

信用等级公告

联合[2014]268 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（第二期）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 年公司债券（第二期）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

分析师：



刘畅

二零一四年九月十六日

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.lianhecreditrating.com.cn>

浙江尖峰集团股份有限公司

2013 年公司债券（第二期）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：天士力控股集团有限公司
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：2014 年 9 月 15 日

财务数据：

发行方

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 6 月
资产总额(亿元)	26.39	27.78	32.05	33.01
所有者权益(亿元)	15.56	16.46	18.96	20.58
长期债务(亿元)	0.38	0.09	3.83	3.83
全部债务(亿元)	4.72	3.45	7.95	7.15
营业收入(亿元)	16.45	16.49	21.51	10.85
净利润(亿元)	3.13	1.88	2.37	1.87
EBITDA(亿元)	4.76	3.30	4.13	2.90
经营性净现金流(亿元)	1.84	1.12	1.51	1.14
营业利润率(%)	24.35	19.18	20.26	24.29
净资产收益率(%)	22.23	11.74	13.37	9.47
资产负债率(%)	41.04	40.74	40.85	37.65
全部债务资本化比率(%)	23.27	17.34	29.54	25.78
流动比率	0.76	0.59	0.73	0.79
EBITDA 全部债务比	1.01	0.96	0.52	0.41
EBITDA 利息倍数(倍)	12.49	6.69	8.86	12.06
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.79	0.55	0.69	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.59	1.10	1.38	--

担保方

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
资产总额(亿元)	104.18	108.64	135.50	149.64
所有者权益(亿元)	40.74	45.14	50.24	53.90
营业收入(亿元)	92.80	99.71	118.42	64.25
净利润(亿元)	6.68	7.49	9.53	6.60
资产负债率(%)	60.89	58.45	62.92	63.98
流动比率	1.36	1.39	1.11	1.08

注：1、发行方及担保方 2014 年 1-6 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行业产能过剩，医药行业竞争加剧、环保要求愈发严格等因素对公司经营发展可能带来的不利影响。

未来随着云南水泥生产基地逐步发挥经济效益，以及金西医药生产基地的逐步投产，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。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. 随着国家基础建设投资力度的加大以及城镇化建设和棚户区改造工程的推进，未来水泥行业下游市场需求较为旺盛，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. 公司子公司云南尖峰水泥有限公司2013年投产的日产3,000吨水泥熟料生产线基本达产达标，随着公司云南市场的进一步开拓，公司水泥板块前景较为广阔

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

6. 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。

7. 本期债券的担保方天士力控股集团有限公司作为国内实践中药现代化的领军企业，具备较为完善的产业链、先进的产品质量管理体系和较强的自主研发能力，整体盈利能力较强，其担保对于本期债券的信用水平具有显著的提升作用。

关注

1. 中国水泥行业产能过剩压力仍然存在，2014 年以来水泥价格指数持续下滑，行业竞争仍较为激烈。

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

电话：010-85172818

邮箱：liuht@unitedratings.com.cn

刘畅

电话：010-85172818

邮箱：liuc@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）

网址：Http: //www.lianhecreditratings.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。

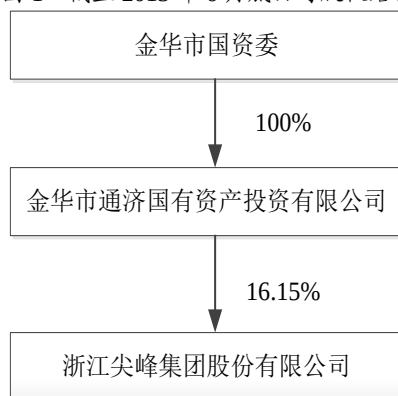
浙江尖峰集团股份有限公司公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

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2014年6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2013年6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2014年6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17家（附件2），以及天士力控股集团有限公司、浙江金华南方尖峰水泥有限公司等联营公司3家，南方水泥有限公司、金华银行股份有限公司等参股公司9家。

截至2013年底，公司合并资产总额320,490.43万元，负债合计130,905.86万元，所有者权益（含少数股东权益）189,584.57万元。2013年公司实现营业收入215,139.86万元，净利润（含少数股东损益）23,679.04万元；经营活动产生的现金流量净额15,051.00万元，现金及现金等价物净增加额2,804.81万元。

截至2014年6月底，公司合并资产总额330,058.58万元，负债合计124,263.23万元，所有者权益（含少数股东权益）205,795.35万元。2014年1~6月公司实现营业收入108,480.56万元，净利润（含

少数股东损益) 18,722.53万元; 经营活动产生的现金流量净额11,421.41万元, 现金及现金等价物净增加额-2,673.06万元。

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

尖峰集团本次拟发行总规模不超过 6 亿元(含 6 亿元)公司债券, 本次债券分两期发行, 第一期债券的发行工作已于 2013 年 6 月结束, 发行规模为 3 亿元。本期债券的发行为本次发行公司债券的第二期, 本期发行的债券名称为“浙江尖峰集团股份有限公司 2013 年公司债券(第二期)”, 发行规模为不超过人民币 3 亿元(含 3 亿元)。

本期债券的期限为 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, 本期债券采用单利按年计息, 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的兑付一起支付。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。

本期债券由天士力控股集团有限公司(以下简称“天士力集团”)提供全额无条件且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。

2. 本期债券募集资金用途

本期公司债券募集的资金拟全部用于补充公司营运资金。

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

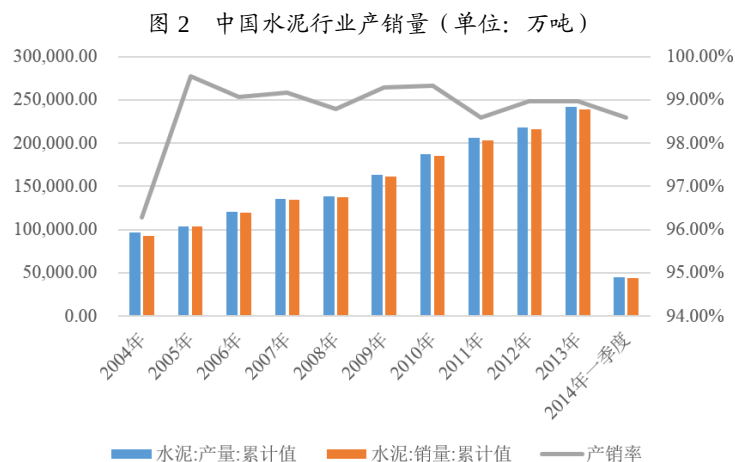
(1) 行业概况

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)。由于水泥产品保存时间短, 在产能过剩的行业背景下, 水泥企业大多采取轻存货、以销定产的销售策略, 水泥产销率维持在98%以上, 其中, 2011~2013年分别为98.58%、98.97%和98.97%。

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。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, 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, 产销量增速开始下行。

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%, 增速呈下降走势。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。



进入2013年，受“稳增长”政策的提振，尤其是3月以来新开工以及在建工程复工进度的加快，水泥产量增速有所提高。2013年全国水泥产量和销量分别为24.14亿吨、23.89亿吨，分别同比增长10.55%和10.54%，增速回升明显，产销率98.97%，与2012年基本持平，根据国家统计局公布的数据显示，2014年1~6月全国水泥累计产量11.4亿吨，同比增长3.6%，行业回暖迹象明显。

（2）供需状况

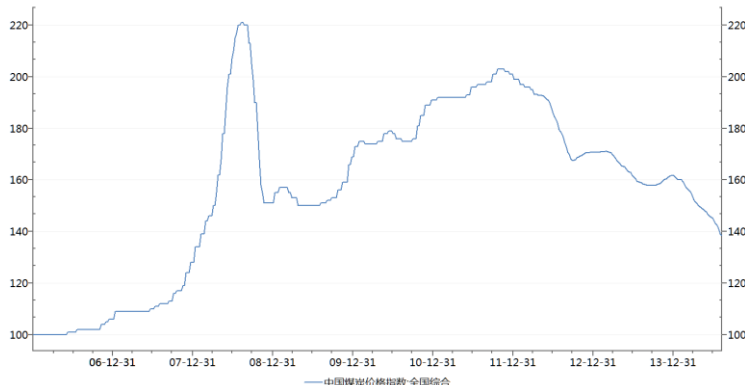
①上游原燃料

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

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，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，煤炭价格整体呈波动下降趋势，年底稍有回升；2013年煤炭价格延续之前波动下行的走势，截至2014年7月底，中国煤炭价格指数已低于2009年的最低水平（图3）。

图3 2006年1月~2014年8月中国煤炭价格指数（单位：元/吨）



电力

目前，发电企业上网电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年以来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5月和12月，两次上调电价，全国上网电价每千瓦时平均提高约3分钱。随着煤炭价格的下跌，国家发展改革委于2013年10月和2014年8月两次下调上网电价。由于煤电联动政策，未来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。

2013年，中国固定资产投资保持平稳增长，全年固定资产投资436,527.70亿元，同比增长19.64%。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。

2013年，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户。

2013年全国累计房地产投资额86,013.38亿元，增速从上年度的16.19%回升至19.79%；房屋施工面积66.58亿平方米，同比增长16.07%，增速较上年回升2.92个百分点。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，2013年中国房地产市场消费水泥达13.32亿吨，约占2013年水泥产量的55.16%。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年下半年以来，在节能减排的大背景下，华东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。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。2013年全国水泥产量过快增长势头得到了一定程度的抑制，以及随着传统水泥销售旺季的到来，2013年第四季度水泥价格开始有所回升（图4）。2014年前以来，我国水泥价格总体呈现下降走势，截至2014年8月底，Wind资讯水泥价格指数（全国）已接近2012年以来的最低点。

（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。

图4 2011年9月到2014年9月国内水泥价格指数情况

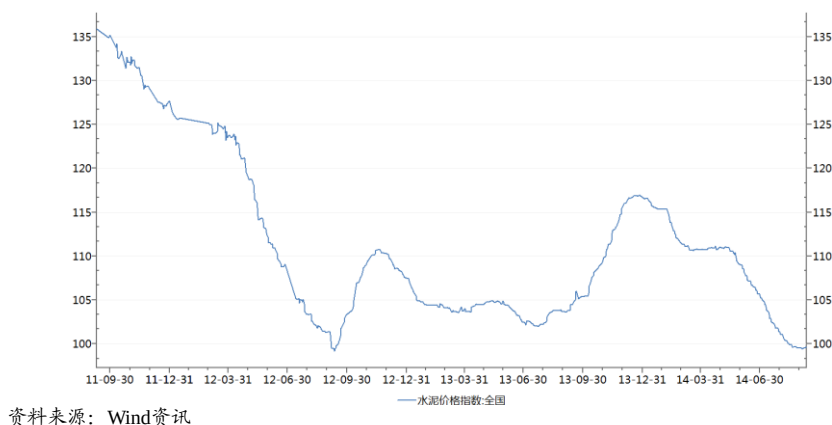


表1 中国水泥行业区域市场环境

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2013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11家(表2), 中国建材的熟料产能已经超过世界水泥大鳄欧洲豪瑞集团2.1亿吨规模, 居世界第一位。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 2013年度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	30,005.00	11	金隅集团	3,181.00
2	海螺水泥	16,774.00	12	拉法基瑞安	2,031.00
3	中材集团	8,396.00	13	亚泰水泥	2,018.00
4	冀东水泥	7,080.00	14	青松建化	1,606.00
5	华润水泥	5,664.00	15	西部水泥	1,581.00
6	山水集团	4,747.00	16	亚洲水泥	1,566.00
7	华新水泥	4,263.00	17	金峰水泥	1,318.00

8	台泥水泥	3,602.00	18	蒙西水泥	1,302.00
9	红狮水泥	3,311.00	19	同力水泥	1,225.00
10	天瑞水泥	3,209.00	20	葛洲坝	1,178.00

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；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项国家水泥环境保标准征求意见稿，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。

2013年1月，根据工信部、国家发改委等多部门联合下发的《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》，到2015年前，前10家水泥企业产业集中度达到35%，形成3~4家熟料产能1亿吨以上，矿山、骨料、商品混凝土、水泥基材料制品等产业链完整的建材企业集团。鼓励水泥企业延伸上下游产业链，优化物流配送、整合发展预拌砂浆、商品混凝土及建筑预制构件产业。

2013年10月，根据国务院《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，伴随着环保压力（大气污染治理）和国家整顿过剩产能行业力度的加大，将逐步取消32.5复合水泥标准、减量置换、进一步增加淘汰力度等新的治理手段，力度空前。

2014年3月，国务院出台《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，强调兼并重组是化解产能严重过剩矛盾、调整优化产业结构的重要途径，后续将更加侧重于兼并重组市场环境的改善、逐渐减少行政审批事项，取消下放部分审批事项，取消上市公司收购报告书事前审核，强化事后问责。取消上市公司重大资产购买、出售、置换行为审批（构成借壳上市的除外）等。2014年5月8日，工信部下发《2014年淘汰落后产能任务》，其中，淘汰水泥（熟料及磨机）5050万吨。

“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

原燃价格波动对成本控制影响较大

燃料、电力和原料成本在水泥产品成本构成中占比较高，即使采用新型干法工艺生产，煤、电消耗仍在生产成本中占据 60%，是影响水泥利润的重要因素。预计未来煤炭、电价格波动较大，将会加大水泥企业成本控制难度。

产业结构调整力度加大，产能过剩依旧严峻

2008年的投资计划刺激了水泥行业投资的飞速发展。直到2009年9月，国务院批转发改委等部门《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》，提出严格控制新增水泥产能。但新建生产线却越来越多。

根据国家统计局公布的数据显示，2014年1~6月全国水泥累计产量11.4亿吨，同比增长3.6%。2013年全国水泥累计总产量24.1亿吨，同比增长9.57%。2014年7月中旬，工信部公布了2014年十五大行业首批淘汰落后和过剩产能企业名单，水泥行业以381家企业居首。总体看，我国水泥行业产能过剩情况依旧严峻。

（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。“十二五”期间水泥行业发展的重点是兼并重组，前10家大型企业的总产能将会占到全国总量的40%以上，这对整个行业的效益增长至关重要。

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

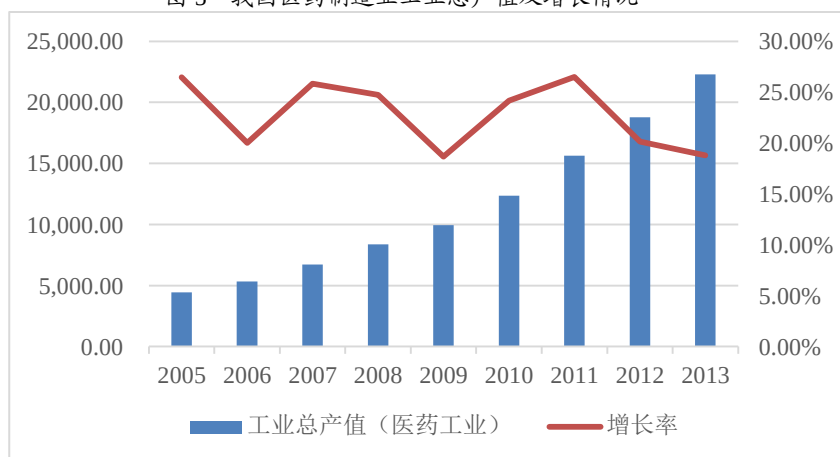
（1）行业概况

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，“十二五”期间，医药工业规模效益延续“十一五”期间快速增长的势头。2013年，医药工业完成总产值222,297亿元，比2011年增加6,673亿元，年均增长19.6%；完成工业增加值7,132亿元¹，年均增长13.6%，快于同期GDP增速和全国工业平均增速；实现利润总额2,181亿元（1,688），年均增长13.67%。（图5）。

