

信用等级公告

联合[2013]015 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拟发行的 2013 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

浙江尖峰集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA

浙江尖峰集团股份有限公司拟发行的 2013 年（第一期）3 亿元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：李峰伟

分析师：孙明 罗昌明

二零一三年三月十一日

地址：天津市和平曲阜道 80 号（300042）

电话：022-58356998

传真：022-58356989

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

浙江尖峰集团股份有限公司

2013年公司债券（第一期）信用评级分析报告

本期公司债券信用等级：AA+

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

担保方式：连带责任保证担保

担保方：天津天士力集团有限公司

本次发行规模：不超过6亿元

本期发行规模：不低于3亿元

债券期限：3+2年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2013年3月11日

财务数据：

发行方

项 目	2009年	2010年	2011年	12年9月
资产总额(亿元)	20.25	21.56	26.39	28.33
所有者权益(亿元)	10.39	12.58	15.56	17.00
长期债务(亿元)	1.76	1.56	1.79	1.46
全部债务(亿元)	6.96	5.59	6.13	7.09
营业收入(亿元)	13.24	13.25	16.45	11.93
净利润(亿元)	0.81	1.50	3.13	1.85
EBITDA(亿元)	1.71	2.56	4.76	--
经营性净现金流(亿元)	0.53	0.32	1.84	0.25
营业利润率(%)	14.65	19.19	24.35	17.71
净资产收益率(%)	8.04	13.07	22.23	11.39
资产负债率(%)	48.70	41.66	41.04	40.00
全部债务资本化比率(%)	40.12	30.78	28.26	29.44
流动比率	0.72	0.80	0.76	0.71
EBITDA 全部债务比	0.25	0.46	0.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.85	8.54	12.49	--
EBITDA/本期发行额(倍)	0.29	0.43	0.79	--
EBITDA/本期发行额(倍)	0.58	0.86	1.58	--

担保方

资产总额(亿元)	61.04	86.52	104.18	109.08
所有者权益(亿元)	24.89	37.81	40.74	47.83
营业收入(亿元)	45.35	60.01	92.80	69.47
净利润(亿元)	2.39	3.97	6.68	9.11
资产负债率(%)	59.23	56.30	60.89	56.15
流动比率	1.02	1.48	1.36	1.56

注：1、发行方及担保方2012年1-9月财务报告未经审计，相关指标未年化；

2、本报告中部分合计数与各相加数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。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对浙江尖峰集团股份有限公司（以下简称“公司”或“尖峰集团”）的评级反映了公司作为国有控股企业，经营历史较长，其构建的水泥及医药双主业经营架构，能更加有效的抵御经济周期变化所带来的不利影响；同时，公司通过股权投资的方式，借助行业内知名大企业的雄厚实力，来实现间接式的规模扩张以及业绩的增长，从而有效增强了公司抵御风险的能力。联合评级同时也关注到水泥和医药行业竞争激烈、环保要求愈发严格等因素对公司经营发展带来的不利影响。

未来随着云南水泥生产基地的投产，以及医药生产基地的逐步实施，公司经营规模有望进一步扩大，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由天津天士力集团有限公司（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。天士力集团经营规模和资产规模较大、盈利能力较强，其所提供的担保对本期债券信用状况具有积极的影响。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 国家基础建设投资力度的加大以及城镇化进程的加快，将持续拉动水泥行业的市场需求，为公司提供了良好的发展环境。

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

3. 公司是国家政策重点支持的60家全国性大型水泥骨干企业，水泥业务经营历史长、品牌知名度高、成本控制能力较强，区域竞争

优势明显。

4. 公司下属医药企业的研发实力较强，拥有三家高新技术企业，有多项研发成果获奖，在浙江省具有较强的竞争优势。

5. 公司通过股权投资的方式来实现间接式的规模扩张以及业绩的增长，有效增强了公司的竞争力以及抵御风险的能力。

关注

1. 中国水泥行业产能快速增长，过剩压力日益显现，行业竞争激烈。

2. 煤炭、电力及原材料价格波动增加了公司生产成本的控制难度；期间费用增长幅度较快也对公司盈利形成一定不利影响。

3. 随着国家对环境保护重视度的提高，公司的水泥及医药生产均面临一定的环保压力。

4. 药品安全涉及药品生产、销售、流通以及使用的各个环节，任何一个环节出现问题都将导致药品安全问题。

分析师

刘洪涛 罗昌明

电话：022-58356998

传真：022-58356989

地址：天津市和平区曲阜道 80 号（300042）

Http: //www.lianhecreditrating.com.cn

信用评级报告声明

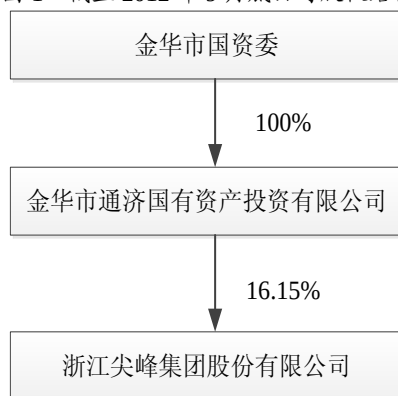
- 除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与浙江尖峰集团股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与浙江尖峰集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因浙江尖峰集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由浙江尖峰集团股份有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。
- 浙江尖峰集团股份有限公司公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

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，由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。尖峰集团于1993年3月19日变更登记，取得金华市工商行政管理局14728065-X号企业法人营业执照，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”。

经历次配股、转增股本、送股后，截至2012年9月底，公司总股本为34,408.38万股，控股股东金华市通济国有资产投资有限公司（以下简称“通济国投”）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（图1）。

图1 截至2012年9月底公司股权结构



资料来源：公司年报

公司主营业务为水泥的生产和销售、医药的生产和销售和药品商业流通。截至2012年9月底，公司设有财务部、投资部、人力资源部、业绩管理部、党群工作部、集团公司办公室、审计室、董事会办公室等8个职能部门（附件1）；拥有浙江尖峰水泥有限公司、浙江尖峰药业有限公司等全资或控股子公司16家（附件2），以及天津天士力集团有限公司、浙江金华南方尖峰水泥有限公司等联营公司4家，南方水泥有限公司、金华银行股份有限公司等参股公司12家。

截至2011年底，公司合并资产总额263,885.06万元，负债合计108,291.93万元，所有者权益（含少数股东权益）155,593.12万元。2011年公司实现营业收入164,478.88万元，净利润（含少数股东损益）31,267.83万元；经营活动产生的现金流量净额18,403.77万元，现金及现金等价物净增加额-7,118.39万元。

截至2012年9月底，公司合并资产总额283,260.93万元，负债合计113,302.50万元，所有者权益（含少数股东权益）169,958.43万元。2012年1~9月公司实现营业收入119,328.13万元，净利润（含少数股东损益）18,539.81万元；经营活动产生的现金流量净额2,466.75万元，现金及现金等价物净

增加额2,877.27万元。

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、本次债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“浙江尖峰集团股份有限公司 2013 年公司债券（第一期）”，本次发行规模不超过人民币 6 亿元，本期发行规模不低于人民币 3 亿元。本期债券票面金额 100 元/张，平价发行。本期债券的期限为 5 年，附第 3 年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权。

本期公司债券票面利率在债券存续期内固定不变，采取单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。票面利率将由尖峰集团和保荐人（主承销商）通过市场询价协商确定。

2. 本期债券募集资金用途

本期公司债券募集的资金拟用于偿还部分公司债务、补充公司流动资金。

三、行业分析

公司为水泥、医药双主业架构，主要业务涉及水泥行业和医药行业。

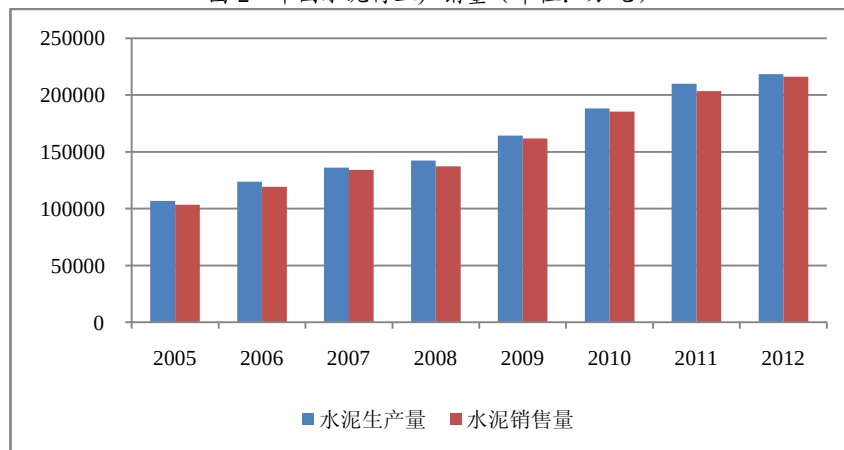
1. 水泥板块

（1）行业概况

水泥作为一种粉状水硬性胶凝建筑材料，在现阶段国民经济发展中有着不可替代性。目前，我国水泥产量最大的是普通硅酸盐水泥。自 1985 年以来，中国水泥产量已连续居世界第一位，目前中国水泥产量占世界总产量的 60% 左右。

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，固定资产投资迅速增长，带动了水泥需求较快增长，中国水泥产销量逐年提高（图2）。水泥产销率维持在98%以上，其中，2010~2012年分别为99.4%、98.8%和99.2%。

图 2 中国水泥行业产销量（单位：万吨）



资料来源：国家统计局

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。据中国水泥协会初步统计，2010年全国新投产新型干法水泥生产线共计203条，新增水泥熟料产能2.43亿吨，同比下降36.15%；2011年全国新投产新型干法水泥生产线166条，全年新增水泥熟料产能2.02亿吨，新增规模进一步下降。虽然新增产能得到了有效控制，但由于历史遗留下来的落后产能存量较大，水泥行业产能过剩的局面仍比较突出。

2010年，中国实施了一系列楼市调控新政，对建材行业需求抑制作用逐渐显现。另一方面，2010年国家进一步推进淘汰落后产能，部分省市针对高耗能行业施行了拉闸限电政策，水泥产能扩张受限，产销量增幅已呈下行趋势，2010年全国水泥产量和销量分别为18.68亿吨、18.55亿吨，分别同比增长15.5%、14.7%。2011年，在保证经济平稳较快发展的前提下，全社会固定资产投资增速仍然保持在高位，加之中国水泥企业的日益成熟，水泥市场供需仍保持较高水平，2011年全国水泥产量和销量分别为20.63亿吨、20.34亿吨，分别同比增长10.5%、9.6%，增幅进一步下降。2012年，全国水泥产量和销量分别为21.84亿吨、21.62亿吨，分别同比增长5.7%、6.3%，增速进一步放缓。目前水泥行业面对产能过剩，同时伴随着原辅材料及人工成本的上升、环保标准的日益提高，利润空间承受了较大的压力。

（2）供需状况

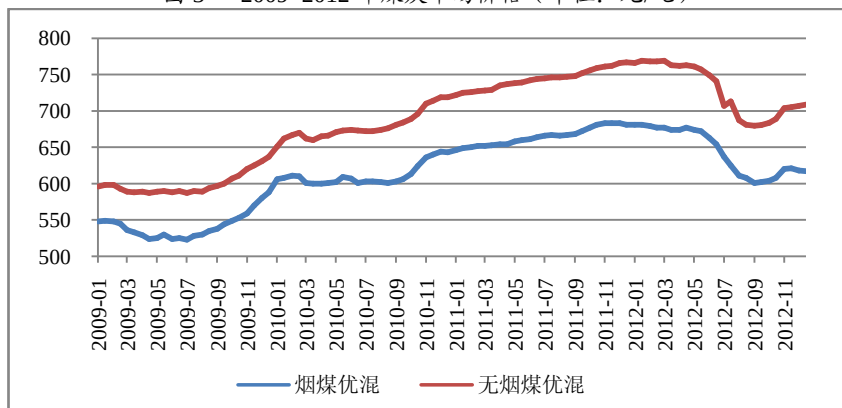
①上游原燃料

水泥的生产成本中，主要以原材料（石灰石、黏土、砂岩、钢渣等）、煤、电、机物料消耗、折旧为主。对于规模较大的水泥企业来说，由于大多有自备矿山，石灰石、黏土等原材料的成本波动不大，因而波动影响较大的主要在于煤和电。在整个水泥生产成本中煤炭和电力等燃料动力成本占总成本的60%左右。

煤炭

2009年山西煤炭资源整合导致煤炭供应量减少，同时发改委推出的4万亿投资计划也促使下游电力、钢铁、化工开工率上升，煤炭价格保持稳步回升态势。2010年受节能减排力度加大的影响，第二、三季度煤炭价格低迷；四季度起，煤炭价格在需求预期转好、南方冰雪灾害及美元贬值的背景下，温和上升并创出经济危机后价格新高。2011年，在国际煤价高位震荡、国内物价整体上涨的压力下，煤炭价格延续温和上升趋势。2012年以来，国际经济持续下滑，国际煤炭市场价格大幅下降，致使国内进口煤炭量增加，煤炭市场供求关系出现转换，煤炭价格波动较大，整体呈波动下降趋势，到四季度有所回升（图3）。

图3 2009~2012年煤炭市场价格（单位：元/吨）



资料来源：商务部

电力

目前，发电企业上网电价仍执行“一厂一价”，由国家发改委确定。中国自2005年起实施煤电联动政策，即如果半年内平均煤价与前一周期相比变化幅度达到或超过5%，则电价应相应调整。2008~2010年中国多次启动煤电价格联动机制，以缓解电煤价格大幅上涨给发电企业带来的成本压力。进入2011年，国家发改委分别于4月初和5月底上调了十余个省（区、市）上网电价，2011年5月的上网电价每千瓦时平均上调2分左右。由于煤电联动政策，在煤价上涨过程中存在电价调整的可能性。国内水泥行业为了节约成本，目前大部分水泥生产企业都运用了纯低温余热发电技术，新型干法水泥生产线配备余热发电系统后可提供约30%左右的用电量。由于水泥生产企业是高耗能企业，用电的总量大，电价变动对水泥企业生产成本的影响较大。

②下游需求

拉动水泥需求主要靠固定资产投资、房地产投资和新农村建设等。

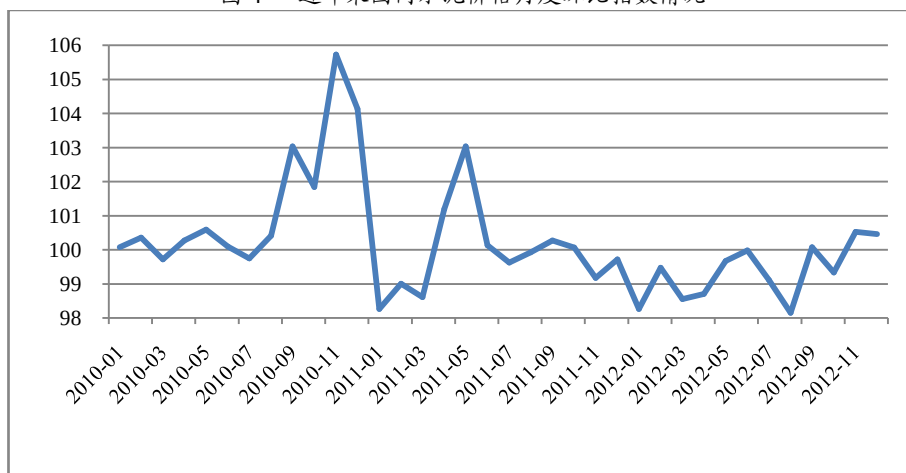
2012年，中国固定资产投资保持平稳增长，全年固定资产投资364,835亿元，同比增长20.6%。其中东部地区投资占全国总投资比例将近一半，但中部、西部地区主要为基础设施投资，对水泥需求拉动的影响比较大。总体而言，国家投资快于地方投资，中西部地区对水泥需求量更大。

2012年，受到持续性的“房贷紧缩”、“限购”等政策影响，房地产投资增速有所下滑，从上年度的27.9%进一步下滑到16.2%，全国累计房地产投资额71,804亿元；房屋施工面积57.34亿平方米，同比增长13.2%，按照行业普遍认定的1平方米消耗0.2吨水泥的标准测算，2012年中国房地产市场消费水泥达11.47亿吨，约占2012年水泥产量的52.51%。2012年，虽然房地产调控对水泥行业带来一定负面影响，但在“抑制投机性需求，增加自主性供给”的地产调控思路下，政府大力投资保障性住房和棚改房的建设在一定程度上产生了对水泥的新增需求。

③水泥价格

2010年上半年水泥价格在低位平稳运行。下半年以来，在节能减排的大背景下，华东华南多省进行了限产限电、淘汰落后产能等措施，刺激下半年水泥价格暴涨。2010年底，虽然限电已结束，但受库存较小以及水泥需求旺季双重因素推动，水泥价格继续攀升至历史最高水平，部分区域出现供不应求局面。2011年前三季度，水泥价格继续在高位运行，第四季度价格出现回落。2012年以来保持在低位运行，直到第四季度，受传统旺季及铁路投资等利好政策影响，水泥价格开始有所回升（图4）。

图4 近年来国内水泥价格月度环比指数情况



资料来源：Wind资讯

（3）行业竞争

受销售半径影响，水泥的区域性特征明显，全国水泥市场的地区差异较大。近年来，中国水泥工业经历了高速发展，形成了成熟的七大市场竞争格局（表1）。长江下游和沿海发达地区水泥市场已经向成熟市场转变，增速保持相对稳定，大企业调控市场能力增强，竞争相对有序。沿京广线的河北、河南、湖南、江西等地是成长型市场，处在高速成长阶段，以新建和淘汰落后为主线的结构调整正在加速进展过程中。西北、东北、西南处在高速增长的起步阶段，西北在资源能源拉动下市场步入发展的快车道。

表1 中国水泥行业区域市场环境

区域	优势企业	市场环境
华北	冀东水泥和金隅集团为主导	天津滨海新区、河北曹妃甸特别是南堡油田开发，以及山西、内蒙古的能源基地建设，中国北方最大水泥市场华北地区的消费有望逐步提升
东北	本地企业亚泰集团、辽源金刚，外来企业冀东水泥、天瑞水泥、山水集团，外资企业爱尔兰 CRH	振兴东北区域经济发展战略出台，有望拉动当地固定资产投资、经济发展以及水泥需求的增长
西北	中材集团（子公司宁夏建材、天山股份、祁连山），冀东水泥	受益于西部大开发，此市场在 2008 年金融危机中逆市崛起，基础设施建设的高投入拉动水泥需求，中材集团对此市场主控力强
华东	中国建材（子公司南方水泥）、海螺水泥为主；上海建材、江苏金峰、山水集团区域内企业	华东地区已步入成熟市场，是中国最大的水泥消费区，也是全国竞争最激烈的地区
华南	海螺水泥、中材集团、拉法基瑞安；塔牌、越秀、华润、鱼峰	大企业云集，竞争激烈，已步入成熟市场
华中	海螺水泥、中国建材、华新水泥、天瑞、同力、葛洲坝等	得益于中部崛起战略，水泥产业启动，处于市场成长发展阶段
西南	拉法基瑞安、中国建材（子公司西南水泥）等	除拉法基之外，西南地区水泥行业的整体发展落后，企业的规模普遍偏小，规模优势不明显，缺乏超大型现代化生产企业，技术和管理水平不高

资料来源：数字水泥网

近年来，中国水泥产业的集中度不断提高，由于新建产能受到限制，并购成为企业扩大生产规模以增强市场控制力的主要发展方式。截至2012年底，全国新型干法水泥熟料年产能可在3,000万吨以上的企业共有10家（表2），1,000万吨以上的企业达到22家。中国水泥产业的集中度进一步提高，大企业核心竞争力进一步增强。

