

跟踪评级公告

联合[2016]615号

重庆建峰化工股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对重庆建峰化工股份有限公司主体长期信用状况和发行的“12 建峰债”公司债券进行跟踪评级，确定：

重庆建峰化工股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“负面”

重庆建峰化工股份有限公司发行的“12 建峰债”公司债券信用等级为 AA-

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任： 

二零一六年六月十四日

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>

重庆建峰化工股份有限公司

公司债券2016年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA-

评级展望：负面

上次评级结果：AA-

评级展望：负面

债项简称：12建峰债

债券规模：10亿元

债券期限：不超过7年（5+2）

债项信用等级

跟踪评级结果：AA-

上次评级结果：AA-

担保方：重庆建峰工业集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任担保

跟踪评级时间：2016年6月14日

上次评级时间：2015年4月23日

主要财务数据：

发行人

项目	2014年	2015年	16年3月
资产总额(亿元)	68.31	60.87	60.41
所有者权益(亿元)	20.75	17.13	15.52
长期债务(亿元)	31.38	25.75	25.78
全部债务(亿元)	41.14	38.11	38.18
营业收入(亿元)	29.69	33.26	7.54
净利润(亿元)	-3.61	-3.67	-1.63
EBITDA(亿元)	-0.01	2.57	--
经营性净现金流(亿元)	0.06	1.90	-0.04
营业利润率(%)	1.91	6.92	-4.35
净资产收益率(%)	-15.97	-19.38	--
资产负债率(%)	69.63	71.86	74.32
全部债务资本化比率(%)	66.48	68.99	71.11
流动比率(倍)	0.88	0.64	0.62
EBITDA全部债务比(倍)	-0.0040	0.07	--
EBITDA利息倍数(倍)	-0.0002	0.76	--
EBITDA/待偿本金合计(倍)	-0.0009	0.26	--

担保方

项目	2014年	2015年
资产总额(亿元)	107.27	109.89
所有者权益(亿元)	27.14	29.83
营业收入(亿元)	36.76	38.77
净利润(亿元)	-4.30	-4.34
资产负债率(%)	74.70	72.85
流动比率(倍)	0.49	0.39

注：1、2016年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化；

2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对重庆建峰化工股份有限公司（以下简称“公司”或“建峰化工”）的跟踪评级反映了公司所处化肥行业竞争激烈，产能过剩局面未有改观，整体市场需求不足，公司在积极协调天然气供应、提高装置运行质量、完成弛源化工项目建设，公司积极调整销售策略、开拓国外市场，实现了主要产品销售量的增加。同时，联合评级也关注到公司继续处于亏损状态，期间费用对利润侵蚀严重，盈利能力大幅降低，股票被交易所特别处理，公司债券被暂停交易等因素对公司信用状况产生的不利影响。

公司正在进行重大资产重组，如该重大资产重组顺利完成，公司主营业务将转变为药品、医疗器械的批发配送和零售，以及药品的研发、生产和销售，届时公司整体盈利能力和偿债能力有望改善。

本次债券由重庆建峰工业集团有限公司（以下简称“建峰集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。跟踪期内，建峰集团受化工板块经营效益不佳的影响，整体担保实力有所下降。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA-”，评级展望维持“负面”，同时维持“12建峰债”债项信用等级为“AA-”。

优势

1. 跟踪期内，公司天然气供应情况较往年有较大改善，积极与相关天然气和页岩气供应商协调，保证了公司用气稳定。

2. 跟踪期内，调整渠道结构，开拓国外市场，全年产销衔接良好，实现了主要产品销售量的增加。

3. 跟踪期内，公司实施普通尿素的结构调整，通过差异化产品提高产品附加值，提升

了公司毛利率水平。

关注

1. 公司所处化肥行业市场竞争激烈、全行业产能过剩局面短期内难以改观，市场需求不足、产品价格回升缓慢。

2. 公司连续亏损，股票被交易所特别处理，公司债券被暂停交易，公开市场融资能力下降。

3. 公司整体偿债能力下降，且公司债务负担偏重，面临一定偿债压力。

4. 公司正在进行重大资产重组，该重大重组能否顺利通过并实施，将对公司经营产生重大影响。

5. 担保方建峰集团连续亏损，建峰集团对本次债券的担保效果有所削弱。

分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

任贵永

电话：010-85172818

邮箱：rengy@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

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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：



一、主体概况

重庆建峰化工股份有限公司（以下简称“公司”或“建峰化工”）系经重庆市人民政府渝府【1999】93号文批准，由重庆农药化工（集团）有限公司在改制基础上发起设立，于1999年5月在重庆市工商行政管理局登记注册。1999年8月，经中国证券监督管理委员会证监发行字【1999】88号文批准，首次向社会公众发行人民币普通股5,500万股（股票简称：建峰化工；股票代码：000950），于1999年9月在深圳证券交易所交易系统挂牌上市。2005年10月，经股权转让，重庆建峰工业集团有限公司（原中国核工业建峰化工总厂，以下简称“建峰集团”）成为公司的控股公司。此后，历经股权分置改革、转增股本、定向增发等变更后，截至2016年3月底，公司总股本为59,879.92万股；建峰集团持股比例47.14%，仍为公司第一大股东；公司实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。

图1 截至2016年3月底公司股权结构图



数据来源：公司提供

经营范围包括：生产、销售化肥（含尿素、复合肥）氮气、液氨；向境外派遣各类劳务人员（不含海员）；D1 第一类压力容器，D2 第二类低、中压力容器设计、制造；GC2、GC3 压力管道设计；GC2 压力管道安装；在核定经营地域内从事码头和其它港口设施经营、货物（化肥）装卸。仓储经营。生产、销售化工产品（不含危险化学品）；利用自有资金对化肥及化工产品开发项目进行投资；化工装置维护、检修；防腐蚀施工壹级；钢结构加工及相关技术咨询服务；货物进出口。主要产品包括尿素、三聚氰胺等化工产品。

跟踪期内，公司撤销对外技术服务管理部，新设工会工作部和社会事务部，其他主要业务部门未发生变动。2015年，公司投资新设子公司1家；截至2015年底，公司拥有全资子公司4家、控股公司1家；在职员工2,085人。

截至2015年底，公司合并资产总额60.87亿元，负债合计43.74亿元，所有者权益（含少数股东权益）17.13亿元，其中归属于母公司所有者权益17.06亿元。2015年，公司实现营业收入33.26亿元，净利润（含少数股东损益）-3.67亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-3.67亿元；经营活动产生的现金流量净额1.90亿元，现金及现金等价物净增加额-1.33亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额60.41亿元，负债合计44.90亿元，所有者权益（含少数股东权益）15.52亿元，其中归属于母公司所有者权益15.44亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入7.54亿元，净利润（含少数股东损益）-1.63亿元，其中归属于母公司所有者的净利

润-1.63 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.04 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.38 亿元。

公司注册地址：重庆市涪陵区白涛街道；法定代表人：何平。

二、本次债券概况

本次债券名称为“重庆建峰化工股份有限公司 2012 年公司债券”，发行规模 10 亿元，面值 100 元，平价发行，期限为 7 年，附第 5 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券采取网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者询价配售相结合的方式发行。本次债券已于 2012 年 12 月 6 日发行结束，发行票面利率为 6.39%，每年付息一次，到期还本，起息日为 2012 年 11 月 2 日。扣除发行费用后，本次债券的净募集款项为 99,220 万元，已全部用于补充流动资金。

本次债券于 2012 年 12 月 11 日起在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“12 建峰债”，证券代码“112122”。根据公司公告显示，由于公司 2014 年、2015 年连续两年亏损，根据《证券法》第六十条、《深圳证券交易所公司债券上市规则（2015 年修订）》第 7.1 条等规定，公司 2012 年公司债券自 2016 年 5 月 5 日起在深交所暂停上市。后续债券还本付息的安排：无论“12 建峰债”暂停上市还是出现终止上市的情况，公司须按照原募集说明书等相关公告中约定的时间及方式进行债券的派息及到期兑付工作。

