

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1110 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持重庆化医控股（集团）公司AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“10渝化医MTN1”、“10渝化医MTN2”、“11渝化医MTN1”和“11渝化医MTN2”AA⁺；“10渝化医MTN2CE”AAA；“13渝化医CP002”、“14渝化医CP001”A-1的信用等级。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

重庆化医控股（集团）公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁺ 评级展望：稳定
上次评级结果：AA⁺ 评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
10 渝化医 MTN1	4 亿元	2010/02/11-2015/02/11	AA ⁺	AA ⁺
10 渝化医 MTN2	3 亿元	2010/07/14-2015/07/14	AA ⁺	AA ⁺
10 渝化医 MTN2CE	3 亿元	2010/07/14-2015/07/14	AAA	AAA
11 渝化医 MTN1	16.6 亿元	2011/05/20-2016/05/20	AA ⁺	AA ⁺
11 渝化医 MTN2	9 亿元	2011/09/19-2016/09/19	AA ⁺	AA ⁺
13 渝化医 CP002	10 亿元	2013/08/30-2014/08/30	A-1	A-1
14 渝化医 CP001	10 亿元	2014/01/16-2015/01/16	A-1	A-1

跟踪评级时间：2014 年 7 月 9 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	80.17	94.85	88.48	87.72
资产总额(亿元)	408.63	484.68	550.18	576.04
所有者权益(亿元)	104.54	111.02	113.45	111.75
短期债务(亿元)	105.05	135.86	150.92	153.18
全部债务(亿元)	238.24	303.48	358.99	367.38
营业总收入(亿元)	269.45	314.35	360.26	86.64
利润总额(亿元)	7.21	9.09	3.35	-1.59
EBITDA(亿元)	23.60	29.12	27.10	--
经营性净现金流(亿元)	14.40	15.07	12.39	0.61
营业利润率(%)	12.71	12.48	14.75	10.06
净资产收益率(%)	4.65	7.67	1.74	--
资产负债率(%)	74.42	77.10	79.38	80.60
全部债务资本化比率(%)	69.50	73.22	75.99	76.68
流动比率(%)	119.57	111.04	107.74	108.50
全部债务/EBITDA(倍)	10.10	10.42	13.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.18	2.66	1.54	--
经营现金流流动负债比(%)	6.58	6.04	5.17	--

注：2014 年一季度数据未经审计。短期融资券、非公开定向融资工具（短期）调入短期债务核算，融资租赁款、中期票据、非公开定向融资工具（长期）调入长期债务核算。

分析师

张强 董征
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.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，重庆化医控股（集团）公司（以下简称“公司”）各项业务稳步推进，公司营业收入实现较快增长。同时，联合资信评估有限公司（以下称“联合资信”）也注意到，化工行业低迷、商贸流通业和医药制造业毛利较低以及公司债务负担重等因素对公司信用基本面的不利影响。

未来几年，随着公司 MDI 一体化项目等在建项目的陆续投产以及宏观环境的逐步改善，公司收入规模将继续扩大，盈利能力有望提升。

“10 渝化医 MTN2CE”由中债信用增进股份有限公司提供无条件不可撤销连带责任保证。该担保显著提升了该债券本息偿还的安全性。

综合考虑，联合资信维持公司 AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“10 渝化医 MTN1”、“10 渝化医 MTN2”、“11 渝化医 MTN1”和“11 渝化医 MTN2”AA⁺；“10 渝化医 MTN2CE”AAA；“13 渝化医 CP002”、“14 渝化医 CP001”A-1 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，公司各项业务稳步扩张，营业收入实现较快增长
2. 公司经营活动现金流入量对存续债券保障程度较高，现金类资产对一年内到期债券的保障能力较好。

关注

1. 跟踪期内，化工行业景气度低迷，主要化工产品价格持续下滑，增大公司经营压力。
2. 跟踪期内，公司商贸流通和医药制造业务毛利率较低。
3. 跟踪期内，公司期间费用和投资性房地产公允价值变动损益对公司盈利影响大。

4. 跟踪期内，公司债务规模进一步上升，债务负担重，且未来在建项目投资规模大，有较大的对外融资压力。

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

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于重庆化医控股（集团）公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

重庆化医控股（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。截至 2014 年 3 月底，公司实收资本 26.20 亿元，公司实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆市国资委”）。

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 2013 年底，公司资产总额 550.18 亿元，所有者权益 113.45 亿元（含少数股东权益 39.83 亿元）；2013 年公司实现营业总收入 360.26 亿元，利润总额 3.35 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额为 576.04 亿元，所有者权益为 111.75 亿元（含少数股东权益 40.05 亿元）。2014 年 1~3 月，公司实现营业总收入 86.64 亿元，利润总额-1.59 亿元。

公司注册地址：重庆市北部新区高新园星光大道 70 号 A1。法定代表人：王平。

三、宏观经济和政策环境

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，

不断推动经济结构转型升级，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。2013 年中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费需求增长平稳，2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；对外贸易增速进一步下滑，2013 年中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

政策环境方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整，进一步优化财政支出结构，保障和改善民生；央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调。灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡。发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力。进一步推进利率市场化改革；人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳；市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显；产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对

房地产市场发展产生根本性改变。

总体来看,2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,房地产政策调控仍面临较大挑战,城镇化建设将继续保持快速发展,化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。

四、行业及区域经济环境

1. 化工行业

化工行业由石油、煤炭和天然气出发,生产出一系列中间体、塑料、合成纤维、合成橡胶、合成洗涤剂、溶剂、涂料、农药、染料、医药等与国计民生密切相关的重要产品。

2013年,行业经济运行克服了内外交困压力,实现平稳增长。全年产值较快增长,投资增速平稳,市场需求总体平稳,经济效益明显改善,产业转型升级稳步推进。但部分传统化工行业供过于求矛盾日益凸显,产能利用率维持低位,价格持续低迷;行业总体成本维持高位运行;高端产品自给能力不足。

行业经济效益方面,2013年石油和化学工业增加值累计同比增加8%,占全国工业增加值的13.23%,其中化学工业增加值同比增加12.20%,增速同比加快0.10个百分点;同期,化学工业实现主营业务收入8.11万亿元,同比增长12.88%,利润4339.90亿元,同比增长12.23%,而去年同期为下降4%。2014年1~2月,化工行业实现利润472.14亿元,同比增长10.73%。

固定资产投资方面,2013年,石油化工产

业完成投资2万亿元,同比增加19.10%,其中化工行业完成投资1.41万亿元,同比增长14.60%,增速同比回落13.30个百分点,代表高端制造水平的合成材料制造业完成投资1826亿元,同比增长18.20%。合成树脂、涂颜料、化学农药、有机化工原料制造固定资产投资分别增长29.70%、28.20%、27.30%和27.10%,高于行业平均值。无机酸、无机碱等一些过剩行业投资持续回落,但是尿素、磷肥、甲醇、氯碱、纯碱、电石等产能过剩行业投资热情依然较高。

