

信用等级公告

联合[2010] 284 号

联合资信评估有限公司通过对重庆化医控股（集团）公司及其拟发行的 2010 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

重庆化医控股（集团）公司

主体长期信用等级为

AA⁺

重庆化医控股（集团）公司 2010 年度第二期中期票据

品种一（无担保中期票据）的信用等级为

AA⁺

品种二（信用增进型中期票据）的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一零年六月十二日

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

电话：[010] 85679696

传真：[010] 85679228

邮编：100022

网址：www.lianheratings.com.cn

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与重庆化医控股（集团）公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与重庆化医控股（集团）公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评估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。

三、本信用评级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，未因重庆化医控股（集团）公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由重庆化医控股（集团）公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、重庆化医控股（集团）公司 2010 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该票据信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年六月十二日



重庆化医控股（集团）公司

2010 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：

品种一（无担保中期票据）：AA⁺

品种二（信用增进型中期票据）：AAA

本期中期票据发行额度：

品种一（无担保中期票据）：3 亿元

品种二（信用增进型中期票据）：3 亿元

本期中期票据期限：5 年

评级时间：2010 年 6 月 12 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 3 月
资产总额（亿元）	157.17	209.13	259.77	289.93
所有者权益（亿元）	61.88	74.03	89.04	90.04
长期债务（亿元）	29.87	42.33	86.81	102.17
全部债务（亿元）	65.30	90.95	125.27	153.39
营业收入（亿元）	110.06	142.02	161.40	47.79
利润总额（亿元）	4.77	7.55	5.81	0.46
EBITDA（亿元）	9.77	17.36	15.35	--
经营性净现金流（亿元）	9.07	12.58	13.24	1.07
营业利润率（%）	16.83	17.27	12.85	9.48
净资产收益率（%）	6.52	8.63	5.59	--
资产负债率（%）	60.63	64.60	65.72	68.94
全部债务资本化比率（%）	51.35	55.13	58.45	63.01
流动比率（%）	145.76	114.32	141.96	164.08
全部债务/EBITDA（倍）	6.68	5.24	8.16	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.45	4.68	3.72	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.63	2.89	2.56	--

注：公司自 2008 年开始执行新会计准则，2007 年财务数据为追溯调整数，2010 年 3 月财务数据未经审计。

分析师

张晓斌 刘雅南

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）

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对重庆化医控股（集团）公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为从事化工、医药制造和医药商贸三大产业的大型企业集团，在行业前景、主要产品市场占有率、区位优势及政府支持等方面具备的优势。同时，联合资信也关注到化工行业景气度下滑，公司在建项目多、投资规模大、债务负担有所加重等对公司经营及信用水平可能带来的不利影响。

未来几年，随着下属企业搬迁建设的完成，在建项目的陆续投产，公司收入规模及盈利能力有望改善。联合资信对公司评级展望为稳定。

本期中期票据分为两个品种发行，其中品种一为无担保中期票据，品种二为信用增进型中期票据，由中债信用增进投资股份有限公司（下称“中债增进”）提供全额不可撤销连带责任保证担保。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中票品种一到期不能偿付的风险很低；品种二到期不能偿付的风险极低。

优势

1. 国家西部大开发和对老工业基地改造等政策，以及重庆市相应制定的地方性配套措施，为公司营造了良好的外部环境。
2. 公司拥有重庆市大部分的化工和医药资源，行业发展前景良好，产品在细分市场中占有重要地位，具备较强的竞争实力。
3. 公司地缘优势明显，交通便利，自然资源丰富。
4. 公司 EBITDA 及经营活动现金流对本期中期票据覆盖程度较好。
5. 中债增进为本期中期票据品种二（发行额

度为 3 亿元) 提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 其担保显著提升了该品种到期偿付的安全性。

关注

1. 化工行业景气度下滑, 尿素等化工产品价格处于低位。
2. 2009年电价上调及2010年5月31日天然气出厂价格上调在一定程度上增加公司的成本压力。
3. 医药商贸行业竞争激烈, 盈利空间小。
4. 公司在建项目多, 投资规模大, 债务负担趋于加重。
5. 2010年1季度, 由于西南地区出现阶段性供气紧张, 公司尿素生产业务受到较大影响, 公司主营业务盈利能力有所下滑。

一、主体概况

重庆化医控股(集团)公司(以下简称“重庆化医”或“公司”)成立于2000年8月,是根据重庆市人民政府“渝府发[2000]66号”《重庆市政府关于组建市级国有工业控股(集团)公司的通知》的要求,以原重庆市化工局和市医药局所属(办)国有独资、控股、参股的生产企业、商贸企业、工业供销公司、专业公司和科研院所等的国有资产为基础,组建的集团公司。公司系由重庆市国有资产监督管理委员会直接管理的国有独资公司,截至2009年9月,注册资本19.06亿元。

公司经营范围包括:对重庆市国资委授权范围内的国有资产经营、管理;货物进出口、技术进出口。公司主要涉及化工、医药制造和医药商贸三大产业,拥有重庆市大部分的化工和医药产业资源。截至2009年底,公司下属拥有26家二级子公司。截至2009年底,公司拥有员工31079人。

截至2009年底,公司资产总额259.77亿元,所有者权益89.04亿元(其中少数股东权益33.39亿元);2009年公司实现营业收入161.40亿元,利润总额5.81亿元。

截至2010年3月底,公司资产总额289.93亿元,所有者权益90.04亿元(其中少数股东权益34.32亿元);2010年1~3月,公司实现营业收入47.79亿元,利润总额0.46亿元。

公司注册地址:重庆市渝中区五四路28号第8、9、10层;法定代表人:安启洪。

二、本期中期票据概况

公司已注册发行总额度为10亿元的中期票据,其中第一期4亿元,期限为5年,已于2010年初发行。

公司计划发行2010年第二期中期票据(下称“本期中票”),发行额度为6亿元,期限为5年。本期中期票据分为两个品种,品种一为无

担保中期票据,发行额度3亿元,期限5年;品种二为信用增进型中期票据,发行额度3亿元,期限5年,由中债信用增进投资股份有限公司(下称“中债增进”)提供全额不可撤销连带责任保证担保。

本期中期票据发行额度6亿元,其中2.8亿元用于补充公司及下属公司在实际生产经营过程中对营运资金的需求;2亿元用于公司下属企业重庆卡贝乐化工有限责任公司的85万吨/年甲醇项目投资;1.2亿元用于偿还公司本部及下属子公司银行借款,降低融资成本。

三、行业分析

1. 化工行业概况

石油及石油石化产品是一种重要战略资源,石油化工行业是中国国民经济的重要基础产业。随着中国经济的快速发展,对能源的需求越来越大,石油作为能源的重要组成部分,已经成为影响中国经济增长的重要因素之一。

为应对国际金融危机,实现“保增长、扩内需、调结构”的战略目标,2009年5月国务院及时制定和实施了扩大内需、促进经济增长的计划,出台了《石化产业调整和振兴规划》,2009年石油和化工行业经济出现了企稳回升、总体向好的发展局面。

据工业和信息化部统计数据,2009年,化工行业规模以上企业3.46万家;实现总产值6.63万亿元,同比增长0.3%;销售产值6.35万亿元,增长0.15%。2009年,化工行业工业增加值占全国工业增加值的12.00%,同比增长10.13%。分时段看,年初增长6.6%,上半年增长7.7%,前三季度增长9.06%,呈现逐步增长的态势;分行业看,石油石化行业同比增长4.50%,化工行业增长15.90%,表现突出。2009年,石油和化工行业总体价格水平比上年下降了13.2%。但各产品价格走势差异明显,有机原料、合成材料市场呈明显回暖趋势;化肥、无机原料价格持续低迷。

2009 年, 化工行业利润回升逐步加快, 其中化工行业实现增长和炼油行业扭亏为盈是两大亮点。1~11 月, 全行业利润总额为 4190.63 亿元, 同比下降 5.2%, 降幅比 1~8 月缩小 14.5 个百分点; 主营业务收入 5.81 万亿元, 同比下降 3.3%, 降幅比 1~8 月缩小 7 个百分点; 亏损企业亏损额 477.91 亿元, 同比下降 77.5%。

2009 年, 化工行业固定资产投资 1.01 万亿元, 同比增长 12.9%, 回落 14.2 个百分点, 低于同期全国固定资产投资平均增幅 (30.1%) 17.2 个百分点。分行业看, 化工行业投资增长 24.3%, 持续保持较快增速, 其中磷肥行业增长 67.8%, 农药行业增长 39.1%, 橡胶制品行业增长 34.8%, 无机碱增长 33.7%, 涂料颜料行业增长 32.1%, 专用化学品制造增长 31.9%; 但油气开采行业和炼油行业投资下降, 同比分别下降 2.3% 和 9.3%。从增速上看, 行业投资呈减缓趋势。

中国石油和化学工业协会最新统计结果显示, 2010 年一季度, 全行业经济继续保持向好态势, 产值和主要石化产品产量大幅增长, 总产值突破 1.8 万亿元, 创历史同期最高水平; 石化市场产销顺畅, 价格总体稳中上扬; 主要产品消费量出现大幅增长势头。但是, 经济运行中仍存在一些复杂和不确定的因素, 企业经济效益出现下滑的迹象, 部分行业面临成本上升的压力, 出口环境仍然没有根本好转。

2010 年年一季度, 在国内宏观经济高速增长拉动下, 石油和化工行业产值呈现大幅增长势头, 共实现总产值 1.86 万亿元, 创历史同期新高, 同比增长 47.1%, 超过全国工业总产值增速 10 个百分点, 占全国工业总产值的比重为 12.9%。其中, 炼油行业总产值 5393.7 亿元, 同比增长 59%; 石油和天然气开采行业在原油价格强劲上涨推动下, 总产值为 2164.2 亿元, 增速达 55.3%; 化工行业总产值 1.07 万亿元, 历史同期首次突破万亿大关, 增幅达 42.1%。化工行业中, 基础化学原料和合成材料制造行

业增速最快, 分别达 52.5% 和 50.6%。另外, 外商投资企业、港澳台投资企业和内资企业产值分别增长 49.5%、43.5% 和 47%。全行业新产品产值 1055 亿元, 同比增长 70.2%。

2006 年 11 月底, 中国正式发布了《“十一五”化学工业科技发展规划纲要》。这一规划纲要的贯彻实施, 将有利于中国加快淘汰高消耗、高能耗的落后工艺和技术, 促进产业升级、产业结构调整。那些具备较高技术壁垒、注重技术工艺不断改进提高、倡导节能降耗与循环经济模式的企业将在中国化工产业的结构调整中获得持续成长。

伴随着中国基础能源价格市场化改革的逐步推进, 化工行业持续面临成本上升压力。2009 年初, 国家发改委出台了新的成品油定价机制, 国内市场价格将进一步与国际原油价格接轨; 2009 年 11 月, 国家发改委调整非居民用电价格, 重庆地区销售电价平均上调 3.20 分/度; 此外, 天然气供需缺口逐年扩大、价格与替代能源的比值相对偏低、以及进口天然气与国产天然气之间较大的价格差等因素推动天然气定价机制的改革。数据显示, 国际市场天然气价格通常为等热值原油价格的 60% 左右 (出厂环节), 而目前国产陆上天然气平均出厂基准价格仅相当于国际市场原油价格的 25% 左右。与其他可替代能源价格相比, 国内天然气价格相当于等热值液化石油气价格的四分之一, 燃料油价格的三分之一, 进口天然气价格的一半左右。在 2010 年二季度中国经济有所回升的背景下, 2010 年 5 月 31 日国家发改委上调天然气出厂基准价格并改进天然气价格管理办法, 这意味着相对煤头化工企业而言, 气头化工企业竞争力将大幅降低。长期看, 对于对传统能源依赖程度很高的中国化工行业, 以上定价机制市场化改革的逐步推进, 可能进一步增加整体的成本压力。

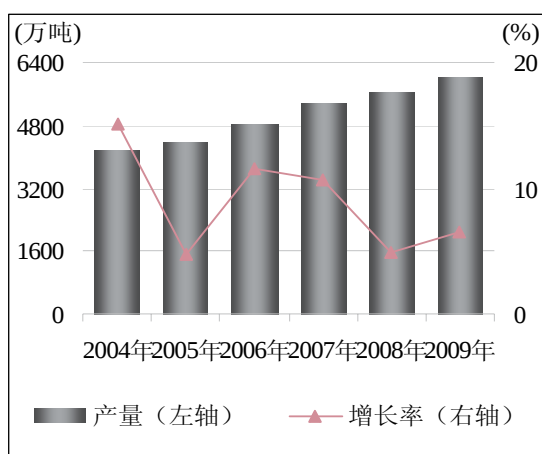
总体看, 化工行业作为国民经济的基础性行业, 市场容量较大, 产品多元, 发展前景良好; 但行业存在一定的周期性, 且面临着较大的成

本上升压力。

2. 尿素行业

尿素是传统的化工产品，也是农业生产中重要的生产资料。供给方面，中国已成为全球最大的尿素生产国，不仅实现了尿素产品的自给，每年还有一定量的出口。2008年，受下半年金融危机向实体经济蔓延的影响，尿素行业景气程度有所下滑，全年共生产尿素 5630 万吨，较上年仅增长 4.84%。2009 年，伴随着宏观经济于下半年的强劲反弹，中国尿素实物产量超过 6000 万吨，市场形势显著回暖。消费方面，近年来中国尿素需求一直处于比较稳定的增长态势，年均增长率保持在 5% 的水平。行业格局方面，中国尿素行业集中度偏低、规模偏小、竞争激烈。

图 1 近年中国尿素产量和增长率



资料来源：wind 资讯

表 1 2009 年主要化肥类上市公司产能排名

序号	企业名称	产能 (万吨/年)	资源类型
1	中海石油化学	195	气头
2	泸天化	160	气头
3	辽通化工	152	气头
4	鲁西化工	150	煤头
5	湖北宜化	145	煤头
6	四川美丰	100	气头
7	华鲁恒生	120	煤头
8	兰花科创	120	煤头
9	云天化	78	气头