¹2013年医药工业工业增加值数据系通过国家统计局2010年医药工业增加值数据及其近三年增长率计算所得。

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

2013年医药制造业累计营业收入达20,592.93亿元，同比增20.54%，增速仍处于较高水平；实现利润总额2,071.67亿元，同比增长19.63%。2014年上半年，医药制造业累计实现主营业务收入10,797.40亿元，同比增长13.74%；累计实现利润总额1,056.19亿元，同比增长15.19%。

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6,700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2013年的15家，超过50亿元的企业由2005年的3家达到2013年的29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。

为了加快医药工业结构调整和转型升级，培育发展生物医药产业，促进医药工业由大变强，工信部2012年初发布《医药工业“十二五”发展规划》（以下简称“纲要”），纲要的核心目标之一就是建立健全以企业为主体的技术创新体系。该纲要号召大型制药企业将研发费用占营业收入比

例增至5%以上，并计划在“十二”五期间引导企业自行研制30种专利药，改进30种仿制药并改良200种畅销化合物。能够通过研发创新获取政策和资金支持的医药企业，才能在竞争中占据优势。纲要全面提高中国药品标准，强调企业在药品的研发、生产、流通、使用等各个环节进行全程化管理。规划的落实有望大幅提高行业集中度，强化新版GMP的地位；资质差、生产水平低、生产技术落后的企业将面临淘汰或重组，资源进一步向具有实力的制药企业集中。

2013年3月，经第十二届全国人民代表大会审议通过的《国务院机构改革和职能转变方案》提出，将食品安全办的职责、食品药品监管局的职责、质检总局的生产环节食品安全监督管理职责、工商总局的流通环节食品安全监督管理职责整合，组建国家食品药品监督管理总局。主要职责是，对生产、流通、消费环节的食品和药品的安全性、有效性实施统一监督管理等。将工商行政管理、质量技术监督部门相应的食品安全监督管理队伍和检验检测机构划转食品药品监督管理部门。保留国务院食品安全委员会，具体工作由食品药品监管总局承担。食品药品监管总局加挂国务院食品安全委员会办公室牌子。不再保留食品药品监管局和单设的食品安全办。

总体看，各项行业政策的出台和实施，使医药企业在研发、生产等各环节上的运作方式都面临重大调整，行业资源将进一步向优势企业集中，行业进入门槛将提高，产业结构的调整优化将加快，对行业的未来发展将产生深远影响

（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。

药品降价

目前，中国药品定价采取政府定价、政府指导价、市场调节价三种定价方式，其中：列入国家基本医疗保险目录的1000多种药品与医保药品目录以外具有垄断性生产、经营的药品实行政府定价和指导价；其他药品实行市场调节价。

医院和药商之间的非法回扣直接造成了医药价格虚高。2000年以来，国家发改委已对政府定价范围内药品的最高零售价格进行了三轮全面调整，2013年7月22日，国家发改委再次要求各级价

格主管部门要对出厂价格与中标价格差距过大、零售价格超过国家规定最高限价等药品严肃查处，及时降低虚高价格，但由于医药产品特殊的价值分配关系，国家对医药零售价格的下调不可避免地转嫁给医药生产企业。从长期看，国家发改委将着手从体制上解决药品虚高的问题，预计未来医药的出厂价和零售价均会呈下降趋势。

环境治理成本增加

医药行业是环保治理的12个重点行业之一，三废处理、环境保护的压力不断加大。中国大部分化学原料药生产能耗较大、环境污染严重、附加值较低。中药资源保护相关法规建设滞后，中药材的种植及生产方式较落后，缺乏必要的组织，没有形成一定的规模，生产种植过程中缺乏必要的市场信息引导，致使中药材的开发利用处于无序状态。一方面野生药材资源的过度开采，导致部分品种达到濒危的程度，甚至将要灭绝；另一方面因为盲目种植，导致大量积压，造成巨大的资源浪费。因此国家对于环境治理与调控会对医药制造行业造成较大的影响。

（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。

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。2013年我国药品流通行业销售总额为13,036亿元（全行业含税口径），比上年增长16.7%，其中药品零售市场2,607亿元，扣除不可比因素同比增长12%。

2013年，全国药品流通直报企业主营业务收入9873亿元，同比增长17%，增幅回落3个百分点；实现利润总额202亿元，同比增长16%，增幅回落0.5个百分点；平均毛利率6.7%，同比下降0.2个百分点；平均费用率5.1%，同比下降0.1个百分点；平均利润率1.7%，同比下降0.2

个百分点。

（2）业务运营

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）。从销售终端看，药品销售主要有城市等级医院、县域等级医院、城市基层医院、农村基层医院、实体药店，以及网上药店。其中等级医院是拉动药品消费市场增长的核心动力：根据不完全统计，2013 年城市等级医院市场规模达到 6,260 亿元；县域等级医院市场规模为 1,925 亿元；城市基层医院市场规模为 625 亿元；农村基层市场规模为 640 亿元；实体药店市场规模达 1,994 亿元；网上药店处于起步阶段，呈爆发式增长的趋势，规模尚小，对整体市场贡献不大，仅有 14 亿元。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。

国内医药流通业的主要利润来源是进销差价和返利，以上两者共同构成了行业约 5%的配送费率。其中批发（调拨）主要是赚取药品分销环节的差价，处于微利状态，毛利率较低；医院纯销的进入壁垒较高，毛利率也较高，约为 7%左右；零售占我国药品消费 20%左右的市场份额，但由于环节较多，利润也被压缩，许多小型医药商业配送企业处于亏损状态。品牌药品由于销售规模、终端认可度高和及时的回款会使医药流通企业议价能力有所削弱，返利是生产企业对医药流通企业分销规模和回款速度达到指标后给予的奖励，规模大和资金管理能力强的医药流通企业相对具有优势。

（3）业内竞争

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。

2013 年，前 100 位药品批发企业主营业务收入占同期全国市场总规模的 64.3%，比上年提高 0.3 个百分点。前 3 位集团企业主营业务收入占全国医药市场销售的比重达到 29.7%，集中度明显提升。随着新医改方案陆续推出，市场竞争环境日趋激烈，以国药控股、上海医药、九州通、南京医药为代表的几家医药商业批发商，将凭借各自优势在珠三角、长三角和首都经济圈大力发展，有望成为全国性的商业龙头企业。广州医药、北京医药股份、重庆医药股份等企业也在积极扩张，占据区域市场份额，有望成为区域性龙头企业。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。

（4）行业政策

从政策上看，《国家基本药物制度》、《药品招投标政策》、《GSP管理政策》等对医药行业流通企业影响较为直接。《国家基本药物制度》将实行省级网上公开招标采购、统一配送，流通环节差价率将有所降低，同时规模较大，软硬件实力强的流通企业业务有望进一步拓展至基层医疗市场；《药品招投标政策》使政府采购组织形式向省、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。2013年6月1日正式实施的《GSP管理政策》，全面提升了企业经营的软硬件标准和要求，在保障药品质量的同时，也提高了市场准入门槛，小型医药流通企业面临较大压力。

2010 年以来，国家发改委陆续出台多项政策对药品流通环节进行规范。其中，2011 年 11 月国家发改委下发《药品出厂价格调查办法》，规定了出厂价格调查的原则、内容、方法和程序。2012

年1月，国家发改委出台《药品流通环节价格管理暂行办法(征求意见稿)》，提出逐步取消医疗机构销售药品加成，尚未实施零差率的医疗机构加不超过规定中的加价率，医疗机构对不同企业同种产品，所加差额不得超过按照统一最高零售价格计算的最大加价额等。上述政策对医药流通环节的从最高零售价“一刀切”转移到流通各环节的“步步切”，使得原有的“底价模式”受到冲击，将进一步助推流通领域整合和良性发展。

2012年12月，商务部发布了《药品批发企业物流服务能力评估指标》等5个医药流通行业标准，分别从物流服务能力评估、零售经营服务、诚信经营、职业经理人、通用岗位设置等五个方面，规范了药品流通企业经营行为，为行业集中度进一步提高创造条件，有利于行业优势企业发展。

2013年1月，卫生部公布了新修订的《药品经营质量管理规范》(2013版)，对药品购销渠道、仓储温湿度控制、票据管理、冷链管理和药品运输等方面提出了更高要求。新版GSP涵盖了全供应链管理，将对医药商业行业产生重要影响，大量中小医药商业企业将面临被淘汰的风险，大型医药公司将获得更多市场份额，行业集中度将进一步提高。

(5) 未来发展

新医改将拉动国内医药商业规模进一步提升

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95%以上，社区医疗已启动，拉动药品消费效果已显现。根据卫生部发布的《2013年卫生工作要点的通知》，政府进一步提高了新农合财政补助标准，2013年人均筹资水平达到340元左右，政府支付标准的提升，将为药品消费的扩大奠定良好基础。

行业集中度提高是长期趋势，医药商业毛利率会有所下降

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5.3%，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。

企业的兼并重组仍将持续

2014年结构调整仍是行业改革发展的主线。药品流通行业主管部门以贯彻落实《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》(国发[2014]14号文)为契机，将继续鼓励企业兼并重组、做大做强，提高行业集中度，鼓励药品流通企业利用产业基金、上市融资、引进外资等多种方式加快兼并重组步伐，努力提高行业组织化水平，实现规模化、集约化经营。

电子商务将对行业格局产生较大影响

目前，互联网药品电子商务呈现快速发展态势。各大药品流通企业普遍构建或整合集分销、物流、电子商务集成服务模式以及数据处理的现代化智能化服务平台，成为推动药品流通增值服务的新载体。在零售药店领域中，除网上药店销售逐年扩大外，移动互联网技术的普及和应用，正在促进电子商务与传统零售药店服务模式的相互融合。为支持互联网药品销售，国家食品药品监督管理总局正在研究出台《互联网食品药品经营监督管理办法》，将为互联网药品电子商务和传统药品零售业态的发展和格局调整带来较大的影响。

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，这种周期性和非周期性相结合的业务结构有明显的互补优势，能有效的抵抗经济周期变化所带来的不利影响。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 56 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，公司凭借在水泥行业五十多年的经营经验，在区域内享有较高的知名度和认同度。

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、湖北省名牌产品，“尖峰”商标为浙江省著名商标、“尖峰”商号为浙江省知名商号。“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三合一体系论证。

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”。公司及下属企业有一个院士专家工作站、三个博士后工作站。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国内知名研究机构建立了良好稳定的合作关系。目前，公司共获得 47 项专利授权，其中发明专利 42 项。尖峰药业滴眼、滴耳剂生产线和片剂生产线已通过新版 GMP 认证并取得了《药品 GMP 证书》。

产品方面，公司已形成抗生素类、心脑血管类、抗抑郁类三大产品线。目前，尖峰药业共拥有药品批准文号 77 个。在生产的主要产品包括注射用盐酸头孢甲肟、愈风宁心滴丸、L-门冬氨酸氯氮地平片、盐酸帕罗西汀片、玻璃酸钠滴眼液等。尖峰药业确立了“4+2”新产品开发模式，即：4 个主导大类（抗感染药、抗肿瘤药、心血管系统用药及老年人用药）；2 个辅助种类（眼科用药、抗抑郁药）。尖峰药业现有 10 多个新药分别处于临床前、临床、生产前研究或申报生产审评的各个阶段，为公司医药板块的持续发展打下了坚实的基础。

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。2013年，云南尖峰日产3,000吨水泥熟料生产线投产，公司组织力量进行技术攻关，稳定窑况，提高设备有效运转率、熟料质量和褐煤使用率；同时努力拓展市场，以重点工程、商砼搅拌站为主要客户，提高工程市场占有率，目前已基本实现产销平衡。

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”）现有在金华地区的3个药品生产基地和2个在天津地区的从事医药辅料和植物提取的子公司，金华地区的3个药品生产基地有取得GMP证书的生产线8条，其中已经通过新版GMP认证并取得证书的生产线3条（滴眼剂、滴耳剂和片剂）。另外，尖峰药业金西生产基地正在抓紧建设中，其中的冻干粉针生产线、国产头孢无菌分装粉针生产线已进入GMP认证阶段，其它还有头孢类无菌原料药等多条生产线已经进入设备安装调试阶段。

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，能组织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，“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2014年6月底，已有21个品规进入国家基本药物目录，有56个品规进入国家医保目录，其中甲类25个，乙

类31个。2013年，公司首个保健食品“舒尼美葡萄籽提取物软胶囊”上市，跨出了健康品业务板块的第一步。

尖峰药业围绕“规范管理、加强创新、抢占市场、适时扩张”的经营思路，全力抓项目建设，目前，尖峰药业基本完成江南厂、秋滨厂和植提厂资产和管理整合；江南厂的片剂车间通过了新版GMP认证；植提厂的银杏提取物、水飞蓟提取物取得韩国KFDA药品认证证书，金华医药公司通过了GSP认证；尖峰联合医疗器械和金华医药公司器化玻分公司进行了管理整合；金西基地项目的冻干粉针生产线、国产头孢无菌分装粉针生产线已进入生产调试和GMP认证前期准备阶段。

总体看，公司的化学制剂研发实力较强，具有较强的技术竞争力，公司已基本完成了药厂的资产和管理整合，为公司医药板块未来的经营发展奠定了基础。

3. 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5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，浙江省有突出贡献中青年专家，1980年12月参加工作，先后任金华市水泥厂车间主任，本公司企管部经理，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，本公司总经理。现任本公司董事长，兼任：天士力集团副董事长、天士力股份副董事长、南方水泥董事、南方尖峰董事长、通济国投董事、浙江省医药行业协会副会长、浙江省建材工业协会副会长、浙江省生产力学会副会长、浙江省企业家协会副会长、金华市企业家协会会长、金华市总商会副会长。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，高级经济师，1987年9月参加工作，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，尖峰集团金华金马水泥有限公司总经理，尖峰水泥总经理，本公司副总经理，现任本公司董事兼总经理，兼任：浙江省水泥协会副会长。

截至2014年6月底，公司在册员工2,021人，其中生产人员占59.77%，技术人员占11.78%，销售人员占13.51%，行政人员占14.94%；从文化程度看，大专及以上学历人员占33.55%。

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。

4. 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。东部地区水泥行业发展已逐渐进入成熟期，产能过剩严重，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，能够在税收优惠、项目核准、资金补贴等方面获得各级政府的相关支持。

2011~2013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1,529.08万元、1,686.54万元和1,674.52万元。

（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1125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，2011年10月至2014年10月享受企业所得税减按15%的税收优惠政策。

子公司浙江尖峰药业有限公司之子公司天津市尖峰天然产物研究开发有限公司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，2011年10月至2014年10月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8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1名²，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。

²公司原有副总经理2名，2013年10月公司原副总经理陈志成先生因退休申请辞去公司副总经理了职务。

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17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体系，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体系，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

