

信用等级公告

联合[2006]193 号

联合资信评估有限公司通过对天津天药药业股份有限公司 3.9 亿元可转换公司债券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

天津天药药业股份有限公司
3.9 亿元可转换公司债券的信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零六年六月十九日



天津天药药业股份有限公司

3.9 亿元可转换公司债券信用评级分析报告

评级结果:

AA

评级时间

2006 年 6 月 19 日

主要数据:

项 目	2003 年	2004 年	2005 年
资产总额(万元)	160489.82	152857.81	197805.06
所有者权益合计(万元)	88818.22	94007.87	99641.91
主营业务收入(万元)	66808.19	96417.63	66133.06
利润总额(万元)	10691.48	12210.32	9500.70
资产负债比率(%)	41.70	35.40	47.19
全部债务资本化比率(%)	38.74	32.24	43.32
主营业务利润率(%)	25.72	19.36	27.39
净资产收益率(%)	10.14	10.73	8.11
速动比率(%)	101.91	173.79	51.12
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.02	9.89	6.94
债务保护倍数 (倍)	0.22	0.31	0.16

分析员

张 驰 李宝臣

电话

8610-64912118

传真

8610-64912663

地址

北京市朝阳区安慧里四区 15 号楼
五矿大厦 16 层
100101

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: [//www.lianheratings.com.cn](http://www.lianheratings.com.cn)

评估观点

医药产业是国民经济中最重要的产业之一,近年来发展较快。目前,我国原料药生产在世界上占有举足轻重的地位,发展前景看好。

天津天药药业股份有限公司(以下简称“天药股份”或“公司”)是亚洲最大的甾体皮质激素类药物科研、生产、出口基地,公司主导产品质量水平国内外领先。目前,公司资产质量较好,具有较强盈利能力,总体偿债能力较强。本期可转债由天津市商业银行股份有限公司和北方国际信托投资股份有限公司分别提供2.1亿元和1.8亿元担保,可在一定程度上降低本期可转债偿还风险。综合来看,本期可转债不能还本付息的风险较低。

优势

1. 公司是亚洲最大的皮质激素类药物科研、生产和出口基地,规模优势突出。
2. 公司建立了覆盖范围广泛的营销网络,产品在亚洲、欧洲和美洲均有较为稳定的市场份额,竞争能力强。
3. 公司是国家认定的高新技术企业,拥有国家级技术开发中心和国家级质量检测站,生产开发技术优势明显。
4. 公司目前生产的产品中有7个品种为国内独家生产,部分产品具有一定垄断性。

关注

1. 国际能源价格的持续上涨,对公司产品成本构成一定影响。
2. 人民币升值对公司产品出口规模和盈利能力具有一定影响。
3. 公司2005年流动比率大幅下降,短期支付压力较大。

一、发债主体概况

天津天药药业股份有限公司是经天津市人民政府津股批[1999]9号文件批准，由天津药业有限公司（现变更为天津药业集团有限公司）作为主发起人，联合天津新技术产业园区科技发展有限公司（现更名为海泰科技投资管理有限公司）、天津市中央药业有限公司、天津达仁堂制药厂（现被中新药业兼并）、天津市药品包装印刷厂四家发起人共同发起设立的股份有限公司。公司于2001年5月24日向社会公开发行4500万股A股，并于2001年6月18日在上海证券交易所上市交易，股票代码：600488，股票简称：G天药。公司已于2005年10月完成全流通股改，截至2005年底，公司控股股东天津药业集团有限公司持有公司56.08%的股权。

公司目前主要从事皮质激素类原料药的生产和销售。公司是国家认定的高新技术企业，拥有国家级技术开发中心、国家级质量检测站，是天津市第一家全部通过GMP认证的原料药生产单位，是亚洲最大的甾体皮质激素类药物科研、生产、出口基地。公司目前生产30多种皮质激素原料药，其中7个产品为国内独家生产，公司主导产品的技术、质量指标在国内外均处于领先地位。公司拥有11个生产车间、2个辅助车间、5家控股子公司和5家参股子公司。公司本部设有财务部、工程部、制造部、供应部、质控部、销售部等职能部门。

截止2005年底，公司合并资产总额197805.06万元，股东权益99641.91万元，少数股东权益4820.62万元；2005年实现主营业务收入66133.06万元，利润总额9500.70万元，经营活动产生的现金流量净额-10886.61万元，现金及现金等价物净增加额-1478.86万元。

