

跟踪评级公告

联合评字[2016]565号

浙江尖峰集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

浙江尖峰集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

浙江尖峰集团股份有限公司公开发行的“13 尖峰 01”、“13 尖峰 02”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：  

二零一六年六月七日

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](http://www.unitedratings.com.cn)

浙江尖峰集团股份有限公司

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

上次评级结果：AA

本次债项信用等级

评级展望：稳定

评级展望：稳定

| 债券简称 | 规模 | 债券期限 | 上次评级结果 | 本次评级结果 | 上次评级时间 |
|----------|-----|------|--------|--------|-----------------|
| 13 尖峰 01 | 3 亿 | 3+2 | AA+ | AA+ | 2015 年 6 月 18 日 |
| 13 尖峰 02 | 3 亿 | 3+2 | AA+ | AA+ | 2015 年 6 月 18 日 |

担保方：天士力控股集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2016 年 6 月 7 日

主要财务数据

发行人

| 项 目 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 3 月 |
|-------------------|--------|--------|------------|
| 资产总额 (亿元) | 37.62 | 36.31 | 36.23 |
| 所有者权益 (亿元) | 22.37 | 23.24 | 23.61 |
| 长期债务 (亿元) | 6.81 | 5.96 | 5.97 |
| 全部债务 (亿元) | 9.44 | 7.23 | 6.66 |
| 营业收入 (亿元) | 22.57 | 22.59 | 4.93 |
| 净利润 (亿元) | 3.20 | 2.23 | 0.28 |
| EBITDA (亿元) | 5.21 | 4.17 | 0.70 |
| 经营性净现金流 (亿元) | 3.19 | 1.63 | 0.21 |
| 营业利润率 (%) | 22.78 | 20.35 | 18.18 |
| 净资产收益率 (%) | 15.47 | 9.78 | 1.22 |
| 资产负债率 (%) | 40.54 | 36.01 | 34.82 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 29.68 | 23.72 | 21.99 |
| 流动比率 (倍) | 1.22 | 1.24 | 1.32 |
| EBITDA 全部债务比 (倍) | 0.55 | 0.57 | 0.10 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 10.82 | 10.78 | 0.12 |
| EBITDA/待偿本金合计 (倍) | 0.87 | 0.69 | 0.12 |

担保方

| 项 目 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 3 月 |
|------------|--------|--------|------------|
| 资产总额 (亿元) | 184.56 | 258.37 | 258.69 |
| 所有者权益 (亿元) | 68.58 | 89.41 | 91.89 |
| 营业总收入 (亿元) | 132.01 | 142.43 | 36.97 |
| 净利润 (亿元) | 11.36 | 10.93 | 1.86 |
| 资产负债率 (%) | 62.84 | 65.39 | 64.48 |

注：1、公司根据 2014 年新会计准则对 2012~2013 年资产负债表进行了追溯调整，故资产负债表数据取自 2014 年年报中会计准则变更追溯调整数；2、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；3、2016 年一季度财务数据未经审计、相关指标未年化；4、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

浙江尖峰集团股份有限公司（以下简称“公司”或“尖峰集团”）作为国有控股企业，经营历史较长，跟踪期内，公司整体收入规模平稳增长，毛利率保持稳定；医药板块发展良好，销售收入稳定增长，经营活动获现能力较强，整体负债水平仍处于较低。同时，联合评级也关注到公司水泥板块受竞争影响，呈现量价齐跌的态势，公司利润对投资收益的依赖性较大，2015 年净利润大幅下滑等因素对公司信用水平可能造成的不利影响。

本次债券由天士力控股集团有限公司（以下简称“天士力集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。跟踪期内，天士力集团盈利能力有所下降，但维持着较大的经营规模和资产规模，天士力集团的担保对本次债券信用水平仍具有显著的积极影响。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”，同时维持“13 尖峰 01”和“13 尖峰 02”“AA+”的债项信用等级。

优势

1. 公司构建的水泥及医药双主业经营架构，能有效的抵御经济周期变化所带来的不利影响。

2. 2015 年，公司医药板块发展良好，销售价、量呈稳定增长的态势，有力地支持了公司的整体盈利水平。

3. 公司资产负债率保持较低水平，经营活动获现能力较强，偿债能力仍旧很强。

关注

1. 跟踪期内，水泥行业下游需求无明显改善，行业竞争加剧，导致公司水泥业务产销量无明显回升，水泥产品价明显下降，2015

年公司水泥业务收入规模和盈利能力明显下降。

2. 跟踪期内，公司股权投资保持较大规模，股权投资所投企业与公司主营业务关联性较强，抵御行业风险能力较弱。同时，公司盈利水平对投资收益的依赖性较大，2015 年公司投资收益下降导致净利润明显下滑。

分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

张方舟

电话：010-85172818

邮箱：zhangfz@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：



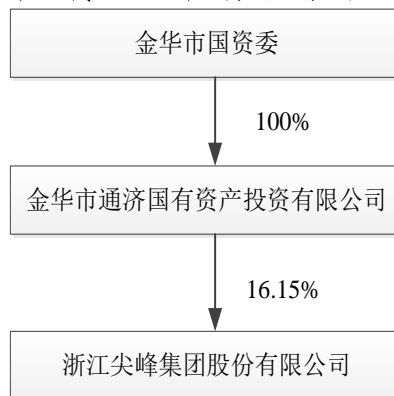
联合信用评级有限公司

一、主体概况

浙江尖峰集团股份有限公司（以下简称“公司”或“尖峰集团”）的前身是成立于 1958 年的金华市水泥厂。经金华市人民政府“金政[1988]100 号”文批准，以金华市水泥厂为主体于 1989 年 8 月 8 日组建浙江尖峰水泥集团股份有限公司。1991 年经金华市人民政府以“金政发[1991]38 号”文批准浙江尖峰水泥集团股份有限公司与浙江省水泥制品厂联合，联合后的集团公司更名为浙江尖峰建材集团股份有限公司。1993 年国家经济体制改革委员会以“体改生[1993]2 号”文批准继续进行股份制试点，1993 年经浙江省计划经济委员会、浙江省经济体制改革委员会以“浙江计经企[1993]269 号”文批准更名为现名，并升格为省批企业集团，公司注册资本 7,054.48 万元，其中国家股占总股本的 61.10%，法人股占总股本的 18.35%，个人股占总股本的 20.55%。1993 年中国证监会以“证监发审字[1993]18 号”文批准公司的个人股股票上市流通。上交所以“上证上字[93]第 2050 号”文批准公司的 1,450 万个人股股票于 1993 年 7 月 28 日在上交所挂牌交易，股票简称：尖峰集团，证券代码：600668.SH。

经历次配股、转增股本、送股后，截至 2016 年 3 月底，公司总股本为 34,408.38 万股（每股面值 1 元），均为无限售条件的流通 A 股股份，其中 231,624 股限售股于 2016 年 3 月 3 日上市流通，控股股东仍为金华市通济国有资产投资有限公司（以下简称“通济国投”），其持股比例为 16.15%，公司最终控制人为金华市人民政府国有资产监督管理委员会，未发生变化，具体见下图。

图 1 截至 2016 年 3 月底公司股权结构



资料来源：公司提供

2015 年 4 月 17 日，公司召开第九届董事会第二次会议审议通过了《修改公司章程的议案》，经公司 2014 年年度股东大会审议通过对公司《章程》中经营范围的部分的内容进行修改，并于 2015 年 8 月 17 日完成工商变更登记手续，取得浙江省工商行政管理局换发的《营业执照》。变更后的公司经营范围更符合公司的现有业务结构。公司变更后的经营范围为：医药、健康实业投资，水泥、水泥混凝土的制造、销售，医药中间体（除危险化学品、易制毒品、监控化学品）的生产、销售，医药化工原料（除危险化学品、易制毒品、监控化学品）的销售，从事进出口业务，其他实业投资。

截至 2016 年 3 月底，公司设有党群工作部、人力资源部、业绩管理部、投资部、集团公司办公室、财务部、董事会办公室、审计室等 8 个职能部门（附件 1）；截至 2016 年 3 月底，公司共有 29 家子公司，合并报表的控股子公司 18 家，2015 年新增一家控股子公司康健国际贸易（天津）有限公司，系公司子公司浙江尖峰药业有限公司（以下简称“尖峰药业”）之子公司天津市尖峰天

然产物研究开发有限公司投资 200.00 万设立取得；截至 2015 年底，公司共有在职员工 1,911 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 36.31 亿元，负债合计 13.08 亿元，所有者权益合计 23.24 亿元（含少数股东权益），其中，归属母公司所有者权益合计 21.66 亿元。2015 年公司实现营业收入 22.59 亿元，净利润（含少数股东损益）2.23 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 2.01 亿元。公司经营活动产生的现金流量净额 1.63 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.38 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 36.23 亿元，负债合计 12.61 亿元，所有者权益合计 23.61 亿元（含少数股东权益），其中，归属母公司所有者权益合计 22.01 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.93 亿元，净利润（含少数股东损益）0.28 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 0.26 亿元。2016 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 0.21 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.47 亿元。

公司注册地址：浙江省金华市婺江东路 88 号；法定代表人：蒋晓萌。

二、债券发行及募集资金使用情况

2013 年，根据中国证券监督管理委员会《关于核准浙江尖峰集团股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可【2013】595 号）文件，公司成功获得 6 亿元公司债发行资格。2013 年 6 月，公司首期发行 3 亿元公司债券（债券简称“13 尖峰 01”），期限为 5 年（附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权），面值 100 元，债券票面利率为 4.90%，采用单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，于 2013 年 7 月上市；2014 年 11 月，公司发行第二期公司债 3 亿元（债券简称“13 尖峰 02”），债券期限 5 年（附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权），面值 100 元，票面利率为 5.09%，采用单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，于 2014 年 12 月上市。

截止 2016 年 3 月底，公司募集资金跟踪期内已按募集要求使用完毕。跟踪期内，公司债券付息情况正常。

根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司对“13 尖峰 01”公司债券在回售申报期内的统计，“13 尖峰 01”回售申报有效数量为 23,340 手，回售金额为 2,334.00 万元，本次回售的资金发放日为 2016 年 6 月 6 日。