产品产能方面,产能利用率长期维持低位,落后产能退出机制不健全,行业同质化产品市场竞争激烈,一些化工新材料、精细化学品在技术取得突破后,产能增幅过猛,出现了新的过热趋势。据统计,2014和2015年,全国预计有25个尿素项目建成投产,合计产能1674吨,预计到“十二五”末,全国尿素产能将突破9000万吨,市场需求约为6230万吨,产能过剩接近3000万吨;2013年,全国甲醇产能5550万吨,表观消费量3790万吨,产能利用率接近60%,扣除氮肥生产对联醇影响及焦化行业对焦炉气甲醇影响,国内甲醇产能过剩约1000万吨;全国氯碱产能3850万吨,产量2854万吨,产能利用率74.10%,表观消费量2648万吨,产能过剩超过1200万吨;聚氯乙烯产能2476万吨,产量1530万吨,表观消费量1780万吨,行业平均利用率61.80%;全国纯碱产能3100万吨,产量2393万吨,产能利用率77.20%,表观消费量2245万吨,纯碱行业亏损企业33家,占全行业的75%,亏损企业数量同比增加13.60%。

表1 部分化工子行业财务指标(亿元、%)

细分行业	2012年					2013年				
	主营业务收入	同比	主营业务成本	同比	利润总额	主营业务收入	同比	主营业务成本	同比	利润总额
原油加工及石油制品制造	33613.68	8.58	29606.84	9.05	-5.91	34579.68	3.53	29977.78	1.97	393.95
基础化学原料制造	18958.02	11.87	16640.1	14.33	763.50	22879.17	16.27	20203.63	16.71	943.11

农药制造	2357.23	22.23	1984.56	20.97	175.34	2812.6	19.08	2365	18.96	229.26
------	---------	-------	---------	-------	--------	--------	-------	------	-------	--------

资料来源：Wind 资讯。

成本费用方面，人工、电力、运输、环保、融资等成本的持续上升，行业经济运行成本居高不下。2013 年，石油和化工行业主营业务成本 10.80 万亿元，同比增长 9.90%，比主营业务收入增速高 0.93 个百分点；化工行业每 100 元主营收入成本 87 元，同比增加 0.41 元，高出全国规模以上工业 1.73 元。部分子行业期间费用方面，2013 年，原油加工及石油制品制造行业销售费用同比增长 3.77%，财务费用同比增长 2.39%，管理费用同比增长 12.64%；基础化学原料制造行业销售费用同比增长 13.66%，财务费用同比增长 10%，管理费用同比增长 11.66%；农药制造行业销售费用同比增长 20.07%，财务费用同比增长 6.39%，管理费用同比增长 19.43%；轮胎制造行业销售费用同比增长 13.31%，财务费用同比下降 1.22%，管理费用同比增长 16.89%。

产品价格方面，重点监测的化工产品中，纯碱价格稳中有升，其他产品价格震荡回落。2013 年 12 月份，烧碱（片碱）平均价格为 2550 元/吨，环比下降 3.80%，同比下降 17.70%；纯碱 1680 元/吨，环比上涨 5%，同比上涨 15.10%；电石 2750 元/吨，环比上涨 1.50%，同比下降 9.50%；尿素 1710 元/吨，环比上涨 1.20%，同比下降 12.80%；国产磷酸二胺 2650 元/吨，环比上涨 1.10%，同比下降 18.50%。2014 年 3 月，多数化工产品价格持续回落，烧碱（片碱）平均价格为 2360 元/吨，环比下降 1.70%，同比下降 12.60%；纯碱 1670 元/吨，环比上涨 1.20%，同比上涨 19.30%；电石 2710 元/吨，环比下降 0.40%，同比下降 8.80%；尿素 1750 元/吨，环比下降 6.50%，同比下降 29%；国产磷酸二胺 2640 元/吨，环比下降 0.80%，同比下降 20.70%。

行业存在的问题：（1）产能过剩与创新能力弱。当前，落后产能退出机制不健全，原有大量落后的小企业小装置与先进产能并存，产能过剩日趋严重。与此同时，行业内企业创新

能力薄弱，致使高技术含量、高附加值的高端产品严重依赖进口，表现出典型的结构性矛盾。

（2）经济发展对投资过度依赖。随着国内外经济环境的变化，靠投资驱动经济发展的传统模式的缺陷日益突出，石油化工业低水平、同质化重复建设严重，加剧了行业产能过剩矛盾。

（3）安全环保压力增大。随着人们安全环保意识的提高，特别是生态文明建设的加强，社会对安全环保提出了更高的要求，一些地方民众对化工行业发展有抵触情绪，安全环保已成为影响行业发展的重要因素之一。特别是随着城镇化进程加快，造成较多的“城围化工”现象，产业发展与城市建设两者之间的矛盾比以往任何时候都更加突出。从长远看，行业安全环保管理体系建设和推进责任关怀，是加强生态文明建设中必须切实加强的一项重要工作。

2. 医药制造行业

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20 世纪 70 年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

自 1998 年以来，医药工业增速大约为 GDP 增速的 1~1.5 倍。2012 年，医药工业完成产值 18255 亿元，同比增长 21.7%，医药产业工业增加值增长 14.5%，高出工业增速 4.5 个百分点。2013 年，中国医药制造业实现主营业务收入 20592.93 亿元，同比增长 18.00%，利润总额 2071.67 亿元，同比增长 17.76%，增长速度虽较前两年有所回落。从盈利情况看，2013 年医

药制造业整体销售利润率为 10.06%，较上年略有下降，其中中药饮片加工销售利润率同比提高 0.31 个百分点，化学药品制剂制造、化学药品原药制造销售利润率均较上年略有提高；中成药制造、生物生化制品制造、卫生材料及医药用品制造销售利润率则出现不同程度下滑。2013 年医药制造业增长有所回落，但仍保持较高水平。

2014 年一季度，中国医药制造业实现主营业务收入 5069.32 亿元，同比增长 13.71%，利润总额 498.69 亿元，同比增长 13.99%，总体保持了稳定增长的发展趋势。

总体看，中国医药行业规模增长迅速，随着医疗改革的体系的逐渐成熟，中国医疗产业的经济效益呈现较好的发展态势。

3. 医药流通行业

医药流通业分为分销和零售，其中分销又可以分为批发（调拨）、纯销（针对医院市场）和快批（针对基层卫生机构和农村市场）。医药流通企业经历了1984年至1999年的急剧扩容和无序竞争阶段后进入了竞争程度更高的阶段并形成了全国性和区域性垄断结合的竞争格局。

从销售终端看，药品销售主要有医院市场、零售终端和基层卫生机构三大终端市场，其中医院市场居于主要地位。1978年至今，药商业类企业合计销售规模（包括药品、医疗器械以及医用耗材等）不断扩大，其中主要以药品分销为主。国内医药流通业的主要利润来源是进销差价和返利，以上两者共同构成了行业约5%的配送费率。其中调拨主要是赚取药品分销环节的差价，处于微利状态，毛利率较低；医院纯销的进入壁垒较高，毛利率也较高，约为7%左右；零售占中国药品消费20%的市场份额，但由于环节较多，利润也被压缩，许多小型医药商业配送企业处于亏损状态。品牌药品由于销售规模、终端认可度高和及时的回款会使医药流通企业议价能力有所削弱，返利是生产企