公司注册地址：天津市新技术产业园区华苑产业区中济科技园；办公地址：天津市河东区八纬路109号。法定代表人：刘永和。

二、本期可转换公司债券及筹资项目概况

1. 本期可转换公司债券概况

本期可转换公司债券（以下简称“本期可转债”）主要条款包括：

发行总额：拟发行规模为不超过39000万元人民币。

票面金额和发行价格：每张票面金额（面值）设定为100元，按面值发行。

期限：6年。

票面利率：第一年1.50%、第二年1.80%、第三年2.20%、第四年2.50%、第五年2.70%、第六年2.80%。

转股期：自发行结束之日起六个月后至可转债到期日之间的交易日。

转股价格：本期可转债的初始转股价格以公布募集说明书前二十个交易日公司股票的平均收盘价格为基础上浮1%，且不低于前一交易日的均价。

发行方式：本次发行对原有股东优先配售，余额及原有股东放弃部分采用对机构投资者网下配售与对一般投资者上网定价发行相结合的方式。

转股价格向下修正条款：在可转债的存续期间，如果公司股票在任意20个连续交易日中累计10个交易日的收盘价不高于当期转股价格的80%时，公司董事会可提出向下修正转股价格议案。但修正后的转股价格不低于关于修正转股价格的股东大会召开前20个交易日公司股票交易均价和前一交易日的均价。

赎回：在转股期内的任何一个计息年度中，若公司股票收盘价在连续30个交易日至少有20个交易日不低于当时执行的转股价格的130%时（即“赎回条件”），则公司有权在该赎回条件首次满足时按可转债面值的103%（含当期利息）的价格赎回剩余可转债的全部或部分。

回售：一般回售条款，自发行首日起满三个计息年度后的任一计息年度中，若公司股票收盘价连续30个交易日至少有20个交易日的收

盘价不高于当时执行的转股价格的 70%时（即“回售条件”），可转债持有人有权在该回售条件首次满足时按可转债面值 103%（含当期利息）的价格回售其持有的全部或部分可转债。

附加回售条款，本次发行所募集资金的使用与公司在募集说明书中的承诺相比如出现变化，若该变化根据中国证券监督管理委员会的相关规定可被视作改变募集资金用途或被中国证券监督管理委员会认定为改变募集资金用途的，持有人享有一次以面值 103%（含当期利息）的价格向公司回售可转换公司债券的权利。

担保：本期可转债担保人及担保金额分别为天津市商业银行股份有限公司（以下简称“天津商行”）担保 21000 万元人民币、北方国际信托投资股份有限公司（以下简称“北方信托”）担保 18000 万元人民币。

2. 本期可转债主要条款分析

本期可转债是否会转股，与公司经营状况、股票价格波动有直接而密切的关系。公司经营业绩的变化、国内外政治经济形势、国家金融政策、股票市场供求关系以及投资者心理等因素，都会导致公司股票价格的波动。公司股票价格波动，又直接影响到公司可转债回售条款、转股价格修正条款或者赎回条款的实施，进而对公司债务总额产生影响。

从本期可转债设置的发行条款看，自发行首日起满三个计息年度后的任一计息年度中，若公司股票收盘价连续30个交易日累计有20个交易日的收盘价不高于当时执行的转股价格的 70%时，投资者将通过实施回售条款保护自己的利益，这将增大公司的即期偿还压力。但另一方面，在可转债的存续期间，如果公司股票在任意20个连续交易日中累计10个交易日的收盘价不高于当期转股价格的80%时，公司就可实施转股价格修正条款，从而降低了投资者实施回售条款的可能性，这将有利于减轻公司的偿债压力。公司设置的赎回条款也有利于促进可转债持有人实施转股。因此，从本期可转债设计条款看，公司更倾向于通过可转债最终实现权

益性融资，条款的设置使得投资者选择回售的可能性较小，转股的可能性较大。

3. 筹资项目概况

公司本次发行可转债所募集资金不超过人民币 3.9 亿元，将全部用于投资建设年产 500 吨激素类原料药中间体项目（以下简称“中间体项目”）。

目前，包括我国在内的大多数国家主要采用皂素生产皮质激素的工艺路线。公司生产所需皂素的数量较大，是国内皂素主要需求商之一，皂素供应的波动会直接影响公司的经营和效益。因此，公司依靠自身科研开发实力，确定以从植物油精炼后的副产品中提取的 3028 为原料，经过生物发酵生产 3029 的生产工艺路线，替代国内普遍采用的用皂素生产皮质激素的工艺路线。该技术一方面解决了公司长期依赖皂素单一原料的问题，另一方面也优化了工艺路线，缩短了化学反应步骤。