本次债券由天士力控股集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

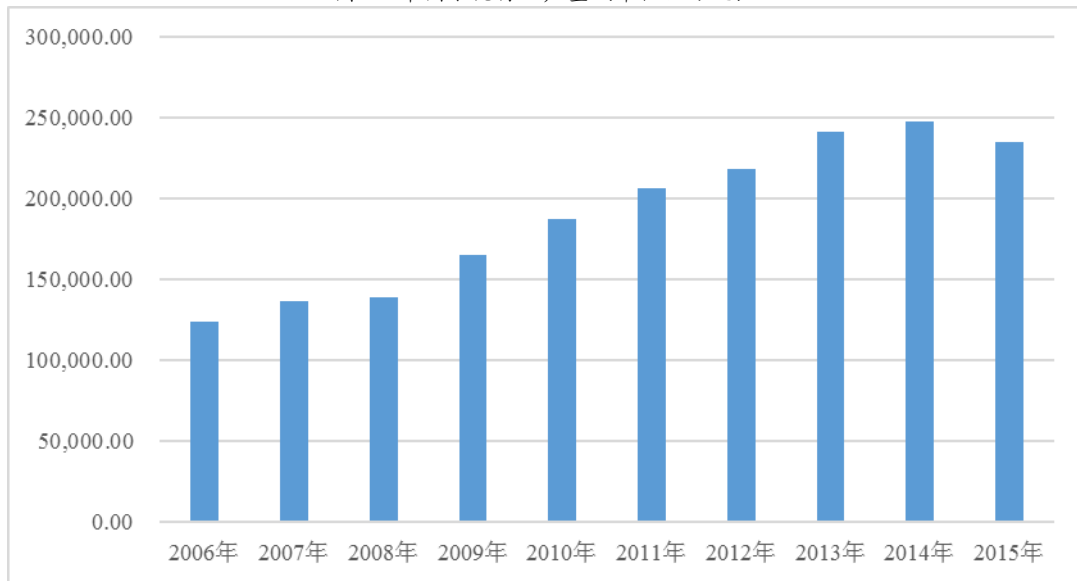
三、行业分析

1. 水泥板块

（1）行业概况

水泥行业与宏观经济整体发展的相关性比较高，受宏观经济影响显著。近年，国民经济持续快速发展，固定资产投资较快增长，带动了水泥需求较快增长，中国水泥产量逐年提高；近三年，我国水泥产销率维持在 96%~98%。自 2009 年起国务院加大了对水泥行业落后产能的淘汰力度，水泥行业拟建和开工产能持续走低，产能抑制政策效果明显。据国家统计局公布数据显示，2015 年中国水泥行业出现了 24 年来的首次负增长。在我国经济处于调整期和宏观经济增长继续下行的背景下，2015 年全年水泥产量 23.48 亿吨，比 2014 年减少 1.3 亿吨，同比下降超过 5%。

图 2 中国水泥行业产量（单位：万吨）



资料来源：联合评级根据公开数据整理

从水泥行业新增产能来看，据中国水泥协会统计，2015年全国新增投产水泥熟料生产线共有31条，全年新增水泥熟料设计产能4,712万吨，较2014年减少2,319万吨，降幅为32%。我国新增熟料产能已连续三年呈递减走势。

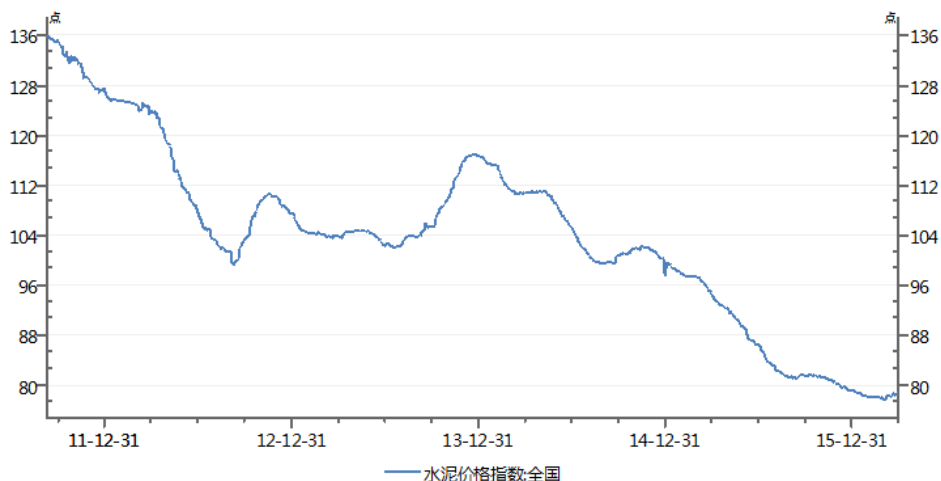
分区域看，2015年，我国水泥新增产能主要集中在广东、贵州、广西，合计产能占全国比重超过40%；从投产时间看，上半年投产2,093万吨，下半年投产2,619万吨，下半年新增产能高于上半年；分规模来看，日产万吨线2条，日产5,000吨以上22条，日产2,500吨7条；分集团企业看，新增产能有60%是隶属于我国前十大企业集团，其中位居前2位的企业是海螺水泥、红狮水泥，合计占当年新增产能的36%。

截至2015年末，全国新型干法水泥生产线累计1,764条¹，设计熟料产能达18.1亿吨，实际年熟料产能达到20亿吨，累计产能比上年增长2%。从目前跟踪的在建生产线进度情况看，预计2016年仍将会有3,500万吨左右产能释放，主要集中在中南和西南地区。同时，部分省份依旧存在新批和在拟建的产能项目，使得我国水泥行业供给侧改革的难度持续加大。

从水泥的价格来看，2014年以来，我国水泥价格总体呈现下降走势。2015年，投资建设三大战略重点“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带，以及大基建的铁路建设、互联互通对水泥行业的拉动作用尚未体现，我国水泥价格基本维持下跌趋势，截至2015年末，全国水泥价格指数为79.25，较年初下降了19.99%，2016年以来，水泥价格继续在低位振荡，截至2016年5月20日，全国水泥价格指数为83.53，较年初有所回暖。

¹去除部分2015年已拆除生产线

图3 中国水泥价格指数



数据来源：Wind 资讯

整体看，2015年，我国水泥行业经济效益出现整体性的大幅下降，水泥产能过剩加剧，市场持续恶性竞争，水泥产品价格持续下跌。

(2) 行业关注

全行业产能过剩、产能利用率不高

2009以来，水泥产能持续释放，同时由于缺乏合理布局，中国水泥业结构性过剩和区域性过剩压力大，无序竞争较为严重。2015年水泥产能利用率不足67%，较2014年下降3个百分点。水泥产能过剩导致价格走低、企业亏损等一系列问题。

行业集中度不高、行业竞争加剧

水泥行业集中度发展不均衡，目前国内水泥企业的区域集中度平均在30%~40%。其中，不同区域的集中度差异较大，华东地区的水泥企业行业集中度最高，西南地区水泥企业行业集中度较低，对于水泥业的全面发展造成了障碍。部分地区进行并购整合，但过程将相当漫长，行业恶性竞争局面短期内难以改观。

总体看，短期内水泥行业产能过剩的局面难以改变，加之下游的需求增长低于预期导致水泥行业竞争淘汰加剧，水泥产品价格大幅上涨的可能性较低。

2. 医药板块

(1) 医药工业

在收入规模及盈利方面，医药制造行业受医保控费、药品招标降价等因素的影响，全行业整体的收入规模及盈利水平增速放缓，但由于支持药品需求的核心因素未发生改变，2015年我国医药制造行业仍维持了较高的景气度，当年我国医药制造行业实现主营业务收入25,547.10亿元，同比增长9.48%；实现利润总额2,627.30亿元，同比增长13.14%；行业毛利率为28.81%，较上年28.63%的毛利率水平，小幅上升0.18个百分点。

在行业细分方面，从增长速度看，近三年生物生化品制造、卫生材料和医药用品制造、中成药制造以及中药饮片加工四个子行业收入规模年均增长基本保持在20%以上，均保持快速增长势头；从盈利能力看，生物生化制品制造、化学药品制剂制造和中成药制造保持较高的销售利润率，化学药品原药制造和中药饮片加工盈利能力明显偏低。近年来医药行业效益有所分化，中成药制

制造业总体保持快速增长，盈利能力较强。

在行业下游方面，受相关控费制度的影响，我国医药行业流通规模增速继续下行，但由于药品需求的增长和政府财政投入的支撑，医药行业流通及销售规模进一步扩大。同时随着我国逐步进入人口老龄化阶段，慢性病发病人数增长及我国公共医疗投入力度加强等因素，均可对医药行业销售规模的发展提供持续支持。

政策方面，目前中国政府正大力推进医药体制改革，以解决药价虚高和居民医药负担过重等问题，促使医保体系进一步完善。现阶段我国政府通过基础药招标限价的方式，促使药价改革获得突破，但药品价格仍具备下降空间，同时随着医保体系的逐步完善，我国医药市场规模将进一步扩大。在具体政策下发方面，2015年3月国务院印发《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》，2015年6月卫计委下发《关于落实完善公立医院药品集中采购工作指导意见的通知》，对公立医院药价及招标政策进行制度化规范。

在价格方面，2015年我国中西药品及医疗保健用品零售价格呈逐月上升态势，截至2015年末我国中西药品及医疗保健用品零售价格RPI为102.44，较年初增长0.73个百分点。但由于进入2016年后，随着我国各省基药和非基药新一轮招标的全面启动以及公立医院改革的全面推进，以及医保筹资压力的影响，未来我国药品价格降价趋势明显。

总体来看，中国医药制造业保持增长较快，由于医保控费、招标限价等政策措施的影响，近年来增速呈现下滑趋势，但作为与居民健康密切相关的行业，预计在经过前期高速增长后行业将逐步进入稳定增长阶段，未来我国医药制造业仍将保持良好的发展态势。

（2）医药商业

医药商业是指连接上游医药生产企业和下游经销商以及终端客户的一项经营活动，主要是从上游企业采购货物后批发给下游经销商，或直接出售给医院、药店等零售终端客户的药品流通过程。医药流通企业主要通过流通过程中的交易差价及提供增值服务获取利润。

随着医疗改革的推进和基本医保扩容所带来城乡居民用药需求的上升，我国药品流通市场规模继续保持高增长态势，但由于目前基本医保已对我国总人口形成大规模的覆盖，居民用药需求趋于稳定，致使我国药品流通市场增速放缓。

