

信用等级通知书

联合评字[2017]217号

重庆三圣实业股份有限公司：

受贵公司委托，联合信用评级有限公司对贵公司及贵公司拟公开发行的 2017 年公司债券的信用状况进行了综合分析和评估，经本公司信用评级委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”；贵公司拟公开发行的 2017 年公司债券信用等级为 AAA。

特此通知

联合信用评级有限公司

二零一七年九月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

信用等级公告

联合[2017]217 号

重庆三圣实业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对重庆三圣实业股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

重庆三圣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”

重庆三圣实业股份有限公司拟公开发行 2017 年公司债券的信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司
评级总监： 

二零一七年九月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

重庆三圣实业股份有限公司

2017 年面向合格投资者公开发行公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AA-

评级展望：稳定

本次债券规模：不超过 5 亿元

本次债券期限：3 年，附第 2 年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权

担保方：深圳市高新投集团有限公司

担保方式：全额不可撤销连带责任担保

还本付息方式：单利按年计息，不计复利

评级时间：2017 年 9 月 26 日

主要财务数据

发行人

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
资产总额（亿元）	14.52	21.41	27.99	37.29
所有者权益（亿元）	6.88	12.31	13.53	16.12
长期债务（亿元）	0.40	0.00	1.35	5.23
全部债务（亿元）	4.50	6.19	9.68	14.93
营业收入（亿元）	12.71	14.11	15.13	7.91
净利润（亿元）	1.01	1.23	1.21	1.31
EBITDA（亿元）	2.19	2.44	2.64	--
经营性净现金流（亿元）	-1.19	0.56	1.25	2.10
营业利润率（%）	18.88	21.25	23.92	23.92
净资产收益率（%）	15.77	12.84	9.33	8.82
资产负债率（%）	52.62	42.49	51.66	56.76
全部债务资本化比率（%）	39.56	33.47	41.71	48.07
流动比率（倍）	1.31	1.56	1.15	1.14
EBITDA 利息倍数（倍）	6.31	8.17	7.15	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.49	0.39	0.27	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.44	0.49	0.53	--

担保方

财务数据/指标	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	48.68	82.02	78.99
所有者权益合计（亿元）	34.56	63.96	65.59
净资产比率（%）	62.21	64.18	56.59
净利润（亿元）	4.87	6.07	7.09
平均净资产收益率（%）	14.67	12.31	10.94

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3、公司 2016 年长期债务中包含长期应付款中的“融资租赁款”。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对重庆三圣实业股份有限公司（以下简称“公司”或“三圣股份”）的评级反映了公司作为重庆市重要的石膏资源综合利用开发企业，拥有较为丰富的石膏矿资源；公司多年来深耕重庆市场，在区域市场中具有较为丰富的客户资源和较好的品牌知名度，产能规模较大；2016 年，公司开始拓展医药产业，布局多元化发展。联合评级同时也关注到房地产和基础设施建设投资增速下行，公司原材料价格波动风险较高，销售区域市场集中度较高，医药业务整合压力较大，应收账款规模较大、存在一定回款风险，短期债务规模较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司医药业务的扩张，公司营业规模、收入水平和盈利状况将得到提升，盈利能力有望增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深圳高新投”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。深圳高新投作为一家政策性担保机构，各项业务得到了来自地方政府的有力支持，其资本实力和担保实力强，对本次债券的担保有效提升了本次债券的信用水平。

基于对公司主体长期信用状况以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 我国经济增长潜力巨大，建材作为建筑业的基础材料未来仍将长期受益于我国宏观经济增长尤其是城市化进程的推进，行业发展空间仍然较大。

2. 近年来，公司积极拓展自身产能，商

品混凝土产能增加，销量持续增长，营业收入规模不断扩大。

3. 2016 年，公司开始布局医药产业，医药业务毛利润水平较混凝土业务高，未来有望提升公司毛利水平。

4. 担保方深圳高新投作为一家政策性担保机构，各项业务得到了来自地方政府的有力支持，其资本实力较强，担保实力强，其担保有效提升了本次债券的信用水平。

关注

1. 公司商品混凝土业务受房地产、基础设施建设等影响明显，在宏观经济增速下行的背景下，房地产市场和基础设施建设的波动会加剧公司运营波动。

2. 公司业务主要集中在重庆，区域基础设施建设及房地产市场波动对公司整体运营有较大的影响。

3. 2016 年，公司收购辽源市百康药业有限责任公司，布局医药产业，对其运营和管理能力提出较高要求。

4. 公司应收账款规模较大，对营运资金形成较大的占用，其回收受重庆区域房地产及基础设施建设市场情况影响较大；公司受限资产规模较大，整体资产质量一般。

5. 公司债务规模增速较快，短期债务占比较高，公司对外融资需求较高。

6. 受一系列收购活动影响，公司产生了较大规模商誉，未来若被收购公司业绩未达预期，公司将面临商誉减值风险。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sunll@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

重庆三圣实业股份有限公司（以下简称“公司”或“三圣股份”）前身为重庆市江北特种建材有限公司（以下简称“江北特材”），江北特材初始注册资本为 500.00 万元，其中潘先文和周廷娥分别持有江北特材 60.00%和 40.00%的股权。后经过多次增资和股权转让，截至 2009 年 12 月 28 日，江北特材注册资本变更为 3,300.00 万元，其中潘先文持股 71.82%、周廷娥持股 10.51%、潘呈恭持股 10.00%、其余 37 个自然人持股剩余部分股权。2010 年 3 月，江北特材股东会作出决议，整体变更设立股份公司，各股东持股比例不变，注册资本变更为 6,600.00 万元，名称变更为“重庆三圣特种建材股份有限公司”（以下简称“三圣特材”）。2010 年 9 月，三圣特材进行增资，注册资本增加至 7,200.00 万元，其中潘先文持股 65.83%，为最大股东。2015 年 2 月，三圣特材在深圳证券交易所中小企业板挂牌上市，公开发行股份 2,400.00 万股，股票简称“三圣特材”，股票代码“002742”；发行完成后，三圣特材总股本增至 9,600.00 万股，其中潘先文持有 49.37%股份，周廷娥持有 7.23%股份。

2016 年 10 月，三圣特材名称变更为现名称，证券简称变更为“三圣股份”，证券代码保持不变。经过多次增资、转让等，截至 2017 年 6 月底，公司股本 21,600.00 万元，实收资本 21,600.00 万元，其中潘先文持股 49.94%、周廷娥持股 7.23%、潘呈恭持股 6.88%，其他主要为社会公众股。公司实际控制人为潘先文先生、周廷娥女士，两人为夫妻关系，潘呈恭为潘先文、周廷娥夫妇之子。公司股权结构如下图所示。

图 1 截至 2017 年 6 月底公司股权结构情况



资料来源：公司年报

公司经营范围为：硫酸、二氧化硫（液态的）、焦亚硫酸钠生产、销售；普通货运；货物专用运输（罐式）。（按许可证核定的范围和期限从事经营）制造销售混凝土外加剂，混凝土膨胀剂，水泥，液体葡萄糖酸钠；销售建筑材料（不含危险化学品），石膏及制品，生产食品添加剂（以上生产项目需获得行业归口管理部门生产许可的未获审批前不得经营）；药品生产、销售；医药、建筑材料及化工产品技术开发、技术转让、咨询服务；货物进出口及技术进出口。由具备资格的分支机构经营：生产、加工、销售预拌商品混凝土；开采、销售石膏和碎石。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2017 年 6 月底，公司下设证券投资部、综合管理部、人力资源部、市场营销部、资产财务部等 12 个部门（详见附件 1）；公司拥有 11 家合并范围内子公司；员工合计 2,945 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总计 27.99 亿元，负债合计 14.46 亿元，所有者权益（含少数股东权益）13.53 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 13.04 亿元。2016 年，公司实现营业收入 15.13 亿元，净利润 1.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.18 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 1.25 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.78 亿元。

截至 2017 年 6 月底，公司资产总额为 37.29 亿元，负债合计 21.16 亿元，所有者权益（含少

数股东权益)合计 16.12 亿元,其中归属于母公司所有者权益 13.98 亿元。2017 年 1~6 月,公司实现营业收入 7.91 亿元,净利润(含少数股东损益)1.31 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润为 1.27 亿元;经营活动产生的现金流量净额 2.10 亿元,现金及现金等价物净增加额-0.01 亿元。

公司注册地址:重庆市北碚区三圣镇街道;法定代表人:潘先文。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“重庆三圣实业股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券”,发行规模不超过 5 亿元,票面金额为 100 元,按面值平价发行;本次债券期限为 3 年,附第二年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次公司债券票面利率通过簿记建档结果确定。本次债券采用单利按年计息,不计复利;每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券面向合格投资者公开发行,采取网下面向合格投资者询价配售的方式,由公司与主承销商根据询价情况进行债券配售。

本次债券由深圳市高新投集团有限公司提供全额、无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后,拟全部用于偿还公司金融机构借款,募集资金用途不得变更。

三、行业分析

公司专注于石膏资源综合利用的研究和产品开发,主营业务为商品混凝土及外加剂等新型环保建筑材料的生产经营,所属行业为建材行业中的混凝土行业;2016年,公司开始布局医药产业,医药行业为公司未来主要发展方向之一。

1. 混凝土行业

(1) 行业概况

混凝土是一种重要的资源性和影响国民经济发展的基础性产品,被广泛应用于道路、桥梁、水利等基础设施建设及房屋、建筑等领域。中国是世界上混凝土生产和消费量最大的国家,混凝土作为建筑的核心材料,在建筑行业使用非常广泛,目前仍属不可替代的基础建筑材料,并且不能重复利用。

混凝土具有较强的生产使用时效性。混凝土因受水泥水化作用的影响,必须在初凝之前完成浇注,初凝时间一般为1~2个小时;若在泵送前初凝,就不能提供给施工工地使用。因此,预拌混凝土使用的时效性较强,无法保有库存,难以应付季节性、突发性的大量需求;在建设规模波动较大、出现突发性需求的情况下,需要集中时段突击供应。由于国内建筑周期等原因,一般在年底和年初整个商品混凝土行业处于萎缩状态。

混凝土行业具有较强的区域性。由于预拌混凝土无法运送到较远的地方销售,使得单个搅拌站的辐射范围有限,所生产的预拌混凝土基本上在本地销售,市场需求本地化的特征明显。一般来说,15公里左右的供应距离较为理想;在交通状况较好的情况下,供应半径可扩大至30公里;超过50公里,很难达到有效供应。通过在预拌混凝土中加入缓凝剂的方式可以延长初凝时间,但

过远的运输距离会增加成本，其质量也难以得到保证。由于搅拌站的辐射半径有限，为了满足多个区域的需求，企业多采用多点布局，使搅拌站之间保持合理的距离。

混凝土行业属于典型的投资拉动型行业，具有较强的周期性，其需求与国民经济发展、固定资产投资和房地产行业密切相关，且变动趋势与国民经济、全社会固定资产投资规模的变动较为一致，在周期的波峰和波谷出现时间方面存在一定的重合性。同时，商品混凝土制造业的周期性波动幅度往往比宏观经济更大，宏观经济对商品混凝土制造业的影响存在一定的杠杆效应。2003~2012年，全国固定资产投资增速基本保持在20.00%以上，商品混凝土产量也随之不断增长；2005~2011年，商品混凝土产量年均复合增长率达到32.70%。2013~2015年，全国固定资产投资增速分别下降至19.11%、14.73%和9.76%，商品混凝土产量增速在2013年升至31.7%；2014年商品混凝土产量增速达到32.9%；受宏观经济低迷和固定资产投资增速下滑影响，2015年商品混凝土产量增速则大幅下降至2.10%。国家统计局最新数据显示，2016年全国固定资产投资（不含农户）59.65万亿元，同比名义增长8.1%，全国规模以上商品混凝土产量17.92亿立方米，同比增长7.4%，全国固定资产投资增速和房地产投资增速均延续上升走势，基建投资增速高位保持稳定，投资增长拉动商品混凝土需求平稳增长。

行业产能利用率方面，近年来，受建筑业和房地产业大环境及企业粗放发展影响，混凝土行业产能出现过剩。2010年全国混凝土企业总数约为5,500家；2014年，全国混凝土企业总数为8,100家，相比2010年增长47%；2015年，在宏观经济低迷和固定资产投资增速下滑的背景下，全国混凝土企业却达到8,500家，较去年增长4.94%。2010~2015年，5年间混凝土行业规模翻了一番，呈现粗放发展的特点，出现产能过剩。

总体看，混凝土的需求主要取决于下游的固定资产投资增速，随着宏观经济的下行，固定资产投资增速放缓，混凝土需求大幅减少。同时，在宏观经济波动的影响下，加之产能扩张导致产能过剩，整个行业存在较强的周期性波动。

（2）上游原材料

按胶凝材料分类，混凝土可分为无机胶凝材料混凝土，例如水泥混凝土、石膏混凝土、硅酸盐混凝土、水玻璃混凝土等和有机胶结料混凝土，例如沥青混凝土、聚合物混凝土等。水泥混凝土的生产成本主要包括硬石膏、砂石、外加剂等原材料成本、人工工资、制造成本和折旧等其他成本，其中，原材料成本约占混凝土生产成本的80%。在混凝土生产成本中，原材料成本的波动最大，对混凝土价格的影响较大；水电价格受政府管控，变动幅度较小。因此，影响混凝土价格最主要的因素是原材料成本。同时，运输成本也是影响混凝土成本的一个重要因素。此外，由于整个行业对环境污染较大，环保压力和成本较高。

硬石膏

石膏作为无机胶凝材料中的三大支柱之一，具有生产率高、耐火、质量轻、隔音、绝热性能好以及资源丰富等优点。在石膏资源开发中，主要以天然二水石膏为主，天然石膏为不可再生资源，主要应用于制作水泥调凝剂和矿化剂。中国硬石膏资源丰富，约占已探明的石膏总储量的60%左右，主要分布在湖南、湖北、安徽、四川、江苏、重庆、山东等地，全国硬石膏远景储量近300亿吨，居世界前列，仅安徽含山硬石膏矿床远景储量就达58亿吨，堪称亚洲第一大硬石膏矿床。随着辽宁辽阳、湖北大冶、湖南临澧等硬石膏矿床的相继投产，预计未来硬石膏产量快速增长。

砂石

砂石作为混凝土制作的骨料，占混凝土单位体积的66%~78%，主要作用为搅拌混凝土增加粘度。砂石行业具有很强的区域性，各地区砂石价差大，价格涨跌不一，大致在30元/吨~90元/吨之

间变动。近年来，我国骨料生产企业“小、散、乱、差”的局面正在改变，众多大、中型环保砂石骨料基地相继落地。2016年，《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》、《建材工业发展规划（2016-2020年）》和《循环发展引领计划》（征求意见稿）相继发布，要求加快发展砂石骨料、机制砂石，积极利用尾矿废石、建筑垃圾等固废替代自然资源。砂石行业处于绿色转型升级期，预计未来行业内整合速度加快，大、中型环保砂石骨料基地将占据优势市场地位。

总体看，硬石膏和砂石作为混凝土的主要生产原料，均为储量丰富且易得的资源，不存在上游原材料稀缺导致行业生产受阻的风险。

（3）下游需求

从中国混凝土的下游消费需求结构来看，基础设施建设和房地产开发建设处于消费主导地位，分别约占混凝土市场需求的30%和25%，其投资增速情况决定了混凝土需求增速。2012年以来，中国固定资产投资增速有所下降，经济增速放缓，建筑业施工和新开工面积增速有所下降，中国混凝土需求出现阶段性转弱。

