

# 跟踪评级公告

联合[2017]706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浙江尖峰集团股份有限公司主体长期信用状况和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发行的“13 尖峰 01”和“13 尖峰 02”公司债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月十五日

---

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>

# 浙江尖峰集团股份有限公司



## 公司债券 2017 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：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

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+	2016 年 6 月 7 日
13 尖峰 02	3 亿	3+2	AA+	AA+	2016 年 6 月 7 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：2017 年 6 月 15 日

主要财务数据

发行人

项 目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额 (亿元)	36.31	39.95	40.37
所有者权益 (亿元)	23.24	25.52	26.24
长期债务 (亿元)	5.96	5.74	5.74
全部债务 (亿元)	7.23	7.83	7.83
营业收入 (亿元)	22.59	23.79	5.67
净利润 (亿元)	2.23	3.09	1.17
EBITDA (亿元)	4.17	5.15	--
经营性净现金流 (亿元)	1.63	3.98	0.003
营业利润率 (%)	20.35	23.64	28.40
净资产收益率 (%)	9.78	12.67	4.54
资产负债率 (%)	36.01	36.11	35.00
全部债务资本化比率 (%)	23.72	23.48	22.99
流动比率 (倍)	1.24	1.01	1.14
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.57	0.66	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	10.78	15.52	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.69	0.89	--

担保方

项 目	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	258.37	307.32
所有者权益 (亿元)	89.41	108.28
营业收入 (亿元)	142.43	158.05
净利润 (亿元)	10.93	13.14
资产负债率 (%)	65.39	64.77
流动比率 (倍)	1.22	1.31

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、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、2017 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化；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

2016 年，国内水泥市场有所回暖，浙江尖峰集团股份有限公司（以下简称“公司”或“尖峰集团”）水泥板块经营情况有所好转，公司医药板块发展依旧保持良好态势，销售收入稳定增长，公司整体负债仍处于较低水平。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到水泥板块易受政策及市场波动影响，公司利润对投资收益依赖性较强等因素对公司信用水平可能造成的不利影响。

公司拟以增资及股权转让的方式成为北京慧宝源生物技术股份有限公司股东，目前已完成第一期出资。未来若收购成功，将有利于进一步提升公司的新药研发能力，或将进一步扩大公司医药业务的规模。

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。2016 年，天士力集团收入及利润规模有所增长，且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. 2016 年，公司医药板块仍保持良好发展态势，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，偿债能力仍旧很强。

关注

1. 水泥行业易受行业政策和市场波动影响，32.5 水泥面临淘汰，目前行业竞争加剧，公司水泥业务经营面临一定挑战。

2. 公司股权投资仍保持较大规模，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，公司盈利水平对投资收益的依赖性较大。

## 分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

杨 婷

电话：010-85172818

邮箱：yangt@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：



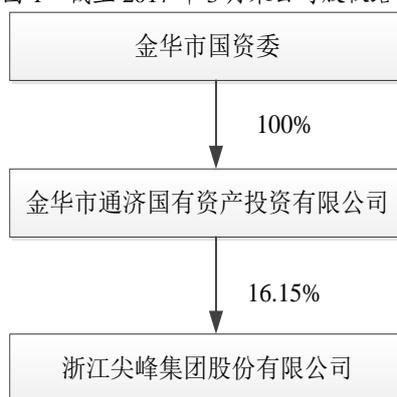
联合信用评级有限公司

## 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 2017 年 3 月末，公司总股本为 34,408.38 万股（每股面值 1 元），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 2017 年 3 月末公司股权结构



资料来源：公司提供

公司经营范围：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 2017 年 3 月末，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；截至 2016 年末，公司本部及主要子公司在职员工 1,842 人。

截至 2016 年末，公司合并资产总额 39.95 亿元，负债合计 14.43 亿元，所有者权益合计 25.52 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 23.86 亿元。2016 年，公司实现营业收入 23.79 亿元，净利润 3.09 亿元，其中，归属于母公司净利润为 2.85 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.98 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.35 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司合并资产总额 40.37 亿元，负债合计 14.13 亿元，所有者权益（含少数股东权益）26.24 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 24.52 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现

合并营业收入 5.67 亿元，净利润（含少数股东损益）1.17 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.12 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.003 亿元，现金及现金等价物净增加额为-0.25 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、债券概况

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。

截至 2017 年 3 月末，公司募集资金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。2016 年 6 月 6 日，公司已经支付了回收款，“13 尖峰 01”债券余额为 27,666 万元。

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。

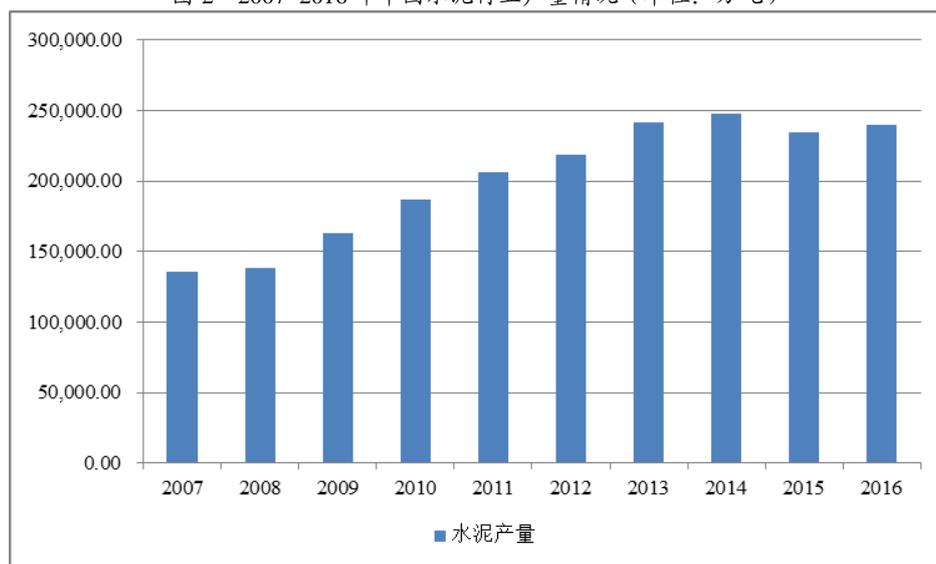
## 三、行业分析

### 1. 水泥行业

#### （1）行业概况

自 2009 年起国务院加大了对水泥行业落后产能的淘汰力度，水泥行业拟建和新开工产能持续走低，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，进入 2016 年，中国水泥行业小幅反弹。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，2016 年全年水泥产量 24.03 亿吨，较 2015 年增长 2.34%。

图 2 2007~2016 年中国水泥行业产量情况 (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, 2016 年全国水泥新点火熟料生产线共有 19 条, 全年新增水泥熟料设计产能 2,558 万吨, 较 2015 年减少 1,728 万吨, 降幅为 40.11%。我国新增熟料产能已连续四年呈递减走势。

分区域看, 2016 年, 我国水泥新增产能主要集中在湖北、广东、云南, 合计产能占全国比重超过三分之二; 多数为产能置换项目; 从规模来看, 日产 5,000 吨以上 14 条, 日产 2,500 吨 5 条; 分集团企业看, 产能有接近 50% 集中在华润水泥控股有限公司、中国葛洲坝集团水泥有限公司和安徽海螺水泥股份有限公司。

截至 2016 年底, 全国新型干法水泥生产线累计 1,769 条 (注: 去除部分 2016 年已拆除生产线), 设计熟料产能达 18.3 亿吨, 实际年熟料产能超过 20 亿吨。累计产能比上年增长 1%。从目前跟踪的在建生产线进度情况看, 预计 2017 年仍将会有 3,000 万吨左右产能新点火, 主要集中在中南地区。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, 2015 年以来, 我国水泥价格总体略有回升。2016 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产生一定拉动作用, 我国水泥价格呈小幅回升趋势, 截至 2016 年底, 全国水泥价格指数为 102.43, 较年初增长了 29.46%。2016 年以来, 水泥价格较为稳定。截至 2017 年 3 月 13 日, 全国水泥价格指数为 101.82, 较年初变化不大。

图3 2011~2016年中国水泥价格指数情况



资料来源: Wind 资讯

整体看, 2016年, 我国水泥行业经济效益有所好转, 水泥产能过剩情况有所缓解, 水泥产量和产品价格有所回升。

### (2) 行业政策

2016年5月, 国家工信部发布《工业和信息化部办公厅关于开展国家重大工业节能专项监察的通知》表示, 关于电解铝、水泥行业阶梯电价政策执行专项监察, 工信部将根据发展改革委、工业和信息化部《关于电解铝企业用电实行阶梯电价政策的通知》(发改价格[2013]2530号)、《关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》(发改价格[2016]75号)有关规定和要求, 对1,000家以上电解铝、水泥重点用能企业执行阶梯电价政策进行核查和预警监察, 出具监察报告。

2016年9月28日, 工业和信息化部发布《建材工业发展规划(2016~2020年)》(工信部规[2016]315号)。总结了近年来水泥行业发展现状, 提出了加快结构优化、强化协同创新、推进绿色发展、促进融合发展、推进国际合作等五大具体任务, 并从绿色建材生产应用、关键材料保障、矿物功能材料发展、协同处置推广、“三品”行动推进、服务平台建设等六个方面明确了重点工程。从质量效益、创新能力、结构调整、两化融合、绿色发展5个方面提出了发展目标, 并凝练成16项指导性的具体指标。作为“十三五”时期指导建材工业发展的专项规划, 将促进建材工业转型升级, 由大变强、可持续发展。

