权益 5.46 亿元；2017 年 1~3 月，迪马工业实现营业收入 1.09 亿元，利润总额-0.08 亿元。

表 10　迪马工业近年主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~3 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	45545.66	46.21	21.11	42492.67	45.98	26.24	38017.66	43.10	25.64	6320.52	82.46	24.07
系统集成车	43697.73	44.33	22.38	39560.87	42.80	33.86	39643.81	44.94	30.88	1180.10	15.4	38.24
公路养护车	1509.03	1.53	8.00	6532.45	7.07	18.09	3481.16	3.95	5.65	--	--	--
航空专用车	7810.32	7.92	15.26	3838.68	4.15	16.27	7063.87	8.01	19.38	164.59	2.15	24.40
合计	**98562.74**	**100.00**	**21.01**	**92424.68**	**100.00**	**28.51**	**88206.50**	**100.00**	**26.71**	**7665.21**	**100**	**26.26**

资料来源：公司提供

从跟踪期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 80%以上，其余产品占比较小，不足 20%。2016 年，防弹运钞车实现销售收入 3.80 亿元，同比下降 10.53%，主要系订单量有所下降所致；系统集成车销量维持稳定；公路养护车销售收入 0.35 亿元，同比大幅下降 46.71%，主要系公司调整产品结构，逐步减少低毛利率产品的生产所致；航空专用车销售收入大幅增长至 0.71 亿元，主要系公司调整产品结构所致。2016 年，公司专用车业务毛利率为 26.71%，较上年下降 1.80 个百分点。2017 年 1~3 月，公司专用车业务实现收入 0.77 亿元，毛利率为 26.26%。

总体看，跟踪期内公司专用车业务收入和毛利率水平受行业景气程度影响有所下降。

原材料采购

迪马工业的主要采购项目有汽车底盘、钢材、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 11　近三年迪马工业车产能、产量情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年
产能（辆）	3000	7100	6000
产量（辆）	3189	4529	3236
产能利用率(%)	106.30	63.79	53.93

资料来源：公司提供

[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。

迪马工业专用车生产模式为“以销定产”。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。

从销售情况来看，2016 年，公司实现专用车销售金额 8.82 亿元，同比下降 4.55%，销量 3305 辆，同比下降 28.88%，主要系环卫车销量减少所致。2016 年，公司产销率为 102.13%，基本维持上年水平。

表 12　近三年迪马工业专用车销售情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年
销售金额（亿元）	9.86	9.24	8.82
销量（辆）	3303	4647	3305
产销率（%）	103.57	102.83	102.13

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，2016 年，前五大户销售总额占专用车业务销售总额比重为 15.70%，2017 年 1~3 月为 15.30%，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 13　迪马工业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	年销售金额	销售占比
2016 年	重庆保安集团金盾押运有限公司	10	防弹运钞车	2873.16	3.26
	北京航天科工世纪卫星科技有限公司	7	系统集成车	1836.75	2.08
	HJ	9	专用车	4554.94	5.16
	2P	10	专用车	3210.21	3.64
	中国人民解放军理工大学	9	专用车	1374.36	1.56
合计				**13849.42**	**15.70**
年份	**客户名称**	**合作年限**	**销售商品**	**年销售金额**	**销售占比**
2017 年 1~3 月	济南市振邦保安服务有限责任公司	7	防弹运钞车	403.85	3.69
	汉中朝阳机械有限责任公司	2	航空专用车	210.26	1.92
	抚州市保安服务总公司	2	防弹运钞车	186.32	1.70
	芜湖市保安服务总公司武装守护押运分公司	13	防弹运钞车	185.47	1.69
	AL-SHATEI BUSINESS EST(沙特阿拉伯)	3	残障车	689.93	6.30
合计				**1675.83**	**15.30**

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司调整专用车产品结构，逐步退出环卫车市场，公路养护车产销量有所下降，对营收规模有一定影响。

4. 未来发展

房地产业务

公司在未来几年的土地储备战略规划重点突出以下几个方面：

第一，根据集团战略目标，结合公司自身土地储备实力及市场情况，制定土地获取计划；考虑集团战略布局，逐渐形成以重庆和上海为两大重要区域公司；武汉和成都发展成为二级区域公司；南京、郑州作为新区域公司的全面布局。

第二，各区域拿地需兼顾规模及效益，根据各区域不同的发展目标，在集团获取土地各项标准下，实现多方式拿地。

重庆区域：转变思路、创新思维。借助集团在西南多年开发经验及资源优势，朝小股操盘的合作模式发展。根据市场情况，适当提高低密度等改善类产品比例，完善产品结构，提高重庆区域利润率。