基础设施建设包括交通运输（铁路、公路、轨道交通投资）、水利水电和公共设施项目建设等，是对混凝土需求拉动最直接的行业。2015年中国GDP同比增长6.9%，首度“破7”，经济下行压力加大，投资增速持续下滑态势未改，虽然随着基建工程项目的加快推进，混凝土市场需求下滑趋势减缓，但仍难以得到根本好转。2015年，水利、环境和公共设施管理业固定资产投资累计同比增长20.3%，增速小幅提高；道路运输业固定资产投资累计同比增长18.1%，增速回落0.3个百分点；铁路运输业固定资产投资累计增长仅为1.8%，投资增速大幅回落。尽管2015年年初以来批复项目较多，但受审批程序严格化影响，部分重大项目建设推进缓慢，基建投资进度低于预期，混凝土需求不足的局面难以扭转。

房地产投资方面，2015年，全国房地产开发投资95,978.84亿元，较上年名义增长1.0%，增速较上年同期下滑9.5个百分点，为近五年来的最低点。房屋新开工面积154,454万平方米，比上年下降14.0%。全年土地购置面积22,811万平方米，比上年下降31.7%。房地产开发企业房屋施工面积693,652万平方米，同比增长3.0%，增速比上年提高0.5个百分点。2016年1~6月份，全国房地产开发投资同比增长6.1%，增速较去年同期上涨1.5个百分点；房屋施工面积与新开工面积较去年同期均有好转，尤其是新开工面积，同比增长14.9%，2015年上半年则是同比下降15.8%。房地产行业景气度的回升，使全国整体混凝土需求量得到明显提升。2016年，部分一、二线城市房价呈现较快增长；2016年10月以来，全国各地多个城市密集出台相应的房地产限购、限贷等政策，调控政策力度较大，短期内或将对房地产市场造成一定影响。整体看，房地产行业波动较大，自2014年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓，对混凝土的需求或将保持低迷。

总体看，基础设施建设与房地产投资是拉动混凝土需求增长的主导力量，且其投资增速情况决定了混凝土需求情况。近年来，基础设施和房地产投资增速下滑，导致混凝土需求增速不足。

（4）市场价格

我国商品混凝土中，标号C25~C40混凝土占比约70%，标号C50~C60混凝土在一些重要工程中应用，个别特殊情况采用标号C70~C80混凝土。标号C30混凝土的价格走势，在一定程度上代表了整个商品混凝土市场价格行情走势。2013年上半年全国混凝土价格走势较为平稳，整体表现出较好的抗跌性，三、四季度在华东和中南等地混凝土价格的强势拉抬之下，全国混凝土均价持续上行至全年最高价。进入2014年后，受到各地房地产等新增项目开工增量不足、农忙时节和雨水等因素的影响，各地混凝土价格在波动中呈总体下行趋势，月度走势表现为前高后低形态。

2015年以来,在产能过剩和需求大幅下滑的形势下,混凝土价格快速下行,全国混凝土价格指数逐月下降,2015年12月降至292.85元/立方米;同期,据百年建筑网监测数据显示,截至2015年底,全国25个主要城市C30混凝土均价为296.4元/立方米,较2014年平均下跌28.4元/立方米,除天津、太原、呼和浩特、西安、乌鲁木齐、郑州以及昆明外,其他城市价格均出现10~105元/立方米不等的下跌。整体看,截至2015年底,东北、华北混凝土价格处于相对高位,西南地区则处于相对低位。

2016年上半年,全国混凝土价格结束2014~2015连续两年的价格下跌,出现回暖趋势。2016年12月底全国混凝土价格指数为300.7元/立方米,较去年同期增长7.85个点。2017年初,全国混凝土价格指数走势平稳,保持在300点左右徘徊。

图2 2013年9月~2017年2月混凝土价格指数(单位:元/立方米)



资料来源:百年建筑网

总体看,近年来,混凝土价格波动较大。经过2016年上半年触底反弹后,混凝土价格有所回升,对混凝土行业有一定积极影响。

(5) 市场竞争

预拌混凝土因其质量性能的特殊性,其流通与使用完全受运输距离的限制(一般不超过50公里),因此属于典型的“地材”,其生产所需的全部原材料也都属于“地材”。此特点严格地限制了产品的流通性,使其产品本身丧失了很多可自由流通的商品所应具有的特点、所适用的市场规律。因此,混凝土行业呈现较强的区域性,全国混凝土市场的地区差异较大,但总体呈现高度竞争、压价竞争和供过于求的特点。由于混凝土行业进入门槛低并且国内部分企业对混凝土特性认知不足,混凝土市场被众多中、小企业占据,行业集中度低,行业整体利润水平偏低。目前由于部分建筑商采用“低价中标”方法以最大限度节约建设资金,在目前供过于求的市场竞争下,混凝土供应商采取极限报价,对后续产品质量和服务产生不利影响。

截至2015年底,根据中国混凝土与水泥制品协会的数据统计,2015年中国(不含港澳台)预拌混凝土企业(集团)前十家的实际产量共1.76亿立方米,占全国规模以上预拌混凝土企业总产量的10.7%。其中,中国建材集团、中建西部建设、上海建工材料公司分列前三甲。近年,中国混凝土产能集中度仍处于较低状态,行业同行低价恶性竞争现象比较严重,行业亏损面不断扩大。因此,中国预拌混凝土行业发展正面临关键的转型期和市场整合期。

总体看,我国混凝土产业已进入完全竞争阶段,中、小企业以及同质化产品占据市场,未来行业内兼并重组势在必行。

(6) 行业政策

为抑制行业产能过剩问题,加快行业转型升级,近年来,国家加大混凝土、水泥等大宗建材行业调整力度,密集出台多项调控政策,严控新增产能,提高应用技术水平,倡导绿色发展,推

进产业结构调整。总体来看，目前的产业调控政策主要集中在四个方面：一是提高准入门槛，二是支持预拌混凝土发展，三是提倡高性能混凝土的运用，四是倡导绿色发展。这些政策的执行将有利于建材行业的健康持续发展。

表1 近年来我国混凝土行业主要限制性政策法规汇总

发布时间	相关文件/会议	水泥相关政策要点
2008.8.29	《中华人民共和国循环经济促进法》	国家鼓励和引导公民使用节能、节水、节材和有利于保护环境的产品及再生产品，减少废物的生产量和排放量；鼓励利用无毒无害的固体废物生产建筑材料，鼓励使用散装水泥，推广使用预拌混凝土和预拌砂浆。
2011.3.21	《产业结构调整指导目录（2011年本）》	硫、钾、硼、锂等短缺化工矿产资源勘探开发及综合利用；尾矿、废渣等资源综合利用。
2013.1.1	《国务院办公厅关于转发发展改革委住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》（国办发〔2013〕1号）	大力发展预拌混凝土、预拌砂浆。
2016.2	《关于开展高性能混凝土推广应用试点工作的通知》	试点范围在辽宁省、河南省、江苏省、广东省、贵州省、新疆维吾尔自治区六省（区）开展。试点目标以到2017年12月底，C35及以上强度等级混凝土占预拌混凝土总量50%以上，在超高层建筑和大跨度结构、钢管混凝土中推广应用C60及以上强度等级的混凝土，在基础底板等采用大体积混凝土的部位中，推广大掺量掺合料混凝土。
2016.5.18	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	关于加快转型升级中指出要提升水泥制品：停止生产32.5等级复合硅酸盐水泥，重点生产42.5及以上等级产品；加快发展专用水泥、砂石骨料、混凝土掺合料、预拌混凝土、预拌砂浆、水泥制品和部件化制品；积极利用尾矿废石、建筑垃圾等固废替代自然资源，发展机制砂石、混凝土掺合料、砌块墙材、低碳水泥等产品。
2017.2.10	《水泥玻璃行业淘汰落后产能专项督查方案》	经国务院同意，环保部、国家质检总局会同国家发展改革委、工业和信息化部、安全监管总局等部门印发《水泥玻璃行业淘汰落后产能专项督查方案》，将于2月12日至22日，组织开展水泥、玻璃行业专项督查，对落后产能进行清理整顿。

资料来源：联合评级根据公开资料搜集整理

总体看，行业政策有利于推进行业集中度进一步提高，将有利于质量优良、绿色环保的大型预拌混凝土企业进一步发展。

（7）行业关注

行业进入壁垒低，退出难，产品同质化严重，竞争激烈

商品混凝土生产不具独特性，属于简单加工性质，没有复杂的窑炉，进入行业的技术门槛相对较低；虽然前期投资比较大，但可以通过分期付款的方式购买设备，减少投资时对现金的需求，在行业利润较高时，其他行业投资者较容易进入；建立搅拌站的时间比较短，一个标准搅拌站的建设周期一般为3~4个月。因此，行业竞争比较激烈且因拖欠款现象普遍而不易退出。

国家对混凝土行业监管逐渐加强，行业发展与国家政策密切相关

混凝土行业属于高污染、高耗能行业，同时易出现产能过剩情况，因此国家逐渐加强对行业的监管，提高行业进入壁垒。2014年4月24日，被称为史上最严的《中华人民共和国环境保护法》经全国人大通过，并于2015年1月1日起实施。此次的修订中有关对雾霾等大气污染的治理和应对、排污费 and 环境保护税的衔接、完善排污许可管理制度等内容将对商品混凝土行业产生直接或间接

的影响，节能门槛、环保门槛等将进一步抬高。

行业产能过剩明显，随着拟建、在建产能如期释放，过剩情况将进一步加剧

目前行业产能严重过剩，市场竞争程度高，终端市场分散。虽然整个行业已经形成一批龙头企业，竞争格局的稳定性得到加强，但生产集中度仍较低，行业在产能过剩、环保压力下的限产停产和需求增速波动等因素的影响下存在较大的波动性。

受产能释放竞争加剧、环保成本增加，以及下游需求不振导致盈利水平下滑

在产能释放竞争加剧、环保成本增加，以及下游需求不振等多种因素影响下，近几年来，混凝土行业的整体盈利水平呈现波动下滑的态势。首先，新增产能释放使本已过剩的局面愈加严重，低价竞争成为行业常态，导致利润空间逐渐被压缩。其次，近年国家提高了环保标准，环保设备投入增加，环保运营成本上升。再次，经济低迷，固定资产投资增速放缓，混凝土需求增长减缓甚至需求减少，导致混凝土价格持续低位。

（8）行业发展

混凝土行业生产集中度低、市场竞争混乱、产能过剩将呈长期化趋势，未来兼并重组将使行业集中度得到提高，并产生龙头企业。近期因需求乏力，产品价格持续下滑，行业盈利空间被压缩，短期内信用水平下降。但长期看，固定资产投资仍是我国稳定经济的重要手段，行业整体需求有望提升。

新增产能持续释放，行业产能过剩呈长期化趋势

我国混凝土行业产能过剩加剧的风险从2014年开始不断凸显，在需求减弱和行业产能持续释放的影响下，预计过剩压力将长期存在。一方面，宏观经济和固定资产投资呈放缓趋势，加之房地产市场景气度下滑，混凝土行业面临的需求压力加大。另一方面，上游水泥行业产能严重过剩，大部分水泥企业进入下游混凝土行业，加剧混凝土行业产能膨胀。目前，混凝土的市场信息依然在市政建设、建筑、建材、铁路（高铁）、机场、水利等领域各自集散，各自发展，相互间没有有效的通达渠道，致使有效产能相互叠加，行业产能仍将持续提高。

新材料和新技术成为行业转型的中坚力量

高性能混凝土的理念已得到较为广泛的认知与普及，作为重要的绿色建材，能够有效化解产能过剩、贯彻绿色建筑行动方案；提高工程质量，降低工程全寿命周期的综合成本；发展循环经济，促进技术进步，推进混凝土行业结构调整和可持续发展。同时，坚持绿色发展已成为全行业的共识和转型的抓手，例如使用绿色水泥、掺加高性能外加剂、循环使用混凝土等。固废资源化最大的承接产业亦是混凝土，以满足特定功能需求的特种混凝土产品（如透水、透明、清水、自洁净混凝土等）需求将呈现快速增长态势。

产业结构趋于优化，上下游产业链整合

未来，混凝土行业的投资重心将由置换落后产能向技术改造转移，尤其在节能环保方面，国家也将执行更为严格的强制性政策以推动该领域的技术改造，包括使用高性能混凝土、利用建筑垃圾资源作为生产高性能混凝土的掺和料、提高混凝土耐久性等。同时，产能限制也将促使混凝土企业进行产品差异化竞争和上下游产业链整合，例如开发高标号及特种水泥、拓展房地产业务等。

总体看，由于投资仍是我国稳定经济的重要手段，长期来看，混凝土的需求总量仍将保持在较高水平。混凝土行业将继续淘汰落后产能，加大行业的重组与并购，调整产业结构，降低能耗并且发展高性能、特种混凝土，寻求产业转型。

2. 医药行业

从运营情况来看，医药行业主要分为医药工业和医药商业两大类；其中医药工业可分为七大子行业，分别为：化学原料药制造业、化学制剂制造业、生物制剂制造业、医疗器械制造业、卫生材料制造业、中成药制造业、中药饮片制造业。医药行业与民众健康密切相关，是我国国民经济的重要组成部分，其行业高增长和高收益性突出。进入21世纪以来，我国医药业行业保持快速增长势头，行业总产值增长率均高于同期GDP增长率。

2010年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长。2015年，医药制造业实现主营业务收入26,885.19亿元，同比增长9.02%；利润总额2,768.23亿元，同比增长12.22%，总体保持了稳定增长的发展趋势。2016年1~9月，中国医药制造业实现主营业务收入19,958.90亿元，同比增长10.00%；利润总额2,071.80亿元，同比增长13.90%。随着医疗改革体系逐渐成熟，中国医药制造业的经济效益呈现较好的发展态势。

随着国际上大量专利药的专利权到期，以及发达国家出于环保要求限制其化学原料药的生产，中国已成为原料药转移生产的主要受惠国，占全球19.3%的市场份额，位居首位，其中仿制原料药的市场份额更是高达37.8%。中国原料药产量与出口量均保持了快速增长，目前约占中国医药制造业生产总值的20%。目前，中国出口的原料药中抗感染类、维生素类、解热镇痛类、激素等大宗原料药和他汀类、普利类、沙坦类等特色原料药在国际医药市场上占有相当的份额和地位。

中国化学原料药在产能规模和生产工艺上优势明显。经过多年的低价竞争，众多中小型企业被淘汰出局，目前原料药行业集中度较高，但产品生产耗能大，污染严重，产品结构仍以低端为主，且大部分原料药产能过剩严重，行业收益受国际市场波动及周期性波动影响明显，竞争激烈。2015年，受国内抗生素限用、出口市场低迷及国家对环保要求的不断提高等因素影响，原料药行业增速持续下降，生产企业面临产品降价和成本增加的双重压力。

化学制剂方面，受医保控费、新版GMP改造等影响，化学制剂行业收入和利润增速持续放缓。国内化学制剂生产企业较多，竞争激烈，而自主研发创新药、高壁垒的仿制药由于竞争压力小且受到国家政策持续支持，未来将成为行业发展方向及重要利润来源。

行业竞争方面，中国医药制造业存在一个显著特征是数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在20世纪80年代初期只有800余家，2016年10月底已经达到7,404家。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右，与全球医药巨头400~500亿美元的业绩相比差距甚远。造成中国医药产业集中度低的主要原因是制药企业的规模经济水平低，绝大部分制药企业由于市场份额、生产条件等限制根本不存在规模经济，整个行业呈粗放型发展的态势。中国的制药企业进行规模化生产的非常少，虽有一些如哈药集团有限公司、扬子江药业集团有限公司、石药集团及华北制药集团有限责任公司等大型制药集团，但与世界级制药企业相比还有很大差距。目前中国医药行业已经进入整体转型升级时期，加上新版药品生产质量管理规范和新版药品经营质量管理规范的颁布，大批不达标的中小企业将面临淘汰，行业的变革和调整，带动了频繁的并购重组。