资料来源：各上市公司年报

原料供应及价格方面，目前中国尿素产能以煤头和气头为主，其中气头尿素主要集中在西南天然气丰富地区。2007 年以来，国内天然气消费迅速增长，多数气头尿素生产企业由于天然气供应紧张被迫停产检修，进而导致经营业绩出现波动。价格方面，目前中国天然气价格仍采用政府指导价，化肥用气价格低于城市燃气用户和一般工业用气价格。然而，在天然气供求矛盾日益突出的背景下，未来天然气定价机制改革必将逐步推进，向着市场化和强调资源稀缺性方向改革。2010 年 5 月 31 日，国家发改委宣布，天然气出厂基准价格每千立方米提高 230 元，同时，改进天然气价格管理办法，即取消双轨制，扩大价格幅度范围，设定车用气与车用油的售价比。此次天然气出厂价涨幅较大，无疑将提高气头化肥企业的成本，而化肥行业的充分竞争格局将使得企业很难将增加的成本完全转移到终端市场，因此短期内企业盈利能力将有所下降。从长期看，天然气价格仍有可能继续上调，这将对气头尿素生产商成本控制形成持续性压力。

价格方面，国家为鼓励农业生产，保障农民利益，2006 年以来持续对国内市场部分化肥生产企业实行限价调控，出厂价格上限为 1725 元/吨。2009 年，尿素价格市场化改革迈出重要一步，根据发改价格[2009]268 号文，自 2009 年 1 月 25 日起，国产化肥出厂价格由政府指导价改为市场调节价。随着化肥出厂限价政策的取消，大型化肥生产企业的定价话语权和产品的附加值优势将得到体现。2008 年下半年，受国际市场尿素价格大幅下降影响，国内尿素价格明显回落，至 2009 年初，销售价格已下滑至 1600 元/吨左右；2009 年下半年，受国内经济复苏、原油价格上涨、天然气供应紧张等多重因素影响，国内尿素市场价格有所回升，至年底基本维持在 1800 元/吨，尿素生产企业的经营压力得到显著缓解。

优惠政策方面，2005 年 7 月 1 日起对国内生产销售的尿素产品增值税由先征后返 50%

调整为暂免征收增值税。根据国家税务总局《关于落实西部大开发有关税收政策具体实施意见的通知》，设在西部地区、符合当期国家重点鼓励发展产品目录的主营业务收入已超过总收入 70% 的企业，所得税按 15% 的优惠税率征收。此外，根据 2009 年 10 月出台的《石油和化工产业结构调整指导意见》，未来 3-5 年内原则上不再新增氮磷肥产能，提高准入门槛、调整产业布局、鼓励兼并重组、提高产业集中度。

3. 精细化工

精细化工产品又称为专用化学品，主要包括染料、涂料、农药、食品饲料添加剂、皮革化学品、塑料助剂等，产品应用广泛，是化工行业的重要组成部分。随着中国工业化程度的提高，对精细与专用化学品的需求量将越来越大。目前，中国染料的年产量和出口量均居世界第一，产量占全球染料总产量的 60%；涂料和农药产量位居全球第二位。

2008 年受国内国际市场需求衰退影响，精细化工产品产销率下降，价格先升后降。2009 年 1-11 月，化学原料及制品业销售收入同比上升 5.88%，化工产品的销量和价格均自底部有所回升，环比数据增幅更为明显；利润总额增速同比上升 9.06%。2010 年 1-3 月，在下游需求回升拉动下，主要精细化工产品延续价格上升趋势，行业复苏趋势逐渐显现。

氯碱化工是传统的化工原料工业，是以盐水为原料，电解制成烧碱、盐酸、氯气、氢气等，并进一步制成次氯酸钠、聚氯乙烯、甲烷氯化物等氯产品。烧碱是衡量氯碱化工产能的重要指标，目前中国共有 170 多家氯碱企业，已成为全球最大的烧碱生产国和第二大 PVC 生产国。

4. 氯碱化工

据中国氯碱协会公布的数据显示，至 2008 年底，全球氯碱产能 6395 万吨，其中中国占

26%。中国氯碱行业产能过剩较为严重，此外，氯碱企业还面临节能减排、政策设限以及减少出口退税等政策调控压力。金融危机影响下产品需求低迷，2009 年前三季度多数氯碱生产企业都出现亏损，由于部分企业烧碱、聚氯乙烯等主要产品达不到盈亏平衡点，生产装置也因此频繁停车、开车；开启的装置，通常也难以保持较高的开工负荷。之后，国内氯碱行业先后经历 2009 年 10 月下游需求复苏带来的价滞量增，11 月电价调整带来的量滞价升，以及 2010 年 3 月以来国际油价节节攀升对行业的正向刺激。总体看，在 2010 年全球经济复苏背景下，中国氯碱行业景气度缓慢恢复。

四、基础素质

1. 企业规模

2000 年公司组建成立时，重庆市政府授权公司经营管理原市化工局和市医药局所属企业 52 家，职工总数 5 万多人。这些企业普遍存在资产质量差、人员多、债务沉重、盈利能力弱、经营机制不活等问题。近年来，公司充分把握国家西部大开发、三峡库区建设等机遇，对内部企业进行了改革重组和资产整合。截至 2008 年底，公司拥有包括中国核工业建峰化工总厂（2008 年底改名为“重庆建峰工业集团有限公司”，以下简称“建峰集团”）等一批既有生产实力、又有产品开发能力的骨干企业，以及重庆医药股份有限公司等具有强大医药销售网络的医药商贸企业。公司是一个以化工、医药为龙头产业，集科研、生产、商贸为一体大型经济实体，在重庆市化工、医药行业中占有重要地位。

按产业属性，公司下属企业可分为化工产业（包括天然气化工、精细化工、氯碱化工）、医药制造产业（包括化学原料药、药物制剂、中成药、药疗器械）和商贸产业三大板块。目前，公司具有年产 30 万吨合成氨、58 万吨尿素的生产能力，氯丁橡胶、苯胺、二苯甲酮、

磺胺、嘧啶、苯胺基乙腈等产品在同行业细分市场中占有重要地位，具有较高的市场占有率（参见表 1）。公司在天然气化工、精细化工、氯碱化工及医药商贸领域已经初具规模，形成了公司自己的品牌优势和市场竞争能力。

目前，公司年销售收入在 1 亿元以上的产品有 8 个，包括尿素、氯丁橡胶 CR 系列、苯胺基乙腈、靛蓝、阿托莫兰（粉针）、油漆、铬酸酐和纯碱；年销售收入在 5000 万元～1 亿元的产品有 9 个，包括离子膜烧碱、苯胺、磺胺等；年销售收入在 2000 万元～5000 万元的产品有 20 个，包括磺胺甲恶唑、二苯甲酮等。

表 2 截至 2009 年底公司主要产品产能及市场占有率

产品名称	年生产能力	市场占有率（%）
尿素	58 万吨	国内 2%
油漆	6 万吨	西南第一
氯丁橡胶	2.8 万吨	国内 55%
苯胺	3.5 万吨	西南 80%
二苯甲酮	4000 吨	世界 50%
磺胺	4000 吨	国内 60%
铬盐系列	6 万吨	国内 30%，装置全国第一
嘧啶	3000 吨	国内 60%
苯胺基乙腈	3 万吨	国内第一
乐果原粉	3500 吨	国内 30%
阿莫西林	3.5 亿粒	西南第一
麦迪霉素	2.2 亿片	西南第一
亚胺基二乙腈	14 万吨	国内第一
一、二萘酚	1 万吨	国内 40%

资料来源：公司提供

总体看，公司作为重庆市国资委下属大型国有控股企业集团，拥有重庆市大部分的化工和医药资源。公司产品种类较多，部分产品具有较大的生产规模，在行业中具有较强的市场竞争力。

2. 人员素质

公司现有包括董事长、党委副书记、总裁、副总裁在内的高层管理人员 7 人，均具有大专以上学历，文化素质较高。公司现任董事长、党委书记安启洪先生，1952 年出生，高级工程师，1979 年清华大学化工系毕业，曾任国营 816 厂化肥分厂车间主任、厂长，建峰集团厂

长助理、副厂长、厂长等职，2004 年 11 月起任现职。安启洪先生具有丰富的基层管理经验，属于专家型管理人才，从建峰集团来到重庆化医，给公司带来了新的管理理念。

公司总裁黄仕焱同志，现年 56 岁，大学文化，1969 年参加工作。黄仕焱同志历任南川县经委主任、南川市政府副市长；垫江县政府县长、县委书记；涪陵区政府区长、区委副书记，2007 年 1 月任公司总裁、董事。

总体看，公司现有高层管理人员大多从事行业多年，大多具有深厚的专业技术背景和丰富的大型国有企业管理经验，综合素质较高。

截至 2009 年底，公司本部、全资和主要控股企业共有员工 31079 人，从年龄结构来看，30 岁以下占 36%，31 岁～50 岁占 52%，50 岁以上占 12%；从学历构成来看，大专以上占 44%；从职称构成看，高级职称占 6.6%，中级职称占 28%，初级职称占 48%。公司员工从成立时的 5 万多人降至目前的仅 3 万人，员工的整体素质有了很大提高，基本能满足企业的生产需要。

3. 研发水平

公司下属三个研究院，即重庆医药工业研究院有限责任公司、重庆化工设计研究院和重庆化工研究院。

重庆医药工业研究院有限责任公司是由创建于 1950 年的重庆医药工业研究院改制，上海复星实业股份有限公司与重庆化医合资成立的主要从事药品科研开发的新型企业，是中国主要从事化学合成药物以及中药、植化药物、生化药物和中西药制剂研究开发的综合性重点科研单位、新产品工业化试验和产业化基地。院属科技成果产业化基地的主导产品分别通过了美国食品药品监督管理局（FDA）、欧洲药品质量理事会（EDQM）的认证。近年来，该院研制的国家重点科研新产品氟康唑、阿仑膦酸钠、西布曲明（曲美）等成功上市，充分显示了其雄厚的科研开发实力。

重庆化工设计研究院成立于 1964 年，现持有化工、石化、医药工程设计甲级、工程咨询甲级、建筑工程设计乙级、环境影响评价乙级、工程建设监理乙级和Ⅲ类压力容器设计等资质。该院在精细化工和医药工程领域具有自己独特的优势。

重庆化工研究院成立于 1958 年 4 月，是全国最早从事天然气化工和精细化工应用技术开发研究单位，目前是重庆化医的技术研发中心。在天然气化工、精细化工领域，该院研制出许多新产品。

公司三个研究院以及包括建峰集团等下属企业拥有较强的研发实力，但目前公司的研发能力还没有得到很好的整合，在一定程度上限制了公司研发能力的发挥。

4. 外部环境

重庆是长江上游最大的经济中心和交通枢纽，是西南地区最大的商贸中心，也是长江上游和西南地区最大的水陆空交通枢纽。化工医药是重庆市的支柱产业之一。重庆化学工业经过长期的发展，形成了独立的相互配套、较为齐全的产品体系，具有发展深加工和扩展产品链的基础。另外，重庆建立了门类齐全的医药工业体系。

重庆市具有发展化工医药的资源优势。重庆是中国天然气储量最丰富的地区之一，是中国重要的天然气生产基地。天然气主要分布在梁平、垫江、万州、长寿等区县，总面积 3 万多平方公里，已累计探明天然气可开发蕴藏量 3200 亿立方米，是中国重要的天然气生产基地。预计到 2010 年，重庆气矿的探明储量将达到 6000 亿立方米，能够保证重庆天然气化工长期稳定发展的需要。另外，重庆中药物种资源特别丰富，拥有中草药种植资源 4500 余种，占全国药用植物种类的 1/3，药材种植面积约 40 万亩，其中基地化种植面积达 10 万亩，常年生产收购的地产药材 350 余种，地道药材和大宗传统药材 30 多种。

为配合重庆市的整体工业布局调整，公司下属主城区化工企业将迁往长寿、永川、万州、涪陵等地，当地具有大量农村富余劳动力。此外，重庆还拥有高等院校 33 所，专业技术学校 39 所，科研院所 28 个，培养了大量科技人才。因此，公司的劳动力成本相对低廉，有一定的人才成本优势。

可以看出，作为重庆市国资委直接管理的大型国有企业，以及其在重庆化工、医药领域所占的重要地位，公司能够得到重庆市政府及有关部门的大力支持。在国家西部大开发政策的带动下，在国家对老工业基地改造的相关政策扶持下，重庆市制定了一系列为贯彻这些政策的地方性政策和措施，并且已在环保、搬迁、企业改制、再就业等方面给予公司许多优惠政策，对推动公司业务发展和防范经营风险具有重要意义。

从未来发展看，重庆市政府对公司支持力度很大，计划以公司为主体，通过招商引资，利用国外的先进技术和资金，建设包括 3 万吨/年有机硅丙烯酸聚合乳液、30 万吨/年聚氯乙烯、13 万吨/年 TDI、40 万吨/年 MDI 等项目，这将给公司发展石油化工工业带来机遇。

五、管理分析

1. 治理结构

公司是重庆市人民政府批准设立的国有独资公司，出资人为重庆市国资委。公司不设股东会，董事会为公司的最高决策机构，对重庆市国资委负责。公司实行总裁负责制，现设总裁一人，副总裁四人。公司对所投资的子公司，根据投入的资本额享有相应的资产收益、重大决策和选择经营管理者等权利。公司总部不直接参与所属企业的具体经营管理，而是通过委派国有资产产权代表参与企业的重大决策。公司董事会和监事会成员由重庆市国资委委派并更换，外部独立董事由重庆市国资委聘任。总体看，公司法人治理结构基本完善。