表2 2012年底全国新型干法水泥熟料生产线产能排名（万吨/年）

序号	企业名称	熟料产能	序号	企业名称	熟料产能
1	中国建材	30,205.5	11	天瑞集团	2,898.5
2	海螺水泥	15,097.0	12	拉法基瑞安	2,234.0
3	中材集团	7,275.7	13	亚洲水泥	2,157.6
4	冀东水泥	6,751.8	14	亚泰集团	1,984.0
5	华润水泥	5,415.7	15	尧柏水泥	1,457.0
6	台泥水泥	4,956.9	16	河南同力	1,240.0
7	华新水泥	3,831.6	17	江西万年青	1,147.0
8	山水集团	3,788.2	18	葛洲坝水泥	1,069.5
9	红狮集团	3,379.0	19	蒙西水泥	1,069.5
10	北京金隅	3,214.7	20	金隅控股	1,054.0

注：1、资料来源：中国水泥网；运转时间以310天/年计算

2、中国建材包括南方水泥、西南水泥、中联水泥、北方水泥。

3、中材集团包括中材水泥、天山股份、祁连山、宁夏建材。

（4）行业政策

水泥产业政策集中于五个方面：一是提高行业准入条件；二是严格控制新增产能，实行等量淘汰原则；三是促进企业产品质量的提高；四是大力推行清洁生产，降低污染物排放；五是促进行业兼并重组。“十二五”期间，产品结构调整以及市场优化整合仍是水泥行业的主要基调。

2010年2月《国务院进一步加强淘汰落后产能工作的通知》要求在2012年底前，淘汰窑径3.0米以下水泥机械化立窑生产线、窑径2.5米以下水泥干法中空窑等落后水泥产量总量超过3亿吨。2010年5月国务院节能减排工作电视电话会议提出要求2010年要关停水泥 5,000万吨，5月底前要把任务落实到各地区和企业。2010年5月全国工业系统淘汰落后产能工作会议上工信部向各省、自治区、直辖市人民政府下达了2010年水泥行业淘汰落后产能9,155万吨的目标任务；强调当年应淘汰的落后产能在第三季度前要全部关停。2010年8月，工信部向社会公告18个工业行业淘汰落后产能企业名单，被列入名单企业的落后产能须全部关停，其中涉及水泥家数达762家，淘汰落后产能增加到1.07亿吨。

2010年11月，工信部印发了《工业和信息化部关于水泥工业节能减排的指导意见》（工信部节[2010]582号），意见中指出：到“十二五”末，全国水泥生产平均可比熟料综合能耗小于114千克标准煤/吨，水泥综合能耗小于93千克标准煤/吨。在新型干法水泥生产线上普遍应用余热发电、高效粉磨技术、电机变频等技术，重点水泥企业加快建设能源管理中心。大城市周边的水泥企业基本形成协同处置城市生活垃圾和城市污泥的能力，使水泥工业转变为兼顾污染物处置的新兴环保产业；同年11月，《水泥行业准入条件》（工原[2010]第127号）正式出台，要求新型干法水泥熟料年产能超过人均900公斤的省份，原则上停止核准新建扩大水泥(熟料)产能生产线项目，且鼓励现有水泥(熟料)企业兼并重组，支持不以新增产能为目的的技术改造项目。

进入2011年后，水泥行业淘汰落后产能的政策倾向得到延续，2011年1月，工信部下发《关于进一步做好淘汰水泥落后产能工作的通知》，强调了从政策和技术上从严促进水泥落后产能淘汰；2011年4月，工信部确定水泥工业2011年的落后产能淘汰总量的1.3亿吨。2011年11月，工信部制定《水泥工业“十二五”发展规划》，指出“十二五”期间要加快转变水泥工业发展方式，确定到2015年，规模以上企业工业增加值年均增长10%以上，淘汰落后水泥产能2.5亿吨，主要污染物实现达标排放，协同处置取得明显进展，协同处置线比例达到10%，综合利用废弃物总量提高20%，前10家企业生产集中度达到35%以上。

2012年7月和9月，工信部又连续发布了二批包括水泥行业在内19个工业行业的落后产能淘汰名单；2012年11月，环境保护部公布《水泥工业大气污染物排放标准》等4项国家水泥环境标准征求意见稿，其中水泥颗粒物排放和氮氧化物排放指标大幅提升，表明国家将通过水泥工业污染防治技术标准的收紧，全面削减水泥工业的污染物排放。

“十二五”期间，产品结构调整以及市场优化整合仍是水泥行业的主要基调，有利于大力推进节能减排、兼并重组、淘汰落后和技术进步，提高水泥工业发展质量和效益，促进水泥工业转型升级，水泥行业将进入价值回归的健康发展态势。

（5）行业关注

产业结构调整力度加大，产能过剩依旧严峻

自2004年以来，中国水泥产业进入新一轮发展高潮，连续5年年产量增长超过1亿吨。在2009发改委4万亿投资的刺激下，水泥产能集中释放，2009年新增产能达3.80亿吨，而2010~2011两年又分别新增了4.36亿吨、3.69亿吨。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较大，存在无序竞争。

基于中国水泥总产能当中落后产能比例仍然较大的现状，为保证水泥产业的健康发展，2009年国家加大淘汰落后产能、控制新增产能的政策力度，并出台多项细则强化落实，2010年以来每年公布落后产能淘汰名单并明令限期关停，但中国水泥产业产能过剩现象依旧严峻。

重组并购活跃，行业集中度提高

2006年以来，水泥行业的兼并重组非常活跃，大集团加快并购，并购出现了大企业集团跨省份的连片区域并购的特点，市场整合和重组取得了实质性的进展。目前，海螺、华新、冀东等企业已初步完成其所控制区域市场的战略布局；亚泰、金隅、祁连山等水泥集团也是积极参与者。中材集团、中国建材为主的国有大型企业集团，通过收购形式迅速实现水泥业务规模的扩张。在外资方面，以国际大水泥跨国公司为主的实业资本（如拉法基、好西蒙、海德堡）多以实现对国内企业的控股权，实现其长远战略目标为目的。

行业内的一系列并购整合，可以迅速提升市场集中度和企业平均规模，从而改变行业竞争格局，使得低成本竞争模式逐步转变到夺取区域价格主导权竞争模式。

新型干法水泥比重提高较快

从20世纪70年代初研制新型干法水泥技术装备开始，在国家的推动下，中国水泥产业结构调整步伐不断加快。1995年新型干法水泥产量2,853万吨，仅占总产量的6%。据2011年3月15日国家发改委发布的数据显示，2010年中国水泥总产量18.7亿吨，其中新型干法水泥比重达到80%，超额完成了水泥产业“十一五”规划确立的70%的目标。截至2011年底，中国采用国内技术和装备建设的新型干法水泥生产线已经达到近1500条，日产4000吨、5000吨水泥生产线占60%左右，达到900条生产线。

节能减排成效明显，余热发电投资加大

水泥生产过程中由窑头熟料冷却机和窑尾预热器排掉的350℃以下废气，其热量约占水泥熟料烧成系统总热耗量的30%以上。而充分利用这部分低温废气进行余热发电改造，已经成为目前国内水泥工业节能降耗的有效途径之一。低温余热发电是指在水泥回转窑的烧成系统，利用窑尾低温锅炉和熟料冷却机锅炉收集低温余热废气，通过汽轮机和发电机组进行发电，其发电成本0.15元/kWh。整个发电过程既不增加任何新的燃料消耗，还减少了废气排放，改善了环境，降低了生产成本。

余热发电技术只能在新型干法水泥生产线上使用，生产线规模越大，经济效益和环境效益越可观。从2006年开始，余热发电技术在水泥企业的应用呈加速之势。到2010年底，国内1,300多条新型干法水泥生产线中有700多条对余热进行回收利用，建设了561台套余热发电机组，总装机达4,786兆瓦，年发电368亿度，相当于年节约标准煤900多万吨。目前，各地投资建设的水泥项目多数都配备了余热发电系统。

（6）未来发展

在国家推进城镇化的背景下，“十二五”规划对保障房、高铁、水利、水电和农村基建重视程度加大，相关投资将维持对水泥旺盛的需求，从而对水泥市场形成有力支撑。

从长远看，淘汰落后产能和控制新增产能相关政策对水泥行业是一项长期利好。未来，伴随新建产能扩张趋缓和落后产能的逐渐退出，水泥行业供需失衡的局面将有望得到缓解，大型水泥企业外部环境将获得改善，盈利能力有望增强。

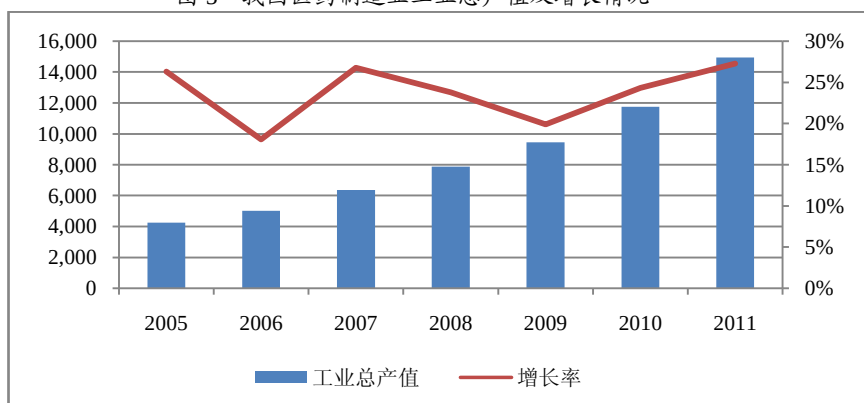
2. 医药工业

（1）行业概况

医药行业是我国国民经济的重要组成部分，是传统产业和现代产业相结合、集第一、二、三产业为一体的行业，被誉为“永远的朝阳产业”。随着我国国民经济的快速发展、生活环境的变化、人们健康观念的变化和医学模式的转变，以及人口老龄化进程的加快，与人民生活质量密切相关的医药行业在我国得到迅速发展，目前已经形成了比较完备的医药工业体系和医药流通网络。

据国家统计局数据，“十一五”期间，医药工业规模效益快速增长。2010年，医药工业完成总产值12,427亿元，比2005年增加8,005亿元，年均增长23%；完成工业增加值4,688亿元，年均增长15.4%，快于同期GDP增速和全国工业平均增速；实现利润总额1,407亿元，年均增长31.9%，比“十五”期间提高12.1个百分点，效益增长快于产值增长。2011年，医药工业总产值达到了14,941.99亿元（图5）。

图 5 我国医药制造业工业总产值及增长情况



资料来源：国家统计局

2011年医药制造业累计销售收入达14,522亿元，同比增29.37%，增速处于历史较高位；实现利润总额1,494亿元，同比增长23.50%。2012年，医药制造业累计实现主营业务收入17,083.3亿元，同比增长19.80%；累计实现利润总额1,731.72亿元，同比增长19.80%。

医药行业具有如下特点：（1）研发技术投入大，产业化周期较长。发达国家行业平均研发投入占销售收入的比例约为 15%，医药产品从研发启动到获批一般周期为 5~10 年，创新类产品会更长；（2）医药行业具有较强的抗周期性，较少受宏观经济波动影响，也无明显的区域性，但部分医药产品随疾病特征而有一定的季节性；（3）医药销售模式主要区分为处方药和非处方药（OTC）两种不同的销售渠道和市场，目前我国医药流通环节层级较多、费用较高；（4）专利技术等特殊资产对企业盈利情况有较大影响，一般来说，拥有独家研发专利的医药企业能够获得高于同行业平均水平的利润。

（2）行业上下游

上游

化学药物方面，化学原料药根据品种的不同，上游的原料也有所不同，但总的来说可以分为合成型和发酵型两类。目前，我国已成为世界原料药生产大国，能生产抗生素、激素、维生素、解热镇痛药等24大类1,000多种原料药，总产量仅次于美国，是国际上原料药主要出口国之一。

下游

医药流通行业是医药流向市场的通道，联系着生产者和消费市场，成熟的流通环节将有力推进药品制造行业的发展。改革开放以来，我国药品流通从计划分配体制转向市场化经营体制，行业获得了长足发展，药品流通领域的法律框架和监管体制基本建立，药品供应保障能力明显提升，

多种所有制并存、多种经营方式互补、覆盖城乡的药品流通体系初步形成，医药商业市场规模持续扩大。近些年我国医药商业销售总额的增长率始终远高于GDP的增速。根据商务部对2011年度药品流通行业运行情况统计，我国药品流通市场消费需求活跃，行业保持稳步增长，七大类医药商品销售总值为8,360亿元，较2010年同期增长18%。

（3）行业竞争

我国东部沿海地区发挥资金、技术、人才和信息优势，加强产业基地和工业园区建设，逐步形成了“长三角”、“珠三角”和“环渤海”三大医药工业集聚区，经过多年发展积淀，其优势地位更加突出，辐射能力不断增强。目前，山东、江苏、广东、浙江、上海、北京的医药工业总产值合计占到了全行业的50%以上；销售收入前100位医药工业企业中，约三分之二集中在上述三大区域。中西部地区依托资源优势，积极承接产业转移，大力发展特色医药经济，吉林、江西、四川、贵州等省中药总产值进入全国前5位。

目前，国内总计约有6,000多家制药企业，在市场增长、技术进步、投资加大、兼并重组等力量的推动下，国内涌现出一批综合实力较强的大型企业集团。销售收入超过100亿元的工业企业由2005年的1家增加到2010年的10家，超过50亿元的企业由2005年的3家达到2010年的17家。其中扬子江药业、哈药集团、石药集团、北京同仁堂、广药集团、山东威高等大型企业集团规模不断壮大，江苏恒瑞、浙江海正、天士力、神威药业、深圳迈瑞等一批创新型企业快速发展，特别是中国医药集团、上海医药集团、华润医药集团等骨干企业集团通过并购重组迅速扩大规模，实现了产业链整合，提升了市场竞争力。医药大企业成为国家基本药物供应的主力军，有效保障了基本药物供应。

近年来，国际大型制药企业在发达国家医药消费放缓的情况下，纷纷通过兼并来保证增长，导致全球制药业集中度继续提高。同时，跨国公司无一例外的都把新兴市场国家作为重点发展的地区，我国尤其是重中之重。国际大型制药企业通过独立建设厂房、建立研发机构以及和国内企业合资等多种方式在国内进行市场开拓，而且在我国的国外研发机构已经开始研发专门针对国内人群的药物，而不像以前，只是把我国作为低成本的研发和生产基地。因此，国内的制药企业将面临国际大型制药企业更为猛烈和有针对性的竞争。

（4）行业政策

除一般性法律、法规以外，医药工业企业还要具备《中华人民共和国药品管理法》规定的经营条件，主要包括：具有依法经过资格认定的药学技术人员、工程技术人员及相应的技术工人；具有与其药品生产相适应的厂房、设施和卫生环境；具有能对所生产药品进行质量管理和质量检验的机构、人员以及必要的仪器设备；具有保证药品质量的规章制度；需要取得《药品生产许可证》；通过GMP认证。

2010年10月，工业和信息化部、卫生部、国家食品药品监督管理局等三部门联合印发了《关于加快医药行业结构调整的指导意见》。其中重点是扶持创新及技术提升、推进并购重组、提升行业集中度。

由于我国医药行业普遍存在生产企业多、规模小和抗风险能力低的特点，所以国家正在通过GMP、GSP认证以及推行兼并重组等政策，逐步淘汰弱小企业，以提高行业的市场集中度。按照新版《药品生产质量管理规范》（GMP）的实施时间表，自2011年3月1日起，凡新建药品生产企业、药品生产企业新建（改、扩建）车间均应符合新版药品GMP的要求。现有药品生产企业血液制品、疫苗、注射剂等无菌药品的生产，应在2013年12月31日前达到新版药品GMP要求。其他类

别药品的生产均应在2015年12月31日前达到新版药品GMP要求。未达到新版药品GMP要求的企业（车间），在上述规定期限后不得继续生产药品。随着新版GMP的正式实施，药品电子监管体系逐步建立，均对药品生产质量提出了更高的要求，有利于提高药品质量安全水平，促进行业有序竞争和优胜劣汰。

（5）行业关注

医药创新能力薄弱，新药研制仍以科研院所为主

我国医药工业在快速发展的同时，仍然存在一些突出矛盾和问题，主要是：技术创新能力弱，企业研发投入低，高素质人才不足，创新体系有待完善；产品结构亟待升级，一些重大、多发性疾病药物和高端诊疗设备依赖进口，生物技术药物规模小，药物制剂发展水平低，药用辅料和包装材料新产品新技术开发应用不足。

产业集中度低，存在市场同质化竞争

虽然我国医药行业已经全面实施GMP和GSP认证，淘汰了一批落后企业，但医药企业多、小、散、乱的问题仍未根本解决，产业集中度较低，具有国际竞争能力的龙头企业仍然十分缺乏。国内厂家仍集中生产一些比较成熟、技术要求相对较低的仿制药品或传统医疗器械产品，同品种生产企业数量众多，产能过剩，重复生产严重，缺乏品种创新与技术创新，专业化程度低，协作性差，市场同质化竞争加剧。从而造成过度竞争、资源浪费和环境污染；同时药品质量安全保障水平有待提高，企业质量责任意识亟待加强。

新版GMP实施，药品质量安全要求提高

随着“国家药品标准提高行动计划”有序推进，新版《中国药典》药品安全性检测标准明显提高，药品注册申报程序进一步规范，不良反应监测和药品再评价工作得到加强。新版GMP规范的陆续实施，将对药品质量安全提出更高的要求。未来一大批不能按期符合新版GMP的药品生产企业，将陆续被关停或被兼并收购，长远看有利于行业的健康发展。

（6）未来发展

依据医药工业“十二五”规划，未来几年产业集中度将逐步提高，预计到2015年，销售收入超过500亿元的企业达到5个以上，超过100亿元的企业达到100个以上，前100位企业的销售收入占全行业的50%以上。

近年来国家有关部门出台了一系列医药调控政策，对医药企业影响深刻，同时上游原辅材料价格普遍上涨，导致企业生产成本不断上升。但今后几年我国人口数量仍将有较高的增长，老龄化程度正在加剧，对医药产品的需求将大幅上升。随着新医改的全面推行和全民医疗保障体系的不断深入实施，今后几年我国医药行业供求状况仍将保持良好发展态势。随着居民支付能力增强，人民群众日益提升的健康需求逐步得到释放，我国已成为全球药品消费增速最快的地区之一，有望在2020年以前成为仅次于美国的全球第二大药品市场。

随着化学新药创制难度增大，未来生物技术药物逐步成为创新药物的重要来源。目前全球已有100多个生物技术药物上市销售，另有400多个品种有望完成临床研究投放市场。生物技术药物销售收入已连续多年保持了15%以上的增速，是全部药品销售收入增速的两倍以上。2010年世界前20位畅销药中有7个生物技术药物，预计到2020年，生物技术药物占全部药品销售收入的比重将超过三分之一。

3. 医药商业

（1）行业概况

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。从建国后到上世纪80年代初，我国医药领域的生产和流通一直实行计划经济体制，改革开放后，医药市场逐步放开，特别是从1999年开始，医药商业市场向民营企业开放，市场化程度进一步提高。

医药流通业分为分销和零售，其中分销又可以分为批发（调拨）、纯销（针对医院市场）和快批（针对基层卫生机构和农村市场）。改革开放以来，全国医药商业类企业合计销售规模（包括药品、医疗器械以及医用耗材等）不断扩大，其中主要以药品分销为主。从销售终端看，药品销售主要有医院市场、零售终端和基层卫生机构三大终端市场，其中医院市场居于主要地位，占销售额的50%以上。2011年我国医院药品市场年销售药品规模约为5,379亿元，同比增幅达到19%。

（2）行业竞争

医药流通企业经历了1984年至1999年的急剧扩容和无序竞争阶段后进入了竞争程度更高的阶段，并形成了全国性和区域性垄断结合的竞争格局。2010年以来，我国药品零售市场进一步集中，市场规模继续扩大，药店的多元化经营比重进一步加大，大型连锁药店通过兼并重组不断从区域性连锁渐渐走向全国性连锁。

根据商务部《2011年药品流通行业运行统计分析报告》数据，医药商业行业结构调整提速，跨区域兼并重组方兴未艾，大企业向二三线城市和基层医疗市场扩张迅速，逐步形成了国药集团、上药集团、华润医药及九州通为代表的全国性药品流通集团。未来在市场激烈竞争的环境下，我国药品批发企业数量不断减少，医药商业流通企业规模不断壮大，医药商业市场集中度将不断提高。