行业政策方面，2012年以来，国家对医药行业的调控力度不断增强，相应规划及指导意见的提出对于整个行业规范化程度的提高和医药领域实现转型提供了良好的宏观环境。2014年，政府工作报告中提出要推进医改向纵深发展，扩大城市公立医院综合改革试点，创新社会资本办医机制和巩固完善基本医药制度。2015年，李克强总理提出取消绝大部分药品政府定价，破除以药养医，积极发展中医药和民族医药产业。2016年新医改推出后将进一步完善医药价格管理政策，进一步理顺医疗服务比价关系。其中，新医改药品降价将加速医药行业的整合进程，有利于优势资源向优质公司聚集。新医改中，自主创新药品大多不在降价范围内，显示了国家对自主创新、医

药研发的政策支持，具有研发优势的企业仍将获得高于平均利润水平的收益。

总体看，近年来中国医药制造业保持增长较快，由于医保控费、招标限价等政策措施的影响，近年来增速呈现下滑趋势，但作为与居民健康密切相关的周期性行业，未来仍将保持良好发展态势。

3. 重庆区域环境分析

重庆作为“长江上游经济中心”、“西部增长极”、“国家中心城市”，经济和社会快速发展。未来，随着西部大开发、一带一路、长江经济带、中新（重庆）战略性互联互通示范项目、国家统筹城乡发展综合改革试验区等的深入推进和实施，重庆将迎来更大的发展机遇。重庆实施五大功能区域发展战略，通过“一环八线”轨道交通和“三环十二射多联线”高速公路等城市交通网络建设，加快向城市发展新区延伸。三环高速网络逐步建成，将都市区14个区县连接起来，带动周边大面积开发，推动重庆城区新一波拓展。在未来一段时期，预计重庆固定资产投资及基础设施建设仍将保持高速增长，有效拉动混凝土及外加剂市场容量的增长。

基础建设投资飞速发展，城市化进程加快

重庆自1997年直辖以来，城市化进程明显加快，城市化率由1997年的31%增加到2015年的60.90%，年均增长3.37个百分点，高于全国同期增长水平。2016年，重庆全市常住人口3,048.43万人，比上年增加31.88万人；其中城镇人口1,908.45万人，占常住人口比重（常住人口城镇化率）为62.60%，比上年提高1.66个百分点，常住人口城镇化率高于全国同期平均水平。

基础设施建设和投资方面，2012~2015年，重庆基础设施投资年均增速22.74%；2016年，重庆基础设施投资5,660.87亿元，同比增长29.95%，达到五年来最高增速。2017年初，国家发改委对外公布《西部大开发“十三五”规划》（以下简称《规划》），其中重庆作为西部重点城市，将大力发展基础设施建设，例如打造重点铁路工程、研究机场第四跑道、加快长江上游航运中心建设等。《规划》的提出将为重庆吸引大量基础设施投资，预计未来重庆基础设施投资将持续快速增长。

表2 2012~2016年重庆市基础设施投资（单位：亿元，%）

年份	基础设施投资	同比增长
2012	2,404.16	24.80
2013	2,962.10	23.21
2014	3,387.36	14.36
2015	4,356.14	28.60
2016	5,660.87	29.95

资料来源：重庆市统计局

GDP增速领跑全国，带动固定资产投资增长

1997年至2013年，重庆市固定资产投资年均增速23.74%。2013年，重庆市GDP达到12,656亿元，同比增长12.30%，固定资产投资达到11,205亿元，同比增长19.50%，建筑业总产值4,731.88亿元，同比增长19.00%；2014年，重庆市GDP达到14,265.4亿元，同比增长12.72%，固定资产投资达到13,223.75亿元，同比增长18.02%，建筑业总产值5,552.20亿元，同比增长17.34%。2015年，重庆市GDP同比增长11%，GDP增速全国第一，固定资产投资同比增长17.1%，高出全国平均水平。

2016年，重庆市GDP同比增长10.7%，继续领跑全国，固定资产投资同比增长12.1%，高于全国平均增速4%，继续保持了较高增速。

房地产开发投资增速放缓，2016年出现负增长

2013年，重庆市房地产开发投资3,012.78亿元，同比增长20.1%，商品房新开工面积7,641.63万平方米，同比增长31.4%，施工面积26,251.89万平方米，同比增长19.3%；2014年，重庆市房地产完成开发投资3,630.23亿元，同比增长20.50%，商品房新开工面积6,254.04万平方米，同比下降18.16%，施工面积28,623.93万平方米，同比增长9.04%；2015年，由于全国经济增长放缓，重庆房地产开发投资3,751.28亿元，同比增长3.30%，商品房新开工面积5,810.85万平方米，同比下降7.09%；2016年，重庆市房地产完成开发投资3,725.95亿元，同比下降0.68%，商品房新开工面积4,875.16万平方米，同比下降16.10%。

总体上看，房地产开发投资增速放缓，但随着“西部大开发”战略的深入实施，“成渝统筹城乡综合配套改革试验区”、“成渝经济区”、“两江新区”等区域发展政策的推动以及“五大功能区”建设，重庆市基础设施投资和固定资产投资将继续保持全国领先水平，有力的拉动了重庆商品混凝土的市场需求。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是我国首家运用硬石膏制酸联产水泥工艺进行规模化生产的企业，形成了从石膏开采到深加工较为完善的业务循环体系及基于石膏综合利用的多元业务协同发展模式，业务涵盖基于石膏中钙（Ca）的综合利用而形成的商品混凝土、混凝土外加剂、混凝土膨胀剂等新型环保建筑材料以及基于石膏中硫（S）的综合利用而形成的硫酸等硫系列产品的研发、生产、销售。

石膏是公司生产经营活动的资源基础。公司所在地具有丰富的石膏资源，截至2016年底，探明石膏矿石储量7.3亿吨，矿床远景规模资源储量达10亿吨，其中90%以上为硬石膏；公司现已取得采矿权的石膏矿矿区面积达2.08平方公里，石膏资源较为充足，有利于公司生产经营的稳定和持续。石膏开采为划定矿区开采，待划定矿区资源开采殆尽前，可向国土部门申请划定新的矿区，并缴纳相关税费；公司石膏资源储备能够保障新增矿区开采需要。

产业链方面，公司利用石膏资源优势，形成了从石膏开采到石膏深加工的多元业务协同发展的模式，利用硬石膏为原料生产硫酸并产水泥、膨胀剂，所产硫酸为生产减水剂的重要原料，所产水泥、减水剂和膨胀剂等为生产商品混凝土的重要原料。公司产品间构成上下游业务链，有效降低了相关原材料市场波动对公司生产经营的影响。同时，公司产品共享市场资源，下游产品的销售有效带动了公司上游产品市场的开拓，节约了公司产品销售及市场开拓的整体成本。

公司为重庆市主要的商品混凝土生产企业之一，近年来积极拓展商品混凝土产能。截至2016年底，公司共有混凝土搅拌线18条，年设计产能达855万立方米，在重庆市排名前列，在重庆混凝土市场占有率约为6%~8%。

2016年6月，公司收购完成辽源市百康药业有限责任公司（以下简称“百康药业”）100%股权，开始涉足具有较大成长空间的医药行业，进入化学合成原料药及相应片剂、颗粒剂、硬胶囊剂的生产销售业务。截至2016年底，百康药业已通过新版GMP认证，完成了9个原料药和84个制剂的认证。

公司为中国硅酸盐学会混凝土与水泥制品分会膨胀与自应力混凝土专业委员会副理事长单位、中国非金属矿工业协会石膏专业委员会副理事长单位、中国建筑业协会混凝土分会理事单位、中国建筑材料联合会混凝土外加剂分会理事单位、中国建筑材料联合会石膏建材分会会员单位、《混凝土膨胀剂》（GB23439-2009）国家标准的起草修订单位和《补偿收缩混凝土应用技术规程》

(JGJ/T178-2009)的参编单位。2016年,公司荣获国家工商行政管理总局颁发的“2014~2015年度守合同重信用企业”称号,公司三圣商标及图、ZY商标继续被审定为“重庆市著名商标”。

总体看,公司生产规模较大,区域品牌知名度较高,具有较强的区域市场竞争力。

2. 人员素质

截至2017年6月底,公司共有董事会成员9人、监事3人和高级管理人员6人,公司高级管理人员均有丰富的行业经验和管理经验,充分了解行业的整体状况和公司的运营发展。

公司董事长潘先文先生,1963年出生,汉族,中国国籍,无境外永久居留权。大专学历,工程师,1981年入伍;1995年5月至2002年5月历任重庆市江北石膏厂厂长、重庆市江北特种建材厂厂长;2002年5月起任江北特材执行董事、总经理;2010年3月起任公司董事长,任期至2019年4月。

公司总经理张志强先生,1967年出生,汉族,中国国籍,无境外永久居留权。高中学历。1996年至1998年任重庆新华表面技术有限公司生产厂长;1998年3月至2002年5月任重庆市江北特种建材厂副厂长;2002年5月至2010年3月任江北特材副总经理;2010年3月起任公司董事,任期至2019年4月。

截至2017年6月底,公司共有在职员工2,945人,按受教育程度划分,本科及以上学历占8.60%,大专学历占10.30%,大专以下占81.10%;按职位划分,生产人员占59.30%,销售人员占3.80%,技术人员占7.10%,财务人员占1.80%,行政人员占11.10%,剩余为其他人员。

总体看,公司管理人员行业经验和管理经验丰富,员工素质与结构能够满足目前生产经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所股票上市规则》、《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》等法律、法规和中国证监会有关法律法规等的要求进行经营管理,形成了以股东大会、董事会、监事会及高级管理层为主的议事规则体系。

股东大会是公司的权力机构,行使决定公司经营方针、投资、筹资、利润分配等重大事项的权利。

公司设董事会,对股东大会负责;公司董事会由9名董事组成,其中3名为独立董事。公司董事由股东大会选举或更换,任期3年;董事任期届满,可连选连任;公司独立董事由股东大会聘任,每届任期三年,任期届满,连选可以连任,但连任时间不得超过6年。公司董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生或罢免。董事会是公司经营决策机构,负责执行股东大会做出的决定,对股东大会负责并报告工作。

公司设监事会,由3名监事组成,其中股东代表监事2名、职工代表监事1名。股东代表监事由公司股东大会选举产生,职工代表监事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会设主席1名,由全体监事过半数选举产生。监事每届任期三年,任期届满,连选可以连任。监事会是公司的内部监督机构,监督企业董事、经理和其他高级管理人员依法履行职责。

公司设总经理1名,由董事会聘任或解聘;总经理每届任期3年,连聘可以连任。总经理对董事会负责,负责主持公司的生产经营管理工作等。

总体看，公司建立了相对完善的法人治理结构，整体运行情况良好。

2. 内部管理制度

公司下设财务部等共计 12 个职能部门。公司建立了健全的内部控制制度体系，对公司重大事项进行决策和管理。

子公司管理方面，公司根据《公司法》、《证券法》等法律、法规，制定了子公司管理制度。同时，公司通过推荐、委派、选举等方式派出控股子公司的董事、监事和高级管理人员，实现对控股子公司的治理。依据公司自身的治理结构，公司为子公司制定了配套的财务、采购、生产、销售等制度和管理方法，确保了子公司规范、高效、有序运作。对子公司重大交易或事项实行授权审批制度，对超越业务范围或审批权限的交易或事项，子公司应提交公司履行批准程序。

财务方面，公司制定了一系列完善的财务管理制度，主要包括《内部审计管理制度》、《募集资金使用管理办法》、《关联交易管理制度》等。公司设立内部审计部门，对公司内部控制制度的建立和实施、公司财务信息的真实性和完整性等情况进行检查监督；公司的关联交易应当遵循诚实信用、定价公允等原则，公司与关联方之间的关联交易应签订书面协议，协议的签订应当遵循平等、自愿、等价、有偿的原则，协议内容应明确；公司募集资金的使用应遵循集中管理、预算控制、规范运作、公开透明的原则，严格按照股东大会审议通过的投资项目进行投资，变更募集资金用途应由股东大会审议批准。

安全生产方面，公司制定了《安全生产制度》，该制度安全生产的管理职责，对各类生产设备等机器操作作了详细说明，减小因操作原因造成的设备停机、设备故障以及人身伤害，提高了公司生产效率，减少工伤和事故发生。

投资管理方面，为加强管理、规范公司投资行为，提高资本运作效率，保证资金运营的安全性和收益性，根据市场环境及自身情况，公司制定了《对外投资管理制度》，将投资分为短期投资和长期投资两大类。公司对外投资实行专业管理和逐级审批制度。公司股东大会、董事会、董事长为公司投资行为的决策机构，各自在其权限范围内，对公司的对外投资做出决策。公司董事会战略发展委员会为公司董事会设立的专门工作机构，负责统筹、协调和组织对外投资项目的分析和研究，为决策提供建议。未经公司同意，公司下属控股子公司不得进行对外投资。

在对外担保上，公司制定了《对外担保管理制度》，严格管理对外担保行为。对外担保事项必须由董事会或股东大会审议。公司为合并报表范围外的他人提供担保，应当要求对方提供反担保，且反担保的提供方应当具有实际承担能力且反担保具有可执行性。公司董事会审核被担保人的担保申请时应当审慎对待和严格控制对外担保产生的债务风险，董事会必要时可聘请外部专业机构对实施对外担保的风险进行评估，以作为董事会或股东大会作出决策的依据。公司提供对外担保，应当订立书面合同，担保合同应当符合《担保法》等相关法律、法规的规定且主要条款应当明确无歧义。

总体看，公司经营管理运作较规范，组织机构设置合理，并建立了较完善的内部管理制度，能够为公司发展提供组织和制度保障。

六、经营分析

1. 经营概况

公司作为重庆主要的商品混凝土生产企业之一，主要从事商品混凝土、外加剂等环保建筑材料及硫酸等硫系列产品的研发、生产和销售。

近三年,得益于商品混凝土业务规模的扩大及并购百康药业等因素,公司营业收入持续增长,年均复合增长 9.11%;2016 年公司实现营业收入 15.13 亿元,同比增长 7.23%。随着营业规模的扩张,公司净利润波动增长,年均复合增长 9.11%;2016 年,公司实现净利润 1.21 亿元,同比小幅下降 2.22%,主要系受三项费用大幅提升及资产减值损失较大影响所致。

从收入结构上看,商品混凝土业务为公司主要收入来源,占比较高,近三年其收入占当期营业收入的比重分别为 75.49%、79.88%和 80.49%,占比不断上升,主要系重庆地区固定资产投资增长,公司商品混凝土业务规模扩张,同时外加剂产品收入下降所致。近三年,减水剂收入规模不断下降,占当期营业收入的比重分别为 19.38%、15.09%和 11.62%,主要原因一是公司混凝土产量的扩大对减水剂自用量加大,为满足自用的需求,使减水剂在产量未显著增加的情况下对外销售数量减少;二是受激烈的市场竞争影响,销售价格下降。公司膨胀剂业务收入规模波动增长,近三年占当期营业收入的比重分别为 2.99%、2.16%和 3.05%;2016 年公司膨胀剂收入同比增幅较大,主要系公司加大市场开拓力度所致。公司硫酸收入波动下降,占当期营业收入的比重分别为 2.14%、2.88%和 0.95%,2016 年公司硫酸收入大幅下降,主要系募投项目建设需要,停产合并建设及试车,产量不足,同时市场环境变化销售不佳影响所致。2016 年 6 月,公司完成收购百康药业,新增药品收入,规模较小。

表 3 2014~2016 年公司营业收入及毛利率情况(单位:亿元,%)