总体看, 行业政策积极推动建材工业升级转型, 有利于建材行业未来可持续发展。

### (3) 行业关注

#### 全行业产能过剩、产能利用率不高

2009~2014年水泥产能持续释放, 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。2016年水泥产能利用率不足60%, 较2014年仍有所下降。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，2016 年我国医药制造行业仍维持了较高的景气度，实现主营业务收入 28,062.90 亿元，同比增长 9.70%；实现利润总额 3,002.90 亿元，同比增长 13.90%；行业毛利率为 29.40%，较上年 28.81% 的毛利率水平小幅上升 0.58 个百分点。未来由于国内和国际市场对药品市场需求和消费将继续增加，这将使得医药行业大力发展，在国民经济中的地位不断提升。

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，2016 年新医改推出后进一步完善医药价格管理政策，理顺医疗服务比价关系，减轻居民医疗负担。其中，新医改药品降价将加速医药行业的整合进程，有利于优势资源向优质公司聚集。新医改中，自主创新药品大多不在降价范围内，显示了国家对自主创新、医药研发的政策支持，具有研发优势的企业仍将获得高于平均利润水平的收益。2017 年 2 月，人社部发布《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）》（以下简称“《目录》”），《目录》共收载 2,535 个品种，其中西药 1,297 个，中成药 1,238 个（含民族药 88 个），增幅约 15%，与 2009 年扩容幅度基本持平，调入药品包括临床价值高的新药、地方乙类调整增加较多的药品、重大疾病治疗用药、儿童用药、急救抢救用药以及职业病特殊用药等；其中，西药总数增加 11%，中成药（含民族药）总数增加 21%，尤其是民族药大幅增加。《目录》调整将在一定程度上影响药品市场的销售及竞争格局，地方乙类调整增加较多的药品、临床价值高、价格合理的品种以及针对重大疾病或特殊用途品种有望借助《目录》调整契机实现放量，使用率低、重合率低的药品已被调出。

价格方面，受需求支撑、原材料价格上涨等因素影响，2016 年以来我国中西药品及医疗保健用品零售价格呈上升趋势，截至 2017 年 2 月底，我国中西药品及医疗保健用品零售价格 RPI 为 105.80，较 2016 年初增长 3.50 个百分点。未来随着我国各省基药和非基药新一轮招标的全面启动、公立医院改革的全面推进，以及医保筹资压力的影响，我国药品价格将可能呈降价趋势。

总体看，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周期性行业，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。

## 3. 医药商业

随着医疗改革的推进和基本医保护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。

据商务部统计系统数据显示，2016 年上半年全国七大类医药商品销售总额 9,273 亿元，扣除不可比因素比上年同期增长 12.0%，增幅回落 0.4 个百分点。其中，药品零售市场销售总额为 1,855 亿元，比上年同期增长 10.1%，增幅上升 1.4 个百分点。2016 年上半年药品流通直报企业主营业务收入 6,515 亿元，扣除不可比因素同比增长 12.5%，增幅回落 0.3 个百分点；实现利润总额 111 亿元，扣除不可比因素同比增长 11.5%，与上年基本持平；平均利润率为 1.7%，与上年同期相比上升 0.1 个百分点；平均毛利率为 6.8%，与上年同期相比上升 0.4 个百分点。

行业政策方面，2017 年 1 月，国务院医改办会同国家卫计委等 8 部门联合印发《关于在公立

医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》，目的在于规范药品流通秩序、压缩流通环节、降低虚高药价，并将最先在公立医院和医改试点省(区、市)推开，到 2018 年在全国全面推广开。“两票制”下药品流通环节将得到压缩，“挂票”和“走票”的医药商业企业将被清洗，区域医疗资源不足的流通企业将被市场所淘汰，行业集中度进一步提升，流通行业重组整合将是大势所趋。

2016 年我国将深化医药卫生体制改革作为重点，继续深化公立医院改革、推进分级诊疗建设、推动药品价格“透明化”，国务院常务会议提出，全面推进公立医院药品集中采购，建立药品出厂价格信息可追溯机制，推行从生产到流通和从流通到医疗机构各开一次发票的“两票制”，使中间环节加价透明化，新型营销体系建设将增加药品生产企业的资金投入，缺乏上游品种资源和下游终端资源的夹层经销商面临出局，医药商业集中度将有所提高。2017 年的医改将重点强调“医疗、医药、医保”的三医联动系列改革，招标新政、医保控费、药价开发、市场监管趋严等政策，将会对医药市场药品销售结构产生重大影响。

近年来，药品流通企业顺应医药健康需求，积极探索“互联网+”商业模式，努力开拓医药电商市场，与拥有流量优势的阿里巴巴、腾讯、百度、京东等互联网公司跨界融合、整合资源，对行业格局变革带来深刻影响。目前，国内医药电商模式层出不穷，且深入到医药的全产业链过程，其中 B2C 最多，B2B 发展较慢，O2O 尚处于探索之中。据国家食品药品监督管理总局统计，截至 2016 年 6 月 30 日拥有互联网交易资质的企业合计为 595 家，企业数量同比增长 40.0%，其中 B2B 为 123 家、B2C 为 449 家。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。

总体看，随着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，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

公司原独立董事吴晓明因个人原因于 2015 年 12 月 8 日辞去公司独立董事职位，2016 年 5 月 9 日，公司聘请孙宏斌继任该独立董事职位。公司原董事黄速建先生因个人原因辞职，同时辞去董事会战略、审计委员会委员职务，辞职后不再担任公司任何职务，黄速建先生的辞职未导致公司董事人数低于法定最低人数，公司将尽快完成董事增补工作。

总体看，公司主要董事、监事和经营班子成员继续留任，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

2016 年，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。2016 年，公司实现营业收入 23.79 亿元，较上年增长 5.34%；实现主营业务收入 23.60 亿元，较上年增长 5.19%，主营业务依旧突出；实现营业利润 3.52 亿元，随着投资收益的增长，较上年增长 53.23%；实现净利润 3.09 亿元，较上年增长 38.45%。

分板块看，主营业务中除其他板块外，2016 年收入均较 2015 年有所增长，收入构成较 2015 年基本保持稳定，公司收入仍主要来自于水泥板块和医药板块（包括医药工业和医药商业）。其中水

泥板块实现收入 9.56 亿元，得益于水泥需求和价格的回暖，较上年增长 7.26%；医药工业和医药商业收入分别为 2.22 亿元和 8.48 亿元，分别较上年增长 12.28% 和 4.85%；健康品板块实现收入 1.56 亿元，较上年增长 11.11%；其他板块主要由通信电缆、国际贸易、保税仓储等业务构成，实现收入 1.79 亿元，较上年下降 13.24%。

从综合毛利率上看，2016 年，公司综合毛利率 23.91%，较 2015 年增长 3.49 个百分点。具体来看，水泥板块由于价格回暖、燃料和动力成本以及人工及其他成本的下降，毛利率较 2015 年增长 7.52 个百分点至 30.90%；医药工业和医药商业板块毛利率基本保持稳定，分别为 66.92% 和 5.88%；健康品和其他板块毛利率分别为 31.96% 和 11.69%，较 2015 年同样变动不大。

表 1 2015~2016 年公司主营业务及毛利率情况（单位：万元、%、百分点）

产品	2015 年			2016 年			收入 同比	毛利率比 上年增减
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
水泥	89,143.76	39.74	23.38	95,615.07	40.52	30.90	7.26	7.52
医药工业	19,742.63	8.80	65.89	22,167.47	9.39	66.92	12.28	1.03
医药商业	80,842.46	36.04	6.34	84,761.25	35.92	5.88	4.85	-0.46
健康品	14,021.08	6.25	33.92	15,578.91	6.60	31.96	11.11	-1.96
其他	20,588.77	9.18	10.11	17,863.58	7.57	11.69	-13.24	1.58
合计	<b>224,338.70</b>	<b>100.00</b>	<b>20.42</b>	<b>235,986.28</b>	<b>100.00</b>	<b>23.91</b>	<b>5.19</b>	<b>3.49</b>

资料来源：公司年报

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.67 亿元，同比增长 14.97%，综合毛利率 29.00%，同比增长 10.36 个百分点。

总体看，2016 年公司收入规模较上年有所增长，随着水泥板块成本的下降，公司综合毛利率水平有所提升。

## 2. 主营业务

### （1）水泥业务

2016 年，公司水泥业务范围及销售模式未发生重大变动。公司的水泥业务主要分布在湖北、云南、浙江、广西。大冶尖峰水泥有限公司（以下简称“大冶尖峰”）、云南尖峰水泥有限公司（以下简称“云南尖峰”）两家控股子公司各自拥有一条新型干法水泥生产线，开展水泥产品的生产和销售；另外公司还参股了浙江金华南方尖峰水泥有限公司、南方水泥有限公司、广西虎鹰水泥有限公司等水泥企业。

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，2016 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 3.24 亿元，较上年减少 5.65%；占营业成本比 49.21%，基本与上年持平。此外，原材料、折旧以及人工及其他占比分别为 26.98%、9.18% 和 14.62%，具体数据如下表。

表 2 2015~2016 年公司水泥产品成本构成（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年		
	金额	占比	金额同比	金额	占比	金额同比
原材料	17,277.88	25.31	-7.97	17,785.59	26.98	2.94

燃料和动力	34,378.56	50.36	-13.94	32,436.17	49.21	-5.65
折旧	5,912.07	8.66	4.08	6,049.59	9.18	2.33
人工及其他	10,702.40	15.68	23.18	9,638.34	14.62	-9.94
<b>合计</b>	<b>68,270.91</b>	<b>100.00</b>	<b>-6.59</b>	<b>65,909.69</b>	<b>100.00</b>	<b>-3.46</b>