成都区域：提高团队整体质量，加强存货去化。实时调整产品结构，适时降低商业产品比例，减少风险。

武汉区域：实现城中村改造和招拍挂并行之路。将关注点往中心城区靠拢，防范市场及去化风险，降低投资风险。

上海区域：以刚需为主，辅以改善产品项目。由外向内深化，由郊区往市中心拓展。

南京公司：配合上海公司发展。主要以中心城区为主。

第三，加强新型地产项目的研究，并在适当时机引入。

专用车业务

公司将重点关注及开发东南亚、南美市场及中东市场，对已经开发的市场加大投入，形成稳定的客户群体，建立完善的销售网络、市场渠道及海外售后服务网络，为银行等安全系统客户提供全套的安全解决方案，为通讯领域内的运营商提供全套的解决方案，通过重点关注加大海外营销力度，通过专业的出口及技术的提升将为该领域建立行业出口的标准，通过与国内外大型客户的关系建立，成为全球改装车方案解决专家。

总体看，公司未来仍以房地产板块为核心，将立足重庆，逐步向华东、华中地区拓展的区域性战略发展规划清晰可行。专用车板块，公司将重点开发新品，并将开拓海外市场。公司坚持房地产业务和专用车业务并行的战略，有利于分散经营风险，增强公司未来发展的稳定性和成长性。

九、财务分析

1．财务质量及财务概况

公司提供的 2014～2016 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。2017 年一季度财务报表未经审计。

由于部分收入确认不符合企业会计准则要求，以及关联方及关联交易披露不完整，2015 年 7 月 27 日，公司收到中国证券监督管理委员会重庆监管局《关于对重庆市迪马实业股份有限公司采取责令改正措施的决定》（以下简称“责令改正措施”。具体情况为：公司 2014 年度存在因未按合同约定寄送入伙通知、未完全转移与房屋相关的后续处置权、未完成审批流程等原因提前确认收入等，相关房屋共计 74 套，对应金额为 16819.23 万元；同时，重庆河东控股（集团）有限公司（以下简称“河东集团”）在 2015 年 8 月前为公司的历史关联方，成都潮丰联钢铁贸易有限公司（以下简称“成都潮丰联”）在 2013 年前为公司的历史关联方，公司分别在 2013 年 5 月、2014 年 5 月收购河东集团持有的重庆河东房地产开发有限公司 51%和 49%的股权，收购价格分别为 408 万元、1470 万元。2013 年、2014 年 1~3 月，公司向成都潮丰联采购钢材的交易金额分别为 700.34 万元、318.09 万元。上述事项未履行关联交易决策程序，且公司未在 2013、2014 年定期报告中披露上述关联方及关联交易。2015 年 7 月 31 日，立信会计师事务所依据该决定出具了《关于重庆市迪马实业股份有限公司 2014 年度财务报告会计差错更正的专项说明》。另外，2015 年度公司因发生同一控制下企业合并对 2014 年数据做出了追溯调整。

由于上述调整涉及科目较多且在公开市场具有影响，故本报告中 2014 年期末数据采用调整后 2015 年期初数进行分析。

合并范围方面，截至 2016 年底，公司直接或间接控股子公司 91 家，较 2015 年底增加

38 家子公司，减少 2 家子公司。其中，非同一控制下企业合并纳入合并范围子公司 3 家，出资设立子公司 35 家；以现金转让方式处置 2 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，公司财务数据可比性尚可。

截至 2016 年底，公司资产总额 304.99 亿元，所有者权益 75.63 亿元（含少数股东权益 7.96 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 142.69 亿元，利润总额 11.01 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 328.14 亿元，所有者权益 76.49 亿元（含少数股东权益 7.96 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 14.19 亿元，利润总额 0.90 亿元。

2．资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 304.97 亿元，同比增长 13.92%，其中流动资产占 95.78%，非流动资产占 4.22%，非流动资产占比略有上升，资产结构仍以流动资产为主，与 2015 年底变化不大。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产 292.11 亿元，同比增长 12.13%，主要源于货币资金、应收账款和其他应收款的增长。公司流动资产主要以货币资金（占 13.47%）、其他应收款（占 9.47%）和存货（占 69.54%）为主。