商品	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
减水剂	2.46	19.38	26.73	2.13	15.09	34.44	1.76	11.62	31.38
膨胀剂	0.38	2.99	39.73	0.30	2.16	39.46	0.46	3.05	44.01
商品混凝土	9.59	75.49	16.67	11.27	79.88	18.67	12.18	80.49	21.49
硫酸	0.27	2.14	15.45	0.41	2.88	23.49	0.14	0.95	5.15
药品	--	--	--	--	--	--	0.59	3.88	48.02
合计	12.71	100.00	19.28	14.11	100.00	21.64	15.13	100.00	24.20

资料来源:公司提供

从毛利率情况看,近三年公司综合毛利率水平持续提高,分别为 19.28%、21.64%和 24.20%,主要系商品混凝土业务毛利率水平上升所致。近三年,在整体经济增速下行的背景下,公司通过扩大区布局降低运输成本、凭借良好信誉降低资金和采购成本以及进行精细化管理提高竞争优势等方式,实现了商品混凝土产品毛利率水平的持续提升,分别为 16.67%、18.67%和 21.49%。公司减水剂产品毛利率波动增长,近三年分别为 26.73%、34.44%和 31.38%;2016 年其毛利率水平同比有所下降,主要系市场需求减少、竞争加剧所致。公司膨胀剂产品的毛利率维持在较高水平,2016 年增长至 44.01%。受销售价格波动以及 2016 年下半年原煤涨价等综合影响,公司硫酸产品毛利率波动下降,近三年分别为 15.45%、23.49%和 5.15%。公司药品业务毛利率水平较高,2016 年为 48.02%。

2017 年 1~6 月,公司实现营业收入 7.91 亿元,同比增长 7.72%,实现净利润 1.31 亿元,同比增长 110.08%,主要系公司收购百康药业带来药品销售收入大幅增长所致。

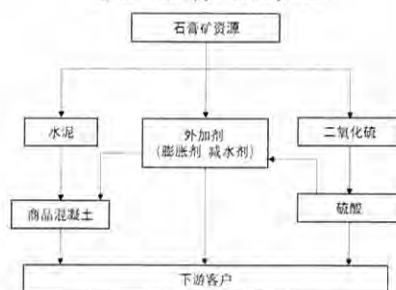
总体来看,公司主要从事商品混凝土业务,受近年来重庆区域市场基础设施建设及固定资产投资增长影响,营业收入持续增加;2016 年公司开始涉足医药产业,目前规模较小;公司综合毛利率水平呈上升趋势。

2. 石膏资源

公司主要产品中，商品混凝土、混凝土外加剂（减水剂、膨胀剂）、硫酸多元产品之间协同发展，各产品间相互独立对外销售，同时又具有紧密的相关性，产品间构成上下游业务链，公司依托石膏资源所产硫酸、焦亚硫酸钠部分自用作为生产减水剂的原料，所产减水剂和膨胀剂部分自用于满足生产商品混凝土所需外加剂原料，公司所产水泥全部自用作为生产商品混凝土的原料。

具体来看，公司利用硬石膏生产膨胀剂，利用硬石膏为原料制取硫系列产品联产水泥、减水剂，详见下图。

图3 公司产品生产链



资料来源：公司提供

公司所在地重庆市北碚区三圣镇拥有丰富的石膏矿资源，探明石膏矿石储量 7.3 亿吨，矿床远景规模资源储量达 10 亿吨，其中 90%以上为硬石膏。截至 2016 年底，公司已取得采矿权的石膏矿矿区面积达 2.08 平方公里。公司取得的采矿许可证有效期限为 3 年，最新采矿权许可证有效期至 2017 年 8 月，批准年采矿量为 60 万吨；公司采矿权许可证到期后，可申请延续登记，公司已多次办理延续登记。公司开采的石膏矿主要自用，年产量在 30 万吨左右。

总体来看，公司建立了以石膏矿为基础的生产体系，石膏资源储备较为丰富；公司石膏矿采矿权有效期较短，石膏矿采矿权的顺利延续，是公司业务正常开展的重要保障。

3. 商品混凝土

公司商品混凝土主要分为通用混凝土和特制混凝土，其中通用混凝土主要用于普通工业及民用建筑，特制混凝土包括高强混凝土（强度等级在 C50 以上）、大流动性混凝土（坍落度大于 180mm）、自流平混凝土、抗渗混凝土、抗折混凝土、高性能混凝土、纤维增强混凝土等，主要用于高层建筑、隧道、桥梁、海港、道路等工程。商品混凝土分公司根据用户的不同要求，生产出不同品种、强度等级的混凝土，然后用特定的运输工具，在约定的时间内，把混凝土运往施工现场，通过泵送或者塔吊浇注的方式注入到预先搭设的模板中去，完成现场浇注过程。预拌混凝土专业承包资质不分等级。产品等级是根据混凝土强度来进行的分类，适用于国家标准《混凝土结构设计规范》（GB50010-2010）的规定。近年来，得益于重庆市场固定资产投资及基础设施建设的稳步增长，公司商品混凝土业务及其收入规模持续增长。

（1）产品销售

商品混凝土生产属于订单式生产，公司直接面向客户销售。公司主要通过公开信息获取客户招标信息及产品技术要求，参与客户招标获取订单，中标后即与客户签订以工程项目为单位的销售合同，确定商品混凝土标号、性能、供货地点、时间、预计使用量及货款收取等重要事项，然后由生产部门组织生产。

混凝土供货周期依据项目施工周期不同而有较大差异，合同一般只约定供货量，结算价格一

一般在结算周期末按照市场价格决定，同时考虑运输半径、成本控制等因素，一般与市场价格差异不大。2014~2016年，公司商品混凝土销售均价分别为300元、292.30元和290.50元，呈逐年下降趋势，主要系市场竞争所致。

公司作为重庆市主要的商品混凝土生产企业之一，在多年的市场开拓中积累了较为广泛的客户资源；公司通过直销的方式进行产品销售，依靠成本控制优势、运输优势等获取客户。公司建材化工产品主要是以维护并巩固的优质客户为主；对新客户的开拓主要是通过老客户介绍、多方渠道获取潜在客户信息后销售员拜访上门洽谈等方式拓展。公司商品混凝土销售订单充足，近三年公司获取订单量不断增加，分别为319.81立方米、385.53立方米和418.73立方米，其中重庆地区订单占比在90%左右，占比较高。

商品混凝土一般运输时间不能超过两小时，运输半径约在50公里之内。生产完成后，公司主要通过公路运输的方式将产品运输至施工现场。公司建有自有运输团队，截至2016年底，公司拥有罐式运输车约200辆，基本能满足自身运输需求。在产品需求高峰，公司亦部分采用专业车队进行，其占比较低，一般在20%之下。

从集中度上看，近三年，公司向前五名客户销售集中度分别为33.93%、31.36%和28.44%，集中度较低，客户较为分散。

结算上，混凝土销售一般在开始供货后采用月度结算的方式进行，在月度结算日通过银行承兑汇票或现金进行结算。公司一般会留有合同供应总量的5%左右作为质保金，合同履行结束，混凝土检验合格后由客户支付全部款项。受结算晚于供货时间的影响，公司应收货款规模较大，存在一定回收风险。

总体来看，公司近三年订单获取规模不断增加，主要市场集中在重庆，地域集中度较高，受重庆市基础设施建设和固定资产投资影响较大；公司下游客户较为分散；公司应收货款规模较大，存在一定回收风险。

（2）原材料采购

公司混凝土主要原材料包括水泥、河沙、碎石、外加剂等，合计占成本的比重在80%左右；原材料中水泥占约50%，河沙占20%，碎石占20%，以水泥为主。

公司所需水泥除部分自供外，其余均在市场公开采购。公司对水泥实行“年度招标集中采购”模式，根据年度生产经营目标制定年度采购计划，通过招标方式确立2~3家合格供应商，签订年度供货框架协议，确定初步的年度供货总数量并以此确立采购物资基准价格及根据各供货期市场变化的价格调整方式，实际月度的供货数量根据生产的需求确定。

对碎石、砂等大宗材料的采购实行“通过中长期合作伙伴方式控制资源渠道、保障材料品质、保证供应充足”的渠道控制模式。公司利用大规模采购优势与供应商建立中长期伙伴关系，实现公司与供应商的共同发展，控制资源渠道和资源品质。

表4 2014~2016年公司原材料采购情况（单位：万吨，元/吨）

成本构成		2014年	2015年	2016年
水泥	自供量	16.17	14.70	5.52
	采购量	77.53	80.08	101.00
	采购单价	254.26	279.56	258.84
河沙	采购量	89.32	59.29	91.07
	采购单价	76.22	92.30	54.42
碎石	采购量	339.65	349.79	426.65
	采购单价	37.90	51.59	44.71

资料来源：公司提供

注：公司生产用膨胀剂和减水剂全部为自供，表中自供量包含半成品。

公司对外采购主要为水泥、河沙和碎石等。近三年，水泥价格波动下降，公司在其市场价格下降时适时增加了水泥采购量，2016 年水泥外采规模同比大量增加，自供规模下降。公司河沙全部为对外采购，2015 年河沙市场价格上升，当期采购量减少，2016 年河沙市场价格大幅下降，当期采购量增加。公司碎石采购量持续增长，其价格波动增长，2016 年随着市场供给增加，采购单价同比下降。膨胀剂及减水剂等外加剂主要为公司自供。

从采购集中度来看，近三年公司前五名供应商集中度分别为 20.84%、15.23%、16.11%，集中度较低，对上游单一供应商的依赖度较低。

结算上，公司主要采用银行承兑汇票或现金的方式进行结算，一般在混凝土产品结算后进行。对河沙、碎石等产品，在市场供应紧张时，公司也部分采用预付货款的方式确保供货以保证自身生产需求。

总体看，公司主要对外采购水泥、河沙、碎石等原材料，采购价格以市场价格为主，受大宗原材料市场价格波动影响较大；膨胀剂及减水剂等外加剂主要为公司自供；公司上游供应商较为分散，集中度不高。

（3）产品生产

公司混凝土生产主要系按照合同技术要求，对水泥、碎石等混合搅拌而成，主要生产设施为混凝土搅拌机械及运输机械。公司混凝土搅拌站主要位于重庆，截至 2016 年底，公司共有搅拌线 18 条。

表 5 2014-2016 年公司混凝土生产情况

生产	2014 年	2015 年	2016 年
生产条线（条）	10	14	18
产能（立方米）	435	660	855
产量（立方米）	319.81	385.53	418.73
产能利用率（%）	73.52	58.41	48.97

资料来源：公司提供

近三年，随着生产线的增加，公司产能规模不断增长，2016 年公司产能达到 855 万立方米/年；在产能提升的同时，随着市场的拓展，公司商品混凝土的产量不断增长，近三年分别为 319.81 立方米、385.53 立方米和 418.73 立方米。公司产能利用率不断下降，近三年分别为 73.52%、58.41% 和 48.97%，主要系公司产能扩张所致。

商品混凝土运输时间一般不超过 2 个小时，市场区域划分明显。公司生产基地主要位于重庆，重庆市场收入占比在 90%左右，占比较高。公司自有车队拥有罐式运输车 200 辆，主要服务于重庆市场，能有效降低运输成本，提高产品价格竞争力。

总体来看，公司混凝土按照订单组织生产，生产基地主要位于重庆；公司产能较高，受产能扩张迅速、需求提升有限影响，产能利用率较低。

4. 外加剂

公司外加剂产品主要为膨胀剂和减水剂，其中减水剂为公司主要外销产品。膨胀剂即将硬石膏和硫铝酸钙熟料或氧化钙熟料等进行计算机配料研磨成规定细度的粉状物质再输入均化库存储，后装运发货。减水剂的生产分为合成和复配两个阶段，公司对外销售以水剂型混凝土减水剂为主，合成后的母液作为中间产品供二次复配使用，公司根据客户需求制定最佳复配方案，复配成浓度不同、性能各异的定制化产品。公司减水剂主要为羧酸系减水剂。

公司外加剂客户主要为重庆市各个混凝土搅拌站。外加剂生产属于订单式生产，根据客户对商品混凝土性能要求而特定复配生产。一般而言，公司销售人员收集客户需求信息，包括减水剂、膨胀剂等的性能参数、价格及预计数量，然后负责外加剂销售业务的主管负责人（副总经理）与客户签订销售合同。公司技术人员按客户产品技术要求，试验配置产品性能，达标后将配比技术参数提供给生产部门，生产部门按要求生产产品后装入特定容器库存，根据客户指令及时装运发货。

受益于贵阳三圣减水剂生产线建成投产以及改建生产线，公司减水剂及膨胀剂产能分别增加至 40.00 万吨/年和 10.00 万吨/年。从销量上看，在满足自身需求之后，公司对外销售大部分外加剂产品。近三年，得益于公司对下游客户开拓力度的加大，公司膨胀剂外销规模增大，实现销售收入持续增长；减水剂销量波动下降，2016 年销量同比下降幅度较大，主要系自用量加大以及市场需求下降所致。从销售价格上看，近三年减水剂和膨胀剂销售价格均呈波动下降趋势，2016 年销售均价分别为 1,652.49 元/吨和 709.5 元/吨，价格同比有所回升。

表 6 2014~2016 年公司外加剂生产情况（单位：万吨/年，%，万吨，元/吨）

产品		2014 年	2015 年	2016 年
减水剂	产能	28.70	40.00	40.00
	产量	14.66	15.13	15.28
	销量	14.73	14.80	10.64
	销售单价	1,672.13	1,438.53	1,652.49
膨胀剂	产能	5.00	10.00	10.00
	产量	4.54	5.12	8.82
	销量	4.52	5.10	6.51
	销售单价	841.64	596.47	709.51

资料来源：公司提供

公司与下游客户一般通过现款现货的方式进行结算，以银行承兑汇票和现金方式为主。

总体来看，公司外加剂产品主要为膨胀剂和减水剂，随着产能快速扩张，产能利用率较低；销售价格整体下行。

5. 硫酸

公司石膏矿分公司完成石膏的开采，化工分厂负责石膏粉碎工作，然后由公司技术人员按照矿物质组成检测指标与其他原材料进行计算机配料后研磨烘干成规定细度的粉状生料再输入均化库存储，均化后的生料经高温分解出二氧化硫气体，二氧化硫进一步氧化生成三氧化硫，用稀硫酸吸收三氧化硫制成 98%浓度的工业硫酸。近三年，公司硫酸产能维持稳定，均为 15 万吨；产量分别为 9.06 万吨、10.44 万吨和 3.41 万吨，2016 年产量大幅下降，主要系公司募投项目建设需要，停产合并建设及试车所致。

公司硫酸销售以直销为主，经销为辅。公司直接与硫酸需求客户（主要是下游化肥、化工生产企业）签订长期供应合同，确定供应数量及价格。客户需要硫酸时，由公司或客户委托具有专业运输资质第三方装货，公司交货后开票确认销售收入。针对经销客户，公司首先考察经销商经销资质、规模等因素后，再择优确定经销商。公司与经销商之间为买断销售模式，即客户签收后即确认销售收入。公司硫酸主要销售给重庆地区的化肥生产企业。2016 年公司硫酸收入同比大幅下降 64.50%，主要系募投项目建设需要，停产合并建设及试车所致。

总体来看，公司硫酸产能稳定，产量受市场需求影响较大；2016 年市场下行，公司硫酸销量大幅下滑，收入规模下降。

6. 医药制造

百康药业原名为吉林化学工业公司辽源制药有限责任公司，于 2003 年由国企改制更名为现名称，主要从事化学合成原料药及相应片剂、颗粒剂、硬胶囊剂的生产、销售，主要产品是经 GMP 认证并获得生产批件的化学药品，原老厂区完成注册的药品生产批件共计 105 个，包括原料药 20 个和制剂 85 个。经停产搬迁，新厂区通过新版 GMP 认证后于 2015 年 10 月投产，截至 2016 年底已重新完成 9 个原料药和 84 个制剂的认证工作，其余产品认证正在办理中。2016 年 6 月，公司成功收购百康药业，开始涉及医药产业，从事原料药、颗粒剂、硬胶囊剂、片剂的生产销售。