业对医药流通企业分销规模和回款速度达到指标后给予的奖励，规模大和资金管理能力强的医药流通企业相对具有优势。

《国家基本药物制度》、《药品招投标政策》、《GSP管理政策》等对医药行业流通企业影响较为直接。《国家基本药物制度》将实行省级网上公开招标采购、统一配送，流通环节差价率将有所降低，同时规模较大，软硬件实力强的流通企业业务有望进一步拓展至基层医疗市场。《药品招投标政策》使政府采购向省、市级集中，未来区域性市场格局有可能得到强化。《医疗保障制度》提到“完善支付制度，积极探索实行按人头付费、按病种付费、总额预付等方式”将促进质优价廉药品的使用，对医药流通环节中依靠医院资源的中间代理人起到打压作用，《GSP管理政策》趋于严格，小型医药流通企业面临较大压力。

2010年8月，商务部针对《2011~2015年全国医药流通行业发展规划》完成草案制定。规划主要包括推动药品流通行业结构调整、鼓励药品流通企业兼并重组、支持第三方物流、合理制定商业企业分级评估标准、限期制定全国统一的药品编码、完善药品冷链建设和支持电子商务等9项基本内容。总体看，规划的出台将推动行业标准和配套政策加快出台，推动行业的第二轮整合，提高行业集中度，大型医药商业企业将受益，地方龙头商业流通企业也将有新的机会。

2012年12月，商务部发布了《药品批发企业物流服务能力评估指标》等5个医药流通行业标准，分别从物流服务能力评估、零售经营服务、诚信经营、职业经理人、通用岗位设置等5个方面，规范了药品流通企业经营行为，为行业集中度进一步提高创造条件，有利于行业优势企业发展。

4. 重庆市经济概况

2013 年，重庆市实现地区生产总值 12656.69 亿元，比上年增长 12.3%。其中，第

一产业增加值 1002.68 亿元，增长 4.7%；第二产业增加值 6397.92 亿元，增长 13.4%；第三产业增加值 5256.09 亿元，增长 12.0%。三次产业结构比为 7.9:50.5:41.6。按常住人口计算，全年人均地区生产总值达到 42795 元，比上年增长 11.3%。

固定资产投资方面，2013 年重庆市全年固定资产投资总额 11205.03 亿元，比上年增长 19.5%。其中，基础设施建设投资 2962.10 亿元，增长 23.2%；城镇投资 9789.00 亿元，增长 15.7%；农村投资 1416.03 亿元，增长 54.3%。工业投资 3529.90 亿元，增长 15.2%，占全市固定资产投资总额的 31.5%；房地产开发投资 3012.78 亿元，增长 20.1%，占全市固定资产投资总额的 26.9%。全市重点项目完成投资 2818.97 亿元，占固定资产投资总额的 25.2%。其中，九大基础设施项目投资 707.47 亿元，十大产业项目投资 403.00 亿元，主城十大商务集聚区开发项目投资 315.00 亿元，分别占重点项目投资的 25.1%、14.3%和 11.2%。

地方财政实力方面，2013 年重庆市全年完成公共财政预算收入 1692.92 亿元，比上年增长 15.5%；其中，税收收入 1112.30 亿元，增长 14.6%；完成公共财政预算支出 3059.86 亿元，比上年增长 12.6%。

人均收入方面，2013 年，重庆市城镇居民人均家庭总收入 26850 元，比上年增长 8.2%，其中人均可支配收入 25216 元，增长 9.8%；城镇居民人均消费支出 17814 元，比上年增长 7.5%。2013 年，重庆市全年农村居民人均纯收入 8332 元，比上年增长 12.8%；人均生活消费支出 5796 元，比上年增长 15.5%。

根据重庆市“十二五”规划，十二五期间要实现的基本目标是：到 2015 年，全市地区生产总值在 2010 年基础上翻一番，人均地区生产总值翻一番，城镇居民收入增长 75%。十二五规划还提出要进一步强化作为长江上游地区经济中心对区域的集聚辐射服务功能，实施水陆空并举，干线建设与网络完善同步发展

战略，建成长江上游地区综合交通枢纽。到十二五末，基本建成“三环十射三联线”高速公路网，推进村通畅和县乡道联网。

整体看，近几年重庆市经济发展迅速，经济实力不断增强，未来在国家政策和周边城市的带动下，经济将呈现持续快速增长态势。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司系由重庆市国资委直接管理的国有独资公司。

2. 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 2013 年底，公司拥有包括中国核工业建峰化工总厂（2008 年底更名为“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、商贸为一体的大型经济实体，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 132 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。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。

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。

六、管理分析

跟踪期内，公司董事长、总裁发生了变更。根据渝委[2013]436 号文和渝国资委[2013]182 号文，王平任公司党委书记、董事及董事长；免去安启洪党委书记、董事及董事长职务，并不再任下属企业和其他企业职务。曾中全被任命为公司总裁，黄仕焱不再担任总裁、董事及下属企业和其他企业职务。

王平先生出生于 1961 年，经济师，研究生学历。曾任重庆市政府驻上海办事处经协处处长、重庆市政府驻上海办事处副主任、重庆市发展和改革委员会副主任、党组副书记等职务。2013 年 9 月起任重庆化医控股集团公司董事长、党委书记。

曾中全先生出生于 1965 年，正高级工程师，工程硕士。曾任中国核工业建峰化工总厂总工程师、厂长、党委常委，重庆建峰工业集团有限公司董事长、总经理、党委委员等职务。2004 年起任公司董事，2013 年 9 月起任公司总裁、党委副书记。

七、经营分析

1. 经营概况

公司经营业务主要包括化工板块、商贸流通板块和医药制造板块。

2013 年公司主营业务收入为 339.88 亿元，同比增长 11.73%。其中，化工板块收入 128.86 亿元，同比增长 10.62%；商贸流通板块收入 154.62 亿元，同比增长 14.11%；医药制造板块收入 34.58 亿元，较上年略有增长。公司各板块收入均有所增长。

从收入构成来看，跟踪期内各板块收入占比变动较小，截至 2013 年底，化工板块、商贸流通板块、医药制造板块收入占主营业务收入比例分别为 37.91%、51.91%、10.18%。

盈利能力方面，2013 年公司主营业务毛利率为 11.34%，较 2012 年保持稳定。化工板块受行业景气度下降影响，毛利率略有下滑，2013 年化工板块毛利率为 14.99%。公司商贸流通业和医药制造业毛利率较低，2013 年分别为 9.33%和 8.00%。

2014 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 85.09 亿元，占 2013 年全年的 25.04%；公司主营业务毛利率为 10.15%，较 2013 年略有下滑。一季度市场需求减弱，部分企业根据能源调配情况安排停产检修，影响化工板块毛利率下降；同时，商贸流通板块收入占比提高，其毛利率较低导致公司主营业务毛利率下降。