资料来源：公司年报

从采购来看，随着水泥产品产销量的增加，各主要原材料及燃料和动力采购量均较 2015 年有所增长，电量较 2015 年有所下降。价格方面，主要原材料和电力单价均较 2015 年有所下降，煤炭价格由于煤炭市场回暖有所升高。

表 3 公司水泥板块原材料、燃料和动力的采购情况（单位：万吨、万度、元/吨、元/度）

项目		2015 年		2016 年	
		采购量	单价	采购量	单价
原材料	石灰石	453.29	8.82	470.75	8.38
	水渣	32.32	98.35	37.08	89.34
	石膏	18.08	110.69	18.24	101.17
燃料和动力	煤炭	50.48	462.98	51.77	465.61
	电	25,013.68	0.50	23,386.47	0.45

资料来源：公司提供

从产能情况来看，2016 年公司水泥产能较上年无明显变化，产能约为 450 万吨/年。

从产销情况来看，2016 年，公司在湖北和云南各拥有一条水泥生产线，受市场需求有所回暖影响，产量和销量较上年有所回升；从实际产量来看，2016 年公司共生产和销售水泥 440.33 万吨和 440.54 万吨，分别较上年增加 7.02% 和 6.88%；产销率 100.07%，与上年持平。2016 年公司生产和销售熟料 329.92 万吨和 29.47 万吨（未按熟料与水泥产品的相关配比关系进行折算），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，因此销量波动较大且产销率较低。

分产品来看，2016 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 138.00 万吨、299.25 万吨和 3.08 万吨，生产仍以 42.5 水泥为主，分别较上年增长 0.74%、10.02% 和 30.52%；实际销量分别为 138.25 万吨、299.24 万吨和 3.05 万吨，分别较上年增长 0.74%、9.80% 和 26.36%；产销率分别为 100.18%、100.00% 和 99.06%，产销率均处于较高水平。国务院发布的《建材工业指导意见》，未来将彻底淘汰 32.5 水泥，预计公司 32.5 水泥未来产销量将下降。

从均价看，从均价看，随着水泥价格下半年回升，公司各水泥产品均价均有一定程度回暖。

表 4 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	2015 年	2016 年	同比增幅
PC32.5 水泥	产量	122.86	104.75	-14.74
	销量	123.06	105.09	-14.60
	均价	188.86	196.54	4.07
PSA32.5 水泥	产量	14.13	33.25	135.31
	销量	14.17	33.16	134.02
	均价	164.17	178.52	8.74
PO42.5 水泥	产量	271.99	299.25	10.02
	销量	272.53	299.24	9.80

	均价	205.47	210.15	2.28
PO52.5 水泥	产量	2.36	3.08	30.51
	销量	2.41	3.05	26.56
	均价	280.94	309.08	10.02
熟料	产量	322.56	329.92	2.28
	销量	42.70	29.47	-30.98
	均价	162.53	155.06	-4.60

资料来源：公司提供

总体看，2016年，随着市场回暖、水泥价格回升，公司水泥产品产销量和价格均有所提升，水泥板块收入规模有所增长。

## (2) 医药工业

公司医药工业板块主要通过浙江尖峰药业有限公司（以下简称“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（包括金西、秋滨、临江三个生产基地）、天津滨海新区两地各拥有两个生产基地；其中尖峰药业金西（一期）项目于2016年全部完工转固，公司药品生产都严格按照GMP的要求进行。2016年，在业务拓展方面，尖峰药业引进德国先进技术，成立中德合资浙江金得尔儿童药品有限公司，构建专业从事婴幼儿药品的研发、生产和经营的平台；经过半年多的调研和谈判，成功与北京慧宝源生物技术股份有限公司（以下简称“北慧生物”）大股东达成协议，尖峰药业以增资和股权转让的方式入股北慧生物；在技术创新方面，尖峰药业抗肿瘤新药DPT（去氧鬼臼毒素）研发项目进展顺利，取得了CFDA颁发的临床试验批件并获得多项相关发明专利。

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76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。2016年，《国家基本药物目录》、国家《基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》没有调整。目前，公司共有13个品种、18个品规纳入《国家基本药物目录》；共有37个品种、55个品规纳入国家《基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，另有3个品种纳入省级《基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，其中醋氯芬酸缓释片新进入广西壮族自治区《基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，注射用喷昔洛韦新进入河北省《基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》。

2016年公司的销售模式略有调整，为响应“两票制”要求，减少了流通环节。公司建立了遍布全国30个省区及直辖市的销售网络，下游客户包括代理商和各级分销商等；公司采取“招商代理+终端推广外包”和“终端推广”销售模式，通过代理商、各级经销商等销售渠道和公司终端推广队伍实现对全国众多医院终端的覆盖。

从实际产销情况来看，2016年，主打产品门冬氨酸氨氯地平片和醋氯芬酸缓释片产销量有所增长；注射用盐酸头孢甲肟和注射用喷昔洛韦，由于医疗机构限制使用抗生素类药品，公司调整产品结构，产销量均有所下降；其余产品产销量随市场需求有所波动，整体变动幅度不大。

表5 公司医药板块主要产品产量及销量

产品	2015年		2016年		产量同比 (%)	销量同比 (%)
	产量	销量	产量	销量		
门冬氨酸氨氯地平片（万盒）	1,107.68	1,174.95	1,406.18	1,268.38	26.95	7.95
注射用盐酸头孢甲肟（万克）	489.67	432.75	306.42	381.50	-37.42	-11.84
盐酸帕罗西汀（万盒）	345.82	351.58	380.16	348.23	9.93	-0.95

玻璃酸钠滴眼液（万支）	151.63	164.70	157.02	149.58	3.55	-9.18
愈风宁心滴丸（万瓶）	122.87	130.38	126.90	123.75	3.28	-5.09
醋氯芬酸缓释片（万盒）	175.99	184.47	210.40	201.30	19.55	9.12
注射用喷昔洛韦（万支）	58.00	48.08	46.61	40.48	-19.64	-15.81

资料来源：公司年报

注：门冬氨酸氨氯地平片有 7 粒/盒、14 粒/盒两个规格，上表的产销量统一按 7 粒/盒折算。

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 30% 左右是先款后货；另外 70% 有一定的账期，一般是 1~2 月左右。2016 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有所增长，各项成本占比变动不大，具体数据如下表。

表 6 2015~2016 年医药工业成本构成（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 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
原材料	3,718.92	57.62	59.63	4,454.63	56.46	19.78
人工	895.19	13.87	20.95	954.73	12.10	6.65
制造费用	1,840.65	28.52	35.75	2,480.88	31.44	34.78
合计	<b>6,454.76</b>	<b>100.00</b>	<b>45.85</b>	<b>7,890.24</b>	<b>100.00</b>	<b>22.24</b>

资料来源：公司年报

总体看，2016 年，公司医药工业发展良好，公司产品结构略有调整，主打产品产销量有所增长。

### （3）医药商业

公司医药商业包括医药批发业务和零售业务，主要集中在浙江省内，销售收入主要来自金华市医药有限公司（以下简称“金华医药”），面向的客户群主要包括区域内的医院、医药贸易公司、基层医疗机构等；药品零售业务由金华市尖峰大药房连锁有限公司（以下简称“尖峰大药房”）以连锁的方式开展。

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。2016 年医药商业原材料采购成本 7.92 亿元，较上年增长 7.87%。

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。2016 年，金华医药取得了义乌基层医院的主配送资格，尖峰大药房新增 4 家连锁店，4 家定点医保药店，实现了销售增长。2016 年医药商业实现营业收入 8.48 亿元，较上年增长 4.85%，毛利率为 5.88%，与上年基本持平。

总体看，2016 年，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，由浙江尖峰健康科技有限公司（以下简称“尖峰健康”）和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”）两家子公司组织运营，天津尖峰位于天津滨海新区，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。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。2016年，公司健康品业务收入继续保持增长，实现收入1.56亿元，较上年增长11.11%，实现毛利率31.96%。

总体看，2016年，公司健康品业务收入继续保持增长。

### 3. 重要事项

2016年10月，尖峰药业与北京慧宝源生物技术股份有限公司（以下简称“北慧生物”）的控股股东桂林商源植物制品有限公司（以下简称“桂林商源”）签订了《合作意向书》，尖峰药业拟以增资及股权转让的方式成为北慧生物股东，并以北慧生物及其子公司为平台开展新药研发、药品生产经营业务的合作。2017年2月，有关各方签订了《关于北京慧宝源生物技术股份有限公司之增资和股权转让协议》、《业绩承诺补偿协议》。尖峰药业已于2017年4月10日支付了第一期出资款8,000万元。此外，尖峰药业第二期出资8,600万元，以每股4.3元的价格增资2,000万股，另出资3,010万元以每股4.3元的价格受让桂林商源出让的北慧生物700万股；第三、第四期各增资1,400万股，增资价格以届时的北慧生物的评估值为基础协商确定。若增资和股权转让全部完成，尖峰药业将持有北慧生物7,500万股（占50.68%的股权，股权比例的计算未考虑引入其他投资者的情况）。

截至2016年末，北慧生物的资产总额33,679.56万元、负债总额20,563.34万元、归属于母公司股东权益9,923.20万元。2016年度的营业收入2,609万元、归属于母公司所有者净利润-1,314.63万元（2016年的财务数据未经审计）。

北慧生物主要通过其子公司广西慧宝源医药科技有限公司（以下简称“广慧科技”）开展医药产品的生产和销售业务，广慧科技通过受让药品相关技术的方式，目前已经拥有以中成药制剂为主的77个药品批文，主要产品有：藿香正气水、十滴水、陈香露白露片、复方珍珠解毒口服液、益肝明目口服液等。广慧科技拥有较强的对外合作及新药研发能力，获得了美国耶鲁大学和佐治亚大学研究基金会股份有限公司的“曲沙他滨”抗癌结构专利、治疗方法和全球商业化开发授权；“克来夫定”抗乙肝病毒的中国商业化开发授权；“克来夫定”抗癌结构专利、治疗方法及抗癌全球商业开发优先权。2016年8月，注射用“曲沙他滨”抗肝癌获得了国家食品药品监督管理局颁发的《药物临床试验批件》（批件号：2016L07060），目前正在进行一期临床前的准备工作。