百康医药生产的原料药主要为盐酸普鲁卡因、盐酸吗啉胍、盐酸苯海拉明、呋喃唑酮、贝诺酯、盐酸氯哌丁、磷酸苯丙哌林、甲磺酸左氧氟沙星、对乙酰氨基酚等，制剂主要为复方氨酚苯海拉明片、盐酸氯哌丁片、对乙酰氨基酚片、克拉霉素缓释片、盐酸二氧丙嗪片、盐酸奈福泮片、呋喃唑酮片、吡罗昔康片、氨基比林咖啡因片等。原料药采用直销模式，直接销售给相关制药企业；制剂产品实行代理销售模式，主要通过医药经销商进行销售。截至 2016 年底，百康医药拥有原料药产能 5,612 吨/年，片剂产能 350,000 万片/年。2016 年，百康药业生产原料药 1,830.05 吨，产能利用率为 32.61%，实现销量 1,290.46 吨，产销率为 70.52%；生产片剂 108,239.81 万片，产能利用率 30.93%，实现销量 105,487.91 万片，产销率为 97.46%。

总体来看，医药领域为公司新进行业，目前规模较小；医药产业与公司原有业务差异较大，公司技术开发、人员储备、管理和运营能力有待提升。

7. 经营效率

2014~2016 年，公司营业收入规模持续上升，但受行业特点影响，公司应收账款规模持续上升，应收账款周转次数不断下降，分别为 2.47 次、1.98 次和 1.66 次；受公司降低存货规模影响，公司存货周转次数整体波动上升，分别为 14.97 次、16.26 次和 15.52 次；同时，受资产规模快速扩大的影响，公司总资产周转率呈持续下降趋势，分别为 0.93 次、0.79 次和 0.61 次。

从同行业上市公司比较情况看，公司整体经营效率处于行业较高水平。

表7 2016年建材行业上市公司经营效率指标（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
龙泉股份	0.88	1.55	0.27
海南瑞泽	1.30	6.44	0.52
西部建设	2.08	40.15	0.86
深天地 A	1.51	2.01	0.66
三圣股份	1.66	15.52	0.61

资料来源：Wind 资讯

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

总体看，公司经营效率较高。

8. 经营关注

宏观经济波动导致下游需求变化

公司主要产品商品混凝土主要用于房地产、基础设施建设等领域，与宏观经济形势紧密相关。

房地产受国家宏观政策影响，投资增速波动明显；基础设施建设投资有赖于政府财政实力，难以长期维持高速增长。若未来我国宏观经济继续下行，房地产和基础设施建设投资增速下滑，公司商品混凝土下游需求有可能下降，影响公司盈利状况。

原材料价格波动风险

公司主要产品商品混凝土及外加剂的原材料成本占总成本的比例超过 70%，原材料价格的波动对公司的营业成本产生重大影响。如果未来原材料价格出现大幅波动，而公司的产品销售结构和价格不能及时作出同步调整，公司的盈利水平将可能因此而出现大幅波动。

应收货款规模较大，存在一定回收风险

公司商品混凝土业务存在一定货款回收期，且规模较大。这一方面造成对公司的资金占用，降低公司资金使用效率；另一方面，若下游客户收货后不能按期结算，公司货款面临一定的损失风险，增加公司运营压力。

区域市场集中度较高

公司主要市场集中在重庆市，重庆市场的波动对公司的运营和盈利情况有较大影响。近年来，重庆市房地产及基础设施建设的稳健增长很大程度上支撑了公司的发展。未来，若重庆市房地产政策或基建政策发生变动，区域市场震荡，将会影响公司的整体运营情况。

医药业务整合风险较大

2016 年，公司开始涉足医药产业。医药产业与公司原有业务差异较大，公司缺少相关的技术、人员和经验储备，对新业务的整合、管理和运营能力均存在不确定性。若未来不能顺利整合医药业务，公司将面临较高的投资损失。

9. 未来发展

未来，公司将以建材化工与医药制造为发展核心，以多元化与国际化为导向，努力建设成为一流的上市企业。

建材化工板块方面，公司践行低碳、环保、节能及循环经济理念，以创新发展为主，打造石膏资源综合利用和新型建筑材料制造商。医药制造板块方面，公司以中间体原料药为基础，以制剂为核心，打造医药制药产业链，并向医疗、康复、养生、养老延伸发展为医药健康产业。公司将在大力发展建材化工板块的基础上，着力发展医药制造板块，打造多元化、国际化的产业格局。

总体看，公司发展规划清晰；公司未来将重点发展医药制造板块，与公司原有业务跨度较大，增加了一定的经营管理难度。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014~2016 年度财务报告，经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2017 年半年度财务数据经审计。公司财务报告遵照财政部颁布的《企业会计准则》编制。

2014 年，公司合并范围减少 1 家子公司，为利川三圣特种建材有限公司，纳入合并范围的子公司共有 3 家，分别为贵阳三圣特种建材有限公司、兰州三圣特种建材有限公司和重庆三圣汽车修理有限公司。2015 年，公司合并范围增加 3 家子公司，为重庆三圣投资有限公司、重庆圣志建材有限公司和巴中三圣特种建材有限公司。2016 年，公司合并范围增加 3 家子公司，为百康药业、三圣埃塞（重庆）实业有限公司和重庆利万家商品混凝土有限公司。截至 2016 年底，公司纳入合

并范围的子公司共 9 家。考虑到公司合并范围变化未导致公司主营业务变化，并且新增的子公司规模相对较小，对整体生产和业绩无重大影响，对公司整体财务数据可比性影响有限，公司近三年财务数据的可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总计 27.99 亿元，负债合计 14.46 亿元，所有者权益（含少数股东权益）13.53 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 13.04 亿元。2016 年，公司实现营业收入 15.13 亿元，净利润 1.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.18 亿元。公司经营活动产生的现金流量净额为 1.25 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.78 亿元。

截至 2017 年 6 月底，公司资产总额为 37.29 亿元，负债合计 21.16 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 16.12 亿元，其中归属于母公司所有者权益 13.98 亿元。2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 7.91 亿元，净利润（含少数股东损益）1.31 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.27 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.10 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.01 亿元。

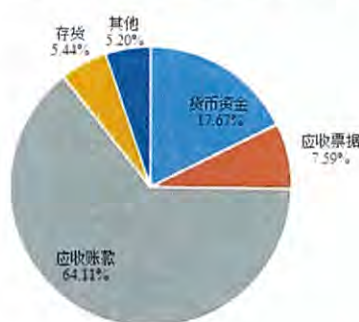
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产规模呈逐年增长态势，年均复合增长 38.84%。截至 2016 年底，公司资产总额 27.99 亿元，较年初增长 30.78%，其中流动资产占比 53.51%，非流动资产占比 46.49%。公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 25.86%，主要系货币资金和应收账款增加所致。截至 2016 年底，公司流动资产 14.98 亿元，较年初增长 5.44%，主要由货币资金（占比 17.67%）、应收票据（占比 7.59%）、应收账款（占比 64.11%）和存货（占比 5.44%）构成，如下图所示。

图4 截至2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司货币资金波动上升，年均复合增长 44.50%。截至 2015 年底，公司货币资金 3.56 亿元，较 2014 年底增长 180.74%，系公司公开发行股份募集资金所致。截至 2016 年底，公司货币资金 2.65 亿元，较 2015 年底减少 25.63%，主要系公司首次公开发行所募集资金使用减少所致。截至 2016 年底，公司货币资金主要由银行存款（占比 73.69%）和其他货币资金（占比 26.22%）构成。公司其他货币资金 0.69 亿元，均为受限资金，主要为银行承兑汇票保证金及国内信用证保证金；公司货币资金受限比例较低。

2014~2016 年，公司应收票据波动下降，年均复合减少 3.79%，主要系公司根据下游客户情况

调整结算方式所致。截至 2016 年底，公司应收票据合计 1.14 亿元，较年初增长 4.48%，其中银行承兑票据 0.85 亿元（占比 74.81%），商业承兑票据 0.29 亿元（占比 25.19%）。

2014~2016 年，受公司预拌混凝土业务规模扩大影响，公司应收账款持续增长，年均复合增长 30.63%；截至 2016 年底，公司应收账款合计 9.60 亿元，较年初增长 11.03%。公司应收账款账面余额中按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款占比 99.64%，其中账龄 1 年以内的占比 79.24%，1~2 年的占比 16.30%，2 年以上的占比 4.46%；公司应收账款账龄偏长，符合预拌混凝土行业特点，受重庆目前城市化进程较快影响，公司下游建筑商、开发商整体经营情况稳定，应收账款回收风险较小；但长期来看，重庆区域房地产及基础设施建设市场情况对公司应收账款回收影响较大。公司累计计提坏账准备 0.58 亿元，计提比例 5.70%，计提比例尚可。公司应收账款账面余额中前五大欠款方合计 1.98 亿元，占比 19.48%，集中度较低。

表 8 截至 2016 年底公司按欠款方归集的前五大应收账款情况（单位：万元，%）

前五大应收方	欠款金额	占应收账款比例	计提坏账准备
第一名	12,480.75	12.26	453.85
第二名	2,046.12	2.01	59.60
第三名	1,846.03	1.81	107.85
第四名	1,845.10	1.81	180.10
第五名	1,619.69	1.59	52.37
合计	19,837.69	19.48	853.77

资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司存货波动上升，年均复合增长 8.15%，主要系公司经营规模扩大所致。截至 2016 年底，公司存货 0.82 亿元，较年初增长 22.97%，主要为原材料（占比 52.19%）和库存商品（占比 45.53%）。公司存货未计提跌价准备，公司存货主要为水泥等混凝土制造原料，存在一定的跌价风险。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产大幅增长，年均复合增长 60.27%，主要系固定资产、无形资产和商誉增长所致。截至 2016 年底，公司非流动资产合计 13.01 亿元，较年初增长 80.80%，主要由固定资产（占比 61.62%）、商誉（占比 13.83%）和无形资产（占比 13.77%）构成，如下图所示。

图 5 截至 2016 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司固定资产呈逐年增长态势，年均复合增长 40.00%。截至 2016 年底，公司

固定资产 8.02 亿元，较年初增长 93.58%，主要系在建工程转入和收购百康药业合并所致，公司固定资产以专用设备、房屋及建筑物和运输工具为主，具体情况如下表所示。公司固定资产成新率为 53.08%，成新率较低。

表 9 截至 2016 年底固定资产账面原值及账面价值情况（单位：万元）

项目	房屋及建筑物	办公设备	专用设备	运输工具	合计
1.期初余额	19,417.96	361.24	33,650.96	17,413.51	70,843.67
2.本期增加金额	10,303.12	356.61	32,331.86	4,515.11	47,506.71
（1）购置	833.55	82.56	1,192.49	4,174.59	6,283.19
（2）在建工程转入	862.49	--	27,292.98	--	28,155.47
（3）企业合并增加	8,607.08	274.05	3,846.39	340.53	13,068.04
3.本期减少金额	--	--	7.14	520.71	527.85
（1）处置或报废	--	--	7.14	520.71	527.85
4.期末余额	29,721.09	717.85	65,975.68	21,407.91	117,822.53
5.累计折旧期末余额	6,651.86	384.81	17,237.23	13,353.27	37,627.16
6.期末账面价值	23,069.23	333.04	48,738.45	8,054.65	80,195.37

资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司无形资产逐年大幅增长，年均复合增长 69.20%，主要系公司购置土地使用权以及合并获取土地使用权和商标所致。截至 2016 年底，公司无形资产 1.79 亿元，较年初增长 135.08%，主要系新取得土地使用权和收购百康药业商标所致；公司无形资产中，土地使用权 1.63 亿元（占比 91.06%），商标 0.11 亿元（占比 6.15%），还包含小部分非专利技术及石膏矿采矿权。

2014 年公司无商誉，2015~2016 年，公司商誉分别为 0.01 亿元和 1.80 亿元，主要系圣志建材收购成交价高于合并日（2015 年 6 月 1 日）可辨认净资产公允价值 0.01 亿元以及百康药业收购成交价高于合并日（2015 年 12 月 1 日）可辨认净资产公允价值 1.78 亿元的共同影响所致。经商誉减值测试，公司未发现减值迹象，因此暂未计提减值损失。但若圣志建材与百康药业在未来经营中未能顺利实现收益，收购圣志建材与百康药业的资产所形成的商誉则将存在一定的减值风险。

截至 2017 年 6 月底，公司受限资产总额为 6.38 亿元，占总资产的比例为 20.88%，具体情况见下表。

表 10 截至 2017 年 6 月底公司受限资产情况（单位：万元）

项目	受限部分账面价值	占资产总额的比重	受限原因
货币资金	1.16	3.61	银行承兑汇票及国内信用证保证金
应收票据	0.27	0.84	公司借款抵押
固定资产	0.66	2.05	公司借款抵押
无形资产	0.45	1.40	公司借款抵押
应收账款	0.35	1.09	公司借款抵押
长期股权投资	3.49	10.87	公司借款抵押
合计	6.38	19.86	--

资料来源：公司提供

注：长期股权投资受限来源于母公司对子公司股权质押

截至 2017 年 6 月底，公司资产规模合计 37.29 亿元，较年初增长 33.19%，主要系公司新增在

建工程项目所致。从资产结构上看，流动资产占 48.06%，非流动资产占 51.94%，非流动资产占比大幅上升，主要系商誉大幅增加所致。截至 2017 年 6 月底，公司商誉 4.96 亿元，较年初的 1.80 亿元大幅增长 2.76 倍，系收购重庆春瑞医药化工有限公司（以下简称“春瑞医化”）所致；公司商誉占公司所有者权益合计值比重的 30.77%，相较于公司规模商誉占比较高，未来或将面临一定减值风险。

总体看，近年来公司资产规模快速增长，以非流动资产为主。公司流动资产中应收账款占比较大，对公司营运资金形成很大占用，其回收受重庆区域房地产及基础设施建设市场情况影响较大；非流动资产以固定资产为主，受收购圣志建材及百康药业影响，近年来公司商誉大幅增加，未来收购标的经营效益能否达到预期对商誉减值风险影响较大；公司受限资产规模较大，整体资产质量一般。

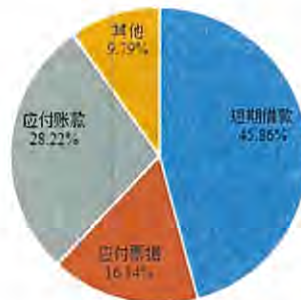
3. 负债及所有者权益

2014~2016 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 37.56%，主要系流动负债增加所致。截至 2016 年底，公司负债合计 14.46 亿元，较年初增长 59.00%，其中流动负债占比 89.79%，非流动负债占比 10.21%，公司负债以流动负债为主。

流动负债

2014~2016 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 33.96%，主要系短期借款、应付票据及应付账款增长所致。截至 2016 年底，公司流动负债合计 12.98 亿元，较年初增长 42.84%，主要系公司短期借款及应付账款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占比 45.86%）、应付票据（占比 16.14%）和应付账款（占比 28.22%）构成，如下图所示。

图6 截至2016年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长率 39.63%。截至 2016 年底，公司短期借款 5.95 亿元，较年初增长 82.97%，主要系公司经营规模扩大营运资金垫付较多，为满足经营需要增加借款所致。公司短期借款主要由质押借款（占比 10.41%）、抵押借款（占比 22.42%）与信用借款（占比 63.81%）构成。

2014~2016 年，公司应付票据波动增长，年均复合增长 48.51%。截至 2016 年底，公司应付票据 2.10 亿元，较年初减少 17.48%，系与上游供应商现金结算增加导致的银行承兑汇票减少所致。2014~2016 年公司应付票据均为银行承兑汇票。