截至 2016 年底，公司货币资金 39.36 亿元，同比增长 15.40%，其中银行存款 30.51 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 1.98 亿元和其他货币资金中的各类保证金 8.85 亿元，受限资金共计 10.83 亿元，占货币资金总额的 27.51%，受限程度一般。

截至 2016 年底，公司应收账款净额 13.71 亿元，较 2015 年底大幅增加 10.14 亿元，主要是房地产项目分期付款销售业务增加的未到期房款。截至 2016 年底，公司应收账款计提坏账准备 0.23 亿元，计提比例 1.68%，公司应收账款坏账风险不大；同期，在采用账龄分析法计提的应收账款中，一年以内的占比为 95.93%，公司应收账款综合账龄较短。

截至 2016 年底，公司其他应收款净额为 27.66 亿元，同比大幅增长 106.55%，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 21.13 亿元，合计占其他应收款账面总额的 76.09%，未计提坏账准备，主要为保证金及押金（占 11.84%）以及关联方往来款（占 64.25%）。从集中度看，公司其他应收款前五名欠款单位合计欠款 17.65 亿元，占期末余额的 63.57%，集中度较高。

表 14　截至 2016 年底公司其他应收款前 5 名欠款单位情况（单位：万元）

单位名称	款项性质	期末余额	账龄
上海东碧房地产开发有限公司	关联单位往来	74357.72	1 年以内
苏州睿升房地产开发有限公司	关联单位往来	28604.17	1 年以内
上海翊眩实业有限公司	关联单位往来	26309.00	1 年以内
上海励治房地产开发有限公司	关联单位往来	26250.00	1 年以内
深圳市索宝数码科技有限公司	股权转让款	21000.00	1 年以内
合计	--	**176520.89**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司存货 203.14 亿元，同比增长 0.44%，较 2015 年底变化不大。公司存货主要由开发成本（占 72.88%）和开发产品（占 26.69%）构成，截至 2016 年底，公司累计计提存货跌价准备 0.30 亿元，较年初减少 1.01 亿元，主要系年初计提减值的房地产项目陆续在当期销售，公司转销存货跌价所致。截至 2016 年底，公司为开发产品和开发成本计提的存货跌价准备合计 0.26 亿元，其中，公司为开发成本计提的跌价准备已全额转销。考虑到重庆地区库存规模较大，未来公司存货仍可能出现减值风险。截至 2016 年底，公司存货中共有 28.02 亿元用于贷款抵押，占期末存货

账面净额的 13.79%。

截至 2016 年底，公司其他流动资产为 7.18 亿元，同比增长 17.22%，主要系预缴土地增值税增加所致；公司其他流动资产主要包括预缴营业税金及附加 1.52 亿元以及预缴土地增值税 4.31 亿元。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 12.87 亿元，同比大幅增长 78.82%，主要系可供出售金融资产、长期股权投资、递延所得税资产和其他非流动资产的增长所致。公司非流动资产以可供出售金融资产（占 11.92%）、长期股权投资（占 17.44%）、递延所得税资产（占 31.21%）和其他非流动资产（占 14.37%）为主。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 1.54 亿元，较 2015 年底增加 1.04 亿元，主要系为取得宁波保利科技防务股权投资中心（有限合伙）39.92%份额，公司按照认购协议当期实际缴纳出资额 1.00 亿元所致。

截至 2016 年底，公司长期股权投资 2.25 亿元，同比增长 94.12%，主要系增加对合营企业上海东碧房地产开发有限公司及联营企业上海绿叶迪马医疗投资管理有限公司等的投资所致。

截至 2016 年底，公司递延所得税资产 4.02 亿元，同比增长 58.03%，主要系房地产预收利润增加所致。

截至 2016 年底，公司其他流动资产 1.85 亿元，较 2015 年底增加 1.50 亿元，系公司向三峡人寿保险股份有限公司筹备工作组预付筹建三峡人寿保险股份有限公司 15%股权款项 1.50 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 328.14 亿元，较 2016 年底增长 7.59%，主要系流动资产增长所致。截至 2017 年 3 月底，公司流动资产 315.47 亿元，占公司资产比重为 96.14%，较上年底增长 8.00%，主要系货币资金及其他应收款增长所致。公司流动资产中，货币资金 53.55 亿元，较上年底增长 36.05%，主要系一季度公司房地产项目回款情况较好及公司筹资活动现金流入较多所致；其他应收款 38.15 亿元，较上年底大幅增长 37.94%，主要系当期公司拍地保证金增加所致。非流动资产方面则较 2016 年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模持续增长，资产结构保持相对稳定，且存货占比大，符合房地产开发企业资产结构特征。由于公司资产中存货占比大，其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，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