跟踪期内，公司于 2015 年 11 月 2 日支付了本次公司债券 2014 年 11 月 2 日至 2015 年 11 月 1 日的利息。

三、管理分析

跟踪期内，公司召开股东大会完成换届选举，治理结构相应作出调整。公司董事会由 13 名董事（其中 6 名独立董事）调整为 11 名董事（其中 5 名独立董事），设董事长一人、副董事长一人。股东大会、董事会、监事会分别按其职责行使决策权、执行权和监督权。公司内部组织机构撤销对外技术服务管理部，新设工会工作部和社会事务部（见附件 1）。

跟踪期内，公司出现一定人事变动，安传礼等 5 名独立董事任期届满离任，选举选陶长元、曹国华、唐学锋和吴虹四人为公司新任独立董事；原监事会主席阴文强任期届满离任由周章庆接任，选举谢国华为公司监事；原公司副总经理甘云杰和潘伟雷主动辞职解聘。

周章庆先生，现任公司监事会主席，1959 年 12 月生，研究生学历，高级工程师，监事会主席；曾任重庆建峰工业集团有限公司副总经理、党委委员、党委副书记、工会主席，公司董事等职；2015 年 1 月起担任公司监事会主席。

总体看，跟踪期内，公司主要董事、监事换届选举，主要高级管理人员变动较小，管理运作正常。

四、运营环境

化肥行业作为周期性产业，其经营状况与经济环境密切相关。2015 年，国内外经济疲软，受需求下降和产能过剩的双重挤压，化肥行业整体发展低迷。2015 年下半年以来，煤炭、石油价格低迷带来化肥原材料大宗化学品价格大幅下跌，导致尿素与复合肥价差扩大，复合肥产品面临跌价压力；主流农产品价格下跌，影响了农民投入的积极性；自 2015 年 9 月 1 日起，面对化

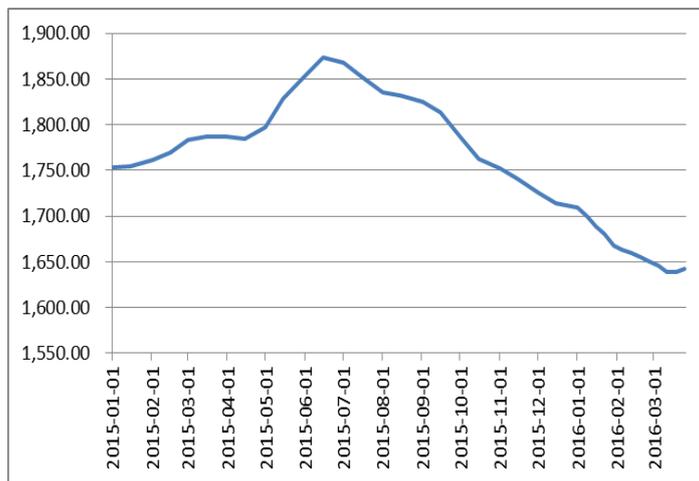
肥销售和进口企业征收 13% 的增值税政策，企业业绩增长面临压力。

作为化肥中最重要的氮肥，2015 年产能严重过剩，行业大面积亏损。2015 年年初全国共有尿素企业 177 家，总产能 8,070 万吨，当年新增尿素产能 450 万吨，将关闭产能 300 万吨，到 2015 年底产能达到 8,220 万吨，扣除其中长期停产产能 500 万吨，有效产能 7,720 万吨，而需求仅有 6,500 余万吨，行业产能严重供大于求。加之国家相继出台了各项涉及化肥行业发展的相关政策，化肥用电、增值税收，运输等优惠政策逐步取消，导致尿素产品刚性成本上升，导致行业大面积亏损。

从原料供应来看，2015 年煤炭行情持续低迷，化肥平均生产成本下降，煤头化肥生产企业获得一定成本优势。相比之下气头尿素成本优势较弱，2015 年 2 月，国家发改委下发了《关于理顺非居民用天然气价格的通知》，决定将增量气最高门站价格每千立方米降低 440 元，存量气最高门站价格每千立方米提高 40 元。化肥用气不区分存量气和增量气，提价幅度最高不超过每千立方米 200 元。同时对承担冬季调峰责任的化肥企业实行可中断气价政策，用气价格折让幅度不得低于每千立方米 200 元。在国内天然气供应逐步市场化、化肥产能过剩的背景下，化肥企业的特殊性逐渐淡化。目前我国气头尿素约占全国尿素总产能的三成，在市场持续低迷的情况下，致使部分“气头”装置尿素产品成本倒挂。

由于 2014 年尿素出口增加，以及 2013 年以来尿素价格下跌，部分开工率降低，同时伴随着春耕需求增加等综合因素，导致 2015 年上半年国内市场供需矛盾有所缓解，国产尿素批发价格有所上升。根据商务部数据显示，截至 2015 年 6 月底，我国尿素企业出厂均价 1,850 元/吨，较年初上涨 100 元/吨，处于近三年高位；三季度市场缺少利好，尿素价格上涨动力不足，再加上业内普遍看空行情，压价出货频现。进入四季度传统淡季行情，尿素需求疲软，农业淡储推迟，导致尿素价格迅速回落，并延续至 2016 年一季度。

图 2 2015 年~2016 年 3 月国产尿素批发价格走势（单位：元/吨）



资料来源：商务部

从出口情况来看，由于 2015 年取消了淡旺季出口关税制度，全年出口采用统一关税，同时，由于国内化肥产量在不断增加，而国内需求有限，许多企业都加大了出口力度，2015 年我国化肥出口量增加。据国家海关统计数据，2015 年我国共出口各种肥料累计 3,555 万吨（实物量），同比增长 20%，出口量创历史新高。但 2015 年全年我国尿素总出口数量 1,374.80 万吨，较 2014 年全年 1,361.55 万吨的出口总量仅增长了 0.97%，2015 年尿素出口平均单价 286.5 美元/吨，同比降低了 2.68%。

总体看，跟踪期内，我国化肥行业持续低迷，在产能过剩的形势下，价格不断走低；未来随着出口关税进一步放宽，出口有望保持增长，煤炭价格下行煤头企业具有一定成本优势，气头企业面临成本压力。

五、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司整体运行平稳，随着聚四氢呋喃装置转入正常生产，公司营业收入有所增加。2015年，公司实现营业收入33.26亿元，较上年增长12.05%；毛利率7.14%，较上年提高4.95个百分点，但公司所处化肥行业竞争激烈，受产能过剩严重、行业需求不振等多因素影响，毛利空间较小。2015年，公司继续亏损，净利润-3.67亿元，亏损扩大1.75%，其中归属母公司所有者的净利润为-3.67亿元。

跟踪期内，公司聚四氢呋喃装置投产，2015年公司主要产品为化肥、三聚氰胺和PTMEG（聚四亚甲基醚二醇）。其中，化肥收入24.46亿元，较上年减少0.63%，占营业收入73.54%，占比降低14.27个百分点，仍为公司最主要收入来源；三聚氰胺收入1.49亿元，较上年减少50.51%，主要系公司根据产品市场价格情况及产品边际贡献情况调整装置运行模式，降低其产量提高毛利率，三聚氰胺占营业收入4.48%，占比降低7.71个百分点；公司新增PTMEG收入2.71亿元，占营业收入8.15%。其他收入4.60亿元，其他业务收入主要为部分商贸业务、液氨业务及工程劳务等，其他业务收入较上年增长122.72%，占营业收入增至13.83%，主要系复合肥商贸业务增加1.30亿元，液氨业务增加0.61亿元所致。

表1 2014~2015年公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2014年			2015年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
化肥	24.62	87.81	2.28	24.46	73.54	10.82
三聚氰胺	3.00	12.19	-11.36	1.49	4.48	-1.30
PTMEG	--	--	--	2.71	8.15	-25.04
其他	2.07	5.99	20.84	4.60	13.83	9.24
合计	29.69	100.00	2.19	33.26	100.00	7.14