2014~2016 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 13.00%。截至 2016 年底，公司应付账

款余额为 3.66 亿元，较年初增长 39.68%，主要系公司经营规模扩大，未支付的货款和工程、设备款增长所致。

非流动负债

2014~2016 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 90.71%，主要系长期借款和递延收益增长所致。截至 2016 年底，公司非流动负债 1.48 亿元，大幅高于年初的 50.00 万元。公司非流动负债主要由长期借款（占比 91.17%）和递延收益（占比 8.32%）构成。

截至 2014 年底，公司长期借款 4,000.00 万元，2015 年底公司无长期借款，截至 2016 年底，公司长期借款 1.35 亿元，主要由质押借款（占比 90.62%）和抵押借款（占比 8.91%）构成。公司长期借款波动较大；截至 2016 年底，公司长期借款中 1~2 年到期的约占 26%、2~3 年到期的约占 10%、3~4 年到期的约占 13%、4~5 年到期的约占 51%，长期借款集中偿付压力较小。

公司递延收益均为政府补助，2014~2016 年波动增长，年均复合增长 352.51%。截至 2016 年底，公司递延收益合计 0.12 亿元，较年初的 50.00 万元增幅较大，系政府补助增加所致。

债务方面，2014~2016 年，公司全部债务快速增长，年均复合增长率为 46.62%，主要由短期债务增长所致；截至 2016 年底，公司全部债务 9.68 亿元，其中短期债务占比 86.02%、长期债务占比 13.98%。2014~2016 年，公司短期债务分别为 4.10 亿元、6.19 亿元和 8.33 亿元，年均复合增长 42.46%；2014 年公司长期债务为 0.40 亿元，2015 年无长期债务，2016 年长期债务为 1.35 亿元。整体看，公司债务规模增长较快，以短期债务为主，债务结构有待优化。

从债务指标来看，2014~2016 年公司资产负债率波动下降，分别为 52.62%、42.49%和 51.66%；全部债务资本化比率波动上升，分别为 39.56%、33.47%和 41.71%；长期债务资本化比率波动上升，分别为 5.49%、0.00%和 9.09%。整体看，公司债务负担有所加重，但水平尚可。

截至 2017 年 6 月底，公司负债合计 21.16 亿元，较年初增长 46.34%，主要系长期借款增长所致，其中流动负债和非流动负债占比分别为 74.60%和 25.40%，相较年初非流动负债占比大幅增加，主要系长期借款大幅增加所致。

总体看，近三年公司整体负债规模持续扩大，以流动负债为主；公司债务规模增长较快，以短期债务为主，债务结构有待优化；公司整体债务负担尚可。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 40.24%，主要系公司 2015 年上市带来股本和资本公积增长以及未分配利润增长所致；截至 2016 年底，公司所有者权益合计 13.53 亿元，较年初增长 9.94%，其中归属于母公司所有者权益占比 96.36%。2016 年底公司股本 2.16 亿元，较年初增长 50.00%，增幅较大主要系公司以资本公积向全体股东每 10 股转增 5 股所致。在归属于母公司所有者权益中，股本占比 16.56%、资本公积占比 35.92%、未分配利润占比 41.93%；公司未分配利润占比较大，所有者权益稳定性有待提高。

截至 2017 年 6 月底，公司所有者权益合计 16.12 亿元，较年初增长 19.14%，增幅较大，主要系未分配利润增长所致。归属于母公司所有者权益合计 13.98 亿元，较年初增长 7.21%；所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，受 2015 年上市以及未分配利润增加影响，公司所有者权益大幅增长；公司所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益稳定性有待加强。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 9.11%，2016 年公司实现营业收入 15.13

亿元，同比增长 7.23%，主要系受益于地区固定资产及基础设施建设增长并且公司扩大混凝土业务规模所致。公司近三年营业利润及净利润增长基本同步，营业外收入、支出规模很小；2014~2016 年，公司净利润波动增长，年均复合增长 9.11%，2016 年公司实现净利润 1.21 亿元，同比减少 2.22%，净利润有所减少主要系三项费用增幅较大影响所致；其中归属于母公司的净利润波动增长，年均复合增长 8.02%，2016 年归属于母公司所有者的净利润 1.18 亿元，同比减少 3.16%。

从期间费用来看，2014~2016 年，受销售费用及管理费用大幅增长影响，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 30.88%。销售费用方面，2014~2016 年公司销售费用逐年增长，年均复合增长 11.36%，2016 年公司销售费用 0.33 亿元，同比增长 23.59%，主要系混凝土营运车费用增长所致。管理费用方面，2014~2016 年，公司管理费用逐年增长，年均复合增加 55.09%，2016 年公司管理费用 1.30 亿元，同比增长 48.58%，主要系收购百康药业、重庆利万家商品混凝土有限公司前后项目考察及兰州三圣特种建材有限公司建成投产导致的中介机构费、差旅费、技术咨询费、职工薪酬等相关费用增长所致。财务费用方面，2014~2016 年公司财务费用波动增长，年均复合增长 1.13%，2016 年公司财务费用 0.37 亿元，同比增长 28.31%，主要系利息支出增加所致。从费用构成来看，2016 年销售费用、管理费用和财务费用在三项费用合计中的占比分别为 16.53%、65.07% 和 18.40%，管理费用占比较大。近三年，公司费用收入比分别为 9.17%、10.12% 和 13.20%，呈逐年上升态势，对公司盈利水平有一定负面影响。

从盈利指标来看，2014~2016 年，公司主营业务毛利率分别为 19.28%、21.64% 和 24.20%，呈逐年上升态势；2014~2016 年，公司营业利润率分别为 18.88%、21.25% 和 23.92%，呈逐年上升态势，主要系公司混凝土业务毛利率上升及医药产品毛利率较高所致；公司总资产收益率分别为 12.50%、10.25% 和 7.55%，呈逐年下降态势；近三年总资产报酬率分别为 11.26%、9.66% 和 7.30%，呈逐年下降态势；近三年净资产收益率分别为 15.77%、12.84% 和 9.33%，呈逐年下降态势；主要系公司资产规模和所有者权益大幅增长所致。

2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 7.91 亿元，较上年同期增长 7.72%；公司实现净利润 1.31 亿元，较上年同期增长 110.08%，主要系合并春瑞医化后，公司前期持有其 12% 的股权在合并日公允价值与账面价值的差确认的投资收益大幅增长所致，整体经营情况良好。

受下游市场需求偏冷影响，目前国内建材行业整体景气度不高，但由于公司所处区域经济环境下游市场需求较为旺盛，整体从与国内建材行业上市公司盈利指标比较，公司盈利能力明显高于行业一般水平（如下表所示），但长期仍需观察重庆区域基础设施建设、房地产市场发展对于公司盈利能力的影响。

表 11 2016 年建材行业上市公司盈利能力对比（单位：%）

证券简称	销售毛利率	营业利润率	总资产报酬率	净资产收益率
龙泉股份	34.55	5.29	2.21	1.71
海南瑞泽	21.37	3.94	4.27	3.34
西部建设	11.01	3.19	4.65	7.63
深天地 A	12.98	1.90	2.41	2.58
三圣股份	24.20	9.34	7.24	9.33

资料来源：Wind 资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，Wind 计算公司与本报告附表口径有一定差异。

总体看，近三年公司营业收入逐年增长，营业利润率较高，三项费用规模及增幅较大对公司利润形成较大侵蚀；公司整体盈利能力良好，但长期仍需观察重庆区域基础设施建设、房地产市

场发展对于公司盈利能力的影响。

5. 现金流

从经营活动情况来看, 2014~2016 年, 公司经营活动产生的现金流量净额分别为-1.19 亿元、0.56 亿元和 1.25 亿元, 经营活动现金流情况有所改善。2014~2016 年公司经营活动现金流入分别为 5.87 亿元、7.60 亿元和 9.91 亿元, 年均复合增长 29.91%, 主要系公司业务规模扩大带来销售商品、提供劳务收到的现金增长所致。2014~2016 年公司经营活动现金流出分别为 7.06 亿元、7.04 亿元和 8.66 亿元, 年均复合增长 10.73%, 主要系购买商品、接受劳务支付的现金和支付给职工以及为职工支付的现金增长所致。从收入实现质量来看, 近三年公司现金收入比分别为 43.67%、52.59% 和 62.25%, 呈逐年上升趋势, 系公司加强应收账款回收所致; 整体看, 公司收入实现质量有待提升。

从投资活动情况来看, 2014~2016 年, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为-0.31 亿元、-2.02 亿元和-4.76 亿元, 投资活动现金流均呈净流出的状态。近三年公司投资活动现金流入规模快速下降, 且规模较小, 对公司影响不大; 公司投资活动现金流出规模快速上升, 年均复合增长 234.98%, 2016 年公司投资活动现金流出 4.77 亿元, 同比增长 135.34%, 主要系收购百康药业、投资募投项目及建设兰州三圣特种建材有限公司所致。

从筹资活动情况来看, 2014~2016 年, 公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.81 亿元、3.82 亿元和 2.74 亿元。公司筹资活动现金流入主要由取得借款所收到的现金构成, 2015 年因公司上市吸收投资收到的现金规模较大, 收到其他与筹资活动有关的现金主要来自信用证及票据融资贴现收款; 筹资活动现金流出主要由偿还债务支付的现金构成, 支付其他与筹资活动有关的现金主要用于信用证、票据融资到期付款。2016 年, 公司筹资活动现金流入 11.77 亿元, 较上年减少 11.64%, 筹资活动现金流出 9.03 亿元, 较年初减少 4.96%, 公司筹资活动产生的现金净流量 2.74 亿元, 较上年减少 28.27%, 主要系 2015 年公司上市吸收投资收到的现金较多, 而后 2016 年有所减少所致。

2017 年 1~6 月, 公司经营活动产生的现金流入为 5.77 亿元, 其中销售商品、提供劳务收到的现金为 5.54 亿元, 收到其他与经营活动有关的现金为 0.23 亿元; 经营活动现金流出 3.67 亿元, 公司经营活动产生的现金流量净额为 2.10 亿元; 公司投资活动产生的现金流量净额为-7.28 亿元; 筹资活动产生的现金流量净额为 5.18 亿元。

总体看, 公司经营活动产生的现金流由净流出转为净流入态势, 公司收入实现质量有待提升; 公司经营活动产生的现金流不能满足公司经营及投资需求, 对外融资依赖较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2014~2016 年, 公司流动比率三年分别为 1.31 倍、1.56 倍和 1.15 倍, 剔除存货的影响, 公司速动比率三年分别为 1.21 倍、1.49 倍和 1.09 倍, 均波动下降。2014~2016 年, 公司经营现金流流动负债比率分别为-16.44%、6.17%和 9.64%, 公司经营现金流对流动负债的覆盖能力有所上升但仍然较弱; 现金短期债务比波动下降, 分别为 0.61 倍、0.75 倍和 0.45 倍, 且考虑到公司受限资金规模较大, 公司现金类资产对短期债务覆盖能力较弱。整体看, 公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标来看, 2014~2016 年, 受利润总额增长影响, 公司 EBITDA 逐年升高, 分别为 2.19 亿元、2.44 亿元和 2.64 亿元, 年均复合增长 9.83%。2016 年公司 EBITDA 为 2.64 亿元, 其中折旧占比 28.35%、利润总额占比 54.40%、计入财务费用的利息支出占比 13.99%、摊销

占比 3.26%，利润总额为公司 EBITDA 的主要组成部分。2014~2016 年，公司 EBITDA 利息倍数波动增长，分别为 6.31 倍、8.17 倍和 7.15 倍；EBITDA 全部债务比逐年下降，分别为 0.49 倍、0.39 倍和 0.27 倍。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2017 年 6 月底，公司共获得各金融机构授信额度 17.60 亿元，尚未使用额度 3.86 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。同时，公司作为 A 股上市公司（股票代码：002742.SZ），直接融资渠道畅通。

根据企业提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1050010900666480Y），截至 2017 年 7 月 17 日，公司未结清业务信息中无关注或不良信息记录，已结清业务信息中存在 1 笔不良和关注类票据贴现，系出票人账上资金余额不足所致。

截至 2017 年 6 月底，公司无对外担保，无重大未决诉讼。

总体看，目前公司资产质量一般，债务规模上升较快，短期债务占比较大，经营活动现金流、现金类资产对短期债务的覆盖能力较弱；公司利润规模增长较快，EBITDA 对债务的覆盖能力尚可；整体看公司偿债能力一般。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2017 年 6 月底，公司债务总额为 14.93 亿元，本次拟发行债券发行规模为 5.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度较大，对公司债务水平有较大影响。

以 2017 年 6 月底财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为 5.00 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 38.82%、55.28%和 61.87%，较发行前分别上升 14.32 个百分点、7.20 个百分点和 5.11 个百分点，债务负担明显加重。考虑到本次募集资金部分拟用于偿还金融机构借款，实际债务指标较测算值可能会有所下降。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2016 年的相关财务数据为基础，公司 2016 年 EBITDA 为 2.64 亿元，为本次债券发行额度（5.00 亿元）的 0.53 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；2016 年公司经营活动净现金流为 1.25 亿元，为本次债券发行额度的 0.25 倍，对本次债券覆盖程度尚可。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内大型建材上市公司，所处区域经济环境良好，营业利润率行业领先，未来随着公司业务进一步拓展，公司整体收入规模有望持续扩大。联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

根据深圳高新投与公司签署的《担保协议书》和深圳高新投出具的《担保函》，深圳高新投为公司本次发行的不超过 5 亿元债券的还本付息提供全额、无条件的不可撤销的连带责任保证担保。担保人提供保证的范围包括本次债券的本金、利息、违约金和实现债权的费用。

深圳高新投承担保证责任的期间为本次债券的存续期及债券到期之日起 2 年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

2. 担保人信用分析

(1) 深圳高新投概况

深圳高新投成立于 1994 年 12 月，原名为深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系由深圳市投资管理公司（现已更名为深圳市投资控股有限公司，以下简称“深圳投资”）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性实验中心、深圳市生产力促进中心共同出资设立，初始注册资本为 1.00 亿元。2004 年，深圳市高新技术产业投资服务有限公司更名为“深圳市高新技术投资担保有限公司”，2011 年更为现名。历经多次增资及股权变动，截至 2016 年底，深圳高新投注册资本合计 48.52 亿元，其中深圳市人民政府通过其控制的 4 家国有企业（深圳投资、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司和深圳市中小企业服务中心）持有深圳高新投 62.17% 的股权，是深圳高新投的实际控制人，具体情况如下表所示。

表 12 截至 2016 年底深圳高新投股权结构情况（单位：%）

股东名称	持股比例
深圳市投资控股有限公司	35.69
深圳市致远富海三号投资企业（有限合伙）	20.00
深圳市财政金融服务中心	14.94
恒大企业集团有限公司	14.26
深圳市远致投资有限公司	11.04
深圳市海能达投资有限公司	3.57
深圳市中小企业服务中心	0.50
合计	100.00

资料来源：深圳高新投提供

深圳高新投经营范围：从事担保业务；投资开发，信息咨询；贷款担保；自有物业租赁；典当/小额贷款业务。

截至 2016 年底，深圳高新投本部设有办公室、风险控制部、财务部、保证业务部、金融产品事业部等职能部门；设有 5 家子公司，分别为高新投融资担保公司（以下简称“高新投融资担保”）、高新投创业投资公司、高新投保证担保公司（以下简称“高新投保证担保”）、高新投小额贷款公司（以下简称“高新投小贷”）、华贸典当有限公司（以下简称“华茂典当”），其中高新投保证担保下设 32 个分公司及办事处，主要设立在北京、广州、成都等经济发达城市。截至 2016 年底，深圳高新投拥有员工 357 人。