3．负债和所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债总额 229.36 亿元，同比增长 11.71%。其中，流动负债占比为 69.83%，非流动负债占比为 30.17%，负债结构仍以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债 160.17 亿元，同比增长 14.57%，主要来自短期借款、应付账款、应交税费及其他应付款的增长。

截至 2016 年底，公司短期借款 27.01 亿元，同比增长 40.59%，主要系保证借款增加所致。其中质押借款 5.00 亿元，占比 18.51%；抵押借款 1.26 亿元，占比 4.66%；保证借款 20.75 亿元，占比 76.83%。

截至 2016 年底，公司应付账款 31.41 亿元，同比增长 19.39%，主要为应付工程款。公司应付账款中，账龄在 1 年以内的占 97.65%，超过一年的占 2.35%，账龄较短。

截至 2016 年底，公司预收款项 58.31 亿元，同比下降 5.14%，主要系部分项目竣工交付，预收售房款结转收入所致，公司预收款项中预收房款占 98.73%，预收车辆销售款占 0.38%，预收物业费占 0.88%。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。

截至 2016 年底，公司其他应付款 16.20 亿元，较 2015 年底增加 11.46 亿元，主要系合作项目少数股东借款增加 4.49 亿元、收购远东川府置业（成都）有限公司 55%股权产生的应付款 2.99 亿元及员工股权激励回购义务确认的其他应付款 2.42 亿元。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 7.14 亿元，同比下降 51.27%，主要系公司部分债务到期偿付所致。其中，一年内到期的长期借款 6.46 亿元，一年内到期的长期应付款 0.68 亿元。

截至 2016 年底，公司非流动负债 69.19 亿元，同比增长 5.61%，主要由长期借款（占 16.66%）及应付债券（占 77.51%）组成。

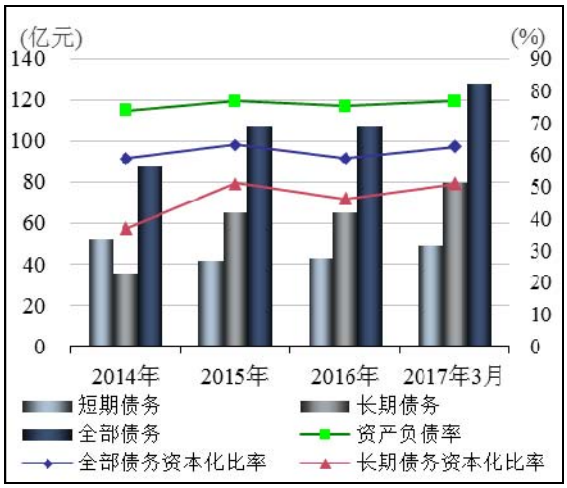
截至 2016 年底，公司长期借款 11.52 亿元，同比大幅下降 67.27%，系公司大部分抵质押长期借款集中在 2016 年转入一年内到期非流动负债并提前偿付部分高利率长期借款所致。其中，抵押借款 5.52 亿元，占比 47.93%；保证借款 6.00 亿元，占比 52.07%。

截至 2016 年底，公司应付债券 53.63 亿元，同比大幅增长 79.91%。公司应付债券为面值 20.00 亿元的一般公司债“15 迪马债”、面值合计 30.00 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”。

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 3 月底，公司负债总额合计 251.65 亿元，较 2016 年底增长 9.72%，主要系预收款项和长期借款增加所致。其中，公司预收款项为 71.84 亿元，较 2016 年底增长 23.19%，主要系公司房地产项目当期预售金额增加所致；公司长期借款余额 22.71 亿元，较 2016 年底大幅增长 97.11%。从构成看，流动负债和非流动负债分别占 68.11%和 31.89%，非流动负债占比略有上升，但整体较 2016 年底变化不大。

图 2　近年公司债务负担情况



资料来源：公司财务报表

有息债务方面，截至 2016 年底，公司有息债务规模达 106.99 亿元，同比增长 0.42%，其中，短期债务为 41.83 亿元，长期债务为 65.15 亿元。从债务结构看，公司有息债务以长期债务为主，占比 60.90%。若将其他流动负债及长期应付款中的有息债务分别调整至短期债务和长期债务中，截至 2016 年底，公司调整后全部债务则为 110.77 亿元，其中调整后短期债务为 42.55 亿元，调整后长期债务为 68.22 亿元。