表 2 公司主营业务收入构成（单位：亿元，%）

业务分类	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
化工业	102.92	39.68	18.23	116.49	38.29	15.39	128.86	37.91	14.99	31.19	36.66	12.27
商贸流通业	128.26	49.45	9.28	154.62	50.83	8.82	176.44	51.91	9.33	45.61	53.60	8.79
医药制造业	28.20	10.87	8.02	33.09	10.88	8.92	34.58	10.18	8.00	8.29	9.74	9.68
合计	259.38	100.00	12.69	304.20	100.00	11.35	339.88	100.00	11.34	85.09	100.00	10.15

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，各板块持续扩张带动公司主营业务收入快速增长。但受化工行业低迷，商贸流通和医药制造毛利率较低影响，公司盈利能力较弱。

2. 化工板块

公司化工板块主要包括天然气化工、精细化工和氯碱化工。2013 年公司化工板块实现营业收入 128.86 亿元，同比增长 10.62%；毛利率为 14.99%，较 2012 年下降 0.40 个百分点。2014 年 1~3 月化工板块实现收入 31.19 亿元，占 2013 年全年的 24.20%；毛利率为 12.27%，较 2013 年下降 2.72 个百分点。

原材料采购

从原料采购来看，2013 年公司天然气采购量 123481 万立方米，同比增长 16.28%。中国石油化工股份有限公司在涪陵区焦石镇开采出国内首个商用页岩气气田，于 2013 年 9 月 15 日开始向建峰化工供气，从 2013 年 11 月 15 日开始二化项目全部由中石化川气东送销售营业部供应页岩气。2013 年中石化天然气供应约占总供应量的 44%，中石化页岩气供应约占总供应量的 15%，中石油西南公司天然气供应约占总供应量的 41%。2013 年公司天然气采购价格 1.76 元/立方米，同比下降 1.68%。

石油苯方面，2013 年石油苯采购量为 28228 吨，同比增长 7.39%，采购均价同比增长 5.62%。电石方面，电石是生产氯丁橡胶和聚氯乙烯的主要原材料，2013 年采购量为 82122 吨，同比增长 17.16%，采购均价同比下降 9.10%。

2014 年 1~3 月，公司天然气采购 25950 万立方米，占 2013 年的 21.02%，采购价格较 2013 年提高 1.14%。整体来看，跟踪期内，公司化工原材料供应充足。

表 3 公司化工板块原材料采购

(单位：万立方米、元/立方米，吨，元/吨)

原材料	2012 年		2013 年		2014 年 1-3 月	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
天然气	106196	1.79	123481	1.76	25950	1.78
石油苯	26285	7444	28228	7863	6668	7598
电石	70092	3306	82122	3005	14102	2970

资料来源：公司提供

生产经营

公司的化工产业板块涉及天然气化工（化肥化工）、精细化工和氯碱化工领域，产品品种多，关联度较高，应用广泛。

公司目前天然气化工的主要产品是尿素，核心生产企业是建峰化工。公司 2013 年生产尿素 1150009 吨，同比增长 29.06%，45 万吨合成氨/80 万吨尿素项目随着天然气供给恢复，生产能力得到释放。

公司精细化工以重庆紫光化工股份有限公司（以下简称“紫光化工”）、重庆长寿化工有限责任公司（以下简称“长寿化工”）为代表企业。其中紫光化工是公司的控股企业，主要从事氢氰酸及其衍生物的研发、生产和销售；长寿化工是国内主要两家氯丁橡胶生产企业之一；重庆长风化学工业有限公司（以下简称“长风化工”）是目前国内最大的特种光气及衍生物的生产基地，提供包括硝基苯、苯胺系列、N-烷基化芳胺系列产品及衍生物、特种异氰酸酯系列产品、有机酰氯类系列产品、噻唑类、噁唑类、有机碳酸酯类、有机脲类、二苯甲酮系列产品、聚碳酸酯及其合金、聚氨酯产品等。

公司氯碱化工是传统的化工原料工业，以盐卤为原料，通过电解制成烧碱、盐酸、氯气等，并进一步制成次氯酸钠、聚氯乙烯等氯产品。公司主要产品产量见下表。

表 4 2013 年公司化工板块主要产品生产能力、实际产量、产能利用率和市场占有率（单位：吨）

产品名称	生产能力	2013 年产量	2013 年产能利用率	市场占有率
尿素	1320000	1150009	87.12%	国内 2%
三聚氰胺	60000	51730	88.74%	国内 6.5%

一、二萘酚	10000	3756	37.56%	-
苯胺	35000	28494	81.41%	西南 80%
二苯甲酮	4000	3873	96.83%	世界 60%
氯丁橡胶	28000	26389	94.25%	国内 40%
磺胺	4500	3678	81.73%	国内 60%
苯胺基乙腈	50000	48292	96.58%	国内第一
亚胺基二乙腈	120000	106300	88.58%	国内第一
蛋氨酸	60000	28123	46.87%	国内 20%
嘧啶	4000	3617	90.43%	国内 60%
离子膜碱	180000	157039	87.24%	西南 8%
油漆	77000	46544	60.45%	西南第一

资料来源：公司提供

产品销售

公司以西南市场为基础，着力开拓西北市场、长江沿线市场。

为开拓尿素市场，建峰集团通过开展直销业务和深耕区域市场，提高适应市场变化的应对能力，提升公司市场运营质量。2013 年公司尿素全年销售 1137443 吨，同比增长 20.55%，销售均价 1858 元/吨，同比下降 13.01%。

公司精细化工是公司的优势产业，产品在

市场中占据一定的市场份额。2013 年氯丁橡胶销售量 25723 吨，在国内市场上占有约 40% 的份额；苯胺基乙腈全年销售 48139 吨，亚胺基二乙腈全年销售 105147 吨，此两种产品销售均处于国内市场销售第一位。精细化工另一主要产品苯胺，目前已成功进入国内燃油添加剂市场，以代替原来使用的造成铅污染的四乙基铅，公司苯胺西南独家生产，具有明显区域优势。

表 5 公司部分化工产品销售情况（单位：吨、元/吨）

主要产品	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1-3 月	
	销售量	销售均价	销售量	销售均价	销售量	销售均价	销售量	销售均价
尿素	482048	2178	943511	2136	1137443	1858	201414	1615
苯胺基乙腈	57313	10283	47370	10265	48139	10940	16992	10513
氯丁橡胶	24988	28125	22940	30884	25723	25313	5711	24118
亚胺基二乙腈	40675	7914	97018	9379	105147	9658	27149	9145
磺胺	3357	25151	3123	23960	3861	23524	910	24636
嘧啶	4218	56730	3258	66832	3831	65812	410	58547
苯胺	26348	8710	26867	9653	27073	9820	6123	9229
一、二萘酚	3439	27254	4446	23881	4074	25406	1013	23938
二苯甲酮	3699	16975	3140	15717	3854	16193	828	16137
三聚氯胺	26757	7947	29529	6841	51730	6738	10623	6323
蛋氨酸	6507	30582	11185	25812	26565	21624	1430	23590
离子膜碱	42473	2389	94274	2724	126138	2290	41587	2106