（3）行业政策

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

2009年4月，历时3年备受社会各界关注的新医改方案《中共中央、国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》正式出台，其中提出要“规范药品生产流通”、“大力规范和整顿生产流通秩序”、“规范药品采购坚决治理医药购销中的商业贿赂”、“改革药品价格形成机制”、“严格控制药品流通环节差价率”。

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

（4）未来发展

医药商业是新医改背景下长期增长的医药子行业，行业整体受益于新医改拉动的药品市场扩容。目前我国新农合参合率已达 90% 以上，社区医疗已启动，拉动药品消费效果已显现。新医改明确提出要提高医药流通行业的集中度，未来国家将通过市场机制和经济手段引导大型企业通过收购、参股等方式扩大规模，提高行业集中度，在大量中小商业企业整合的同时，排名靠前的企业之间的竞争也会加剧。

此外，目前我国医药商业企业费用率平均为 6.5%，高于美国医药龙头企业费用率 2% 的水平，物流成本还有较大下降空间。未来随着医药流通环节进一步规范，医药商业毛利率将有所下降，大企业规模优势将进一步凸显。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为国有控股企业，经过多年发展，构建了水泥及医药双主业的经营架构。同时，公司通过股权投资的方式，借助行业内知名大企业的雄厚实力，来实现间接式的规模扩张以及业绩的增长，从而有效增强了公司抵御风险的能力。

公司水泥业务经营历史长，品牌知名度高，具有较强的区域竞争优势

公司前身为成立于 1958 年的金华水泥厂，至今已有 54 年的经营历史，也是我国水泥行业第一家上市公司。公司目前是国家重点支持的 60 家大型水泥集团之一，在湖北和云南各拥有一个水泥生产基地，其中湖北生产基地的水泥年产能 200 万吨，云南生产基地的水泥年产能 150 万吨。

公司水泥产品的主要品牌为“尖峰”牌，在浙中南已保持多年的较高知名度，是浙江省名牌产品，“尖峰”商标为浙江省著名商标。“尖峰”牌水泥产品均按国家、行业的先进标准组织生产，已成为国家免检产品。自公司进入湖北市场后，“尖峰”牌水泥已经在当地市场上形成一定的影响力，市场竞争力逐步增强，稳定的产品质量得到客户的认可，知名度得到了显著提高，并获得湖北省名牌产品、湖北省省优产品的称号。公司水泥产品的生产已通过 GB/T19001-2008、GB/T24001-2004、GB/T28001-2001 质量、环境和职业健康安全管理体系论证。

公司下属医药企业的研发实力较强，有多项研发成果获奖，在浙江省具有较强的竞争优势

公司医药业务主要由控股子公司尖峰药业来开展，包括医药工业和医药商业。尖峰药业为国家重点高新技术企业、国家高技术产业化示范工程企业、浙江省创新型示范企业；已多次被评定为“中国医药工业企业百强”、“浙江省医药十大企业”。下属企业有两个博士后工作站。尖峰药业与中国药科大学、沈阳药科大学、四川抗菌素工业研究所、上海医药工业研究院等家国内知名研究机构建立了良好稳定的合作关系。

公司的医药工业现有生产线 18 条，其中浙江 16 条、天津 2 条生产线。公司医药产品主要以抗感染、心脑血管和抗抑郁症用药为主，重点产品包括注射用盐酸头孢甲肟、盐酸帕罗西汀片、L-门冬氨酸氨氯地平片、玻璃酸钠滴眼液、醋氯芬酸缓释片、愈风宁心滴丸和注射用喷昔洛韦等。截至 2012 年 9 月底，公司已有 14 个品规进入国家基本药物目录，有 38 个品规进入国家医保目录，其中甲类 17 个，乙类 21 个；已开发一类化药新药 1 只（4 个剂型），二类化药新药 1 只；共拥有药品批准文号 94 个，其中在生产的 33 个。

公司在化学制剂的研发方面具有较强实力，有多个研发项目获得科技立项，其中：二类新药“注射用喷昔洛韦”获国家科技部重点新产品立项；“注射用头孢替坦二钠及片剂”获浙江省经

贸委重点技术创新项目和浙江省科技厅新产品计划的立项；“非布索坦原料及片剂”、“醋氯芬酸缓释片”、“愈风宁心滴丸”等项目获得市级立项。同时，公司有多个研发成果获奖，其中：“一类新药加替沙星及其制剂”浙江省科技进步一等奖；“注射用头孢甲肟及其原料”获浙江省科技进步三等奖；二类新药“注射用喷昔洛韦”获金华市科技进步二等奖。

公司通过股权投资的方式来实现间接式的规模扩张以及业绩的增长，有效增强了公司的竞争力以及抵御风险的能力

公司除抓住自身主营业务外，很早就制定了合作化的发展战略。在水泥行业，公司参股了国内大型水泥企业南方水泥有限公司和广西虎鹰水泥有限公司，并采取联营的方式与南方水泥有限公司在水泥行业竞争较为激烈的区域合作成立水泥企业，实现了间接式的规模扩张。在医药行业，公司早在 1998 年便以联营的方式投资了现已发展成国内著名医药企业的天士力集团。随着南方水泥、天士力集团等投资企业的业绩增长，公司获得了稳定而丰厚的投资回报，有效增强了公司抵御风险的能力。

总体来看，公司水泥及医药业务具有较强的区域规模竞争优势，双主业的经营架构以及合作化的发展方式增强了公司的竞争力和抗风险能力。

2. 技术装备及研发水平

（1）水泥工业

公司的两条水泥生产线均采用先进的新型干法水泥生产工艺，相对于立窑工艺、湿法旋窑工艺，该生产工艺具有生产效率高、污染小、产品质量稳定、性能优良的优点，是目前水泥行业最成熟的先进生产工艺。公司的水泥生产线采用集中控制的中央控制系统，烧成系统工艺设备先进，具有产能高、煤耗低、熟料强度高的优势。公司下属湖北大冶尖峰水泥有限公司（以下简称“大冶尖峰”）于2009年建成了余热发电项目，保证了生产线三分之一的用电量，符合国家节能减排的政策要求，实现了水泥生产的循环经济，有效降低了水泥生产的电力成本支出，减少了污染物的排放。2012年大冶尖峰水泥脱硝工程建成投产，对窑尾实施脱硝技术的嫁接改造，采用空气分级燃烧技术和选择性非催化还原技术降低氮氧化物的排放量。同时，大冶尖峰以行业内先进指标为目标实施标杆管理，对现场进行精细化、标准化、规范化管理，对于每一个岗位均设定了清晰的岗位职责，同时着力优化生产线的各项工艺参数和主机性能，提高设备运转率和主机台时产量。

云南尖峰的新型干法水泥生产线项目除了配备低温余热发电系统外，在生产线设计时还运用了在烧成中使用褐煤的新技术，该方法充分利用当地及周边地区特有的褐煤资源，用褐煤代替部分烟煤的技术已试验成功，由于褐煤价格低，只有烟煤的一半左右，褐煤的使用能有效降低水泥生产成本。

总体看，公司水泥生产工艺先进，保证了水泥产品质量的稳定。

（2）医药工业

公司下属浙江尖峰药业有限公司（以下简称“尖峰药业”）现有5个生产企业，分布在浙江金华和天津两地，共有18条通过GMP认证的生产线。

尖峰药业的科研中心拥有一支结构合理、技术互补由药剂、中药制剂、药物分析、化学等专业人才组成的科技人员队伍，研发人数占尖峰药业总人数的10%以上，能独立完成新药临床前研究的各种实验项目，具有较强的科研开发能力。科研中心配套设施先进，试验用的主要仪器、设备处于国内领先水平，拥有高效液相色谱仪、气相色谱仪、紫外分光光度计、红外分光光度计、耐酸结晶釜、智能微粒分析仪、制剂器械、原料药合成器械、冷冻干燥设备等一系列适合化学合

成、中西药制剂小试、中试的各类设备和检测设施，并配备留样室、加速留样室、多剂型新药的中试车间。

尖峰药业在化学制剂的研发方面具有较强实力，已开发一类化药新药1只（4个剂型），二类化药新药1只；拥有药品批准文号94个，其中在生产的33个。“醋氯酚酸缓释片及其设备方法”、“盐酸头孢甲肟微粉及其制备方法和装置”、“一种喷昔洛韦冻干粉针剂及其制备方法”、“门冬氨酸氨氯地平系列盐及其制备方法和其组合物、制剂以及片剂”等成果获得国家发明专利。截至2012年9月底，已有14个品规进入国家基本药物目录，有38个品规进入国家医保目录，其中甲类17个，乙类21个；另外，尖峰药业有多种新药品正在研制中（表3），为公司新药品的储备奠定了良好的基础。

表3 公司正在研制的部分新品种情况表

序号	产品名称	类别
1	头孢匹林原料及注射液	3.1
2	头孢替坦原料及粉针剂	3.1
3	盐酸度洛西汀及肠溶片	3.1
4	米格列奈胶囊及原料	3.1
5	法舒地尔原料及注射液	6
6	非布司他原料及片	6
7	马来酸桂哌齐特原料及注射液	6
8	左卡尼汀注射液	6
9	ASMLC	6
10	TBHDN	3.1
11	LSTJ	6
12	KPTB	6
13	DPT	1
14	DPLA	6

资料来源：公司提供

公司一直注重医药工业的技术革新，其多功能实验车间技术改造项目已于2010年初顺利通过了GMP认证，保证了注射用盐酸头孢甲肟等重点创利产品的原料供应。尖峰药业江南厂滴丸车间新增了包衣和全自动分装设备，已与植物提取车间同时通过了GMP的现场认证，为公司下一步植物药的发展打下基础。

总体看，公司的化学制剂研发实力较强，新药品储备较为丰富，具有较强的技术竞争力。

3. 产品优势

公司的盐酸帕罗西汀片、愈风宁心滴丸、注射用盐酸头孢甲肟、L-门冬氨酸氨氯地平片、注射用喷昔洛韦等医药产品具有一定的产品优势。

盐酸帕罗西汀片是葛兰素史克公司在1993年成功研制的抗抑郁药物，属于神经系统药物中治疗抑郁症的主流产品。该药通过抑制脑神经元5-HT再摄取而发挥药效，选择性较强，属于新型的抗抑郁药物，特点是起效快，耐受性好，可以用于治疗各种类型的抑郁症。

愈风宁心滴丸以素有“植物黄金”之称的葛根为原料生产而成，具有解痉止痛，增强脑及冠脉血流量的作用，属于心脑血管领域药物。目前国内只有同仁堂和尖峰集团生产该产品，但由于该产品产能受限，目前市场还未能大规模销售。

注射用盐酸头孢甲肟是目前公司收入规模最大的一个产品，原研药厂为日本武田制药，公司是国内首家提出盐酸头孢甲肟及其制剂标准的企业。

L-门冬氨酸氨氯地平片是抗高血压药物，是钙通道阻滞剂，首先由辉瑞公司以苯磺酸氨氯地平上市。该品直接作用于血管平滑肌，降低外周血管阻力，从而降低血压。L-门冬氨酸氨氯地平片为我公司独家以门冬氨酸为盐基研发生产上市，是抗高血压的主要品种，据有较好的市场前景。

注射用喷昔洛韦为2009年公司新上市的国家二类新药，全球独家的新型抗病毒药，对疱疹病毒有高度活性，是治疗带状疱疹的主要药物，疗效更好，副作用小。但由于该产品尚未进国家医保目录，目前销量较小，还在大范围推广阶段。

总体看，公司主要产品具有较强的竞争优势，为产品的市场销售奠定了良好的基础。

4. 人员素质

公司现有高层管理人员包括董事长、总经理、副总经理、财务总监及董事会秘书等共6人，均有丰富的水泥行业或医药行业的从业经验，对行业的整体状况和公司的运营发展情况非常熟悉，具有丰富的管理经验。

公司董事长蒋晓萌先生，1964年11月出生，工商管理/工程硕士，教授级高级工程师，执业药师，享受国务院特殊津贴专家。先后任金华市水泥厂车间主任，公司企管部经理，浙江尖峰通信电缆有限公司总经理，浙江尖峰药业有限公司总经理，公司总经理。现任公司党委书记、董事长，兼任天津天士力集团有限公司董事、天士力制药集团股份有限公司副董事长、南方水泥有限公司董事、浙江金华南方尖峰水泥有限公司董事长、金华市通济国有资产投资有限公司董事。近几年蒋晓萌先生带领公司取得了快速的发展。

公司总经理虞建红先生，1966年10月出生，工程师，先后任金华市水泥厂机修车间副主任，技术科科长，金松水泥厂副厂长、厂长，浙江尖峰集团金华金马水泥有限公司总经理，浙江尖峰水泥有限公司总经理，公司副总经理，现任公司董事兼总经理。

截至2012年9月底，公司在册员工2,060人，其中生产人员占59.13%，技术人员占11.55%，销售人员占13.88%，行政人员占12.04%，财务人员占3.40%；从文化程度看，大专及以上学历人员占28.25%。

总体看，公司高层管理人员整体素质较高，具备多年的水泥行业和医药行业的生产和管理经验，熟悉公司的业务及发展方向，有利于公司的长远发展；公司员工学历构成较合理，能够满足目前生产经营需要。

5. 外部环境

(1) 区位优势

公司自身主营的水泥业务区域在湖北和云南地区。湖北和云南地区为公司的发展重心，以实现公司的中南和西南地区布局。目前东部地区建材行业发展已逐渐进入成熟期，品牌众多，竞争激烈，利润率不高；中部地区在“十一五”初期启动，目前仍处于发展中，特别是西南地区2009年开始进入快速发展时期，该区域内品牌企业相对较少，竞争相对缓和。

公司下属大冶尖峰的生产线靠近石灰石矿区，拥有自备的石灰石矿，可以有效保障水泥原材料供给及降低原料运输成本；云南尖峰不仅拥有自备的石灰石矿，还通过技术革新，充分利用当地及周边地区特有的褐煤资源，该褐煤品种具有储量大、价格低的特点，有利于公司控制生产成本，提高产品的竞争力。

(2) 政府支持

水泥业务方面，公司是水泥行业的第一家上市公司，是国家重点支持的60家大型水泥企业集团之一。医药业务方面，浙江尖峰药业有限公司、天津市尖峰天然产物研究开发有限公司、天津

尖峰弗兰德医药科技发展有限公司均为高新技术企业，能够在项目核准、资金补贴等方面获得各级政府的相关支持。

2009~2011年，公司及下属企业获得资源综合利用增值税退税、中小企业扶持、工业转型升级、创新基金等形式的补贴收入分别为420.89万元、612.64万元和1,529.08万元。

（3）税收优惠

根据浙江省科学技术厅《关于杭州新源电子研究所等1,125家企业通过高新技术企业复审的通知》（浙科发高〔2011〕263号），子公司浙江尖峰药业有限公司通过高新技术企业的复审，享受企业所得税减按15%的税收优惠政策。

公司下属子公司天津市尖峰天然产物研究开发有限公司和天津尖峰弗兰德医药科技发展有限公司于2011年通过高新技术企业的复审，享受企业所得税减按15%的税收优惠政策。

五、公司管理

1. 治理结构

通济国投为公司控股股东，公司的实际控制人为金华市人民政府国有资产监督管理委员会。公司在业务、人员、资产、机构和财务等方面建立了独立的运作体系，公司董事会、监事会和高级管理层能按照各自的职责独立运作。

公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律、法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

股东大会是公司的最高权力机构，依法决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换董事、监事，审议批准年度财务决算方案，资源整合方案等。公司每年至少召开一次年度股东大会，在《公司法》及《公司章程》规定的情形下召开临时股东大会。股东大会确保所有股东对公司重大事项的知情权、参与权和表决权。

董事会是公司的决策机构，对股东大会负责。董事会严格按照《公司章程》及《董事会议事规则》等制度，在规定的职责范围内行使经营决策权，并负责公司内部控制体系的建立和监督，对公司内部控制制度的制定和有效执行负责。公司董事会由9名董事组成，其中3名为独立董事。董事会下设战略委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会和提名委员会，并制定了相应的专业委员会工作细则，明确了各专业委员会的职责权限和工作程序。

监事会是公司的监督机构，监事会由5名监事组成，其中2名为职工代表。监事会严格按照《公司章程》及《监事会议事规则》等制度履行对公司董事和高管的行为进行监督、检查公司财务、对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见、向股东大会提出提案等职权。

公司管理层行使执行权，总理由董事会聘任，向董事会负责，执行董事会决议，负责公司的日常经营管理工作。公司设总经理1名，副总经理2名，财务总监1名，董事会秘书1名，公司管理层负责内部控制具体制度的制定和有效执行。

总体来看，公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况良好。

2. 管理体制

公司董事会及管理层在不断完善公司治理结构的基础上，设有财务部、投资部、人力资源部、业绩管理部、党群工作部、集团公司办公室、审计室、董事会办公室等8个职能部门（附件1）；

拥有浙江尖峰水泥有限公司、浙江尖峰药业有限公司、浙江尖峰通信电缆有限公司等全资或控股子公司16家（附件2），公司的组织结构体系比较健全、完整。公司明确了各部门、层级的职责与权限，建立了监督与考核制度，确保了各部门、各层级责、权、利的匹配，保证了董事会与管理层的决策得以顺利贯彻执行。

财务管理方面，为适应公司生产经营特点和分线、分级管理的要求，规范财务行为，加强财务管理和会计核算，公司依据内部三个级别的管理层次，实行公司内部三级核算的财务管理制度，并实行自上而下的逐级监督和控制，以及自下而上的逐级报告制度，以明确规定公司内部的财务管理制度，调整内部财务关系，规范各项财务行为。

全面预算管理方面，公司预算管理的范围涵盖下属企业及各职能部门。公司的全面预算管理体系包括预算组织、预算内容、预算编制、预算控制、预算调整、预算报告和预算评价等部分；全面预算由业务预算、资本预算、筹资预算和财务预算组成，按照分级管理的原则，将预算指标层层分解，形成全方位的预算执行责任体系；以预算指标为基本依据，建立严格的资金审批、授权制度以及标准定额制度，有关职能部门、预算责任单位每月编制预算执行情况报告；根据考核结果提出报告，批准后提交相关部门兑现。

对子公司管理方面，公司对控股子公司的管理控制主要措施包括：公司在充分考虑控股子公司业务特征及其他因素的基础上，督促其建立内部控制制度；明确向控股子公司委派的董事、监事及重要高级管理人员的选任方式和职责权限；依据公司的经营策略和风险管理政策，督导各控股子公司建立起相应的经营计划、风险管理程序；建立重大事项报告制度和审议程序。各控股子公司及时向公司分管负责人报告重大业务事项、重大财务事项以及其他重大影响的信息；及时向公司董事会秘书报送其董事会决议、股东会决议等重要文件；定期向公司报送季度（月度）报告，包括营运报告、产销量表、资产负债表、损益表、现金流量表、向他人提供资金及提供担保的统计表等；建立和完善对各控股子公司的绩效考核制度。公司的控股子公司控股其他公司的，参照上述规定逐层建立对其下属子公司的管理控制制度。

质量管理方面，公司针对水泥业务规定了从各种原材料采购到成品质量检测所要遵循的制度和标准。原材料采购及进厂验收的有《招标原燃材料取样检验管理制度》、《原燃材料进厂验收规程》、《砂页岩质量管理制度》、《石灰石质量管理制度》、《进厂原燃材料验收质量事故处理方案》、《原燃材料验收小组工作细则》等。根据《过程质量控制点及控制指标一览表》，公司对于生产过程制定了详细的质量控制方案，同时按照《出厂水泥（熟料）合格确认制度》对成品进行质量和等级的确认，最终产品才能出库销售。公司的医药工业质量控制制度比较完备，包含35项子制度，从采购，生产，研发等各方面进行全面质量管理，主要包括GMP内部自检管理制度、检验复核制度、质量统计、质量例会制度等。