债务指标方面，截至 2016 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 75.20%、58.58%和 46.28%，分别较上年末下降 1.49 个、4.48 个和 4.75 个百分点，公司整体债务负担略有所下降。从调整后的债务指标看，截至 2016 年底，公司调整后的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率则分别为 75.20%、59.42%和 47.42%。

截至 2017 年 3 月底，公司有息债务合计 124.54 亿元，较 2016 年底增长 16.41%，其中短期债务为 48.20 亿元，长期债务为 76.34 亿

元，有息债务结构仍以长期债务为主。截至2017年3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76.69%、61.95%和49.95%，较上年末有所上升。若将其他流动负债及长期应付款中的有息债务分别调整至短期债务和长期债务中，截至2017年3月底，公司调整后全部债务则为128.20亿元，其中调整后短期债务为48.91亿元，调整后长期债务为79.28亿元。调整后的债务指标方面，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则分别为76.69%、62.63%和50.90%。

跟踪期内，公司债务规模有所扩张，债务负担仍较重。有息债务以长期债务为主，债务结构较为合理。未来公司投资规模仍然较大，预计债务负担将进一步加重。

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益合计75.63亿元，同比增长21.20%，主要来源于未分配利润和少数股东权益的增加，其中未分配利润增加6.07亿元，少数股东权益增加7.00亿元。另外，当期公司以3.22元/股的价格向151名激励对象实施了限制性股票股权激励首次授予，授予股数7299.80万股，公司股本增加约0.73亿元，资本公积增加约1.56亿元；同时，公司就所授予限制性股票的回购义务按约定的回购价格3.32元/股确认了库存股2.42亿元。

所有者权益结构方面，截至2016年底，公司实收资本和资本公积分别占34.51%和34.96%，盈余公积占1.90%，未分配利润占28.63%，少数股东权益占10.19%。

截至2017年3月底，公司所有者权益合计76.49亿元（其中包含少数股东权益7.96亿元），较2016年底增长1.14%，主要来自未分配利润的增长。

总体看，跟踪期内，由于未分配利润和少数股东权益占比的上升，公司所有者权益稳定性有所降低。

4. 盈利能力

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。2016年，公司房地产业务实现收入133.04亿元，同比大幅增长98.15%；专用车板块收入有所下降，为8.82亿元，同比下降4.56%；建筑装饰工程板块实现营业收入0.21亿元，占比较小。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。

2016年，公司营业成本为116.26亿元，同比增长104.98%，主要为房地产业务成本。同期，公司营业利润率为12.30%，同比下降8.17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。受营改增后企业税负加重，且西南地区溢价率低及所交付项目业态等因素影响，2016年公司营业利润率降幅较大。

期间费用方面，2016年，公司期间费用为8.57亿元，同比增长15.56%。其中，公司销售费用4.87亿元，同比增长37.16%，主要系当期公司在售项目数量增加，公司加大项目推售力度所致；管理费用2.65亿元，同比增长12.56%；财务费用1.05亿元，同比降低30.64%，主要系公司通过采取开拓融资渠道、创新融资方式、降低流贷需求等措施，降低了公司综合融资成本，当期利息支出下降所致。2016年，公司期间费用率为6.01%，同比下降3.58个百分点，公司对期间费用的控制能力有所提高。

非经常性损益方面，2016年，公司资产减值损失0.25亿元，同比减少1.11亿元，主要系计提减值的房地产项目陆续在当期销售，公司转销部分存货跌价损失所致。2016年，公司实现投资收益2.19亿元，主要为转让所持有的

3850 万股东海证券股份及转让子公司重庆励致商业管理有限公司 100%股权所获得的投资收益。整体看，公司非经常性损益波动性较大。

2016 年，公司营业外收入快速增长，为 0.22 亿元，同比增长 30.89%，主要为政府补助 0.11 亿元；营业外支出 0.13 亿元，同比下降 27.23%；2016 年，公司实现营业外收益 0.09 亿元。

2016 年，公司利润总额 11.01 亿元，同比大幅增长 59.60%，主要源于房地产业务结转收入的大幅增长、期间费用占比的降低及投资收益的增加；公司当年按税法及相关规定计算的当期所得税为 4.28 亿元，递延所得税调整 0.99 亿元，所得税费用 3.29 亿元；同期公司净利润 7.71 亿元。