总体看，北慧生物拥有一定新药资源，若该项合作能顺利完成，将有利于进一步提升公司的新药研发能力，未来或将进一步扩大公司医药业务的规模。

### 4. 经营关注

#### （1）水泥业务风险

2016年，公司水泥板块随着市场需求有所回暖呈好转态势，但目前我国大力推行供给侧结构性改革，强调“三去一降一补”，化解过剩产能，加之水泥生产的总成本中，煤炭和电力为主要消耗的能源，占比较大，若未来行业政策发生变化或能源价格大幅波动，均将对公司水泥业务产生一定影响。

#### （2）医药行业风险

近年来，公司医药板块发展平稳，但目前国家医疗改革力度不断加大，医药企业之间的价格竞争将更加残酷，低价竞争愈演愈烈，加之新药研发存在大投入、高风险、长周期等特点，公司医药板块面临一定挑战。

## 5. 未来发展

水泥业务板块方面，2017 年公司将发挥管理、技术优势，继续寻找行业内兼并重组机会，突破发展瓶颈；对于已经布点的大冶尖峰和云南尖峰，要积极拓展骨料等相关业务，发挥矿山的综合效能，延伸产业链；同时积极申请水泥窑协同固体危废处理资质，增强企业的社会服务功能。

医药业务板块方面，2017 年公司将积极参与市场整合。医药工业方面，寻找符合公司发展战略，又有一定市场、产品或技术资源的企业进行合作重组；医药商业方面，寻找区县级医药公司的市场整合机遇，壮大公司规模，提高盈利能力。

企业管理方面，公司将继续以精细化管理理念和 PDCA 循环管理为方法，继续深入推进“三降三提高”工作的开展，并不断完善公司治理制度，提升内部管理标准。

总体看，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。

## 六、财务分析

公司 2016 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。2017 年一季度数据未经审计。

2016 年，公司合并范围新增 1 家公司，系新设立的浙江金得尔儿婴药品有限公司；合并范围减少 1 家子公司，系股权转让海南尖峰医药有限公司所致。2016 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 2016 年末，公司合并资产总额 39.95 亿元，负债合计 14.43 亿元，所有者权益合计 25.52 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 23.86 亿元。2016 年，公司实现营业收入 23.79 亿元，净利润 3.09 亿元，其中，归属于母公司净利润为 2.85 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.98 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.35 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司合并资产总额 40.37 亿元，负债合计 14.13 亿元，所有者权益（含少数股东权益）26.24 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 24.52 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 5.67 亿元，净利润（含少数股东损益）1.17 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.12 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.003 亿元，现金及现金等价物净增加额为-0.25 亿元。

### 1. 资产质量

截至 2016 年末，公司资产总额达到 39.95 亿元，较上年末增长 10.00%，主要来自于非流动资产的增加。2016 年末资产构成中，非流动资产占比较高（占比 80.49%），较上年末变动不大。

截至 2016 年末，公司流动资产 7.80 亿元，较上年末基本持平。截至 2016 年末，公司流动资产主要以货币资金（占 23.51%）、应收账款（占 28.88%）和存货（占 34.21%）为主，较上年末变动不大。公司货币资金随融资规模增加，较上年末增长 22.67%至 1.83 亿元，以银行存款为主（占 99.61%）。公司应收账款 2.25 亿元，较上年末增长 1.33%；计提坏账准备 0.17 亿元，其中单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款 0.14 亿元，主要系浙江兰江电器有限公司无法偿还公司子公司浙江尖峰国际贸易有限公司 0.11 亿元货款以及西双版纳浙商投资咨询集团有限公司资不抵债无法偿还公司子公司云南尖峰水泥有限公司 0.02 亿元货款所致；从账龄看，以 1 年以内的为主（账面余额占比 98.15%）；应收前五名单位合计占比 19.07%，集中度不高。公司存货 2.67 亿元，较上年末增长 10.52%；主要以原材料（占 28.27%）、在产品（占 4.48%）和库存商品（占 66.84%）为主；共计提跌价准备 0.03 亿元，集中在原材料及库存商品。

截至 2016 年末，公司非流动资产 32.15 亿元，较上年末增长 12.46%，主要系长期股权投资增长所致。截至 2016 年末，公司非流动资产以长期股权投资（占 41.83%）和固定资产（占 42.35%）为主。公司长期股权投资 13.45 亿元，较上年末增长 41.40%，主要系公司对天士力集团追加 3.21 亿元投资所致，截至 2016 年末公司持有天士力集团 20.76% 的股权。公司固定资产 13.62 亿元，较上年末增长 2.08%；以房屋及建筑物、运输工具、通用设备好专用设备为主（合计占 98.23%）；累计折旧 6.08 亿元，成新率 70.85%，处于尚可水平。

截至 2016 年末，公司受限资产合计 10.52 亿元，占资产总额的 26.33%，主要以用于公司发债质押担保的长期股权投资为主。

截至 2017 年 3 月末，公司资产 40.37 亿元，较年初增长 1.07%，主要来自于流动资产。其中流动资产随着应收账款和预付款项的增长，较年初增长 8.97% 至 8.49 亿元，非流动资产为 31.88 亿元，基本与年初持平。

总体看，公司资产仍以非流动资产为主，整体流动性一般，资产质量尚可。

## 2. 负债和所有者权益

### 负债

截至 2016 年末，公司负债 14.43 亿元，较上年末增长 10.33%，主要系流动负债增长所致。2016 年末负债构成中，流动负债占比 53.51%，非流动负债占比 46.49%，较上年末变动不大。

截至 2016 年末，公司流动负债 7.72 亿元，较上年末增长 23.66%，主要系短期借款和应付账款增长所致。截至 2016 年末，公司流动负债以短期借款（占 27.07%）、应付账款（占 41.18%）、预收账款（占 8.33%）和其他应付款（占 9.33%）为主。公司短期借款 2.09 亿元，较上年末增长 67.20%，主要系公司流动资金需求增加所致。公司应付账款 3.18 亿元，较上年末增长 6.12%，仍主要以货款和工程及设备款为主。公司预收款项 0.64 亿元，较上年末增长 36.08%，主要系子公司云南尖峰预收水泥货款增加所致。公司其他应付款 0.72 亿元，主要为押金保证金、应付暂收款，较上年末增长 30.52%。

截至 2016 年末，公司非流动负债 6.71 亿元，较上年末下降 1.85%，主要以应付债券（占 85.60%）和递延收益（占 10.83%）为主。公司应付债券 5.74 亿元，为发行的“13 尖峰 01”和“13 尖峰 02”，较上年末下降 3.71%，主要系 2016 年 6 月“13 尖峰 01”回售 2,334 万元所致。公司递延收益 0.73 亿元，基本与上年末持平，主要为江南厂搬迁补助等与资产相关的政府补助或尚需递延确认的与收益相关的政府补助。

截至 2016 年末，公司全部债务 7.83 亿元，较上年末增长 8.35%，主要系短期债务增长所致。其中短期债务较上年末增长 65.22% 至 2.09 亿元，长期债务较上年末下降 3.71% 至 5.74 亿元，整体债务结构仍以长期为主。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 36.11%、23.48% 和 18.36%，较 2015 年变动不大，整体处于较低水平。

截至 2017 年 3 月末，公司负债总额 14.13 亿元，较年初下降 2.04%，构成变动不大。公司全部债务规模与年初持平，为 7.83 亿元，债务结构未发生变动，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 35.00%、22.99% 和 17.96%，基本与年初持平。

总体看，随着短期借款规模的增加，公司负债有所增长，债务结构仍以长期为主，各项债务指标整体处于较低水平。

### 所有者权益

截至 2016 年末，公司所有者权益合计 25.52 亿元，较上年末增长 9.82%，主要系未分配利润增长所致。所有者权益中，归属于母公司所有者权益 23.86 亿元，其中实收资本占 14.42%、资本公

积占 15.84%、其他综合收益占 9.83%、盈余公积占 6.50%、未分配利润占 53.40%，未分配利润占比较大，权益稳定性一般。

截至 2017 年 3 月末公司所有者权益合计 26.24 亿元，较年初增长 2.82%，构成较年初变动不大。

总体看，公司所有者权益规模有所增长，未分配利润占比较大，权益稳定性一般。

### 3. 盈利能力

2016 年，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，实现营业收入 23.79 亿元，较上年增长 5.34%；由于水泥板块燃料和动力成本以及人工等的下降，公司营业成本较上年增幅较小(0.61%)；实现营业利润和净利润 3.52 亿元和 3.09 亿元，分别较上年增长 53.23%和 38.45%。

期间费用方面，2016 年公司费用总额 3.31 亿元，较上年增长 4.70%。其中，销售费用 1.55 亿元，由于医药板块收入的增长和销售模式的调整，较上年增长 22.89%；管理费用 1.44 亿元，较上年下降 4.79%；财务费用较上年下降 17.72%至 0.32 亿元。公司费用收入比为 13.92%，基本与上年持平，处于较合理水平。