环保管理方面，水泥业务中公司针对废旧物资、化学品、废弃品和油品分别制定了专门的管理规范，同时对厂区内大量的环保设施和设备也制定了管理和维护制度。为了识别厂区内的环境因素和危险源，评价其危险程度，判定出重大环境因素和重大危险源，从而进行有效的控制，公司制定了《环境因素和危险源识别与评价办法》，对员工进行系统培训，提升全体员工的环境保护意识和责任感。医药工业中公司制定了《环境保护管理制度》，主要针对“三废”进行重点管理，定期检查和维修环保设备和设施，对于新建、改建或者技改项目进行严格的环境影响评价，同时针对各个厂区准备了环保应急预案。

投资管理方面，根据公司的发展规划，公司或下属企业提出投资、技改项目时，编制项目申请建议书，该材料的内容应达到决策支持要求；项目的决策按照相关规定进行；投资、技改项目

经批复后，由投资主体单位组织实施，并确定专人负责实施过程的联系、指导、监督，具体包括项目前期管理、资金管理及审批程序、项目经济责任制的制定和考核、项目联系人制度、招标投标管理、进度管理、合同管理、质量管理和项目竣工验收和决算；项目竣工决算后一个月内，公司审计室应组织建设项目竣工例行审计，并将审计结果及时报告集团公司领导；在项目正式投产半年后，项目实施主体会同投资部、财务部、审计室、项目实施单位和生产单位对项目工程技术和经济效益进行总结评价。

总体来看，公司内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

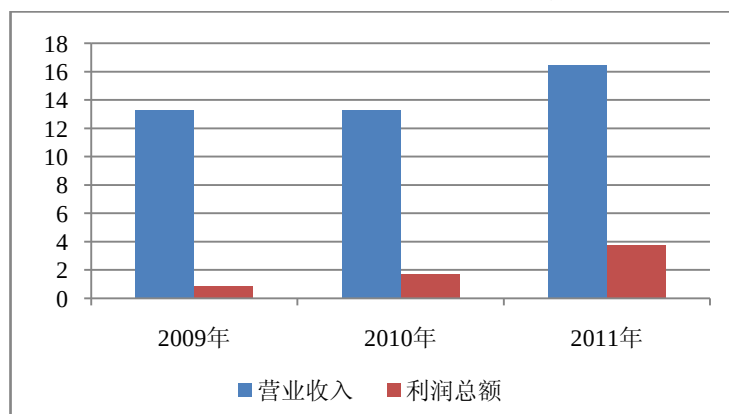
1. 经营概况

公司构建了水泥及医药双主业的经营架构，其中水泥具有350万吨/年的生产能力，医药业务包括医药工业和医药商业。水泥和医药分属周期性和非周期性的两个行业，公司双主营业务的合理结合形成了明显的经营互补，能更加有效的抵御经济周期变化所带来的不利影响，有利于公司平稳健康的发展，增强了公司的抗风险能力。受益于2011年水泥行业景气度的大幅提高，以及公司医药工业和医药商业经营规模的扩大，2009年~2011年公司营业收入的年均增长率达到11.46%。2011年公司实现营业收入164,478.88万元，其中主营业务收入占99.49%，公司主营业务十分突出。

公司根据水泥行业区域分布的状况，并结合自身的生产经营情况，确定了差异化的经营策略：在竞争激烈品牌众多的东部地区，公司通过与中国建材合作，参股南方水泥、联营南方尖峰水泥，借助中国建材的雄厚实力，实现强强联合优势互补，逐步整合浙江省水泥市场；在产能集中度相对较低的湖北、云南等中西部地区，充分利用公司的现有资源，依托公司丰富的水泥行业经验及“尖峰”牌水泥的品牌优势，不断扩大公司在中西部地区的市场份额和品牌知名度，进一步抢占中西部市场的行业制高点。

近年来尖峰药业围绕“内强管理、外拓市场、鼓励创新、有效扩张”的经营思路，不断加强内部管理，加大科技创新投入，在新药开发、专利申请方面取得了一定的成绩。同时整合营销资源，对重点区域进行市场细分，对重点品种进行分线管理，加强注射用盐酸头孢甲肟、L-门冬氨酸氨氯地平片、醋氯芬酸缓释片、盐酸帕罗西汀片等主要医药产品销售力度，保证了医药工业经营的稳步增长。同时，公司早在1998年便以联营的方式投资的天津天士力制药集团有限公司，现已发展成国内著名医药企业的天士力集团。

图6 公司近三年营业收入及利润总额情况（单位：亿元）

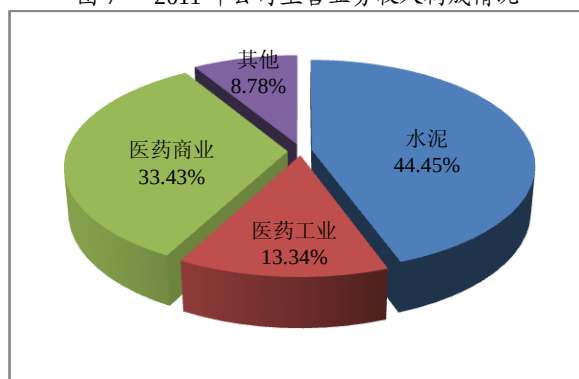


资料来源：公司年报

随着公司经营规模的扩大，以及南方水泥、天士力集团等投资企业的业绩增长，公司实现了间接式的规模扩张及利润水平的增长，2009年~2011年公司利润总额的复合增长率达到104.87%（图6）。2011年公司实现利润总额37,100.43万元，其中实现投资收益17,913.08万元。

从公司主营业务的收入结构看，水泥和医药两大主业是公司收入的主要来源（图7），2011年水泥、医药工业和医药商业占公司主营业务收入的比重分别为44.45%、13.34%和33.43%。其他收入主要是通信电缆、国际贸易、保税仓储等业务，由于所占比重不高，对公司收入和利润影响较小。

图7 2011年公司主营业务收入构成情况



资料来源：公司年报

从主要业务的盈利情况来看，受益于近年来水泥价格上涨以及公司不断实施技术改造，积极开展节能降耗，推行精细化管理，在成本节约方面取得了一定的效果，使得公司水泥工业的毛利率由2009年的11.38%提升至2011年的32.69%（表4）；毛利水平从2009年的6,306.97万元增长至2011年的23,777.23万元。公司医药工业的毛利率由2009年的53.27%小幅上升至2011年的53.94%；随着医药产品销售规模的扩大，毛利水平从2009年的9,856.23万元增长至2011年的11,778.97万元。公司医药商业的毛利率水平基本保持稳定，近三年基本保持在5.90%左右；随着业务规模的扩大，毛利水平从2009年的2,619.59万元小幅增长至2011年的3,303.21万元。受上述因素影响，公司主营业务综合毛利率由2009年的15.06%提升至2011年的24.64%（表4）；毛利水平从2009年的19,875.63万元增长至2011年的40,324.92万元。

表4 近三年公司主营业务的盈利情况（单位：万元）

产品	2009年			2010年			2011年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
水泥	55,398.25	49,091.28	11.38%	51,038.47	40,902.56	19.86%	72,736.61	48,959.38	32.69%
医药工业	18,501.40	8,645.73	53.27%	18,769.47	7,891.03	57.96%	21,835.64	10,056.67	53.94%
医药商业	44,486.66	41,867.07	5.89%	46,493.25	43,747.26	5.91%	54,708.25	51,405.04	6.04%
其他	13,572.07	12,478.67	8.06%	15,126.81	13,349.76	11.75%	14,366.78	12,901.27	10.20%
合计	131,958.38	112,082.75	15.06%	131,428.00	105,890.61	19.43%	163,647.27	123,322.35	24.64%

资料来源：公司年报

2012年1~9月，受益于主要投资企业经营业绩的增长，公司实现投资收益15,610.36万元，同比增长了8.60%；主要受水泥产品价格不断下降的影响，公司实现营业收入119,328.13万元，利润总额20,628.51万元，分别同比下降了0.14%和31.90%。

总体看，近年来公司经营状况整体保持良好。

2. 水泥工业

近几年公司在产能集中度相对较低的湖北地区，充分利用公司的现有资源，依托公司丰富的水泥行业经验及“尖峰”牌水泥的品牌优势，不断扩大公司在中西部地区的市场份额和品牌知名度，使得公司水泥工业的经营保持了良好的增长状况。公司水泥工业主营收入由 2009 年的 55,398.25 万元增长至 2011 年的 72,736.61 万元（表 4）；毛利水平从 2009 年的 6,306.97 万元增长至 2011 年的 23,777.23 万元。

（1）原燃料供给

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、煤碳和电力等。

公司的湖北生产基地拥有自备金山石灰石矿和白云寺砂页岩矿区，该矿区石灰石总储量为 1.4 亿吨，且距离生产线较近，采掘下来的矿石直接通过 800 米长的运输廊进入厂区储库，节约了物流成本。优质的石灰石矿山资源有利于公司原材料的及时有效供应，增强了公司在区域市场的竞争力。近年来，公司对生产配方进行优化，大量使用经三废处理后的低成本脱硫石膏，实现了资源的综合利用，目前脱硫石膏已经逐步替代石膏的使用。

煤炭占公司生产成本的比重较高，约占水泥生产总成本的 40%。公司与主要煤炭供应商合作多年，采购渠道相对稳定，能够满足煤炭供应需要。由于近年来宏观环境的变化，煤炭的价格波动性较大，使得公司煤炭采购价格呈现较大的波动状态（表 5）。为应对煤炭价格波动对公司经营及成本的影响，公司采取每季度招标和与供应商建立战略合作关系等手段，在保证生产需要和质量要求的基础上控制煤炭采购成本。公司与大多数煤炭供应商之间的结算采用月结的方式，每批次采购的煤炭都要对质量、数量进行核对，然后支付款项。

随着水泥产量的增长，公司的电力使用量由 2009 年的 1.02 亿度增长到 2011 年的 1.85 亿度。2009 年公司湖北生产基地建成了余热发电项目，2011 年共发电 5,465 万千瓦时，保证了生产线三分之一的用电量，实现了水泥生产循环经济的同时，有效降低了水泥生产的电力成本，公司的用电成本由 2009 年的 0.42 元/千瓦时下降到 2011 年的 0.39 元/千瓦时（表 5）。

表 5 2009~2011 年公司原材料及燃料采购情况

种类	项目	2009 年	2010 年	2011 年
石膏	采购量（吨）	40,741	45,288	6,013
	平均价格（元/吨）	139.43	146.34	130.17
煤炭	采购量（吨）	164,458	229,265	248,912
	平均价格（元/吨）	790.30	594.32	840.17
电力	使用量（千瓦时）	102,015,688	154,756,692	185,390,380
	平均价格（元/千瓦时）	0.42	0.44	0.39
水渣	采购量（吨）	83,791	137,986.26	208,777.98
	平均价格（元/吨）	74.05	71.27	134.58
脱硫石膏	采购量（吨）	18,166.27	35,021.15	86,170.03
	平均价格（元/吨）	56.5	49.95	49.11

资料来源：公司提供

总体看，由于公司拥有自备石灰石矿，以及建成的余热发电项目，使得公司具备一定的成本优势，从而有效增强了公司产品的市场竞争力。

（2）产品生产

公司在湖北和云南各拥有一个条水泥生产线，其中湖北生产线于 2008 年正式投产，水泥年产能 200 万吨；云南生产线目前尚处于边生产边调试的阶段，水泥设计年产能为 150 万吨，预计

2013 年一季度整体生产线可达设计产能。

公司湖北生产基地年水泥产能为 200 万吨。该生产线采用的是新型干法生产工艺，具有生产效率高，污染小，产品质量稳定、性能优良的优点，是目前水泥行业最先进的生产工艺。同时，公司以行业内先进指标为目标实施标杆管理，对现场进行精细化、标准化、规范化管理，对于每一个岗位均设定了清晰的岗位职责，同时着力优化各项工艺参数和主机性能，提高了设备运转率和主机台时产量。

公司湖北生产线生产的“尖峰牌”水泥涵盖普通硅酸盐 42.5 水泥（P.O42.5）、普通硅酸盐 52.5 水泥（P.O52.5）、复合硅酸盐 32.5 水泥（P.C32.5）、矿渣硅酸盐 32.5 水泥（P.S32.5）等 4 个水泥产品。公司根据往年销售情况以及行情走势安排第二年的生产计划的框架，具体的生产计划按照月度进行滚动编排，生产运营基本上按照月度计划执行。

从产能利用率来看，湖北生产线从 2008 年投产后，产能利用率处于较高水平，2009~2011 年的产能利用率分别为 85.02%、101.07%和 97.97%，近两年生产线的设备运转率较高，基本处于满负荷运转的状态。

从产量来看，随着生产工艺的优化以及产能利用率的提高，公司 2010 年和 2011 年的产量¹较 2009 年大幅提高，出厂量分别达到 233.31 万吨和 233.79 万吨（表 6）。2011 年公司产品当中的普通硅酸盐 42.5 水泥产量较大，占全部产量比例为 45.47%，其次为复合硅酸盐 32.5 水泥和水泥熟料，占比分别为 25.11%和 17.73%。

表 6 公司水泥产品产量和销量情况

品种	项目	2009 年	2010 年	2011 年
普通硅酸盐 42.5 水泥	产量（吨）	657,986.00	960,067.00	1,062,970.00
	销量（吨）	659,576.00	959,145.00	1,055,306.00
	均价（元/吨）	210.64	228.23	312.91
普通硅酸盐 52.5 水泥	产量（吨）	--	1,213.00	64,069.00
	销量（吨）	--	--	64,537.00
	均价（元/吨）	--	--	287.28
复合硅酸盐 32.5 水泥	产量（吨）	311,070.00	412,512.00	586,931.00
	销量（吨）	309,967.00	416,488.00	574,974.00
	均价（元/吨）	195.89	217.01	277.04
矿渣硅酸盐 32.5 水泥	产量（吨）	358,735.00	209,995.00	209,389.00
	销量（吨）	366,635.00	205,623.00	215,216.00
	均价（元/吨）	195.73	208.63	270.57
水泥熟料	产量（吨）	633,979.00	749,308.00	414,512.00
	销量（吨）	640,777.00	748,227.00	414,065.00
	均价（元/吨）	176.88	211.41	297.49
合计	产量（吨）	1,961,770.00	2,333,095.00	2,337,871.00
	销量（吨）	1,976,955.00	2,329,483.00	2,324,098.00
	均价（元/吨）	194.62	219.10	294.88

资料来源：公司提供

注：该表产销量合计数未按熟料与水泥的相关配比关系进行折算

总体看，公司水泥生产的工艺水平较高，水泥生产线的产能利用率处于较高水平。

¹产量合计数未按熟料与水泥产品的相关配比关系进行折算，下同

(3) 市场销售

公司水泥产品具有早期强度高、后期强度稳定、抗冻性能好和碱含量低等特点，被广泛应用于桥梁、隧道、公路、大坝、水利工程及民用建筑施工上。公司水泥产品的销售采取直销和代理两种模式，近三年采用代理模式的销售金额占到总额的 65% 左右；水泥熟料均采用直销模式。

民用市场上，公司采取代理模式进行，通过对代理商进行全方位考察，公司选择了具有较强资金实力、较好信誉度的 30 多家代理商。工程项目上，公司大多采取的是直销方式，客户主要是建筑公司及混凝土公司等，公司产品已先后成功进入了京九铁路电气化改造工程、武麻高速建设工程等项目。

公司以鄂东南地区为目标市场，分为武汉、黄石、黄冈和阳新四大片区，四大片区合计销售额占全部销售收入的比例近年来增加较快，从 2009 年的 58.91% 提高到了 2011 年的 95.03%。四大片区中，武汉片区的销售额最大，近三年销售额占全部销售收入比例分别为 26.23%、30.39% 和 45.40%，呈逐年提升的趋势。黄石片区位居第二，且该片区近年来的销售额占全部销售额比例逐年上升，2011 年所占比例已达到 33.72%。

公司凭借较高的产品质量和低成本的优势不断扩大市场的影响力，自 2009 年以来用户的认可度逐渐提高，促进了产品销售量的提升，水泥产品的销量由 2009 年的 197.70 万吨增长至 2011 年的 232.41 万吨，近三年的产销率分别达 100.77%、99.85% 和 99.41%。

随着近两年国内水泥行业整合的不断深入，市场竞争秩序有所好转，国内水泥产品价格逐步回升，使得公司的各种水泥和熟料产品的平均销售价格一直稳步增长（表 6），2011 年销售均价达 294.88 元/吨。

从销售结算来看，公司为了降低经营风险，严格控制赊帐销售。基本实施先收款后发货的结算方式，使得公司水泥业务的应收款项较少。

从客户集中度看，虽然公司没有对单一客户产生依赖，但对少数下游客户的销售集中度较高，2011 年公司向前 5 名客户的销售金额在公司水泥销售收入中的占比达 45.00%（表 7）。

表 7 2011 年公司水泥产品前 5 大销售客户情况

销售客户	销售金额 (万元)	销售占比 (%)
客户 1	8,299.89	12.11
客户 2	7,717.70	11.26
客户 3	5,461.60	7.97
客户 4	4,698.04	6.86
客户 5	4,662.84	6.80
合计	30,840.08	45.00

资料来源：公司提供

总体看，公司水泥产品的销售渠道畅通，“尖峰”品牌在湖北地区的影响力较高，水泥产品的产销率处于较高水平。云南尖峰的生产线已经投入试生产，云南作为我国连接东南亚和南亚国家的陆路交通枢纽，国务院提出了支持云南省加快建设面向西南开放重要桥头堡的规划，随着铁路、机场等基本设施建设的加快，将有效拉动云南水泥市场的需求，为云南尖峰水泥提供了市场保障。

3. 医药工业

近年来，公司通过对重点品种进行分线管理，加强了对盐酸头孢甲肟、门冬氨酸安氯地平片、

帕罗西汀等产品的销售考核力度，确保重点创利品种销量增长，为取得良好的经营目标提供了保障。公司医药工业主营收入由2009年的18,501.40万元增长至2011年的21,835.64万元；毛利水平从2009年的9,855.67万元增长至2011年的11,778.97万元。

（1）原料采购

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到2月左右。

2011年，公司医药工业采购额为9,504.33万元，其中对前五大供应商采购金额占全部采购额的26.45%（表8），采购集中度较低。

表8 2011年公司医药工业前5大采购客户情况

客户	采购金额 (万元)	采购占比 (%)
客户1	594.26	6.25
客户2	580.00	6.10
客户3	566.98	5.97
客户4	432.99	4.56
客户5	340.03	3.58
合计	2,514.26	26.45

资料来源：公司提供

公司注重采购原料和辅料的品质，变更物料供应商需经质量部门评估，经批准后方可实施，尖峰药业所用明胶空心胶囊从2010年10月起每批采购的都送药监局进行检测，至今全部检测合格，市场上出现的“毒胶囊事件”未对公司带来不利影响。

总体看，公司部分医药产品的原料药能够自产，部分产品的原料药仍需外购。公司的原料采购渠道较为畅通，不存在对主要供应商的依赖。

（2）产品生产

公司医药产品主要以抗感染、心血管和抗抑郁症用药为主，分为中成药和化学制剂两类，重点产品包括注射用盐酸头孢甲肟、盐酸帕罗西汀片、L-门冬氨酸氨氯地平片、玻璃酸钠滴眼液、醋氯酚酸缓释片、愈风宁心滴丸和注射用喷昔洛韦等（表9）。

表9 公司医药工业主要产品情况

类别	主要产品	用途
心血管系统用药	愈风宁心滴丸	改善微循环，增加脑和冠动脉血流量，改善缺血心肌代谢，对高血压症状，冠心病、心绞痛及神经性头痛疗效最为显著
	L-门冬氨酸氨氯地平片	可单独或联合其它抗高血压药物治疗高血压
抗感染药	注射用喷昔洛韦	适用于严重带状疱疹患者
	注射用硫酸阿奇霉素	用于敏感细菌引起的急性咽炎、支气管炎、皮肤软组织感染等
	注射用利巴韦林	主要用于呼吸道合胞病毒引起的病毒性肺炎与支气管炎
	注射用盐酸头孢甲肟	用于头孢甲肟敏感的链球菌属、肺炎链球菌、消化球菌属、消化链球菌属、大肠杆菌、柠檬酸杆菌属、克雷白菌属等引起的感染症
精神障碍用药	盐酸帕罗西汀片	治疗各种类型的抑郁症
免疫系统用药	醋氯酚酸缓释片	骨关节炎、类风湿关节炎和强直性脊椎炎等引起的疼痛和炎症的症状治疗