资料来源：公司提供

3. 商贸流通

公司所控制商贸流通企业主要从事医药商贸和盐业销售。2013 年公司商贸流通板块收入 176.44 亿元，同比增长 14.11%；毛利率为 9.33%，较 2012 年有所提升。2014 年 1~3 月商贸流通板块收入为 45.61 亿元，占 2013 年全年的 25.85%；同期，商贸流通板块毛利率为 8.79%，较 2013 年略有下降。

4. 医药制造板块

医药制造业是公司投资发展的另一重要领域。公司目前所投资企业经营范围涉及化学原料药、药物制剂、中成药、药疗器械等，其中制药企业均通过 GMP 改造，采用 GMP 标准进行生产。2013 年公司医药制造企业主营业务收入 34.58 亿元，同比增长 4.50%，占公司主营业务收入的 10.18%，其中科瑞制药实现的收入是公司医药制造业板块收入的主要来源。2014 年 1~3 月，公司医药制造业实现收入 8.29 亿元，

占 2013 年全年的 23.97%。

5. 未来发展

截至 2014 年 3 月底，公司投资规模较大的主要是子公司重庆卡贝乐化工有限责任公司在建的 85 万吨/年甲醇项目、重庆弛源化工有限公司年产 4.6 万吨/年聚四氢呋喃项目、MDI 一体化项目以及重庆白涛化工园区热电联产暨供水管网项目。

公司 85 万吨/年甲醇项目已经基本完工，该项目投产有助于公司延伸产业链和提升竞争力；同时聚四氢呋喃等其他项目也进展顺利；MDI 一体化项目由公司与德国巴斯夫公司合作建设，其中巴斯夫公司负责 MDI 产品项目投资，公司负责为其上下游产品配套项目投资。截至 2014 年 3 月底，主要在建工程项目预算总投资 278.76 亿元，已经投入 105.63 亿元，2014 年剩余月份计划投入 75.89 亿元，2015 年预计投入 97.24 亿元，公司将面临较大的资金压力。

表 6 截至 2014 年 3 月底公司主要在建项目投资规划表（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资	截至 2014 年 3 月末已完成投资	未来投资计划		资金来源	
				2014 年 4-12 月	2015 年	自有资金	信贷资金
1	85 万吨/年甲醇	235566	232566	3000		78522	157044
2	聚四氢呋喃项目	280661	219414	61247		84196	196465
3	MDI 一体化项目	2189779	544700	672670	972409	656934	1532845
4	白涛热电联产暨供水管网项目	81566	59627	21939		24466	57100
合计		2787572	1056307	758856	972409	844118	1943454

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供的 2011 年财务报表已经天健正信会计师事务所审计，公司提供的 2012 年财务报表由天健会计师事务所（特殊普通合伙）重庆分所审计，公司提供的 2013 年财务报表由天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2014 年一季度财务报表未经审计。本报告财务分析以 2011~2013 年财务数据为主。

公司报表按《企业会计准则（2006）》编制。从公司财务报表合并范围看，2011~2013 年公司合并范围子公司数量均为 26 家。公司财务报表可比性较强。

公司 2012 年 6 月 15 日公告，公司于 2012 年 6 月 15 日与重庆市渝富资产管理有限公司（以下简称“渝富资产”）签订《土地收购储备补偿协议书》。根据协议，公司将储备的约 942.67 亩土地使用权转让给渝富资产，并约定收购储备土地补偿总价款为 58 亿元人民币，渝

富集团在 2012 年 12 月 31 日前向公司支付补偿价款 30 亿元，其余价款在出让完上述协议项下土地，收到土地出让款十个工作日内一次性支付。2012 年 6 月 15 日，公司与渝富资产对上述协议同时签订《土地收购储备补偿补充协议书》，对收购储备补偿价款进行补充约定。原协议约定的渝富资产在 2012 年 12 月 31 日前向本公司支付 30 亿元款项的支付方式更改为：（1）三峡油漆厂（20.42 亿元）土地完成出让后，渝富资产在收到土地出让款后十个工作日内支付给公司；（2）渝富资产利用农药厂（14.64 亿元）和农化厂（22.94 亿元）土地开展融资工作，融资款到账后十个工作日内支付给公司。此外，上述三宗土地有关房屋征收、整治、出让等成本及相关税费由渝富资产在土地出让后的收益中抵扣。在未实现出让收益前，上述三宗土地有关房屋征收、整治、出让等成本及相关税费由本公司垫支，实现土地出让后由渝富资产归还。公司将上述三宗土地记录在投资性房地产科目下。

1. 盈利能力

2013 年，公司营业总收入 360.26 亿元，同比增长 14.60%。其中主营业务收入 339.88 亿元，同比增长 11.73%，其他业务收入为 20.19 亿元，同比增长 103.54%。公司各板块业务稳步扩张，带动主营业务收入增长，其他业务收入大幅增长主要系确认土地收入所致。截至 2013 年底，公司收到渝富资产土地收购储备补偿款 11.6 亿元，全部为《土地收购储备补偿协议书》协议项下原三峡油漆片区土地出让收入，由于收入超过该地块土地补偿总价值的 50%，按会计师事务所要求具备确认土地收入的条件，确认了土地收入和损益。2013 年该事项影响其他业务收入增加 13.21 亿元、其他业务成本增加 0.12 亿元（土地初始成本）、减少利润表中的公允价值变动收益 9.59 亿元（以前年度已确认的土地增值）、增加利润总额 3.5 亿元（土地出让增值）；本期增加银行存款 5.4 亿元（上

年度累计已收 6.2 亿元）和其他应收款 7.81 亿元，减少投资性房地产 9.71 亿元、增加未分配利润 3.5 亿元。

2013 年，公司营业成本为 306.21 亿元，同比增长 11.65%。营业成本增速慢于营业收入增速，公司营业利润率由 2012 年 12.48% 上升至 14.75%。

2013 年，公司期间费用为 46.24 亿元，同比增长 12.30%。随着公司产品销量的增加，销售费用相应提高，同时财务费用和管理费用也较快增长。2012 年、2013 年期间费用收入比分别为 13.10% 和 12.83%，基本维持稳定。公司期间费用收入比与营业利润率差距较小，期间费用对毛利造成较大侵蚀。

2013 年，公司公允价值变动为 -6.93 亿元，较 2012 年大幅减少，主要系主要系确认投资性房地产评估增值 2.67 亿元，以及冲销已处置土地在处置前累计确认的评估增值，计为 -9.59 亿元。

2013 年，公司营业外收入为 4.43 亿元，同比增长 8.04%。营业外收入主要为政府补贴和非流动资产处置利得等。

2013 年公司利润总额为 3.35 亿元，同比下降 62.14%，主要系公允价值变动损失所致。

从盈利指标看，2013 年公司总资产收益率和净资产收益率分别为 3.30% 和 1.74%，同比分别下降 1.66 和 5.93 个百分点。

2014 年 1~3 月，公司营业总收入为 86.64 亿元，占 2013 年全年的 24.05%；利润总额为 -1.59 亿元。2014 年 1~3 月，公司营业利润率为 10.06%，较 2013 年有所下滑。