资料来源：公司提供

毛利率方面，2015年，化肥产品毛利率上升8.54个百分点至10.82%，主要系公司加大化肥增值产品的开发所致，主要增值产品包括螯合系列尿素产品、氨基酸尿素、车用尿素等。2015年，三聚氰胺毛利率-1.30%，较上年上升10.06个百分点，主要系公司根据产品市场价格情况及产品边际贡献情况调整装置运行模式，降低其产量提高毛利率。2015年，公司聚四氢呋喃装置投产，但由于PTMEG严重的产能过剩，产品市场价格持续下行，加之尚未实现装置的达产达标，PTMEG毛利率为-25.04%，拉低公司整体毛利率水平。综合以上因素，公司2015年综合毛利率为7.14%，较上年提高4.95个百分点。

2016年1~3月，公司实现营业收入7.54亿元，同比微增0.06%，实现净利润-1.63亿元，较上年同期亏损扩大80.82%，主要系公司主产品PTMEG售价较上年同期降幅较大，且尿素售价也有一定下降，同时运费及计提产品跌价准备增加所致。

总体看，2015年公司营业收入增长，新增PTMEG产品，丰富了产品种类，受公司调整化肥产品结构影响，提高了化肥和三聚氰胺的毛利率，公司综合毛利率有所上升，但PTMEG产品

盈利不佳，公司整体呈亏损状态。2016 年一季度，公司收入小幅上升，但面对各种不利因素，公司大幅亏损。

2. 生产成本

公司产品生产所需原燃料主要包括天然气、页岩气、电和水等，以天然气和页岩气为主要直接材料。2015 年，公司原燃料合计 24.33 亿元，较上年增长 38.47%，原燃料占成本比重为 81.59%，较上年略有提高，其中直接材料占比增至 69.86%，公司直接材料对产品成本影响较大。

表 2 2014~2015 年公司原燃料支出及占比（单位：万元、%）

项 目	2014 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	133,441.23	59.47	208,245.48	69.83
燃料动力	42,276.57	18.84	35,072.33	11.76
合计	175,717.80	78.31	243,317.81	81.59

资料来源：公司提供

公司所有天然气和页岩气主要由中石油和中石化等企业供应，气价对公司经营影响较大，国家发改委在 2015 年 2 月 26 日及 11 月 18 日出台了《关于理顺非居民用天然气价格的通知》（发改价格【2015】351 号）、《降低非居民用天然气门站价格并进一步推进价格市场化改革的通知》，分别于 4 月 1 日及 11 月 20 日起实施。

跟踪期内，为降低原材料价格调整对公司经营的不利影响，公司积极协调有关部门，争取优惠政策：

中石油供气方面，一是 2015 年 5 月配合重庆气矿销售公司对化肥气比例进行核查，10 月份天然气清算退回天然气款近 4,900 万元，并签订天然气供气合同。二是申请承诺成为调峰企业以及冬季调峰和应急调峰单位，并享受了调峰企业天然气优惠政策。

中石化供气方面，2015 年 1~5 月份的天然气价格从 1.92 元/立方调整为 1.82 元/立方米，从 6 月份起天然气价格调整为 1.5914 元/立方米，减少天然气款支付近 1.4 亿元，并签订天然气供气合同。二是天然气供气流程由临时流程改为中石化涪陵输气站正式流程供气，进一步保障了装置供气的稳定性。三是中石化发函自 2016 年 2 月 1 日下调供气价格至 1.516 元/立方米。

四合燃气公司供气方面，一是 2015 年 8 月份起弛源化工天然气价格由 1.92 元/立方米降至 1.7 元/立方米，减少天然气款支付 200 多万元。二是 2016 年 4 月份以后供气价格由 1.62 元/立方米降低 1.52 元/立方米。

总体看，跟踪期内，公司积极与原料供应商协调，争取天然气的优惠价格和供应保障。

3. 生产及销售

生产方面，2015 年公司主要产品产能未发生变化，4.60 万吨 PTMEG 产能设备投产。公司强化运行监控，坚持正现金流和正边际贡献运营原则，实施装置联运，各主要装置运行质量有所提升。其中，2015 年，尿素产量 127.10 万吨，产量较上年增加 4.27%，产能利用提高至 96.29%；合成氨产量 84.35 万吨，产量较上年增加 4.17%，产能利用率增至 112.47%；三聚氰胺产量 2.72 万吨，产量较上年减少 51.34%，主要系产品市场情况不佳及公司调整装置运行模式，降低其产量以提高毛利率，产能利用率降至 45.33%，产能利用较低；新投产的 PTMEG 产量为

2.89 万吨，产能利用率 62.83%，由于尚未完全达产，产能利用率较低。

表 3 2014~2015 年公司主要产品产能及产量（单位：万吨/年、万吨、%）

主要产品	产能		产量		产能利用率	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
尿素	132.00	132.00	121.90	127.10	92.35	96.29
合成氨	75.00	75.00	80.97	84.35	107.96	112.47
三聚氰胺	6.00	6.00	5.59	2.72	93.17	45.33
PTMEG	--	4.60	--	2.89	--	62.83

资料来源：公司提供

销售方面，面对市场低迷，公司提高销售队伍整体销售和服务水平，进一步细分市场，优化产品结构，加强分销/直销渠道建设。按照公司保存量、促增量的工作思路，积极推进增效尿素、中颗粒、车用尿素等业务开展。公司主要产品尿素 2015 年销量为 127.79 万吨，较上年增长 6.33%；合成氨销量为 9.35 万吨，较上年增长 48.41%；由于市场环境不佳，公司三聚氰胺销量 3.03 万吨，较上年减少 46.18%；新增产品 PTMEG 销量为 2.44 万吨。

产销率方面，公司尿素及三聚氰胺由于产量控制，产销率较高，2015 年上述两产品产销率分别为 100.54% 和 111.40%；合成氨产品有部分为公司自用，故产销率较低，仅为 11.08%；新增 PTMEG 产销状况一般，2015 年产销率为 84.43%。截至 2015 年底，公司库存的产成品价值 1.67 亿元。

销售价格方面，化肥产能全局性过剩以及市场竞争进一步加剧，主要化肥产品价格下滑较快，公司及时采取“买断、预收货款货到结算、联储联销”等灵活销售模式，阶段性实施“批量和核心大客户折让”销售政策，较好地适应了市场竞争需求，促进了销售业务开展。同时，进一步细分市场，优化市场布局，加强分销/直销渠道建设。受益于公司积极调整尿素细分产品结构，尿素销售均价提高 1.64% 至 1,613.00 元/吨；合成氨和三聚氰胺受市场价格影响，售价分别较上年下滑 3.02% 和 8.04%；PTMEG 价格为 13,918.00 元/吨，产品价格处于低位。

表 4 2014~2015 年公司主导产品的销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

主要产品	销量		销售均价		产销率	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
尿素	120.18	127.79	1,587.00	1,613.00	98.59	100.54
合成氨	6.30	9.35	2,085.00	2,022.00	7.78	11.08
三聚氰胺	5.63	3.03	5,336.00	4,907.00	100.72	111.40
PTMEG	--	2.44	--	13,918.00	--	84.43

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司生产经营运行稳定，产销衔接良好，主导产品的产销量实现增长，主要产品价格变化不大。

4. 重大事项

2015 年 12 月 30 日，公司第六届董事会第八次会议审议通过了《关于以挂牌转让方式转让公司持有的重庆弛源化工有限公司 100% 股权和三聚氰胺分公司资产的议案》，以 2015 年 10 月 31 日为审计评估基准日，将所持有的重庆弛源化工有限公司 100% 股权和三聚氰胺分公司资产在

联交所挂牌出售，挂牌价格不低于具有从事证券期货相关业务资格的评估机构评估并经市国资委核准或备案的评估结果。

鉴于公司 2014 年、2015 年连续两个会计年度经审计的净利润为负值，根据深圳证券交易所《股票上市规则》等有关规定，自 2016 年 4 月 25 日起，深圳证券交易所对公司股票实行“退市风险警示”，实施退市风险警示后股票价格的日涨跌幅限为 5%。

根据《证券法》第六十条、《深圳证券交易所公司债券上市规则（2015 年修订）》第 7.1 条等规定，深圳证券交易所对公司做出了《关于重庆建峰化工股份有限公司 2012 年公司债券暂停上市的决定》（深证上【2016】240 号），根据该决定，公司发行的“12 建峰债”（债券代码“112122”），于 2016 年 5 月 5 日起正式在集中竞价系统和综合协议交易平台暂停上市。