盈利指标方面，2016 年，公司营业利润率降幅较大，为 12.30%；总资本收益率及净资产收益率则有所上升，分别为 4.99%和 10.20%。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 14.19 亿元，为 2016 年全年收入的 9.94%，利润总额和净利润分别为 0.90 亿元和 0.81 亿元，营业利润率为 14.86%。

跟踪期内，受益于竣备项目在第四季度集中交付并结转收入，公司营业收入规模大幅增长；期间费用占比有所下降，公司期间费用控制能力有所提高；受房地产业务结转收入大幅增长、期间费用占比降低及投资收益增加等因素影响，公司利润规模显著增长，公司整体盈利能力增强。

5. 现金流及保障

经营活动方面，2016 年，随着公司销售规模的扩大，销售回款的增加，公司经营活动现金流入量保持快速增长，为 142.51 亿元，同比增长 50.44%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金 133.06 亿元，主要为售房款；收到其他与经营活动有关的现金 9.41 亿元，主要为收到的往来款、押金保证金及转回预售监管资金等。公司现金收入比为 93.25%，同比下降 23.05 个百分点，收入实现质量有所下滑。经营活动现金流出方面，2016 年，公司经营活动现金流出 129.73 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 97.90 亿元，同比增长 44.19%，主要系公司包含土地购置支出和建安支出在内的房地产开发投资规模增长所致；支付其他与经营活动有关的现金为 13.72 亿元，同比增长 23.24%，主要为往来款及各项费用支出。2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 12.77 亿元，经营活动现金流状况大幅好转。

投资活动方面，2016 年，公司投资活动现金流入 10.64 亿元，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。同期，公司投资活动现金流出 21.44 亿元，同比增长 39.66%，主要系投资支付的现金及取得子公司等支付的现金净额大幅增长所致；另外，公司支付其他与投资活动有关的现金规模较大，为 8.70 亿元，全部为对联营单位的借款。2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 -10.81 亿元。

筹资活动方面，2016 年，公司筹资活动现金流入 115.39 亿元，同比增长 17.39%，其中主要为取得借款收到现金 70.48 亿元和发行债券收到的现金 29.81 亿元。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本金及利息支付的现金，2016 年筹资活动现金流出总计 113.88 亿元，其中偿还债务支付的现金为 96.46 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 9.99 亿元（包括现金分红 2.42 亿元）。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量 34.01 亿元，经营活动现金流量净额 2.70 亿元，现金收入比 229.77%，公司一季度现金收入比近年持续较高，主要系公司房地产项目在年初开始加大推售，但交付期集中在年末所致。2017 年 1~3 月，公司投资活动现金流入量 4.74 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，公司投资活动现金净流入 1.60 亿元。2017 年 1~3 月，公司筹资活动现金流入量 18.20 亿元，筹资活动现金流净额 10.26 亿元。

跟踪期内，随着公司房地产业务销售规模的扩大和回款增加，公司经营活动现金流状况大幅好转，2016 年净流入额增至 12.77 亿元；公司借款规模持续增长，导致债务规模及还本规模加大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，受流动负债增长影响，公司流动比率有所下降。截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 182.38%和 55.55%；2017 年 3 月底公司流动比率、速动比率分别为 184.05%和 63.03%。2016 年，受公司经营活动现金流状况大幅好转，公司经营活动现金负债比上升至 7.97%。公司流动资产中货币资金和存货占比较大，公司货币资金充裕程度尚可，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，2016 年，受公司利润总额增长影响，公司 EBITDA 规模大幅增长 41.57%，为 12.59 亿元。2016 年，公司 EBITDA 利息倍数为 1.57 倍；公司全部债务/EBITD 倍数为 8.50 倍。从指标上看，随着跟踪期公司 EBITDA 规模的快速增长，EBITDA 对全部债务的覆盖倍数有所上升。整体看，公司债务负担较重，整体偿债能力一般。

截至 2017 年 3 月底，公司共获得的授信总额为 265.57 亿元，未使用额度 220.81 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 2017 年 3 月底，公司对外担保余额合计 14.31 亿元，担保比率为 18.71%，均为对合营、联营公司的担保，公司或有负债风险一般。另外，公司为商品房承购人提供了 59.54 亿元按揭贷款担保，上述担保义务在办理产权证后结束。

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 2017 年 5 月 9 日，公司无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

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风险，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高。