肾、泌尿提供用药	甘油果糖氯化钠注射液	用于脑血管病、脑外伤、脑肿瘤、颅内炎症及其他原因引起的急慢性颅内压增高，脑水肿等症
眼科用药	玻璃酸钠滴眼液	伴随下述疾患的角结膜上皮损伤：干燥综合症、干眼综合症等内因性疾患；手术后、药物性、外伤、配戴隐形眼镜等外因性疾患
植物提取	葡萄籽提取物、苹果提取物、人参提取物、虎杖提取物	抗氧化活性，抗高血压，调节血脂，抗肿瘤，保护心肌细胞，缓解视疲劳，降低毛细血管通透性，抗辐射，抗抑郁等

资料来源：公司提供

公司目前拥有五个生产基地，其中三个位于金华市，分别是尖峰药业的秋滨制药厂、江南制药厂和植物药厂；另外两个位于天津，分别是弗兰德医药和天津天然。公司生产基地合计拥有粉针剂（头孢菌素类）、冻干粉针剂、片剂等18条生产线，主要产品的产能情况见表10。公司的生产计划主要根据销售预测进行合理安排。

从产能利用率来看，由于市场需求差异较大，公司2011年不同医药产品之间产能利用率相差较大，其中头孢粉针和片剂生产线超负荷运转，产能利用率超过100%；头孢原料和植物提取生产线也较为理想，产能利用率超过83%；其余四条生产线受市场需求不足的影响，产能利用率较低。

表10 2011年公司主要医药产品产能和产能利用率情况

生产线	单位	设计产能	产量	产能利用率
粉针剂(头孢菌素类)	万支	1,400	1,489	106.36%
冻干粉针剂	万支	760	379	49.87%
胶囊剂	万粒	5,000	2,472	49.44%
片剂	万片	6,000	6,974	116.23%
滴丸剂	万粒	12,000	7,508	62.57%
滴眼液剂	万瓶	506	226	44.66%
植物提取剂	吨	3.00	2.50	83.33%
头孢原料药	吨	10.00	8.70	87.00%

资料来源：公司提供

从产量来看，公司注射用盐酸头孢甲肟等主要产品的产量均呈增长的态势（表11）。注射用盐酸头孢甲肟、L-门冬氨酸氨氯地平片、盐酸帕罗西汀片、玻璃酸钠滴眼液、愈风宁心滴丸、醋氯芬酸缓释片、注射用喷昔洛韦等产品的产量分别从2009年的438万支、184万支、148万支、68万支、57万支、3万支、2万支增长到2011年的747万支、342万支、180万支、108万支、75万支、39万支、18万支。

表11 近三年公司主要医药产品产销情况（单位：支）

产品	2009年		2010年		2011年	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
注射用盐酸头孢甲肟 1.0	438	440	602	537	747	794
L-门冬氨酸氨氯地平片 7.5	184	184	213	203	342	342
盐酸帕罗西汀片	148	131	156	161	180	179
玻璃酸钠滴眼液	68	61	86	97	108	98
愈风宁心滴丸	57	54	58	62	75	71
醋氯芬酸缓释片	3	1	11	11	39	37
注射用喷昔洛韦	2	3	8	7	18	19

资料来源：公司提供

总体看，公司主要医药产品的产量近三年呈增长的态势，整体产能利用率尚可。

(3) 市场销售

公司医药产品采取的销售模式主要为代理销售和临床直销模式，其中代理销售的比重占医药工业销售收入的90%以上，公司在全国建立了28个大区，代理商遍布全国各省；临床直销模式的客户主要是分布在浙江省内的医院、卫生站等终端。

公司于2010年开始采取了“抓重点，促转型，建队伍，强基础”的销售策略，并对重点区域、重点品种给予一定的政策倾斜。公司将销售区域进行了重新划分，以自由竞标的方式对代理销售队伍进行了筛选和调整。同时，公司招聘多名营销人员，组建了覆盖浙江全省的终端销售团队。上述措施使得公司注射用盐酸头孢甲肟、L-门冬氨酸氨氯地平片、愈风宁心滴丸、玻璃酸钠滴眼液等重点产品的销量均有了明显增长（表11），特别是注射用盐酸头孢甲肟，公司采取进一步细分市场、加强对代理商激励等积极策略，销量大幅增长，2010年全年销售额同比增长了21.57%，2011年全年销售额同比增长了27.63%，增长速度较快。公司整体控制成品库存能力较强，2011年所有产品产销率均超过95%。

在注射用盐酸头孢甲肟产品销量增加的带动下，公司医药工业保持了良好的增长态势。2011年公司医药工业实现主营收入21,837.97万元，同比增长了16.35%；实现毛利润15,082.18万元，同比增长了8.29%，受抗生素类药品价格下调的影响，公司医药工业毛利润的增幅小于主营收入的增幅。

从销售集中度来看，公司代理销售的占比较高，对少数医药代理商的依赖度较高，2011年公司向前5名客户的销售金额在公司医药工业销售收入中的占比达43.17%（表12）。

表 12 2011 年公司医药工业前 5 大销售客户情况

销售客户	销售金额 (万元)	销售占比 (%)
客户 1	5,303.38	23.52
客户 2	3,049.21	13.52
客户 3	587.88	2.61
客户 4	535.84	2.38
客户 5	257.92	1.14
合计	9,734.23	43.17

资料来源：公司提供

从销售的结算方式来看，代理销售模式下公司从代理销售商收取的货款资金全部为现款，不存在应收账款；临床直销模式下公司给医院、卫生所等终端客户的赊销账期在3个月左右，从终端客户的性质来看，货款回收的风险较低。

总体看，公司已建立起适合自身产品特点的营销网络，医药产品的销售规模不断增长，产销率处于较高水平。

4. 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“金华医药”）和尖峰大药房连锁有限公司（以下简称“尖峰连锁”）承担，其中金华医药以批发为主，其前身为浙江金华医药采购供应站，始建于二十世纪五十年代，已有近60年的经营历史。尖峰连锁以零售为主，目前在金华市拥有16家自营“尖峰大药房”，以及22家“尖峰大药房”加盟店。

公司医药商业经营的医药产品包括中成药、中药饮片、化学制剂、抗生素、医疗器械、试剂和药用辅料等3,000多个品种，其中中成药、化学药制剂和抗生素是公司医药商业收入的主要来源，

这三类药品合计占医药商业收入的80.00%以上。

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到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，2011年向前五大供应商采购金额占全部采购额的18.60%（表13）。

表 13 2011 年公司医药商业前 5 大采购客户情况

销售客户	销售金额 (万元)	销售占比 (%)
客户 1	3,203.60	5.20
客户 2	2,238.72	3.63
客户 3	2,214.06	3.59
客户 4	2,147.00	3.48
客户 5	1,664.87	2.70
合计	11,468.26	18.60

资料来源：公司提供

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70%左右，商业划拨占30%左右。

公司根据下游客户的类型、年度采购量、信用状况等因素制定不同的销售策略。公司的市场开发策略是充分发挥品种齐全、高效的物流配送及良好的增值服务等优势，有计划的开发客户，赢得客户的认可，从而逐步与客户建立长期合作关系。公司重视对终端客户的开发及维护，对大医院的服务重点走高端路线，对中小医院重点走普及路线，在零售连锁领域采取门店经营。

随着公司销售策略的不断推进，近年来公司医药商业的营业收入逐年增加，2009年~2011年分别达到44,822.30万元、46,493.16万元和54,705.91万元。在收入构成中，中成药、化学药制剂和抗生素占比较大，是公司医药商业的主要收入来源，这三类主要药品合计占营业收入的比重在80.00%以上。

公司医药批发业务的客户以医院和医药公司为主。对于医院和医药公司，公司采用赊销方式，根据其信用状况，分别给予相应的授信限额和期限，来控制贷款风险。对于个体诊所，公司考虑到其信用风险和经营风险较大，则不提供赊账。

从销售集中度来看，公司不存在对少数医院的依赖，2011年公司向前5名客户的销售金额在公司医药商业销售收入中的占比为21.51%（表14）。

表 14 2011 年公司医药商业前 5 大销售客户情况

销售客户	销售金额 (万元)	销售占比 (%)
客户 1	2,881.07	5.25
客户 2	2,603.16	4.74
客户 3	2,364.88	4.31
客户 4	2,017.87	3.67
客户 5	1,944.11	3.54
合计	11,811.09	21.51

资料来源：公司提供

总体看，公司的医药商业主要集中在浙江省，经营历史较长；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。

5. 股权投资

公司在主营业务稳步发展的同时，通过合作化发展战略，积极参股业内大型企业。在水泥行业，公司参股了国内大型水泥企业南方水泥有限公司，并采取联营的方式与南方水泥有限公司在水泥行业竞争较为激烈的区域合作成立水泥企业，实现了间接式的规模扩张。在医药行业，公司早在1998年便以联营的方式投资了现已发展成国内著名医药企业的天士力集团。

随着南方水泥、天士力集团、南方尖峰等投资企业的业绩增长，公司获得的投资回报呈大幅增长的态势，有效增强了公司抵御风险的能力。2011年公司取得的投资收益和现金分红分别为17,674.74万元和6,906.79万元（表15）。

表15 近三年公司的投资收益情况（单位：万元）

被投资单位	核算方法	项目	2009年	2010年	2011年
天津天士力集团有限公司	权益法	投资收益	1,195.77	2,417.08	5,098.49
		现金分红	207.63	415.26	622.88
浙江金华南方尖峰水泥有限公司	权益法	投资收益	483.66	3,621.38	8,300.96
		现金分红	--	--	1,960.00
浙江省广电科技股份有限公司	权益法	投资收益	30.77	40.91	61.97
		现金分红	40.00	40.00	40.00
浙江同伴科技有限公司	权益法	投资收益	-116.33	20.45	-70.58
		现金分红	--	--	--
南方水泥有限公司	成本法	投资收益	--	3,156.15	3,299.18
		现金分红	--	3,156.15	3,299.18
浙江金发集团股份有限公司	成本法	投资收益	297.00	429.00	660.00
		现金分红	297.00	429.00	660.00
金华银行股份有限公司	成本法	投资收益	324.73	259.78	324.73
		现金分红	324.73	259.78	324.73
合计		投资收益	2,215.69	9,944.75	17,674.74
		现金分红	869.36	4,300.19	6,906.79

资料来源：公司年报

注：本表未包括处置长期股权投资等产生的投资收益

总体看，公司采取股权投资的方式实现了间接式的规模扩张和业绩的增长。近年来公司获得的投资回报呈大幅增长的态势，有效增强了公司抵御风险的能力。

6. 重要投资

（1）水泥工业

公司在云南省投资的新型干法水泥熟料生产线技改项目，目前已累计投入资金约4亿元，资金全部由公司自筹。2012年12月整条生产线开始联动运行，经过几个月的试生产，现各项经济技术指标趋于稳定。该项目的7MW低温余热发电系统于2013年1月实现并网发电。该技改项目达产后，预计可年产水泥150万吨，市场主要分布在滇西南的三个区域，分别是思茅片区、澜沧片区和景洪片区。

总体看，该项目达产后，公司水泥工业的经营规模将获得增长。

（2）医药工业

新版GMP已于2011年3月1日颁布，公司现有生产线必须进行大量改造，未来才能符合新版GMP要求。同时，随着公司医药工业不断发展，现有药品生产线产能已不能满足经营需要，必须扩大原料药和制剂生产规模，因此公司拟在金华市金西开发区建设新的生产基地。2011年10月16日，公司与浙江金西经济开发区管理委员会签订了《项目入园投资协议书》和《投资建设保证金合同》，2012年初，该项目（以下简称“金西项目”）经金华市经信委备案。金西项目预计总投资为53,180.07万元，建设“年产35吨头孢类、抗肿瘤药类等原料药生产线和配套各类制剂生产线技改”项目。目前金西项目各项工作正有序推进，预计2014年起将逐步建成并投入使用。

总体看，未来随着金西项目的建成并投入使用，公司医药工业的技术工艺水平将显著得到提升，原料药的自给率也将得到提高，公司医药工业的经营规模有望获得增长。

7. 关联交易

近年来公司在生产经营活动中未发生与股东及其关联方的购销商品、提供及接受劳务等日常关联交易事项。

8. 经营效率

2009年~2011年，公司资产总额、所有者权益、营业收入和净利润的复合增长率分别为14.15%、22.38%、11.46%和96.23%，公司近三年经营状况良好、发展速度较快。

近年来随着营业收入的增长以及加强对应收账款的管理，公司近三年应收账款周转次数稳步提升，2009~2011年的应收账款周转次数分别为10.86次、11.51次和12.63次，处于较好水平。

受医药流通业务规模扩大导致药品库存增加的影响，公司存货增长速度高于销售收入的增长，使得近三年存货周转次数呈现逐年小幅下降的态势，但整体仍处于较好水平，2009~2011年的存货周转次数分别为8.22次、7.60次和7.51次。

公司近三年的总资产增长速度虽然略高于营业收入的增长速度，但总资产周转次数基本保持稳定，2009~2011年的总资产周转次数分别为0.69次、0.63次和0.69次，处于正常水平。

总体看，公司近年来发展速度较快，整体经营效率较高。随着云南水泥产能的逐步释放，公司未来经营效率有望得到提高。

9. 未来发展

未来公司将坚持“合作创新强主业、规范科学求发展”的战略方针，继续坚持发展水泥和医药两大主业，建立互补型相对多元化的战略业务框架。

从水泥业务来看，公司通过与中国建筑材料集团有限公司合作，已将浙江省内的水泥业务加入其旗下的南方水泥，参与整合浙江省水泥行业。在湖北省、云南省两大区域，依托现有控股的水泥生产基地，以合作共赢的理念，进一步做精、做强水泥业务。公司将利用品牌、技术、管理、资金等优势，择机在其它有资源和市场的地区发展水泥业务，实现布局优化，控制资源。

从医药工业来看，公司抓住国家加大医疗保障力度、新医疗体制改革、实施新版GMP的机遇，依靠科技创新，加大创新药开发力度，在现有产品的基础上，向抗肿瘤和专科用药方向拓展，丰富公司产品线。同时，公司将以现有的植物提取业务为基础，延伸发展保健品产业。

从医药商业来看，公司将逐渐优化医药商业销售模式，加强营销队伍建设、做专代理、做强终端。

总体看，公司未来发展目标明确，坚持水泥和医药双主业的经营架构有助于公司持续稳定发展，

随着云南水泥生产基地的投产以及金西项目的稳步推进，公司未来经营规模有望获得增长。

七、财务分析

1. 财务概况

公司2009~2011年度财务报告均已经天健会计师事务所审计，三年出具的均为标准无保留审计意见，公司2012年1~9月的财务报告未经审计。2007年公司开始执行财政部2006年2月15日颁布的《企业会计准则》。

截至2011年底，公司合并资产总额263,885.06万元，负债合计108,291.93万元，所有者权益（含少数股东权益）155,593.12万元。2011年公司实现营业收入164,478.88万元，净利润（含少数股东损益）31,267.83万元；经营活动产生的现金流量净额18,403.77万元，现金及现金等价物净增加额-7,118.39万元。

截至2012年9月底，公司合并资产总额283,260.93万元，负债合计113,302.50万元，所有者权益（含少数股东权益）169,958.43万元。2012年1~9月公司实现营业收入119,328.13万元，净利润（含少数股东损益）18,539.81万元；经营活动产生的现金流量净额2,466.75万元，现金及现金等价物净增加额2,877.27万元。

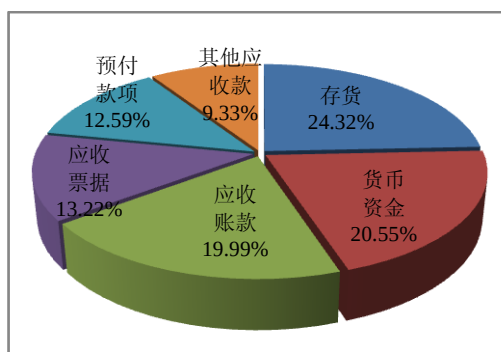
2. 资产质量

2009年~2011年公司资产规模增长平稳，年均增长率为14.15%。截至2011年底，公司资产总额为263,885.06万元，其中非流动资产合计占比74.25%，流动资产占比25.75%。公司资产总额中非流动资产占比较高，符合公司作为水泥、医药生产企业，生产设备规模较大的特点。

流动资产

截至2011年底，公司流动资产合计67,944.53万元，同比增长16.47%，以货币资金、应收票据、应收账款和存货为主（图8）。

图8 2011年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至2011年底，公司货币资金为13,963.93万元，同比减少13.09%。货币资金主要以人民币银行存款为主，库存现金较少。此外，5,195.25万元其他货币资金主要为保证金，具体涉及银行承兑汇票、保函、信用证、借款质押等业务。

截至2011年底，公司应收票据为8,982.70万元，同比大幅增长，主要系公司增加了以票据结算货款所致。

截至2011年底，公司应收账款账面余额为14,262.43万元，同比增长21.03%，略低于同期营

业收入增长速度。公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，账龄在 1 年以内占 92.33%，不能回收的风险较低。公司共计提应收账款坏账准备 680.42 万元（占比 4.77%），计提比例正常。公司前五名应收账款合计占应收账款余额比例为 14.43%，集中度一般。

截至 2011 年底，公司预付款项为 8,553.99 万元，主要为公司在金西经济开发区购置土地所支付的转让款定金和药品及水泥生产工业原料的预付款。

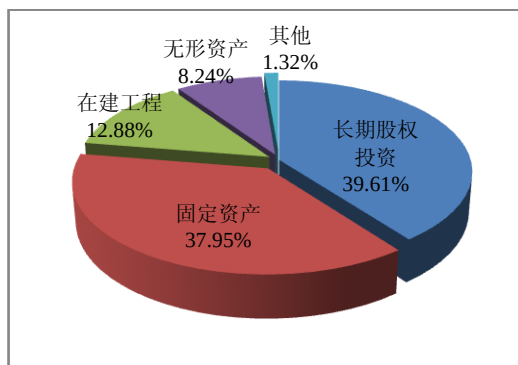
截至 2011 年底，公司其他应收款余额为 8,096.33 万元，已计提坏账准备 1,756.59 万元。其中账面余额 3,750.00 万元为公司融资租赁保证金，发生风险的可能性不大，未计提坏账准备；另外一笔公司给关联方暂借款 600.00 万元已全额计提坏账；按组合计提坏账准备的其他应收款余额为 3,470.86 万元，账龄在 1 年以上占到了 88.45%，存在一定的回收风险，因此公司对其计提了 1,156.59 万元的坏账准备，约占账面余额的 1/3。

截至 2011 年底，公司存货余额为 16,882.46 万元，同比增长 5.12%，共计提跌价准备 360.30 万元（占比 2.13%）。存货主要来自于医药板块，以库存药品为主，未来大幅计提存货跌价的可能性不大。

非流动资产

截至 2011 年底，公司非流动资产合计为 195,940.52 万元，同比增长 24.60%，非流动资产以长期股权投资（占比 39.61%）、固定资产（占比 37.95%）、在建工程（占比 12.88%）和无形资产（占比 8.24%）为主（图 9）。

图 9 2011 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2011 年底，公司长期股权投资为 77,619.56 万元，同比增长 15.42%。其中按权益法核算的包括天津天士力集团有限公司、浙江金华南方尖峰水泥有限公司等 4 家企业（表 16）；按成本法核算的包括南方水泥有限公司、金华银行股份有限公司等 13 家企业。