2016 年 3 月 24 日，公司接到建峰集团《关于拟筹划重大资产重组的通知的函》，重庆化医控股（集团）公司拟筹划实施对公司的重大资产重组事宜。根据公司最新公告，2016 年 6 月 12 日，公司与重庆化医控股（集团）公司签署了《重大资产重组意向协议》（以下简称“意向协议”），初步协商确定本次重大资产重组的交易整体方案包括：重大资产置换、发行股份购买资产及募集配套资金。其中第一、第二两项交易同时生效、互为前提；任何一项内容因未获得政府部门或监管机构批准而无法付诸实施，则两项交易均不予实施。该协议仅为重组的初步意向，未来重组实施将以签署正式协议为准。

公司第六届董事会第十一次会议审议通过了《重庆建峰化工股份有限公司关于提前兑付“12 建峰债”全部未偿付本金及利息的议案》，董事会同意公司提前兑付“12 建峰债”全部未偿付本金及利息款。据公司发布公告，公司计划 2016 年 6 月 15 日召开 2016 年第一次“12 建峰债”债券持有人会议，对《重庆建峰化工股份有限公司关于提前兑付“12 建峰债”全部未偿付本金及利息的议案》进行审议，若本次债券持有人会议的议案审议通过，重庆建峰化工股份有限公司在会议决议公告之日起两个月内完成“12 建峰债”全部未偿付本金及利息款的兑付工作。

总体看，公司目前正组织重大资产重组事项，如重组成功将对公司摆脱目前经营困境产生积极影响，但未来重组能否顺利完成尚存在不确定性，联合评级将持续关注该事项进展情况。公司股票被交易所实施退市风险警示及公司债券暂停交易，对公司公开市场融资产生不利影响，公司计划召开债券持有人会议审议提前兑付“12 建峰债”，若议案通过本次债券将提前兑付。

5. 经营关注

（1）公司所处化肥行业市场竞争激烈，市场需求不足、产品价格回升缓慢，导致公司主要产品盈利水平较差，部分产品甚至为亏损状态。

（2）天然气价格改革公司生产成本上升，利润空间受到挤压，未来公司成本压力依然较大，未来公司在天然气供应稳定性上仍有不确定性。

（3）公司积极拓展产品类型，但是新产品四氢呋喃目前盈利水平较差，公司产品调整能否成功面临较大不确定性。

（4）公司连续亏损已被交易所特别处理，同时公司债券被暂停上市，公司融资能力被削弱，对公司经营产生较大不利影响。

6. 未来发展

公司明确下一步重点发展“专用化学品与化工新材料、农化产品及服务、工业技术服务”三大产业，并将“专用化学品和化工新材料”为增量主攻方向。发展路径从资源获取调整为技术、市场和资源获取，重点培育技术研发能力，基于工艺技术建立生产平台。

2016 年公司继续以“调整、改革、创新、发展”为工作主线，深化企业改革，加快结构调整及产品升级，进一步加大尿素差异化产品的开发和销售力度；推进精细化工产业发展，进一步拓展新材料产品体系；发挥自身优势大力发展工业生产服务产业。同时发挥公司驾驭大型化工装置运行能力较强的优势，抓好现有“一化”、“二化”、三胺一期、二期等装置优化运行，积极协调各级政府、原料供应商，争取天然气的供应保障；继续加强营销能力及渠道建设，做好聚四氢呋喃等新品的市场推广和营销工作，合理调整目标市场布局。

总体看，公司未来发展战略方向明确，将产业结构调整作为发展重点，符合公司发展的需要，公司着力提高核心竞争力，推进企业健康发展。

六、财务分析

公司 2015 年度合并财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见，2016 年一季度财务报表未经审计。2015 年，公司投资新设重庆辰智浩元新材料有限公司，纳入合并报表范围，但公司主营业务未发生变动，无主要会计政策、会计估计变更，财务数据可比性强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 60.87 亿元，负债合计 43.74 亿元，所有者权益（含少数股东权益）17.13 亿元，其中归属于母公司所有者权益 17.06 亿元。2015 年，公司实现营业收入 33.26 亿元，净利润（含少数股东损益）-3.67 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-3.67 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.90 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.33 亿元。

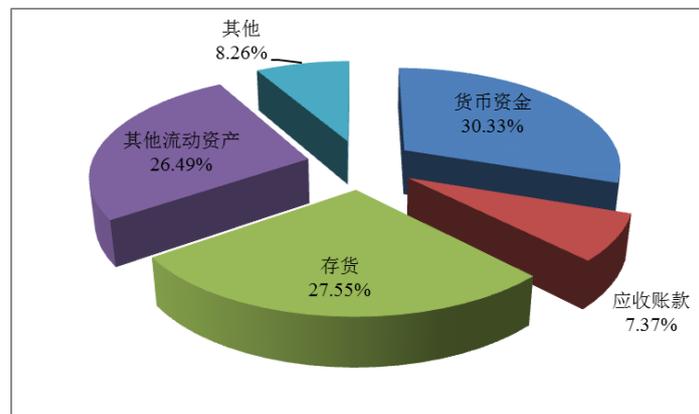
截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 60.41 亿元，负债合计 44.90 亿元，所有者权益（含少数股东权益）15.52 亿元，其中归属于母公司所有者权益 15.44 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.54 亿元，净利润（含少数股东损益）-1.63 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-1.63 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.04 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.38 亿元。

1. 资产质量

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 60.87 亿元，较年初下降 10.89%；非流动资产在总资产中的占比由期初的 80.42% 增长至 82.39%，公司资产结构仍以非流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产总计 10.72 亿元，较年初下降 19.89%，主要系货币资金和存货减少所致；公司流动资产以货币资金、应收账款、存货和其他流动资产为主（见下图）。

图 3 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2015 年底，公司货币资金 3.25 亿元，较年初下降 37.97%，主要系偿还债务较多所致；其中 76.52% 的货币资金为受限资金，受限比例较高。

截至 2015 年底，公司应收账款 0.79 亿元，较年初增长 1,033.17%，主要系 PTMEG 产品销售增加应收账款所致；应收账款按账龄法计提坏账准备，累计计提 0.04 亿元（计提比例 5.02%）；按账龄来看，公司应收账款中一年以内应收账款占比 99.76%，账龄较短。应收账款前五名占应收账款总额的比例为 92.33%，集中度很高。

截至 2015 年底，公司存货 2.95 亿元，较年初下降 22.34%，主要是尿素和三聚氰胺产品库存量下降以及计提减值所致；存货中主要为库存商品（占比 59.24%）和备品备件（占比 32.34%）2015 年公司对存货累计计提跌价准备 0.19 亿元，主要是由于公司化肥产品市场价格和成本倒挂，目前公司主要产品价格走势低迷，公司存货面临一定跌价风险。

截至 2015 年底，公司其他流动资产 2.84 亿元，较年初下降 10.47%，主要是待抵扣增值税进项税。

截至 2015 年底，公司非流动资产 50.15 亿元，较年初下降 8.70%，主要系固定资产减少所致。非流动资产以固定资产（86.71%）和无形资产（8.56%）为主，构成较年初变动较小。

截至 2015 年底，公司固定资产账面价值 43.49 亿元，较年初下降 6.41%，主要系计提折旧所致。截至 2015 年底，公司累计计提折旧 24.64 亿元，固定资产成新率 65.84%，成新率一般；公司二化项目包装楼、安全维修楼以及聚四氢呋喃项目房屋建筑物产权证书仍在办理过程中，涉及账面价值 1.06 亿元。

截至 2015 年底，公司无形资产 4.29 亿元，较年初下降 6.97%，主要系摊销所致，无形资产累计摊销 0.54 亿元；无形资产中土地使用权占比 43.35%，非专利技术占比 56.65%。

截至 2015 年底，公司资产账面价值有 3.96 亿元资产的所有权或使用权受到限制，受限资产占比 6.51%，占比不大。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 60.41 亿元，较年初小幅下降 0.75%，其中非流动资产占 81.61%，较年初降低 0.79 个百分点，公司仍以非流动资产为主，各项资产占比较年初变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所减小，仍以非流动资产为主，资产结构较年初变动较小；固定资产折旧较高；货币资金减少，存货面临跌价风险，受限资产占比不高，公司整体资产质量一般。