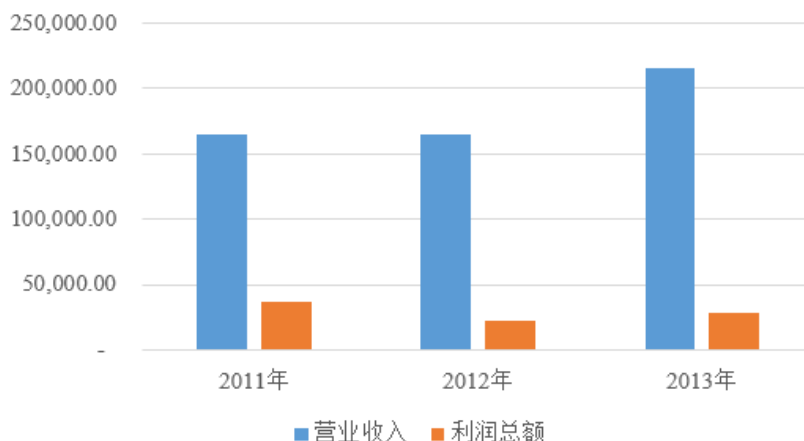
公司构建了水泥及医药双主业的经营架构，其中水泥生产能力超过350万吨/年，医药业务包括医药工业和医药商业。水泥和医药分属周期性和非周期性的两个行业，公司双主营业务的合理结合形成了明显的经营互补，能更加有效的抵御经济周期变化所带来的不利影响，有利于公司平稳健康的发展，增强了公司的抗风险能力。受益于2013年水泥行业景气度的大幅提高，以及云南尖峰日产3,000吨水泥熟料生产线投产，以及公司医药工业和医药商业经营规模的进一步扩大，2011年~2013年公司营业收入的年均增长率达到14.37%。2013年公司实现营业收入215,139.86万元，其中主营业务收入占99.44%，公司主营业务十分突出。

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。

近几年公司主营业务成本也呈逐年增长的走势，2013年公司营业成本170,931.13万元，近三年年均增长17.55%，增速稍高于营业收入的增长速度，与此同时，公司获得的投资收益逐年减少，近三年公司投资收益复合增长率为-13.12%，受此影响，2011年~2013年公司利润总额呈波动下降态势，年均复合增长率为-12.77%（图6）。2013年公司实现利润总额28,227.35万元，其中实现投资收益13,522.18万元。

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

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，2013 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 43.80%、12.39%和 30.67%。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。

从主要业务的盈利情况来看，2012 年受中国水泥工业产能过剩影响，公司水泥工业收入及利润水平较 2011 年均出现一定下滑，进入 2013 年，受“稳增长”政策的提振，水泥行业景气度有所回升，近三年公司水泥工业毛利率分别为 32.69%、22.68%和 26.08%；毛利水平分别为 23,777.23 万元、14,290.71 万元和 24,433.02 万元。公司医药工业的毛利率水平较高且较为稳定，近三年分别为 53.94%、51.08%和 52.35%；随着医药产品销售规模的扩大，毛利水平从 2011 年的 11,778.97 万元增长至 2013 年的 13,870.17 万元。公司医药商业的毛利率水平不高，但保持相对稳定，近三年分别为 6.04%、6.65%和 6.36%；随着业务规模的扩大，毛利水平从 2011 年的 3,303.21 万元小幅增长至 2013 年的 4,169.91 万元。受上述因素影响，公司主营业务综合毛利率由 2011 年的 24.64%下降至 2013 年的 20.38%（表 3）；毛利水平从 2011 年的 40,324.92 万元增长至 2013 年的 43,591.57 万元（表 3）。

表 3 近三年公司主营业务的盈利情况（单位：万元）

产品	2011 年			2012 年			2013 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥	72,736.61	44.45%	32.69%	63,012.93	38.38%	22.68%	93,696.42	43.80%	26.08%
医药工业	21,835.64	13.34%	53.94%	23,043.96	14.04%	51.80%	26,496.55	12.39%	52.35%
医药商业	54,708.25	33.43%	6.04%	59,741.47	36.39%	6.65%	65,602.50	30.67%	6.36%
其他	14,366.78	8.78%	10.20%	18,379.87	11.20%	8.87%	28,133.34	13.15%	3.98%
合计	163,647.27	100.00%	24.64%	164,178.23	100.00%	19.39%	213,928.81	100.00%	20.38%

资料来源：公司年报

2014年上半年，公司实现营业收入108,480.56万元，利润总额22,170.28万元，分别同比增长了12.25%和79.23%。主要原因包括（1）2013年投产的公司子公司云南尖峰水泥有限公司日产3,000吨水泥熟料生产线基本达产，上半年公司水泥产品的销量和售价均同比有所上涨；（2）医药方面，公司浙江尖峰药业有限公司的产品销量同比增长；（3）投资收益方面，公司参股的浙江金发集团股份有限公司本期的分红比去年有所增加。

总体看，近年来公司经营状况整体保持良好态势。

2. 水泥工业

公司水泥业务主要由云南尖峰及大冶尖峰两家子公司运营。

近几年公司充分利用现有资源，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，但 2012 年以来，受中国水泥工业产能过剩影响，公司水泥工业收入及利润水平较 2011 年均出现一定下滑，进入 2013 年，受“稳增长”政策提振，我国水泥行业景气度回升，公司水泥工业经营状况有所改善，近三年，公司水泥工业主营收入分别为 72,736.61 万元、63,012.93 万元和 93,696.42 万元；毛利率分别为 32.69%、22.68% 和 26.08%。

(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、水渣、石膏、砂岩、煤炭和电力等。

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。

公司生产过程中主要的能源消耗为煤炭和电力。在公司水泥生产的总成本中，煤炭和电力占 60% 左右。电力主要由各地电力公司供应，公司的议价能力较低；且未来能源价格上升的可能性较大，这将增加公司水泥产品的生产成本，可能对公司水泥业务的盈利产生影响。为此，公司一方面与主要煤炭供应商建立长期合作关系，利用招标采购来降低采购成本；另一方面，不断通过技术革新，优化生产工艺，进行节能降耗。云南尖峰利用当地褐煤资源多、价格相对较低的优势，研究开发了在水泥生产中使用褐煤的新技术，并逐渐增加窑尾的褐煤使用量，有效的降低了生产成本。

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，煤炭业产能过剩影响，使得公司煤炭采购价格呈逐年下降走势。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 2011 年的 1.94 亿度增长到 2013 年的 2.83 亿度。2009 年公司湖北生产基地建成了余热发电项目，实现了水泥生产循环经济的同时，有效降低了大冶水泥生产线的电力成本，2013 年，公司大冶尖峰水泥用电成本为 0.43 元/KWH，低于云南尖峰的 0.48 元/KWH 的用电成本。（表 4、表 5）。

表 4 2011~2014 年 3 月大冶尖峰原材料及燃料采购情况

种类	项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年上半年
水渣	采购量（吨）	219,226.00	254,336.84	261,598.60	125,179.00
	平均价格（元/吨）	140.39	115.13	102.60	116.20
石膏	使用量（千瓦时）	6,013.36	207.06		
	平均价格（元/千瓦时）	130.17	110.05		
粉煤灰	采购量（吨）	145,789.72	116,349.08	97,275.12	44,597.00

	平均价格（元/吨）	80.55	91.15	92.65	95.50
煤	采购量（吨）	248,912.35	244,629.64	289,822.36	121,464.31
	平均价格（元/吨）	840.17	737.54	623.52	584.61
电	采购量（KWH）	187,552,600	195,416,384	212,717,840	102,227,240
	平均价格（元/KWH）	0.45	0.45	0.43	0.44

资料来源：公司提供

表 5 2011~2014 年 3 月云南尖峰原材料及燃料采购情况

种类	项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年上半年
水渣	采购量（吨）	37,230.55	18,604.65	82,150.68	87,386.72
	平均价格（元/吨）	176.94	212.17	178.35	148.61
石膏	使用量（千瓦时）	6,102.17	9,037.44	58,884.74	37,329.92
	平均价格（元/千瓦时）	149	174.98	170.78	183.02
煤	采购量（吨）	1,456.38	39,985.82	201,587.66	122,573.20
	平均价格（元/吨）	420.97	801.81	540.66	546.65
电	采购量（KWH）	6,638,028	19,917,630	108,523,307	69,935,446
	平均价格（元/KWH）	0.59	0.68	0.48	0.42
粘土	使用量（吨）		10,423	118,875.90	92,361.77
	平均价格（元/吨）		2.5	3.33	4

资料来源：公司提供

原材料方面，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；同时，云南尖峰利用当地褐煤资源多、价格相对较低的优势，研究开发了在水泥生产中使用褐煤的新技术，有效的降低了生产成本。

总体看，公司水泥业务在原材料与成本方面具备一定的优势，对公司产品市场竞争力的提升有积极的作用。

（2）产品生产

公司在湖北和云南各拥有一条水泥生产线，水泥总产能达 350 万吨/年，其中湖北生产线于 2008 年正式投产，水泥年产能达 200 万吨/年；云南生产线已于 2013 年投产，目前部分辅助工程还在建设中，设计产能为日产 3,000 吨水泥熟料，水泥年产能 150 万吨/年。

公司湖北生产线采用的是新型干法生产工艺，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。

云南尖峰生产基地年产能 150 万吨，于 2013 年 5 月投产，此后，云南尖峰一方面继续实施后续办公楼、宿舍楼等辅助工程的建设；另一方面组织力量进行技术攻关，稳定窑况，提高设备有效运转率、熟料质量和褐煤使用率；同时努力拓展市场，以优良的品质、完善的服务，在滇西南地区树立“尖峰”品牌的良好口碑。以重点工程、商砼搅拌站为主要客户，提高工程市场占有率，目前已基本实现产销平衡。

公司生产的“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。

从产量来看，随着生产工艺的优化以及产能利用率的提高，以及 2013 年云南日产 3,000 吨水泥熟料生产线投产，公司水泥产量³逐年提高，2013 年公司产量达 495.93 万吨（表 6）。2013 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 40.57%，其次为复合硅酸盐 32.5 水泥和水泥熟料，占比分别为 24.26%和 26.06%。

表 6 近三年公司水泥产品产量和销量情况

品种	项目	2011 年	2012 年	2013 年
普通硅酸盐 42.5 水泥	产量（吨）	1,062,970.00	1,198,949.74	2,011,827.36
	销量（吨）	1,055,306.00	1,193,782.68	2,005,708.52
	均价（元/吨）	312.91	251.58	242.18
普通硅酸盐 52.5 水泥	产量（吨）	64,069.00	46,123.18	165,327.42
	销量（吨）	64,537.00	44,153.82	165,991.14
	均价（元/吨）	287.28	280.02	247.36
复合硅酸盐 32.5 水泥	产量（吨）	586,931.00	748,217.17	1,203,331.45
	销量（吨）	574,974.00	751,315.25	1,198,248.85
	均价（元/吨）	277.04	226.84	217.23
矿渣硅酸盐 32.5 水泥	产量（吨）	209,389.00	285,480.66	286,518.60
	销量（吨）	215,216.00	279,765.77	290,307.77
	均价（元/吨）	270.57	218.12	216.41
水泥熟料	产量（吨）	414,512.00	480,669.55	1,292,338.31
	销量（吨）	414,065.00	423,101.94	449,488.26
	均价（元/吨）	297.49	203.02	193.66
合计	产量（吨）	2,337,871.00	2,759,440.30	4,959,343.14
	销量（吨）	2,324,098.00	2,692,119.46	4,109,744.54
	均价（元/吨）	296.66	234.03	227.99

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；合计均价系由各品种水泥均价按销量加权计算所得

总体看，公司水泥生产的工艺水平较高，随着水泥行业回暖以及云南尖峰日产 3,000 吨水泥生产线投产，公司水泥产量情况逐年上升，公司水泥工业生产状况良好。

（3）市场销售

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。2013 年以来，大冶尖峰在鄂东南激烈的市场竞争环境下，采取了淡季出量保平衡，旺季提价保效益的营销策略。云南尖峰日产 3,000 吨水泥熟料生产线投产以来，云南尖峰一方面继续实施后续办公楼、宿舍楼等辅助工程的建设；另一方面组织力量进行技术攻关，稳定窑况，提高设备有效运转率、熟料质量和褐煤使用率；同时努力拓展市场，以优良的品质、完善的服务，在滇西南地区树立“尖峰”品牌的良好口碑。

公司以鄂东南地区为目标市场，分为武汉、黄石、黄冈、咸宁及阳新五大片区，辐射到江西、安徽及河南。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。

³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

公司水泥产品的销量由 2011 年的 232.41 万吨增长至 2013 年的 410.97 万吨，但受水泥行业产能过剩，以及云南市场尚处于开拓过程中影响，近三年的产销率分别为 99.41%、97.56%和 82.87%。

受水泥行业产能过剩影响，近几年公司各种水泥产品价格均呈逐年下降的走势（表 6），2013 年公司水泥销售均价 227.99 元/吨，低于上年 234.03 元/吨的水平。

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，2013 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 16.09%，公司没有对主要客户产生依赖，公司水泥板块下游客户的销售集中度不高。

表 7 2013 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	3,817.30	4.07
客户 2	3,125.18	3.34
客户 3	2,756.88	2.94
客户 4	2,694.75	2.88
客户 5	2,682.62	2.86
合计	15,076.73	16.09

资料来源：公司提供

2013 年，公司水泥、熟料业务共实现销售收入 93,696.42 万元，其中湖北地区收入占比 67.08%，毛利率 29.51%，毛利率水平较好；云南地区收入占比 32.92%，毛利率 19.08%，毛利率水平有待提高。

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，近几年受行业产能过剩影响，水泥产品的产销率有所降低。云南尖峰日产 3,000 吨水泥熟料生产线已经投产，云南作为我国连接东南亚和南亚国家的陆路交通枢纽，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。公司水泥板块前景较为广阔。

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、门冬氨酸氨氯地平片、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 2011 年的 21,835.64 万元增长至 2013 年的 26,496.55 万元；毛利水平从 2011 年的 11,778.97 万元增长至 2013 年的 13,870.17 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。

2013 年，公司医药工业采购额为 10,605.27 万元，其中对前五大供应商采购金额占全部采购额的 31.33%（表 8），采购集中度较低。

表8 2013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	1,095.02	10.33
客户2	669.29	6.31
客户3	611.06	5.76
客户4	492.56	4.64
客户5	454.70	4.29
合计	3,322.63	31.33

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、醋氯芬酸缓释片、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	醋氯芬酸缓释片	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2013年不同医药产品之间产能利用率相差较大，其中粉针剂（头孢菌素类）、片剂、滴丸剂、植物提取剂、头孢原料药生产线运行情况较为理想，产能利用率均在90%以上；冻干粉针剂生产线运行状况一般，产能利用率65.00%；胶囊剂和滴眼液剂生产线受市场需求不足的影响，产能利用率有待提高。

表10 2013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	1400	1460	104.29%
冻干粉针剂	万支	760	494	65.00%
胶囊剂	万粒	5000	400	8.00%
片剂	万片	6000	10441	174.02%
滴丸剂	万粒	12000	11761	98.01%
滴眼液剂	万瓶	750	180	24.00%
植物提取剂	吨	3	2.7	90.00%
头孢原料药	吨	10	9.63	96.30%

资料来源：公司提供

从产量来看，除注射用盐酸头孢甲肟外，公司主要医药产品产量均保持较高的增速（表11）。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2011年的342万支、180万支、108万支、75万支、39万支、18万支增长到2013年的797万支、226万支、129万支、118万支、111万支、47万支。2013年公司注射用盐酸头孢甲肟产量742万支，与2011年基本持平。