2. 管理水平

对下属公司管理

公司本部设办公室、人力资源部、财务部、经济运行部、规划发展部、资产经营部、安全环保部、党群工作部、信访办及纪检监察部等部门。近年来，随着企业改革的逐渐深入，公司逐渐健全了各方面的管理制度，管理工作基本规范。

由于历史原因，前几年公司对下属企业的管理基本处于粗放阶段，下属企业的生产经营及资金运作等相对独立，公司的整体资源还没有得到很好的整合，在一定程度上制约了公司的整体经营管理水平的提高。

作为一家控股企业，公司通过任命总经理及财务主管来加强对下属企业的管理。目前公司已做到了对所属全资子公司及控股子公司的生产经营状况及财务状况进行监控，建立了企业经营预警机制，通过加强监管来控制企业的经营风险；公司制定了有效的激励约束机制，将产、供、销和成本控制纳入年终目标考核，并对有条件的企业实行年薪制，调动了下属企业的积极性。公司制订了《关于资金集中统一管理使用的规定(试行)》，并于 2006 年 6 月成立了资金结算中心，对下属企业资金实行余额管理（上市公司除外），提高了公司资金的集中使用效率，降低了财务风险。

总体来看，公司已基本建立了适应市场经济规律和现代企业制度要求的管理体制，近年来公司的各项工作不断规范，提高了管理效率，降低了管理风险。根据公司章程，公司不得干预下属企业日常的生产经营活动，但近年来，在主管部门的认可下，公司原有的宏观调控经营模式有所改变，公司正逐步由控股企业的粗放式运作模式向集团公司的集约化管理模式发展。

重组改制

公司自成立后，即通过改组、改制、重组、破产等手段对下属企业进行整合。一方面，公司以存量资产为依托，引进了上海复星、北大

方正、清华紫光、江苏泰丰泰兴、四川和邦等国内知名企业，对西南合成、药友制药、大新药业、碱胺实业等 8 户企业实施了资产重组；另一方面，通过优良资产剥离重组、内部资源整合等方式对长化总厂、天原总厂、民丰农化、橡胶公司等 10 多户企业进行了整合式的重组。

通过对下属企业的改制、整合，调整资源配置，公司整体资产质量有了较大提高。

公司在对下属国有企业的重组改制过程中，遇到了一定的困难，尤其是职工的分流安置问题。对此，重庆市政府在政策上给予了极大的支持，在很大程度上推进了公司的重组改制。在今后的国有企业改革改制过程中，公司对人员分流将做到更加人性化，充分考虑到职工的利益，担负起一定的社会稳定职能。

联合资信认为，经过前几年的改制实践，公司已基本理顺了关系，积累了宝贵的经验。

总体看，公司为国有独资企业，能够得到政府的大力支持。近几年，公司的改革调整力度加大，管理水平有所提高，整体管理风险较小。

六、生产经营

1. 业务概况

表 3 公司主营业务收入构成（单位：亿元，%）

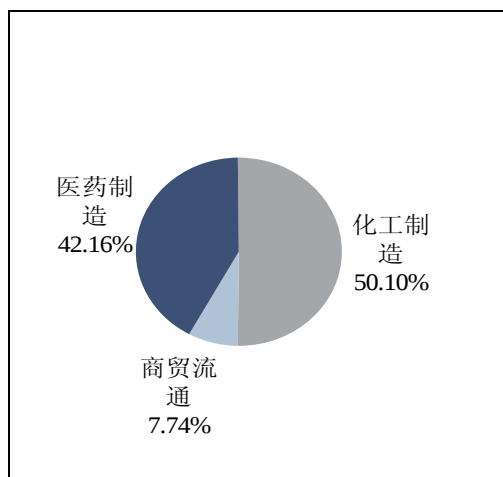
业务板块	2008 年		2009 年		2010 年 1-3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
化工制造	65.90	47.24	64.35	41.34	18.7	40.83
商贸流通	63.42	45.48	78.11	50.19	23.4	51.09
医药制造	10.15	7.28	13.18	8.47	3.7	8.08
合计	139.46	47.24	155.64	100	45.8	100

资料来源：公司提供

公司下属企业按行业可分为化工制造、医药制造和商贸流通三大业务板块，2009 年公司实现营业收入 161.40 亿元，主营业务收入 155.64 亿元，同比分别增长 13.64%和 11.60%。其中，化工制造业务占 41.34%，医药制造业务占 8.47%，商贸流通业务占 50.19%。从主营业

务利润构成看，化工制造业务是公司最重要的利润来源，医药制造板块盈利能力近年有所提升，主营业务利润占比呈上升趋势。

图2 公司2009年主营业务利润构成



资料来源：公司提供

2. 化工制造

重庆市是原国家化工部规划的国内两大综合化工基地之一，化工生产的综合实力曾居全国前三位，拥有化学矿山、化学肥料、化学农药、基本化学原料等17个行业，能常年生产一千多种、三千多个规格的化工产品，其中天然气化工是国内历史最久、产品最全、规模最大、技术最先进的生产基地；精细化工比率高于全国平均水平，一些产品在国内占有重要地位。重庆地区资源丰富，除天然气外，还有岩盐、锶矿、重晶石等矿产资源，具备大力发展化学工业的基础条件。

公司控制了重庆地区大部分的化工资源，化工产业是公司投资发展的支柱产业。在化工产业，公司所属企业主要涉及天然气化工（化肥）、精细化工、氯碱化工三个领域。

（1）原料采购

原料采购方面，目前，公司天然气用量约为9亿立方米/年左右，年外购电力约为7亿度，其中天然气主要由中石油西南分公司供应，配给指标18亿立方米/年，其中尿素生产用气享有国家天然气定价优惠政策，有助于缓解天然气价格上涨带来的成本压力。2008年、2009

年电价上调及天然气价格形成机制改革将在一定程度上增加公司的成本压力。其中，2009年电价上调0.032元/度，天然气价格调升0.2-0.4元/立方米，公司因此增加成本约2.0-3.6亿元。公司通过适当提升产品价格、扩大生产规模、及加强节能降耗技改力度，以缓解原料价格上涨带来的成本压力。

（2）天然气化工（尿素）

公司目前天然气化工的主要产品是尿素。公司所处区域拥有极为丰富的天然气资源，为其发展天然气化工业务提供了良好的资源保障。公司尿素生产的核心企业是建峰集团。

建峰集团位于重庆市涪陵区，原为核工业下属企业，2004年划归公司管理。截至2009年底，建峰集团拥有年产30万吨合成氨并加工成58万吨尿素的生产设备，生产工艺设备采用国外先进技术，区内拥有完善的公用设施，天然气供应有保证，还保留原军工企业的人才、基础设施等优势条件。此外，2009年底建峰集团45万吨合成氨/80万吨尿素项目已如期完成机械竣工，天然气管道也已铺设完毕，目前用气指标和价格尚在协商中，预计2010年可投产。项目正式投产后，建峰集团尿素产能将超过130万吨/年，生产规模和竞争实力将得到进一步提升。

2007年~2009年公司尿素产量分别为61.90万吨、62.00万吨和59.36万吨，生产情况较为平稳，2009年受上半年市场景气度下滑影响，导致产量下滑。公司销售区域主要集中在西南地区。

2010年1~3月，由于西南地区天然气供应形势持续紧张，公司尿素装置停车检修超过2个月，同期内仅生产尿素3万吨，同比大幅下滑。

（2）精细化工

精细化工是公司的优势产业，以重庆紫光化工股份有限公司（以下简称“紫光化工”，公司持股40.69%）、重庆长寿化工有限责任公司（以下简称“长寿化工”，公司持股65.00%）、

重庆长风化工厂（以下简称“长风化工”，公司持股 100%）、重庆三峡油漆股份有限公司（以下简称“渝三峡”，公司持股 40.53%）、重庆农药化工（集团）有限公司（以下简称“重庆农化”，公司持股 100%）等企业为代表，这些企业拥有领先的生产装置，相互间产品关联度较高。

紫光化工是公司的控股企业，依托清华英力公司技术，主要从事苯胺基乙腈、氢氰酸、亚胺基二乙腈及下游产品开发、生产和销售，拥有年产 10000 吨氢氰酸、30000 吨苯胺基乙腈、亚胺基二乙腈 60000 吨和 4500 吨黄血盐的生产能力。

长寿化工是国内最大氯丁胶生产企业，技改后生产能力达到 2.8 万吨，“长寿化工”牌氯丁胶在国内享有盛誉。另外，长寿化工的磺胺类产品、氯酸盐类产品 also 具有很强的市场竞争力。

长风化工是国内最大的特种光气及衍生物的生产基地，公司生产的光气下游产品及衍生物系列、二苯甲酮在全球占垄断地位，中定剂等产品在国内独家生产。

渝三峡是中国生产规模最大、品种齐全的综合涂料工业企业之一，油漆年生产能力为 6 万吨。近几年，中国油漆行业竞争激烈，加上渝三峡油漆被很多企业仿冒，造成渝三峡产品的市场占有率及企业效益有所下降。2008 年，渝三峡成功搬迁到江津工业园区，厂房及设备均为新建，油漆产能扩大到 6 万吨/年；其下属子公司 5 万吨/年甘氨酸项目也于 2009 年上半年试车投产，产品结构更加丰富。

农化公司是西南地区最大的铬盐和农药系列产品的生产企业，主要生产铬盐、乐果等产品。目前，农化公司已被列入国家发改委规划中的 3~4 个铬盐生产基地，并将与农药生产线一起搬迁出重庆主城区。

公司精细化工领域的主要产品的生产能力情况参见表 4，主要产品氯丁橡胶、苯胺、二苯甲酮、磺胺、嘧啶、苯胺基乙腈、乐果

原粉等在国际国内化工产品细分市场占据重要的份额。2009 年，由于上半年市场销售形势低迷和企业搬迁改造，公司主动削减了氯丁橡胶、嘧啶、乐果原粉等产品的产量，加之主要产品价格下降，导致化工制造板块在主营业务收入构成中的占比下滑。

表 4 主要精细化工产品产量情况（单位：吨）

产品名称	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 1-3 月
油漆	42300	43000	46000	10000
氯丁橡胶	28500	29500	23500	8000
苯胺	14500	14700	18933	4825
二苯甲酮	2500	2500	2793	763
磺胺	4500	4500	4904	1080
铬盐系列	31000	32000	42471	15476
嘧啶	3000	3000	2645	700
苯胺基乙腈	61000	30000	30000	8000
乐果原粉	3600	3700	2000	--
一、二萘酚	9235	9400	9800	2600
亚胺基二乙腈	51162	87000	130000	40000

资料来源：公司提供

（3）氯碱化工

重庆地区拥有丰富的卤盐资源，为公司发展氯碱化工提供了良好的基础条件。目前公司的氯碱化工无论从规模上还是技术上，与国内同行业优势企业相比还存在一定的差距。但由于氯碱产品属危险品，国家对其生产、储存、运输等有严格要求，同类产品有一定的销售半径限制，因此，公司在此领域还有较大的发展空间。另一方面，氯碱产品是公司精细化工企业生产的重要原料，目前尚不能满足自身需要。随着公司精细化工企业的发展，作为上游产业的氯碱化工有着良好的发展前景。

公司氯碱化工领域的主要企业重庆天原化工有限公司（以下简称“天原化工”，公司持股 100%）成立于 1939 年，是国内最早的氯碱生产企业，有着深厚的技术积累和开发能力，主要生产烧碱、液氯、盐酸等基础化工产品。

表 5 公司氯碱产品生产情况

产品（吨）	产能（吨/年）	2008 年	2009 年
烧碱（折 100%）	80000	41774	78760
液氯	50000	34493	46447
合成盐酸	30000	32645	37835

资料来源：公司提供

受化工行业景气度波动影响,2008 年公司化工制造板块主营业务毛利率为 22.42%,2009 年下滑至 15.52%。2010 年 1~3 月,受前两个月西南地区阶段性供气紧张(为季节因素导致,2010 年 3 月公司供气已恢复正常)、尿素装置停车影响,公司化肥销售以外购产品为主,自产产品数量下降,由此公司化工制造业务盈利能力下滑,主营业务毛利率为 9.43%。

综合以上,公司化工制造业务具有一定的资源优势,主要产品具有相当规模经营,并且在同类产品细分市场占有重要的份额,市场竞争力较强,近三年整体生产经营状况良好。目前,公司下属主要子公司搬迁改造及技改工作已基本完成,生产装置已实现更新换代,预计未来产能利用率及生产效率将得到提升。但天然气供应形势及成本上升仍对该板块经营构成压力。

3. 医药制造产业

(1) 行业现状

医药行业是中国国民经济的重要组成部分,是传统产业和现代产业相结合,一、二、三产业为一体的产业。其主要门类包括:化学原料药及制剂、中药材、中药饮片、中成药、抗生素、生物制品、生化药品、放射性药品、医疗器械、卫生材料、制药机械、药用包装材料及医药商业。

现阶段,中国已经形成了比较完备的医药工业体系和医药流通网络,发展成为世界制药大国。据统计,中国现有医药工业企业 3600 多家,可以生产化学原料药近 1500 种,总产量 56 万吨,位居世界第二。一些重要品种如维生素 C、青霉素在世界上占有举足轻重的地位。

根据 2008 年国务院发布的《中国的药品安全监管状况》白皮书,1998 年~2004 年中国医药工业总产值年复合增长率达到 17.5%,高于同期 GDP 复合增长率 4.85 个百分点,全国医药生产一直处于持续、稳定、快速发展阶

段。2005 年~2006 年,医药工业加大改革力度,加快了结构调整步伐。2007~2008 年医药行业景气度高企,进入高速发展阶段。2009 年,全球金融危机影响进一步深化,化学原料药出口受到较大影响,医药工业总产值增速略有下滑,但依然保持了 21.02%的较高增速。2010 年是新医改政策实施年,预计医药工业增速还将提高。