中间体项目总投资需要 45800 万元，其中固定资产投资 31530 万元、流动资金 14270 万元，截至 2005 年底，公司已投入项目建设资金 4582 万元。预计项目建设期为 2 年，交付使用后第一年预计达产 50%，第二年预计达产 70%，第三年预计达产 100%，项目建成达产后，可年产激素中间体 3029 产品 500 吨，预计每年可实现销售收入 7.5 亿元、利润总额 13271.67 万元，项目投资回收期（税前）为 5.78 年（含建设期）。

中间体项目已经天津市发展和改革委员会、天津市经济委员会（津发改许可[2005]202 号）批复并备案，环境影响报告书已经天津市环境保护局（津环保许可函[2005]193 号）批复。

三、行业分析

1. 行业概况

（1）医药行业

医药行业是按国际标准划分的15类国际化产业之一，是世界上利润增长最快的十大行业之一。目前，我国医药制药行业总体规模在国

民经济36个行业中属中等水平。

2005年，我国医药行业实现总产值4265.4亿元，较上年增长27%；产品销售收入达到4020亿元，较上年增长26.53%；累计实现利润336.2亿元，较上年增长20.3%；对外贸易继续保持快速增长，全年医药保健品进出口总额达到256.37亿美元，同比增长23.52%。表明医药行业产销平稳增长，效益水平持续改善。

近年来，国家对药品生产企业进行清理整顿，并强制实施 GMP 认证。截至 2005 年底，全国 5071 家药品生产企业中有 4210 家已通过认证，为我国药品进入国际市场奠定了坚实基础。

值得注意的是，我国虽已是世界制药大国，但还不是制药强国。首先，我国药品生产企业存在着散、乱、小、多、低层次重复等现象；其次，医药行业发展中结构性矛盾比较突出，制药工业落后于原料药工业；再次，成本费用涨幅较快，2005 年全年医药工业产品销售成本、销售费用、财务费用和利息支出同比分别增长了 29.86%、17.68%、17.74%和 20.27%，对行业效益水平的提高产生不利影响；最后，与欧美发达国家医药企业相比，我国大多制药企业缺乏研发创新能力、产品质量和附加值不高，市场竞争能力不足。

（2）皮质激素原料药行业

公司属于化学原料药生产企业，化学原料药行业是医药行业的重要子行业。2005年，化学原料药行业累计产量123.83万吨，出口额达到79.03亿美元，实现利润67.8亿元。目前，我国已成为全球第二大原料药生产国和主要出口国。

公司主导产品为皮质激素类原料药，属于产品规模相对较小、附加值较高的特色化学原料药。目前，国际上生产的皮质激素类原料药有120多种。由于皮质激素类原料药生产工艺复杂，总体市场规模较小，因此，生产集中度较高。目前，国外生产厂家主要有法国罗素、美

国法玛西亚-普强、英国葛兰素-威康、意大利 Sicor 和荷兰欧加侖等公司。国内生产厂家除天药股份外，主要包括浙江仙琚制药股份有限公司和上海华联制药有限公司，天药股份是我国最大的皮质激素原料药产地。

目前，我国皮质激素类原料药年产量约占世界总产量的1/3，其中40%用于出口，生产能力和实际产量均居世界第一位。但我们注意到，我国皮质激素原料药面临严峻的产品结构调整问题，产品品种主要以低档产品为主，出口产品中中低档产品约占80%，国外的大厂商通常把这些产品作为母体结构用于高附加值的激素原料药和制剂产品的再加工。

2. 行业前景

（1）国内市场发展前景广阔

制药行业是 21 世纪最具有发展潜力的产业之一。国民经济的持续发展，人口的不断增长，社会的老龄化，农村医药市场的逐步扩大，公共卫生突发事件防范措施的加强，以上诸多因素均有利于医药行业的市场需求越来越大。据权威部门预测，我国的医药市场规模 2010 年将达到 600 亿美元，2020 年将达到 1200 亿美元，从而将超过美国成为全球的第一大市场。因此，国内医药市场具有良好的发展前景。