从利润构成看，2016 年公司投资收益 1.28 亿元，较上年增长 32.45%，主要系公司联营企业天士力集团当期净利润增加（2016 年来自天士力集团的投资收益为 0.87 亿元），公司按权益法核算的投资收益相应增加所致。公司投资收益占营业利润的比重为 36.35%，投资收益仍是公司利润的重要来源。2016 年公司营业外收入 0.26 亿元，以政府补助为主，较上年下降 64.85%，主要系 2015 年公司处置部分固定资产，2016 年无相应收入所致。公司营业外收入占利润总额的 6.89%，对公司影响不大。

受利润规模增长的影响，2016 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 10.72%、10.66%和 12.67%，分别较上年提高 2.20 个百分点、2.11 个百分点和 2.89 个百分点。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.67 亿元，较上年同期增长 14.97%，实现净利润 1.17 亿元，较上年同期大幅增加 0.89 亿元，主要系主营业务利润率增长以及当期联营投资单位天士力集团的投资收益增加所致。

总体看，公司盈利水平有所增长，对天士力集团投资取得的投资收益依然是公司重要的利润来源。

### 4. 现金流

从经营活动来看，2016 年，公司经营活动现金流入 23.59 亿元，较上年增长 9.75%，主要系营业收入增长所致；经营活动现金流出 19.61 亿元，较上年下降 1.28%；经营活动产生的现金流量净额为 3.98 亿元，较上年增长 143.75%。公司现金收入比为 96.83%，较上年提升 4.24 个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动看，2016 年，公司投资活动现金流入 0.76 亿元，较上年下降 58.43%，主要系 2015 年公司收到搬迁补偿款而 2016 年无相关款项所致；投资活动现金流出 3.88 亿元，较上年增长 70.00%，主要系公司对联营企业天士力集团增资所致；投资活动产生的现金流量净额-3.12 亿元，较上年净流出规模增加 2.67 亿元。

从筹资活动看，2016 年，公司筹资活动现金流入 2.22 亿元，较上年下降 7.95%，主要为借款融资资金；筹资活动现金流出 2.74 亿元，较上年下降 54.40%；筹资活动产生的现金流量净额-0.52 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额 0.003 亿元，投资活动现金流量净额-0.23 亿元，

筹资活动现金流量净额-0.21 亿元。

总体看，公司经营活动净现金净额规模有所增长，收入实现质量尚可；近年来公司投资规模较大，且有继续整合医药板块资源的需求，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。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，由于短期借款和应付账款导致流动负债增长，公司流动比率和速动比率均较 2015 年有所下降，分别为 1.01 倍和 0.66 倍。2016 年，公司现金短期债务比由上年的 1.63 倍下降至 1.08 倍；经营现金流动负债比率由 26.19% 上升至 51.62%。公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016 年公司 EBITDA 为 5.15 亿元，由于利润的增长同比增长 24.59%；构成以利润总额（占比 72.51%）、计入财务费用的利息支出（占比 6.44%）和折旧（占比 19.76%）为主。公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 15.52 倍和 0.66 倍，均较 2015 年有所提升，长期偿债能力仍属较强。

截至 2016 年末，公司对外担保金额 5.77 亿元，占公司净资产的比例为 22.61%，全部为对天津帝士力投资控股集团有限公司（以下简称“帝士力控股”）的连带责任担保，其中 2.77 亿元担保将于 2018 年 12 月到期，3.00 亿元担保将于 2020 年 5 月到期。上述担保主要系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 12 月末，公司共获得银行授信额度 17.71 亿元，尚未使用 15.62 亿元，公司间接融资渠道畅通。

2013 年 6 月和 2013 年 7 月公司子公司浙江尖峰国际贸易有限公司（原告）（以下简称“尖峰国贸”）与浙江兰江电器有限公司（被告）分别签订二份《代理进口协议》，约定由尖峰国贸为被告代理进口电解铜业务，被告合计应向尖峰国贸支付 2,589.63 万元，截至 2013 年 9 月末，被告累计向尖峰国贸支付了 1,460 万元，尚欠货款 1,129.63 万元。2013 年 10 月，尖峰国贸向金华市金东区人民法院提起诉讼，要求原告偿还货款及利息合计 1,141.83 万元。经金华市金东区人民法院审查，被执行人无财产可被执行；2015 年 10 月，尖峰国贸向金华市金东区人民法院申请追加利害关系人兰瑞科技有限公司股东林财威为被执行人。2016 年 1 月，金东区法院裁定不准予追加林财威为被执行人；尖峰国贸不服裁定，向金华市中级人民法院申请复议；2016 年 3 月，金华市中级人民法院作出裁定，撤销了金东区法院的裁定，并要求其重新审查。2016 年 11 月，金华市金东区人民法院裁定准予追加林财威为被执行人。林财威不服裁定，于 2017 年 1 月向金华市中级人民法院申请复议。目前，案件仍在复议审理中。

根据人民银行企信用报告（机构信用代码：G10330702000041009），截至 2017 年 5 月 31 日，公司无未结清不良信贷信息，过往履约债务情况较好。

总体看，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 2017 年 3 月末，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 2.04 亿元，约为“13 尖峰 01”和“13 尖峰 02”本金合计（5.77 亿元）的 0.35 倍，公司现金类资

产对债券的覆盖程度一般；净资产达20.26亿元，约为债券本金合计（5.77亿元）的3.51倍，公司较大规模的净资产能够对“13尖峰01”和“13尖峰02”的按期偿付起到良好的保障作用。

从盈利情况来看，2016年，公司EBITDA为5.15亿元，约为债券本金合计（5.77亿元）的0.89倍，公司EBITDA对“13尖峰01”和“13尖峰02”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入23.59亿元，约为债券本金合计（5.77亿元）的4.09倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度很高。

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。面对水泥行业产能过剩、竞争激烈等不利环境，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、债券保护条款分析

“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. 担保方概况

天士力控股集团有限公司原名天津天士力集团有限公司，由天津市天使力药物研究开发有限公司、浙江尖峰集团股份有限公司、天津市中央药业有限公司（以下简称“中央药业”）于2000年3月共同出资成立，初始注册资本1.86亿元。2013年6月，天士力集团名称变更为现名。天士力集团自成立起，经多次增资扩股、股权转让，截至2017年4月底，天士力集团注册资本3.44亿元，其中天津帝力投资控股集团有限公司持股67.09%，为公司控股股东。公司实际控制人为一致行动人<sup>1</sup>闫希军、吴迺峰、闫凯境和李昀慧。

天士力集团经营范围：对外投资、控股；天然植物药种植及相关加工、分离；组织所属企业开展产品的生产、科研、销售、进出口经营业务；各类商品、物资的批发、零售；技术开发、咨询、服务、转让生物技术（不含药品生产与销售）及产品；自有设备、房屋的租赁；各类经济信息咨询；本企业研制开发的技术和生产的科研产品的出口业务；本企业科研和生产所需的技术、原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件的进口业务；本企业的进料加工和“三来一补”业务；矿业开发经营；原料药（盐酸非索非那定、右佐匹克隆）生产；因特网信息服务（除新闻、出版、教育、医疗器械和电子公告以外的信息服务内容，业务覆盖范围：天津市）（以上经营范围内国家有专营专项规定的按规定办理）。

截至2017年3月底，天士力集团设有秘书处、人力资源中心、培训中心、财务中心、经济运营中心、政务中心、招标中心、基建管理中心、工程造价评审中心、内务审计中心、项目申报管理中心、物流中心和联合管理委员会共15个部门；天士力集团在职员工20,229人；截至2016年末，天士力集团拥有全资及控股子公司27家。

截至2016年末，天士力集团合并资产总额307.32亿元，负债合计199.04亿元，所有者权益（含少数股东权益）108.28亿元，其中归属于母公司所有者权益合计53.58亿元。2016年，天士力集团实现营业总收入158.05亿元，净利润（含少数股东损益）13.14亿元，其中归属于母公司所有者的净利润4.20亿元；经营活动产生的现金流量净额1.70亿元，现金及现金等价物净增加额为6.91亿元。

公司注册地址：天津北辰科技园区；法定代表人：闫希军。

<sup>1</sup> 闫凯境先生、吴迺峰女士、李昀慧女士分别为闫希军先生的儿子、配偶、儿媳，闫凯境先生与李昀慧女士为夫妻关系。

## 2. 经营情况

2016年，天士力集团仍以中成药、化学药、生物制品、保健品的生产、销售为主营业务，其中医药行业板块运营主体为下属控股子公司天士力制药集团股份有限公司（以下简称“天士力股份”）。2016年，天士力集团实现营业收入157.91亿元，较上年增长11.08%，其中实现主营业务收入157.43亿元，较上年增长11.14%，主要系医药行业板块收入增加所致；实现净利润13.14亿元，较上年增长20.20%，主要系投资收益增加所致。

2016年，天士力集团主营业务收入占营业总收入比重为99.69%，主营业务仍非常突出。从各板块收入来看，2016年，天士力集团医药行业板块<sup>2</sup>实现收入143.18亿元，较上年增长7.70%，主要系拓宽销售网络所致；天士力集团其他业务板块收入主要为中药材贸易收入和保健品、医疗产业、健康饮品、速溶茶珍等大健康产品系列的销售收入，2016年实现收入14.25亿元，较上年大幅增长63.50%，主要系新增中药材贸易收入所致。

表7 2015~2016年天士力集团主营业务收入和毛利率构成(单位:亿元、%)

业务	2015年			2016年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药行业	132.94	93.85	38.34	143.18	90.95	35.87
其他业务	8.72	6.15	64.57	14.25	9.05	54.09
合计	141.66	100.00	39.95	157.43	100.00	37.52