表11 近三年公司主要医药产品产销情况（单位：万支）

产品	2011年		2012年		2013年	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
注射用盐酸头孢甲肟 1.0	747	794	544	523	742	552
L-门冬氨酸氨氯地平片 7.5	342	342	584	582	797	753
盐酸帕罗西汀片	180	179	221	210	226	246
玻璃酸钠滴眼液	108	98	147	117	129	133
愈风宁心滴丸	75	71	90	87	118	122
醋氯芬酸缓释片	39	37	62	59	111	103
注射用喷昔洛韦	18	19	28	27	47	30

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。

2013年，公司围绕“规范管理、加强创新、抢占市场、适时扩张”的经营思路，全力以赴抓项目建设，金西生产基地的土建工作已基本完成，进入设备安装阶段，其中的冻干粉针生产线、国产头孢无菌分装粉针生产线已进入GMP认证阶段。以提升营销能力为重点，以基药招标为抓手，加强了对基药招标工作的激励与考核，同时加强终端考核力度，对代理销售强化跟踪管理与重点事项协同，规范了销售行为，提升了工作效率。公司的主要产品，L-门冬氨酸氨氯地平片、醋氯芬酸缓释片、愈风宁心滴丸等品种的销量均有较大增长，注射用盐酸头孢甲肟的销量保持平稳，略有回升。

在L-门冬氨酸氨氯地平片等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。2013年公司医药工业实现主营收入26,496.55万元，同比增长了14.98%；实现毛利润13,870.17万元，同比增长了16.20%。公司整体控制成品库存的能力尚可，2013年，除注射用盐酸头孢甲肟和注射用喷昔洛韦外，公司主要医药产品的产销率均在90%以上。

从销售集中度来看，2013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28.22%（表12），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，存在一定的客户集中度较高的风险。

表 12 2013 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	4,144.25	15.64
客户 2	1,163.00	4.39
客户 3	1,064.53	4.02
客户 4	559.50	2.11
客户 5	544.88	2.06
合计	7,476.16	28.22

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，代理销售网络覆盖全国28个省，临床直销模式主要覆盖浙江省内的客户，医药产品的销售规模不断增长，产销率处于较高水平，同时公司代理销售的占比较高，存在一定的客户集中度较高的风险。

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，公司合并持有尖峰连锁99.21%的股权，目前主要经营区域为浙江省金华市。

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，2013年向前五大供应商采购金额占全部采购额的19.76%（表13）。

表 13 2013 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	4,426.8	7.00
客户 2	2,250.62	3.56
客户 3	1,996.78	3.16
客户 4	1,981.49	3.13
客户 5	1,837.18	2.91
合计	12,492.87	19.76

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，2011年~2013年分别达到54,705.91万元、59,741.47万元、65,602.50万元。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，2013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13.82%（表14）。

表 14 2013 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	2,417.36	3.68
客户 2	2,265.67	3.45
客户 3	1,938.55	2.95
客户 4	1,923.20	2.93
客户 5	1,877.94	2.86
合计	10,422.72	15.88

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。

公司获得的投资收益规模较大，南方水泥、天士力集团、南方尖峰等投资企业的业绩较好，公司的投资收益有效增强了公司抵御风险的能力。近三年公司取得的投资收益分别为17,674.74万元、14,529.85万元、13,477.27万元（表15）。

表15 近三年公司的投资收益情况（单位：万元）

被投资企业	核算方法	持股比例 (截至 2013 年底)	2011 年	2012 年	2013 年
天士力控股集团有限公司	权益法	20.76%	5,098.49	8,099.33	7,085.50
浙江金华南方尖峰水泥有限公司	权益法	35.00%	8,300.96	2,459.50	3,594.21
南方水泥有限公司	成本法	1.05%	3,299.18	2,100.00	642.11
浙江金发集团股份有限公司	成本法	19.88%	660	660	660
金华银行股份有限公司	成本法	4.43%	324.73	324.73	357.2
广西虎鹰水泥有限公司	成本法	17.395	--	790.48	1160
浙江省广电科技股份有限公司	权益法	22.68%	61.97	75.93	-21.75
浙江同伴科技有限公司	权益法	0.00%	-70.58	-0.07	--
金华市尖峰包装材料有限公司	成本法	0.00%	--	19.95	--
合计			17,674.75	14,529.85	13,477.27

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；

2013年6月“天津天士力集团有限公司”名称变更为“天士力控股集团有限公司”

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规模较大，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4.63亿元，资金全部由公司自筹。2012年12月整条生产线开始联动运行，该项目的7MW低温余热发电系统于2013年1月实现并网发电。截至2014年6月底，该项目生产线已经基本达产。该生产线日产水泥熟料3,000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，随着该项目逐渐达产，公司水泥工业的经营规模得到一定的增长。

(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。截至 2014 年 6 月底，金西项目土建工程已基本完成，进入设备安装阶段，其中的冻干粉针生产线、国产头孢无菌分装粉针生产线已进入 GMP 认证阶段。

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. 经营效率

2011 年~2013 年，公司资产总额、所有者权益、营业收入和营业成本的复合增长率分别为 10.20%、10.38%、14.37%和 17.55%，受近三年公司投资收益逐年减少的影响，公司净利润近三年复合增长率为-12.98%。总体看，公司近三年经营状况良好、发展速度较快。

随着公司经营规模的扩大，应收账款逐年增长，公司近三年应收账款周转次数处于较好水平，2011~2013 年的应收账款周转次数分别为 12.68 次、11.19 次和 12.39 次。

近三年公司营业成本逐年增长，特别是 2013 年公司营业成本增幅较大，近三年年均增长 17.53%，公司存货增长速度（近三年年均增长 6.78%）低于销售收入的增长，使得近三年存货周转次数呈现逐年上升的态势，2011~2013 年的存货周转次数分别为 7.51 次、7.70 次和 9.29 次。

公司 2013 年营业收入增幅较大，2012 年营业收入与 2011 年基本持平；与此同时，公司资产总额近三年呈先缓后急的走势。受此影响，近三年公司总资产周转次数出现一定波动，2011~2013 年的总资产周转次数分别为 0.69 次、0.61 次和 0.72 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，以及云南市场的拓展，公司未来经营效率有望得到提高。

8. 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，进一步完善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，依托现有控股的大冶、普洱两个水泥生产基地，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。

健康品业务板块，公司将以现有的植物提取业务为基础，向健康品产业延伸，以保健食品、植物提取物、精品中药材及新型饮片为主要发展方向。加快丰富“舒尼美”系列产品，利用公司拥有的百年老字号“仁寿堂”品牌，打造精品中药材及新型饮片业务。

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达产，金西项目的稳步推进，健康品业务板块的整合，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2011~2013年度财务报告均已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年出具的均为标准无保留审计意见，公司2014年1~6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》。2012年公司新纳入合并范围的子公司3家；2013年公司因投资设立新纳入合并范围的子公司1家（金华尖峰医药技术研究有限公司），因注销减少合并范围子公司1家（金华新联陶瓷有限公司）。2013年，公司纳入合并报表范围的公司共18家。公司相关会计政策连续，主营业务未发生变化，财务数据可比性强。

截至2013年底，公司合并资产总额320,490.43万元，负债合计130,905.86万元，所有者权益（含少数股东权益）189,584.57万元。2013年公司实现营业收入215,139.86万元，净利润（含少数股东损益）23,679.04万元；经营活动产生的现金流量净额15,051.00万元，现金及现金等价物净增加额2,804.81万元。

截至2014年6月底，公司合并资产总额330,058.58万元，负债合计124,263.23万元，所有者权益（含少数股东权益）205,795.35万元。2014年1~6月公司实现营业收入108,480.56万元，净利润（含少数股东损益）18,722.53万元；经营活动产生的现金流量净额11,421.41万元，现金及现金等价物净增加额-2,673.06万元。

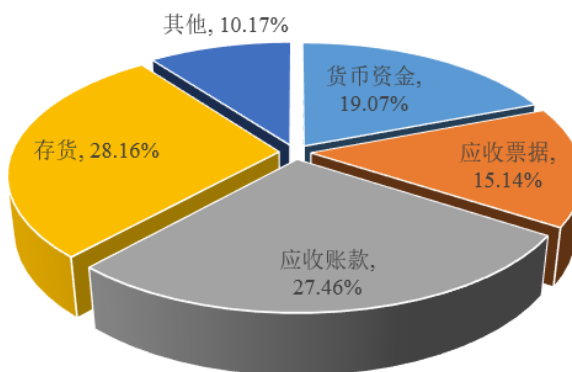
2. 资产质量

2011年~2013年公司资产规模稳步增长，年均增长10.20%。截至2013年底，公司资产总额为320,490.43万元，其中非流动资产合计占比79.07%，流动资产占比20.93%。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

公司流动资产近三年有一定波动，年均增长率-0.64%，截至2013年底，公司流动资产合计67,076.89万元，以货币资金、应收票据、应收账款和存货为主（图7）。

图7 2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至2013年底，公司货币资金为12,788.38万元，近三年波动下降，年均减少4.30%。货币资金主要以人民币银行存款为主，库存现金较少。此外，使用受限的货币资金包括信用证保证金18.68万元及支付宝存款13.08万元。

截至2013年底，公司应收票据为10,157.25万元，近三年波动幅度较大，2013年底公司应收票据同比大幅增长83.69%，主要系子公司票据结算增加所致。

截至2013年底，公司应收账款账面余额为18,419.22万元，近三年年均增长16.45%，略低于

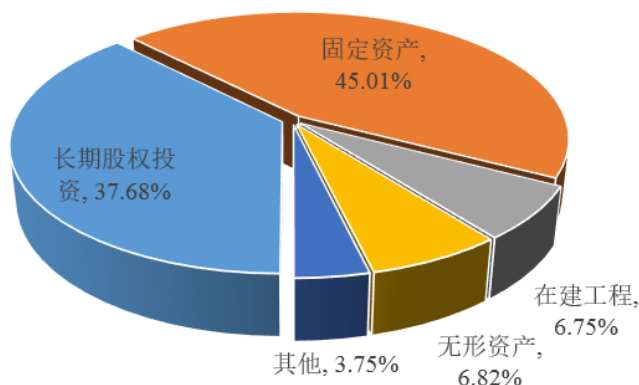
同期营业收入增长速度。公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中,账龄在1年以内占94.23%,不能回收的风险较低。公司共计提应收账款坏账准备1,079.77万元(占比5.54%),计提比例正常。公司前五名应收账款合计占应收账款余额比例为16.29%,集中度一般。

截至2013年底,公司存货余额为18,890.66万元,近三年年均增长6.93%,共计提跌价准备359.36万元(占比1.87%)。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2013年底,公司非流动资产合计为253,413.54万元,近三年年均增长13.72%,非流动资产以长期股权投资(占比37.68%)、固定资产(占比45.01%)、在建工程(占比6.75%)和无形资产(占比6.82%)为主(图8)。

图8 2013年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

截至2013年底,公司长期股权投资为95,477.97万元,近三年年均增长10.91%,公司主要的长期股权投资总体保持稳步增值的态势。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9家企业;公司持有的长期股权投资具有较大的增值空间及变现价值。投资收益是公司利润的重要组成部分,公司在天士力集团、南方水泥、南方尖峰水泥等联营、参股企业获取的投资收益较高。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是公司的发展战略之一,预计未来公司仍将持有金额较大的长期股权投资。

表16 公司近三年主要长期股权投资情况⁴(单位:万元)

被投资单位名称	2011年 12月31日	2012年 12月31日	2013年 12月31日	核算方法	持股比例 (2013年底)
对联营企业投资:					
天士力集团	35,239.73	39,984.44	52,463.11	权益法	20.76
南方尖峰水泥	21,182.28	16,641.78	18,835.99	权益法	35.00
广电科技	1,186.53	1,222.46	1,160.71	权益法	22.68
同伴科技	155.16	155.09	--	权益法	0.00
其他股权投资:					
南方水泥	10,500.00	10,500.00	10,500.00	成本法	1.05

⁴截至2013年底,公司已不再持有浙江同伴科技有限公司、北京勤益科技投资管理有限公司和金华市尖峰包装材料有限公司股权。

浙江金发集团股份有限公司	3,636.38	3,636.38	3,636.38	成本法	19.88
金华银行股份有限公司	3,100.00	3,100.00	6,636.30	成本法	4.43
博信电池（上海）有限公司	2,000.00	2,000.00	2,000.00	成本法	15.00
广西虎鹰水泥	2,000.00	2,000.00	2,000.00	成本法	17.39
杭州华氏医药有限公司	217.58	217.58	217.58	成本法	19.00
黄石九禾贸易有限公司	--	120.00	120.00	成本法	6.54
浙江嘉兴三塔建材股份有限公司	92.48	92.48	92.48	成本法	1.95
浙江八达股份有限公司	33.00	33.00	33.00	成本法	0.41
北京勤益科技投资管理有限公司	475.00	-	-	成本法	0.00
金华市尖峰包装材料有限公司	19.00	-	-	成本法	0.00
合计	79,837.14	79,703.21	97,695.55		--

资料来源：公司年报

截至 2013 年底，公司固定资产原值 155,203.38 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 39,886.59 万元，固定资产成新率 74.30%，成新率尚可。

近三年，公司在建工程逐年减少，年均减少 17.69%。随着云南尖峰水泥生产线及配套工程完工转入固定资产，以及尖峰药业金西项目（一期）的推进，截至 2013 年底，公司在建工程 17,094.90 万元，同比减少 11.99%。

截至 2013 年底，公司无形资产为 17,295.01 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 2014 年 6 月底，公司资产总额为 330,058.58 万元，较年初增长 2.99%，主要来自公司长期股权投资的增长，公司非流动资产占比较年初稍有上升。

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。

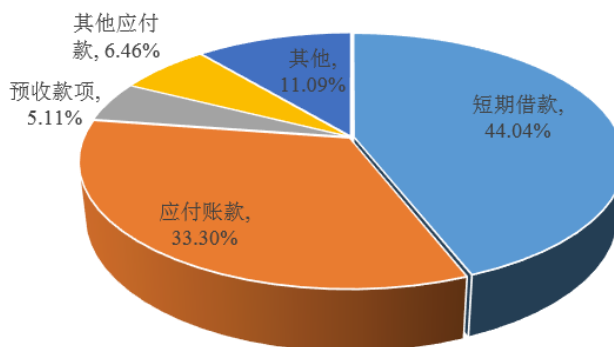
3. 负债及所有者权益

负债

截至 2013 年底，公司负债合计 130,905.86 万元，较年初增长 15.65%，以流动负债为主（占比 69.93%）。近三年公司负债年均增长 9.95%，资产负债率分别为 41.04%、40.74%和 40.85%。

截至 2013 年底，公司流动负债合计为 91,542.97 万元，流动负债主要由短期借款（占比 44.04%）、应付账款（占比 33.30%）、预收款项（占比 5.11%）和其他应付款（占比 6.46%）构成（图 9）。

图 9 2013 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

截至 2013 年底，公司短期借款为 40,317.01 万元，以抵质押借款、保证借款为主；应付账款为 30,485.23 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 4,678.53 万元，主要为公司水泥板块下游客户预付款；其他应付款为 5,909.89 万元，主要包括押金保证金、拆借款等。