据商务部数据显示，2015年上半年我国七大类医药商品销售总额8,410亿元，比上年同期增长12.4%，增幅回落1.7个百分点。其中，药品零售市场销售总额为1,682亿元，扣除不可比因素后较上年同期增长8.7%，增幅回落0.3个百分点。2015年上半年药品流通直报企业（1,200家）主营业务收入6,581亿元，同比增长12.8%，增幅回落2.1个百分点；实现利润总额108亿元，扣除不可比因素同比增长11.5%，增幅下降2.4个百分点；平均利润率为1.6%，扣除不可比因素与上年同期相比降低0.2个百分点；平均毛利率为6.4%，与上年同期相比降低0.6个百分点；平均费用率为5%，与上年同期持平。

进入2015年后，我国药品流通业发展具备以下特点：

第一、药品流通市场销售总体平稳增速放缓。2015年上半年，大型药品流通企业的主营业务收入、利润增长、费用控制普遍优于行业整体水平，对行业发展的引领作用进一步提升。药品流通行业总体销售增长放缓、运营成本增加、毛利率降低等一系列现实情况，对全行业发展形成了较大压力。

第二、药品零售市场呈结构性调整。2015年上半年药品零售市场规模总体呈现增长态势，在商务部“十二五”行业发展规划纲要的指导下，大型药品零售连锁企业发展迅速。由于医院药品

零加成挤压药店药品价格、医院药房社会化低于预期和医药电商快速增长等因素的影响，使得传统零售业务的增长空间收窄，药品零售市场规模扩张放缓，低于整体药品流通行业的销售增幅，以致药品零售业态面临经营体系重建、多维竞争的局面。面对市场挑战，不少重点企业积极应对，立足国情，力求多元化、多渠道深耕拓展药品零售市场，以专业化服务和大健康市场为立足点探索新型药店经营模式。

第三、医药电子商务市场呈现快速增长态势。2015年上半年，医药电子商务继续快速发展。据国家食品药品监督管理总局统计，2015年上半年共批准、换发证书105家，截至2015年6月30日，拥有互联网交易资质的企业合计为425家，企业数量同比增长56.3%，其中B2B为90家、B2C为319家、O2O为16家，主要的交易模式为B2B、B2C形式，其中B2B占销售额比重为90%（不含O2O模式）。据药品流通统计直报系统不完全统计，拥有互联网资质的医药电子商务营业收入平均增幅超过了50%，远远高于传统药品流通销售模式的增幅。此外，虽然医药电子商务整体销售收入占药品流通市场的比重不高，但其销售增速不断提高，随着未来“互联网+”政策的进一步落实，未来医药电子商务的发展潜力巨大。

总体来看，由于我国医疗卫生体系的逐步完善，居民用药需求的增长趋于稳定，药品流通市场销售增速有所放缓，致使对行业发展产生较大压力，促使行业内企业对经营模式进行调整，并推动电子商务和医药流通行业合作发展。

四、管理分析

跟踪期内，公司原独立董事张余友因个人原因于2015年8月12日辞去公司独立董事职位；公司后聘请黄从运继任该独立董事职位。公司原监事欧阳绍建因个人原因于2015年5月7日辞去公司监事职位；公司后聘请王健继任该监事职位。

黄从运，男，1963年3月出生，工学博士，现任武汉理工大学材料科学与工程学院教授，硅酸盐建筑材料国家重点实验室教授。兼任民建湖北省委科教委员会副主任，民建武汉理工大学委员会副主委，国家水泥标准化技术委员会专家委员，水泥助磨剂协会常务理事，《水泥装备技术》和《水泥助磨剂》杂志顾问等。自2015年9月15日起担任公司独立董事。

王健，男，1976年5月出生，本科学历，经济师。1994年8月参加工作，先后在金华铁路、金华产权交易所、金华市资产管理有限公司等单位工作。2015年1月至今，在金华市通济国有资产投资有限公司工作。现任金华市通济国有资产投资有限公司副总经理。自2015年9月15日起担任公司监事。

总体看，虽发生一定董事、监事变动，但公司的主要董事、监事和经营班子成员继续留任，总体来看，公司整体管理体系及管理团队无重大变动。

五、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务结构未发生重大变化，仍以水泥和医药双主业的结构为主，着力培育健康品产业，国际贸易、物流、电缆等业务为补充。2015年公司被评选为浙江省第二批“三名”培育试点企业，有利于提升公司影响力。2015年公司实现营业收入22.58亿元，同比增长0.07%；实现主营业务收入22.43亿元，同比增长0.20%；但受营业税金及附加、制造费用上升的影响，公司主营业务成本上升3.28%；受公司联营企业净利润下降影响，投资收益有所下降，导致公司2015

年净利润同比下降 30.19%至 2.23 亿元。

分业务板块来看，2015 年水泥板块实现营业收入 8.91 亿元，同比下降 12.89%，主要系水泥产品市场竞争加剧，价格大幅下降所致；2015 年报，公司为进一步细分主营业务，把医药工业中的植物提取、保健食品、饮片等归入健康品业务板块，按照新的业务分类，2015 年医药工业板块实现营业收入 1.97 亿元，同比增长 15.36%，医药商业板块实现营业收入 8.08 亿元，同比上升 10.59%；健康品板块实现营业收入 1.40 亿元，同比增长 12.97%；公司其他业务主要由通信电缆、国际贸易、保税仓储等业务构成，2015 年实现营业收入 2.06 亿元，同比增长 8.71%。从业务收入占比来看，2015 年，公司水泥、医药工业、医药商业、健康品和其他板块营业收入占比分别为 39.74%、8.80%、36.04%、6.25%和 9.18%。水泥板块占比较上年下降 5.97 个百分点，医药工业板块占比较上年增长 1.16 个百分点，医药商业板块占比较上年增长 3.39 个百分点，健康品板块占比较上年增长 0.71 个百分点，其他业务板块占比较上年增长 0.72 个百分点

从综合毛利率上看，2015 年，公司综合毛利率 20.42%，较上年下降 2.38%个百分点。具体来看，受水泥价格下降的影响，2015 年公司水泥板块毛利率为 23.38%，较上年下降 5.16 个百分点；医药工业板块毛利率为 65.89%，较上年减少 4.68 个百分点，主要系金西新药厂投入使用致使生产成本增加；医药商业板块毛利率为 6.34%，较上年小幅上涨 0.16 个百分点，健康品板块毛利率为 33.92%，较上年小幅上涨 1.82 个百分点，公司其他业务毛利率为 10.11%，较上年上涨 3.48 个百分点，主要系 2015 年仓储业务占比增加所致。具体数据见下表。

表 1 2014~2015 年公司主营业务及毛利率情况（单位：万元、%、个百分点）

| 产品 | 2014 年 | | | 2015 年 | | | 毛利率较上年增减 | 收入同比变动 |
|-----------|-------------------|---------------|--------------|-------------------|---------------|--------------|--------------|-------------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | | |
| 水泥 | 102,332.58 | 45.71 | 28.54 | 89,143.76 | 39.74 | 23.38 | -5.16 | -12.89 |
| 医药工业 | 17,113.93 | 7.64 | 70.57 | 19,742.63 | 8.80 | 65.89 | -4.68 | 15.36 |
| 医药商业 | 73,099.82 | 32.65 | 6.18 | 80,842.46 | 36.04 | 6.34 | 0.16 | 10.59 |
| 健康品行业 | 12,411.33 | 5.54 | 32.10 | 14,021.08 | 6.25 | 33.92 | 1.82 | 12.97 |
| 其他 | 18,939.17 | 8.46 | 6.63 | 20,588.77 | 9.18 | 10.11 | 3.48 | 8.71 |
| 合计 | 223,896.83 | 100.00 | 22.80 | 224,338.70 | 100.00 | 20.42 | -2.38 | 0.20 |

资料来源：公司年报

2016 年一季度，公司实现合并营业收入 49,305.84 万元，同比增长 4.94%；综合毛利率 18.63%，同比增长 0.65 个百分点。

总体看，2015 年公司整体收入规模基本持平，综合毛利率小幅下降；公司净利润有所下降。

2. 主营业务

（1）水泥业务

从原材料供给来看，公司生产水泥所需原燃材料和能源主要为石灰石、钢渣、水渣、石膏、砂岩、煤炭和电力等。由于公司已全面采用先进的新型干法生产工艺，拥有自备石灰石矿，以及建成的余热发电项目、脱硝系统等实现节能减排，市场竞争力得到提升。

从水泥产品成本构成来看，2015 年生产成本中，燃料和动力仍然是占比最大的项目，采购金额为 3.44 亿元，同比减少 13.94%；占营业成本比 50.36%，较 2014 年下降 4.30 个百分点，燃料使用效率提升，节能成果显著。此外，原材料、折旧以及人工及其他占比分别为 25.31%、8.66%和 15.68%；折旧、人工及其他成本占比有所上升。具体数据如下表。

表 2 2014~2015 年公司水泥产品成本构成 (单位: 万元、%)

| 业务板块 | 项目 | 2014 年 | | | 2015 年 | | |
|------|-----------|------------------|---------------|-------------|------------------|---------------|--------------|
| | | 金额 | 营业成本占比 | 金额同比 | 金额 | 营业成本占比 | 金额同比 |
| 水泥产品 | 原材料 | 18,774.65 | 25.69 | 20.64 | 17,277.88 | 25.31 | -7.97 |
| | 燃料和动力 | 39,948.06 | 54.66 | 0.41 | 34,378.56 | 50.36 | -13.94 |
| | 折旧 | 5,680.13 | 7.77 | 3.00 | 5,912.07 | 8.66 | 4.08 |
| | 人工及其他 | 8,688.23 | 11.89 | 4.48 | 10,702.40 | 15.68 | 23.18 |
| | 合计 | 73,091.06 | 100.00 | 5.66 | 68,270.91 | 100.00 | -6.59 |

资料来源: 公司年报

从燃料和动力实际采购来看, 2015 年, 煤炭的实际采购量和采购单价分别为 49.29 万吨和 465.68 元/吨, 同比分别下降 3.98% 和 12.17%; 电的实际采购量和采购单价分别为 3.77 亿度和 0.50 元/度, 电力价格受国家政策管控, 变化不大, 电力实际用量同比小幅下降 0.98%。具体数如下表。