资料来源：天士力集团审计报告

从毛利率水平看，2016年天士力集团主营业务毛利率为37.52%，较上年下降2.44个百分点，但仍保持在较高水平。其中，医药行业毛利率为35.87%，较上年下降2.47个百分点，主要系受招标限价、医保控费等政策调整影响，医药工业毛利率下降，以及毛利率较低的医药商业板块业务规模增长所致；其他业务毛利率为54.09%，较上年下降10.48个百分点，主要系中药材贸易板块毛利较低所致，天士力集团其他业务毛利率仍处于较高水平，但由于该类业务收入规模小，对整体利润规模的支持作用不强。

总体看，2016年，天士力集团主营业务突出，医药行业板块和其他业务板块收入有所增长，主营业务毛利率仍保持较高水平。

### (1) 医药工业板块

天士力集团医药工业板块的经营主体主要为天士力股份。

在原材料采购方面，天士力股份生产所需的主要原料药材包括丹参、三七、冰片、川芎、当归、黄芪等，其中主要产品原药材为丹参和三七，丹参药材全部由其下属子公司陕西天士力植物药业有限责任公司供应，其下属天士力商洛丹参药源基地是首个通过国家GAP认证的药材种植基地，其所产丹参在单株产量、核心药物成分含量等方面均处于行业较高水平。截至2016年末，天士力股份陕西丹参种植面积达1.7万亩，年产丹参总量达2,700吨，约为目前生产原料需求量的1.51倍；此外，天士力股份在云南省拥有种苗基地和三七生产基地面积分别为208亩和1,193亩，其中三七年产量达160吨，已满足日常生产经营所需。天士力股份常用药材整体储备充足，可有效规避由于中药材价格变动所带来的不利影响。对于其他中药材原料，由于需求量相对较小，且均属于市场供应充足的大宗药材，天士力股份主要按市场价格向供应商直接采购。

研发方面，2016年，天士力股份新获批政府课题2项，国家“重大新药创制”科技重大专项

<sup>2</sup> 公司医药行业包括医药工业和医药商业两大板块，2015年，两大业务板块分别实现营业收入67.78亿元和63.65亿元；2016年公司不再将这两大业务板块收入分开统计，只统计医药行业板块整体销售收入。

完成 2 项结题；取得了加参片、替莫唑胺注射剂、卡培他滨等多个品种的临床批件；丹参胶囊获得欧盟植物药品注册批件，是天士力股份中药品种在欧盟主流医药市场取得的首个治疗性药品证书，目前正在积极推进后续欧盟成员国的 MRP<sup>3</sup>。截至 2016 年末，天士力股份共有在研新药和专利到期抢仿药项目 68 个。

产品生产方面，截至 2016 年末，天士力股份主要产品复方丹参滴丸、养血清脑颗粒、水林佳、化学原料药和化学制剂药的产能分别为 14,400 万盒、3,600.00 万盒、1,540.00 万盒、307.00 吨和 240,000.00 万片（万粒），较上年无变化。2016 年，天士力股份仍然采取以销定产的经营模式，复方丹参滴丸和水林佳的产量较上年有所减少，分别为 12,801.01 万盒和 948.01 万盒，分别较上年减少 7.30% 和 10.24%；养血清脑颗粒产量为 2,444.69 万盒，较上年增长 4.00%。由于天士力股份 2016 年产能较上年无变化，主要产品产能利用率与产量变动趋势一致，复方丹参滴丸、养血清脑颗粒和水林佳的产能利用率分别为 88.90%、67.91% 和 61.56%。

表 8 2015~2016 年天士力股份主要产品生产情况

产品	项目	2015 年	2016 年
复方丹参滴丸	产能（万盒）	14,400.00	14,400.00
	产量（万盒）	13,808.70	12,801.01
	产能利用率（%）	95.89	88.90
	库存量（万盒）	1,848.69	1,054.09
养血清脑颗粒	产能（万盒）	3,600.00	3,600.00
	产量（万盒）	2,350.75	2,444.69
	产能利用率（%）	65.30	67.91
	库存量（万盒）	153.39	249.50
水林佳	产能（万盒）	1,540.00	1,540.00
	产量（万盒）	1,056.19	948.01
	产能利用率（%）	68.58	61.56
	库存量（万盒）	88.19	97.02

资料来源：天士力集团提供

2016 年，天士力股份实现复方丹参滴丸销量 13,649.28 万盒，较上年增长 2.48%；受招标降价、医保控费与公立医院规模限制等多重因素影响，养血清脑颗粒和水林佳销量有所减少，分别较上年减少 0.60% 和 12.29%。

表 9 2015~2016 年天士力股份主要产品销售情况

产品	项目	2015 年	2016 年
复方丹参滴丸	销量（万盒）	13,319.21	13,649.28
	产销率（%）	96.46	106.63
养血清脑颗粒	销量（万盒）	2,352.63	2,338.41
	产销率（%）	100.08	95.65
水林佳	销量（万盒）	1,048.56	920.70
	产销率（%）	99.28	97.12

资料来源：天士力集团提供

在产品产销方面，天士力股份主要产品产销率仍维持在较高水平，其中复方丹参滴丸产销率为 106.63%，较上年上升 10.17 个百分点，产销率高于 100.00% 主要系消耗上年库存所致；养血清脑

<sup>3</sup> MPR 是 Mutual Recognition Procedure 的缩写，意为“互认程序”。

颗粒和水林佳的产销率分别为 95.65% 和 97.12%，分别较上年下降 4.43 个百分点和 2.16 个百分点，但仍处于较高水平。

销售模式方面，天士力股份产品仍主要通过下属子公司天津天士力医药营销集团有限公司（以下简称“营销集团”）和天津天士力医药商业有限公司（以下简称“天士力商业”）对外销售。截至 2016 年末，天士力集团营销系统已辐射 29 个大区，设立 782 个办事处，形成医院（并按病种细分专业产品线）、城市社区及乡镇卫生院基药板块、OTC 板块和第三终端广覆盖商销板块，形成了覆盖全国市场的营销网络。

在产品市场占有率方面，天士力股份主打产品复方丹参滴丸为独家产品，多年来凭借良好的疗效、创新的剂型和稳定的消费群体在市场占有率和单产品产销规模方面位于行业前列。

产品结构方面，天士力股份主要产品收入占比占医药工业收入比重较大，产品结构相对集中。2016 年，天士力股份前五大产品合计收入 46.41 亿元，占其医药工业板块销售收入的 75.12%，较上年提高 0.81 个百分点，产品结构集中度进一步提高。其中，天士力股份核心产品复方丹参滴丸，于 1995 年投放市场，是国家医保品种、国家基本药物目录品种、国家基药低价药品目录品种，2016 年实现销售收入 26.31 亿元，占医药工业板块收入 42.59%。

总体看，2016 年，天士力集团主要产品产量基本保持稳定；核心产品复方丹参滴丸销量稳步增长，受医疗政策影响，部分核心产品销量下滑，核心产品产销率仍处于较高水平；产品结构集中度进一步提高。

## （2）医药商业板块

天士力集团医药商业板块经营范围包括药品、医疗器械等产品的批发和零售连锁，经营主体仍为营销集团和天士力商业。天士力集团相关销售渠道除销售自家产品外，还经销其他公司药品，该部分销售业务的收入计入医药商业收入。在销售网络布局方面，天士力集团继续保持以广东、北京、山东、辽宁、湖南、天津和陕西七个区域为轴心的医药商业销售物流战略平台，但与该行业其他优势企业相比，天士力集团在医药商业板块的规模竞争力方面仍有待提升。

在产业上游供货商的选择上，由于医药商业业务模式以及医药销售终端客户的需求种类广泛等多方面因素，使得营销集团需涉及的医药品种较多，同时由于各类药品生产所涉及的生产流程、生产工艺方面存在明显差异，国内医药生产企业主导产品各有偏重，使得营销集团的供应商高度分散，天士力集团采购集中度较低。

近年来天士力集团一直着手对医药商业板块进行整合，相关措施的落实使该板块商业业态得以优化，加之市场投入的增加，促使天士力集团医药商业板块收入规模扩大，销售客户集中度较低。

总体看，2016 年，天士力集团医药商业收入规模有所增长，整体运营状态良好；天士力集团采购集中度和销售客户集中度都处于较低水平；我国医药流通领域竞争充分，相较于同行业其他优势企业，天士力集团该类业务的市场竞争力有待提升。

## 3. 财务分析

天士力集团 2016 年财务报表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审计意见。从合并范围变化来看，2016 年，天士力集团合并范围子公司减少 4 家，合并范围的变动对资产和利润规模等影响较小，主营业务未发生变化，相关会计政策连续，因此财务数据可比性仍较强。

截至 2016 年末，天士力集团合并资产总额 307.32 亿元，负债合计 199.04 亿元，所有者权益（含少数股东权益）108.28 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 53.58 亿元。2016 年，天士力集团实现营业总收入 158.05 亿元，净利润（含少数股东损益）13.14 亿元，其中归属于母公司所有

者的净利润 4.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.70 亿元，现金及现金等价物净增加额为 6.91 亿元。

### 资产质量

截至 2016 年末，天士力集团资产总额 307.32 亿元，较年初增长 18.94%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 58.37%，较年初提高 2.05 个百分点；非流动资产占 41.63%，天士力集团资产仍以流动资产为主。

截至 2016 年末，天士力集团流动资产合计 179.37 亿元，较年初增长 23.27%，主要系货币资金、应收账款和其他应收款增加所致；流动资产主要由货币资金（占 13.03%）、应收票据（占 12.34%）、应收账款（占 30.41%）、其他应收款（占 19.11%）、存货（占 17.31%）和其他流动资产（占 5.13%）构成。

截至 2016 年末，天士力集团货币资金 23.37 亿元，较年初增长 37.98%，主要系天士力股份发行债券募集资金到位所致。天士力集团货币资金主要由银行存款（占 75.88%）和其他货币资金（占 24.03%）构成，其余为少量库存现金（占 0.09%）；使用受限资金占 24.02%，主要系银行承兑汇票保证金、信用证保证金、借款保证金等各类保证金。