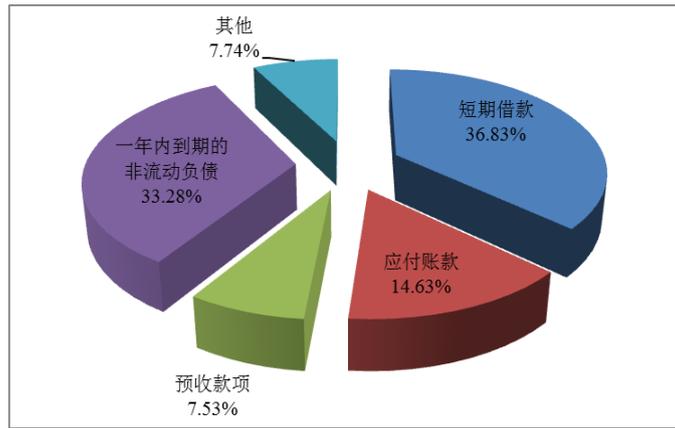
2. 负债和所有者权益

负债

截至 2015 年底，公司负债合计为 43.74 亿元，较年初下降 8.04%，主要系非流动负债减少所致，非流动负债占比由年初 67.92% 降至 61.55%，负债结构仍偏重非流动负债。

截至 2015 年底，公司流动负债 16.82 亿元，较年初增长 10.19%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债构成（见下图）。

图4 截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

截至2015年底，公司短期借款为6.19亿元，较年初增长28.58%，主要系公司经营需求新增流动资金借款所致。包括质押借款占比24.53%、抵押借款占比12.92%和信用借款占比62.55%，质押借款系一年以内到期的定期存款1.69亿元提供质押，抵押借款系保证金0.32亿元提供抵押。

截至2015年底，公司应付账款2.46亿元，较年初下降19.14%，主要系公司支付部分在建项目工程款所致。

截至2015年底，公司预收款项1.27亿元，较年初减少31.54%，主要系公司年底结算时点导致相关预收款项结转所致。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债5.60亿元，较年初增长36.13%，主要是一年内到期的长期借款增加所致。

截至2015年底，公司非流动负债26.92亿元，较年初下降16.66%，主要系长期借款减少所致。非流动负债仍以长期借款（占比58.62%）和应付债券（占比37.03%）为主。

截至2015年底，公司长期借款15.78亿元，较年初下降26.33%，主要系长期借款即将到期转出所致，长期借款以信用借款（占比95.41%）为主。

截至2015年底，公司应付债券9.97亿元，较年初变动较小，应付债券全部为“12建峰债”。

截至2015年底，公司全部债务38.11亿元，较年初下降7.37%，主要系长期借款减少所致；其中，长期债务25.75亿元（占比67.57%）。截至2015年底，资产负债率和全部债务资本化比率分别为71.86%和68.99%，分别较年初上升2.23个百分点和2.51个百分点，长期债务资本化比率为60.05%，与年初基本持平，公司债务负担进一步加重，但仍属可控。

截至2016年3月底，公司负债合计为44.90亿元，较年初增长2.65%，主要系应付票据增加导致的流动负债增长。负债中非流动负债占比由年初61.55%降至59.88%，负债结构仍以非流动负债为主。

总体看，跟踪期内，公司负债规模下降，仍以非流动负债为主；债务负担较重，以长期债务为主。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益合计17.13亿元，较年初下降17.43%，其中，归属于母公司所有者权益合计17.06亿元，较年初下降17.50%，主要系公司持续亏损导致未分配利润大幅减少所致。其中股本占35.10%，资本公积占62.74%，盈余公积占6.48%，未分配利润为-0.80亿元

(占比-4.68%)。

截至 2016 年 3 月底, 公司所有者权益合计 15.52 亿元, 较年初下降 9.43%, 其中归属于母公司所有者权益合计 15.44 亿元, 较年初下降 9.48%, 主要系公司 2016 年一季度继续亏损导致未分配利润继续减少所致。归属于母公司所有者权益中未分配利润为-2.43 亿元(占比-15.75%), 其他各项权益较年初变动较小。

总体看, 所有者权益中股本和资本公积占比较大, 但由于公司持续亏损, 所有者权益减少, 权益结构稳定性一般。

3. 盈利能力

2015 年, 聚四氢呋喃产品市场产能过剩且价格持续下滑致使公司整体呈亏损状态。2015 年公司实现营业收入 33.26 亿元, 同比增长 12.05%; 实现营业利润-3.74 亿元, 较上年同期亏损扩大 3.18%; 实现净利润-3.67 亿元, 较上年同期亏损扩大 1.75%, 其中归属母公司所有者的净利润为-3.67 亿元。

从期间费用看, 2015 年公司销售费用 1.68 亿元, 同比下降 3.93%; 管理费用 2.53 亿元, 同比增长 73.12%, 主要系部分长期资产折旧及停工损失增加所致; 财务费用 2.13 亿元, 同比大幅增长 145.34%, 主要系聚四氢呋喃项目预转固后, 利息支出由资本化转为费用化所致, 综合以上因素, 2015 年公司期间费用较上年增长 55.51%, 为 6.33 亿元。费用收入比由上年的 13.72% 上升至 19.04%, 整体费用控制能力较弱。

2015 年, 公司主要通过处置部分可供出售金融资产获得投资收益 0.81 亿元, 同比增长 2,961.69%; 获得政府补助收入 0.11 亿元, 同比增长 364.18%。投资收益和营业外收入大幅增加, 但其相对公司亏损额度较小, 对利润总额影响较小。

2015 年, 公司营业利润率 6.92%, 同比上升 5.01 个百分点, 但公司费用总额大幅增长, 导致公司盈利状况不佳, 各项盈利指标均为负值, 总资本收益率为-2.15%、总资产报酬率为-1.95%和净资产收益率为-19.38%, 公司整体盈利能力弱。

2016 年 1~3 月, 公司实现营业收入 7.54 亿元, 同比微增 0.06%, 实现净利润-1.63 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润-1.63 亿元, 较上年同期亏损扩大 80.99%, 主要系公司主产品价格下降, 同时, 运费及计提产品跌价准备增加所致。

总体看, 跟踪期内, 公司收入规模有所扩大, 但行业整体景气度不佳, 期间费用对利润侵蚀严重, 继续陷入亏损。由于短期内市场不利因素的影响继续存在, 公司整体盈利状况难以改善。

4. 现金流

从经营活动看, 2015 年公司经营活动现金流入同比下降 1.38%至 30.10 亿元, 其中 99.30% 为销售商品和提供劳务收到的现金; 经营活动现金流出同比下降 7.44%至 28.20 亿元, 主要系天然气价格下降及票据背书付货款减少现金支付额所致, 其中购买商品和接受劳务支出的现金占比 82.94%, 支付其他与经营活动有关的现金占比 8.81%, 主要为运输费和综合服务费。综合以上因素, 公司经营活动现金净流入 1.90 亿元, 同比增长 3,212.92%。从收入实现质量来看, 公司现金收入比为 89.87%, 较上年下降 12.34 个百分点, 收入实现质量较低。

从投资活动看, 2015 年公司投资活动现金流入 3.89 亿元, 同比下降 61.35%, 主要系收回投资收到的现金减少 73.39%至 2.38 亿元, 收到其他与投资活动有关的现金 1.47 亿元, 同比增长 34.29%, 主要系收回定期存款及利息收入增加所致; 投资活动现金流出 3.37 亿元, 同比下降 74.62%, 主要系公司投资支出及项目投入较少所致。综合以上因素, 2015 年公司投资活动产生