截至 2013 年底，公司非流动负债合计为 39,362.89 万元，同比增长 232.95%，近三年平均增长 43.97%，非流动负债主要由长期借款和应付债券组成。其中长期借款为 8,600.00 万元，同比大幅增长系 2013 年从银行取得长期借款较多所致；应付债券 29,677.98 万元，系 2013 年 6 月，公司向社发行本次公司债券（第一期）3 亿元所致。

截至 2013 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 16.80%、29.54%和 40.85%。2013 年末公司全部债务为 79,494.99 万元，其中短期债务 41,217.01 万元，存在一定短期偿还压力。

截至 2014 年 6 月底，公司负债合计 124,263.23 万元，较年初减少 5.07%，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 15.69%、25.78%和 37.65%，与年初相比稍有下降。2014 年上半年公司归还部分短期借款，截至 2014 年 6 月底，公司全部债务 71,495.38 万元，较年初减少 10.06%。

所有者权益

近三年公司所有者权益以年均 10.38%的速度增长，主要是未分配利润积累较快。截至 2013 年底，公司所有者权益合计 189,584.57 万元，其中归属于母公司所有者权益 173,699.76 万元，占所有者权益合计的 91.62%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 19.81%，资本公积占 30.11%，盈余公积占 5.70%，未分配利润占 44.38%。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有待提高。

截至 2014 年 6 月底，公司所有者权益合计 205,795.35 万元，较年初增长 8.55%，其中归属于母公司所有者权益 191,565.44 万元，占所有者权益合计的 93.09%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 17.96%，资本公积占 27.90%，盈余公积占 5.17%，未分配利润占 48.97%。由于 2014 年上半年公司经营业绩较好，未分配利润较年初增长 21.71%。

总体看，近年来公司负债规模增长平稳，以流动负债为主，2013 年公司非流动负债增幅较大，流动负债稍有减小，非流动负债占比有所升高，公司债务结构渐趋合理，整体债务负担适中；近三年公司所有者权益平稳增长，主要来自未分配利润的增加，公司所有者权益中资本公积和未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性有待提高。

4. 盈利能力

2013 年公司实现营业收入 215,139.86 万元、营业利润 26,787.21 万元、净利润 23,679.04 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 14.37%、17.55%、-12.98%。其中，2013 年公司营业收入较 2012 年增长 30.46%，主要系子公司云南尖峰水泥有限公司日产 3,000 吨水泥熟料生产线投产，公司水泥板块收入较上年大幅增加所致。

利润构成方面，2013 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 50.48%。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 15.98%，略高于同期营业收入年均 14.37%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 40.47%、44.26%和 15.27%。公

司管理费用与销售费用占比较高, 2013 年公司销售费用较上年增长 30.46%, 主要系子公司浙江尖峰生物科技有限公司广告代言费增加, 以及云南尖峰水泥有限公司收入增长销售费用上升所致。2011 年~2013 年公司费用收入比分别为 13.25%、15.36%和 13.63%, 近三年公司期间费用率有一定的波动。

收入利润构成方面, 公司投资收益近三年年均减少 13.12%, 2013 年公司投资收益 13,522.18 万元, 投资收益占营业收入的比重由上年的 8.90%下降至 6.29%; 投资收益占营业利润的比重由上年的 70.37%下降至 50.48%; 但投资收益仍是公司利润的重要来源, 但随着水泥和医药等主营业务的飞快发展, 主营业务贡献的利润占比不断提高。

2013 年公司主营业务毛利率为 20.38%, 营业利润率为 20.26%, 较上年分别 19.39%和 19.18%的水平有所提高; 总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 12.10%、10.99%、13.37%, 较 2012 年均稍有上升, 主要原因是 2013 年公司水泥业务利润的大幅增长, 医药业务的利润保持稳定从而提高了相关收益率指标。

2014年上半年, 公司实现营业收入108,480.56万元, 利润总额22,170.28万元, 分别同比增长了12.25%和79.23%。主要是2013年投产的公司子公司云南尖峰水泥有限公司日产3,000吨水泥熟料生产线基本达产, 公司水泥产品的销量同比增加, 且上半年公司煤炭采购价格下降, 水泥产品的售价也同比有所上涨, 以及公司子公司浙江尖峰药业有限公司的产品销量同比增长, 公司参股的浙江金发集团股份有限公司本期的分红比去年有所增加等原因所致。总体看, 近年来公司经营状况整体保持良好。

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, 2013年公司经营活动现金流入量与流出量均较上年有较大增幅, 公司近三年经营活动现金流净额分别为18,403.77万元、11,201.97万元和15,051.00万元。从收入实现质量来看, 近三年公司的现金收入比分别为115.60%、112.41%和109.87%, 公司收入实现质量较高。

从投资活动看, 由于固定资产投资支出相对较多, 公司投资活动现金流以净流出为主, 公司近三年投资活动现金流净额分别为-18,281.18万元、-9,297.32万元和-18,010.11万元。

从筹资活动看, 公司近三年筹资活动现金流入量与流出量逐年增长, 筹资活动现金流净额分别为-7,215.15万元、-805.80万元、5,863.56万元。近年来公司主要通过短期银行借款和发行债券筹集资金, 筹资活动现金流出也主要表现在偿还债务方面, 2013年公司取得借款与发行债券收到的现金较多, 受此影响公司筹资活动现金流表现为净流入5,863.56万元。

2014年1~6月, 公司经营活动现金流净额为11,421.41万元; 投资活动现金流净额为-4,018.27万元; 筹资活动现金流净额为-10,099.81万元, 主要系2014年上半年公司偿还部分短期借款所致。

总体看, 公司投资活动现金净流出规模较大, 经营活动产生的现金流量无法满足公司的投资需求, 公司有一定的对外融资需求。

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, 以银行流动借款为主, 以长期债券为辅的融资方式, 与公司资产结构特点不相匹配, 使得2013年公司流动比率、速动比率分别为0.73倍和0.53倍, 略低于一般正常水平。

2013年公司现金短期债务比为0.56，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16.44%，经营现金利息偿还能力为3.23，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。考虑到公司拟通过本次发行公司债券调整债务结构，降低短期债务融资比例，公司未来短期偿债能力将得以增强。

从长期偿债能力指标来看，2011年~2013年公司EBITDA分别为47,570.56万元、33,014.32万元和41,315.92万元，2013年EBITDA利息倍数为8.86倍，公司EBITDA对利息的保障程度较高，EBITDA全部债务比为0.52倍，随着公司2013年成功发行本次公司债券的第一期，EBITDA对全部债务的保障能力有所下降；经营现金债务保护倍数0.19，随着公司负债规模的增长，公司经营活动现金流对全部债务的保障能力稍有下降；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为负值。总体看，公司目前长期偿债指标一般，考虑到公司持有的长期股权投资具有较大的增值空间及变现价值，以及未来云南水泥生产基地的经济效应逐步释放，公司的长期偿债能力应属较强。

截至2014年6月底，公司对外担保金额为35,000.00万元，其中一笔为公司与浙江凯恩特种材料股份有限公司之间实行总额度为5,000万元的等额互保。另一笔30,000万元为系因本次公司债（第一期）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2014年6月底，公司不存在对其生产经营有重大影响的未决诉讼。

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2014年6月底，公司拥有的银行授信总额为13.01亿元，其中已使用4.42亿元。

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，以及持续稳定的投资收益，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2014年6月底，公司债务总额为71,495.38万元。本期拟发行公司债规模不低于3亿元，为本次公司债券（规模不超过6亿元）的第二期，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2014年6月底财务数据为基础，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24.92%、33.03%和42.84%，债务指标数值处于适中水平。

总体看，相对于公司目前的债务规模，本期债券的发行对公司的债务负担有一定影响，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2013年的财务数据为基础，公司2013年EBITDA为41,315.92万元，为本次公司债券发行额度（6亿元）的0.69倍，为本期计划发行公司债券（3亿元）的1.38倍，EBITDA对本期债券的覆盖程度较高。

公司2013年经营活动产生的现金流入量239,869.12万元，为本次公司债券发行额度（6亿元）

的 4.00 倍，为本期计划发行公司债券（3 亿元）的 8.00 倍；公司 2013 年经营活动产生的现金流量净额为 15,051.00 万元，为本次公司债券发行额度（6 亿元）的 0.25 倍，为本期计划发行公司债券（3 亿元）的 0.50 倍，公司经营活动现金流量规模较大，对本期债券覆盖程度一般。

截至 2014 年 6 月底，公司现金类资产 20,066.36 万元，为本债券发行额度（6 亿元）的 0.33 倍，为本期债券发行额度（3 亿元）的 0.67 倍，现金类资产对本期债券的覆盖程度尚可。

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

根据天士力控股集团有限公司（以下简称“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 月成立的天津市天士力联合制药公司。1998 年 4 月，天津市天士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。2013 年 6 月 9 日，经国家工商行政总局审核同意，天士力集团名称变更为“天士力控股集团有限公司”。历经多次增资扩股，截至 2014 年 6 月底，天士力集团注册资本 2.38 亿元，其中天津帝士力投资控股集团有限公司持股 61.68%，浙江尖峰集团股份有限公司持股 20.76%，天津市中央药业有限公司持股 17.56%。自然人闫希军通过控股天津富华德科技开发有限公司间接控股帝士力（另外两名股东闫凯境、吴道峰为闫希军的一致行动人），是天士力集团的实际控制人。截至 2014 年 6 月底，天士力集团总部设有财务中心等 10 个职能部门；拥有 45 家全资及控股一级和二级子公司，其中包括一家上市公司。天士力集团是上市公司天士力制药集团股份有限公司（简称“天士力”，股票代码 600535）的第一大股东，天士力集团持有天士力 47.27% 的股权。

截至 2013 年底，天士力集团合并资产总额 135.50 亿元，负债合计 85.26 亿元，所有者权益（含少数股东权益）50.24 亿元。2013 年天士力集团实现营业总收入 118.42 亿元，净利润（含少数股东损益）9.53 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.97 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.25 亿元。

截至 2014 年 6 月底，天士力集团合并资产总额 149.64 亿元，负债合计 95.74 亿元，所有者权益（含少数股东权益）53.90 亿元。2014 年 1~6 月，天士力集团实现营业总收入 64.25 亿元，净利润（含少数股东损益）6.60 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -0.16 亿元，现金及现金等价物净增加额 -1.68

亿元。

（2）规模与竞争力

天士力集团是实践中药现代化的领军企业，经过多年的发展，逐步发展成为以大健康产业为主线、以制药业为中心，业务涵盖现代中药、化学药、生物制药、保健品和健康食品等领域的高科技企业集团，重点产品包括复方丹参滴丸、养血清脑颗粒、水林佳、藿香正气滴丸等心血管、脑血管、肝病用药。“天士力”商标于 2005 年被国家工商总局商标局认定为天津市首例医药类“中国驰名商标”。

中药制药方面，天士力集团形成了集研发、药材种植、提取、药品制剂生产和销售为一体的现代中药产业链，并在各环节推行标准化管理。天士力集团率先在国内建立了符合国际标准的中药材生产质量管理规范（GAP）药源基地；首创中药提取生产质量管理规范（GEP）概念，解决了中药材有效成分的萃取和毒性成分、重金属含量及农药残留量的纯化处理问题，全部生产剂型均符合国家药品生产质量管理规范（GMP）。天士力集团核心产品复方丹参滴丸为独家生产品种，在国内心脑血管同类产品市场占有率排名前列，是中国第一例圆满完成向美国食品与药品监督管理局（FDA）申请 II 期临床试验的中成药。养血清脑颗粒 2012 年实现了销量的快速增长，并于 2013 年 5 月进入《国家基本药物目录》（2012 版）；益气复脉粉针剂、水林佳、芪参益气滴丸等十余个单品种药品销售收入超过亿元。

化学药方面，天士力集团化学药以化学原料药和口服固体制剂为主，形成了抗肿瘤用药、心血管用药、精神类用药及保肝护肝用药等产品系列。化学原料药主要品种有替莫唑胺、氟他胺、尼可地尔、舒必利等 12 个品种；口服固体制剂主要是片剂、胶囊剂，产品包括蒂清、帝益洛、阿贝他、文飞品种，目前设计总产能 22 亿片（粒），其中，片剂 17 亿片，硬胶囊剂 5 亿粒。蒂清和阿贝他等已经列入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2009 年版）》。

生物制品方面，天士力集团生物制药主要涉及基因工程药物和疫苗等领域，代表产品为重组人尿激酶原。重组人尿激酶原是 2011 年唯一获批的一类生物新药，目前已开始进行四期临床试验。

整体看，天士力集团在中药生产方面已经形成了较为完备的产业链，具备较强的抗风险能力；化学药、生物药方面投入较大，近年来发展良好；主要产品复方丹参滴丸市场占有率高，且在国际化探索方面取得阶段性成果，竞争优势突出。

（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制药集团股份有限公司（天士力集团持股 47.27%的）和江苏天士力帝益药业有限公司；医药商业的运营主体主要是天士力制药集团股份有限公司的控股子公司天士力医药营销集团有限公司

2013 年，天士力集团实现主营业务收入 117.39 亿元，同比增长 18.06%。从 2013 年的收入结构看，医药商业板块占 51.73%，医药工业板块占 41.93%，其他业务占 6.34%。

从毛利率来看，近三年天士力集团毛利率逐年增长，2011 年为 29.95%；2012 年为 37.25%，较 2011 年明显增长，主要是天士力集团中药材基地种植面积扩大及种植效率提高，原材料成本有所下降；2013 年由于天士力集团销售结构略有变化，盈利能力较强的医药工业板块占比上升，天士力集团毛利率达到 38.92%。

2014 年 1~6 月，天士力集团实现主营业务收入 61.09 亿元，占到 2013 年的 52.04%，其中医药商业占 51.15%、医药工业占 48.48%。

表 17 近三年天士力集团主营业务情况（单位：亿元，%）

业务	2011 年			2012 年			2013 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药商业	61.81	67.36	8.88	58.48	58.82	5.61	60.73	51.73	5.15
医药工业	24.34	26.52	73.05	34.24	34.44	83.97	49.22	41.93	75.00
其他	5.61	6.12	75.06	6.70	6.74	74.78	7.44	6.34	75.93
合计	91.76	100.00	29.95	99.43	100.00	37.25	117.39	100.00	38.92

资料来源：天士力集团提供

注：其他业务是指天士力集团的保健品及海外营销。

（4）经营分析

医药工业板块

（1）原材料采购

天士力集团中成药生产所需主要原料药材为丹参和三七。天士力集团在陕西商洛建立了丹参种植基地和仓储中心，该药源基地为首家通过国家 GAP 认证的药材种植基地，种植面积 14,200 亩，其中丹参种植面积 13,200 亩，产出丹参全部供于天士力集团生产，目前已可充分保障天士力集团对丹参药材的需求。天士力集团在云南文山设立子公司，通过向当地符合资质的供应商采购三七，结算方式一般为现款现货。天士力集团根据三七市场价格变化和生產需求对三七药材进行战略储备，在一定程度上避免三七药材价格或供应量的大幅波动对天士力集团生产经营造成的不利影响。同时，天士力集团在云南文山按照 GAP 要求建设良种育苗基地 1,080 亩和三七生产基地 5,400 亩，以满足现有产品产能扩张和开发新品对原料的需求，进一步加强对三七药材的品质和供应管理。