表 16 公司近三年主要长期股权投资情况（单位：万元）

被投资单位名称	2012 年 9 月 30 日	2011 年 12 月 31 日	2010 年 12 月 31 日	2009 年 12 月 31 日	核算方法
对联营企业投资：					
天士力集团	46,012.89	35,239.73	30,904.76	20,317.33	权益法
南方尖峰水泥	15,196.19	21,182.28	14,885.42	11,264.03	权益法
广电科技	1,205.63	1,186.53	1,164.56	1,164.56	权益法
同伴科技	154.04	155.16	225.74	205.29	权益法
其他股权投资：					
南方水泥	10,500.00	10,500.00	10,500.00	10,500.00	成本法
浙江金发集团股份有限公司	3,636.38	3,636.38	3,636.38	3,636.38	成本法

金华银行股份有限公司	3,100.00	3,100.00	3,100.00	3,100.00	成本法
广西虎鹰水泥	2,000.00	2,000.00	2,000.00	2,000.00	成本法
黄石九禾贸易有限公司	120.00	--	--	--	成本法
浙江嘉兴三塔建材股份有限公司	92.48	92.48	92.48	92.48	成本法
浙江八达股份有限公司	33.00	33.00	33.00	33.00	成本法
北京勤益科技投资管理有限公司 ²	--	475.00	475.00	475.00	成本法
尖峰置业 ²	--	-	215.93	215.93	成本法
金华市尖峰包装材料有限公司 ²	--	19.00	19.00	19.00	成本法
杭州尖峰电子有限公司 ³	--	--	--	--	成本法
合计	82,050.62	77,619.56	67,252.27	53,022.10	

资料来源：公司年报

截至 2011 年底，公司固定资产原值 102,633.85 万元，主要以房屋建筑物和水泥、医药生产专用设备为主；公司累计计提折旧 27,286.03 万元，固定资产成新率 73.15%，成新率尚可。

截至 2011 年底，公司在建工程为 25,234.46 万元，大幅增加部分主要是云南尖峰的水泥生产线及配套工程的新增投入 20,362.03 万元（已完成预算的 53.49%，预计 2013 年 1 季度达产），以及大冶尖峰水泥磨技改工程的新增投入 2,867.37 万元（已完成预算的 86.63%）等。

截至 2011 年底，公司无形资产为 16,140.82 万元，主要以土地使用权为主，以及专有技术、采矿权出让金等。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额为 283,260.93 万元，较年初增长 7.34%，主要为在建工程的追加投入，资产构成未发生明显变化。

总体看，近年来公司资产规模增长平稳，以非流动资产为主，其中长期股权投资规模较大，公司整体资产质量较好。

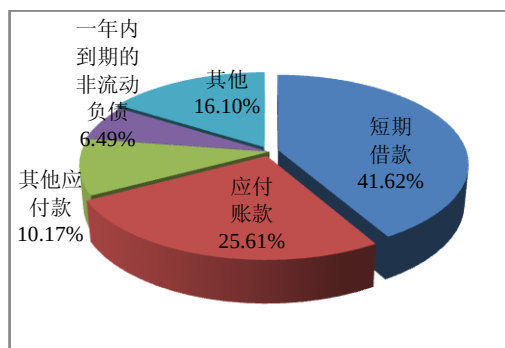
3. 负债及所有者权益

负债

截至 2011 年底，公司负债合计 108,291.93 万元，同比增长 20.57%，以流动负债为主（占比 82.46%）。近三年公司负债年均小幅增长 4.79%，资产负债率分别为 48.70%、41.66%和 41.04%。

截至 2011 年底，公司流动负债合计为 89,301.05 万元，流动负债主要由短期借款（占比 41.62%）、应付账款（占比 25.61%）和预收款项（占比 6.06%）构成（图 10）。

图 10 2011 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

²截至 2012 年 9 月 30 日，该子公司已出售。

³系以前年度因该公司持续亏损时，按原持股比例 70%将长期股权投资减记至零。后经多次股权转让，公司持股比例下降为 12.50%，相应转按成本法核算的长期投资余额也以零金额列示。

截至 2011 年底，公司短期借款为 37,171.15 万元，以抵质押借款、保证借款为主；应付账款为 22,870.06 万元，主要以医药商业相关货款为主，以及部分工程及设备款、应付矿山开采权出让金；预收款项为 5,410.27 万元，主要为公司水泥板块下游客户预付款；其他应付款为 9,079.17 万元，主要包括押金保证金、应付股权转让款及资产转让款等；一年内到期的非流动负债为 5,800.00 万元，主要为部分长期借款转入所致。

截至 2011 年底，公司非流动负债合计为 18,990.89 万元，同比增长 15.16%，近三年平均增长 1.69%，非流动负债主要由长期借款和长期应付款组成。其中长期借款为 3,800.00 万元，同比大幅减少系 2011 年偿还较多所致；长期应付款 14,096.41 万元，为应付华融金融租赁股份有限公司的融资租赁款。

截至 2011 年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 10.32%、28.26%和 41.04%。2011 年末公司全部债务为 61,276.55 万元，其中短期债务占比 70.79%，存在一定短期偿还压力。

截至 2012 年 9 月底，公司负债合计 113,302.50 万元，同比增长 4.63%，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 7.91%、29.44%和 40.00%，与年初相比变化不大。在 2012 年 7 月份成功发行 2 亿元短期融资券后，公司全部债务增加至 70,901.17 万元。

所有者权益

近三年公司所有者权益以年均 22.38%的速度增长，主要是未分配利润积累较快。截至 2011 年底，公司所有者权益合计 155,593.12 万元，其中归属于母公司所有者权益 142,010.06 万元，占所有者权益合计的 91.27%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 24.23%，资本公积占 33.68%，盈余公积占 5.64%，未分配利润占 36.45%。公司所有者权益中资本公积及未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2012 年 9 月底，公司所有者权益合计 169,958.43 万元，较年初增长 9.23%，其中归属于母公司所有者权益 154,842.58 万元，占所有者权益合计的 91.11%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 22.22%，资本公积占 30.89%，盈余公积占 5.17%，未分配利润占 41.71%，构成结构变化不大。

4. 盈利能力

2011 年公司实现营业收入 164,478.88 万元、营业利润 36,008.94 万元、净利润 31,267.83 万元。近三年公司营业收入、营业成本、净利润的年均复合增长率分别为 11.46%、5.01%、96.23%，公司在水泥制造及医药生产方面有较强成本控制能力，使得营业成本增速低于营业收入增速；而公司在双主业相关领域的股权投资，带来的投资收益逐年增加，助推公司的净利润大幅增长。

利润构成方面，2011 年公司营业利润主要来自于主营业务利润和投资收益，其中投资收益在营业利润中的占比为 49.75%。公司在天士力、南方水泥、南方尖峰等联营、参股企业获取的投资收益较高，预计未来几年仍会有持续性的投资收益。

费用控制方面，期间费用近三年平均增长 12.41%，略高于同期营业收入年均 11.46%的增长率，其中销售费用、管理费用和财务费用在期间费用占比分别为 31.77%、50.72%和 17.51%。公司在医药板块的销售推广和技术研发费用较高，公司管理费用占比较高。2009 年~2011 年公司费用收入比分别为 13.03%、13.83%和 13.25%，公司期间费用率保持在稳定区间。

2011 年公司主营业务毛利率为 24.64%，营业利润率为 24.35%，与上年相比变动较小；总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 18.25%、17.06%和 22.23%，较 2010 年均上升了

约 8 个百分点，主要原因是 2011 年公司水泥业务利润和投资收益的大幅增长，医药业务的利润保持稳定从而提高了相关收益率指标。

2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 119,328.13 万元、营业利润 20,165.50 万元、净利润 18,539.81 万元，与去年同期相比，营业收入基本持平，但由于水泥价格不断下降，使得净利润同比减少 24.96%。在整个水泥行业大幅下滑的外部环境下，公司双主业的优势显现，医药业务的抗周期特点充分发挥，特别是来自医药板块的投资收益持续增长，对公司整体经营业绩起到了支撑作用。

总体看，公司水泥加医药双主业相互支撑，形成优势互补，同时公司在主业相关领域的股权投资能带来较稳定的投资收益，公司整体盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动看，公司近三年经营活动现金流净额分别为 5,348.24 万元、3,186.76 万元、18,403.77 万元，2011 年公司主营业务增幅较大，带动了经营现金流净额的大幅增加。从收入实现质量来看，近三年公司的现金收入比分别为 110.08%、115.92% 和 115.60%，公司收入实现质量较高。

从投资活动看，公司近三年投资活动现金流净额分别为 -6,104.81 万元、-6,216.78 万元、-18,281.18 万元，均为净流出。2011 年公司在云南投建新的水泥生产线和大冶尖峰水泥的技术改造，投入资金量较大，虽然 2011 年公司收到了较大规模的投资收益，但投资活动综合起来仍表现为大额净流出。

从筹资活动看，公司近三年筹资活动现金流净额分别为 8,956.15 万元、1,457.42 万元、-7,215.15 万元。近年来公司主要通过短期银行借款筹集资金，2011 年偿还银行借款较多，导致筹资活动表现为现金净流出。

2012 年 1~9 月，公司经营活动现金流净额为 2,466.75 万元；投资活动现金流净额为 -8,123.89 万元，公司投建项目上仍需新增追加投资；筹资活动现金流净额为 8,527.16 万元，主要系发行 2 亿元短期融资券收到的现金较多。

总体看，公司经营活动现金流无法满足近两年较大规模的投资需求；加之公司债务结构不合理，短期偿债资金需求较大，有一定的资金缺口，需要通过外部融资来补充。

6. 偿债能力

公司主营业务主要为水泥和医药，对水泥和医药的专用生产设备的投资较大；同时公司将股权投资作为一项长期重要的发展战略，故非流动资产占公司资产总额的比例较大；同时，公司负债结构以流动负债为主，以银行流动借款和短期融资券作为公司主要的融资方式，与公司资产结构特点不相匹配，使得 2011 年公司流动比率、速动比率分别为 0.76 倍和 0.58 倍，略低于一般正常水平。公司拟通过发行公司债券调整债务结构，降低短期债务融资比例，从而增强公司短期偿债能力。

2011 年公司现金短期债务比为 0.53，现金对短期债务的保障程度尚可；经营现金流动负债比率为 20.61%，经营现金利息偿还能力为 4.83，经营活动现金流对流动负债保障能力稍显不足，但可以较好地覆盖短期利息。

从长期偿债能力指标来看，2009 年~2011 年公司 EBITDA 分别为 17,135.14 万元、25,585.55 万元、47,570.56 万元，2011 年 EBITDA 利息倍数为 12.49 倍，EBITDA 全部债务比为 0.78 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力强；经营现金债务保护倍数 0.30，保障能力尚可；此外由于投资活动流出资金较多，使得筹资活动前现金流量净额对债务覆盖倍数很低，甚至为负值。

截至 2012 年 9 月底，公司对外担保金额为 7,000.00 万元，其中一笔为公司将所持广西虎鹰水泥

有限公司2,000.00万元的股权,作为第三方反担保物质押给中资银信担保有限公司;另一笔5,000.00万元为公司与浙江凯恩特种材料股份有限公司签订《互保协议书》,公司为其提供的担保。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2012年9月底,公司无重大诉讼、仲裁事项。

公司间接融资能力较强,与多家银行建立了良好的合作关系。截至2012年9月底,公司拥有的银行授信总额为60,700.00万元,其中已使用35,580.55万元。

总体看,公司债务水平正常,整体偿债能力较强。鉴于公司双主业综合盈利能力较为稳定,随着未来投资项目的逐步投产,以及持续稳定的投资收益作补充,公司能够对偿债形成良好的保障。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券发行对公司目前负债的影响

截至2012年9月底,公司债务总额为70,901.17万元。本次拟发行公司债规模不超过6亿元,相对于公司目前的债务规模,本次债券发债额度较大,债务负担显著增加;本期拟发行公司债规模不低于3亿元,相对于目前公司的债务规模,本期债券发债额度较大,债务负担有所增加。

以2012年9月底财务数据为基础,假设本次债券募集资金净额为6亿元,本次债券发行后,在其他因素不变的情况下,公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为30.51%、43.51%和50.49%,债务指标数值处于适中水平。假设本期债券募集资金净额为3亿元,本期债券发行后,在其他因素不变的情况下,公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为20.79%、37.25%和45.75%,债务指标数值处于适中水平。考虑到部分债券募集资金将用于偿还公司债务,上述债务指标数据实际将有所降低。

总体看,相对于公司目前的债务规模,本期债券的发行将加重公司的债务负担,但债务指标数值仍处于合理水平。

2. 本期债券偿债能力分析

以2011年的财务数据为基础,公司2011年EBITDA为47,570.56万元,为本次公司债券发行额度(6亿元)的0.79倍,EBITDA对本次债券的覆盖程度尚可;为本期公司债券发行额度(3亿元)的1.59倍,EBITDA对本期债券的覆盖程度较高。公司2011年经营活动产生的现金流入194,963.10万元,为本次公司债券发行额度(6亿元)的3.25倍、本期公司债券发行额度(3亿元)的6.50倍,公司经营活动现金流入量规模较大,对本期债券覆盖程度较高。

综合以上分析,并考虑到公司构建的水泥及医药双主业经营架构能更加有效的抵御经济周期变化所带来的不利影响,以及公司间接式规模扩张所带来业绩的增长等因素,公司对本期债券的偿还能力很强。

九、债权保护分析

1. 担保条款

根据天士力集团为本次债券向债券持有人出具的《担保函》,天士力集团为公司本次发行的不超过6亿元公司债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人提供保证的范围包括本次债券的全部本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

担保人承担保证责任的期间为本次发行首日至债券到期日后六个月止。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

2. 担保人信用分析

(1) 天士力集团概况

天士力集团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（简称“帝士力”）、浙江尖峰集团股份有限公司（简称“尖峰集团”）、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。历经多次增资扩股，截至2012年9月底，天士力集团注册资本为23,784.38万元。其中帝士力持有公司61.68%的股权，尖峰集团持有公司20.76%的股权，中央药业持有公司17.56%的股权。

截至2012年9月底，天士力集团在册员工12,808名，总部设有财务中心等10个职能部门；拥有49家全资及控股一级和二级子公司。

截至2011年底，公司合并资产总额104.18亿元，负债合计63.44亿元，所有者权益（含少数股东权益）40.74亿元。2011年公司实现营业收入92.80亿元，净利润（含少数股东损益）6.68亿元；经营活动产生的现金流量净额2.77亿元，现金及现金等价物净增加额0.58亿元。

截至2012年9月底，公司合并资产总额109.08亿元，负债合计61.25亿元，所有者权益（含少数股东权益）47.83亿元。2012年1~9月公司实现营业收入69.47亿元，净利润（含少数股东损益）9.11亿元；经营活动产生的现金流量净额2.76亿元，现金及现金等价物净增加额-5.81亿元。

(2) 规模与竞争力

天士力集团公司是以大健康产业为主线，以制药业为中心，集生产、投资于一体的多元化集团企业，主营业务为现代中成药制造，同时涉及化学药、生物制药、医疗产业、保健品、健康食品等领域。天士力集团以现代中药奠基立业，立足于现代科技创新，以组分中药为主导，形成了组分中药产业化开发的技术平台和先进制造平台。天士力集团大力推进标准化管理的创新和系统化建设，形成了将药物研发、药材种植、中药提取、制剂生产和市场营销各环节集于一体的现代中药产业链，开发培育了一批疗效确切、市场信誉度高的现代中药产品群，其中最具有代表的复方丹参滴丸2010年顺利通过了美国FDA II期临床试验。

近年来，天士力集团特色化学药和高端生物药也获得快速发展。天士力集团借助于生物医药领域的技术优势，紧密结合食品、饮品等生活核心要素，向生命健康产业扩展。经过近年来的精心打造，开辟了“帝泊洱”生物茶、饮用水以及保健品、功能食品等产业领域，以科技创新为先导，以优势资源开发为基础，形成了规模化产能和品牌化营销。

在保健品方面，涉足包含保健品和健康食品在内的生命健康领域，天士力集团的产品主要包括：茶、化妆品和安全饮用水等。其中“帝泊洱”生物茶销售已开始进入良性的整合营销阶段，进入星级酒店、机场T吧、精品百货等高端专卖店，提升了品牌知名度，逐步培育出一批忠实消费群体。

在海外市场方面，天士力集团在国际市场形成了国际贸易和国际直销两个业务板块和组织体系，确立了以直销为龙头、带动分销，从发展中国家向发达国家拓展的国际市场营销模式。2011年，天士力集团完成了东南亚和非洲两大区域市场的整合，非洲市场产品销售覆盖20多个国家，

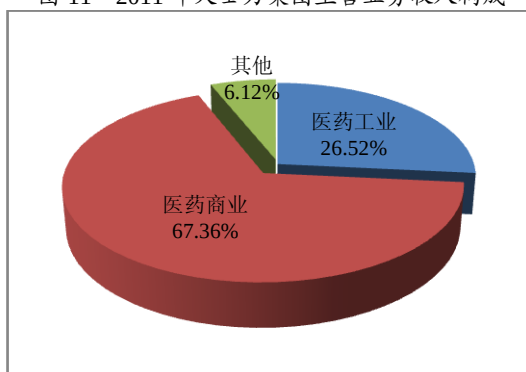
局部区域的品牌效应已经形成。

（3）经营概况

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集团持股47.27%的天士力制药集团股份有限公司；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。

2011年，天士力集团实现主营业务收入91.76亿元，同比增长53.74%。从2011年的收入结构看（图11），医药商业板块占67.36%，医药工业板块占26.52%，其他业务占6.12%。

图 11 2011 年天士力集团主营业务收入构成



数据来源：天士力集团2011年审计报告

2011年，天士力集团实现主营业务毛利润27.48亿元，近三年年均增长26.20%；主营业务综合毛利率由2009年的38.36%大幅下降至29.95%（表17），主要是由于医药商业自身毛利率较低，随着其收入占比的提高，摊薄了主营业务综合毛利率。

表 17 近三年天士力集团主营业务情况（单位：万元）

产品	2009 年			2010 年			2011 年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
医药工业	170,872.95	37,084.79	78.30%	201,004.96	41,645.17	79.28 %	243,363.59	65,594.80	73.05%
医药商业	234,015.71	222,708.82	4.83%	347,310.74	327,497.58	5.70%	618,074.95	563,175.94	8.88%
其他	44,907.00	17,462.33	61.11%	48,507.54	11,934.10	75.40%	56,133.27	13,998.06	75.06 %
合计	449,795.65	277,255.94	38.36%	596,823.23	381,076.86	36.15 %	917,571.81	642,768.79	29.95%

资料来源：公司年报

医药工业板块

在医药工业方面，天士力集团核心产品复方丹参滴丸销量已连续17年保持增长，2009年入选国家基本药物目录，2011年在国内心血管药品市场占有率位居第二，并且已于2010年初作为我国首例完成FDAII期临床试验，2011年完成全球多中心的复方丹参滴丸的III期临床研究的筹备工作，与纳斯达克上市公司ICON和PAREXEL签订了研究合作意向，以保证复方丹参滴丸全球FDAIII期临床试验的顺利开展。同时，天士力集团递交了复方丹参滴丸在加拿大、东欧、日本等国家的III期临床申请。养血清脑颗粒⁴（丸）和水林佳近年来市场拓展较为迅速，销量的复合增长率均在35%

⁴该产品已于 2011 年 4 月 2 获得中药品种保护证书及批件

以上。天士力集团产品构成不断充实和丰富，从市场地位稳固的心脑血管现代中药产品逐渐向中药注射制剂、心脑血管主流畅销化学制剂药乃至肿瘤化学制剂延伸，有效地稳固了天士力集团的市场地位和品牌知名度。

天士力集团医药工业板块收入主要来源于自有中成药、化学药的生产与销售。2009~2011年，该板块营业收入分别为17.09亿元、20.10亿元和24.34亿元，规模呈逐年增长，占主营业务总收入比重分别为37.99%、33.68%和26.52%，占比逐年下降，下降的主要原因是随着天士力集团医药商业板块营业收入增速快于医药工业板块的收入增速。2010年，天士力集团医药工业板块营业收入较2009年增加了3.01亿元（增幅17.61%）；2011年，营业收入较2010年增长了4.24亿元（增幅21.09%）。