根据国家统计局数据,2009 年 1~11 月,全国医药制造业实现销售收入 7963.7 亿元(未包含医疗器械),同比增长 21.3%;利润总额 808.2 亿元,同比增长 25.3%。总体看,近三年医药制造业销售收入增速平稳,保持在 20%以上;相比于 2007 年的高增速,2008 至 2009 年的利润增速有所放缓,回到正常水平。与发达国家相比,中国医药工业尚处于成长阶段,无论从规模还是资金、技术等方面依然存在较大差距,行业仍有较大的增长潜力。

行业政策方面,2009 年新医改政策密集推出。上半年,国务院相继颁布了《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《2009~2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》,明确 2009-2011 年各级政府预计投入 8500 亿元用于保障五项基本改革,标志着新医改方案取得重大突破;下半年,国家又围绕基本药物制度的制定和实施,出台了包括基本药物目录、医保目录和涉及定价、质量监督等一系列行业政策。短期看,政府投入的加大将有效拉动医药医疗需求。从中期看,新医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响,医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

(2) 生产经营

医药制造业是公司投资发展的另一重要领域。目前,公司所投资制药企业均通过 GMP 标准改造,经营范围主要涉及化学原料药、药物制剂、中成药及医疗器械等,其中药物制剂(约占 50%)和化学原料药(约占 40%)所占比重较大。

公司成立时，接收了原重庆市医药局所属企业。近年来，公司通过采取参股的方式与合作伙伴联合经营制药企业，其中包括：公司与北大方正公司合作，重组了西南合成制药有限公司（已出售）和重庆大新药业股份有限公司（已出售）；与上海复星实业有限公司合作，重组了重庆药友制药有限责任公司（公司参股 38.11%）、重庆医药工业研究院有限责任公司（公司参股 43.11%）。一些制药企业已改制成公司的控股或参股子公司。

重庆科瑞制药有限责任公司（以下简称“科瑞制药”）是公司控股骨干药物制剂企业，拥有国外先进的生产设备和检测设备，能够生产片剂、胶囊剂、粉针剂、软膏剂、气雾剂等十大剂型约 300 多个药品，研究开发的氨磷汀、科曼欣、卡尼亚、沙博特、迪普、迪索等新药技术含量高，产品畅销全国各地。

重庆市制药九厂是国内丙二酸二酯等医药化工中间体系列产品的大型生产企业之一，也是西南地区规模最大的医用胶布等医用卫生材料及麝香壮骨膏等药物膏布生产企业。

重庆医用设备厂主要生产医用 X 射线机、节育器、医用一次性使用产品三大类七个品种 20 多个规格的产品，是重庆市最大的一次性无菌医疗器械生产厂家。

公司近年主要医药产品产量见表 6。由于一些医药企业改制为公司参股子公司而未纳入公司合并报表范围，目前医药制造产业实现的主营业务收入占公司主营业务收入的比例不大，基本上维持不变。

表 6 公司主要医药产品的产量情况

产品名称	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 1-3 月
阿莫西林（万粒）	32000	32300	35832	9258
麦迪霉素（万片/年）	20500	21000	21969	5604

资料来源：公司提供

4. 商贸流通

公司商贸流通业务主要经营医药产品贸易、食盐、工业盐的生产与销售业务，经营业

绩稳定，对公司收入贡献大。

医药商贸

（1）行业现状

医药商贸产业是医药产业的重要组成部分，其发展水平与国家的医药经济总量和医药发展水平成正比。近年来国内药品市场规模快速提高，目前已超过 4000 亿元，医药商业销售额年增长率达 20%。

经过多年发展，中国医药商贸业集中度不断提高。根据中国医药商业协会连锁药店分会统计数据，2009 年中国药品零售连锁企业销售前 100 强总额合计 581 亿元，相比 2008 年的 521 亿元，增加 60 亿元，同比增长 11.5%。前十强企业销售总额合计 235 亿元，占百强销售总额的 40.48%，与 2008 年 38.62%相比，增长将近 2 个百分点。

表 7 2009 年中国药品零售连锁行业前十强

排序	企业名称	销售总额（亿元）
1	中国海王星辰连锁药店有限公司	31.00
2	老百姓大药房连锁有限公司	26.80
3	广东大参林连锁药店有限公司	25.60
4	湖北同济堂药房有限公司	25.24
5	重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司	25.20
6	国药控股国大药房有限公司	21.66
7	云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司	20.66
8	辽宁成大方圆医药连锁有限公司	20.50
9	重庆和平药房连锁有限责任公司	19.80
10	上海华氏大药房有限公司	19.04

资料来源：中国医药商业协会

近些年由于药品降价、药品招标采购等政策的推行及市场竞争加剧等多重因素的影响，行业平均净利润处于下降趋势，医药流通业已经进入微利时代。国家目前正逐步提高行业准入标准，加快资源整合进度，推进医药商业市场份额加速向优势龙头企业集中。未来，优质商贸流通企业凭借其巨大的营销网络及规模化优势，有望通过兼并重组等方式进一步提升市场份额，同时在降低成本的基础上提升盈利

水平。考虑到国家在 2010 年建立新型农村合作医疗制度和社区卫生服务体系等医改目标将使国内医药市场大幅扩容，全国性或区域性医药商业龙头必将从中受益，在未来几年有望实现较快增长。

（2）公司经营

重庆医药股份有限公司（以下简称“医药股份”）是公司控股企业，主要经营药品、医疗器械、化学试剂及玻璃仪器四大类医药商品，经营品种、规格达17000多种，营销网络以重庆为中心，覆盖云、贵、川、湘、鄂、粤，是西部最大的医药商贸企业，根据2008年度中国医药商业统计年报显示，医药股份年实现收入位居全国重点医药企业第7位，是国家定点西南部地区国家储备药品承担单位。

公司商贸流通板块 85%以上的收入来自医药股份，其余主要来自科瑞制药。2008 年、2009 年，公司商贸流通板块实现主营业务收入分别为 63.42 亿元和 78.11 亿元，处于持续增长状态。2010 年 1~3 月，公司商贸流通板块实现主营业务收入 23.40 亿元，占比上升至 51.90%，成为公司收入的最主要来源。

重庆市是长江上游最大的经济中心和交通枢纽，也是西南地区最大的商贸中心，有着发展商贸流通产业的区位优势。目前医药股份已经成为国内领先、西部第一的医药商贸流通企业，确立了较强的竞争优势，但随着 2005 年中国允许外资进入销售服务领域，医药商贸领域将进一步开放，外资进入中国医药流通领域的步伐正在提速，公司面临的竞争将更加激烈。

盐业经营

（1）行业现状

中国对食盐实行严格的专营政策。为消除碘缺乏危害，1996 年 5 月国务院发布实施的《食盐专营办法》规定：国家对食盐实行定点生产制度，非食盐定点生产企业不得生产食盐；对食盐批发实施批发许可证制度；对食盐实行指令性计划管理和食盐国家定价。2003

年 1 月 3 日国家计委发布《食盐价格管理办法》，划分了食盐价格管理权限。2003 年 3 月国家机构改革后，国家发改委被确定为国务院授权的国家盐业行政主管部门。2006 年 4 月 28 日国家发改委发布实施《食盐专营许可证管理办法》，进一步规范和完善了食盐生产、批发、运输环节的审核程序，明确了各级盐业管理的行政许可范围。

在食盐专营政策下，中国食盐专营的生产经营体系由中国盐业总公司和各省、地（市）、县盐业公司构成，省级盐业公司是各省食盐经营的主体。工业用盐方面，目前中国两碱工业用盐市场已全面放开，供需双方自主购销；两碱工业外的其他工业用盐仍纳入计划管理，由各级盐业公司经营。

（2）公司经营

2006 年 6 月，重庆化医整合重庆市盐业总公司（下称“盐业公司”），盐业公司控制着重庆地区大部分盐卤资源，承担着全市盐的生产经营和供应工作，经营业绩和利润稳定。

表 8 盐业公司经营情况

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 1-3 月
盐产量（万吨）	12.5	13.5	14.0	3.3
盐销量（万吨）	36.0	32.1	129.0	53.2
销售收入（亿元）	4.6	11.5	13.9	3.8

资料来源：公司提供

2007 年~2009 年，盐业公司产品产销规模持续增长，2009 年实现盐生产量 14.0 万吨，同比上升 3.7%；盐销量 129 万吨（公司盐产品贸易规模较大），较上年同期增长 3 倍。盐业公司营业收入和利润计入公司主营业务收入中医药商贸业务板块。

5. 经营效率

2007 年~2009 年，公司资产总额和营业收入年均分别增长 32.64%和 23.32%；销售债权周转次数、存货周转次数保持稳定，总资产周转次数略有下滑，2009 年上述三项指标分别

为 6.79 次、6.66 次和 0.69 次。公司经营效率正常。

6. 未来发展

(1) “十一五”规划

公司“十一五”发展计划纲要重点：一是发挥川东地区天然气资源和盐卤资源丰富的优势，同时利用四川省乙烯项目的附属产品，积极推动现有产品产业延伸，向多极化和系列化方向发展，大力发展合成氨、甲醇、光气、氢氰酸等以天然气为原料的基础化工产品及其下游产品；发展以盐卤、天然气为原料的烧碱、聚氯乙烯、有机氯化物等产品及下游产品；大力开发以乙烯、丙烯及甲醇为原料的石油化工产品系列，加大精细化产品的开发，形成较为完整的产业链；加大化学原料药本地深度加工的力度，提高当地原料的深加工能力。二是抓好企业集约化发展，打造“二大片区，发展五大基地，抓紧四大制药，实现一流商贸”。

公司发展将以观念创新为前提，以制度创新为关键，以产品创新为核心，以科技创新为动力，以管理创新为基础，以效益创新为目标，逐步走出一条以市场为导向，结构调整为主线，体制创新、科技创新为保证的新型工业化道路，以推进公司产业结构优化升级。

(2) 主要在建项目

公司目前正在建的主要项目见表 9，其中投资规模较大是 85 万吨/年甲醇项目。该项目总投资约 24.27 亿元，建设规模为年产甲醇 85 万吨，该项目已经国家发改委“国发工业[2007]1515 号”核准建设。截至 2009 年底，该项目已投资 2.96 亿元，已完成主要装置的招标工作，正在进行地下管网施工。公司其他在建项目投资规模相对不大，且主要以搬迁改造为主，目前项目进展顺利。

此外，公司计划与德国巴斯夫公司合资建设 40 万吨/年 MDI 一体化项目，是以 MDI 为核心，实行上、中、下游产品链全面配套的大型化工项目。该项目群共建设 17 套装置，总投资额 44 亿美元，其中公司承担约 200 亿元投资，负责建设 40 万吨/年甲醛、40 万吨/年硝酸、25 万吨/年乙炔等 14 套装置建设，公司拟通过投入自有资金、重庆市政府注资、增加银行借款等方式筹措项目建设资金。该项目计划建设期为 2010-2013 年，目前项目相关手续正处审批过程中，若最终获批实施，预计短期内将加大公司的资金压力及债务负担，但从长远发展看，有利于丰富公司产品体系，提升产品附加值，塑造规模优势。

表 9 公司在建、拟建项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	项目 总投资	截至 2009 年底已完成投资	未来三年投资规模			资金来源	
				2010 年	2011 年	2012 年	自有 资金	信贷 资金
1	85 万吨/年甲醇	242700	29555	90000	123145		80926	161774
2	60 万吨/年真空制盐	36683	7409	29274	--	--	11804	24879
合计		279383	36964	119274	123145		92730	186653

资料来源：公司提供

综合以上，联合资信认为，经过前几年的改革改制，公司社会负担有所减轻，并通过加强对下属企业的控制能力，公司整体经营管理水平有较大提高，经营状况明显改善。未来公司仍有较大规模的投资计划，上述项目建成后，

公司产品的产业链将更加完整，整体竞争力有望增强。但同时，由于投资规模较大，公司债务负担将有所加重。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2007 年~2009 年财务报表分别经由重庆铂码会计师事务所有限公司、北京立信会计师事务所有限公司和立信大华会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。

公司自2008年1月1日起执行财政部2006年2月15日颁布的《企业会计准则》（以下简称“新准则”）（财会[2006]3号）及其相关规定，并对要求追溯调整的项目进行了追溯调整，并对可比期间财务报表进行了重新表述。公司2010年3月财务报表未经审计。

截至 2009 年底，公司资产总额 259.77 亿元，所有者权益 89.04 亿元（其中少数股东权益 33.39 亿元）；2009 年公司实现营业收入 161.40 亿元，利润总额 5.81 亿元。

截至 2010 年 3 月底，公司资产总额 289.93 亿元，所有者权益 90.04 亿元（其中少数股东权益 34.32 亿元）；2010 年 1~3 月，公司实现营业收入 47.79 亿元，利润总额 0.46 亿元。

以下分析以 2007 年~2009 年合并财务报表为主。

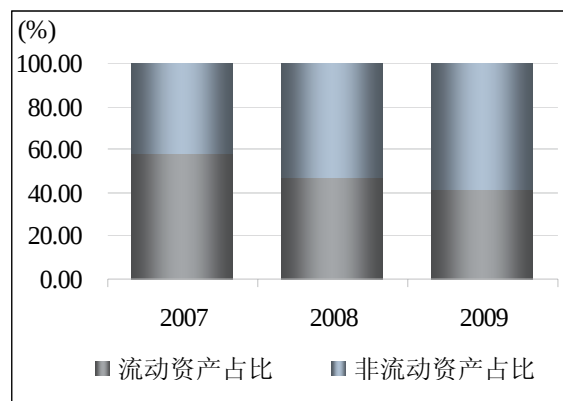
2. 资产质量

2007~2009 年，公司资产总额年均增长 32.64%。截至 2009 年底，公司资产总额 259.77 亿元，其中流动资产占 41.76%，非流动资产占 58.24%。