表 3 近期公司燃料和动力的采购情况 (单位: 万吨、万度、元/吨、元/度)

| 项目 | 2014 年 | | 2015 年 | | 2016 年 1~3 月 | |
|----|-----------|--------|-----------|--------|--------------|--------|
| | 采购量 | 单价 | 采购量 | 单价 | 采购量 | 单价 |
| 煤炭 | 51.33 | 530.18 | 49.29 | 465.68 | 10.75 | 397.32 |
| 电 | 35,784.94 | 0.51 | 37,694.90 | 0.50 | 5,410.40 | 0.51 |

资料来源: 公司提供

从产能情况来看, 2015 年公司水泥产能较上年无明显变化, 产能约为 450 万吨/年。

从产销情况情况来看, 2015 年, 公司在湖北和云南各拥有一条水泥生产线, 水泥板块受行业竞争加剧的影响, 产量和销量较上年无明显回升; 从实际产量来看, 2015 年公司共生产和销售水泥 411.34 万吨和 412.17 万吨, 分别较上年增加 0.73% 和 1.65%; 产销率 100.20%, 同比增长 0.91 个百分点。2015 年公司生产和销售熟料 322.56 万吨和 42.70 万吨 (未按熟料与水泥产品的相关配比关系进行折算), 分别较上年减少 0.66% 和增加 15.31%; 熟料主要用于公司水泥产品的配比, 对外销售部分为配合自身产品生产的动态管理, 因此产销率不高且波动较大, 2015 年熟料产销率 13.24%, 同比增长 1.83 个百分点。

分产品来看, 2015 年公司 32.5 水泥 (主要包括 PC32.5 水泥和 PSA32.5 水泥)、42.5 水泥和 52.5 水泥的实际产量分别为 136.99 万吨、271.99 万吨和 2.36 万吨, 生产仍以 42.5 水泥为主, 分别较上年减少 3.14%、增加 4.45% 和减少 63.86%; 实际销量分别为 137.23 万吨、272.53 万吨和 2.41 万吨, 分别较上年减少 2.08%、增加 5.26% 和减少 62.28%; 产销率分别为 100.18%、100.20% 和 102.12%, 同比增加 1.08 个百分点、0.76 个百分点和 4.26 个百分点, 产销率均处于较高水平。水泥产品中仅 42.5 水泥产销量较上年有所上升。

从均价上看, 2015 年公司水泥板块所有产品均价均明显下降, 其中, PC32.5 水泥均价同比下降 12.67% 至 188.86 元/吨, PSA32.5 水泥均价同比下降 27.12% 至 164.17 元/吨, PO42.5 水泥均价同比下降 14.77% 至 205.47 元/吨, PO52.5 水泥均价同比下降 3.96 至 280.94 元/吨, 熟料均价同比下降 20.43% 至 162.53 元/吨。所有产品中 PSA32.5 水泥价格下降幅度最大。具体数据如下表。

表 4 近期公司水泥产品产量、销量及均价情况 (单位: 万吨、元/吨、%)

| 品种 | 项目 | 2014 年 | 2015 年 | 同比增幅 | 2016 年 1-3 月 |
|-----------|----|--------|--------|-------|--------------|
| PC32.5 水泥 | 产量 | 127.67 | 122.86 | -3.77 | 25.97 |

| | | | | | |
|------------|----|--------|--------|--------|--------|
| | 销量 | 127.11 | 123.06 | -3.19 | 26.39 |
| | 均价 | 216.26 | 188.86 | -12.67 | 179.77 |
| PSA32.5 水泥 | 产量 | 13.76 | 14.13 | 2.69 | 2.23 |
| | 销量 | 13.04 | 14.17 | 8.67 | 4.79 |
| | 均价 | 225.25 | 164.17 | -27.12 | 142.19 |
| | 产量 | 260.39 | 271.99 | 4.45 | 45.88 |
| PO42.5 水泥 | 销量 | 258.92 | 272.53 | 5.26 | 60.23 |
| | 均价 | 241.09 | 205.47 | -14.77 | 196.67 |
| PO52.5 水泥 | 产量 | 6.53 | 2.36 | -63.86 | 0.38 |
| | 销量 | 6.39 | 2.41 | -62.28 | 0.42 |
| | 均价 | 292.51 | 280.94 | -3.96 | 277.02 |
| | 产量 | 324.69 | 322.56 | -0.66 | 71.00 |
| 熟料 | 销量 | 37.03 | 42.70 | 15.31 | 10.30 |
| | 均价 | 204.26 | 162.53 | -20.43 | 141.88 |

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，受水泥行业竞争持续加剧和下游需求无明显改善的影响，水泥业务产量无明显回升，产销率较高，但所有产品价格均明显下降导致公司水泥业务收入规模明显下降。

（2）医药工业

公司的医药业务主要包括医药工业和医药商业，主要通过尖峰药业及其子公司来组织运营。尖峰药业及其子公司在浙江金华、天津滨海新区两地各拥有两个生产基地，原江南制药厂已拆迁。从医药工业的研发能力来看，子公司尖峰药业及其子公司拥有一个院士专家工作站、三个博士后流动工作站，连续多年被评为优秀院士专家工作站。尖峰药业先后被评为浙江省专利示范企业、国家高新技术企业。2015年，尖峰药业聘请中国工程院院士王广基教授担任公司首席科学家，与浙江工业大学联合招收博士后；尖峰药业金西生产基地有8条生产线通过新版GMP认证并取得了《药品GMP证书》。目前，公司共获得67项专利授权，其中发明专利58项。

公司医药工业产品的销售模式主要为代理销售和终端直销模式，其中代理销售的比重占医药工业销售收入的90%以上，建立了覆盖全国的代理商网络；直销模式的客户主要是分布在浙江省内的医院、基层社区医疗机构等终端。

从实际产销情况来看，2015年，公司医药板块主要产品的产量均有所增长，销量提升较大，产销率处于较高水平。具体数据如下表。

表5 近期公司医药板块主要产品产量及销量

| 产品 | 2014年 | | 2015年 | | 产量同比 (%) | 销量同比 (%) |
|---------------------------|----------|--------|----------|----------|----------|----------|
| | 产量 | 销量 | 产量 | 销量 | | |
| 力斯得 7S (L-门冬氨酸氨氯地平片) (万盒) | 1,031.00 | 978.00 | 1,107.68 | 1,174.95 | 7.44 | 20.14 |
| 注射用盐酸头孢甲肟 (万支) | 211.00 | 629.00 | 489.67 | 432.75 | 132.07 | -31.20 |
| 盐酸帕罗西汀 (万盒) | 299.00 | 288.00 | 345.82 | 351.58 | 15.66 | 22.08 |
| 玻璃酸钠滴眼液 (万支) | 121.00 | 145.00 | 151.63 | 164.70 | 25.31 | 13.59 |
| 愈风宁心滴丸 (万瓶) | 134.00 | 127.00 | 122.87 | 130.38 | -8.31 | 2.66 |
| 醋氯芬酸缓释片 (万盒) | 150.00 | 146.00 | 175.99 | 184.47 | 17.33 | 26.35 |
| 注射用喷昔洛韦 (万支) | 12.00 | 30.00 | 58.00 | 48.08 | 383.33 | 60.27 |

资料来源：公司提供

2015年，公司子公司尖峰药业金西项目的片剂、胶囊、滴丸（含中药提取）、无菌原料药（盐酸头孢甲肟）、粉针剂生产线等共8条生产线全部通过了新版GMP认证。至此，除抗肿瘤药的相关车间外，金西项目一期工程已经全部完工投入生产。产品销售方面，完成了浙江、湖南等多个省份的新标执行，新疆、广西等省的招标报价，以及多个省份的资料申报；醋氯芬酸缓释片增补进入广西自治区《基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，愈风宁心滴丸进入江苏省多个市县的基层基本药物增补目录。

公司现已形成抗生素类、心脑血管类、抗抑郁类用药三大产品线。目前，尖峰药业共拥有药品批准文号77个。在生产的主要产品包括注射用盐酸头孢甲肟、愈风宁心滴丸、门冬氨酸氨氯地平片、盐酸帕罗西汀片、玻璃酸钠滴眼液等。2015年，公司产品醋氯芬酸缓释片增补进入广西自治区《基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，门冬氨酸氨氯地平片进入江苏省低价药品目录，愈风宁心滴丸进入江苏省多个市县的基层基本药物增补目录。随着国家人口政策的调整和我国人口老龄化程度的加剧，尖峰药业将加大力度开发婴幼儿和老年人用药。尖峰药业现有10多个新药分别处于临床前、临床、生产前研究或申报生产审评的各个阶段，为公司医药板块的持续发展提供了产品保障。

从原材料供给来看，公司的盐酸头孢甲肟、盐酸帕罗西汀、L-门冬氨酸氨氯地平、葛根浸膏干粉等原料药主要由公司自产，玻璃酸钠、醋氯酚酸、喷昔洛韦等原料药需要外购。公司的原料供应商相对比较稳定，公司以询价模式进行采购。公司外购原料的结算模式分成两种，采购金额的50%左右是先款后货；另外50%有一定的账期，一般是1~2个月左右。从2015年医药工业成本构成来看，原材料依旧是占比最大的项目。2015年，受产量增长及金西药厂新投入使用的影响，医药工业板块各类成本均明显增长，原材料成本0.37亿元（占比57.62%），同比增长59.63%；人工成本0.09亿元（占比13.87%），同比增长20.95%；制造费用0.18亿元（占比28.52%），同比增长35.75%。各类成本占比来看，原材料占比较上年增长4.98个百分点，人工成本占比较上年减少2.85个百分点，制造费用占比较上年减少2.12个百分点。具体数据如下表。

表6 2014~2015年医药工业成本构成（单位：万元、%）

| 业务板块 | 项目 | 2014年 | | 2015年 | | |
|------|-----------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|--------------|
| | | 金额 | 营业成本占比 | 金额 | 营业成本占比 | 金额同比 |
| 医药工业 | 原材料 | 2,329.65 | 52.64 | 3,718.92 | 57.62 | 59.63 |
| | 人工 | 740.11 | 16.72 | 895.19 | 13.87 | 20.95 |
| | 制造费用 | 1,355.89 | 30.64 | 1,840.65 | 28.52 | 35.75 |
| | 合计 | 4,425.65 | 100.00 | 6,454.76 | 100.00 | 45.85 |