的现金流净额为 0.52 亿元，由去年的净流出转为净流入。

从筹资活动看，2015 年公司筹资活动现金流入 11.49 亿元，同比下降 13.49%，其中借款收到的现金 9.39 亿元，同比下降 29.24%，收到其他与筹资活动有关的现金 2.09 亿元，主要为收回为借款质押的定期存款及利息收入；2015 年公司筹资活动现金流出 15.24 亿元，同比增长 59.18%，主要为偿还债务支出大幅增长所致，2015 年公司偿还债务支付的现金 12.17 亿元，同比增长 110.83%。综合以上因素，2015 年公司筹资活动产生的现金流量净额-3.75 亿元，筹资活动现金流由上年的净流入转为净流出，筹资能力有待提高。

2016 年 1~3 月，经营活动产生的现金流量净额-0.04 亿元；投资活动产生的现金流量净额-0.10 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 0.52 亿元。现金及现金等价物增加额 0.38 亿元。

总体看，2015 年，公司经营活动现金净流入增加，但收入实现质量有所下降，投资活动现金支出大幅减少，导致投资活动现金净流入，由公司偿还债务较多，筹资活动大幅净流出，公司偿债资金需求较多。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别 0.64 倍和 0.46 倍，较年初的 0.88 倍和 0.63 倍均有所下滑，处于较低水平；公司现金短期债务比由年初的 0.57 倍降至 0.29 倍，现金类资产对短期债务的保障能力较弱；公司经营现金流动负债比率为 11.31%，较 2014 年 0.38% 显著增长；总体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2015 年公司 EBITDA 由上年的-85.08 万元增至 2.57 亿元，主要系公司 2015 年折旧和计入财务费用的利息支出增加所致，公司利润总额未有改善，2015 年公司 EBITDA 中折旧 3.35 亿元、摊销 0.48 亿元、计入财务费用的利息支出 2.41 亿元、利润总额-3.67 亿元。受益于 EBITDA 增长，2015 年，公司 EBITDA 利息倍数为 0.76 倍，较上年明显增加，EBITDA 全部债务比分别为 0.07 倍，公司长期偿债能力仍较弱。

截至 2016 年 3 月底，公司获得的银行授信总额为人民币 6.70 亿元，其中已使用的授信额度为 4.35 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽，此外，公司随为 A 股上市公司，但跟踪期内，由于公司业绩不佳，已被深圳证券交易所特别处理，公司直接融资能力减弱。

截至 2015 年底，公司无对外担保和重大诉讼仲裁事项。

根据中国人民银行企业信用报告，截至 2016 年 5 月 5 日，公司欠息 13.71 万元，无未结清的关注类和不良类贷款。公司历史有不良贷款 32 笔和关注类贷款 12 笔，截至 2006 年 7 月已全部结清，过往债务履约情况较差。

总体看，跟踪期内，由于公司连续亏损，公司偿债能力明显下降，此外公司融资能力减弱，公司整体偿债能力较弱，公司过往债务履约情况较差。

七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年 3 月末，公司现金类资产（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）3.53 亿元，约为本次债券本金（10 亿元）的 0.35 倍，公司现金类资产对本次债券的覆盖程度较低；净资产 17.13 亿元，约为本次债券本金（10 亿元）的 1.71 倍，公司净资产对本次债券的覆盖程度尚可。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 2.57 亿元，约为本次债券本金（10 亿元）的 0.26 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 30.10 亿元，约为本次债券本金（10 亿元）的 3.01 倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度较高。

综合以上分析，考虑到目前公司所处行业景气度下降，公司经营业绩下滑，持续亏损，公司对本次债券的偿还能力一般。

八、债务保护条款分析

1. 担保条款

“12 建峰债”由重庆建峰工业集团有限公司（以下简称“建峰集团”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保人承担保证责任的期间为本次公司债券存续期及债券到期之日起 2 年。担保范围包括本次公司债券的全部本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用。

2. 担保方概况

建峰集团是重庆市唯一大型氮肥企业和重点综合化工企业，已形成涵盖农用化工产品及其农化服务（包含化肥、农资贸易与服务），专业化学品与化工新材料（三聚氰胺、白炭黑、医药、特胶与橡胶制品），化工园区生产性综合服务（园区水、电、汽供应，园区综合后勤服务、设备检修服务等）三个领域的相关多元化业务组合，是集科工贸相融并具有进出口经营权的国有大型企业。

3. 经营分析

跟踪期内，受下属控股公司建峰化工经营业绩大幅下降的影响，建峰集团的主要业务板块化工板块经营效益也出现大幅下降，整体盈利能力下降显著。2015 年，建峰集团实现营业收入 38.77 亿元，同比增长 5.46%；净利润-4.34 亿元，较上年亏损扩大 1.13%，其中归属于母公司所有者的净利润-2.06 亿元；毛利率 7.88%，较上年上升 3.03 个百分点，主要受化工板块毛利率提高影响。

建峰化工为建峰集团化工板块的主要经营实体，2015 年建峰集团化工板块实现营业收入 37.72 亿元，同比增长 7.77%，占营业收入 97.29%，收入占比上升 2.08 个百分点，建峰集团主营业务突出；化工行业受成本下降影响，2015 年毛利率提高 3.89 个百分点至 6.89%；建峰集团其他业务收入主要来自于能源板块和服务板块，2015 年收入仅为 1.05 亿元，占营业收入的 2.71%，对建峰集团整体收入影响很小。建峰集团综合毛利率主要受化工板块毛利率影响，2015 年受化工板块毛利率上升影响，建峰集团综合毛利率为 7.88%，较上年提高 3.03 个百分点。

表 5 2014~2015 年建峰集团营业收入情况 (单位: 万元, %)

板块	2014 年			2015 年			变动情况		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
化工行业	349,973.38	95.20	3.00	377,151.71	97.29	6.89	7.77	升 2.08 个百分点	升 3.89 个百分点
能源 (水电汽)	8,795.06	2.39	15.90	5,814.00	1.50	11.70	-33.89	降 0.89 个百分点	降 4.20 个百分点
服务行业	8,839.34	2.40	67.26	4,704.52	1.21	83.12	-46.78	降 1.19 个百分点	降 15.86 个百分点
合计	367,607.78	100.00	4.85	387,670.23	100.00	7.88	-72.90	--	升 3.03 个百分点

数据来源: 公司提供

注: 化工行业主要包括建峰化工、富源化工、浩康公司; 能源主要包括热电厂、动力厂; 其他均为服务行业。

4. 财务分析

建峰集团 2015 年度合并财务报表已经大信会计师事务所 (特殊普通合伙) 重庆分所审计, 并出具了标准无保留审计意见。2015 年, 建峰集团将投资新设的重庆建峰邦诺物流有限公司和重庆涪通物流有限公司, 两家公司纳入合并报表范围, 建峰集团主营业务未发生变动, 建峰集团无主要会计政策、会计估计变更, 财务数据可比性强。

截至 2015 年底, 建峰集团合并资产总额 109.89 亿元, 负债合计 80.06 亿元, 所有者权益 (含少数股东权益) 29.83 亿元, 其中归属于母公司所有者权益 20.00 亿元。2015 年, 建峰集团实现营业收入 38.77 亿元, 净利润-4.34 亿元; 经营活动产生的现金流量净额 1.30 亿元, 现金及现金等价物净增加额-1.62 亿元。

资产及债务结构

跟踪期内, 建峰集团资产规模变动不大, 截至 2015 年底, 总资产为 107.27 亿元, 较年初增长 2.44%, 其中非流动资产占 84.74%, 非流动资产占比较年初提高 2.65 个百分点, 建峰集团资产仍以非流动资产为主。

截至 2015 年底, 建峰集团流动资产为 16.77 亿元, 较年初下降 12.74%, 主要系偿还银行借款导致货币资金减少, 同时化工行业不景气减少库存所致; 流动资产主要以货币资金 (占比 29.72%)、存货 (占比 22.54%) 和其他流动资产 (占比 23.11%) 为主。

截至 2015 年底, 建峰集团非流动资产为 93.13 亿元, 较年初增长 5.75%, 投资性房地产大幅增加所致, 公司非流动资产主要以投资性房地产 (占比 12.08%)、固定资产 (占比 57.04%) 和在建工程 (占比 19.67%) 为主。建峰集团于 2015 年 4 月将 31 宗自有土地使用权 (土地总面积 345.89 万平方米) 转入投资性房地产, 经重庆天健资产评估土地估价有限公司评估, 并出具《资产评估报告书》(重天健评[2015]078 号), 评估价值为 9.08 亿元, 评估增值 7.33 亿元, 直接导致建峰集团投资性房地产大幅增长 1,691.13% 至 11.25 亿元。截至 2015 年底, 建峰集团资产中 10.67 亿元账面价值的资产所有权和使用权受到限制, 受限比例 9.71%。