医药工业对公司毛利润的贡献最大，2009~2011年该板块毛利润分别为13.38亿元、15.94亿元和17.78亿元，盈利规模呈逐年增长趋势。近三年医药工业毛利率介于73.05%~79.28%之间，维持在较高水平。

医药商业板块

天津天士力医药营销集团有限公司（以下简称“天士力营销集团”）是天士力集团的主要子公司，承担了天士力集团旗下全部制药公司产品的国内营销工作，并且与具备GMP认证的国内外药品生产企业建立了稳定的一级商业采购合作关系，凭借广阔的终端销售渠道和较大的销售规模，天士力营销集团获得了优于市场同业的一级批发价格。同时，天士力营销集团为保证销售终端的竞争优势，建立了完善的二级供应商体系。天士力营销集团建立了28个销售区域，并在广东、北京、山东、辽宁、湖南、陕西六个区域设立了七家子公司，并以此为轴心打造医药商业销售物流战略平台，重点市场区域覆盖了山东省、湖南省、陕西省和辽宁省。

为了有效扩大销售网络和渠道，天士力集团分别投资控股了陕西天士力医药有限公司、湖南天士力民生药业有限公司和天津天时力医药有限公司，使得医药商业收入大幅增加。2009~2011年，天士力集团医药板块实现营业收入分别为23.40亿元、34.73亿元和61.81亿元，其中，2010年增幅达48.42%、2011年增幅达77.97%。

医药商业为公司毛利润的第二大来源，2009~2011年该板块毛利润分别为1.13亿元、1.98亿元和5.49亿元，规模呈逐年增长趋势。近三年医药商业毛利率从2009年的4.83%增长到2011年的8.88%，在主营业务毛利润中的占比也从6.55%提高到19.98%，利润贡献度呈逐年增长趋势。随着天士力集团医药商业经营规模的扩大，规模效应逐渐凸显，其对毛利润的贡献仍有较大提升空间。

（4）财务状况

天士力集团2009~2011年度财务报告经天健会计师事务所有限公司审计，三年出具的均为标准无保留审计意见；2012年1~9月的财务报告未经审计。2007年天士力集团开始执行财政部2006年2月15日颁布的《企业会计准则》。天士力集团在2010年、2011年有过合并范围的变化，但涉及金额对整体影响较小，财务可比性较好。

截至2011年底，公司合并资产总额104.18亿元，负债合计63.44亿元，所有者权益（含少数股东权益）40.74亿元。2011年公司实现营业收入92.80亿元，净利润（含少数股东损益）6.68亿元；经营活动产生的现金流量净额2.77亿元，现金及现金等价物净增加额0.58亿元。

截至2012年9月底，公司合并资产总额109.08亿元，负债合计61.25亿元，所有者权益（含少数股东权益）47.83亿元。2012年1~9月公司实现营业收入69.47亿元，净利润（含少数股东损益）9.11亿元；经营活动产生的现金流量净额2.76亿元，现金及现金等价物净增加额-5.81亿元。

资产

近几年随着天士力集团经营规模的不断扩张，天士力集团资产规模增长较快。2009年~2011年天士力集团资产总额年均增长率为30.65%。截至2011年底，天士力集团资产总额达104.18亿元，资产结构以流动资产为主（占比为63.30%），流动资产中货币资金、应收账款、其他应收款和存货占比较大，分别占流动资产的32.57%、23.38%、12.93%和14.81%。截至2011年底，天士力集团分别计提了存货跌价准备和应收账款坏账准备0.15亿元和0.87亿元。天士力集团非流动资产中固定资产、在建工程和长期股权投资占比较大，分别占非流动资产的46.35%、11.90%和15.21%。

截至2012年9月底，天士力集团资产总额合计109.08亿元，较年初增长4.71%。其中流动资产合计占58.97%，非流动资产合计占41.03%，资产构成结构变化不大。

总体看，天士力集团资产规模较大，货币资金和固定资产占比较高，整体资产质量较高。

负债

天士力集团负债规模近几年增长较快。2009年~2011年，天士力集团负债合计年均增长率为32.47%，截至2011年底，天士力集团负债合计达63.44亿元，其中流动负债占比为76.71%，流动负债占比较高。天士力集团的流动负债以短期借款、应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债为主，分别占流动负债的35.59%、9.36%、17.73%和13.46%。天士力集团的非流动负债以长期借款和应付债券为主，分别占非流动负债的14.93%和52.61%。截至2011年底，天士力集团长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为22.40%、52.02%和60.89%。

截至2012年9月底，天士力集团负债总额合计61.25亿元，其中流动负债占比67.16%，非流动负债占比32.84%，负债构成结构变化不大。

总体看，天士力集团负债规模较大，刚性债务占比较高，有一定的债务负担。

所有者权益

截至2011年底，天士力集团所有者权益合计40.74亿元，其中归属于母公司所有者权益16.94亿元（占比41.57%）。归属于母公司所有者权益中，实收资本占14.04%，资本公积占50.27%，盈余公积占1.74%，未分配利润占35.25%。

截至2012年9月底，天士力集团所有者权益合计47.83亿元，其中归属于母公司所有者权益占46.41%，少数股东权益占53.59%；归属于母公司所有者权益中的未分配利润增加幅度较大，主要源于期间投资收益的大幅增长。

总体看，天士力集团所有者权益中资本公积及未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性一般。

盈利能力

天士力集团2011年实现营业收入、营业成本和利润总额分别为92.80亿元、64.90亿元、8.62亿元，受医药商业板块的快速增长，分别较2010年大幅增长54.63%、69.57%、62.34%。

2011年天士力集团期间费用合计占营业收入的22.20%，较2010年的27.99%下降5.79个百分点，主要是医药商业板块营业收入的快速增长，摊薄了费用收入比。

除主营业务带来的盈利之外，2011年天士力集团投资收益达到了1.50亿元，占营业利润的19.83%，对营业利润贡献较大。2011年，天士力集团营业外收入合计1.25亿元，主要为非流动资产处置利得0.47亿元和政府补助0.68亿元。

从盈利指标看，随着医药商业板块占比提高，天士力集团营业利润率由2010年的35.50%下降到2011年的29.36%。受益于主营业务及投资收益带动净利润增长，天士力集团的总资本收益率和净资产收益率分别由2010年的8.69%和12.67%上升至2011年的11.15%和17.01%。

2012年1~9月，天士力集团实现营业收入69.47亿元，净利润9.11亿元，继续保持了较高的盈利水平。

总体看，天士力集团盈利规模较大、增长较快，整体盈利能力强。

现金流

从经营活动来看，近年来天士力集团经营活动现金流均呈净流入状态，2009~2011年，天士力集团经营活动现金流分别净流入了2.24亿元、3.74亿元、2.77亿元。从收入实现质量来看，近三年天士力集团的现金收入比分别为112.26%、113.26%和108.57%，收入实现质量较高。

从投资活动来看，近年来天士力集团项目投资及生产、物流基地建设规模较大，投资现金流均呈净流出状态，2009~2011年，天士力集团投资活动现金流分别净流出了4.94亿元、4.26亿元、3.56亿元。

从筹资活动来看，天士力集团近三年筹资活动现金流分别净流入了3.17亿元、10.97亿元、1.47亿元，其中2010年净流入规模较大主要是控股子公司天士力医药非公开发行募得资金净额10.29亿元所致。

2012年1~9月，天士力集团经营活动现金流净额为2.76亿元；投资活动现金流净额为-5.75亿元；筹资活动现金流净额为-2.81亿元。

总体看，天士力集团经营活动现金流持续净流入，但无法满足近年来大规模的投资活动资金需求，对银行借款及发行债券等外部筹资有一定需求。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011年底，天士力集团流动比率和速动比率分别为1.36倍和1.15倍，较上年度略有下降。2012年9月底，上述指标分别小幅上升至1.56和1.30。考虑到天士力集团现金类资产较为充裕且经营活动现金流入量规模大，能够满足短期资金周转，天士力集团短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2011年，天士力集团EBITDA为12.31亿元，EBITDA利息倍数为5.53倍，利息覆盖倍数较高；EBITDA全部债务比为0.28，较2010年的0.24小幅上升。总体看，天士力集团长期偿债能力尚可。

综合以上分析，联合评级给予天士力集团的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”。

3. 债权保护效果

以2012年9月底财务数据测算（假设本次发行规模为6亿元、本期发行规模为3亿元），本次公司债券发行规模占担保方天士力集团资产总额的5.50%、所有者权益总额的12.54%和现金类资产的24.79%；本期公司债券发行规模占天士力集团资产总额的2.75%、所有者权益总额的6.27%和现金类资产的12.40%，整体占比较低。

总体看，天士力集团资产规模大、盈利能力强，本期债券发行规模占其各类资产的比重较低，其担保对于本期债券的到期还本付息具有显著的保护作用。

十、综合评价

国家基础建设投资力度的加大以及城镇化进程的加快，将有效拉动水泥行业的市场需求，为公司提供了良好的发展环境。同时，我国医药行业未来面临良好发展前景。

公司作为国有控股企业，经营历史较长，多年来形成了稳健的经营风格，所构建的水泥及医

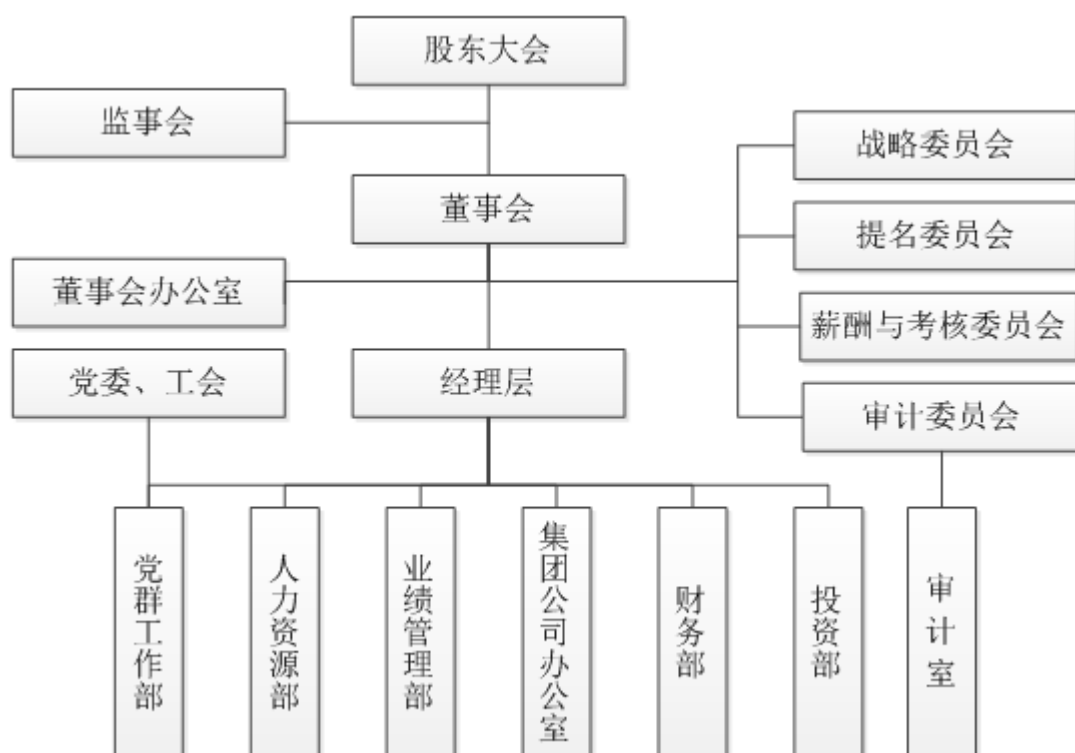
药双主业经营架构，能更加有效的抵御经济周期变化所带来的不利影响；同时，公司通过股权投资的方式，借助行业内知名大企业的雄厚实力，来实现间接式的规模扩张以及业绩的增长，从而有效增强了公司抵御风险的能力。联合评级同时也关注到水泥和医药行业竞争激烈、环保要求愈发严格等因素对公司经营发展带来的不利影响。

未来随着公司云南水泥生产基地的达产以及金西项目的稳步推进，公司经营规模有望进一步扩大，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

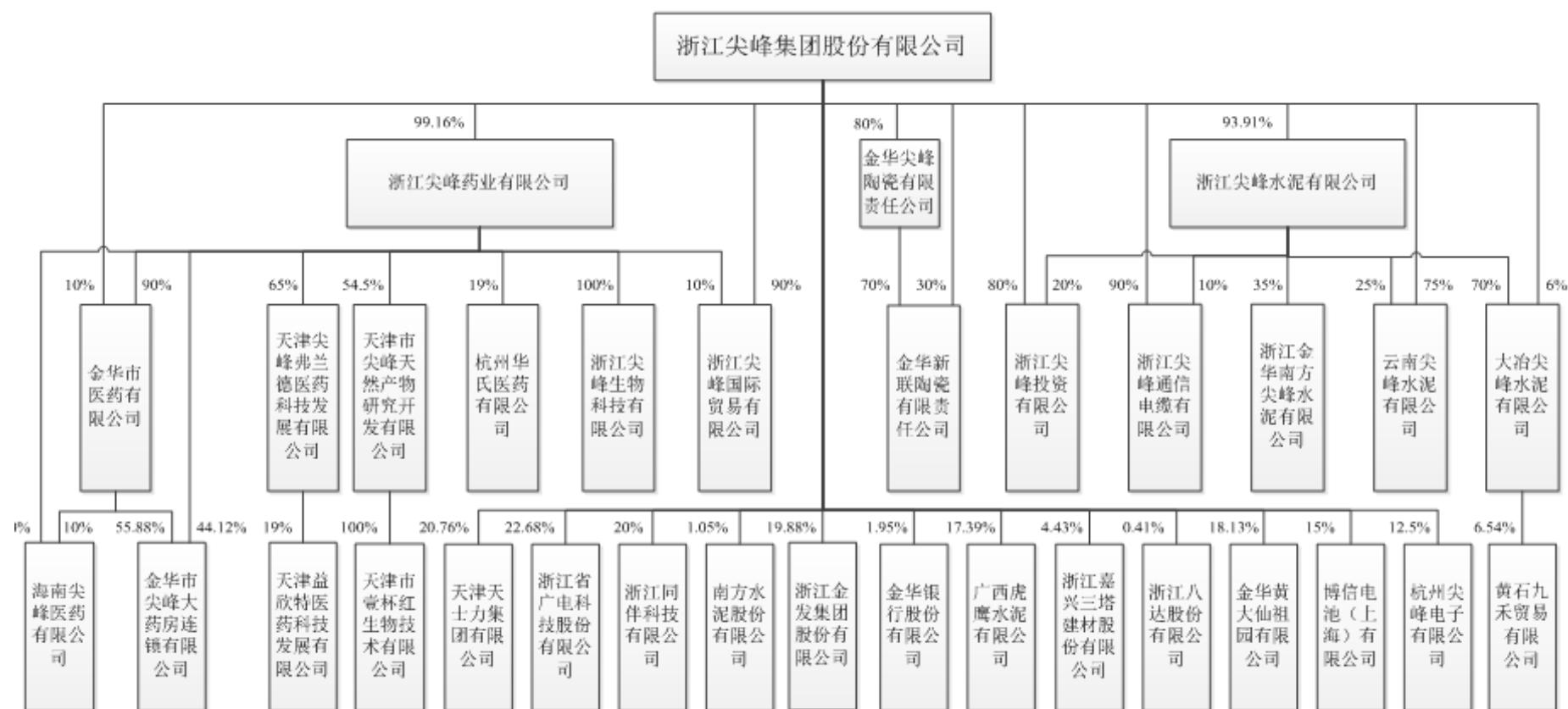
本期债券由天津天士力集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，天士力集团资产规模大、盈利能力强，其担保对本期债券信用状况具有积极的影响。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 浙江尖峰集团股份有限公司组织结构图



附件 2 浙江尖峰集团股份有限公司股权投资图



附件 2-1 浙江尖峰集团股份有限公司
2009 年~2012 年 9 月合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	29,825.30	16,067.38	13,963.93	-31.58	13,631.82
交易性金融资产					
应收票据	229.00	629.70	8,982.70	526.30	3,660.18
应收账款	10,647.56	11,111.33	13,582.01	12.94	19,564.87
预付款项	2,768.95	4,096.16	8,553.99	75.76	9,764.41
应收利息					
应收股利	0.00	3,156.15	0.00	--	0.00
其他应收款	2,952.90	7,617.41	6,339.75	46.53	5,451.68
存货	11,505.09	15,656.67	16,522.16	19.84	17,317.83
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	56.15	0.00	0.00	-100.00	0.00
流动资产合计	57,984.94	58,334.80	67,944.53	8.25	69,390.79
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	53,022.10	67,252.27	77,619.56	20.99	82,050.62
投资性房地产	577.14	550.39	523.65	-4.75	503.59
固定资产	74,151.51	71,810.63	74,352.08	0.14	72,979.95
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程	1,559.27	2,861.95	25,234.46	302.29	40,034.33
工程物资					
固定资产清理					
无形资产	13,143.66	12,702.22	16,140.82	10.82	16,175.04
开发支出					
商誉	1,702.97	1,702.97	1,702.97	0.00	1,702.97
长期待摊费用	255.02	242.63	235.64	-3.88	292.30
递延所得税资产	110.30	129.95	131.35	9.13	131.35
其他非流动资产					
非流动资产合计	144,521.98	157,253.01	195,940.52	16.44	213,870.13
资产总计	202,506.92	215,587.81	263,885.06	14.15	283,260.93

附件2-2 浙江尖峰集团股份有限公司
2009年~2012年9月合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2009年	2010年	2011年	变动率(%)	2012年9月
流动负债：					
短期借款	40,354.36	38,515.70	37,171.15	-4.03	30,980.55
交易性金融负债					
应付票据	11,051.78	1,348.55	409.00	-80.76	4,240.00
应付账款	18,335.81	18,649.62	22,870.06	11.68	24,801.63
预收款项	2,603.60	3,756.77	5,410.27	44.15	4,356.80
应付职工薪酬	1,605.62	2,382.63	2,564.64	26.38	1,293.80
应交税费	1,144.03	3,065.09	5,539.94	120.06	619.09
应付利息	97.19	169.08	99.02	0.94	224.15
应付股利	373.17	385.65	357.78	-2.08	112.28
其他应付款	4,042.34	4,606.74	9,079.17	49.87	9,811.59
一年内到期的非流动负债	650.00	450.00	5,800.00	198.72	800.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	--	20,276.16
流动负债合计	80,257.91	73,329.82	89,301.05	5.48	97,516.06
非流动负债：					
长期借款	17,550.00	15,600.00	3,800.00	-53.47	3,800.00
应付债券					
长期应付款	0.00	0.00	14,096.41	--	10,804.45
专项应付款					
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债	815.51	890.51	1,094.48	15.85	1,181.98
非流动负债合计	18,365.51	16,490.51	18,990.89	1.69	15,786.43
负债合计	98,623.42	89,820.32	108,291.93	4.79	113,302.50
所有者权益：					
实收资本	34,408.38	34,408.38	34,408.38	0.00	34,408.38
资本公积	39,912.55	48,498.16	47,833.67	9.47	47,833.67
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	5,927.15	6,911.31	8,009.06	16.24	8,009.06
未分配利润	15,401.32	25,976.32	51,758.96	83.32	64,591.48
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	95,649.41	115,794.17	142,010.06	21.85	154,842.58
少数股东权益	8,234.10	9,973.32	13,583.06	28.44	15,115.85
所有者权益合计	103,883.50	125,767.49	155,593.12	22.38	169,958.43
负债和所有者权益总计	202,506.92	215,587.81	263,885.06	14.15	283,260.93