资料来源：公司年报

总体看，跟踪期内，公司医药工业发展良好，主打产品产销量均有所增长，但各类生产成本均有所上升。

（3）医药商业

公司医药商业主要集中在浙江省，由下属的金华市医药有限公司（以下简称“尖峰医药”）和尖峰大药房连锁有限公司（以下简称“尖峰大药房”）承担，其中金华医药以批发为主，目前主要经营区域为浙江省金华市。

从采购情况来看，公司在全国范围内对药品生产厂家进行对比确定合适的供应商，并通过定向询价方式进行采购。公司目前已与多家供应商建立了良好的合作关系，能够从供应商处得到1~3

个月不等的账期。由于公司经销的品种众多，因此不存在采购集中的情况。2015 年医药商业原材料采购成本 7.34 亿元（占总营业成本比 41.56%），同比增长 9.67%。

从销售情况来看，公司医药商业的销售收入主要来自批发业务，下游客户群主要分为医院、医药贸易公司商业划拨、基层终端（社区医院、私人诊所和药店）等三类，其中医院和基层终端合计占销售总额的 75% 左右，商业划拨占 16% 左右，前者较上年占比有所增长。

2015 年，金华市医药公司取得了义乌基层医院的主配送资格，尖峰大药房新增两家大病医保品种定点药店，实现了销售增长。随着销售策略的不断推进，公司医药商业的经营规模近年来呈不断扩大的趋势，2015 年医药商业实现营业收入 8.08 亿元，同比增长 10.59%，毛利率增长了 0.16 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司医药商业发展稳定向好，收入规模稳定增长，毛利率水平基本稳定。

（4）健康品

公司正大力培育健康品业务板块，为了进一步细化主营业务的分类，2015 年，公司把医药工业中的植物提取、保健食品、饮片等归入健康品业务板块。

公司的健康品业务主要有天然植物提取物、中药饮片、膳食补充剂、保健食品等。公司子公司天津市尖峰天然产物研究开发有限公司（以下简称“天津尖峰”）实现了人参提取物有机溶剂萃取去农残的产业化、葡萄籽去农残达到日本进口产品检测标准，提高了产品的市场竞争力。浙江尖峰健康科技有限公司（以下简称“尖峰健康”）的中药饮片、植物提取车间完成项目建设，中药饮片生产线通过了 GMP 认证，植物提取车间取得保健食品生产许可证书。天津尖峰位于天津滨海新区，是天津市小巨人企业，主要产品有葡萄籽提取物、人参提取物、苹果提取物、花青素类产品等，生产体系已经美国 GMP、HACCP, IS9000、HALLA、KOSHER 等质量体系认证，产品从原料的采购和检验、生产过程的质量控制、成品的检验都进行严格管控，确保产品质量。健康产品的销售主要采用直销和代理两种模式，天然植物提取物主要为国内外的食品行业、保健品行业和化妆品行业等广大用户提供优质、安全可靠的原料产品，传统中药饮片主要依托尖峰药业的商业销售渠道进行销售，新型饮片、保健食品采用招商代理和门店、网店直销等模式。

2015 年，公司健康品业务实现营业收入 1.40 亿元，同比增长 12.97%；毛利率 33.93%，同比增加 1.82 个百分点。从健康品业务成本构成来看，2015 年该业务总营业成本 0.98 亿元，同比增长 2.92%。其中，原材料成本 0.80 亿元，同比增长 8.02%；占比 81.35%，同比增长 3.84 个百分点。人工成本 0.07 亿元，同比减少 3.47%；占比 6.83%，同比减少 0.45 个百分点。制造费用成本 0.12 亿元，同比减少 20.00%；占比 11.82%，同比减少 3.39 个百分点。

未来，公司的健康品业务板块将以天然植物提取、中药饮片的加工、保健品的生产、国外产品的 OEM 为主要发展方向，同时，加大产品的市场推广力度，探索建立具有市场竞争力的保健品营销模式。2015 年该板块业务实现营业收入 1.40 亿元，同比增长 12.97%；毛利率 33.92%，较上年增长 1.82 个百分点。

3. 对外投资

截至 2015 年底，公司长期股权累计投资金额合计 9.51 亿元，投资对象包括天士力控股集团有限公司、浙江省广电科技股份有限公司和浙江金华南方尖峰水泥有限公司。投资对象所在行业与公司主营业务行业联系紧密。具体数据如下表。

表 7 截至 2015 年底公司长期股权投资（单位：万元、%）

| 序号 | 被投资的公司名称 | 金额 | 截至 2015 年底占被投资公司权益比例 |
|----|----------------|------------------|----------------------|
| 1 | 天士力控股集团有限公司 | 72,375.29 | 20.76 |
| 2 | 浙江省广电科技股份有限公司 | 1,114.48 | 22.68 |
| 3 | 浙江金华南方尖峰水泥有限公司 | 21,620.86 | 35.00 |
| 合计 | | 95,110.63 | - |

资料来源：公司提供

4. 经营关注

水泥业务板块竞争加剧，盈利能力下降

水泥行业下游需求无明显改善，行业竞争加剧，导致公司水泥产销量无明显回升，水泥产品价格均明显下降，公司水泥业务收入规模和盈利能力明显下降。

公司盈利能力对投资收益依赖较大

公司股权投资所投企业与公司主营业务关联性较强，股权投资规模较大。同时，公司盈利水平对投资收益的依赖性较大，受行业不景气影响，2015 年公司投资收益下降导致净利润明显下滑。

5. 未来发展

水泥业务板块

公司的水泥业务包含自营、参股两种方式，主要分布在湖北省、云南省两个区域。公司未来将依托现有控股的水泥生产基地，坚持成本领先的经营策略，以合作共赢的理念，做精、做强水泥业务板块。同时，在浙江省和广西省的水泥业务以参股的形式加入南方水泥和广西虎鹰，以求共同发展。

公司将继续寻找新的战略布点和行业内联合重组的机遇，认真研究水泥业务上下游产业链延伸的可能性，推进恩施尖峰项目的前期合规性审批、技术方案论证等可行性研究工作，争取尽早实现项目落实；继续探索大冶尖峰水泥有限公司和云南尖峰水泥有限公司上下游产业整合方案，充分利用矿产资源，开拓混凝土骨料和机制砂业务。

医药业务板块

公司的医药业务坚持医药工业、商业双轮驱动的发展格局，面对医药行业的市场格局和竞争形势的深刻变化，公司将着力进行营销模式变革和管理创新，积极调整产品策略和结构布局，不断提高创新能力、整合能力、运营能力，坚持做细分产品市场的龙头企业。2015 年公司将继续以合作共赢的理念，积极寻找符合尖峰药业发展方向的企业或产品，通过合作或兼并重组等方式进行扩张。

公司将继续围绕公司的发展战略，结合临床用药的发展趋势，以“优势互补、合作共赢”的理念，寻找合作对象，突破发展瓶颈；着重做好新药的引进开发工作，加快新药研发进度，提高新药研发的成功率，丰富产品供给；以合作的方式寻求建立原料药生产基地；认真做好金华市妇保院项目的前期分析认证工作；加快金华市医药公司的业务拓展，做好现代医药物流中心建设的前期工作。

其他产业

健康品业务方面，公司的健康品业务板块将以天然植物提取、中药饮片的加工、保健品的生产、国外产品的 OEM 为主要发展方向，加大产品的市场推广力度，探索建立具有市场竞争力的保健品营销模式。2016 年将进一步开展尖峰健康与尖峰电缆的资产整合，在尖峰健康中药饮片车间和植物提取车间建成投产的基础上，把工作重点转移到市场推广上，探索建立具有市场竞争力

的保健品营销模式，提高产品的知名度、美誉度，加大产品的市场推广力度，力求单点突破带动全面，尽早实现达产达标和产销平衡。

电商物流业务方面，依托我国当前互联网技术应用的蓬勃发展和金华市加快发展电子商务的政策机遇，公司将充分利用现有尖峰国贸的保税仓储、电商创业园平台，积极拓展跨境电子商务业务。

总体上，公司未来发展目标明确，将进一步完善水泥和医药双主业的经营架构，加快培育健康品业务，努力构建水泥、医药、健康品三大业务板块。针对目前的经营状况，公司制订了比较合理的发展计划，随着公司经营规模的不断扩大，未来仍有较好的发展机遇。

六、财务分析

公司 2015 年度财务报告经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留审计意见。2016 年一季度数据未经审计。2015 年，公司新增一家控股子公司康健国际贸易（天津）有限公司，系公司子公司浙江尖峰药业有限公司之子公司天津市尖峰天然产物研究开发有限公司投资 200.00 万元设立取得。2015 年公司相关会计政策连续，主营业务未发生重大变化，财务数据可比性强。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 36.31 亿元，负债合计 13.08 亿元，所有者权益合计 23.24 亿元（含少数股东权益），其中，归属母公司所有者权益合计 21.66 亿元。2015 年公司实现营业收入 22.59 亿元，净利润（含少数股东损益）2.23 亿元；其中，归属于母公司所有者的净利润 2.01 亿元。公司经营活动产生的现金流量净额 1.63 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.38 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 36.23 亿元，负债合计 12.61 亿元，所有者权益合计 23.61 亿元（含少数股东权益），其中，归属母公司所有者权益合计 22.01 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.93 亿元，净利润（含少数股东损益）0.28 亿元；其中，归属于母公司所有者的净利润 0.26 亿元。2016 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 0.21 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.47 亿元。

1. 资产负债状况

资产

截至 2015 年末，公司资产总额达到 36.31 亿元，较年初减少 3.47%，主要来自于流动资产的减少。2015 年末资产构成中，非流动资产占比较高（占比 78.73%）。

截至 2015 年末，公司流动资产仍然以货币资金（占比 19.34%）、应收票据（占比 7.41%）、应收账款（占比 28.76%）和存货（占比 31.24%）为主。截至 2015 年底，公司存货账面价值 2.41 亿元，较年初增长 12.73%，主要是原材料和库存商品的增加所致，存货中，原材料账面价值占比较 2014 年末下降 2.02 个百分点至 31.21%，库存商品账面价值占比较 2014 年末增长 2.40 个百分点至 63.97%，已计提跌价准备 296.77 万元；应收账款净额 2.22 亿元，较年初增长 12.89%，主要系医药板块营业收入增加，应收款相应增加所致，1 年以内的应收账款占比 96.05%，已计提坏账准备 637.79 万元；货币资金较年初减少 62.54%至 1.49 亿元，主要是公司及子公司归还银行贷款所致，其中受限资金 75.51 万元作为开立银行承兑汇票的保证金，占比很小；应收票据较年初减少 5.79%至 0.57 亿元，主要系公司生产经营中使用票据减少所致。