（2）出口增长空间较大

首先，2005 年商务部在全国认定了 15 个国家医药出口基地，国家与地方政府将陆续出台一些相关支持政策，为原料药产品出口提供宽松的政策环境；其次，近年来我国通过国际认证的医药企业数量进一步增加，很多企业已摸索出一条进入国际市场的成功经验，并已实现医药产品出口的规模化经营；最后，国内的中介服务也在迅速成长，医保商会将进一步加强行业信息服务、行业协调和贸易救济等，有助于我国医药产业的国际化。

（3）负面因素依然存在

尽管医药行业面对上述良好发展空间，但也存在一些阻碍其发展的负面因素，如环保成

本上升、能源原材料价格上涨、人民币升值以及出口价格降低等。

综合来看，目前尽管存在一些影响包括原料药在内的医药行业发展的负面因素，但原料药面对的是全球性的市场，面临国内国外两个市场的稳定需求，而且价格竞争已较为充分，可以预计，未来几年原料药行业仍可维持平稳发展态势。

四、企业基础素质

1. 企业规模

公司主要从事皮质激素类原料药、心脑血管原料药、镇痛原料药以及制剂药物的生产和销售。皮质激素类原料药是公司最主要的产品，也是公司营业收入和利润的主要来源。目前，公司拥有五家控股子公司，分别是天津市天发药业进出口有限公司（以下简称“天发药业”）、天津药业研究院股份有限公司（以下简称“天药研究院”）、湖北天药药业股份有限公司（以下简称“湖北天药”）、天津市三隆化工有限公司（以下简称“三隆化工”）和天津金耀生物科技有限公司（以下简称“金耀生物”），各子公司基本情况见表1。

表1 公司控股子公司基本情况

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主要业务
天发药业	18000	90%	自营和代理各类商品及技术的进出口业务
天药研究院	6400	70%	技术开发、咨询、服务、转让；医药中间体及化工原料
湖北天药	1804.055	51%	生产、销售小容量注射剂
三隆化工	500	92%	化工产品、医药中间体制造
金耀生物	500	80%	生物科技技术服务及咨询服务

五家控股子公司业务分工如下：天发药业负责公司产品的全部出口销售业务；天药研究院受公司委托致力于开发新工艺和新产品；湖北天药是公司设在注册地以外（湖北襄樊）的

生产企业，其生产车间已全部通过国家 GMP 认证；三隆化工为公司主要生产产品的生产提供所需的化学原料；金耀生物负责生物科技技术服务。

目前，国内能生产的 30 多种皮质激素类原料药中，公司常年生产的有 17 个品种，其中有 16 个品种系公司在国内率先研制投产，有 7 个品种为公司独家生产。公司产品全部通过国家 GMP 认证，泼尼松产品通过了美国 FDA 认证，布地奈德产品通过了欧洲药典委员会 COS 认证。公司皮质激素类原料药年生产能力为 230 吨，占全国总产量的 50%左右，其地塞米松系列在国内市场的占有率达到 90%以上。

总体看，公司是我国皮质激素原料药生产和出口销售的龙头企业，主营业务突出，发展稳定。

2. 人员素质

公司现有7名高级管理人员，包括总经理、常务副总经理、财务总监、董事会秘书各1人，副总经理3人。公司董事长刘永和，大学本科学历，现年55岁，高级经济师，历任天津市石化通用机械公司干部、市政府办公厅正处级调研员、天津金耀集团有限公司副总裁、天津药业集团有限公司副总经理。公司总经理王福军，现年38岁，硕士学历，高级工程师，历任天津天药药业股份有限公司车间主任助理、车间技术主任、质控部部长、总经理助理，现任天津天药药业股份有限公司董事、总经理兼技术总监。公司其他高层管理人员也有多年医药行业相关工作和管理经验。

截止2005年底，公司共有在职员工1510人。按专业构成划分：生产人员占66.69%，技术人员占14.50%，管理人员占11.85%，后勤保卫人员占2.25%，销售人员占0.99%。按学历构成划分：拥有大学本科及以上学历的占11.06%，拥有大学专科学历的占12.65%，大学专科学历以下的占76.29%。