2007~2009 年，公司流动资产总额年均增长 9.24%。截至 2009 年底，公司流动资产 108.49 亿元，其中货币资金占 34.88%，应收票据占 8.38%，应收账款占 13.80%，预付账款占 11.28%，其他应收款占 10.42%，存货占 20.89%。

截至 2009 年底，公司货币资金为 37.84 亿元，其中银行存款占 80.50%。截至 2009 年底，公司应收票据 9.09 亿元，其中银行承兑汇票占 90.87%，商业承兑汇票占 9.13%。

图 3 公司资产构成



资料来源：公司提供

截至 2009 年底，公司应收账款余额 17.56 亿元，其中采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额为 16.83 亿元，其中 1 年以内占 85.44%，1~3 年占 3.27%，3 年以上占 11.29%。2009 年公司对应收账款计提坏账准备 2.59 亿元，计提比例 14.75%。

截至 2009 年底，公司其他应收款余额 27.02 亿元。其中，采用单项认定法计提坏账准备的其他应收款余额为 14.84 亿元，主要欠款单位为长寿化工总厂、重庆川染化工总厂、青海庆泰信托公司、重庆中药总厂等，由于账龄较长，收回可能性极小，计提坏账准备 13.33 亿元，计提比例达 89.82%；采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款余额为 7.43 亿元，其中 1 年以内占 61.78%，1~3 年占 8.48%，3 年以上占 29.74%，计提坏账准备 1.94 亿元，计提比例 26.11%。整体看，公司采用不同方式对其他应收款计提坏账准备，计提充分。

截至 2009 年底，公司预付账款 12.23 亿元，主要是预付设备采购款和预付工程进度款等。

截至 2009 年底，公司存货余额 23.12 亿元，其中原材料占 25.22%，自制半成品及在产品占 5.06%，库存商品占 67.13%，其他占 2.59%。2009 年，公司对存货计提存货跌价准备 0.45 亿元，计提比例 1.95%。

2007~2009 年，公司非流动资产总额年均增长 65.31%，主要系持有至到期投资、投资性

房地产、固定资产、在建工程及无形资产增加所致。截至 2009 年底，公司非流动资产 151.28 亿元。

截至 2009 年底，公司持有至到期投资 6.72 亿元，主要系公司持有重庆农村商业银行股份有限公司 2009 年次级债券 6.00 亿元。

截至 2009 年底，公司长期股权投资余额为 5.60 亿元，主要是对重庆和邦碱胺实业有限责任公司、重庆药友制药有限公司等联营公司的投资。

截至 2009 年底，公司投资性房地产 18.01 亿元，其中采用公允价值后续计量的投资性房地产为 17.43 亿元，主要系公司及子公司重庆三峡涂料工业（集团）公司持有并准备增值后转让的、位于重庆市主城区（沙坪坝区、渝北区和九龙坡区）的土地使用权，以上土地主要为公司承接已注销子公司土地及子公司搬迁后的闲置土地。

截至 2009 年底，公司固定资产净额 63.57 亿元，较 2008 年大幅增长，主要系重庆紫光化工股份有限公司亚氨基二乙晴工程、建峰集团三聚氰胺项目完工转入固定资产以及重庆天原化工有限公司 8 万吨/年氯碱搬迁工程暂估转固等所致。截至 2009 年底，公司固定资产原值 95.26 亿元，其中房屋、建筑物占 31.99%，机器设备占 64.15%，运输工具占 1.84%，其他占 2.02%。2009 年，公司计提累计折旧合计 30.97 亿元，计提固定资产减值准备 0.72 亿元，固定资产净额 63.57 亿元。

截至 2009 年底，公司在建工程 38.83 亿元，主要是年产 80 万吨尿素项目、天然气制 5 万吨/年甘氨酸项目、MDI 一体化项目等。

截至 2009 年底，公司无形资产 13.38 亿元，主要系土地使用权增加所致。

截至 2010 年 3 月底，公司资产总额 289.93 亿元，其中流动资产占 46.95%，非流动资产占 53.05%，资产构成较 2009 年底变动不大。

综合来看，公司资产构成合理，资产流动性较好，现金类资产充足，流动资产中应收账

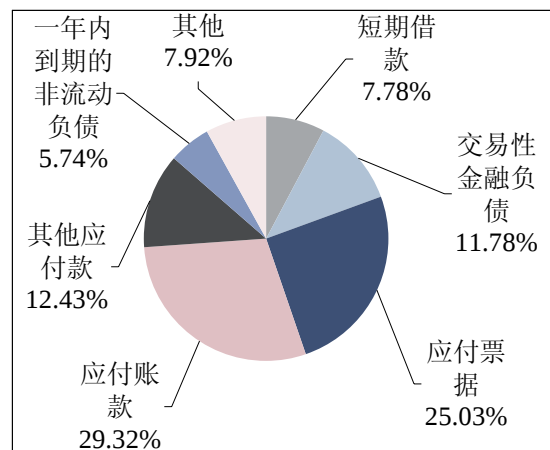
款和存货占比较大，经过前几年的改革改制，公司整体资产质量转好。

3. 所有者权益和负债

2007~2009 年，公司所有者权益年均增长 21.95%。截至 2009 年底，公司所有者权益 89.04 亿元，其中归属于母公司所有者权益 55.66 亿元；少数股东权益 33.39 亿元，同比增加 61.93%，主要为下属上市公司建峰化工于 2009 年 8 月完成定向增发，共募集资金 11.76 亿元。归属于母公司所有者权益构成中，实收资本占 45.39%，资本公积占 53.97%（资本公积较 2008 年略有减少，主要由于长风化工整体改制，调减资本公积 3.99 亿元，调增未分配利润 3.99 亿元，导致未分配利润增加），未分配利润占 0.64%（截至 2009 年底公司未分配利润为 0.22 亿元）。截至 2010 年 3 月底，公司所有者权益 90.04 亿元，其中少数股东权益 34.32 亿元，归属于母公司所有者权益 55.73 亿元；归属于母公司所有者权益构成中，实收资本占 45.33%，资本公积占 53.94%。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

2007~2009 年，公司负债大幅增长，年均增长率达 39.58%。截至 2009 年底，公司负债合计 170.72 亿元，其中流动负债占 44.76%，非流动负债占 55.24%，非流动负债占比明显提高。

图 4 2009 年底公司流动负债构成



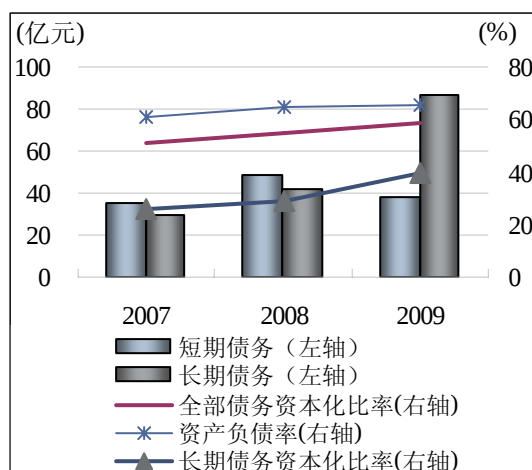
资料来源：公司提供

截至 2009 年底,公司流动负债 76.42 亿元,主要以短期借款、交易性金融负债(公司发行的 2009 年度第一期短期融资券计入该科目,额度 9.00 亿元)、应付票据、应付账款和其他应付款为主。截至 2010 年 3 月底,公司流动负债 82.95 亿元,较 2009 年底增加 6.53 亿元,主要系公司发行 2010 年第一期 9.00 亿元短期融资券(计入交易性金融负债)所致。

截至 2009 年底,公司非流动负债 94.30 亿元,其中长期借款占 92.06%。截至 2010 年 3 月底,公司非流动负债 116.93 亿元,较 2009 年底增长 24.00%,主要系由于在建项目投资导致长期借款(增加 15.36 亿元)和长期应付款增长(增加 2.95 亿元,主要为部分项目搬迁改造获得的中央补贴资金,因项目尚未竣工结算计入应付项目)以及公司发行 4 亿元中期票据(记入其他非流动负债科目)所致。

2007~2009 年,公司债务总额大幅增长,截至 2009 年底为 125.27 亿元,其中短期债务占 30.70%,长期债务占 69.30%。截至 2010 年 3 月底,公司全部债务 149.39 亿元,其中短期债务占 30.78%,长期债务占 69.22%。公司债务结构合理。

图 5 2007~2009 年公司债务情况



资料来源:公司提供

2007~2009 年,由于搬迁改造及项目投资的增加,公司债务负担呈现加重趋势;长期债务占比不断提高,债务结构趋于合理。2009 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 65.72%、58.45%和 49.37%。截至 2010 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 68.94%、63.01%和 54.14%。

总体看,受项目投资影响,公司债务负担呈上升趋势。目前公司在建项目较多,预计未来两年仍将有较大规模的投资支出,债务负担可能持续上升。

4. 盈利能力

2007~2009 年,公司化工制造、医药制造和商贸流通大板块经营稳步增长,三年营业收入分别为 110.06 亿元、142.02 亿元和 161.40 亿元,年均增长 23.32%;公司营业成本年均增长 26.90%,略高于营业收入增长幅度,主要系化工原材料成本大幅上升所致。2007~2009 年,公司营业利润率波动下滑,三年分别为 16.83%、17.27%和 12.85%。

期间费用方面,2007~2009 年,公司期间费用占营业收入比重分别为 13.05%、12.41%和 12.62%,所占比重较高;其中销售费用、管理费用年均增幅相对稳定,分别为 20.35%和 13.00%,但由于债务总额快速增长,财务费用年均增长 64.62%,增加了公司的运营成本。

2009 年,受成本压力上升、上半年销售形势不景气等因素影响,公司全年实现利润总额 5.81 亿元,同比下滑 21.56%。其中,营业利润仅为 1.54 亿元,营业外收入 4.49 亿元(主要为土地使用权转让及政府补贴收入)。公司主业盈利能力显著下降。

从盈利指标来看,2007~2009 年,公司总资产收益率和净资产收益率波动变化,受行业景气下降影响,2009 年公司盈利能力指标均较 2008 年下降,2009 年分别为 4.25%和 5.59%。

2010 年 1~3 月,公司实现营业收入 47.79 亿元,同比增长 28.39%,其中主营业务收入 45.79 亿元;公司营业成本增幅大于营业收入增幅,增长率达 33.85%,由此导致公司营业利润

率下滑至 9.48%。加之公司财务费用较去年同期显著提升,增长率达 36.50%,由此导致公司营业利润仅为 446.83 万元,同比下降 94.35%;公司实现利润总额 0.46 亿元(主要来自土地转让等营业外收入),同比下滑 59.23%。

综合看,公司盈利能力受化工行业波动及原料供应影响较大,2009 年以来,受市场销售低迷和成本压力上升的影响,导致公司盈利能力下降。预计未来随着天然气供应形势的好转及化工行业的稳步复苏,公司盈利能力有望得到恢复。

5. 现金流

从经营活动来看,2007~2009 年,公司销售商品、接受劳务收到的现金年均增长 27.46%,2009 年为 174.38 亿元;公司现金收入比有所波动,2009 年为 108.04%,收入实现质量较前两年略有提高;2007~2009 年,公司经营活动现金流入量分别为 123.94 亿元、148.27 亿元和 182.60 亿元;2007~2009 年,公司经营活动现金流出主要是购买商品、接受劳务支付的现金以及支付的其他与经营活动有关的现金(收到与支付其他与经营活动有关的现金主要是下属子公司的往来款);公司经营活动产生的现金流量净额有所增长,三年分别为 9.07 亿元、12.58 亿元和 13.24 亿元。总体看,公司经营活动获取现金能力较强。

从投资活动来看,2007~2009 年公司投资活动产生的现金流入大幅增长,2009 年为 4.97 亿元,其中处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金为 3.75 亿元,主要系 2009 年公司转让部分土地使用权所致;公司投资活动现金流出主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支出的现金,由于近年公司项目投资规模持续上升,投资活动产生的现金流量净额均为负值,2009 年为-40.37 亿元。

2007~2009 年,公司筹资活动前现金流量净额分别为-18.91 亿元、-24.38 亿元和-27.13 亿元,公司经营活动产生的现金流不能满足公司

投资需求。

从筹资活动来看,2007~2009 年,公司筹资活动现金流入量年均增长 21.66%,2009 年为 81.66 亿元,主要系吸收投资收到的现金(2009 年吸收投资所收到的现金主要为建峰集团增发获得)和借款收到的现金增加所致;公司筹资活动流出主要是偿还债务所支付的现金和一定的股利和银行利息支出;2007~2009 年,公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 21.42 亿元、29.02 和 30.98 亿元。

2007~2009 年,公司现金及现金等价物净增加额分别为 2.50 亿元、4.63 亿元和 3.85 亿元。

2010 年 1~3 月,公司销售商品、提供劳务收到的现金 46.35 亿元,但由于盈利能力下滑,同期经营活动产生的现金流量净额为 1.07 亿元,同比下滑 69.44%;投资活动产生的现金流量净额为-7.93 亿元,筹资活动产生的现金流量净额为 15.50 亿元。

总体看,公司经营活动现金流入量逐年增长,且获取现金能力较强,但公司资本支出规模上升较快,对外筹资压力较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2007~2009 年,公司流动比率、速动比率先降后升,2009 年分别为 141.96%和 112.31%,主要系 2009 年公司调整债务结构,降低短期债务占比所致;公司经营现金流流动负债比分别为 14.44%、14.51%和 17.32%,经营活动现金流对短期债务保护能力一般。2010 年 3 月底,公司流动比率和速动比率分别为 164.08%和 133.33%。总体看,公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看,2007~2009 年,公司 EBITDA 分别为 9.77 亿元、17.36 亿元和 15.35 亿元;EBITDA 利息倍数分别为 6.45 倍、4.68 倍和 3.72 倍,全部债务/EBITDA 分别为 6.68 倍、5.24 倍和 8.16 倍。受近年债务负担上升影响,公司整体偿债能力呈下滑态势,但未来随着新建项目投产及搬迁改造工作的完成,