截至 2016 年末，天士力集团应收票据账面价值 22.13 亿元，较年初增长 23.18%，主要系扩大票据结算规模所致；天士力集团应收票据以银行承兑汇票为主，占应收票据账面价值的 98.86%，其余为商业承兑汇票，累计计提坏账准备 25.50 万元。

截至 2016 年末，天士力集团应收账款账面价值 54.54 亿元，较年初增长 10.84%，主要系医药商业销售规模扩大所致。天士力集团按账龄法对应收账款计提坏账准备，其中账龄在一年以内的占账面余额的 96.33%，账龄较短，累计计提坏账准备 1.47 亿元；由于欠款方进行破产重整、列入国家失信被执行人名单、欠债涉及较多诉讼案件等原因，天士力集团期末单独进行减值测试的应收账款余额合计 0.11 亿元，共计提坏账准备 0.09 亿元，合计计提比例 75.53%，天士力集团应收账款存在一定的回收风险；按照欠款方归集的期末余额前五名的应收账款占比 12.47%，集中度较低；受限资产占应收账款账面价值的 0.06%，主要系用于担保贷款所致。

天士力集团其他应收款主要为关联方拆借款和业务往来款。截至 2016 年末，天士力集团其他应收款账面价值 34.28 亿元，较年初增长 60.41%，主要系公司关联方拆借增加所致。公司按账龄法对其他应收款计提坏账准备，其中账龄在一年以内的占账面余额的 97.49%，账龄较短，累计计提坏账准备 0.94 亿元。截至 2016 年末，天士力集团有一笔账面余额为 0.09 亿元的其他应收款由于已与天士力集团失去联系，预计款项无法收回，已计提 100.00% 的坏账准备，天士力集团其他应收款存在一定的回收风险。

截至 2016 年末，天士力集团存货账面价值 31.04 亿元，较年初增长 22.77%，主要系医药商业板块业务规模扩大使得库存商品规模扩大所致。天士力集团存货主要由原材料（占 18.27%）、库存商品（占 57.97%）和开发产品（占 16.68%）构成。天士力集团分别对原材料、在产品和库存商品计提跌价准备 93.05 万元、147.38 万元和 1,864.14 万元，计提比例为 0.67%。

天士力集团其他流动资产为预交企业所得税、待抵扣增值税进项税额和短期理财产品。截至 2016 年末，天士力集团其他流动资产 9.20 亿元，较年初减少 16.14%，主要系短期理财产品减少所致。

截至 2016 年末，天士力集团非流动资产合计 127.95 亿元，较年初增长 13.37%，主要系长期股权投资和固定资产大幅增加所致；天士力集团非流动资产主要由可供出售金融资产（占 13.90%）、长期股权投资（占 26.49%）、固定资产（占 37.97%）和无形资产（占 5.83%）构成。

截至 2016 年末，天士力集团可供出售金融资产账面价值 17.78 亿元，较年初减少 22.72%，主要系减持曙光信息产业股份有限公司（以下简称“中科曙光”）股份所致；按成本计量和按公允价值计量可供出售权益工具分别占可供出售金融资产账面价值的 37.37% 和 62.63%。

截至 2016 年末，天士力集团长期股权投资 33.89 亿元，较年初大幅增长 81.36%，主要系追加对西藏华金天马股权投资合伙企业（有限合伙）和天津同仁堂集团股份有限公司等联营企业的投资所致。

截至 2016 年末，天士力集团固定资产账面价值 48.58 亿元，较年初增长 22.95%，主要系研究院大楼等在建工程项目完工转入所致；天士力集团固定资产主要由房屋及建筑物（占 65.67%）和机器设备（占 30.80%）构成，符合制造业行业特性；累计计提折旧 18.65 亿元，固定资产成新率 72.26%，成新率一般；受限资产为 4.57 亿元，占固定资产账面价值的 9.41%，主要系用于抵押担保所致。

截至 2016 年末，天士力集团无形资产账面价值 7.46 亿元，较年初增长 3.32%；天士力集团无形资产主要由土地使用权（占 64.59%）、专有及专利技术（占 5.23%）、软件（占 9.51%）和商标和著作权（占 19.32%）构成；受限资产占无形资产账面价值的 13.66%，主要系用于抵押担保所致。

总体看，2016 年，天士力集团资产规模有所增长，资产结构仍以流动资产为主；资产受限规模较小，货币资金较充裕，但资产构成中应收账款、可供出售金融资产及长期股权投资占比较大，整体资产质量尚可。

#### 负债及所有者权益

截至 2016 年末，天士力集团负债总额 199.04 亿元，较年初增长 17.80%，主要系流动负债增加所致。其中流动负债占 68.92%，较年初下降 1.74 个百分点，非流动负债占 31.08%，负债结构仍以流动负债为主。

截至 2016 年末，天士力集团流动负债 137.18 亿元，较年初增长 14.90%，主要系其他流动负债大幅增加所致；流动负债主要由短期借款（占 33.67%）、应付票据（占 7.56%）、应付账款（占 15.58%）、其他应付款（占 9.35%）、一年内到期的非流动负债（占 6.21%）和其他流动负债（占 20.38%）构成。

截至 2016 年末，天士力集团短期借款 46.18 亿元，较年初减少 9.85%，主要系天士力集团及天士力股份为降低融资成本，发行超短期融资券而减少银行借款所致；天士力集团短期借款主要由信用借款（占 56.54%）和保证借款（占 39.69%）构成。

天士力集团应付票据全部为银行承兑汇票。截至 2016 年末，天士力集团应付票据 10.37 亿元，较年初减少 3.35%。

截至 2016 年末，天士力集团应付账款 21.37 亿元，较年初增长 32.89%，主要系随着业务规模的扩大，应付货款和工程设备款增加所致。

截至 2016 年末，天士力集团其他应付款 12.82 亿元，较年初增长 20.29%，主要系往来款规模增加所致。

截至 2016 年末，天士力集团一年内到期的非流动负债 8.52 亿元，较年初增长 24.83%，主要系部分长期借款、应付债券和长期应付款即将到期转入所致。

截至 2016 年末，天士力集团其他流动负债 27.96 亿元，较年初大幅增长 99.91%，主要系天士力集团发行“16 天士力 SCP003”和“16 天士力 SCP004”、天士力股份发行“16 天士力药 SCP002”和“16 天士力药 SCP003”所致。

截至 2016 年末，天士力集团非流动负债合计 61.86 亿元，较年初增长 24.78%，主要系长期应

付款增加所致；天士力集团非流动负债主要由长期借款（占 17.09%）、应付债券（占 47.44%）、长期应付款（占 24.54%）和递延收益（占 6.29%）构成。

截至 2016 年末，天士力集团长期借款 10.57 亿元，较年初减少 23.91%，主要系部分即将到期转入一年内到期的非流动负债所致。

截至 2016 年末，天士力集团应付债券 29.35 亿元，较年初增长 27.38%，主要系天士力股份发行“16 天士力 PPN001”所致。

表 10 截至 2016 年末天士力集团应付债券明细（单位：亿元）

债券简称	面值	发行日期	期限
13 天士 01	4.00	2013 年 4 月 3 日	5 年
15 天士力 PPN001	5.00	2015 年 12 月 11 日	3 年
15 天集 EB <sup>4</sup>	12.00	2015 年 6 月 8 日	5 年
16 天士力 PPN001	10.00	2016 年 10 月 18 日	3 年
合计	31.00	--	--

资料来源：天士力集团审计报告

截至 2016 年末，天士力集团长期应付款 15.18 亿元，较年初大幅增长 268.21%，主要系天津天士力健康产业投资管理合伙企业（有限合伙）的优先级有限合伙人于 2016 年增加出资，使得债权有所调整所致。

天士力集团递延收益全部为政府补助。截至 2016 年末，天士力集团递延收益 3.89 亿元，较年初增长 6.40%，主要系天士力中药现代化产业园项目基础设施建设补助新增 0.16 亿元和搬迁补偿款新增 0.23 亿元所致。

截至 2016 年末，天士力集团全部债务合计 137.27 亿元<sup>5</sup>，较年初增长 13.14%，其中短期债务占 70.92%，长期债务占 29.08%。受益于天士力集团所有者权益规模增长，天士力集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降，分别为 64.77%、55.90%和 26.93%，分别较年初下降 0.63 个百分点、1.67 个百分点和 2.29 个百分点。

总体看，2016 年，天士力集团负债规模有所上升，仍以流动负债为主；短期偿债压力较大，债务结构有待优化。

截至 2016 年末，天士力集团所有者权益合计 108.28 亿元，较年初增长 21.10%，主要系资本公积增加所致。从权益结构来看，归属于母天士力集团所有者权益占所有者权益的 49.48%，以股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润为主，占比分别为 6.41%、36.03%、21.08%和 34.32%。截至 2016 年末，天士力集团实收资本 3.44 亿元，较年初增长 44.46%，资本公积 19.30 亿元，较年初增长 208.59%，主要系天士力集团股东以现金对天士力集团增资，使得实收资本和资本公积分别增加 1.06 亿元和 14.44 亿元所致。从所有者权益结构稳定性来看，资本公积和未分配利润规模较大，但资本公积主要来自于资本溢价，天士力集团所有者权益结构稳定性有所提高。