综合来看，公司人员构成合理，生产和技术人员所占比例较高，整体文化素质较高，能够满足目前生产经营需要；高层管理人员均有

丰富的企业管理经验，有较强的市场开拓能力，有利于公司的稳定发展。

五、企业管理

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上海证券交易所上市规则》等法律法规的要求，建立并逐步完善法人治理结构。股东大会为公司的最高权力机构，董事会是股东大会的执行机构，监事会为公司的内部监督机构，总经理负责公司的日常经营与管理，公司经营班子严格按照程序工作，定期向董事会和监事会报告工作。公司建立了独立董事制度，目前董事会 9 位董事中有 3 位独立董事。公司严格履行信息披露义务，切实保护中小投资者的利益。

公司与控股股东之间在业务、人员、资产、机构、财务方面做到“五分开”。公司的控股股东和实际控制人，没有直接或间接占用公司的资金和资产，公司和控股股东的关联交易程序合法，没有损害非关联方利益。2005 年 10 月，公司股权分置改革方案正式实施，进一步完善了公司治理结构。

公司建立了与业务相适应的内部职能机构，并建立了一套较为科学的内部管理制度，包括：①以全面预算管理为核心的、行之有效的内控机制，对项目资金的划拨、使用以及日常财务管理均建立了严格的审查、审批和管理规定，确保了公司在同行业中保持突出的制造成本优势和良好的费用控制能力。②激励与约束相平衡的激励机制，公司将产品产量、质量、经济技术指标等多项责任逐一分解，建立并完善了激励机制。公司对高管人员实行年薪制，根据按劳分配为主，坚持责任、风险、利益相一致的原则严格进行考核。③科学有效的安全管理制度，公司建立了“横向到边、纵向到底”的周密有效的安全管理体系，实行“全员、全过程、全方位、全天候”的“四全”安全管理，有力的保障了公司的生产安全。

我们认为，公司治理结构较为完善，具有良好的管理机制，管理制度健全，管理水平较

高，从制度上确保了公司稳健经营、规范发展。

六、经营分析

1. 经营现状

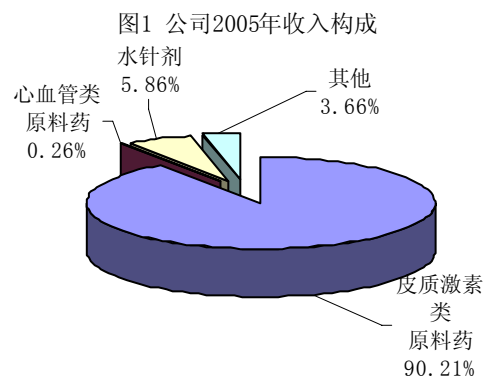
公司主要产品为皮质激素类原料药，其次是水针剂，近三年公司主营业务收入基本稳定，（2004 年剔除商品贸易，主营业务收入为 63492.92 万元），其中：皮质激素类原料药年均增长-1.48%，心血管类原料药年均增长 12.43%，水针剂年均增长 12.39%，见表 2。近三年皮质激素类原料药销售收入均占公司总收入 90%左右（2004 年剔除商品贸易收入），主营业务十分突出。

表 2 公司近三年收入构成情况（单位：万元）

项 目	2003 年	2004 年	2005 年	变动率(%)
皮质激素类原料药	61459.38	57108.23	59658.81	-1.48
心血管类原料药	138.28	118.21	174.78	12.43
水针剂	3070.51	3911.71	3878.24	12.39
商品贸易	0.00	32924.71	0.00	--
其他	2140.02	2354.77	2421.22	6.37
合 计	66808.19	96417.63	66133.06	-0.51

资料来源：公司提供

2005 年公司实现主营业务收入 66133.06 万元，其构成情况见图 1，可以看出，公司主营业务收入主要来源于皮质激素类原料药（占 90.21%），其次是水针剂（占 5.86%）。



原料供应

公司生产所需的主要原材料是皂素。皂素是一种从植物中提取的合成皮质激素类药物的起始原料。我国目前年产皂素 2000 吨左右，有

60 多家生产厂商，供应厂商较为分散。

采购方式上，公司根据采购皂素原料数量大的特点，采用招标方式将采购价格市场化，在供应商充分竞争的情况下，使公司采购价格最优。由于议价能力较强，公司原料采购价格比市场平均价格低，有利于公司控制成本支出。