公司整体偿债能力有望改善。

截至 2010 年 3 月底，公司对外担保余额 15.93 亿元，担保比率 17.69%，其中 15 亿元担保对象为重庆市能源投资集团公司（下称“重庆能源”，2009 年该公司发行 15 亿元企业债券，公司提供了全额不可撤销连带责任保证担保）。截至 2009 年底，重庆能源（经审计）资产总额 341.12 亿元，所有者权益 142.25 亿元，2009 年实现营业收入 129.80 亿元，利润总额 3.51 亿元，经营状况良好。其余 0.93 亿元担保对象为重庆化医大塚化学有限公司（以下简称“化医大塚”公司参股 44%），目前该公司已从建设期转为正常生产经营阶段。整体看，公司或有债务风险低。

截至 2010 年 3 月底，公司共获得银行授信 202 亿元，其中已使用 126 亿元，未使用 76 亿元，公司间接融资渠道畅通。

八、本期中票偿还能力分析

1. 本期中期票据偿还能力分析

本期中票发行额度 6 亿元，占公司 2010 年 3 月底总债务的 3.91%，对公司债务结构影响不大。

截至 2010 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 68.94% 和 63.01%，以公司 2010 年 3 月底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中票发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别小幅上升至 69.57% 和 63.90%，公司债务负担略有上升。

2007 年～2009 年，公司实现 EBITDA 分别为本期中票发行额度的 1.63 倍、2.89 倍和 2.56 倍，EBITDA 对本期中票偿还保障能力较高。

2009 年，公司经营活动现金流入量为 169.37 亿元，经营活动产生的现金流量净额 13.24 亿元，分别为本期 6 亿元中期票据发行额度的 30.23 倍和 2.21 倍，公司经营活动现金流入量对本期中票的覆盖程度高。

总体看，公司 EBITDA 及经营活动现金流对

本期中票覆盖程度较好。

2. 债权保护条款分析

中债增进为本期中期票据品种二（发行额度为 3 亿元）提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保

中债增进成立于 2009 年 9 月 21 日，是国内首家专业债券信用增进机构，接受中国人民银行监管，由中国银行间市场交易商协会联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立，注册资本 60 亿元。其中，中国石油天然气集团公司、国网资产管理有限公司、中国中化股份有限公司、北京国有资本经营管理中心、首钢总公司、北京万行中兴实业投资有限公司各持 16.5% 股份，中国银行间市场交易商协会持 1% 股份，中债增进的股东背景和资本实力强大。

中债增进内设业务营运部、资金部、风险管理部、计划财务部和综合部共五个部门。经营范围包括：投资及融资的信用增进；信用增进的评审、培训、策划、咨询服务；信用产品发行和交易；金融资产投资；投资及投资相关的策划、咨询；资产受托管理；经济信息咨询；人员培训；与信用增进有关的新技术、新产品的开发、授权使用及转让；组织、主办会议及交流活动；以及其他法律法规不禁止的行为或活动。

成立以来，中债增进明确了市场定位与发展战略，初步形成了内控与风险管理架构，制定了比较稳健的业务和资金管理办法，高管人员具备较高的专业素质。然而，目前公司人员尚未全部到位，法人治理结构和制度体系尚未健全，盈利模式和定价方法正在制定和完善过程中，未来业务运营、投资状况以及风险管理能力也有待观察。

中债增进制订了资金、资产及预算管理办法，会计核算方法将采用 2006 年出台的《企业会计准则》，但准备金计提等具体的会计政策正在研究过程中。

中债增进提供了 2009 年度及 2010 年 1 季

度财务报表。中债增进 2009 年度财务报表的会计期间为 2009 年 8 月 13 日（公司注册登记日）~2009 年 12 月 31 日，该报表经信永中和会计师事务所审计并出具标准无保留意见的审计报告。中债增进 2010 年 1 季度财务报表未经审计。

截至 2009 年底，中债增进资产总额 607727.79 万元，负债总额 5293.82 万元，所有者权益 602433.97 万元。2009 年 8 月 13 日~2009 年 12 月 31 日，中债增进实现营业收入（增进业务收入）85.00 万元，利息收入 2103.90 万元，投资收益 1836.96 万元；利润总额 3085.05 万元，净利润 2309.25 万元。

截至 2010 年 3 月底，中债增进资产总额 625446.58 万元，负债总额 16445.84 万元，所有者权益 609000.74 万元。2010 年 1 月~3 月，中债增进增信业务收入增长较快，盈利能力逐步显现，实现营业收入 1499.17 万元，利息收入 1351.94 万元，投资收益 1924.69 万元；利润总额 3682.39 万元，净利润 2761.79 万元；年化净资产收益率及年化资产收益率分别为 1.82% 和 1.79%，均较年初提高约 0.8 个百分点。

经联合资信评估有限公司评定，中债增进主体长期信用等级为 AAA，该评级结论反映了中债增进的综合代偿能力极强。

中债增进主体长期信用评级报告见附件。

总体看，公司现金类资产、经营活动产生的现金流入量对本期中票的保障能力较强。本期中票中品种二由中债增进提供担保，进一步提升了该品种偿付的安全性。总体看，本期中票品种一到期不能偿付的风险很低；品种二到期不能偿付的风险极低。

九、综合评价

公司主要业务涉及化工、医药制造和医药商贸行业。随着中国经济持续发展，国内石油石化行业需求持续增长、获利能力较强，医药行业明显回暖，医药商贸产业亟待整合，公司外部发展环境良好。

公司业务规模不断扩大，主要化工产品市场占有率高；公司已基本建立了适应市场经济规律和现代企业制度要求的管理体制，提高了管理效率，降低了管理风险。

目前，公司资产质量良好，流动性强；主营业务收入稳步增长；但公司在建项目较多，债务负担持续上升，成本压力加大。

本期中票分为两个品种发行，其中品种一为无担保中期票据，品种二由中债增进提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，进一步提升了该品种本息偿付的安全性。

总体看，本期中票品种一到期不能偿付的风险很低；品种二到期不能偿付的风险极低。

附件 1-1 2007~2010 年 3 月合并资产负债表（资产类）

（单位：万元）

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 3 月底
流动资产：				
货币资金	272716.09	319371.53	378400.54	468584.35
交易性金融资产		97.28	3764.47	3764.47
短期投资	1855.31			
应收票据	54567.44	82206.32	90879.51	131897.40
应收账款	149779.71	152259.45	149744.41	226915.35
预付款项	78825.73	167844.28	122345.74	120666.79
应收股利			0.00	98.82
应收利息			0.00	888.88
其他应收款	208653.69	74375.81	113037.13	153093.91
存货	147812.91	194662.72	226621.74	255084.57
一年内到期的非流动资产			0.00	0.00
其他流动资产	1527.07	146.20	83.08	78.72
流动资产合计	915737.95	990963.60	1084876.62	1361073.25
非流动资产：				
可供出售金融资产		212.98	362.09	362.09
持有至到期投资		200.00	67200.00	67500.00
长期股权投资	2256.30			
长期应收款				
长期股权投资	54255.81	52121.02	56016.70	63581.65
股权分置流通权	9698.77			
投资性房地产		179393.51	180055.89	179980.31
固定资产净额	289851.49	470761.36	635699.60	634138.45
在建工程	222480.48	237125.06	388316.36	413913.63
工程物资	8501.28	18012.15	20415.11	22610.08
固定资产清理		241.18	431.06	302.49
生产性生物资产			18.11	30.45
无形资产	39939.52	106456.29	133750.97	134021.05
开发支出		30.00		0.00
商誉		1524.26	1524.26	1524.26
合并价差	10178.74		0.00	
长期待摊费用（递延资产）	2034.56	3109.27	2670.49	3040.26
递延所得税资产	185.92	5542.16	7067.16	7028.57
递延税款借项				
其他非流动资产	16563.54	25649.47	19259.28	10145.85
非流动资产合计	655946.41	1100378.72	1512787.08	1538179.12
资产总计	1571684.36	2091342.32	2597663.69	2899252.37

附件 1-2 2007~2010 年 3 月合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：万元）

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 3 月底
流动负债：				
短期借款	210522.83	226248.24	59451.63	63836.66
交易性金融负债			90000.00	180000.00
应付票据	127611.24	128338.65	191285.07	201678.71
应付账款	179204.07	201402.64	224053.32	274059.58
预收款项	22808.42	34114.75	30110.20	34682.66
应付职工薪酬	13344.71	24720.69	29220.27	27091.09
应交税费	10539.80	19768.17	-1543.96	-9049.66
应付利息	4.96	2369.59	1931.66	2754.76
应付股利（应付利润）	543.64	655.06		1376.12
其他应付款	47576.13	97568.70	94977.75	24479.92
一年内到期的非流动负债	13313.42	41303.07	43838.39	26718.30
其他流动负债	2857.28	90306.75	869.18	1901.91
流动负债合计	628326.50	866796.32	764193.51	829530.06
非流动负债：				
长期借款	298680.39	423260.31	868139.16	1021702.72
应付债券			0.00	0.00
长期应付款	2556.07	5485.11	5116.16	34629.04
专项应付款	20115.45	31886.06	37804.56	40198.18
预计负债			4578.00	5337.00
递延所得税负债			18877.39	18877.39
其他非流动负债	3249.20	3805.62	8518.67	48573.78
其中：特准储备基金	3229.20	3220.62		
非流动负债合计	324601.10	484231.76	943033.93	1169318.11
负债合计	952927.60	1351028.08	1707227.44	1998848.17
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（股本）	193979.48	252333.96	252620.39	252620.39
资本公积	443258.39	335968.42	300363.46	300627.04
减：库存股				0.00
盈余公积				0.00
专项储备				1808.12
未确认的投资损失	-12069.98			
未分配利润	-138296.15	-55085.39	2161.83	2195.14
归属于母公司所有者权益合计	486871.74	533216.98	556584.96	557250.69
少数股东权益	131885.02	207097.25	333851.29	343153.52
所有者权益合计	618756.76	740314.24	890436.25	900404.20
负债和所有者权益总计	1571684.36	2091342.32	2597663.69	2899252.37

附件 2 2007~2010 年 1-3 月合并利润及利润分配表

(单位: 万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-3 月
一、营业收入	1100601.74	1420210.91	1613984.02	477932.94
其中: 主营业务收入	1089793.54	1394634.14	1556352.34	457920.34
其他业务收入	10808.20	25576.77	57631.68	20012.60
减: 营业成本	911635.13	1169217.68	1402035.75	431546.44
其中: 主营业务成本	904683.47	1151536.28	1356983.81	413659.42
其他业务成本	6951.66	17681.40	45051.94	17887.03
营业税金及附加	3754.14	5659.62	4499.44	1062.26
销售费用	37795.76	48023.81	53177.24	10574.25
管理费用	89244.26	98196.05	112452.94	24974.02
财务费用	16628.24	30059.15	38119.11	10086.69
其中: 利息支出	15155.17	37095.03	41297.25	14245.08
利息收入	7491.90	4782.53	7498.31	2689.27
汇兑净损失	1694.51	-3006.76	534.00	-1469.12
资产减值损失	133.01	7062.31	-8424.42	-18.27
加: 公允价值变动收益		-3487.02	1694.45	0.00
投资收益	1527.69	6847.83	1535.04	739.29
二、营业利润	42938.90	65353.11	15353.47	446.84
加: 营业外收入	6728.17	14472.29	44910.53	4450.95
其中: 非流动资产处置利得	736.86	1540.07	21323.47	
非货币性资产交换利得(非货币性交易收益)		333.48		
政府补助(补贴收入)	4512.61	9726.39	19159.30	
债务重组利得	0	675.20	1999.20	
减: 营业外支出	1930.39	4286.70	2164.30	312.66
其中: 非流动资产处置损失	629.63	1948.46	497.89	0.99
非货币性资产交换损失(非货币性交易损失)		0.93		
债务重组损失	23.51		23.72	
三、利润总额	47736.68	75538.69	58099.70	4585.13
减: 所得税费用	7021.38	11616.91	8329.24	1719.72
加: 未确认的投资损失	-343.27			
四、净利润	40372.03	63921.78	49770.47	2865.40
减: 少数股东损益	26566.58	47813.88	30322.81	2463.26
五、归属于母公司所有者的净利润	13805.45	16107.90	19447.65	402.14

附件 3 2007~2010 年 1-3 月合并现金流量表

(单位: 万元)