天士力集团化学药生产所需的原材料主要有右佐匹克隆、水飞蓟素、氨基物、氨磺甲酯、盐酸苯海索等。天士力集团化学药的原材料通过经销商或者医药公司采购，一般根据实际库存确定采购量，对于小品种且季节性较强的原料，采用集中采购的方式，如盐酸苯海索；对于较为稀缺的原料，天士力集团每次至少采购半年的用量，以防价格上涨，如消旋山莨菪碱；对于战略采购的，一般至少库存 1 年的用量。2013 年，化学原料的主要供应商有盘锦华成制药有限公司、江苏恒祥化工有限公司、苏州诚和医药包装有限公司、鲁药集团有限公司、南京东沛国际贸易集团有限公司等，由于化学药原材料市场竞争较为激烈，天士力集团对供应商的依赖程度一般。

整体看，天士力集团主要原材料自给率较高，采购渠道稳定性较好，成本控制能力较好。

（2）生产情况

天士力集团拥有国内一流的现代中药生产车间、目前国内生产能力最强的全自动滴丸生产设备（100 滴/秒）及全自动外包装生产线，可实现生产数据的在线采集、质量标准的实时监控、物流信息的追踪管理、设备状态的自诊分析等过程控制。

表 18 天士力集团主要产品的产能利用率（单位：%）

产 品	项 目	2011 年	2012 年	2013 年
复方丹参滴丸	产能利用率	118.59	93.55	95.40
	产销率	96.60	103.87	97.31
养血清脑颗粒（丸）	产能利用率	117.99	97.80	93.30
	产销率	98.49	100.47	91.07
水林佳	产能利用率	125.74	92.58	96.01

	产销率	94.81	89.49	98.52
化学原料药	产能利用率	140.00	90.00	27.20
	产销率	91.00	71.84	110.00
化学药制剂	产能利用率	108.00	85.00	32.30
	产销率	91.00	85.22	103.00

资料来源：天士力集团提供

天士力集团主导产品复方丹参滴丸在心脑血管中成药市场占有率较高，2011~2013 年基本处于满负荷生产状态，产销率均在 93%以上；养血清脑颗粒（丸）2009 年以来市场需求迅速增加，带动产量大幅增长，产能利用率和产销率在 91%以上；水林佳于 2004 年投放市场，近年产能利用率逐年提高，销量逐步增长，产销率较高；化学原料药和化学制剂 2010~2011 年产销率和产能利用率均较高，2012 年有所下滑，主要受子公司江苏帝益生产基地搬迁影响，2013 年由于天士力集团新生产线建成投产，天士力集团化学原料药和化学制剂产能利用率大幅下滑；天士力集团生物制品目前仍处于起步阶段，尚未正式投产。目前天士力集团主导产品销售情况良好，仍存在一定的市场空间。

整体看，天士力集团生产设备先进，产品质量控制水平较高，化学药以外的其他产品产能释放较为充分，产销率较高，近年来生产经营较为稳定。

（3）产品销售

天士力集团产品通过控股子公司天士力营销集团对外销售。在销售模式上，面向全国各地选择优质的医药经销商进行分销，结算方式上主要采用银行票据和电汇。天士力营销集团目前已在北京、广东、陕西、山东、天津、湖南、辽宁等省市建立 22 个子公司；在辽宁、陕西拥有两个大型医药物流中心；其他地区搭建 249 家一级商、1,871 家二级商为核心、包括医院终端、社区终端、单体药店以及其他重点终端组成的网络，渠道覆盖面广。

天士力集团根据不同产品的市场需求和市场认可程度等进行细分，针对市场认可度高的复方丹参滴丸，实现终端全覆盖的销售策略；针对养血清脑颗粒（丸）、水林佳等近年来快速发展的二线品种，天士力集团实行分线管理，适当加大营销资源促进市场拓展。近三年，随着营销网络的扩展，天士力集团前五大客户销售占比呈下降趋势，目前约在 10%左右，集中度风险较低。2013 年，天士力集团前五大客户销售额 9.46 亿元，占比 8.59%，集中度较低。

面临国家医改的深化和复方丹参滴丸 FDAIII 期临床不断推进的良好机遇，天士力集团将增强复方丹参滴丸向中小城市及县级医院的渗透。天士力集团有望借助这一契机提升医院对其全系列产品的认知度和使用率，未来主要产品销量保持增长的可能性较高。

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。除销售天士力集团产品外，医药商业板块还经销其他公司药品，非天士力集团产品销售收入计入医药商业收入。2011~2013 年，天士力集团医药商业板块销售收入分别为 61.81 亿元、58.48 亿元和 60.73 亿元，2012 年受出售天津天士力医药有限公司部分股权，使其不再纳入合并范围的影响，导致天士力集团医药商业收入小幅下滑；天士力集团医药商业板块毛利率水平较低，近年板块毛利率均在 5%左右。由于毛利较低的原因，虽然该业务板块收入规模较大，但对天士力集团利润贡献有限。

天津天士力医药营销集团有限公司是天士力集团医药商业版块的主要子公司，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，凭借较大的销售规模获得相对优惠的一级批发价格，同时，天津天士力医药营销集团有限公司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。

销售网络方面，天士力集团建立健全了 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以七家子公司为轴心的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。上述七大区域中，除辽宁天士力大药房连锁有限公司从事连锁药店经营外，其他均从事批发业务。

从产业链方面看，天士力集团上游客户主要为药品及器械生产厂家或者经厂家授权的经销商，结算方式为现款现货、货到付款相结合。下游客户主要为医疗机构和分销配送商业单位，医疗机构以三甲医院、专科特色医院为主，以社区医疗、乡镇医院、村卫生室等为辅，分销商为销售渠道健全、信誉度较高，具有一定实力的流通企业和零售连锁企业，能较好的保证回款和分销协议的完成，结算方式主要为货到付款。

天士力集团医药商业销售的药品既包括天士力集团生产的药品，也包括国内外其他医药企业生产的药品，如云南白药、哈药集团、西安杨森、中美史克、深圳三九、贵州百灵等厂家生产的药品。

总的来看，医药流通领域竞争充分，天士力集团该业务尚不具备规模优势，未来市场以大型医药流通企业为主导的兼并重组和竞争加剧将对天士力集团形成一定压力。

（5）财务状况

天士力集团 2011~2013 年度财务报告经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年出具的均为标准无保留审计意见，2014 年 1~6 月财务报告未经审计。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》。天士力集团近三年财务报表合并范围有所变化，但天士力集团新增或剔除子公司规模较小，不影响财务数据的可比性。

截至 2013 年底，天士力集团合并资产总额 135.50 亿元，负债合计 85.26 亿元，所有者权益（含少数股东权益）50.24 亿元。2013 年天士力集团实现营业总收入 118.42 亿元，净利润（含少数股东损益）9.53 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.97 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.25 亿元。

截至 2014 年 6 月底，天士力集团合并资产总额 149.64 亿元，负债合计 95.74 亿元，所有者权益（含少数股东权益）53.90 亿元。2014 年 1~6 月，天士力集团实现营业总收入 64.25 亿元，净利润（含少数股东损益）6.60 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.16 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.68 亿元。

资产

2011~2013 年，随着天士力集团经营规模的扩张，天士力集团资产规模逐年增长，年复合增长率为 11.05%。截至 2013 年底，天士力集团合并资产总额 135.50 亿元，其中流动资产占 55.90%，非流动资产占 44.10%，天士力集团资产以流动资产为主。流动资产中货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款和存货占比较大，分别占流动资产的 17.82%、14.26%、27.84%、13.77%和 19.20%。截至 2013 年底，天士力集团分别计提了其他应收款坏账准备和应收账款坏账准备 0.51 亿元和 1.16 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 43.13%、23.84%和 15.34%。

截至 2014 年 6 月底，天士力集团资产总额合计 149.64 亿元，较年初增长 10.44%。其中流动资产合计占 56.06%，非流动资产合计占 43.94%，流动资产占比有所上升。

总体看，天士力集团资产规模稳步增长，流动资产占比较高，天士力集团流动资产以货币资金、应收账款和存货为主；非流动资产以固定资产和在建工程为主。天士力集团资产质量较好，流动性一般。

负债

天士力集团负债规模近几年增长较快。2011年~2013年，天士力集团负债合计年均增长率为15.93%，截至2013年底，天士力集团负债合计达85.26亿元，其中流动负债占比为80.26%，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、其他流动负债、一年内到期的非流动负债和其他应付款为主，分别占流动负债的30.39%、8.82%、13.70%、17.50%、13.42%和6.95%。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37.04%和47.33%。截至2013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22.04%、55.31%和62.92%。

截至2014年6月底，天士力集团负债规模为95.74亿元，其中流动负债占81.08%，非流动负债占18.92%，流动负债比重略有增长。

总体看，天士力集团负债规模较大，但仍处于合理水平；刚性债务占比较高，债务结构有待改善。

所有者权益

截至2013年底，天士力集团所有者权益合计50.24亿元，其中归属于母公司所有者权益25.25亿元（占比50.26%）。归属于母公司所有者权益中，实收资本占9.42%，资本公积占47.49%，盈余公积占4.39%，未分配利润占39.61%。

截至2014年6月底，天士力集团所有者权益53.90亿元（含少数股东权益26.03亿元），较2013年底增长7.28%，主要由于未分配利润和少数股东权益增加所致。2014年6月底天士力集团所有者权益结构较2013年底变化不大。

总体看，天士力集团所有者权益中少数股东权益、资本公积、未分配利润等占比较高，稳定性较差。

盈利能力

随着经营规模的扩大，近三年天士力集团营业总收入逐年增长，年均增长率12.97%；营业成本年均增长5.42%，低于收入增长速度。2013年，天士力集团实现营业收入、营业成本和利润总额分别为118.42亿元、72.13亿元、12.88亿元。

近三年，天士力集团期间费用占营业收入的比重分别为22.39%、27.82%与27.53%，占比有所下降，但仍处于较高水平，天士力集团费用控制能力有待加强。

除主营业务带来的盈利之外，近三年，天士力集团投资收益分别1.50亿元、4.00亿元和0.08亿元，投资收益规模波动较大，主要受天士力集团出售股权的金额影响。

从盈利指标看，2011~2013年，天士力集团总资本收益率三年分别为11.16%、11.05%与12.10%；净资产收益率三年分别为17.01%、17.43%与19.99%，2013年天士力集团整体盈利能力明显增强。

2014年1~6月，天士力集团营业总收入为64.25亿元，较上年同期增长11.32%，净利润6.60亿元，较上年同期增长26.81%，营业利润率37.45%，较上年同期的37.15%，略有上升。

总体看，天士力集团营业收入稳定增长，盈利能力较强，但期间费用控制能力有待提高。

现金流

经营活动方面，2011~2013年，随着天士力集团销售网络扩张，销售收入增长，天士力集团

销售商品、提供劳务收到的现金快速增加，天士力集团经营活动产生的现金流入稳定增加，三年年均增长率为 10.75%，2013 年为 129.51 亿元；同期，天士力集团经营活动现金流出三年年均增长率为 10.50%，2013 年为 125.54 亿元，其中主要是购买商品、接受劳务支付的现金。近三年天士力集团经营活动产生的现金流量净额波动增长，分别为 2.77 亿元、0.53 亿元与 3.97 亿元。天士力集团现金收入比始终保持较好水平，三年分别为 108.57%、108.74%与 105.87%。总体看，天士力集团收入实现质量较好。

投资活动方面，2011~2013 年，天士力集团投资活动现金表现为净流出，净流出规模逐年上升，主要是由于随着经营扩张，天士力集团新建扩建项目及固定资产投资增加所致。2013 年，天士力集团投资活动现金净流出 14.70 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金和支付其他与投资活动相关的现金（全部为支付给外部单位的带息借款本金）。

筹资活动方面，2013 年天士力集团筹资活动现金流入 57.44 亿元，主要为借款收到的现金；筹资活动现金流出 46.37 亿元，主要为偿还债务支付的现金。2011~2013 年，天士力集团筹资活动现金流量净额波动较大，2013 年天士力集团筹资活动现金净流量 11.06 亿元，同比增长 39.95 亿元，主要系天士力集团通过短券、公司债等融资方式补充资金所致。

2014 年 1~6 月，天士力集团经营活动产生的现金流入为 71.18 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 64.88 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 6.27 亿元，主要为与关联方之间的往来款，天士力集团经营活动产生的现金流量净额-0.16 亿元；投资活动产生的现金流量净额 2.63 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-4.18 亿元。

总体来看，随着经营规模的扩大，天士力集团经营活动现金流入规模稳步增长，但天士力集团投资规模较大，经营性净现金流量无法覆盖投资活动支出需要，存在一定融资压力。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013 年底，天士力集团流动比率和速动比率分别为 1.11 倍与 0.89 倍，较上年度略有下降。2014 年 6 月底，上述指标分别为 1.08 和 0.88，与 2013 年底相比，流动比率和速动比率均有所下降。由于 2013 年天士力集团经营现金流有所改善，使得当年经营现金流流动负债比为 5.80%，较 2012 年提升较大。总体看，天士力集团短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2013 年，天士力集团 EBITDA 为 17.98 亿元，EBITDA 利息倍数为 4.06 倍，利息覆盖倍数较高；EBITDA 全部债务比为 0.29，较 2012 年的 0.30 微幅下降。总体看，天士力集团长期偿债能力尚可。

整体来看，由于天士力集团具备很强的盈利能力，加之经营现金流入和现金类资产规模较大，目前天士力集团偿债能力较强。未来随着天士力集团盈利能力的增强，天士力集团偿债能力有望得以进一步提升。

3. 债权保护效果

以 2014 年 6 月底财务数据测算（假设本期发行规模为 3 亿元），本期公司债券发行规模占天士力集团资产总额的 2.00%、所有者权益总额的 5.57%和现金类资产的 13.57%，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信用水平具有显著的提升作用。