十、存续期债券偿还能力分析

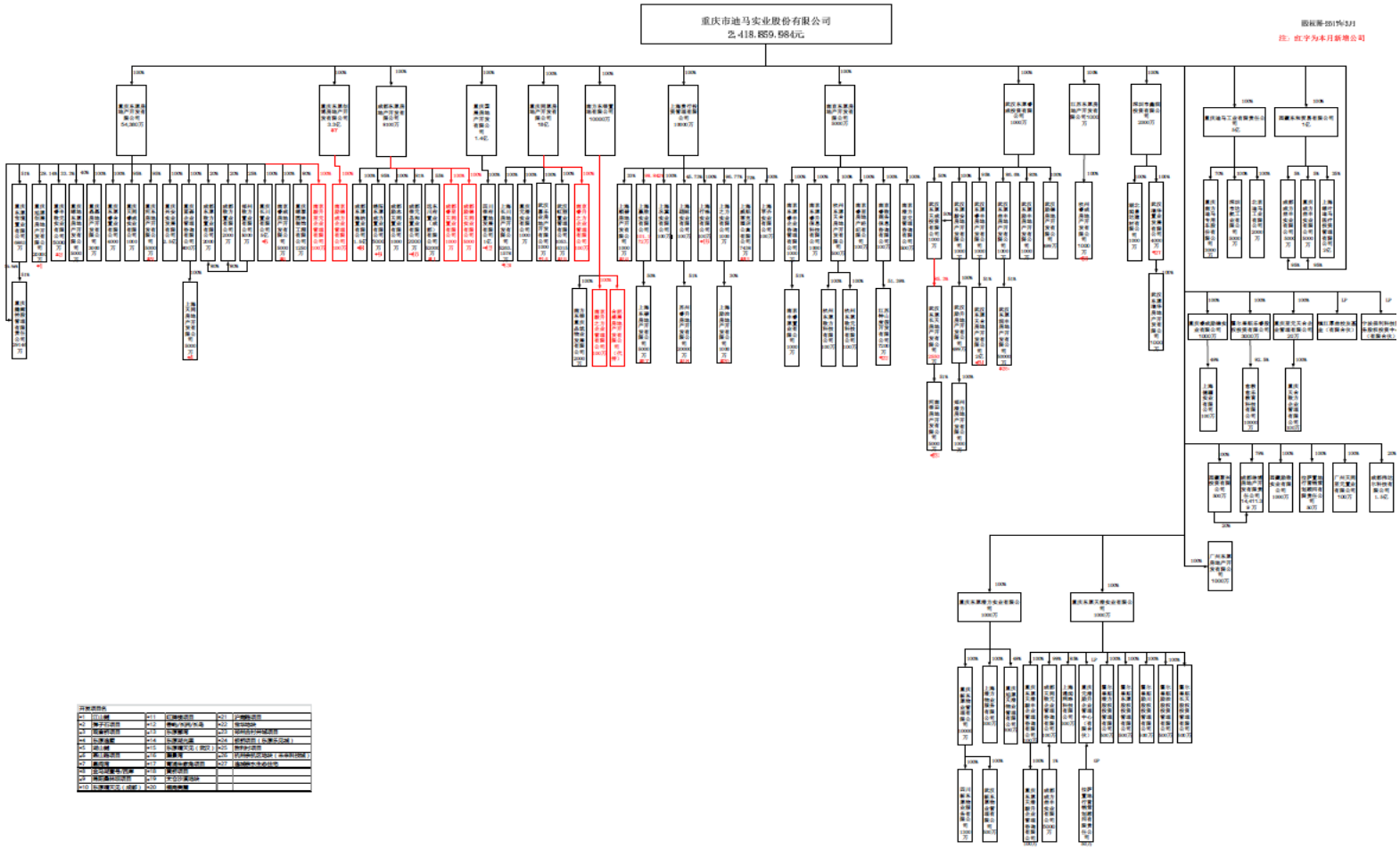
跟踪期内，公司存续期内中期票据为“16 迪马实业 MTN001”，发行额度为 4 亿元。2016 年，公司经营活动现金流入量和现金流量净额分别为 142.51 亿元和 12.77 亿元，分别为“16 迪马实业 MTN001”本金的 35.63 倍和 3.19 倍。2016 年，公司 EBITDA 为 12.59 亿元，为“16 迪马实业 MTN001”本金的 3.15 倍。