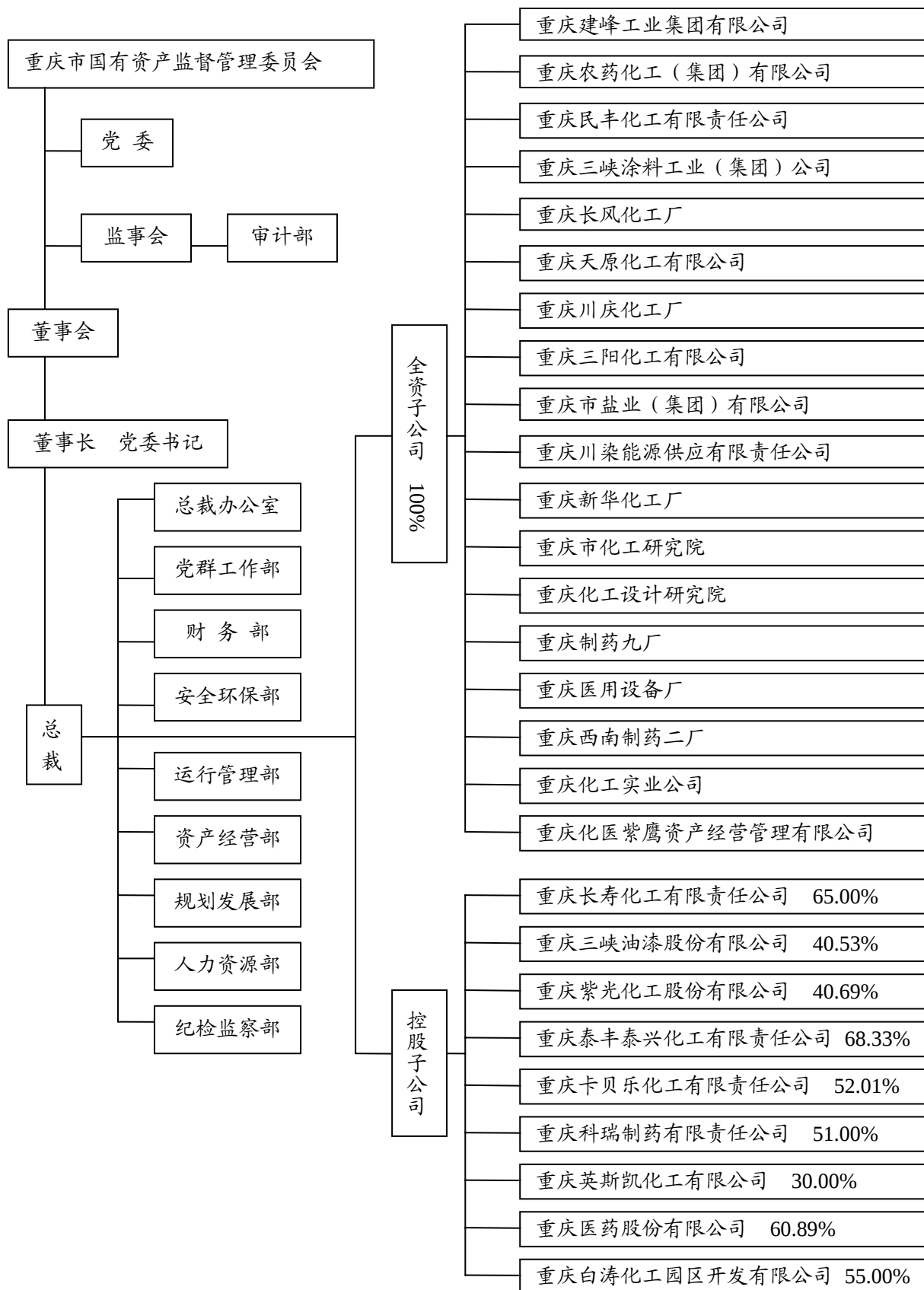
项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-3 月
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	1125660.13	1425102.99	1743762.60	463529.80
收到的税费返还	5223.15	10668.29	13656.99	412.18
收到其他与经营活动有关的现金	108518.09	46967.07	68620.73	13883.17
经营活动现金流入小计	1239401.37	1482738.35	1826040.32	477825.15
购买商品、接受劳务支付的现金	902469.98	1137015.45	1431049.29	403237.42
支付给职工以及为职工支付的现金	78639.57	109762.54	116057.86	32964.51
支付的各项税费	42513.79	67568.11	62033.54	15542.50
支付其他与经营活动有关的现金	125076.90	42631.13	84543.73	15380.23
经营活动现金流出小计	1148700.25	1356977.23	1693684.42	467124.66
经营活动产生的现金流量净额	90701.12	125761.12	132355.90	10700.49
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资收到的现金	18734.00	673.4	4925.09	0.00
取得投资收益收到的现金	2359.93	3216.09	1462.61	135.68
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1144.45	1394.49	37535.09	679.22
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额		2988.08	0.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	78152.09	15108.72	5761.90	383.56
投资活动现金流入小计	100390.46	23380.78	49684.69	1198.46
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	187052.50	377341.04	330333.66	70544.94
投资支付的现金	2661.71	2188.53	73012.42	9303.01
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	265.00		0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	190238.43	13420.87	49988.99	660.76
投资活动现金流出小计	380217.64	392950.44	453335.07	80508.71
投资活动产生的现金流量净额	-279827.17	-369569.66	-403650.38	-79310.25
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资收到的现金	15490.43	66353.79	104024.94	6780.00
取得借款收到的现金	512685.02	597681.25	706737.02	272857.04
收到其他与筹资活动有关的现金	41623.29	22596.07	5841.34	41364.61
筹资活动现金流入小计	569798.75	686631.12	816603.30	321001.65
偿还债务支付的现金	289343.52	333627.90	430712.88	62078.99
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	29981.68	50494.13	68121.70	14802.22
支付其他与筹资活动有关的现金	36314.64	12288.40	7929.95	89089.29
筹资活动现金流出小计	355639.84	396410.43	506764.53	165970.50
筹资活动产生的现金流量净额	214158.91	290220.69	309838.77	155031.15
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-0.26	-90.30	-1.66	-0.36
五、现金及现金等价物净增加额	25032.60	46321.85	38542.62	86421.03
加: 期初现金及现金等价物余额	245019.93	230540.47	276862.32	315404.94
六、期末现金及现金等价物余额	270052.53	276862.32	315404.94	401825.97

附件 4 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	6.17	6.47	6.79	--
存货周转次数(次)	6.76	6.83	6.66	--
总资产周转次数(次)	0.77	0.78	0.69	--
现金收入比(%)	102.28	100.34	108.04	101.22
盈利能力				
营业利润率(%)	16.83	17.27	12.85	9.48
总资本收益率(%)	4.37	6.12	4.25	--
净资产收益率(%)	6.52	8.63	5.59	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	32.56	36.38	49.37	54.14
全部债务资本化比率(%)	51.35	55.13	58.45	63.01
资产负债率(%)	60.63	64.60	65.72	68.94
偿债能力				
流动比率(%)	145.76	114.32	141.96	164.08
速动比率(%)	122.22	91.87	112.31	133.33
经营现金流动负债比(%)	14.44	14.51	17.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.45	4.68	3.72	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.68	5.24	8.16	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.29	-0.07	-0.22	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-12.48	-6.57	-6.57	--
本期中期票据偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.63	2.89	2.56	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	20.66	24.71	30.43	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.51	2.09	2.21	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-3.15	-4.07	-4.52	--

公司自 2008 年开始执行新会计准则，2007 年财务数据为追溯调整数，2010 年 3 月财务数据未经审计。

附件 5 重庆化医控股（集团）公司企业名单



附件 6 主要计算指标公式

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 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 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
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 × 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%
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 / 利息支出
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期中期票据到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额 / 本期中期票据到期偿还额

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 + 一年内到期的长期负债 + 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
 筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额
 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 7 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 重庆化医控股（集团）公司 2010 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

重庆化医控股（集团）公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司及担保方的相关资料）。重庆化医控股（集团）公司或者担保方如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，重庆化医控股（集团）公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注重庆化医控股（集团）公司和担保方的经营管理状况及相关信息，如发现重庆化医控股（集团）公司或担保方出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期中期票据的信用等级。

如重庆化医控股（集团）公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信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，直至重庆化医控股（集团）公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如重庆化医控股（集团）公司主体长期信用等级或本期中期票据信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送重庆化医控股（集团）公司、主管部门、交易机构等。



中债信用增进投资股份有限公司 2009 年信用评级分析报告

评级结果

主体信用等级: AAA

评级时间

2009 年 10 月 20 日

主要数据

项 目	2009 年 9 月
资产总额(万元)	600278.78
负债总额(万元)	22.23
所有者权益(万元)	600256.55
利润总额(万元)	256.55

分析师

蒋建国

Tel: 010-85679696-8812

E-mail: jiangjg@lianheratings.com.cn

韩 夷

Tel: 010-85679696-8896

E-mail: hanyi@lianheratings.com.cn

田 兵

Tel: 010-85679696-8821

E-mail: tianbing@lianheratings.com.cn

地址

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸广场 D 座 7 层 (100022)

Fax: 010-85679228

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“公司”)由中国银行间市场交易商协会联合 6 家实力雄厚的国有企业股东共同发起设立,是国内首家专业债券信用增进机构,其市场定位是成为完善我国债券市场基础设施建设、引领我国信用增进行业发展的支柱企业。基于公司强大的股东背景和资本实力、良好的业务发展前景、高管层较高的专业素质等因素,联合资信评估有限公司评定中债信用增进投资股份有限公司主体信用等级为 AAA,该评级结论反映了公司的综合代偿能力极强。

优势

- 公司拥有强大的股东背景,这有助于公司在业务运营过程中得到股东的支持;公司的资本实力较强,并且股东有能力和意愿在需要时增加公司资本;
- 公司作为国内首家专业债券信用增进机构,且成立初期以提供中小企业直接融资增信服务为主营业务,得到政府政策支持的可能性较大;
- 公司高管层的专业素质高,这有助于公司在运营初期即具备较高的专业化运作水平。

关注

- 公司刚刚成立,人员未全部到位,盈利模式、定价方法和制度体系正在制定和完善过程中,业务运营、投资状况和风险管理水平有待观察;
- 目前,我国尚未出台有关金融担保机构设立和监管的法律法规,金融担保业务中潜在风险的控制有待完善。

一、公司概况

中债信用增进投资股份有限公司成立于2009年9月21日，是国内首家专业债券信用增进机构，接受中国人民银行监管，由中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）联合6家银行间市场成员单位共同发起设立，注册资本60亿元，公司股东及持股情况见表1。

表1 公司股东及持股情况表 单位：亿元/%

股 东	出资金额	持股比例
中国石油天然气集团公司	9.9	16.5
国网资产管理有限公司	9.9	16.5
中国中化股份有限公司	9.9	16.5
北京国有资本经营管理中心	9.9	16.5
首钢总公司	9.9	16.5
北京万行中兴实业投资有限公司	9.9	16.5
中国银行间市场交易商协会	0.6	1
合 计	60	100

公司经营范围：投资及融资的信用增进；信用增进的评审、培训、策划、咨询服务；信用产品发行和交易；金融资产投资；投资及投资相关的策划、咨询；资产受托管理；经济信息咨询；人员培训；与信用增进有关的新技术、新产品的开发、授权使用及转让；组织、主办会议及交流活动；以及其他法律法规不禁止的行为或活动。公司经营范围以公司登记机关核定为准。

公司内设业务营运部、资金部、风险管理部、计划财务部、综合部五个部门。

联系地址：北京市西城区金融街甲9号

法定代表人：时文朝

二、运营环境

（一）担保行业发展概况

随着市场经济发展，中小企业在国民经济中的地位日益重要，但因其信用水平低，在发展中存在着融资难的问题，在此背景下，我国专业信用担保机构应运而生。从1993年至今，

在政府的推动和引导下，以政策性担保机构为主导，以商业性、互助性担保机构为补充的中小企业信用担保体系迅速发展。目前，国内已有各类担保机构近5000家。随着市场对担保服务需求不断多元化，信用担保领域日益广泛，担保品种不断增加。目前，担保机构经营的业务品种主要包括中小企业贷款担保、住房置业担保、贸易履约保证、财产保全担保、工程建设保证等；个别担保机构的业务也涉足金融担保业务。

2007年10月，中国银监会发布《关于有效防范企业债担保风险的意见》，要求各银行自该意见发布之日起一律停止对以项目债券为主的企业债券进行担保，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行担保，这使得提供资本市场外部信用增级服务的主体由银行转移至其他机构或担保公司。

近年来，我国债券市场规模呈现较快增长，截至2009年6月末，我国债券市场的债券余额为16.11万亿元，同比增长15%左右。其中，政府债券、央行票据、金融债、非金融企业债务融资工具分别占33.93%、25.82%、27.56%和12.49%。涵盖企业债、中期票据、短期融资券、公司债和可转债等品种的非金融企业债务融资市场处于快速的发展轨道，在债券总额中的占比不断上升，体现出非金融企业通过债券市场融资的需求十分强劲。非金融企业债务融资工具发行主体的信用等级呈现多元化，AA级以下的发行主体数量逐步增加；另一方面，债券的增信方式呈多样化趋势，担保公司、母公司或第三方担保、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，增信成为低信用等级发行主体进行直接融资的重要途径，这为金融担保公司的发展奠定了一定基础。

目前国内专业担保机构普遍存在业务规模小、资本实力弱、信息披露不规范、信用等级不高问题，其主要业务是为中小企业间接融资提供担保服务，能够为企业债券（证券）等

金融产品提供信用增级服务的担保机构数量不多。而涉足金融担保业务的担保机构也存在业务集中度较高、专业化服务能力不足等问题，中小企业直接债务融资仍面临较大的难度。债券等资本市场金融产品具有规模大、期限长等特点，要求为这些产品提供信用增级服务的担保公司必须具有很强的资本实力和出色的风险管理能力。

2009年9月，中债信用增进投资股份有限公司在北京成立，这标志着我国首家专业债券信用增进机构的诞生，对于发展直接融资市场，完善信用风险分担机制，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。

（二）政策与监管

我国现有担保机构主要是为中小企业提供融资担保服务。目前，国内担保机构由当地的中小企业管理部门和财政部门进行行业监管，并由中小企业管理部门进行资本经营评价与考核。为引导、扶持和规范担保机构的发展，自1999年6月国家经贸委发布《关于建立中小企业信用担保体系试点的指导意见》以来，国家相关部门已相继出台了一系列的法律规定，如《关于建立中小企业信用担保体系试点的指导意见》、《关于鼓励和促进中小企业发展的若干政策意见》、《财政部关于印发〈中小企业融资担保机构风险管理暂行办法〉的通知》、《中小企业促进法》、《关于加强地方财政部门对中小企业信用担保机构财务管理和政策支持若干问题的通知》、《担保企业会计核算办法》等。

2009年2月9日，国务院办公厅发布《进一步明确融资性担保业务监管职责的通知》（下称《通知》），《通知》中明确要求建立融资性担保业务监管部际联席会议，加强对融资性担保业务的管理，制定相关的管理监督制度，并提出了“谁审批设立、谁监督管理”的原则，确定地方相应的监管职责。可以看出，未来一段时间，随着担保行业监管细则的陆续出台，我国担保公司行业发展将进一步规范化、监管力