非流动资产方面，2015 年末，公司非流动资产合计 28.59 亿元，较上年末增长 1.74%，主要是固定资产的增加所致；年末非流动资产中长期股权投资（占比 33.27%）和固定资产（占比 46.65%）

依旧为主要构成部分。截至 2015 年底，公司长期股权投资较上年增长 0.83% 至 9.51 亿元；固定资产账面价值较上年增长 6.07% 13.34 亿元，主要是尖峰药业完成了药厂搬迁工作，相应的补偿款余额转入所致；固定资产主要由房屋及建筑、专用设备和通用设备构成，固定资产成新率 71.99%，处于尚可水平。

截至 2016 年 3 月末，公司资产总额 36.23 亿元，较年初减少 0.24%；其中流动资产 7.64 亿元（占比 21.10%），较年初减少 1.04%，非流动资产 28.58 亿元（占比 78.90%），较年初减少 0.03%。资产结构较年初变化不大。

负债

截至 2015 年末，公司负债总额 13.08 亿元，较年初减少 14.27%；流动负债和非流动负债均有减少。流动负债占比略高（占比 50.84%），占比较年初下降 14.79 个百分点，2015 年底流动负债总额较年初下降 20.28% 至 6.24 亿元，仍以短期借款（占比 20.02%）和应付账款（占比 47.98%）为主，其中短期借款较年初下降 47.70% 至 1.25 亿元，主要系银行借款减少所致；应付账款较年初下降 4.13% 至 3.00 亿元。截至 2015 年末，公司非流动负债总额较年初下降 7.91% 至 6.83 亿元，以应付债券（占比 87.26%）和递延收益（占比 10.78%）为主。2015 年公司提前偿还尚未到期的长期借款，因此该科目年末余额为 0；应付债券较年初增长 0.19% 至 5.96 亿元；截至 2015 年末，公司递延收益 0.74 亿元，为 2015 年政府划拨的药厂搬迁补助。

截至 2015 年末，公司有息债务 7.23 亿元，较上年减少 23.45%；其中短期债务占比较上年下降 10.35 个百分点至 17.50%，长期债务占比相应上升至 82.50%，公司债务结构有所优化。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 36.01%、23.72% 和 20.42%，较上年均有所下降，整体负债水平仍处于适中水平。

截至 2016 年 3 月末，公司负债总额 12.61 亿元，较年初减少 3.53%，主要是递延收益的减少所致。其中，流动负债较年初减少 7.16% 至 5.80 亿元，占比 45.95%；非流动负债较年初减少 0.22% 至 6.82 亿元，占比 54.05%。负债结构较年初变化不大。

所有者权益

截至 2015 年末，公司所有者权益合计 23.24 亿元，较年初增长 3.90%，主要来自于其他综合收益的增长。所有者权益中，归属于母公司所有者权益占比 91.60%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 15.88%、资本公积占 18.79%、盈余公积占 6.21%、其它综合收益占比 9.66%、未分配利润占 46.51%，未分配利润占比较大，权益稳定性一般。

截至 2016 年 3 月末，公司所有者权益合计 23.61 亿元，较年初增长 1.61%，主要来自其他综合收益和未分配利润对的增长。归属于母公司所有者权益的结构较年初变动不大。

总体看，公司资产以非流动资产为主，资产整体流动性一般，资产质量尚可；流动负债和非流动负债大体相当，债务结构有所优化，整体负债水平仍处于适中水平；所有者权益中未分配利润占比较大，权益稳定性一般。

2. 盈利能力

跟踪期内，公司继续保持并完善水泥和医药双主营的互补型业务结构，这种周期性和非周期性相结合的业务结构有明显的互补优势，能有效的抵抗经济周期变化所带来的不利影响。2015 公司实现合并营业收入 22.59 亿元，同比增长 0.07%；受水泥价格下降，以及联营企业南方尖峰、天士力集团本年度净利润下降，按权益法核算的投资收益明显下降，导致 2015 年公司净利润同比减少 30.19% 至 2.23 亿。

从期间费用看，整体期间费用较上年增长 2.44% 至 3.16 亿元，销售费用和管理费用小幅增长，

分别为 1.26 亿元和 1.52 亿元。从指标来看，公司的费用收入比由上年的 13.68% 上升至 14.01%，整体仍处于合理水平。

从公司的收入利润构成看，2014~2015 年投资收益分别为 1.59 亿元和 0.97 亿元，2015 年投资收益占营业收入的比重由 2014 年的 7.03% 下降至 2015 年的 4.28%，占营业利润的比重由 43.34% 下降至 42.05%；投资收益仍是公司利润的重要来源，公司盈利能力对投资收益依赖性较大，但随着水泥和医药等主营业务的较快发展，主营业务贡献的利润占比也在不断提高。

2015 年，受公司净利润减少的影响，公司净资产收益率由上年的 15.47% 下降至 9.78%，总资产报酬率由上年的 12.34% 下降到 8.45%，整体盈利能力下降较快。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.93 亿元，净利润 0.28 亿元。

总体看，公司盈利水平有所下降，主要系营业成本上升、期间费用上升和投资收益减少所致。

3. 现金流

2015 年，公司经营活动现金流入与营业收入变化趋势相同，分别同比下降 19.29% 至 21.50 亿元和同比下降 15.29% 至 19.86 亿元，但经营活动支出规模增幅减小影响更为明显，综合作用下，公司全年经营活动产生的现金流净额较上年下降 48.74% 至 1.63 亿元。2015 年公司现金收入比为 92.59%，依旧处于一般水平。

由于固定资产投资支出相对较多，公司投资活动现金流仍以净流出为主，2015 年投资净现金流为 -0.45 亿元，净流出规模较上年增加 7.83%。

2015 年公司筹资活动净现金流为 -3.59 亿元，主要系公司归还了较多银行借款导致现金流出增多所致。

2016 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.21 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 -0.13 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 -0.56 亿元；现金及现金等价物净增加额为 -0.47 亿元。

总体来看，公司经营活动净现金流入有所降低但规模仍较大，收入实现质量一般；近年来公司投资规模较大，将来通过借款、债券融资等外部融资来满足自身资金需求的可能性较大。

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看，截至 2015 年末，公司的流动比率较上年小幅上升，由上年底的 1.22 倍上升至 1.24 倍，速动比率由上年底的 0.94 倍下降至 0.85 倍，主要系公司存货规模增长所致。2015 年公司现金短期债务比由上年底的 1.75 倍下降至 1.63 倍；经营现金流动负债比率为 26.19%，较上年的 40.72% 明显下降，整体处于尚可水平。公司现金类资产较充裕，经营活动现金流入规模大，公司整体仍具有较强的短期偿债能力。

从长期偿债能力来看，由于利润总额明显下降，2015 年公司 EBITDA 较年初下降 20.68%，为 4.13 亿元，其中，折旧占比 22.47%、摊销占比 1.93%、计入财务费用的利息支出占比 9.27%、利润总额占比 66.33%。由于公司偿还部分有息债务，导致债务规模和利息费用较 2014 年有所降低，因此虽然 EBITDA 规模同比下降，相关偿债能力指标仍保持基本平稳，其中 EBITDA 利息倍数由上年的 10.82 倍下降至 10.78 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.55 倍上升至 0.57 倍；整体上，公司长期偿债能力较上年末无明显变化，长期偿债能力仍属较强。

截至 2015 年末，公司对外担保金额为 6.50 亿元，担保总额占公司净资产的比例为 36.88%。公司与浙江凯恩特种材料股份有限公司之间实行总额度为 5,000 万元的等额互保；公司累计发行了总额为 6 亿元的公司债券，该公司债券由天士力集团提供担保，天士力集团的大股东帝士力控

股向天士力集团在该担保责任范围内提供反担保，公司将所持有的天士力集团 20.76% 股权质押给帝士力控股，作为公司向帝士力控股在其担保责任范围内提供的反担保。综合担保金额和被担保方资质情况来看，公司或有负债风险不大。

截至 2016 年 3 月末，公司已取得银行授信 14.81 亿元，已使用 0.69 亿元，公司间接融资渠道通畅。公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

根据人民银行企信用报告（机构信用代码：G10330702000041009），截至 2016 年 4 月 19 日，公司无未结清不良信贷信息，过往履约债务情况较好。

截至 2016 年 3 月末，公司无重大未决经济诉讼。

总体看，2015 年公司偿债指标较上年有所下降，但公司仍具有很强的偿债能力；对外担保规模较大，但或有负债风险不大。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年末，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）2.07 亿元，约为“13 尖峰 01”和“13 尖峰 02”债券本金（合计 6.00 亿元）的 0.35 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较弱；净资产 23.24 亿元，约为“13 尖峰 01”和“13 尖峰 02”债券本金（合计 6.00 亿元）的 3.87 倍，覆盖程度较高。公司现金类资产和净资产能够对“13 尖峰 01”和“13 尖峰 02”债券的按期偿付起到一定的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 4.13 亿元，约为债券本金（6.00 亿元）的 0.69 倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 21.50 亿元，约为债券本金合计（6.00 亿元）的 3.58 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较好。

综合以上分析，考虑到公司在收入规模、业务结构和较低负债规模等方面仍具有明显优势。面对固定资产投资增速放缓和水泥行业产能过剩、竞争激烈、价格持续下降等不利环境，公司水泥销售价、量均呈下降趋势，但是公司医药板块收入规模稳定增长，为公司整体经营发展分散了风险，公司对“13 尖峰 01”和“13 尖峰 02”债券的偿还能力很强。