截至 2015 年底, 建峰集团负债合计 80.06 亿元, 较年初微降 0.09%; 其中流动负债占比 53.26%, 占比较年初提高 3.85 个百分点, 负债结构由以非流动负债为主转为以流动负债为主。

截至 2015 年底, 建峰集团流动负债为 42.64 亿元, 较上年增长 7.69%, 主要系短期借款和其他应付款增加所致, 流动负债以短期借款 (占比 23.47%)、应付账款 (占比 13.99%)、其他应付款 (占比 40.41%) 和一年内到期的非流动负债 (占比 15.24%) 为主, 流动负债构成较年初变化较小。截至 2015 年底, 建峰集团其他应付款 17.23 亿元, 较年初增长 13.10%, 主要系尖峰集团从关联方重庆化医控股 (集团) 公司拆借资金增多所致。

截至 2015 年底，建峰集团非流动负债为 37.42 亿元，较上年下降 7.69%，主要系长期借款到期偿付所致，非流动负债以长期借款（占比 43.94%）、应付债券（占比 26.64%）和长期应付款（占比 15.03%）为主，非流动负债构成较年初变化较小。

有息债务方面，由于建峰集团归还部分长期借款，导致有息债务规模下降，截至 2015 年底，建峰集团全部债务 43.54 亿元，较年初下降 8.74%。其中，短期债务占 39.34%，长期债务占 60.66%，短期债务占比小幅提高，公司仍以长期债务为主。2015 年底，建峰集团资产负债率、全部债务资本和长期债务资本化比率分别为 72.85%、59.34%和 46.96%，较年初小幅下降，但债务负担仍然较重。

截至 2015 年底，建峰集团所有者权益合计 29.83 亿元，较年初增长 9.90%，其中，归属于母公司所有者权益合计 20.01 亿元，较年初增长 23.43%，主要系 31 宗自有土地使用权转换为采用公允价值模式计量的投资性房地产形成的利得导致的其他综合收益大幅增长 8,141.89%至 5.59 亿元。归属于母公司所有者权益以股本（占比 57.56%）和资本公积（占比 26.53%）为主。截至 2015 年底，建峰集团未分配利润-2.66 亿元，较年初亏损扩大 341.29%，主要系公司主营业务亏损严重。

总体看，建峰集团资产规模较大，2015 年将自有土地使用权转换为采用公允价值模式计量的投资性房地产，资产增值较多，但存货、固定资产占比较高，流动性较差，整体资产质量一般，2015 年，建峰集团偿还部分长期债务，债务负担有所减轻，但整体债务负担仍属较重；所有者权益中股本和资本公积占比较高，但建峰化工亏损严重导致建峰集团未分配利润为负，权益结构稳定性一般。

盈利能力

跟踪期内，受建峰化工业绩大幅下滑影响，建峰集团整体盈利能力大幅下降，2015 年，建峰集团实现营业收入 38.77 亿元，较上年增长 5.46%，营业成本 35.71 亿元，较上年增长 2.10%，增速低于营业收入增速。受益于公允价值变动收益大幅增加，建峰集团 2015 年营业利润-4.13 亿元，较上年减亏 6.40%，实现净利润-4.34 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-2.06 亿元，较上年减亏 12.31%。

从期间费用看，建峰集团管理和财务费用均有不同程度增长，2015 年，建峰集团费用总额为 8.65 亿元，较上年大幅增加 41.67%，2015 年建峰集团费用收入比 22.32%，较上年提高 5.70 个百分点，期间费用中管理费用占比较高高达 47.31%，建峰集团费用控制较差。

2015 年，建峰集团将部分自有土地使用权转换为采用公允价值模式计量的投资性房地产，2015 年建峰集团公允价值变动收益为 1.54 亿元，较上年增长 2,326.04%，公允价值变动收益为集团营业利润减亏贡献较大。2015 年，建峰集团营业外收支净额 0.29 亿元，较上年下降 48.17%，主要为政府补助减少所致。

从盈利指标看，2015 年建峰集团营业利润率为 7.36%，较上年提高 2.85 个百分点，总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为-1.95%、-0.98%和-15.25%，均为负值，盈利能力较差。

总体看，2015 年建峰集团营业收入小幅上升，但其费用较高，对利润侵蚀较大，导致建峰集团亏损严重，公允价值变动收益对其减亏起到了积极作用，综合各方面因素 2015 年建峰集团继续亏损，建峰集团盈利能力较差。

现金流

从经营活动来看，2015 年，建峰集团经营活动产生的现金流量净额为 1.30 亿元，较上年增

长 51.49%；现金收入比为 88.36%，较上年下降 16.69 个百分点，收入实现质量有待提高。投资活动方面，由于子公司建峰化工主要在建工程投入减少，建峰集团投资活动产生的现金流量净额由 2014 年的净流出转为净流入 0.47 亿元。筹资活动方面，由于偿还部分债务，2015 年建峰集团筹资活动产生的现金净流出 3.40 亿元。

总体看，跟踪期内，建峰集团经营活动净现金流有所改善，但收入实现质量下降，投资活动支出减少，偿还债务压力加大，筹资活动现金净流出。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2015 年底，建峰集团流动负债增长较快，流动比率与速动比率两项指标分别下降至 0.39 倍和 0.30 倍；现金类资产减少，现金短期债务比下降至 0.35 倍，短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2015 年建峰集团 EBITDA 为 3.84 亿元，较上年增长 243.91%，主要系财务费用和折旧增加所致，EBITDA 中利润总额为-3.96 亿元、计入财务费用的利息支出为 2.90 亿元、折旧为 4.37 亿元、摊销为 0.53 亿元。受益于 EBITDA 增长，EBITDA 全部债务比和 EBITDA 利息倍数分别有所上升，2015 年两指标分别为 0.09 被和 1.09 倍，建峰集团长期偿债能力较弱。

截至 2015 年底，建峰集团对母公司重庆化医控股（集团）公司（以下简称“化医控股”）及其子公司提供 22.87 亿元担保（占净资产 75.67%），化医控股为重庆市政府出资组建的国有独资大型控股集团公司，授权经营和管理重庆市市属化工、医药行业和盐业国有独资、控股、参股的生产企业、工业供销公司、专业公司和科研院所的国有资产，行使授权范围内的国有资产出资人权利，截至 2015 年底，化医控股总资产 736.07 亿元，净资产 173.22 亿元，2015 年营业收入 359.18 亿元，净利润-3.92 亿元，重庆化医控股（集团）公司规模较大，实力较强，建峰集团为其担保，未来代偿风险较低。

截至 2015 年底，建峰集团共获银行授信额度 4.40 亿元，已使用的授信额度为 3.69 亿元，建峰集团间接融资通道有待拓宽。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1050010200000350Q），截至 2016 年 5 月 5 日，建峰集团无未结清的关注类和不良信贷信息记录。建峰集团有已结清关注类贷款 4 笔，截至 2014 年 5 月已全部结清；关注类票据贴现 5 笔，均于 2012 年结清；关注类信用证 2 笔，分别于 2010 年和 2011 年结清，过往债务履约情况一般。

总体看，跟踪期内，受下属化工板块的盈利能力下降的影响，建峰集团整体偿债能力有所弱化。

5. 本次债券担保效果分析

从资产情况来看，截至 2016 年 3 月末，建峰集团现金类资产（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）6.01 亿元，约为本次债券本金（10 亿元）的 0.60 倍，建峰集团现金类资产对本次债券的覆盖程度不高；净资产 29.83 亿元，约为本次债券本金（10 亿元）的 2.98 倍，建峰集团净资产对本次债券的覆盖程度较高。