十、综合评价

随着国家基础建设投资力度的加大以及城镇化建设和棚户区改造工程的推进，未来水泥行业

下游市场需求较为旺盛，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。

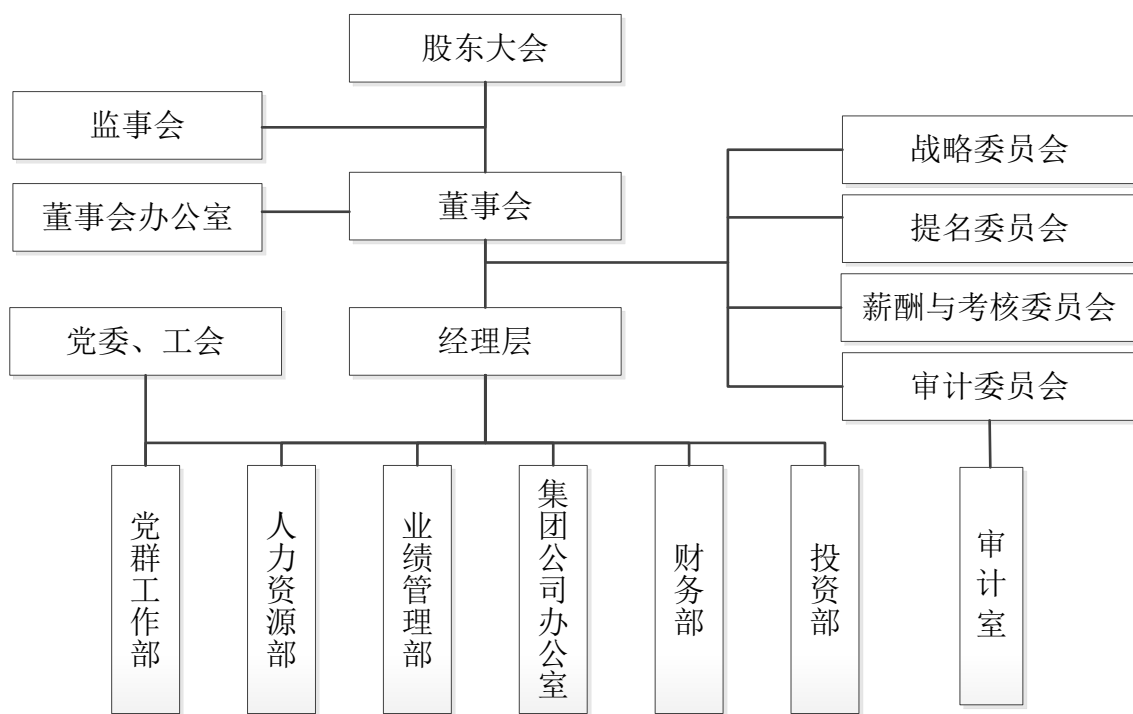
公司作为国有控股企业，经营历史较长，多年来形成了稳健的经营风格，所构建的水泥及医药双主业经营架构，能更加有效的抵御经济周期变化所带来的不利影响；同时，公司通过股权投资的方式，借助行业内知名大企业的雄厚实力，来实现间接式的规模扩张以及业绩的增长，从而有效增强了公司抵御风险的能力。联合评级同时也关注到水泥行业产能过剩，医药行业竞争加剧、环保要求愈发严格等因素对公司经营发展带来的不利影响。

未来随着公司云南水泥生产基地逐步发挥经济效益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。

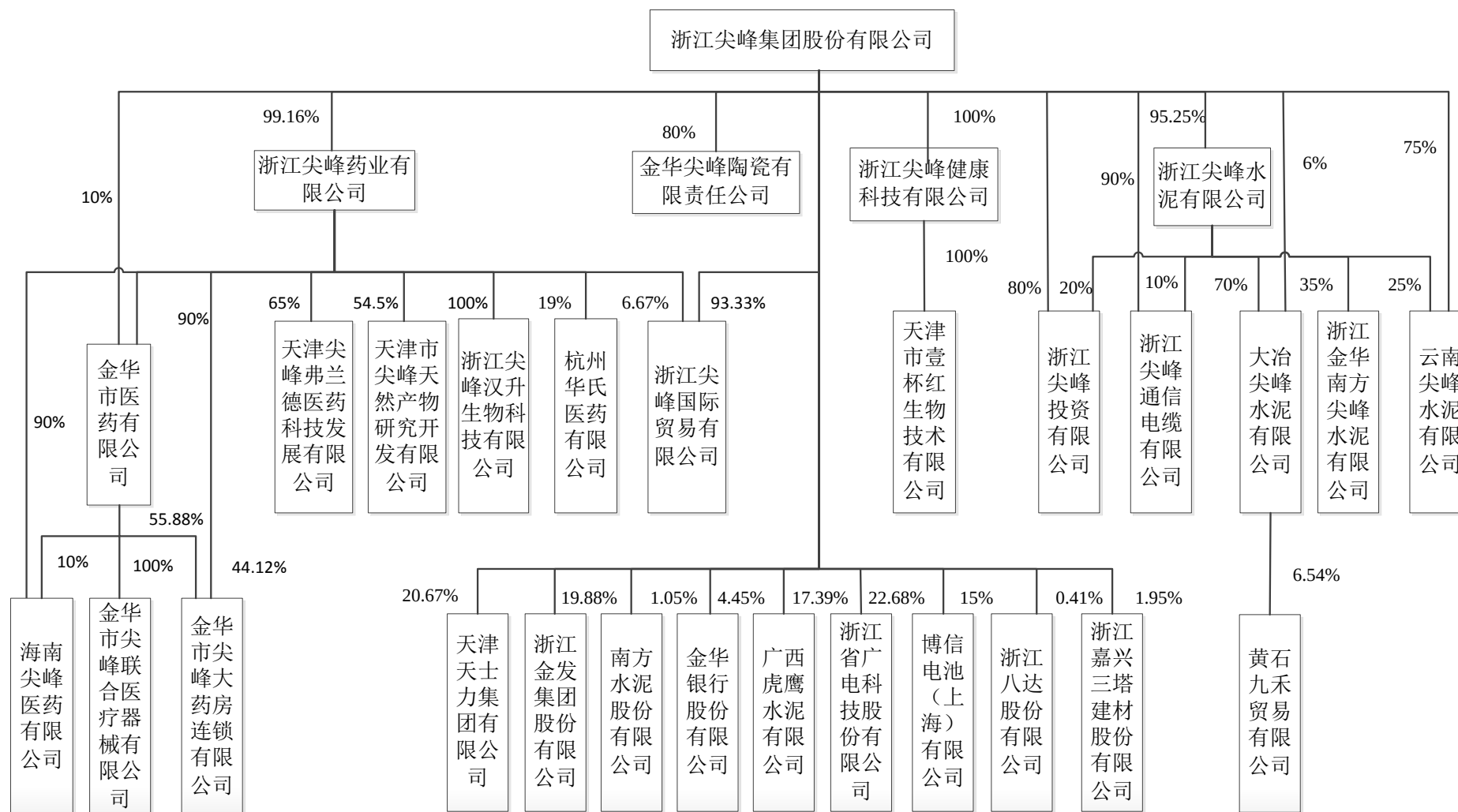
本期债券由天津天士力集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，天士力集团资产规模大、盈利能力强，其担保对本期债券信用状况具有积极的影响。

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
2011 年~2014 年 6 月合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 6 月
流动资产：					
货币资金	13,963.93	10,739.35	12,788.38	-4.30	10,141.64
交易性金融资产					
应收票据	8,982.70	5,529.44	10,157.25	6.34	9,924.72
应收账款	13,582.01	14,658.21	18,419.22	16.45	21,555.16
预付款项	8,553.99	3,336.26	3,097.77	-39.82	4,540.10
应收利息					
应收股利					655.15
其他应收款	6,339.75	5,526.05	2,011.52	-43.67	1,354.34
存货	16,522.16	17,212.40	18,890.66	6.93	18,868.78
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	0.00	2,816.73	1,712.10		286.82
流动资产合计	67,944.53	59,818.44	67,076.89	-0.64	67,326.72
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	77,619.56	77,485.63	95,477.97	10.91	102,735.74
投资性房地产	523.65	590.45	1,957.23	93.33	2,006.95
固定资产	74,352.08	96,849.39	114,053.53	23.85	110,918.10
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程	25,234.46	19,423.78	17,094.90	-17.69	23,525.10
工程物资					
固定资产清理					
无形资产	16,140.82	15,836.30	17,295.01	3.51	17,108.75
开发支出	0.00	1,826.89	2,406.01	--	2,457.45
商誉	1,702.97	1,702.97	1,629.86	-2.17	1,629.86
长期待摊费用	235.64	206.36	615.60	61.63	436.27
递延所得税资产	131.35	140.86	88.22	-20.86	88.22
其他非流动资产	0.00	3,955.97	2,795.20	--	1,825.41
非流动资产合计	195,940.52	218,018.60	253,413.54	13.72	262,731.86
资产总计	263,885.06	277,837.04	320,490.43	10.20	330,058.58

附件2-2 浙江尖峰集团股份有限公司
2011年~2014年6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	2011年	2012年	2013年	变动率(%)	2014年6月
流动负债：					
短期借款	37,171.15	30,450.24	40,317.01	4.15	32,284.58
交易性金融负债					
应付票据	409.00	280.00	0.00	-100.00	0.00
应付账款	22,870.06	26,447.57	30,485.23	15.45	29,149.16
预收款项	5,410.27	3,809.52	4,678.53	-7.01	6,344.49
应付职工薪酬	2,564.64	2,558.18	3,143.52	10.71	1,526.32
应交税费	5,539.94	3,741.89	5,082.99	-4.21	4,405.78
应付利息	99.02	878.65	938.71	207.89	165.55
应付股利	357.78	2,357.38	87.08	-50.66	3,637.80
其他应付款	9,079.17	7,947.44	5,909.89	-19.32	6,438.10
一年内到期的非流动负债	5,800.00	2,900.00	900.00	-60.61	900.00
其他流动负债	0.00	20,000.00			
流动负债合计	89,301.05	101,370.87	91,542.97	1.25	84,851.81
非流动负债：					
长期借款	3,800.00	900.00	8,600.00	50.44	8,600.00
应付债券			29,677.98	--	29,710.79
长期应付款	14,096.41	9,831.10	0.00	-100.00	0.00
专项应付款					
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债	1,094.48	1,091.27	1,084.91	-0.44	1,100.63
非流动负债合计	18,990.89	11,822.36	39,362.89	43.97	39,411.43
负债合计	108,291.93	113,193.23	130,905.86	9.95	124,263.23
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	47,833.67	45,101.93	52,306.12	4.57	53,441.08
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	8,009.06	9,500.00	9,904.41	11.20	9,904.41
未分配利润	51,758.96	62,489.60	77,080.84	22.03	93,811.56
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	142,010.06	151,499.92	173,699.76	10.60	191,565.44
少数股东权益	13,583.06	13,143.88	15,884.81	8.14	14,229.91
所有者权益合计	155,593.12	164,643.81	189,584.57	10.38	205,795.35
负债和所有者权益总计	263,885.06	277,837.04	320,490.43	10.20	330,058.58

附件 3 浙江尖峰集团股份有限公司

2011 年~2014 年 6 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 1~6 月
一、营业收入	164,478.88	164,909.55	215,139.86	14.37	108,480.56
减: 营业成本	123,706.45	132,552.59	170,931.13	17.55	81,795.28
营业税金及附加	721.04	732.54	623.95	-6.98	335.88
销售费用	6,926.65	8,535.64	11,866.50	30.89	6,185.22
管理费用	11,056.59	11,817.10	12,980.64	8.35	5,767.23
财务费用	3,816.73	4,983.53	4,477.81	8.31	2,325.32
资产减值损失	155.56	105.29	994.81	152.88	240.03
加: 公允价值变动收益					
投资收益	17,913.08	14,682.60	13,522.18	-13.12	9,321.31
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	13,390.84	10,634.69	10,657.96	-10.79	6,122.80
汇兑收益					
二、营业利润	36,008.94	20,865.46	26,787.21	-13.75	21,152.91
加: 营业外收入	1,589.82	1,768.05	1,704.71	3.55	1,237.45
减: 营业外支出	498.33	713.32	264.57	-27.14	220.09
其中: 非流动资产处置损失	201.56	13.82	14.57		5.25
三、利润总额	37,100.43	21,920.19	28,227.35	-12.77	22,170.28
减: 所得税费用	5,832.60	3,127.30	4,548.31	-11.69	3,447.75
四、净利润	31,267.83	18,792.88	23,679.04	-12.98	18,722.53
其中: 归属于母公司所有者的净利润	26,880.39	16,350.60	20,156.91	-13.40	16,730.71
少数股东损益	4,387.44	2,442.28	3,522.13	-10.40	1,991.82

附件 4 浙江尖峰集团股份有限公司
2011 年~2014 年 6 月合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 1-6 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	190,134.19	185,379.22	236,369.98	11.50	123,069.07
收到的税费返还	2,245.63	2,493.98	2,350.32	2.30	1,687.63
收到其他与经营活动有关的现金	2,583.28	2,806.49	1,148.82	-33.31	1,096.66
经营活动现金流入小计	194,963.10	190,679.69	239,869.12	10.92	125,853.37
购买商品、接受劳务支付的现金	142,464.12	143,931.22	186,934.52	14.55	90,698.30
支付给职工以及为职工支付的现金	9,066.52	10,722.21	12,576.72	17.78	6,262.23
支付的各项税费	13,949.04	13,039.31	11,588.21	-8.85	9,081.71
支付其他与经营活动有关的现金	11,079.66	11,784.99	13,718.67	11.27	8,389.73
经营活动现金流出小计	176,559.33	179,477.73	224,818.12	12.84	114,431.96
经营活动产生的现金流量净额	18,403.77	11,201.97	15,051.00	-9.57	11,421.41
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	403.20	646.75	200.00	-29.57	0.00
取得投资收益收到的现金	10,542.94	11,327.56	6,335.59	-22.48	2,543.36
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收	225.29	84.21	72.75	-43.17	489.20
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	538.72	90.32	100.00	-56.92	0.00
投资活动现金流入小计	11,710.15	12,148.84	6,708.34	-24.31	3,032.56
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支	26,597.23	20,088.66	21,182.16	-10.76	7,050.83
投资支付的现金	3,394.10	1,357.50	3,536.30	2.07	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	29,991.33	21,446.16	24,718.46	-9.22	7,050.83
投资活动产生的现金流量净额	-18,281.18	-9,297.32	-18,010.11	-0.74	-4,018.27
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	19,920.00	29,640.00	--	
取得借款收到的现金	40,504.76	45,158.35	61,001.71	22.72	7,184.57
收到其他与筹资活动有关的现金	11,039.00	5,919.38	2,468.70	-52.71	18.68
筹资活动现金流入小计	51,543.76	70,997.73	93,110.41	34.40	7,203.25
偿还债务支付的现金	48,299.31	57,679.26	65,434.93	16.40	14,817.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5,540.22	8,682.89	11,903.16	46.58	2,441.06
支付其他与筹资活动有关的现金	4,919.38	5,441.37	9,908.75	41.92	45.00
筹资活动现金流出小计	58,758.91	71,803.53	87,246.84	21.85	17,303.06
筹资活动产生的现金流量净额	-7,215.15	-805.80	5,863.56	--	-10,099.81
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-25.83	-28.52	-99.64	96.38	23.61
五、现金及现金等价物净增加额	-7,118.39	1,070.34	2,804.81	--	-2,673.06
加: 期初现金及现金等价物余额	16,012.94	8,894.55	9,964.89	-21.11	12,769.70
六、期末现金及现金等价物余额	8,894.55	9,964.89	12,769.70	19.82	10,096.64

附件 5 浙江尖峰集团股份有限公司
2011 年~2014 年 6 月合并现金流量表补充资料
 (单位: 人民币万元)

补充资料	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 1~6 月
将净利润调节为经营活动现金流量:					
净利润	31,267.83	18,792.88	23,679.04	-12.98	18,722.53
加: 资产减值准备	155.56	105.29	994.81	152.88	240.03
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	6,139.97	5,670.64	7,710.99	12.07	4,032.88
无形资产摊销	434.50	440.34	419.62	-1.73	186.26
长期待摊费用摊销	87.14	47.02	297.22	84.68	195.48
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	188.16	-43.58	-1.71	--	-33.17
固定资产报废损失					
公允价值变动损失					
财务费用	3,476.58	4,964.65	4,597.09	14.99	2,254.27
投资损失	-17,913.08	-14,682.60	-13,522.18	-13.12	-9,321.31
递延所得税资产减少	-1.40	-9.51	52.64	--	
递延所得税负债增加					
存货的减少	-1,326.22	-1,085.54	-1,802.54	16.58	42.94
经营性应收项目的减少	-14,685.77	-3,261.79	-11,936.82	-9.84	-3,666.18
经营性应付项目的增加	10,580.51	264.16	4,562.86	-34.33	-1,232.32
其他					
经营活动产生的现金流量净额	18,403.77	11,201.97	15,051.00	-9.57	11,421.41