截至 2016 年底，深圳高新投资产总额 78.99 亿元，所有者权益合计 65.59 亿元，全部为归属母公司所有者权益；2016 年，深圳高新投实现营业总收入 11.01 亿元，其中融资担保业务收入 0.98 亿元，非融资担保业务收入 3.06 亿元，金融产品担保业务收入 1.20 亿元，资金管理业务收入 3.68 亿元，实现净利润 7.09 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润。

深圳高新投注册地址：深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦 23 楼 2308 房；法定代表人：刘苏华。

(2) 公司治理

深圳高新投按照《公司法》、《公司章程》的有关规定，理顺组织机构间的关系，由股东出资、董事会决策、监事会监督、经营班子执行，建立起股东会、董事会、监事会及管理层之间的“权责利”体系和相互制衡关系，实现了所有权、经营权和监督权的分立和制衡。截至 2016 年底，公司董事会由 6 名董事组成，监事会由 2 人组成。深圳高新投下属 6 家子公司总经理均由公司管理

层兼任，公司对子公司具有较强控制力。

总体看，深圳高新投依据自身业务发展要求及风险管理需要，逐步完善法人治理架构，为业务的进一步发展奠定基础。

(3) 经营分析

深圳高新投主营业务包括担保业务、委托贷款业务、创业投资业务、典当业务、小额贷款业务和其他业务，其中担保业务分为银行融资性担保业务、保证担保业务和金融产品担保业务；委托贷款业务主要系为深圳高新投曾提供担保服务或参与扶持上市的上市公司个人股东、融资担保业务中小企业客户提供短期内资金需求的贷款服务，此外还包括政府委托贷款业务；创业投资业务主要系深圳高新投对具有高成长性的科技型中小企业客户以参股方式投资。

近年来，受宏观经济下行等因素影响，中小企业经营风险加大，深圳高新投银行融资性担保业务信用风险持续增长，深圳高新投着力控制银行融资性担保业务规模，重点布局保证担保和金融产品担保业务，并确定债券担保为下一步重点推进业务；积极推动“投保联动”业务模式，即深入挖掘深圳高新投融资担保业务优质客户潜力，通过对其开展委托贷款、小额贷款、典当、创业投资等业务深化合作，增强客户粘性，营业收入实现快速增长，2014~2016 年，深圳高新投实现营业收入 9.05 亿元、10.96 亿元和 12.72 亿元（包括创业投资业务实现的投资收益），年均复合增长 18.60%；实现净利润分别为 4.87 亿元、6.07 亿元和 7.09 亿元，增长率为 20.58%，增速较快。从收入来源看，深圳高新投收入主要来源于担保业务、创业投资业务和委托贷款业务，2016 年分别实现营业收入 5.30 亿元、1.72 亿元和 4.09 亿元，占比分别为 41.67%、13.52%和 32.15%，其中担保业务和委托贷款业务受被担保方和借款人信用情况影响较大，近年来宏观经济下行，被担保方及借款人信用状况持续下滑，因此需加强被担保方及债务人的监管工作；同时创业投资业务受投资项目所处行业发展影响较大，相关行业风险需保持关注。

表 13 公司营业收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
银行融资性担保业务	1.02	11.27	1.09	9.95	1.04	8.18
金融产品担保业务	0.04	0.44	0.23	2.10	1.20	9.43
保证担保业务	3.67	40.55	3.62	33.03	3.06	24.06
创业投资业务	0.86	9.50	1.62	14.78	1.72	13.52
委托贷款业务	2.76	30.50	3.81	34.76	4.09	32.15
小额贷款业务	0.13	1.44	0.36	3.28	0.45	3.54
典当业务	0.20	2.21	0.19	1.73	0.35	2.75
其他业务	0.37	4.09	0.04	0.36	0.81	6.37
合计	9.05	100.00	10.96	100.00	12.72	100.00

资料来源：公司提供

注：其中营业收入合计数包括创业投资业务所获取的投资收益，与财务口径存在差异。

总体看，近年来深圳高新投调整业务结构，着力发展金融产品担保业务、委托贷款业务及创业投资业务，控制银行融资性担保业务规模，深圳高新投营业收入呈持续增长趋势，同时联合评级关注到近年来受经济周期下行影响，中小企业经营压力较大，深圳高新投委托贷款存在一定的违约风险，银行融资性担保业务面临一定代偿风险。

担保业务

深圳高新投担保业务包括银行融资性担保业务、保证担保业务和金融产品担保业务，金融产品担保主要包括保本基金担保和债券担保业务。

近年来，深圳高新投不断调整业务结构，控制风险较大的银行融资性担保，稳步发展保证担保业务，同时积极开展金融产品担保业务。深圳高新投根据自身风险偏好严格控制客户选择标准，如深圳高新投不对房地产相关企业提供担保，并根据自身定位，持续加强对高新技术企业的扶持力度。

2014~2016 年，深圳高新投担保业务规模持续快速增长，担保发生额年均复合增长 72.12%，主要为金融产品担保规模大幅增长所致。2014~2016 年，深圳高新投金融产品担保业务发生额分别为 24.32 亿元、112.92 亿元和 660.94 亿元，年均复合增长 421.30%，主要系保本基金担保业务规模快速增长所致，截至 2016 年底，公司债券担保责任余额 38.10 亿元，在金融产品业务中占比较小，风险仍可控。

从担保责任余额看，截至 2014~2016 年底，深圳高新投担保业务责任余额年均复合增长 78.07%，呈快速增长趋势。截至 2016 年底，深圳高新投在保 2,622 户，担保责任余额 1,155.78 亿元，较上年末增长 107.90%，其中银行融资性担保责任余额 43.25 亿元，较上年末增长下降 9.91%；保证担保责任余额 385.44 亿元，较上年末增长 3.93%，小幅增长；金融产品担保责任余额 727.09 亿元，较上年末增长 430.53%，大幅增长，主要是由于保本基金业务规模快速增长，导致金融产品担保业务整体规模快速较快。整体看，受市场因素及业务侧重变化的影响，深圳高新投金融产品担保责任余额规模不断扩大，保证担保和银行融资性担保业务规模有所波动。

代偿方面，2014~2016 年深圳高新投担保代偿分别为 0.69 亿元、0.91 亿元和 0.86 亿元，主要是银行融资性担保业务所发生的代偿项目，2015 年以来深圳高新投担保代偿额有所增长，主要是 2014 年和 2015 年深圳高新投不断扩大业务规模，同时受中小企业整体信用状况恶化，银行抽贷等外部因素影响所致。金融产品业务方面，截至 2016 年底，所担保项目未发生代偿情况。

表 14 2014~2016 年深圳高新投担保业务发展数据（单位：户，亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
当年担保发生额	332.17	466.73	984.12
其中：银行融资性担保	45.69	51.12	58.29
保证担保	262.16	302.69	264.89
金融产品担保	24.32	112.92	660.94
当年应解保额	84.01	86.15	386.76
期末担保余额	373.30	560.37	1,157.73
期末担保责任余额	368.14	555.94	1,155.78
其中：银行融资性担保	52.38	48.01	43.25
保证担保	290.94	370.88	385.44
金融产品担保	24.82	137.05	727.09
期末在保户数	2,629	2,689	2,622
其中：银行融资性担保	648	577	576
保证担保	1,974	2,096	2,012
金融产品担保	7	16	34
当年担保代偿额	0.69	0.91	0.86

资料来源：深圳高新投提供

从到期期限来看，银行融资性担保业务期限分布主要集中在 1 年以内；金融产品担保期限主要集中在 2 年以上；保证担保业务主要集中在 1~2 年及 2 年以上，金融产品担保整体期限较长，深圳高新投需对担保期限内所担保金融产品的信用风险保持持续关注。

从客户集中度来看，截至 2016 年底，深圳高新投银行融资性担保前十大客户合计担保责任余额 3.80 亿元，占银行融资性担保责任余额的 7.63%，客户集中度低；深圳高新投前五大金融担保客户合计担保责任余额 377.73 亿元，占金融产品担保责任余额的 58.06%，客户集中度高，且以保本基金担保项目为主，此外，债券担保前十大客户占比期末债券担保责任余额的 91.65%，债券担保客户集中度较高；深圳高新投前十大保证担保客户合计担保责任余额 31.94 亿元，占非融资性担保责任余额 8.06%，客户集中度较低。

总体看，近年来深圳高新投担保业务规模持续扩大，担保业务结构逐步转变为以金融产品担保业务为主，其中保本基金业务发展较快。随着宏观经济下行及外部信用环境恶化的加剧，债券违约事件频发，需对所担保债券的信用风险保持持续关注。

委托贷款业务

自有资金委托贷款

为了更好的控制委托贷款风险，深圳高新投一般只针对合作达到两年以上且已解保的担保业务客户提供委托贷款，即深圳高新投仅同时对同一客户提供委托贷款与融资性担保两项业务之一以避免业务风险的重叠放大；此外，为了更好的控制委托贷款业务风险，深圳高新投要求委托贷款借款人提供房产抵押、保证金、存单质押、汇票质押、法人保证等担保措施。截至 2014 底~2016 年底，深圳高新投委托贷款余额分别为 23.81 亿元、36.66 亿元和 50.30 亿元，业务规模持续增长。截至 2016 年底，深圳高新投前五大委托贷款客户合计金额 7.10 亿元，占委托贷款余额的 14.12%，客户集中度较低，其中最大一单是为深圳市科陆电子科技股份有限公司董事长饶陆华提供的委托贷款，金额为 3.10 亿元；从期限来看，以 1 年以内的短期委托贷款为主，费率一般为 6.50~8.00%/年；从不良率看，截至 2016 年底，深圳高新投委托贷款不良率为 0.19%，较上年末增加 0.02 个百分点，但仍处于较低水平。2016 年深圳高新投委托贷款业务实现利息净收入 2.77 元，较 2015 年增长 13.45%。

政府专项资金委托贷款

深圳高新投不断加大与各级政府的合作力度，与深圳市发改委就支持深圳市战略性新兴产业发展、促进深圳市产业结构调整达成意向性合作；与深圳市经济贸易和信息化委员会、科技创新委员会、各区科技局、经济促进局、市文体旅游局文产处等合作，由政府部门提供专项资金、推荐符合专项资金用途的客户，深圳高新投选择合作客户利用专项资金进行委托贷款。政府专项资金管理由第三方监管，深圳高新投收取管理费收入，若政府专项资金委托贷款发生风险，政府给予深圳高新投 2.00% 的风险补偿。2014 底~2016 年底，深圳高新投政府专项委托资金余额分别 2.21 亿元、1.77 亿元和 2.35 亿元，年均复合增长 3.12%。

总体看，深圳高新投委托贷款业务稳定增长，收入水平稳步上升；委托贷款客户集中度较低，且与担保业务分离，风险控制措施较好；同时，随着经济形势下行压力加大，联合评级也将持续关注其委托贷款违约风险。

创业投资业务

受深圳高新投创投业务较早布局及国内投资市场活跃度影响，近年来深圳高新投创业投资业务发展较快，并于 2016 年成功入选“投中 2016 年最佳早期创投机构 TOP50”，项目主要来源于融资担保业务积累的优质客户资源，具体运作模式为：深圳高新投结合融资担保业务，对具有高

成长性的科技型中小企业客户以参股方式投资，通常单笔投资规模在 400 万元左右。从资金投向来看，深圳高新投创业投资业务主要涉及节能环保、新兴信息产业、生物产业、高端装备制造、新材料、移动互联及高端服务业等领域；2014~2016 年，深圳高新投投资项目数量稳步增长，分别为 9 个、20 个和 22 个；同期投资金额呈波动增长趋势，分别为 0.18 亿元、2.65 亿元和 1.20 亿元。

作为银行融资担保业务的延伸业务之一，深圳高新投创业投资业务集中在深圳地区，通过 IPO、挂牌转卖、企业回购等方式实现退出。2014~2016 年，深圳高新投取得投资收益分别为 0.86 亿元、1.58 亿元和 1.72 亿元；但由于近年来深圳高新投创业投资业务所投资项目多为初创期企业，因此以上市方式退出并取得高额投资回报的项目数量较少，在近期经济下行压力加大、证券市场持续低迷等多重因素影响下，深圳高新投创投业务面临退出难度增大及收益下滑的风险。

表 15 2014~2016 年深圳高新投创业投资业务基本情况（单位：个，亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
当期投资项目数量	9	20	22
当期投资金额	0.18	2.65	1.20
当期投资收益	0.86	1.58	1.72

资料来源：深圳高新投提供

未来，深圳高新投拟通过市场化方式向私募股权投资基金管理业务方向发展，不断扩大股权投资管理资金的规模。深圳高新投将依托与过去扶持的上市公司共同成长发展的优势，积极参与上市公司的定向增发，借此对自身创投业务起到一定的风险分散效果，参与上市公司非公开发行是深圳高新投未来拟着力拓展的业务领域。

总体看，深圳高新投创业投资业务处于起步阶段，近年来实现投资收益呈大幅增长态势。未来深圳高新投将通过积极参与上市公司定向增发，借此适度分散投资风险。同时联合评级也关注到深圳高新投所投资项目收益情况受市场影响较大，收益稳定性偏弱。

（4）风险管理分析

信用风险是公司业务运营中面临的主要风险，深圳高新投基于自身业务经营，建立了规范的保证担保、融资担保、创业担保等核心业务操作流程。根据业务种类及担保金额的不同，深圳高新投设立了相应部门作为最高权限决策机构，对项目可行性进行审批。深圳高新投对于额度 800 万以上的项目均由总经理审批，总经理拥有一票否决权。深圳高新投金融产品部的创新产品设置单独的跟投机制，项目经过总经理办公会后，项目会有员工内部路演，其中负责项目的项目经理被要求强制性一定的跟投比例，其余员工将采取自愿性，跟投人数和金额均需达到 50%以上，项目方可视为通过。

在具体项目实施过程中，深圳高新投制定了相应的流程实施细则，并将具体的权利和责任落实到具体部门和岗位。担保业务方面，首先深圳高新投项目经理提出客户融资申请，填写项目主要信息情况提出立项申请，在项目审批通过后，项目设立项目小组进行尽职调查，项目经理实行 AB 角原则，必须由 AB 角共同完成，B 角协助 A 角进行调研，不分享收益，但承担代偿金额的 20%的风险责任。项目完成尽职调查后上初审会，根据金额的大小确定最终决策部门，800 万元（含）以下的项目上评审会，800 万元以上的项目上决策会。

总体看，深圳高新投设立了较为完善的风险管理制度和业务操作流程。

（5）财务分析

深圳高新投提供了 2014~2016 年审计报告。其中 2014 年和 2015 年合并财务报表经天健会计

师事务所重庆分所审计，2016 年合并财务报表经利安达会计师事务所深圳分所审计，均出具了标准无保留意见。

截至 2016 年底，深圳高新投资资产总额 78.99 亿元，所有者权益合计 65.59 亿元，全部为归属母公司所有者权益；2016 年，深圳高新投实现营业总收入 11.01 亿元，其中融资担保业务收入 0.98 亿元，非融资担保业务收入 3.06 亿元，金融产品担保业务收入 1.20 亿元，资金管理业务收入 3.68 亿元，实现净利润 7.09 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润。经营活动现金流量净额-6.16 亿元，现金及现金等价物净增加额-10.35 亿元。