总体看，2016 年，天士力集团权益结构中少数股东权益所占比重仍较大，受益于股东增资，天士力集团所有者权益规模有所增长，权益结构稳定性有所提高。

### 盈利能力

2016 年，天士力集团进一步拓宽营销网络，天士力集团实现营业总收入 158.05 亿元，较上年

<sup>4</sup> 公司根据《企业会计准则第 37 号-金融工具列报》中相关规定，将“15 天集 EB”依据负债和权益成分进行拆分了处理，截至 2016 年底，公司“15 天集 EB”中对应于负债成分，计入应付债券部分扣除发行成本后所募集资金为 10.50 亿元；对应于权益成分，计入其他综合收益部分扣除发行成本后所募集资金为 1.91 亿元。

<sup>5</sup> 未含本次可交换债计入其他综合收益部分。

增长 10.97%；实现营业利润 17.21 亿元，较上年增长 27.82%，主要系天士力集团部分过往年度投资项目在本年度实现退出，使得投资收益增加所致；实现净利润 13.14 亿元，较上年增长 20.20%；归属于母公司所有者的净利润 4.20 亿元，较上年增长 64.77%。

从期间费用看，2016 年，天士力集团费用总额 50.29 亿元，较上年增长 17.47%。其中，销售费用 28.02 亿元，较上年增长 14.01%，主要系天士力集团为应对行业政策变化，医药工业加大新品营销投入，以及医药商业销售业态优化，商业终端占比增长，市场投入增加所致；管理费用 15.78 亿元，较上年增长 21.58%，主要系天士力集团加大了新产品、新技术的研发投入规模所致；财务费用 6.48 亿元，较上年增长 23.48%，主要系融资规模扩大，利息支出增加所致。2016 年天士力集团费用收入比为 31.82%，较上年上升 1.76 个百分点，期间费用对天士力集团利润存在一定侵蚀。

2016 年，天士力集团投资收益为 11.24 亿元，较上年增加 9.75 亿元，主要为减持中科曙光产生的投资收益。剔除投资收益后，天士力集团营业利润为 5.97 亿元，较上年的 11.97 亿元明显减少。2016 年，天士力集团营业外收入 0.97 亿元，较上年增长 37.60%，主要系收到的政府补助增加所致。天士力集团营业外收入占利润总额比重为 5.39%，较上年提高 0.34 个百分点，营业外收入对天士力集团利润总额贡献程度较小。

从盈利指标来看，受医保控费等政策影响，天士力集团盈利能力有所减弱。2016 年，天士力集团营业利润率为 36.17%，较上年下降 2.83 个百分点；天士力集团总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率较 2015 年均有一定程度的下降，分别从 2015 年的 9.14%、8.90%和 13.83%下降至 2016 年的 8.72%、8.78%和 13.29%。

总体看，2016 年，天士力集团收入规模保持平稳增长，费用控制能力有待提高；天士力集团通过减持中科曙光将营业利润和净利润保持在较高水平，但考虑到上述收入并不具备可持续性，天士力集团实际盈利能力有待改善。

### 现金流

经营活动方面，2016 年天士力集团经营活动现金流入 177.77 亿元，较上年增长 13.42%，主要系天士力集团控制医药工业应收账款规模，回款增加所致；经营活动现金流出 176.07 亿元，较上年增长 13.29%，增幅小于现金流入增幅；经营活动产生的现金流量净额为 1.70 亿元，较上年增长 28.80%。2016 年天士力集团现金收入比 109.31%，较上年提高 1.61 个百分点，收入实现质量有所提高。

投资活动方面，2016 年天士力集团投资活动现金流入 23.78 亿元，较上年大幅增长 367.03%，主要系天士力集团部分过往年度投资项目在本年度实现退出，使得收回投资收到的现金增加所致；投资活动现金流出 46.14 亿元，较上年增长 33.19%，主要系天士力集团追加对联营企业投资所致；投资活动产生的现金流量金额为净流出 22.36 亿元，较上年减少 24.35%。

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，2016 年天士力集团筹资活动现金流入 160.29 亿元，较上年增长 8.57%，主要系股东增资及发行债券所致；筹资活动现金流出 132.69 亿元，较上年增长 10.67%，主要系偿还债务支付的现金增加所致；筹资活动产生的现金流量净额 27.59 亿元，较上年小幅减少 0.50%。

总体看，2016 年，天士力集团经营活动现金流收支平衡，经营性现金性流量规模较大，收入实现质量较高；外部筹资渠道通畅，基本可满足天士力集团目前投资活动所需。

### 偿债能力

从短期偿债能力指标看，随着业务规模的扩大，天士力集团流动资产总量的增加，截至 2016 年末，天士力集团流动比率和速动比率分别由年初的 1.22 倍和 1.01 倍，上升至 1.31 倍和 1.08 倍，

流动资产对流动负债的保护程度有所提高；天士力集团现金短期债务比为 0.47 倍，现金类资产对短期债务的保障能力仍显不足。整体看，天士力集团短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016 年天士力集团 EBITDA 为 29.25 亿元，较上年增长 24.62%，主要系利润总额增加所致；天士力集团 EBITDA 由折旧（占 12.26%）、摊销（占 2.87%）、计入财务费用的利息支出（占 23.11%）和利润总额（占 61.76%）构成；EBITDA 利息倍数由上年的 3.86 倍上升至 4.27 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.19 倍上升至 0.21 倍。整体看，天士力集团长期偿债能力较强。

截至 2016 年末，天士力集团获得银行授信总额合计 145.40 亿元，其中未使用额度 66.62 亿元，天士力集团间接融资渠道畅通。

在对外担保方面，截至 2016 年末，天士力集团对外担保合计 22.19 亿元，占当期净资产的 20.49%，所占比重一般，其中保证担保和保函担保余额分别为 9.69 亿元和 12.50 亿元，占比分别为 43.66% 和 56.34%。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正常，天士力集团对外担保整体风险不大。

截至 2016 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。

根据天士力集团提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至 2017 年 4 月 19 日，天士力集团已结清信贷中有 1 笔欠息和 4 笔关注类贷款；未结清业务中无不良和关注类信贷信息记录。

总体看，2016 年，天士力集团债务规模有所上升，整体盈利能力有所减弱；现金类资产规模较大，整体偿债能力处于较强水平。

## 九、综合评价

2016 年，国内水泥市场有所回暖，尖峰集团水泥板块经营情况有所好转，公司医药板块发展依旧保持良好态势，销售收入稳定增长，公司整体负债仍处于较低水平。同时，联合评级也关注到水泥板块易受政策及市场波动影响，公司利润对投资收益依赖性较强等因素对公司信用水平可能造成的不利影响。

公司拟以增资及股权转让的方式成为北慧生物股东，目前已完成第一期出资。未来若收购成功，将有利于进一步提升公司的新药研发能力，或将进一步扩大公司医药业务的规模。

本次债券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。2016 年，天士力集团收入及利润规模有所增长，且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+”的信用等级。

## 附件 1 浙江尖峰集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额 (亿元)	36.31	39.95	40.37
所有者权益 (亿元)	23.24	25.52	26.24
短期债务 (亿元)	1.27	2.09	2.09
长期债务 (亿元)	5.96	5.74	5.74
全部债务 (亿元)	7.23	7.83	7.83
营业收入 (亿元)	22.59	23.79	5.67
净利润 (亿元)	2.23	3.09	1.17
EBITDA (亿元)	4.17	5.15	--
经营性净现金流 (亿元)	1.63	3.98	0.003
应收账款周转次数 (次)	10.01	9.80	--
存货周转次数 (次)	7.75	7.00	--
总资产周转次数 (次)	0.61	0.62	0.14
现金收入比率 (%)	92.59	96.83	112.71
总资本收益率 (%)	8.52	10.72	--
总资产报酬率 (%)	8.55	10.66	--
净资产收益率 (%)	9.78	12.67	4.54
营业利润率 (%)	20.35	23.64	28.40
费用收入比 (%)	14.01	13.92	15.76
资产负债率 (%)	36.01	36.11	35.00
全部债务资本化比率 (%)	23.72	23.48	22.99
长期债务资本化比率 (%)	20.42	18.36	17.96
EBITDA 利息倍数 (倍)	10.78	15.52	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.57	0.66	--
流动比率 (倍)	1.24	1.01	1.14
速动比率 (倍)	0.85	0.66	0.78
现金短期债务比 (倍)	1.63	1.08	0.98
经营现金流动负债比率 (%)	26.19	51.62	0.04
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.69	0.89	--

注：1、2017年1季度相关指标未年化；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

## 附件 2 天士力控股集团有限公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	258.37	307.32
所有者权益 (亿元)	89.41	108.28
短期债务 (亿元)	84.40	97.36
长期债务 (亿元)	36.93	39.92
全部债务 (亿元)	121.33	137.27
营业总收入 (亿元)	142.43	158.05
净利润 (亿元)	10.93	13.14
EBITDA (亿元)	23.47	29.25
经营性净现金流 (亿元)	1.32	1.70
应收账款周转次数 (次)	3.26	2.97
存货周转次数 (次)	4.01	3.49
总资产周转次数 (次)	0.64	0.56
现金收入比率 (%)	107.69	109.31
总资本收益率 (%)	9.14	8.72
总资产报酬率 (%)	8.90	8.78
净资产收益率 (%)	13.83	13.29
营业利润率 (%)	39.00	36.17
费用收入比 (%)	30.06	31.82
资产负债率 (%)	65.39	64.77
全部债务资本化比率 (%)	57.57	55.90
长期债务资本化比率 (%)	29.23	26.93
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.86	4.27
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.19	0.21
流动比率 (倍)	1.22	1.31
速动比率 (倍)	1.01	1.08
现金短期债务比 (倍)	0.41	0.47
经营现金流流动负债比率 (%)	1.10	1.24

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、天士力集团全部债务中，未含“15 天集 EB”中计入其他综合收益部分；3、其他流动负债和其他应付款中付息项已调整至短期债务指标核算。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本次债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
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/本次债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 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。