度进一步提高。

现阶段，我国尚未出台有关金融担保机构设立和监管的法律法规，金融担保业务中潜在风险的控制有待完善。

三、竞争力分析

● 股权结构及公司治理

公司注册资本60亿元，均为货币资金。股东由交易商协会及6家有实力且市场形象较好的银行间市场成员组成。强大的股东背景使公司在业务开展、资本补充及风险防御等方面得到股东支持的可能性较大。

按照公司法及其他相关要求，公司初步搭建了由股东会、董事会和监事会组成的公司治理架构。股东会是公司最高权力机构，由全体股东组成，股东会每年召开1次会议，由董事会依法召集。

根据公司章程，董事会由9名董事组成。其中，交易商协会提名2名董事候选人，其余6家股东各提名1名董事候选人，经由股东会选举产生该8名董事；另设1名职工董事，由职工通过民主选举产生。董事会设董事长1人，由交易商协会提名，经全体董事选举产生。董事会每年至少召开2次会议，负责公司重大事项的决策。公司尚未执行独立董事制度，董事会成员多具有大型企业相关管理经验，这将有助于董事会进行科学决策。

公司监事会由3名监事组成，包括2名股东监事和1名职工监事，股东监事由股东大会选举产生，职工监事由职工选举产生。监事会主席由全体监事选举产生。监事可以列席董事会会议，公司董事、高级管理人员不得兼任监事。监事会行使对公司财务进行检查、对董事及高级管理人员执行公务的行为进行监督等职权。监事会每6个月至少召开1次会议。公司尚未执行独立监事制度。

公司实行董事会领导下的总裁负责制，设总裁1名，由董事会聘任或解聘，行使主持公

公司的日常经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投融资方案等由董事会授予的各项职权，并接受董事会的指导和监事会的监督。公司高管层设有风险总监、财务总监、投资总监、营运总监和首席法律顾问各 1 名，由总裁提名、经董事会通过后任命，分别承担相应的管理职能。公司注重组建高水平的专业团队，各总监及首席法律顾问分别由拥有多年相关领域从业经验、并曾取得良好业绩的专业人士担任，这将有助于确保公司具备较高的专业化运营水平。随着运营的逐步开展，公司的治理架构有望持续规范，但董、监事会及管理层的实际运行情况尚待观察。

● 组织架构及内部控制

公司聘请外部专业咨询机构对公司内部部门设置、岗位设置及人员配置情况进行了规划。根据业务及职能的不同，公司设立了业务营运部、资金部、风险管理部、计划财务部、综合部等五个部门。其中，业务营运部主要负责公司市场营销、前台业务操作与产品推广、客户关系维护等方面的工作；资金部负责投资、交易及市场融资管理；风险管理部负责全面风险管理，是公司风险管理政策、制度和流程的具体拟定和执行机构；计划财务部主要负责公司财务核算和资产负债管理工作；综合部负责承办公司股东会、董事会、监事会、总裁办公会等各种会议，承担公司日常运转、人力资源管理等服务保障工作。目前公司高管层人员已经全部到位，但多数部门员工尚未完全到岗，部分专业人员由股东单位暂时借调，人力资源缺口较大。公司重视人才发展战略，计划通过社会招聘、校园招聘等多种方式为公司培养和储备人才。公司各部门已逐步开始正常运作。

目前公司的内控体系初具雏形。公司出台了全面风险管理政策，制定了针对业务种类细化的管理办法，如增信业务管理办法、投资管理办法等；并规定了涉及资金、经费、人力资源、薪酬、印章、预算等方面的内控制度。公司风险管理部负责统一管理公司运营过程中所

面临的信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险和集中度风险。

随着未来业务的发展，公司内部管理架构需逐步完善，专业化的人才队伍建设亟需加强，内审及稽核体系尚待逐步建立。

● 战略规划

公司的市场定位是成为完善我国债券市场基础设施建设、引领我国信用增进行业发展的支柱企业。根据公司的战略规划，公司在业务发展初期主要为优质中小企业及部分低信用级别的大型企业债务融资工具发行提供信用增进服务；随着债券市场发展及公司内部风险控制机制的完善，公司将通过适当扩大增进服务范围、创新信用增进手段等方式扩大服务范围，逐步实现多方式全方位提供债券信用增进业务的经营目标。

总体看，公司资本实力雄厚，高管人员具备较高专业水平，且在业务开展、资本补充及风险抵御等方面获得股东支持的可能性较大；公司短期战略规划清晰，客户定位明确，以上因素都将有助于公司未来业务的发展。然而，目前公司在公司治理、人力资源配置等方面仍面临较大的提升空间，中长期发展规划尚需在实践过程中进一步明确，内控水平尚待接受实践检验。

四、风险管理分析

公司刚刚成立，盈利模式和定价方法正在制定和完善过程中，未来业务运营情况尚待观察。公司从国有商业银行聘请了风险管理方面的专家，借鉴国内外同业经验，正在着手进行风险管理体系的设计，目前各项制度正在逐步完善过程中，风险管理团队将不断充实。公司制定了涵盖信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险和集中度风险的全面风险管理政策，初步搭建了风险管理的组织架构。公司董事会承担风险管理的最终责任，监事会负责监督董事会和高管层在风险管理方面的履职情况，高

管层负责制定和审查公司风险管理政策和程序，建立风险管理的组织结构和信息系统，风险管理部向风险总监报告工作，负责对各类风险实施管理，制订相应的制度，明确相关部门的风险管理职责和业务流程。

公司确定了较为稳健的风险偏好，并分别设定了增信业务和资金业务的风险偏好指标，总的原则是积极规避增信业务的高违约风险，实施稳健的资金投资策略，通过专业风险管理系统和专家决策，形成符合公司风险收益控制政策的产品组合，实现风险分散化管理，保证公司稳定运营并保持良好的盈利能力。

对于增信业务，公司规定单一客户的信用风险集中度不高于 15%，增信杠杆率不高于 10 倍。公司的目标客户信用评级标准为 BBB 以上。公司将优先考虑高新技术企业、环保节能企业以及属于国家鼓励支持行业的中小企业，并限制单一行业的风险集中度。

公司制订了增信业务管理办法，规定了业务受理、调查、审批、合同签订、增信后管理和档案管理等流程的操作方法。客户经理受理业务申请后，就客户准入条件、申请材料 and 风险缓释措施进行初步审查。符合初审条件的项目，由客户经理和风险部门评价审核人员共同进行现场调查，分别出具意见。公司实行有权审批人会议审批制度，每次审批会议至少由随机产生的 5 名审批人参加，其中审批牵头人一名，项目通过需经审批牵头人同意并有超过 2/3 全部参会的审批人同意，公司总裁和风险总监有权否决审批同意的项目增信业务。客户经理至少按月度实地或非实地对客户进行跟踪检查，至少每季度实地检查一次，并依照信贷业务五级分类原则实施业务风险初分类，风险管理部对分类结果进行认定。公司将从客户、行业和资产组合三个层次实施项目监控，分散业务风险。公司正在制订客户评级打分卡制度，未来 1 至 2 年内将形成涵盖客户评级和债项评级的内部评级体系、风险定价体系和跟踪监测体系。

公司制定了资金管理办法和投资管理办法，就相关岗位职责、授权管理、操作流程作出了规定。公司可用资金的约 50%将配置于银行存款和低风险理财产品，另外 50%进行投资，投资品种将主要集中于 AAA 级大型国有企业债券，此外也包括国债和央票。公司不投资股票及其衍生品，近期也不会实施股权投资。公司就投资组合设定了一系列指标，如投资组合风险价值占比、潜在损失率等指标，以控制投资风险。

总体看，公司确立了较为稳健的风险偏好，初步搭建了风险管理框架，而相关制度流程的完善和专业人员的到位需要一段时间，各项风险管理制度能否满足实际需要及其执行情况仍有待观察。

五、财务分析

公司制订了资金、资产及预算管理办法，会计核算方法将采用 2006 年出台的《企业会计准则》，但准备金计提等具体的会计政策正在研究过程中。

公司提供了 2009 年 9 月末的资产负债表、现金流量表和利润表，以上报表未经审计。截至 2009 年 9 月末，公司资产总额 600278.78 万元，其中货币资金 450275.45 万元，主要为银行存款，短期投资 150000 万元，是低风险银行理财产品；负债总额 22.23 万元；所有者权益 600256.55 万元，其中注册资本金 600000 万元，全部为货币资金。2009 年 9 月，公司实现利润总额 256.55 万元，主要是来自于银行利息收入。

总体看，公司拥有强大的股东背景和资本实力，明确了市场定位与发展战略，初步形成了内控与风险管理架构，制定了比较稳健的业务和资金管理办法。公司人员尚未全部到位，法人治理结构和制度体系尚未健全，未来业务运营、投资状况以及风险管理能力也有待观察。

综合上述因素，联合资信评估有限公司评

定中债信用增进投资股份有限公司主体信用等级为 AAA, 该评级结论反映了公司的综合代偿能力极强。

附录 1 2009 年 9 月末资产负债表

(单位: 人民币万元)

资 产	2009.9.30	负债及所有者权益	2009.9.30
流动资产:		流动负债:	
货币资金	450275.45	短期借款	
短期投资	150000.00	应付票据	
应收票据		应付帐款	
应收帐款		预收帐款	
减:坏帐准备		其他应付款	22.23
应收帐款净额		应付工资	
预付帐款		应付福利费	
应收出口退税		未交税金	
应收补贴款		未付利润	
其他应收款	0.50	其他未交款	
存货		预提费用	
待转其他业务支出		一年内到期的长期负债	
待摊费用		其他流动负债	
待处理流动资产净损失			
一年内到期的长期债券投资			
其他流动资产			
流动资产合计	600275.95	流动负债合计	22.23
长期投资		长期负债:	
长期投资		长期借款	
固定资产:		应付债券	
固定资产原价	2.83	长期应付款	
减:累计折旧			
固定资产净值		其他长期负债	
固定资产清理		其中: 住房周转金	
在建工程		长期负债合计	
待处理固定资产净损失		递延税款	
固定资产合计	2.83	递延税款贷项	
无形资产及递延资产:		负债合计	22.23
无形资产		所有者权益:	
递延资产		实收资本	600000.00
		资本公积	
无形资产及递延资产合计		盈余公积	
其他长期资产:		本年利润	256.55
其他长期资产		未分配利润	
递延税项:		所有者权益合计	600256.55
递延税款借项			
资产总计	600278.78	负债及所有者权益总计	600278.78

附录 2 2009 年 9 月利润表

(单位：人民币万元)

项 目	2009 年 9 月
一、主营业务收入	
减：主营业务成本	
营业税金及附加	
二、主营业务利润	
加：其他业务利润	
减：业务及管理费用	166.14
财务费用	-422.69
三、营业利润	256.55
加：投资收益	
补贴收入	
营业外收入	
减：营业外支出	
四、利润总额	256.55
减：所得税	
五、净利润	

附录3 2009年9月现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009年9月
一、业务活动产生的现金流量:	
提供劳务收到的现金	
收到税费返还	
收到的其他与业务活动有关的现金	442.24
现金流入小计	442.24
购买商品、接受劳务支付的现金	161.86
支付给员工以及为员工支付的现金	0.50
支付的其它与业务活动有关的现金	
支付各项税费	4.43
现金流出小计	166.79
业务活动产生的现金流量净额	275.45
二、投资活动产生的现金流量:	
收回投资所收到的现金	
取得投资收益所收到的现金	
处置固定资产、无形资产所收回的现金	
收到的其他与投资活动有关的现金	
现金流入小计	
购建固定资产、无形资产所支付的现金	
对外投资所支付的现金	
支付的其他与投资活动有关的现金	
现金流出小计	
投资活动产生的现金流量净额	
三、筹资活动产生的现金流量:	
吸收投资收到的现金	600000.00
取得借款收到的现金	
收到的其他与筹资活动有关的现金	
现金流入小计	600000.00
偿还债务所支付的现金	
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	
支付其他与筹资活动有关的现金	
现金流出小计	
筹资活动产生的现金流量净额	600000.00
四、汇率变动对现金的影响额	
五、现金及现金等价物净增加额	
加: 期初现金及现金等价物余额	
六、期末现金及现金等价物余额	600275.45

附录 4 金融担保机构信用等级的设置及含义

金融担保机构的信用评级是指专业信用评级机构对专业从事金融担保业务的担保机构所承担各种债务如约还本付息能力和意愿的评估，是对其总体代偿风险的综合评价。

金融担保机构信用等级的设置采用三等九级制。一等（投资级）包括四个信用级别，即 AAA 级、AA 级、A 级和 BBB 级，二等（投机级）包括四个信用级别，即 BB 级、B 级、CCC 级和 CC 级，三等（破产级）包括一个信用级别，即 C 级。

AAA 级：代偿能力最强，投资与担保业务风险管理能力极强，风险最小。

AA 级：代偿能力很强，投资与担保业务风险管理能力很强，风险很小。

A 级：代偿能力较强，投资与担保业务风险管理能力较强，尽管有时会受经营环境和其他内外部条件变化的影响，但是风险小。

BBB 级：有一定的代偿能力，投资与担保业务风险管理能力一般，易受经营环境和其他内外部条件变化的影响，风险较小。

BB 级：代偿能力较弱，投资与担保业务风险管理能力较弱，有一定风险。

B 级：代偿能力较差，投资与担保业务风险管理能力弱，有较大风险。

CCC 级：代偿能力很差，在经营、管理、抵御风险等方面存在问题，有很大风险。

CC 级：代偿能力极差，在经营、管理、抵御风险等方面有严重问题，风险极大。

C 级：濒临破产，没有代偿债务能力。

AA—CCC 级可用“+”、“-”进行微调。