八、债权保护条款分析

“13 尖峰 01”和“13 尖峰 02”由天士力集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

1. 集团概况

天士力控股集团有限公司前身为由天津市华兴医药设备商行持股 70%、天津市中央制药厂持股 30%，共同出资于 1994 年 5 月成立的天津市天使力联合制药公司。1998 年 4 月，天津市天使力联合制药公司增资改制并更名为天津天士力制药集团有限公司。2000 年 3 月，由天津帝士力投资控股集团有限公司、浙江尖峰集团股份有限公司、天津市中央药业有限公司（简称“中央药业”）以各自所持有的天津天士力制药集团有限公司股权和现金出资设立天津天士力集团有限公司，注册资本 18,600 万元。2013 年 6 月 9 日，经国家工商行政总局审核同意，天士力集团名称变更为“天士力控股集团有限公司”，并沿用至今。

历经多次增资扩股，截至 2015 年末，天士力集团注册资本 2.38 亿元，其中天津帝士力投资控股集团有限公司持股 61.68%，浙江尖峰集团股份有限公司持股 20.76%，天津市中央药业有限

公司持股 17.56%。自然人闫希军通过控股天津富华德科技开发有限公司间接控股帝士力（另外两名股东闫凯境、吴道峰为闫希军的一致行动人），是天士力集团的实际控制人。

截至 2015 年末，天士力集团总部设有财务中心等 10 个职能部门；天士力集团下辖共 38 家一级子公司，其中全资子公司 17 家，控股子公司 21 家；在职员工 18,369 人。

截至 2015 年末，天士力集团合并资产总额 258.37 亿元，负债合计 168.96 亿元，所有者权益（含少数）89.41 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 34.86 亿元。天士力集团 2015 年全年实现营业总收入 142.43 亿元，净利润（含少数股东损益）10.93 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.55 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.32 亿元，现金及现金等价物净增加额为-0.46 亿元。

天士力集团注册地址：天津北辰科技园区；法定代表人：闫希军。

2. 经营分析

天士力集团主营业务以医药工业、医药商业为主，其中医药工业的运营主体主要是天士力制药集团股份有限公司（天士力集团持股 47.27%）和江苏天士力帝益药业有限公司；医药商业的运营主体主要是天士力制药集团股份有限公司的控股子公司天士力医药营销集团有限公司。

天士力集团 2015 年营业收入构成较上年未发生变化，继续以医药工业、医药商业和其他收入为主要来源。天士力集团实现主营业务收入合计 142.16 亿元，占营业总收入比 99.81%，主营业务突出；其中医药工业、医药商业两板块业务收入合计 131.43 亿元，占主营业务收入比 92.45%，但由于 2015 年天士力集团保健品销售和海外营销等业务收入规模的上升，两项业务收入合计占比重较上年同期下降 2.78 个百分点。

表 8 天士力控股集团有限公司主营业务情况（单位：万元、%）

| 业务 | 2014 年 | | | 2015 年 | | | 收入变化 | 毛利率变化 |
|------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|-------------|-------------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | | |
| 医药商业 | 64.71 | 49.20 | 6.13 | 67.78 | 47.68 | 7.14 | 4.74 | 1.01 |
| 医药工业 | 60.51 | 46.02 | 70.79 | 63.65 | 44.77 | 72.01 | 5.19 | 1.22 |
| 其他业务 | 6.27 | 4.76 | 60.17 | 10.74 | 7.55 | 56.60 | 71.29 | -3.57 |
| 合计 | 131.49 | 100.00 | 38.46 | 142.16 | 100.00 | 39.92 | 8.11 | 1.46 |

资料来源：天士力集团年报

受生产工艺改进和生产效率的提高的影响，天士力集团 2015 年全年实现合并营业总收入 142.43 亿元，较上年同比增长 7.90%；但由于受招标限价、医保控费等政策的影响，收入增幅较上年下降 3.57 个百分点。同时主要由于天士力集团为降低相关政策带来的不利影响，加大了销售环节的投入力度，以致销售费用高企，致使当年净利润规模较上年同比下降 3.79%至 10.93 亿元。

在毛利率方面，2015 年天士力集团主营业务毛利率为 39.92%，继续保持在较高水平，同比增长 1.46 个百分点，其中医药商业和医药工业两板块业务毛利率分别为 7.14%和 72.01%，分别较上年增长 1.01 个和 1.22 个百分点，基本保持稳定，两板块业务毛利率在所属行业内均属较高水平。

总体看，天士力集团营业收入保持平稳增长，受政策影响，净利润有所下降；毛利率水平基本平稳。

3. 财务分析

天士力集团提供了天士力集团 2015 年经天健会计师事务所审计的财务报表，并出具了标准无保留审计意见。2015 年，天士力集团会计政策及估计未发生变更，相关会计政策连续，财务数据可比性强。

截至 2015 年末，天士力集团合并资产总额 258.37 亿元，负债合计 168.96 亿元，所有者权益（含少数）89.41 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 34.86 亿元。天士力集团 2015 年全年实现营业总收入 142.43 亿元，净利润（含少数股东损益）10.93 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.55 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.32 亿元，现金及现金等价物净增加额为-0.46 亿元。

资产

资产方面，截至 2015 年末，天士力集团资产总额为 258.37 亿元，较年初大幅增长 40.00%。在资产结构方面，天士力集团流动资产和非流动资产所占比重较年初相比基本保持稳定，所占比重分别为 56.32%和 43.68%，以流动资产为主。

截至 2015 年底，天士力集团流动资产合计 145.52 亿元，较年初增长 42.03%，主要系业务规模的扩大，应收账款和存货增多，以及购买的低风险短期理财致使其他流动资产规模的扩大所致。天士力集团流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产构成，分别占比 11.64%、12.34%、33.82%、14.68%、17.38%和 7.54%，其余的流动资产包括预付款项、应收利息和应收股利等，但所占比均未达 3%，所占比重小。在非流动资产方面，截至 2015 年末，天士力集团非流动资产合计 112.86 亿元，较年初大幅增长 37.46%，主要系可供出售金融资产、长期股权投资以及固定资产的规模扩大所致所致。截至 2015 年末，天士力集团非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产构成，分别占比 20.39%、16.56%、35.01%、10.05%和 6.40%，其余的非流动资产主要包括发放贷款及垫款、开发支出和长期待摊费用等构成，但所占比均未超过 5%，所占比重小。

总体来看，受各类型业务规模的扩大，天士力集团整体资产规模较年初大幅增长。天士力集团资产结构继续以流动资产为主，货币资金储备较为充裕，但资产构成中应收账款、应收票据、可供出售金融资产以及长期股权投资占比重大，整体资产质量一般。

负债

负债方面，截至 2015 年末，天士力集团流动负债和非流动负债均较年初大幅增长，负债总规模较年初大幅增长 45.69%，在负债结构方面，截至 2015 年末，天士力集团流动负债和非流动负债分别占比 70.66%和 29.34%，仍以流动负债为主，但其所占比重已较年初下降 7.03 个百分点。

截至 2015 年末，天士力集团流动负债合计 119.39 亿元，较年初大幅增长 32.51%，主要系其他应付款、一年内到期的非流动负债以及其他流动负债规模的扩大。截至 2015 年末，天士力集团流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债以及其他流动负债构成，分别占比 42.91%、8.98%、13.47%、8.93%、5.72%和 11.71%，其余的流动负债主要包括预收款项、应付职工薪酬和应交税费等，但所占比均未超过 5%。在非流动负债方面，截至 2015 年末，天士力集团非流动负债合计 49.58 亿元，较年初大幅增长 91.56%，主要系长期借款、应付债券和长期应付款规模的扩大所致。截至 2015 年末，天士力集团非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款、递延收益以及递延所得税资产构成，分别占比 28.02%、46.47%、8.32%、7.38%和 9.22%。

截至 2015 年末，天士力集团全部债务合计 119.70 亿元，较年初增长 41.00%，其中长、短期

债务分别为 36.93 亿元和 82.77 亿元，分别占比 30.85% 和 69.15%，其中短期债务所占比重虽较年初下降 7.74 个百分点，但所占比重仍较大，天士力集团短期偿债压力较大。同时，由于主要长期债务总额增长的带动，天士力集团非流动负债有所扩大，以致天士力集团资产负债率较年初增长 2.55 个百分点至 65.39%，表明天士力集团负债水平有所提升；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较年初变化 1.14 个百分点和 6.98 个百分点，分别为 57.24% 和 29.23%，表明天士力集团有息债务的偿付压力相对较大，债务的期限结构有待调整、优化。

整体看，天士力集团负债规模增长明显，债务负担有所加重，负债结构有待优化。

所有者权益

权益方面，截至 2015 年末，天士力集团所有者权益合计 89.41 亿元，较年初大幅增长 30.37%，主要系其他综合收益和少数股东权益规模的扩大所致。天士力集团归属于母公司所有者权益合计 34.85 亿元，占比 38.99%，主要由股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润构成，分别占比 6.82%、17.94%、28.92% 和 43.08%，其中未分配利润所占比重较大，权益结构稳定性一般。

总体来看，天士力集团权益结构中少数股东权益所占比重较大，加之未分配利润规模较大，天士力集团权益结构稳定性一般。

盈利能力

天士力集团 2015 年全年实现营业总收入 142.43 亿元，较上年同比增长 7.90%。受各类期间费用增长的影响，天士力集团 2015 年实现利润总额 14.01 亿元，较上年同比下降 2.01%；实现净利润 10.93 亿元，较上年同比下降 3.79%，其中归属于母公司股东的净利润 2.55 亿元，较上年同比下降 22.48%。

在期间费用方面，2015 年天士力集团期间费用支出规模为 42.81 亿元，较上年同比增长 16.65%；费用收入比较上年增加 2.26 个百分点，达 30.06%，略高于医药行业一般水平，费用控制能力一般。其中，管理费用、销售费用和财务费用分别同比增长了 13.82%、15.67% 和 35.28%。

在盈利能力指标方面，天士力集团主营业务毛利率和营业利润率分别为 39.95% 和 39.00%，分别较上年小幅增长 1.49 个百分点和 1.24 个百分点。2015 年利润总额较上年同比变化幅度不大，但由于下属控股子公司新股的非公开发行，天士力集团所有者权益规模的大幅增长，以致其净资产收益率和总资本收益率分别较上年下降 5.29 个和 2.65 个百分点，分别为 13.83% 和 9.55%。