总体看，跟踪期内，公司的营业总收入实现较快增长，主业毛利率较低，期间费用对毛利侵蚀严重，公司整体盈利能力较弱。近年来，投资性房地产评估增值是公司盈利的重要来源，跟踪期内，受投资性房地产收入确认影响，营业毛利率有所回升，但公允价值变动导致利润总额大幅下降。

2. 现金流及保障

从经营活动来看, 2013 年公司经营活动现金流入量为 384.88 亿元, 同比增长 14.46%, 其中公司销售商品、接受劳务收到的现金为 374.54 亿元, 同比增长 16.11%。2013 年, 公司经营活动现金流出量为 373.54 亿元, 同比增长 15.18%。2013 年公司经营活动产生的现金流量净额为 11.34 亿元, 同比下降 5.28%。总体看, 公司经营活动获取现金能力较强, 经营活动净现金流较稳定。2013 年公司现金收入比为 103.96%, 公司收入实现质量一般。

从投资活动看, 2013 年公司投资活动现金流入量为 27.22 亿元, 同比增长 183.77%, 主要系收回投资收到现金增长所致。2013 年公司投资活动现金流出量为 68.11 亿元, 同比增长 27.55%, 其中构建固定资产、无形资产等支付的现金为 48.94 亿元, 同比增长 29.50%。同期, 公司投资活动产生的现金流量净额为 -40.89 亿元, 投资活动现金流差额较 2012 年有所缩窄。

2013 年筹资前净现金流为 -29.56 亿元, 经营活动产生现金流净额无法覆盖投资净支出, 公司对外筹资需求较强。

从筹资活动看, 2013 年公司筹资活动现金流入为 210.37 亿元, 同比增长 27.01%, 主要系取得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关现金增长所致。2013 年公司取得借款收到的现金为 184.91 亿元, 同比增长 13.24%, 收到其他与筹资活动有关现金则大幅增长。2013 年公司筹资活动现金流出为 190.40 亿元, 同比增长 45.47%, 主要系还本付息规模增长所致。同期, 公司筹资活动产生现金流净额为 19.98 亿元, 同比下降 42.51%。

2014 年 1~3 月, 公司经营活动现金流净额, 投资活动现金流净额, 筹资活动现金流净额分别为 0.61 亿元、-8.00 亿元和 7.83 亿元。

总体看, 跟踪期内, 公司经营活动现金流入量规模较大, 但公司投资支出规模大, 公司具有较大的筹资压力。

3. 资产及债务结构

资产

截至 2013 年底, 公司资产总额 550.18 亿元, 同比增长 13.48%, 其中流动资产合计占比 42.98%, 非流动资产合计占比 57.02%。

截至 2013 年底, 公司流动资产合计 236.49 亿元, 同比增长 7.55%。从构成来看, 主要以货币资金 (占 25.42%)、应收票据 (占 11.99%)、应收账款 (占 18.63%)、预付款项 (占 10.60%)、其他应收款 (占 8.83%) 和存货 (占 23.34%) 为主。

截至 2013 年底, 公司货币资金为 60.12 亿元, 同比下降 10.00%, 公司货币资金主要由银行存款 (占 60.30%) 和其他货币资金 (占 39.66%) 构成。其他货币资金中银行承兑汇票保证金占 44.16%, 存放中央银行法定准备金 23.89%, 用于担保的定期存款或通知存款占 14.79%。公司货币资金中受限资金为 21.70 亿元, 占货币资金的 36.09%, 货币资金中受限资金占比较高。

截至 2013 年底, 公司应收票据为 28.35 亿元, 同比增长 7.61%。公司应收票据主要由银行承兑汇票 (占 95.56%) 构成, 其他为商业承兑汇票。

截至 2013 年底, 公司应收账款账面余额为 47.44 亿元, 计提坏账准备 3.38 亿元, 计提比率为 7.12%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款占 95.23%, 从账龄来看, 以一年以内为主 (占 92.82%), 另外三年以上共计 1.81 亿元 (占 5.79%), 三年以上应收账款共计提坏账准备 1.70 亿元。公司应收账款坏账计提充分, 综合账龄较短, 回收风险较小。

截至 2013 年底, 公司预付款项为 25.06 亿元, 同比下降 17.85%。从账龄来看, 1 年以内占 56.59%, 1~2 年占 10.77%, 2~3 年占 24.49%, 3 年以上占 8.15%, 预付款项综合账龄较长。

截至 2013 年底, 公司其他应收款余额为 35.56 亿元, 主要是公司内各子公司非贸易结算形成的应收及暂付款项等。公司 1 年以内金额

较大往来款主要为重庆渝富资产管理有限公司 8.89 亿元，主要系渝富资产管理有限公司收储公司所属原三峡油漆片区土地的尾款。公司共计计提坏账准备 14.67 亿元，计提比率为 41.26%。公司其他应收款计提坏账准备规模较大，主要为对处于清算、破产状态的公司的应收款所致，主要是公司对长寿化工总厂（正在清算）计提 6.09 亿元坏账准备、对重庆川染化工总厂（破产）计提坏账准备 3.45 亿元等。公司坏账准备计提较充分。

截至 2013 年底，公司存货为 55.20 亿元，同比增长 18.04%，公司存货增长主要由于公司经营规模扩大所致。从存货账面价值来看，公司存货主要由原材料（占 19.46 %）、自制半成品及在产品（占 7.13%）、库存商品（占 56.44%）构成。2013 年公司存货计提 0.52 亿元跌价准备。

截至 2013 年底，公司非流动资产合计 313.69 亿元，同比增长 18.40%。公司非流动资产主要由投资性房地产（占 11.58%）、固定资产（占 41.47%）、在建工程（占 32.04%）和无形资产（占 5.59%）构成。

截至 2013 年底，公司投资性房地产为 36.33 亿元，较上年下降 14.80%，主要是公司出售部分土地（9.71 亿元）以及期末投资性房地产评估增值（2.67 亿元）所致。公司的投资性房地产以土地使用权为主，主要是公司已注销的原子公司土地及子公司搬迁后的闲置土地，由公司及其子公司持有并准备增值后转让。这些土地主要位于重庆市主城区（沙坪坝区、渝北区、九龙坡区、永川区），截至 2013 年底共 25 宗地，共计 739.94 亩，其中面积 650.67 亩的土地系《土地收购储备补偿协议书》项下土地。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 576.04 亿元，较 2013 年底增长 4.70%。其中流动资产占 43.96%，非流动资产占 56.04%，构成较上年底变化不大。2014 年 3 月底，公司流动资产 253.25 亿元，较 2013 年底增长 7.09%，其中应收账款增长较快；非流动资产 322.79 亿元，构成相对稳定。

总体看，跟踪期内，受在建项目增长影响，公司非流动资产占比进一步提升，流动资产中应收账款、其他应收款、存货等增长较快。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计为 113.45 亿元（其中少数股东权益为 39.83 亿元）。2013 年归属于母公司的权益中，实收资本占 35.59%、资本公积占 50.46%、专项储备占 0.26% 和未分配利润占 13.69%。