附件 3 浙江尖峰集团股份有限公司
2009 年~2012 年 9 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1-9 月
一、营业收入	132,391.56	132,453.09	164,478.88	11.46	119,328.13
减: 营业成本	112,182.08	106,488.58	123,706.45	5.01	97,700.78
营业税金及附加	809.03	549.94	721.04	-5.59	493.87
销售费用	5,500.69	6,185.37	6,926.65	12.22	5,869.82
管理费用	8,481.47	9,333.53	11,056.59	14.18	7,392.49
财务费用	3,269.43	2,799.16	3,816.73	8.05	3,534.44
资产减值损失	1,549.08	836.44	155.56	-68.31	-218.39
加: 公允价值变动收益	-0.50	0.00	0.00	-100.00	0.00
投资收益	5,480.50	9,944.75	17,913.08	80.79	15,610.36
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	1,593.86	6,099.82	13,390.84	189.85	12,427.94
汇兑收益					
二、营业利润	6,079.77	16,204.82	36,008.94	143.37	20,165.50
加: 营业外收入	2,956.91	985.35	1,589.82	-26.67	1,136.73
减: 营业外支出	197.27	135.88	498.33	58.94	673.71
其中: 非流动资产处置损失	97.23	9.93	201.56	43.98	3.35
三、利润总额	8,839.41	17,054.28	37,100.43	104.87	20,628.51
减: 所得税费用	719.04	2,047.94	5,832.60	184.81	2,088.70
四、净利润	8,120.37	15,006.35	31,267.83	96.23	18,539.81
其中: 归属于母公司所有者的净利润	7,390.85	13,279.58	26,880.39	90.71	16,961.53
少数股东损益	729.51	1,726.77	4,387.44	145.24	1,578.29

附件 4 浙江尖峰集团股份有限公司
2009 年~2012 年 9 月合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1-9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	145,740.53	153,537.80	190,134.19	14.22	130,887.53
收到的税费返还	1,505.23	1,646.32	2,245.63	22.14	1,892.95
收到其他与经营活动有关的现金	2,445.19	3,116.21	2,583.28	2.79	1,312.35
经营活动现金流入小计	149,690.95	158,300.33	194,963.10	14.12	134,092.83
购买商品、接受劳务支付的现金	124,167.90	130,428.40	142,464.12	7.11	105,548.65
支付给职工以及为职工支付的现金	5,716.27	7,016.74	9,066.52	25.94	7,708.68
支付的各项税费	6,168.76	8,102.54	13,949.04	50.37	10,239.37
支付其他与经营活动有关的现金	8,289.76	9,565.90	11,079.66	15.61	8,129.38
经营活动现金流出小计	144,342.71	155,113.58	176,559.33	10.60	131,626.08
经营活动产生的现金流量净额	5,348.24	3,186.76	18,403.77	85.50	2,466.75
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	49.68	0.00	403.20	184.90	308.13
取得投资收益收到的现金	869.36	1,144.04	10,542.94	248.24	10,718.06
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收	3,241.27	1,474.70	225.29	-73.64	55.99
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	4,308.65	0.00	0.00	-100.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	367.66	259.42	538.72	21.05	280.54
投资活动现金流入小计	8,836.62	2,878.16	11,710.15	15.12	11,362.72
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支	11,070.61	3,761.80	26,597.23	55.00	19,366.62
投资支付的现金	3,260.00	5,000.00	3,394.10	2.04	120.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	333.14	0.00	--	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	610.81	0.00	0.00	-100.00	0.00
投资活动现金流出小计	14,941.42	9,094.94	29,991.33	41.68	19,486.62
投资活动产生的现金流量净额	-6,104.81	-6,216.78	-18,281.18	73.05	-8,123.89
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金					
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	0.00	--	20,000.00
取得借款收到的现金	57,995.27	41,461.34	40,504.76	-16.43	32,438.68
收到其他与筹资活动有关的现金	9,912.86	12,350.00	11,039.00	5.53	7,289.69
筹资活动现金流入小计	67,908.13	53,811.34	51,543.76	-12.88	59,728.37
偿还债务支付的现金	41,007.53	45,450.00	48,299.31	8.53	39,769.27
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4,594.45	4,903.91	5,540.22	9.81	7,351.62
支付其他与筹资活动有关的现金	13,350.00	2,000.00	4,919.38	-39.30	4,080.31
筹资活动现金流出小计	58,951.98	52,353.92	58,758.91	-0.16	51,201.20
筹资活动产生的现金流量净额	8,956.15	1,457.42	-7,215.15	--	8,527.16
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-10.50	-27.26	-25.83	56.86	7.25
五、现金及现金等价物净增加额	8,189.08	-1,599.86	-7,118.39	--	2,877.27
加: 期初现金及现金等价物余额	9,423.72	17,612.80	16,012.94	30.35	8,894.55
六、期末现金及现金等价物余额	17,612.80	16,012.94	8,894.55	-28.94	11,771.82

附件 5 浙江尖峰集团股份有限公司
2009 年~2011 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	8,120.37	15,006.35	31,267.83	96.23
加: 资产减值准备	1,549.08	836.44	155.56	-68.31
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4,298.89	5,042.72	6,139.97	19.51
无形资产摊销	511.25	447.95	434.50	-7.81
长期待摊费用摊销	39.83	45.19	87.14	47.91
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-2,319.62	-342.02	188.16	--
固定资产报废损失				
公允价值变动损失	0.50	0.00	0.00	-100.00
财务费用	3,265.25	2,763.24	3,476.58	3.19
投资损失	-5,480.50	-9,944.75	-17,913.08	80.79
递延所得税资产减少	17.22	-19.65	-1.40	--
递延所得税负债增加				
存货的减少	3,340.93	-4,085.71	-1,326.22	--
经营性应收项目的减少	-5,671.17	-1,811.72	-14,685.77	60.92
经营性应付项目的增加	-2,323.79	-4,751.29	10,580.51	--
其他				
经营活动产生的现金流量净额	5,348.24	3,186.76	18,403.77	85.50

注: 2012 年 1-9 月现金流量表补充材料未提供

附件 6 浙江尖峰集团股份有限公司

主要财务指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	10.86	11.51	12.63	7.06
存货周转次数(次)	8.22	7.60	7.51	5.71
总资产周转次数(次)	0.69	0.63	0.69	0.44
现金收入比率(%)	110.08	115.92	115.60	109.69
盈利能力				
总资本收益率(%)	7.28	10.14	17.60	--
总资产报酬率(%)	6.37	9.59	17.06	--
净资产收益率(%)	8.04	13.07	22.23	11.39
主营业务毛利率(%)	15.06	19.43	24.64	--
营业利润率(%)	14.65	19.19	24.35	17.71
费用收入比(%)	13.03	13.83	13.25	14.08
财务构成				
资产负债率(%)	48.70	41.66	41.04	40.00
全部债务资本化比率(%)	40.12	30.78	28.26	29.44
长期债务资本化比率(%)	14.45	11.04	10.32	7.91
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	4.85	8.54	12.49	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.25	0.46	0.78	--
经营现金债务保护倍数(倍)	0.08	0.06	0.30	0.03
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.01	-0.05	0.00	-0.08
流动比率(倍)	0.72	0.80	0.76	0.71
速动比率(倍)	0.58	0.58	0.58	0.53
现金短期债务比(倍)	0.58	0.41	0.53	0.31
经营现金流动负债比率(%)	6.66	4.35	20.61	2.53
经营现金利息偿还能力(倍)	1.51	1.06	4.83	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.21	-1.01	0.03	--
本期公司债券偿债能力				
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.29	0.43	0.79	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.58	0.86	1.58	--

注：2012 年 1-9 月财务报告未经审计，相关指标未年化；

附件 7-1 天津天士力集团有限公司
2009 年~2012 年 9 月合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	83,294.51	194,666.35	214,816.47	57.30	148,033.61
交易性金融资产	101.00	100.34	3,703.05	505.51	21,348.68
应收票据	20,675.28	30,320.03	76,858.00	92.81	72,631.22
应收账款	58,479.06	113,136.10	154,208.29	61.81	149,010.65
预付款项	11,282.05	19,344.29	26,494.13	32.72	34,983.08
应收利息	218.70	601.05	440.49	42.36	731.55
应收股利					
其他应收款	93,765.72	119,904.55	85,302.63	-4.70	104,336.56
存货	48,695.30	81,073.48	97,650.00	40.10	110,440.20
一年内到期的非流动资产	0.00	12,130.00	0.00	--	0.00
其他流动资产	0.00	0.00	18.79	--	1,759.51
流动资产合计	316,511.60	571,276.19	659,491.84	42.36	643,275.04
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款	15,130.00	0.00	36,930.00	74.49	22,600.00
长期股权投资	65,124.02	63,604.82	58,163.31	-5.39	56,713.74
投资性房地产	5,651.80	5,462.17	2,574.99	-32.50	2,512.36
固定资产	140,894.63	143,080.26	177,219.81	12.13	194,639.36
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程	23,384.82	29,973.10	45,507.66	39.35	101,800.20
工程物资					
固定资产清理					
无形资产	23,404.89	27,727.85	41,433.81	33.05	41,750.47
开发支出	12,752.46	13,551.32	9,321.96	-14.50	12,029.80
商誉	4,419.23	4,419.23	4,489.63	0.79	6,671.56
长期待摊费用	1,541.62	2,847.85	2,640.27	30.29	3,582.99
递延所得税资产	1,566.87	3,245.24	4,042.59	60.04	5,237.69
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	--	30.60
非流动资产合计	293,870.33	293,911.83	382,324.03	14.65	447,568.77
资产总计	610,381.94	865,188.03	1,041,815.88	30.02	1,090,843.81

附件 7-2 天津天士力集团有限公司

2009 年~2012 年 9 月合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	200,444.80	195,761.63	173,172.93	-7.05	133,379.00
交易性金融负债					
应付票据	47,991.77	57,170.55	45,559.79	-2.57	44,898.06
应付账款	20,650.90	56,426.75	86,281.18	99.81	74,509.49
预收款项	3,234.82	7,374.58	28,755.57	189.06	7,890.46
应付职工薪酬	6,334.05	11,217.34	14,595.67	51.54	11,837.66
应交税费	5,881.46	7,213.36	5,755.49	-3.51	2,316.76
应付利息	324.30	418.35	4,687.80	280.20	6,001.38
应付股利	116.18	7,924.82	791.84	161.07	0.00
其他应付款	16,477.33	17,476.47	21,664.21	14.37	37,957.39
一年内到期的非流动负债	9,075.00	25,200.00	65,500.00	168.66	19,500.00
其他流动负债	0.00	0.00	39,857.10	--	73,095.39
流动负债合计	310,530.60	386,183.84	486,621.58	24.87	411,385.59
非流动负债：					
长期借款	46,760.00	58,760.00	22,060.90	-31.31	36,878.10
应付债券	0.00	0.00	77,745.04	--	119,380.80
长期应付款	0.00	21,033.93	17,830.20	--	12,833.64
专项应付款	40.00	14,543.07	19,909.07	2,130.98	20,926.16
预计负债					
递延所得税负债	0.25	0.09	0.50	41.23	42.40
其他非流动负债	4,188.25	6,565.88	10,216.43	56.18	11,063.91
非流动负债合计	50,988.50	100,902.97	147,762.13	70.23	201,125.00
负债合计	361,519.10	487,086.81	634,383.72	32.18	612,510.59
所有者权益：					
实收资本	23,784.38	23,784.38	23,784.38	0.00	23,784.38
资本公积	45,544.50	85,467.87	85,146.24	36.06	85,146.40
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	2,256.77	2,275.70	2,944.32	14.22	2,944.32
未分配利润	27,391.36	38,716.16	59,704.16	47.11	112,253.41
外币报表折算差额	-1,685.81	-1,856.32	-2,212.51	14.56	-2,153.58
归属于母公司所有者权益合计	97,291.21	148,387.80	169,366.60	31.50	221,974.93
少数股东权益	151,571.62	229,713.42	238,065.56	23.83	256,358.29
所有者权益合计	248,862.83	378,101.22	407,432.16	26.85	478,333.22
负债和所有者权益总计	610,381.94	865,188.03	1,041,815.88	30.02	1,090,843.81

附件 8 天津天士力集团有限公司
2009 年~2012 年 9 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	12 年 1-9 月
一、营业收入	453,452.28	600,129.66	927,977.29	42.77	694,726.89
减: 营业成本	279,627.27	382,732.44	649,014.62	52.21	433,118.50
营业税金及附加	3,530.84	4,325.53	6,498.19	35.23	5,978.55
销售费用	84,269.49	97,165.26	118,603.00	18.38	120,905.45
管理费用	43,166.70	54,738.16	65,922.28	22.62	44,923.16
财务费用	11,979.46	16,051.94	21,531.85	34.07	16,802.59
资产减值损失	2,665.44	4,526.91	5,611.32	44.26	12,720.72
加: 公允价值变动收益	-384.50	-0.66	2.70	--	0.00
投资收益	3,624.61	2,848.68	15,036.89	103.68	41,446.02
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	-903.88	-1,556.63	-2,260.88	58.15	0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	--	15.28
二、营业利润	31,453.21	43,437.44	75,835.63	54.80	101,739.22
加: 营业外收入	2,600.09	11,249.66	12,548.20	112.45	3,684.68
减: 营业外支出	716.88	1,582.16	2,173.87	74.14	707.79
其中: 非流动资产处置损失	128.96	975.75	653.41	125.09	245.02
三、利润总额	33,336.42	53,104.95	86,209.96	59.91	104,716.12
减: 所得税费用	9,444.22	13,379.15	19,385.09	42.55	13,660.82
四、净利润	23,892.21	39,725.80	66,824.87	66.27	91,055.30
其中: 归属于母公司所有者的净利润	5,857.39	13,148.23	24,656.61	101.83	56,550.32
少数股东损益	18,034.81	26,577.57	42,168.25	52.55	34,504.98

附件 9 天津天士力集团有限公司
2009 年~2012 年 9 月合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	12 年 1-9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	509,049.23	679,685.09	1,007,486.0	40.41	668,992.47
收到的税费返还	947.17	445.10	447.69	-31.25	405.52
收到其他与经营活动有关的现金	8,985.00	19,693.62	47,875.13	115.71	120,871.80
经营活动现金流入小计	518,981.40	699,823.81	1,055,808.8	42.19	790,269.78
购买商品、接受劳务支付的现金	290,585.13	446,251.68	727,952.00	57.93	400,837.68
支付给职工以及为职工支付的现金	35,264.47	41,364.32	51,536.04	20.83	45,855.75
支付的各项税费	42,050.09	54,966.09	73,412.49	32.08	70,147.84
支付其他与经营活动有关的现金	128,714.37	119,797.66	175,215.30	17.04	245,806.41
经营活动现金流出小计	496,614.06	662,379.76	1,028,115.83	43.80	762,647.69
经营活动产生的现金流量净额	22,367.34	37,444.05	27,693.02	5.11	27,622.09
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	1,172.68	250.69	30,631.54	411.09	456,348.87
取得投资收益收到的现金	4,054.40	4,850.55	6,034.76	22.00	4,991.93
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	426.38	4,426.55	6,024.83	275.90	3,810.17
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	8,126.79	--	22,587.67
收到其他与投资活动有关的现金	1,382.20	16,408.74	7,341.03	130.02	6,944.82
投资活动现金流入小计	7,035.66	25,936.52	58,158.95	187.40	494,683.46
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	12,151.41	30,401.29	79,861.15	126.79	66,039.56
投资支付的现金	38,333.09	37,795.79	6,943.11	-57.41	477,846.69
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	5,892.61	374.72	6,997.37	8.97	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	23.29	0.00	0.00	-100.00	8,327.65
投资活动现金流出小计	56,400.39	68,571.80	93,801.63	25.32	552,213.91
投资活动产生的现金流量净额	-49,364.73	-42,635.27	-35,642.68	-17.75	-57,530.45
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	160.00	104,442.47	498.00	-61.21	8,020.00
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	118,757.60	--	0.00
取得借款收到的现金	312,934.80	326,294.63	282,656.38	-4.96	213,306.31
收到其他与筹资活动有关的现金	23,351.85	23,521.90	9,110.00	-37.54	32,517.88
筹资活动现金流入小计	336,446.65	454,259.00	411,021.98	10.01	253,844.19
偿还债务支付的现金	259,127.05	290,533.73	308,371.70	9.09	209,531.63
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	26,925.21	30,324.09	45,844.25	30.49	36,170.94
支付其他与筹资活动有关的现金	18,695.45	23,744.27	42,106.62	50.07	36,194.28
筹资活动现金流出小计	304,747.71	344,602.09	396,322.57	14.04	281,896.85
筹资活动产生的现金流量净额	31,698.94	109,656.91	14,699.42	-35.05	-28,052.66
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-200.29	-690.45	-915.24	113.76	-143.82
五、现金及现金等价物净增加额	4,501.26	103,775.24	5,834.51	-8.91	-58,104.83
加: 期初现金及现金等价物余额	66,648.17	74,676.46	178,451.70	62.42	184,286.21
六、期末现金及现金等价物余额	71,149.42	178,451.70	184,286.21	57.09	126,181.37

附件 10 天津天士力集团有限公司
2009 年~2011 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	23,892.21	39,725.80	66,824.87	66.27
加: 资产减值准备	2,665.44	4,526.91	5,611.32	44.26
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	11,888.87	13,015.02	12,003.21	0.48
无形资产摊销	1,744.37	1,870.54	2,547.21	20.84
长期待摊费用摊销	367.10	518.02	807.73	48.34
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	26.77	515.94	-4,067.30	--
固定资产报废损失				
公允价值变动损失	384.50	0.66	-2.70	--
财务费用	10,364.00	13,110.92	19,060.40	35.64
投资损失	-3,624.61	-2,848.68	-15,036.89	103.68
递延所得税资产减少	-273.99	-993.58	-574.76	41.91
递延所得税负债增加	-96.12	-0.16	0.41	--
存货的减少	-2,339.21	-23,113.50	-17,689.34	128.40
经营性应收项目的减少	-32,987.84	-17,631.13	-88,535.59	68.71
经营性应付项目的增加	9,375.21	8,353.90	48,200.22	109.83
其他	980.64	393.42	-1,455.76	--
经营活动产生的现金流量净额	22,367.34	37,444.05	27,693.02	5.11

附件 11 天津天士力集团有限公司

主要财务指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	7.61	6.55	6.54	--
存货周转次数(次)	5.89	5.87	7.19	--
总资产周转次数(次)	0.79	0.81	0.97	0.65
现金收入比率(%)	112.26	113.26	108.57	96.30
盈利能力				
总资本收益率(%)	6.27	8.69	11.15	--
总资产报酬率(%)	7.28	9.40	11.30	--
净资产收益率(%)	9.65	12.67	17.01	20.56
主营业务毛利率(%)	38.36	36.15	29.95	--
营业利润率(%)	37.56	35.50	29.36	36.80
费用收入比(%)	30.75	27.99	22.20	26.29
财务构成				
资产负债率(%)	59.23	56.30	60.89	56.15
全部债务资本化比率(%)	55.01	48.63	52.02	47.91
长期债务资本化比率(%)	15.82	17.43	22.40	26.12
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	6.24	5.14	5.53	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.18	0.24	0.28	--
经营现金债务保护倍数(倍)	0.07	0.10	0.06	0.06
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.09	-0.01	-0.02	-0.07
流动比率(倍)	1.02	1.48	1.36	1.56
速动比率(倍)	0.86	1.27	1.15	1.30
现金短期债务比(倍)	0.40	0.81	0.91	0.89
经营现金流动负债比率(%)	7.20	9.70	5.69	6.71
经营现金利息偿还能力(倍)	2.50	2.27	1.24	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-3.02	-0.31	-0.36	--
本次公司债券偿债能力				
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.93	1.41	2.05	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.86	2.82	4.10	--

注：1、2012 年 1-9 月财务报告未经审计，相关指标未年化；

2、天士力集团未提供 2012 年 1-9 月现金流量表补充材料，相关指标未计算。

附件 12 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+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+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 13 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。

联合信用评级有限公司关于 浙江尖峰集团股份有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，每年浙江尖峰集团股份有限公司公告年报后 2 个月内对浙江尖峰集团股份有限公司 2013 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

浙江尖峰集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。浙江尖峰集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注浙江尖峰集团股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现浙江尖峰集团股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如浙江尖峰集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至浙江尖峰集团股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站（www.lianhecreditrating.com.cn）、上海证券交易所网站（www.sse.com.cn）和巨潮资讯网（www.cninfo.com.cn）予以公布并同时报送浙江尖峰集团股份有限公司、监管部门、交易机构等。