总体看，跟踪期内，天士力集团主营业务盈利能力强且较稳定，整体盈利指标处于较高水平，但费用控制能力有待提升。

现金流

在经营活动方面，随着业务链条的延伸，经营规模的扩大，天士力集团 2015 年经营活动现金流入及流出规模均较上年明显扩大，但由于采购成本及人工成本的增长幅度较大，致使天士力集团全年经营活动净现金流规模较上年下降 38.52% 至 1.32 亿元。天士力集团 2015 年现金收入比为 107.69%，收入实现质量尚可。

在投资活动方面，天士力集团 2015 年投资活动净现金流继续保持净流出状态，为 -29.55 亿元，净流出规模较上年大幅增长 114.02%，增长的主要原因为权益性投资规模的扩大。天士力集团 2015 年投资活动现金流出量较上年同比增长 79.14%。

在筹资活动方面，为满足自身资金的需求，天士力集团继续保持较大规模的对外融资，天士力集团 2015 年筹资活动现金流入量为 147.63 亿元，较上年同比增长 87.96%，在融资渠道方面主要以银行间接融资为主，占比 73.30%。天士力集团 2015 年筹资活动现金流出规模为 119.90 亿元，较上年同期相比增长 82.18%，增长的主要原因为相关债务的偿还。

总体来看，天士力集团经营活动现金流收支平衡，经营性现金流量规模较大，收入实现质量尚可；外部筹资渠道通畅，主要为间接融资。天士力集团现金流整体情况正常。

偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2015 年末，天士力集团流动比率和速动比率分别由年初 1.14 倍和 0.95 倍，上升至 1.22 倍和 1.01 倍；受现金类资产规模的扩大影响，天士力集团现金短期债务比由上年的 0.43 倍下降至 0.42 倍；受采购成本及人工成本扩大的影响，经营活动现金净流量规模较上年同比大幅下降所致，2015 年天士力集团经营现金流动负债比率由上年的 2.38% 降至 1.10%。总体看，天士力集团短期偿债能力较好。

从长期偿债能力来看，2015 年 EBITDA 为 23.47 亿元，其中，利润总额、计入财务费用的利息支出规模和折旧所占比重较大，分别为 59.68%、24.35% 和 12.90%，摊销所占比重小，占比仅为 3.07%；EBITDA 全部债务比和 EBITDA 利息保护倍数分别由上年的 0.25 倍和 4.58 倍，下降至 0.20 倍和 3.86 倍。由于天士力集团经营现金流量净额较上年大幅下降，致使天士力集团经营现金债务保护倍数由上年的 0.03 倍下降至 0.01 倍。天士力集团长期偿债能力有所下降。

截至 2015 年末，天士力集团已获银行授信 126.50 亿元，已使用 80.51 亿元，天士力集团间接融资渠道畅通。

在对外担保方面，截至 2015 年末，天士力集团对外担保合计 13.63 亿元；天士力集团对外担保对象主要为自身关联企业，担保对象整体经营状况良好，天士力集团对外担保整体风险不大。

截至 2015 年末，天士力集团无重大未决诉讼，天士力集团或有负债风险较小。

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（信用机构代码：G10120113009600708），截至 2016 年 4 月 28 日，天士力集团无逾期借款和银行不良记录。

整体来看，跟踪期内，天士力集团整体资产及收入规模继续增长，盈利能力稳定，但债务负担加重导致偿债能力减弱。考虑到其行业地位依旧突出，规模竞争力很强，天士力集团的担保对本次公司债的偿付仍具有积极保障作用。

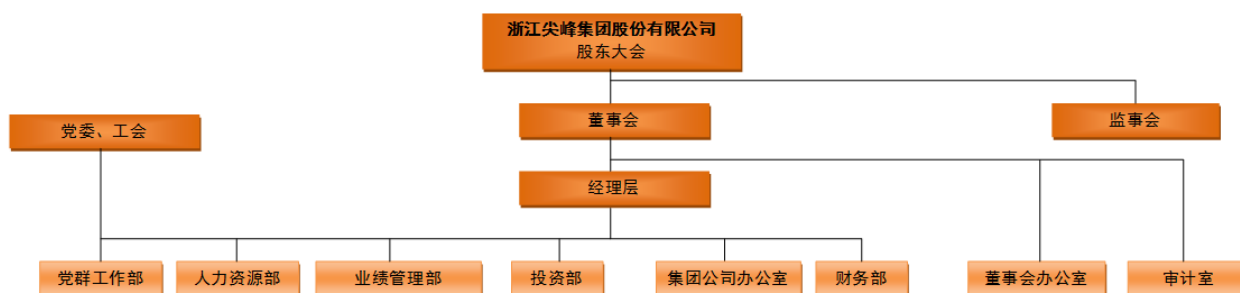
九、综合评价

公司构建了水泥和医药的双主营互补型业务构架，并向健康品业务延伸，以抵抗经济的周期性波动带来的风险。公司整体收入规模平稳增长，毛利率基本持平保持稳定；水泥板块受竞争影响，呈现量价齐跌的态势，医药板块发展良好，销售收入稳定增长，经营活动获现能力较强，整体负债水平仍处于较低。同时，联合评级也关注到公司水泥板块受竞争影响，呈现量价齐跌的态势，公司利润对投资收益的依赖性较大，2015 年净利润大幅下滑。整体负债水平仍处于较低水平，所有者权益结构稳定性一般，经营活动获现能力较强，公司偿还债务的能力很强。

2015 年，公司本次债券的担保方天士力集团盈利能力有所下降，但维持着较大的经营规模和资产规模，其所提供的担保对本次债券信用状况仍具有显著的积极影响。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”，同时维持“13 尖峰 01”和“13 尖峰 02”AA+的债项信用等级。

附件 1 浙江尖峰集团股份有限公司 组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2 浙江尖峰集团股份有限公司 主要财务指标

| 项目 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 3 月 |
|-------------------|--------|--------|------------|
| 资产总额 (亿元) | 37.62 | 36.31 | 36.23 |
| 所有者权益 (亿元) | 22.37 | 23.24 | 23.61 |
| 短期债务 (亿元) | 2.63 | 1.27 | 0.69 |
| 长期债务 (亿元) | 6.81 | 5.96 | 5.97 |
| 全部债务 (亿元) | 9.44 | 7.23 | 6.66 |
| 营业收入 (亿元) | 22.57 | 22.59 | 4.93 |
| 净利润 (亿元) | 3.20 | 2.23 | 0.28 |
| EBITDA (亿元) | 5.21 | 4.13 | 0.70 |
| 经营性净现金流 (亿元) | 3.19 | 1.63 | 0.21 |
| 应收账款周转次数 (次) | 11.18 | 10.01 | 1.98 |
| 存货周转次数 (次) | 8.47 | 7.75 | 1.75 |
| 总资产周转次数 (次) | 0.65 | 0.61 | 0.13 |
| 现金收入比率 (%) | 115.53 | 92.59 | 112.14 |
| 总资本收益率 (%) | 12.53 | 8.39 | 1.16 |
| 总资产报酬率 (%) | 12.34 | 8.45 | 1.18 |
| 净资产收益率 (%) | 15.47 | 9.78 | 1.22 |
| 营业利润率 (%) | 22.78 | 20.35 | 18.18 |
| 费用收入比 (%) | 13.68 | 14.01 | 12.85 |
| 资产负债率 (%) | 40.54 | 36.01 | 34.82 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 29.68 | 23.72 | 21.99 |
| 长期债务资本化比率 (%) | 23.34 | 20.42 | 20.17 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 10.82 | 10.78 | 0.12 |
| EBITDA 全部债务比 (倍) | 0.55 | 0.57 | 0.10 |
| 流动比率 (倍) | 1.22 | 1.24 | 1.32 |
| 速动比率 (倍) | 0.94 | 0.85 | 0.91 |
| 现金短期债务比 (倍) | 1.75 | 1.63 | 2.25 |
| 经营现金流动负债比率 (%) | 40.72 | 26.19 | 3.65 |
| EBITDA/待偿本金合计 (倍) | 0.87 | 0.69 | 0.12 |

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

附件3 天士力控股集团有限公司 主要财务指标

| 项目 | 2014年 | 2015年 | 2016年3月 |
|----------------|--------|--------|---------|
| 资产总额(亿元) | 184.56 | 258.37 | 258.69 |
| 所有者权益(亿元) | 68.58 | 89.41 | 91.89 |
| 短期债务(亿元) | 65.27 | 82.77 | 74.80 |
| 长期债务(亿元) | 19.62 | 36.93 | 37.61 |
| 全部债务(亿元) | 84.89 | 119.70 | 112.42 |
| 营业总收入(亿元) | 132.01 | 142.43 | 36.97 |
| 净利润(亿元) | 11.36 | 10.93 | 1.86 |
| EBITDA(亿元) | 21.43 | 23.47 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 2.14 | 1.32 | -1.83 |
| 应收账款周转次数(次) | 4.47 | 3.26 | -- |
| 存货周转次数(次) | 5.05 | 4.01 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.82 | 0.64 | 0.14 |
| 现金收入比率(%) | 101.96 | 107.69 | 100.65 |
| 总资本收益率(%) | 11.65 | 9.18 | -- |
| 总资产报酬率(%) | 11.51 | 8.90 | -- |
| 净资产收益率(%) | 19.12 | 13.83 | 2.05 |
| 营业利润率(%) | 37.76 | 39.00 | 33.78 |
| 费用收入比(%) | 27.80 | 30.06 | 26.52 |
| 资产负债率(%) | 62.84 | 65.39 | 64.48 |
| 全部债务资本化比率(%) | 55.31 | 57.24 | 55.02 |
| 长期债务资本化比率(%) | 22.25 | 29.23 | 29.04 |
| EBITDA利息倍数(倍) | 4.58 | 3.86 | -- |
| EBITDA全部债务比(倍) | 0.25 | 0.20 | -- |
| 流动比率(倍) | 1.14 | 1.22 | 1.28 |
| 速动比率(倍) | 0.95 | 1.01 | 1.04 |
| 现金短期债务比(倍) | 0.43 | 0.42 | 0.37 |
| 经营现金流动负债比率(%) | 2.38 | 1.10 | -1.67 |

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 | |
| 应收账款周转率 | 营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2] |
| 存货周转率 | 营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2] |
| 总资产周转率 | 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 | |
| 总资产收益率 | (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) |
| 本期公司债券偿债能力 | |
| EBITDA 偿债倍数 | EBITDA/本期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/本期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/本期公司债券到期偿还额 |

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

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。