2013 年，根据重庆市财政局文件（渝财建[2013]27 号）、重庆市国土资源和房屋管理局、重庆市财政局文件（渝财企[2013]86 号），公司收到财政返还土地出让金 0.56 亿元作为资本注入增加实收资本。

截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计为 111.75 亿元（其中少数股东权益为 40.05 亿元），较 2013 年底变化不大。总体看，跟踪期内，公司所有者权益变动不大。

负债

截至 2013 年底，公司负债合计 436.73 亿元，同比增长 6.31%，其中流动负债占比 50.26%，非流动负债占比 49.74%。

截至 2013 年底，公司流动负债合计 219.51 亿元，公司流动负债主要由短期借款（占 29.14%）、应付票据（占 21.23%）、应付账款（占 24.43%）、一年内到期的非流动负债（占 9.26%）和其他流动负债（占 9.10%）构成。

截至 2013 年底，公司短期借款为 63.97 亿元，同比增长 29.01%，主要系保证信用借款和质押借款增长所致。从构成来看，质押借款占 15.43%，抵押借款占 12.19%，保证借款占 45.48%，信用借款占 26.90%。

截至 2013 年底，公司应付票据为 46.61 亿元，同比增长 17.38%，主要系银行承兑汇票增长所致。

截至 2013 年，公司应付账款为 53.62 亿元，同比增长 17.17%。从账龄来看，1 年以内占 86.31%，1~2 年占 9.83%，账龄较短。

截至 2013 年底，公司一年内到期的非流动

负债为 20.34 亿元，同比下降 23.44%，主要系公司集中归还了到期的 3 年期贷款所致。

截至 2013 年底，公司其他流动负债 19.97 亿元，主要为短期融资券余额 10 亿元和非公开定向债务融资工具余额 10 亿元。本报告将其他流动负债科目下短期融资券和非公开定向债务融资工具调入短期债务进行核算。

截至 2013 年底，公司非流动负债合计 217.22 亿元，同比增长 23.57%，主要受其他非流动负债快速增长所致。从构成来看，公司的非流动负债主要由长期借款（占 39.09%）和其他非流动负债（占 50.55%）构成。

截至 2013 年底，公司长期应付款为 7.82 亿元，主要以融资租赁款为主。本报告将长期应付款科目下融资租赁款调入长期债务进行核算。

截至 2013 年底，公司其他非流动负债为 109.81 亿元，同比增长 23.57%。其中中期票据 35.60 亿元，非公开定向债务融资工具 65.00 亿元，理财直接融资工具 5.00 亿元。本报告将其他非流动负债科目下中期票据，非公开定向债务工具和理财直接融资工具调入长期债务核算。

截至 2013 年底，公司债务总额为 358.99 亿元，同比增长 18.29%，其中短期债务占 42.04%，长期债务占 57.96%，公司债务以长期债务为主。

截至 2013 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.38%、75.99% 和 64.72%，分别较 2012 年底上升 2.28 个百分点、2.77 个百分点和 4.56 个百分点。

截至 2014 年 3 月底，公司负债总额为 464.29 亿元，其中流动负债占 50.27%，非流动负债占 49.73%，较 2013 年底变化不大。截至 2014 年 3 月底，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 65.71%、76.68% 和 80.60%，公司债务负担较 2013 年底略有提升。

总体看，跟踪期内，受项目投资影响，公

司负债水平较高。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，公司具有较大融资压力。

4. 偿债能力

2013 年底公司流动比率和速动比率分别为 107.74% 和 82.59%，较 2012 年底分别下降 3.30 和 4.83 个百分点。2014 年 3 月底分别为 108.50% 和 84.16%。2013 年公司经营现金流动负债比 5.17%。跟踪期内公司短期偿债能力有所弱化，存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力看，2013 年，公司 EBITDA 为 27.10 亿元，同比下降 6.94%。2013 年公司 EBITDA 利息倍数为 1.54 倍；全部债务/EBITDA 为 13.25 倍。公司长期偿债指标偏弱，但未来随着转让给渝富资产的土地收入利润全部确认，公司偿债能力将有所加强。总体上，公司整体偿债能力一般。

截至 2013 年底，公司对外提供担保 17.00 亿元，对外担保比率为 14.98%。主要为对重庆市能源投资集团公司（以下简称“重庆能源”）企业债券进行的保证（15 亿元），对普莱克斯化医（重庆）工业气体有限公司提供的贷款保证（2 亿元）。重庆能源主要经营煤炭、天然气、电力销售以及建筑施工等，截至 2013 年底，重庆能源资产总额为 806.49 亿元，所有者权益 243.33 亿元，营业总收入 344.90 亿元，利润总额 2.03 亿元。总体看，公司主要担保对象资本规模较大，经营正常，公司对外担保或有负债风险较小。

公司与商业银行建立了良好的合作关系，截至 2014 年 3 月底，公司共获得银行授信 601.43 亿元，未使用额度 377.88 亿元，公司间接融资渠道通畅；同时公司子公司重庆建峰化工股份有限公司和重庆三峡油漆股份有限公司为 A 股上市公司，公司直接融资渠道畅通；总体看，公司直接、间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司作为重庆地区大型企业集团，在化工生产、商贸流通、医药制造等领域具有区域优势。公司经营规模大，未来随着 MDI 一体化项目等投产，公司收入规模和行业地位将进一步提升。综合判断，公司抗风险能力较强。

九、存续债券偿还能力分析

公司于 2010 年 2 月、2010 年 7 月、2011 年 5 月、2011 年 9 月共发行了四期期限为 5 年，总额度为 35.60 亿元的中期票据。其中 2010 年第二期中票票据包括品种 1“10 渝化医 MTN2”和品种 2“10 渝化医 MTN2CE”；品种 1 为非信用增进型中期票据，规模为 3 亿元，品种 2 信用增进型中期票据，中债信用增进股份有限公司为其提供无条件不可撤销连带责任保证，规模为 3 亿元。同时 2013 年 8 月和 2014 年 1 月共发行了总额 20 亿元的短期融券。目前公司存续债券合计 55.6 亿元，其中一年内到期的债券合计 20 亿元，一年以上到期的债券合计 35.6 亿元。

2013 年，EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动现金净流量对一年以上到期的债券覆盖倍数为 0.76 倍、10.81 倍和 0.32 倍。

2013 年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额对一年内到期债券的覆盖倍数分别为 19.24 倍和 0.57 倍。截至 2014 年 3 月底，公司现金类资产对一年内到期的债券的覆盖倍数为 4.42 倍。扣除受限资金后，现金类资产对一年内到期债券的覆盖倍数为 3.59 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对存续债券保障程度较高，现金类资产对一年内到期债券的保障能力较好。