从盈利情况来看，2015 年，建峰集团 EBITDA 为 3.84 亿元，约为本次债券本金（10 亿元）的 0.38 倍，建峰集团 EBITDA 对本次债券的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，建峰集团 2015 年经营活动产生的现金流入 34.52 亿元，约为本次债券本金（10 亿元）的 3.45 倍，建峰集团经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，考虑到目前建峰集团所处行业景气度下降，建峰集团业绩下滑，建峰集团对本次债券的担保效果有所减弱。

九、综合评价

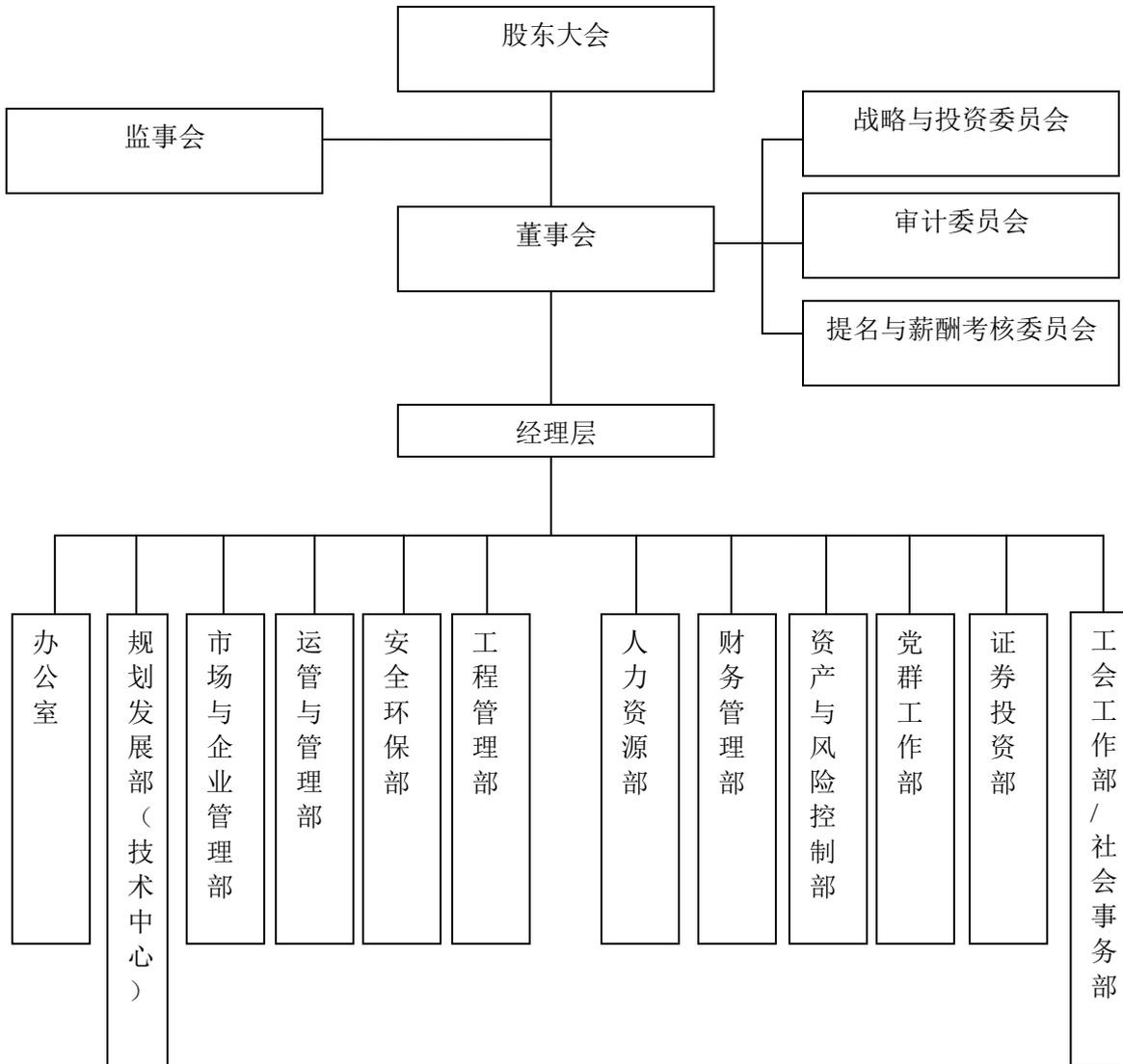
跟踪期内，公司所处化肥行业竞争激烈，产能过剩局面未有改观，整体市场需求不足，公司在积极协调天然气供应、提高装置运行质量、完成弛源化工项目建设，公司积极调整销售策略、开拓国外市场，实现了主要产品销售量的增加。同时，联合评级也关注到公司继续处于亏损状态，期间费用对利润侵蚀严重，盈利能力大幅降低，股票被交易所特别处理，公司债券被暂停交易等因素对公司信用状况产生的不利影响。

公司正在进行重大资产重组，如该重大资产重组顺利完成，公司主营业务将转变为药品、医疗器械的批发配送和零售，以及药品的研发、生产和销售。届时公司整体盈利能力和偿债能力有望改善。

本次债券由建峰集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。跟踪期内，建峰集团受化工板块经营效益不佳的影响，整体担保实力有所下降。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用评级为“AA-”，评级展望维持“负面”，同时维持“12 建峰债”债项信用等级为“AA-”。

附件 1 重庆建峰化工股份有限公司 组织结构图



附件 2 重庆建峰化工股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额 (亿元)	68.31	60.87	60.41
所有者权益 (亿元)	20.75	17.13	15.52
短期债务 (亿元)	9.77	12.36	12.41
长期债务 (亿元)	31.38	25.75	25.78
全部债务 (亿元)	41.14	38.11	38.18
营业收入 (亿元)	29.69	33.26	7.54
净利润 (亿元)	-3.61	-3.67	-1.63
EBITDA (亿元)	-0.01	2.57	--
经营性净现金流 (亿元)	0.06	1.90	-0.04
应收账款周转次数 (次)	584.88	73.49	--
存货周转次数 (次)	13.86	8.85	--
总资产周转次数 (次)	0.83	0.52	--
现金收入比率 (%)	102.21	89.87	124.11
总资本收益率 (%)	-4.11	-2.15	--
总资产报酬率 (%)	-6.91	-1.95	--
净资产收益率 (%)	-15.97	-19.38	--
营业利润率 (%)	1.91	6.92	-4.35
费用收入比 (%)	13.72	19.04	16.80
资产负债率 (%)	69.63	71.86	74.32
全部债务资本化比率 (%)	66.48	68.99	71.11
长期债务资本化比率 (%)	60.20	60.05	62.43
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.00	0.76	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	-0.00	0.07	--
流动比率 (倍)	0.88	0.64	0.62
速动比率 (倍)	0.63	0.46	0.42
现金短期债务比 (倍)	0.57	0.29	0.31
经营现金流流动负债比率 (%)	0.38	11.31	--
EBITDA/待偿债券本金合计 (倍)	-0.0009	0.26	--

注：2016 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

附件 3 重庆建峰工业集团有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	107.27	109.89
所有者权益 (亿元)	27.14	29.83
短期债务 (亿元)	14.60	17.13
长期债务 (亿元)	33.11	26.41
全部债务 (亿元)	47.71	43.54
营业收入 (亿元)	36.76	38.77
净利润 (亿元)	-4.30	-4.34
EBITDA (亿元)	1.12	3.84
经营性净现金流 (亿元)	0.86	1.30
应收账款周转次数 (次)	24.29	48.33
存货周转次数 (次)	8.27	8.03
总资产周转次数 (次)	0.35	0.36
现金收入比率 (%)	105.05	88.36
总资本收益率 (%)	-3.60	-1.95
总资产报酬率 (%)	-2.31	-0.98
净资产收益率 (%)	-14.97	-15.25
营业利润率 (%)	4.51	7.36
费用收入比 (%)	16.61	22.32
资产负债率 (%)	74.70	72.85
全部债务资本化比率 (%)	63.74	59.34
长期债务资本化比率 (%)	54.95	46.96
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.34	1.09
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.02	0.09
流动比率 (倍)	0.49	0.39
速动比率 (倍)	0.36	0.30
现金短期债务比 (倍)	0.53	0.35
经营现金流动负债比率 (%)	2.17	3.05

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。