总体看，公司经营活动现金流及 EBITDA 对“16 迪马实业 MTN001”的保障程度高。

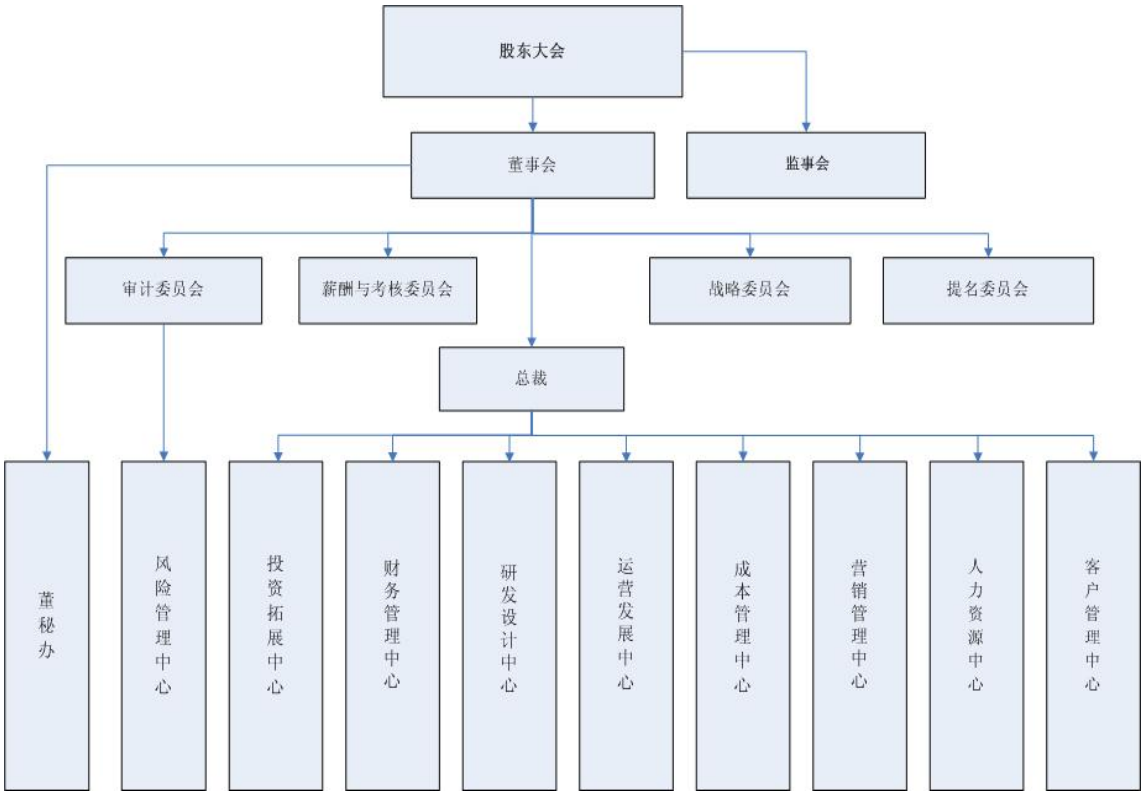
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16 迪马实业MTN001”AA的信用等级。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	43.30	34.11	39.48	53.57
资产总额(亿元)	233.96	267.72	304.99	328.14
所有者权益(亿元)	61.20	62.40	75.63	76.49
短期债务(亿元)	51.83	41.52	41.83	48.20
长期债务(亿元)	32.94	65.02	65.15	76.34
全部债务(亿元)	84.77	106.54	106.99	124.54
营业收入(亿元)	72.46	77.31	142.69	14.19
利润总额(亿元)	7.62	6.90	11.01	0.90
EBITDA(亿元)	9.16	8.89	12.59	--
经营性净现金流(亿元)	-6.20	1.58	12.77	2.70
财务指标				
销售债权周转次数(次)	23.39	23.41	16.39	--
存货周转次数(次)	0.33	0.30	0.57	--
总资产周转次数(次)	0.34	0.31	0.50	--
现金收入比(%)	99.12	116.30	93.25	229.77
营业利润率(%)	17.98	20.47	12.30	14.86
总资本收益率(%)	4.65	3.80	4.99	--
净资产收益率(%)	9.16	7.47	10.20	--
长期债务资本化比率(%)	34.99	51.03	46.28	49.95
全部债务资本化比率(%)	58.07	63.06	58.58	61.95
资产负债率(%)	73.84	76.69	75.20	76.69
流动比率(%)	167.11	186.35	182.38	184.05
速动比率(%)	39.96	41.68	55.55	63.03
经营现金流动负债比(%)	-4.53	1.13	7.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.17	1.04	1.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.26	11.98	8.50	--

注：1. 公司 2014 年财务数据采用 2015 年期初数；2. 2017 年一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。