十、担保情况

“10 渝化医 MTN2CE”由中债信用增进股份有限公司（以下称“中债增进”）为其提供无条件、不可撤销连带责任担保。

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。

截至 2013 年末，中债增进资产总额 86.22 亿元，负债总额 15.96 亿元，所有者权益 70.26 亿元。2013 年，中债增进实现各项营业收入 15.79 亿元，其中增信业务收入 7.37 亿元；净利润 7.19 亿元。

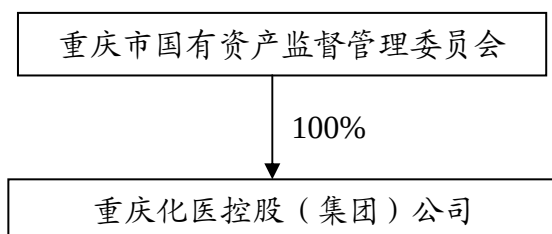
截至 2014 年 3 月底，中债增进资产总额 86.44 亿元，负债总额 14.06 亿元，所有者权益 72.38 亿元。2014 年 1-3 月，中债增进实现营业收入 3.51 亿元，其中增信业务收入 2.50 亿元；净利润 1.44 亿元。

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。

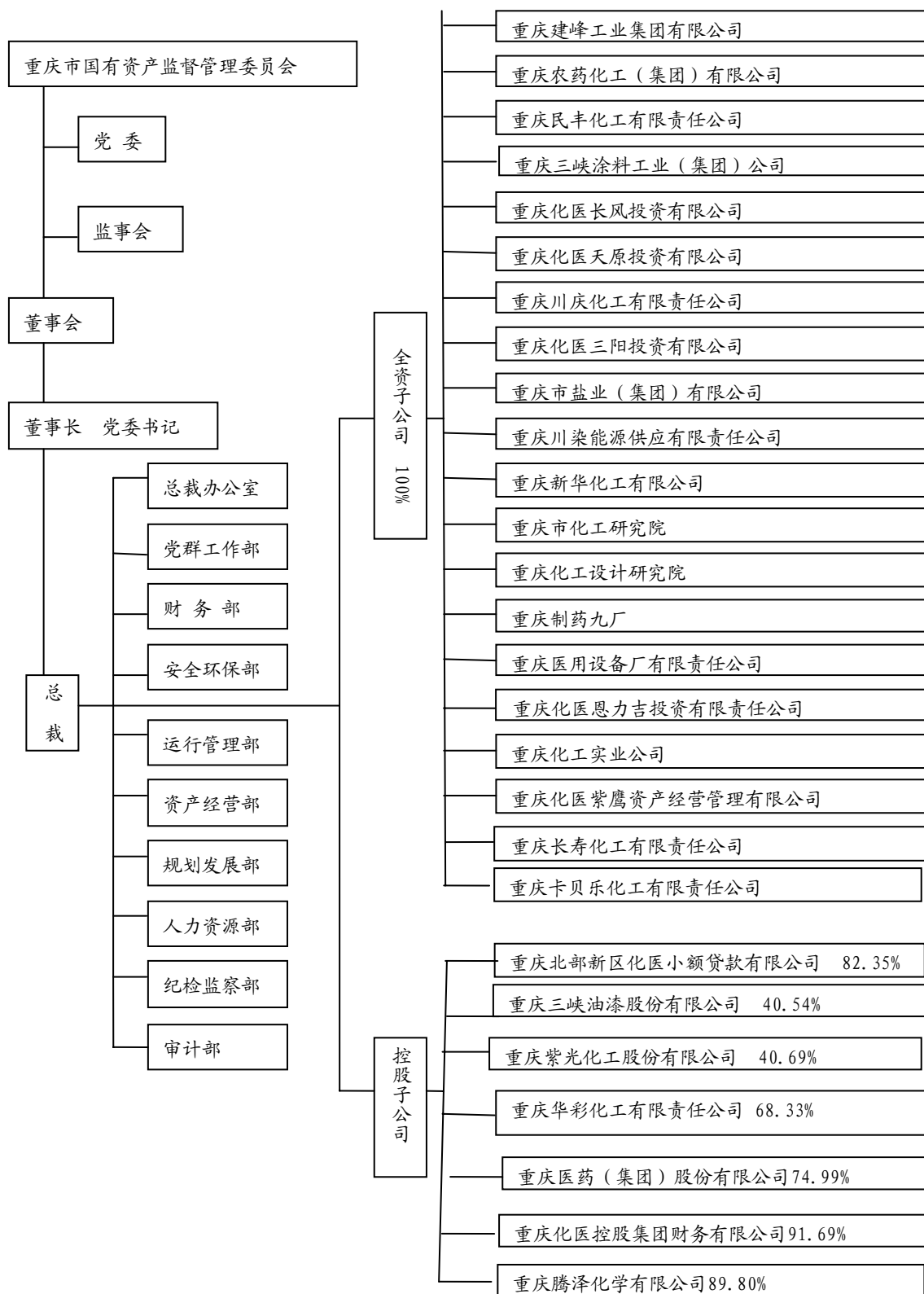
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“10 渝化医 MTN1”、“10 渝化医 MTN2”、“11 渝化医 MTN1”和“11 渝化医 MTN2”AA⁺；“10 渝化医 MTN2CE”AAA；“13 渝化医 CP002”和“14 渝化医 CP001”A-1 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	80.17	94.85	88.48	87.72
资产总额(亿元)	408.63	484.82	550.18	576.04
所有者权益(亿元)	104.54	111.02	113.45	111.75
短期债务(亿元)	105.05	135.86	150.92	153.18
长期债务(亿元)	133.20	167.62	208.08	214.20
全部债务(亿元)	238.24	303.48	358.99	367.38
营业总收入(亿元)	269.45	314.35	360.26	86.64
利润总额(亿元)	7.21	8.86	3.35	-1.59
EBITDA(亿元)	23.60	29.12	27.10	--
经营性净现金流(亿元)	10.73	11.97	11.34	0.61
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.39	5.38	5.49	--
存货周转次数(次)	6.53	6.19	6.01	--
总资产周转次数(次)	0.73	0.70	0.70	--
现金收入比(%)	103.05	102.61	103.96	85.95
营业利润率(%)	12.71	12.48	14.75	10.06
总资本收益率(%)	4.23	4.96	3.30	--
净资产收益率(%)	4.65	7.67	1.74	--
长期债务资本化比率(%)	56.03	60.16	64.72	65.71
全部债务资本化比率(%)	69.50	73.22	75.99	76.68
资产负债率(%)	74.42	77.10	79.38	80.60
流动比率(%)	119.57	111.04	107.74	108.50
速动比率(%)	93.89	87.42	82.59	84.16
经营现金流动负债比(%)	6.58	6.04	5.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.18	2.66	1.54	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.10	10.42	13.25	--

注：2014 年一季度数据未经审计。短期融资券、非公开定向融资工具（短期）调入短期债务核算，融资租赁款、中期票据、非公开定向融资工具（长期）调入长期债务核算。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
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	营业总收入 / (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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据+短期融资券+非公开定向融资工具(短期)
 长期债务=长期借款+应付债券+融资租赁款+非公开定向融资工具(长期)+中期票据
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息