附件 6 浙江尖峰集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月底
经营效率				
应收账款周转次数(次)	12.68	11.19	12.39	--
存货周转次数(次)	7.51	7.70	9.29	--
总资产周转次数(次)	0.69	0.61	0.72	--
现金收入比率(%)	115.60	112.41	109.87	113.45
盈利能力				
总资本收益率(%)	18.25	11.81	12.10	--
总资产报酬率(%)	17.06	9.92	10.99	--
净资产收益率(%)	22.23	11.74	13.37	--
主营业务毛利率(%)	24.64	19.39	20.38	24.31
营业利润率(%)	24.35	19.18	20.26	24.29
费用收入比(%)	13.25	15.36	13.63	13.16
财务构成				
资产负债率(%)	41.04	40.74	40.85	37.65
全部债务资本化比率(%)	23.27	17.34	29.54	25.78
长期债务资本化比率(%)	2.38	0.54	16.80	15.69
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	12.49	6.69	8.86	12.06
EBITDA 全部债务比(倍)	1.01	0.96	0.52	0.41
经营现金债务保护倍数(倍)	0.39	0.32	0.19	0.16
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.00	0.06	-0.04	0.10
流动比率(倍)	0.76	0.59	0.73	0.79
速动比率(倍)	0.58	0.42	0.53	0.57
现金短期债务比(倍)	0.53	0.48	0.56	0.60
经营现金流动负债比率(%)	20.61	11.05	16.44	13.46
经营现金利息偿还能力(倍)	4.83	2.27	3.23	4.75
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.03	0.39	-0.63	3.08
本期公司债券偿债能力				
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.79	0.55	0.69	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.59	1.10	1.38	--

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 天士力控股集团有限公司
2011 年~2014 年 6 月合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2011 年末	2012 年末	2013 年末	变动率(%)	2014 年 6 月末
流动资产：					
货币资金	214,816.47	129,129.78	135,018.53	-20.72	117,701.76
交易性金融资产	3,703.05	11,522.81	18,303.46	122.32	6,419.20
应收票据	76,858.00	85,076.57	108,041.34	18.56	96,975.93
应收账款	154,208.29	133,780.28	210,848.08	16.93	317,652.33
预付款项	26,494.13	25,368.50	19,621.78	-13.94	27,118.68
应收利息	440.49	1,101.11	1,494.39	84.19	1,404.26
应收股利					
其他应收款	85,302.63	87,340.95	104,310.67	10.58	107,070.87
存货	97,650.00	125,456.00	145,403.74	22.03	153,080.42
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	2,000.00	--	
其他流动资产	18.79	10,559.16	12,438.81	2,473.17	11,450.08
流动资产合计	659,491.84	609,335.15	757,480.80	7.17	838,873.53
非流动资产：					
发放贷款及垫款	0.00	9,089.30	8,185.78	--	11,151.28
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款	36,930.00	2,000.00	0.00	-100.00	
长期股权投资	58,163.31	70,734.43	91,679.58	25.55	98,497.55
投资性房地产	2,574.99	2,491.49	0.00	-100.00	0.00
固定资产	177,219.81	222,439.70	257,711.89	20.59	288,154.38
在建工程	45,507.66	102,730.18	142,420.91	76.91	149,344.72
工程物资					
固定资产清理					
无形资产	41,433.81	39,656.51	40,369.00	-1.29	42,116.54
开发支出	9,321.96	12,777.53	17,915.53	38.63	31,454.28
商誉	4,489.63	3,959.90	15,436.73	85.43	15,481.09
长期待摊费用	2,640.27	3,861.37	13,659.81	127.46	13,665.62
递延所得税资产	4,042.59	7,284.17	7,924.66	40.01	6,561.17
其他非流动资产		0.00	2,203.35	--	1,105.22
非流动资产合计	382,324.03	477,024.58	597,507.24	25.01	657,531.85
资产总计	1,041,815.88	1,086,359.73	1,354,988.04	14.04	1,496,405.37

附件7-2 天士力控股集团有限公司

2011年~2014年6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	2011年末	2012年末	2013年末	变动率(%)	2014年6月底
流动负债：					
短期借款	173,172.93	148,363.47	207,945.92	9.58	417,296.45
交易性金融负债					
应付票据	45,559.79	60,999.62	60,317.94	15.06	65,023.38
应付账款	86,281.18	80,942.39	93,726.03	4.23	127,394.25
预收款项	28,755.57	14,066.16	10,830.53	-38.63	8,686.88
应付职工薪酬	14,595.67	18,590.78	21,619.55	21.71	19,278.23
应交税费	5,755.49	13,972.24	19,781.87	85.39	16,325.54
应付利息	4,687.80	7,230.09	10,807.63	51.84	4,233.43
应付股利	791.84	112.07	85.13	-67.21	
其他应付款	21,664.21	21,678.39	47,531.46	48.12	62,735.22
一年内到期的非流动负债	65,500.00	4,000.00	91,822.24	18.40	6,664.93
其他流动负债	39,857.10	69,808.11	119,769.98	73.35	48,647.75
流动负债合计	486,621.58	439,763.32	684,238.27	18.58	776,286.07
非流动负债：					
长期借款	22,060.90	43,115.50	62,348.32	68.11	69,168.32
应付债券	77,745.04	118,612.07	79,664.68	1.23	79,709.28
长期应付款	17,830.20	11,229.57	212.73	-89.08	424.06
专项应付款	19,909.07	2,169.00	1,679.00	-70.96	1,906.19
预计负债					
递延所得税负债	0.50	3.69	8.34	308.94	5.54
其他非流动负债	10,216.43	20,108.88	24,409.29	54.57	29,879.93
非流动负债合计	147,762.13	195,238.72	168,322.35	6.73	181,093.33
负债合计	634,383.72	635,002.04	852,560.63	15.93	957,379.40
所有者权益：					
股本	23,784.38	23,784.38	23,784.38	0.00	23,784.38
资本公积	85,146.24	84,028.82	119,921.91	18.68	125,435.88
专项储备	0.00	0.00	0.00	--	0.00
盈余公积	2,944.32	4,980.26	11,093.40	--	11,093.40
未分配利润	59,704.16	81,916.71	100,031.53	94.11	120,759.24
外币报表折算差额	-2,212.51	-2,391.06	-2,304.13	29.44	-2,302.32
归属于母公司所有者权益合计	169,366.60	192,319.11	252,527.09	2.05	278,770.58
少数股东权益	238,065.56	259,038.58	249,900.32	22.11	260,255.39
所有者权益合计	407,432.16	451,357.69	502,427.41	2.46	539,025.98
负债和所有者权益总计	1,041,815.88	1,086,359.73	1,354,988.04	11.05	1,496,405.37

附件 8 天士力控股集团有限公司
2011 年~2014 年 6 月合并利润表
(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率 (%)	2014 年 1-6 月
一、营业总收入	927,977.29	997,087.87	1,184,204.93	12.97	642,484.06
减: 营业成本	649,014.62	626,016.51	721,333.27	5.42	396,450.37
营业税金及附加	6,498.19	8,326.18	10,544.13	27.38	5,430.98
销售费用	118,603.00	171,905.00	196,662.38	28.77	94,727.12
管理费用	65,922.28	83,212.85	104,615.61	25.97	51,858.16
财务费用	21,531.85	22,305.37	24,697.49	7.10	15,712.40
资产减值损失	5,611.32	34,118.24	2,456.66	-33.83	-3,768.44
加: 公允价值变动收益	2.70	19.76	11.66	107.66	-4.19
投资收益	15,036.89	40,049.36	825.40	-76.57	1,793.24
其中: 对联营企业和合营企业的投资 收益	-2,260.88	-1,748.97	-1,466.25	-19.47	0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	--	24.61
二、营业利润	75,835.63	91,272.83	124,732.45	28.25	83,887.12
加: 营业外收入	12,548.20	15,908.48	6,077.79	-30.40	1,753.22
减: 营业外支出	2,173.87	11,691.41	1,983.44	-4.48	1,436.71
其中: 非流动资产处置损失	653.41	10,749.54	122.02	-56.79	234.41
三、利润总额	86,209.96	95,489.91	128,826.81	22.24	84,203.64
减: 所得税费用	19,385.09	20,627.08	33,519.03	31.50	18,166.11
四、净利润	66,824.87	74,862.82	95,307.77	19.42	66,037.53
其中: 被合并方在合并前实现的净利润	0.00	-2,802.14	0.00	--	0.00
归属于母公司所有者的净利润	24,656.61	36,309.41	34,227.97	17.82	20,727.71
少数股东损益	42,168.25	38,553.41	61,079.80	20.35	45,309.83

附件 9 天士力控股集团有限公司
2011 年~2014 年 6 月合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率 (%)	2014 年 1-6 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	1,007,486.03	1,084,193.99	1,253,735.82	11.55	648,789.17
收取利息、手续费及佣金的现金	0.00	278.38	813.57	--	0.00
收到的税费返还	447.69	495.98	322.85	-15.08	239.05
收到其他与经营活动有关的现金	47,875.13	26,295.71	40,186.96	-8.38	62,730.05
经营活动现金流入小计	1,055,808.85	1,111,264.06	1,295,059.21	10.75	711,758.26
购买商品、接受劳务支付的现金	727,952.00	705,866.71	808,469.56	5.39	379,963.31
客户贷款及垫款净增加额	0.00	6,341.01	900.96	--	0.00
支付给职工以及为职工支付的现金	51,536.04	68,344.63	110,736.87	46.59	52,594.26
支付的各项税费	73,412.49	92,910.64	126,401.63	31.22	70,294.98
支付其他与经营活动有关的现金	175,215.30	232,514.71	208,881.49	9.19	210,541.56
经营活动现金流出小计	1,028,115.83	1,105,977.70	1,255,390.52	10.50	713,394.11
经营活动产生的现金流量净额	27,693.02	5,286.37	39,668.69	19.68	-1,635.85
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	30,631.54	94,593.04	11,795.35	-37.95	332,325.96
取得投资收益收到的现金	6,034.76	5,047.38	4,302.97	-15.56	3,071.61
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	6,024.83	899.10	6,090.01	0.54	47.23
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	8,126.79	14,906.56	0.00	-100.00	50.86
收到其他与投资活动有关的现金	7,341.03	10,669.75	73,118.75	215.60	11,599.38
投资活动现金流入小计	58,158.95	126,115.83	95,307.07	28.01	347,095.03
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	79,861.15	89,306.79	103,180.94	13.67	59,666.36
投资支付的现金	6,943.11	29,250.00	126,221.54	326.37	259,650.41
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	6,997.37	5,003.68	11,100.98	25.95	25.13
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	62,280.00	1,813.86	--	1,430.34
投资活动现金流出小计	93,801.63	185,840.47	242,317.32	60.73	320,772.24
投资活动产生的现金流量净额	-35,642.68	-59,724.64	-147,010.25	103.09	26,322.79
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	498.00	3,272.00	1,838.00	92.11	0.00
发行债券所收到的现金	118,757.60	109,470.00	159,320.00	15.83	0.00
取得借款收到的现金	282,656.38	221,602.96	377,692.44	15.60	311,478.88
收到其他与筹资活动有关的现金	9,110.00	14,279.35	35,516.55	97.45	23,450.11
筹资活动现金流入小计	411,021.98	348,624.31	574,366.98	18.21	334,928.99
偿还债务支付的现金	308,371.70	319,586.62	371,757.41	9.80	193,049.82
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	45,844.25	41,770.74	46,399.66	0.60	47,669.05
支付其他与筹资活动有关的现金	42,106.62	16,096.12	45,585.07	4.05	136,030.67
筹资活动现金流出小计	396,322.57	377,453.48	463,742.15	8.17	376,749.53
筹资活动产生的现金流量净额	14,699.42	-28,829.18	110,624.84	174.33	-41,820.54
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-915.24	-736.35	-806.00	-6.16	293.03
五、现金及现金等价物净增加额	5,834.51	-84,003.80	2,477.28	-34.84	-16,840.57
加: 期初现金及现金等价物余额	178,451.70	184,569.04	100,565.24	-24.93	103,042.52
六、期末现金及现金等价物余额	184,286.21	100,565.24	103,042.52	-25.22	86,201.95

附件 10 天士力控股集团有限公司
2011 年~2013 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2011 年	2012 年	2013 年	变动率 (%)
将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	66,824.87	74,862.82	95,307.77	19.42
加: 资产减值准备	5,611.32	34,118.24	2,456.66	-33.83
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	12,003.21	15,986.18	19,151.13	26.31
无形资产摊销	2,547.21	2,688.62	2,791.90	4.69
长期待摊费用摊销	807.73	2,064.56	1,335.15	28.57
处置固定资产、无形资产等长期资产的损失	-4,067.30	10,204.93	-2,938.10	-15.01
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	--
公允价值变动损失	-2.70	-19.76	-11.66	107.66
财务费用	19,060.40	19,650.46	24,303.93	12.92
投资损失	-15,036.89	-40,049.36	-825.40	-76.57
递延所得税资产减少	-574.76	-4,109.67	-1,986.54	85.91
递延所得税负债增加	0.41	3.19	4.65	235.54
存货的减少	-17,689.34	-41,603.57	-18,455.89	2.14
经营性应收项目的减少	-88,535.59	-119,385.94	-82,133.90	-3.68
经营性应付项目的增加	48,200.22	50,174.78	669.55	-88.21
其他	-1,455.76	700.88	-0.57	-98.03
经营活动产生的现金流量净额	27,693.02	5,286.37	39,668.69	19.68

附件 11 天士力控股集团有限公司 主要财务指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	6.54	6.53	6.49	--
存货周转次数(次)	7.19	5.48	5.19	--
总资产周转次数(次)	0.97	0.94	0.97	0.45
现金收入比率(%)	108.57	108.74	105.87	100.98
盈利能力				
总资本收益率(%)	11.16	11.05	12.10	--
总资产报酬率(%)	11.19	11.06	12.82	--
净资产收益率(%)	17.01	17.43	19.99	12.68
主营业务毛利率(%)	29.95	37.25	38.92	38.34
营业利润率(%)	29.36	36.38	38.20	37.45
费用收入比(%)	22.20	27.82	27.53	25.26
财务构成				
资产负债率(%)	60.89	58.45	62.92	63.98
全部债务资本化比率(%)	52.02	50.25	55.31	54.20
长期债务资本化比率(%)	22.40	27.68	22.04	21.64
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	4.63	4.29	4.06	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.28	0.30	0.29	--
经营现金债务保护倍数(倍)	0.06	0.01	0.06	--
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.02	-0.12	-0.17	0.04
流动比率(倍)	1.36	1.39	1.11	1.08
速动比率(倍)	1.15	1.10	0.89	0.88
现金短期债务比(倍)	0.91	0.80	0.54	0.45
经营现金流动负债比率(%)	5.69	1.20	5.80	--
经营现金利息偿还能力(倍)	1.05	0.16	0.90	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.30	-1.69	-2.43	--

注：1、2014 年 1-3 月财务报告未经审计，相关指标未年化；

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）、证券交易所网站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。