资金来源

目前，深圳高新投可用于从事担保业务的资金主要来源于股东投入的资本金、经营积累的留存收益等。2014~2016 年，受股东增资影响，深圳高新投股东权益年均复合增长 37.76%，呈快速增长趋势，2016 年，深圳高新投通过资本公积转增注册资本 1.31 亿元，截至 2016 年底，深圳高新投股东权益 65.59 亿元，较上年末小幅增长 4.72%，期末深圳高新投所有者权益全部为归属于母公司的权益，其中实收资本 48.52 亿元，占比为 73.97%，未分配利润 13.52 亿元，占比 20.62%，一般风险准备金 0.70 亿元，占比 1.07%，深圳高新投所有者权益稳定性较好。截至 2016 年底，深圳高新投权益负债比为 28.24%，即深圳高新投资金主要由资本构成。利润分红方面，应股东要求，深圳高新投每年分红比例应占深圳高新投实现未分配利润的 50%以上。2014~2016 年，深圳高新投现金分红分别为 2.11 亿元、4.14 亿元和 3.79 亿元，分别占上年度可供分配利润的 55.56%、94.44% 和 48.65%，分红力度较大，利润留存对深圳高新投权益的积累贡献有限。

负债方面，2014 年底~2016 年底，深圳高新投负债总额年均复合下降 2.62%，截至 2016 年底，深圳高新投负债合计 13.39 亿元，较上年末下降 33.09%，以应付职工薪酬（占 5.61%）、应交税费（占 12.58%）、担保赔偿准备金（占 19.47%）、专项应付款（占比 52.28%）为主；其中，担保赔偿准备金 2.61 亿元，较上年末增长 26.93%，主要是随着担保业务规模的扩大，相应提取准备金的规模有所增长；专项应付款系深圳市财政委员会和深圳市盐田区经济促进局的财政委托管理资金 7.00 亿元，资金性质主要为产业技术进步资金、科技研发资金和深圳市盐田区经济促进局委托的产业发展资金，深圳高新投利用该笔资金对政府推荐客户提供委托贷款。截至 2016 年底，深圳高新投资产负债率为 16.95%，较上年末下降 5.07 个百分点，整体负债规模不大，负债水平较低，符合所处行业负债较低的行业特征。

资产质量

2014~2016 年底，深圳高新投资资产总额年均复合增长 27.38；截至 2016 年底，深圳高新投总资产为 78.99 亿元，主要由货币资金（占比 13.15%）、发放贷款及垫款（占比 72.33%）、可供出售金融资产（占比 6.38%）组成。具体来看，截至 2016 年底，深圳高新投货币资金 10.38 亿元，较上年末下降 91.69%，主要是归还财政资金及发放贷款所致；期末货币资金以银行存款为主，占比为 99.99%，货币资金不存在因抵押、质押或冻结等对使用有限制、有潜在回收风险的款项；发放贷款及垫款合计 57.13 亿元，较上年末增长 23.52%，主要是随着委托贷款业务规模的进一步扩大，贷款发放金额稳定增长，其中委托贷款占比 92.72%，从委托贷款账龄分布来看，以 1 年以内的委托贷款为主，占比为 89.55%，从担保物来看，主要是小额贷款业务而无担保物，存在一定的回收风险，需对其短期内贷款回收情况保持关注；可供出售金融资产合计 5.04 亿元，较上年末增长 6.38%，主要系深圳高新投创业投资业务进行股权投资产生的金融资产，由于部分投资标的停止经营和营业执照被吊销，深圳高新投已计提减值准备，计提比例 5.12%，计提较充分。

盈利能力

深圳高新投收入主要来源于担保业务收入、资金管理收入和咨询服务收入等，其中资金管理收入和咨询服务收入主要来自于委托贷款业务。2014~2016 年，深圳高新投营业总收入年均复合增长 15.97%，主要是深圳高新投金融产品担保业务的发展较快，担保规模快速增长所致。2016 年，深圳高新投实现营业总收入 11.01 亿元，同比增长 20.36%，其中担保业务、资金管理业务和咨询服务业务分别实现营业收入 5.24 亿元、3.68 亿元和 1.49 亿元，深圳高新投收入主要来源于担保业务收入和资金管理业务收入，其中担保业务收入 2016 年同比增长 10.22%，主要是 2016 年深圳高新投抓住市场发展机遇，积极开展债券担保业务，导致金融产品担保业务规模快速增长，带动担保业务收入同比大幅增长 427.79%；2014~2016 年，深圳高新投实现投资收益分别为 0.86 亿元、1.62 亿元和 1.72 亿元，2015 年增幅较大主要系深圳高新投出售其通过恒泰安持有的 259.20 万股欧菲光股票，从恒泰安退伙收到的退股及分红款，2016 年深圳高新投所投资项目陆续实现退出收益及分红。2014~2016 年，深圳高新投实现净利润分别为 4.87 亿元、6.06 亿元和 7.09 亿元，年均复合增长 20.58%，增速较快。从盈利能力指标来看，2014~2015 年，深圳高新投平均净资产收益率分别为 14.67%、12.31%和 10.94%，随着净资产规模的增加而持续下降，收入利润率分别为 80.55%、87.42%和 86.53%，波动上升，整体盈利能力较好。

代偿能力

代偿能力和资产充足性方面，2014 年底~2016 年底，深圳高新投净资产年均复合增长 37.76%，净资产年均复合增长 31.40%，截至 2016 年底，深圳高新投净资产担保倍数 31.14 倍，净资产担保倍数 17.62 倍，由于深圳高新投积极开展保本基金等金融产品担保业务，导致其杠杆倍数较高，但银行融资性担保放大倍数为 1.57 倍，在监管要求的 10 倍以内；同期深圳高新投代偿保障率 0.89%，受债券担保业务规模快速增长影响，深圳高新投代偿保障率大幅下降 3.09 个百分点，处于较低水平；净资产比率 56.59%，处于适中水平；代偿准备金比 25.98%，处于较低水平。

表 16 2014~2016 年深圳高新投资本充足性及代偿能力（亿元，%，倍）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
净资产	34.56	63.96	65.59
净资本	21.50	41.05	37.12
代偿保障率	3.06	3.97	0.89
净资产比率	62.21	64.18	56.59
代偿准备金比	24.47	27.74	25.98
净资产担保倍数	10.80	8.76	17.62
净资本担保倍数	17.36	13.65	31.14

资料来源：深圳高新投提供，联合评级整理。

总体看，深圳高新投整体资产以业务形成的发放贷款及垫款为主，负债端主要是接受政府委托贷款形成的负债，实质性负债不高，深圳高新投资产负债特征符合其所处行业资产特征，近年来受股东增资影响，净资产及净资本规模快速增长，资本充足性较高，整体代偿能力较强。

（6）担保效果评价

以 2016 年 9 月底财务数据测算，本次债券占深圳高新投的资产总额的 6.24%，所有者权益总额的 7.85%，占比尚可。深圳高新投作为国内最早的担保公司之一，资本实力较强，与政府合作紧密，担保实力强，其担保有效提升了本次债券的信用水平。

十、综合评价

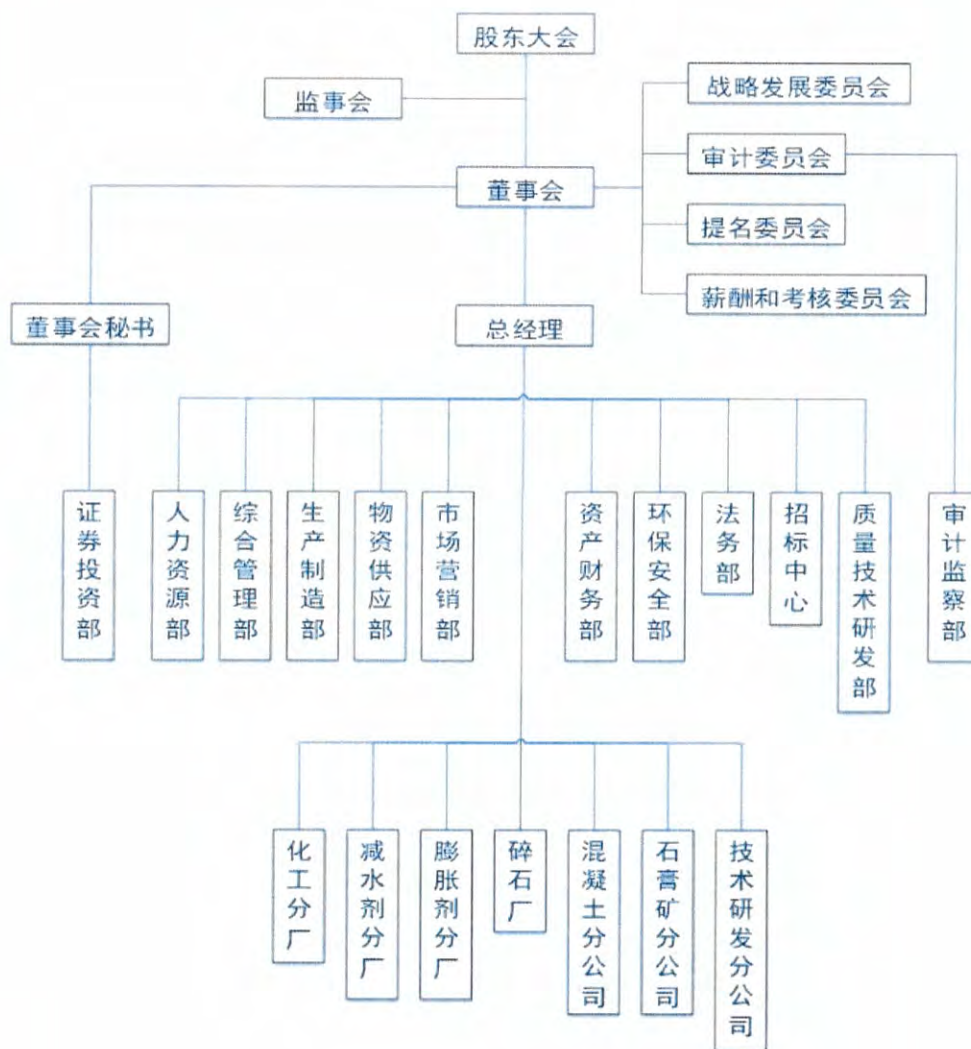
公司作为重庆市重要的石膏资源综合利用开发企业，拥有较为丰富的石膏矿资源；公司多年来深耕重庆市场，在区域市场中具有较为丰富的客户资源和较好的品牌知名度，产能规模较大；2016年，公司开始拓展医药产业，布局多元化发展。联合评级同时也关注到房地产和基础设施建设投资增速下行，公司原材料价格波动风险较高，销售区域市场集中度较高，医药业务整合压力较大，应收账款规模较大、存在一定回款风险，短期债务规模较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司医药业务的扩张，公司营业规模、收入水平和盈利状况将得到提升，盈利能力有望增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由深圳高新投提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。深圳高新投作为一家政策性担保机构，各项业务得到了来自地方政府的有力支持，其资本实力和担保实力强，对本次债券的担保有效提升了本次债券的信用水平。

基于对公司主体长期信用状况以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 重庆三圣实业股份有限公司 组织结构图



附件 2 重庆三圣实业股份有限公司

主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
资产总额 (亿元)	14.52	21.41	27.99	37.29
所有者权益 (亿元)	6.88	12.31	13.53	16.12
短期债务 (亿元)	4.10	6.19	8.33	9.70
长期债务 (亿元)	0.40	0.00	1.35	5.23
全部债务 (亿元)	4.50	6.19	9.68	14.93
营业收入 (亿元)	12.71	14.11	15.13	7.91
净利润 (亿元)	1.01	1.23	1.21	1.31
EBITDA (亿元)	2.19	2.44	2.64	--
经营性净现金流 (亿元)	-1.19	0.56	1.25	2.10
应收账款周转次数(次)	2.47	1.98	1.66	0.76
存货周转次数 (次)	14.97	16.26	15.52	4.58
总资产周转次数 (次)	0.93	0.79	0.61	0.24
现金收入比率 (%)	43.67	52.59	62.25	69.99
总资本收益率 (%)	12.50	10.25	7.55	5.68
总资产报酬率 (%)	11.26	9.66	7.30	5.10
净资产收益率 (%)	15.77	12.84	9.33	8.82
营业利润率 (%)	18.88	21.25	23.92	23.92
费用收入比 (%)	9.17	10.12	13.20	14.30
资产负债率 (%)	52.62	42.49	51.66	56.76
全部债务资本化比率 (%)	39.56	33.47	41.71	48.07
长期债务资本化比率 (%)	5.49	0.00	9.09	24.49
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.31	8.17	7.15	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.49	0.39	0.27	--
流动比率 (倍)	1.31	1.56	1.15	1.14
速动比率 (倍)	1.21	1.49	1.09	1.02
现金短期债务比 (倍)	0.61	0.75	0.45	0.44
经营现金流流动负债比率 (%)	-16.44	6.17	9.64	13.29
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.44	0.49	0.53	--

附件 3 深圳市高新投集团有限公司

主要计算指标及计算公式

财务数据/指标	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	48.68	82.02	78.99
所有者权益合计（亿元）	34.56	63.96	65.59
负债合计（亿元）	14.12	18.06	13.39
净资本（亿元）	21.50	41.05	37.12
担保责任余额（亿元）	368.14	555.94	1,155.78
净资产担保责任余额倍数（倍）	10.80	8.76	17.62
净资本担保责任余额倍数（倍）	17.36	13.65	31.14
净资本比率（%）	62.21	64.18	56.59
营业收入（亿元）	8.18	9.34	11.01
净利润（亿元）	4.87	6.07	7.09
平均净资产收益率（%）	14.67	12.31	10.94
收入利润率（%）	80.55	87.42	86.53

指标名称	计算公式
担保代偿率	担保代偿额/累计解保额
平均总资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)
净资产担保余额倍数	担保责任余额/净资产
净资本	经调整的资产—经调整的负债
净资本比率	净资本/净资产

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 重庆三圣实业股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年重庆三圣实业股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

重庆三圣实业股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。重庆三圣实业股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关重庆三圣实业股份有限公司的相关状况，如发现重庆三圣实业股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如重庆三圣实业股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至重庆三圣实业股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送重庆三圣实业股份有限公司、监管部门等。



中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 孙林林

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 联合信用评级有限公司

编号: R0040215120001

仅限评级业务使用
复印无效

证书取得日期 2015-12-04

证书有效截止日期 2017-12-31



2017年09月04日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



2013-01-30 日信证券有限责任公司 一般证券业务 S0070113010015

仅限评级业务使用
复印无效

证书取得日期 2014-10-04 证书有效截止日期 2017-12-31

姓名: 冯磊

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 联合信用评级有限公司

编号: R0040214100006



2017年09月04日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

仅限评级业务使用
复印无效

公司名称: 联合信用评级有限公司
业务许可种类: 证券市场资信评级
法定代表人: 李信宏

注册地址: 天津市南开区水上公园北道38号爱栖园公寓508
编号: ZPJ005



中国证券监督管理委员会(公章)

2017年7月7日

NK 1608315



仅限评级业务使用
复印无效

营业执照

(副本)
统一社会信用代码 91120104738471845H

名称 联合信用评级有限公司
类型 有限责任公司(法人独资)
住所 天津市南开区水上公园北道38号爱丽园公寓508

法定代表人 李信宏

注册资本 叁仟万元人民币

成立日期 二00二年五月十日

营业期限 2002年05月10日至 2032年05月09日

经营范围 从事企业资信评估及相关业务的人员培训、咨询服务(不含中介);从事证券市场资信评级业务。(国家有专项专营规定的按国家专项专营规定办理)



登记机关

2017 年 06 月 06 日



每年1月1日至6月20日 应登录公示系统报送年度报告,逾期列入经营异常名录

企业信用信息公示系统网址:

www.tjcredit.gov.cn

中华人民共和国国家工商行政管理总局监制

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 孙林林

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 联合信用评级有限公司

编号: R0040215120001

仅限评级业务使用
复印无效

证书取得日期 2015-12-04

证书有效截止日期 2017-12-31



2017 年 09 月 04 日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。