2003 年~2005 年，公司前 5 名供应商合计采购额分别占公司年度采购总额的 18.07%、20.03%和 21.73%，供应商集中度不高，公司原料供应稳定，有力的保证了生产经营的正常进行。

产品生产

公司建立了公司、车间、班组三级生产指挥系统，制造部按照以销定产的原则，根据季度和月度销售计划制定月度生产计划并下达各生产车间，各车间编制相应的生产作业计划，组织安排生产。公司制造部设立了调度部门负责日常生产协调工作。

近年来，公司皮质激素类药物产量稳定在全国总产量的 50%左右，是我国乃至亚洲最大的皮质激素类药物生产基地，在国际市场占有一定地位。公司主要产品产能及产量变化情况见表 3，可以看出，近三年，地塞米松、倍他米松产量稳步增长，年均增长率分别达到 5.86%和 11.59%；甲泼尼龙、螺内酯产量增长幅度很大，年均增长率分别为 72.40%和 179.94%；而曲安西龙、氢化可的松及泼尼松等产量有所下降。公司主导产品产量增长平稳，同时公司新开发了一些产品，并逐步成为公司新的收入来源。

表 3 公司主要产品近三年产能及产量变化情况

主要产品	产能（吨）			实际产量（吨）			
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	变动率（%）
地塞米松	30	30	30	23.63	24.82	26.48	5.86
倍他米松	7	10	10	5.34	8.73	6.65	11.59
曲安西龙	4.6	5	5	3.96	4.19	2.98	-13.25
氢化可的松	20	30	30	7.77	5.03	6.89	-5.83
泼尼松	63	65	65	41.55	45.19	40.09	-1.77
甲泼尼龙	7	7	7	0.36	0.18	1.07	72.40
螺内酯	30	30	30	0.98	0.004	7.68	179.94

资料来源：公司提供

产品销售

目前，公司主要业务按营销模式划分为皮质激素类原料药和皮质激素类制剂（主要为水针剂）两类。

皮质激素类原料药

皮质激素类原料药销售由外销、内销两部分组成。

外销部分主要由公司控股子公司天发药业负责，天发药业根据原料药及其中间体特点将全球市场划分为亚洲、美洲、欧洲和非洲等几大区域市场，通过区域性医药贸易商销售给最终用户。目前，公司产品出口到亚洲、非洲、欧洲、拉丁美洲、大洋洲的 40 多个国家和地区，其中地塞米松原料药出口 45 个国家和地区。

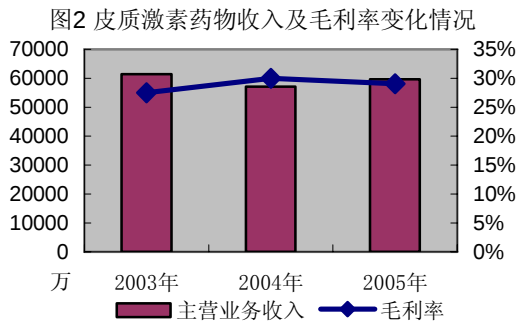
在营销策略上，区分为低端市场和高端市场：低端市场以价格策略为主，坚持“宁可让利决不失地”的市场方针；高端市场注重发挥技术、质量优势，公司积极向国外药品监管部门申请注册，2005 年完成了向美国申报泼尼松龙、醋酸甲泼尼龙、曲安奈德等产品的 DMF 工作，完成了向欧洲申报螺内酯、泼尼松等产品的 EDMF 文件组织工作。目前，公司产品分别通过了美国施贵宝、英国雅莱、德国先令、法国赛诺菲、丹麦尼康等大型跨国制药公司的质量审计，并成为这些公司合格的供应商，为公司产品进入高端市场奠定了坚实基础。

公司产品外销一般采用信用证结算。2005 年公司产品出口销售收入为 27330.67 万元，占公司主营业务收入总额的 41.33%。

内销部分由公司销售部负责。销售部将国内市场按地域划分为八大区域市场，重点地区设立办事处，建立起了立体营销网络。公司根据内销客户销量大小制定梯形价格，保证销售的稳定性。内销部分一般采用现款或银行承兑汇票结算，2005 年公司皮质激素类原料药及其他产品内销收入为 34924.14 万元，占公司主营业务收入总额的 52.81%。

近三年公司主导产品皮质激素原料药主营

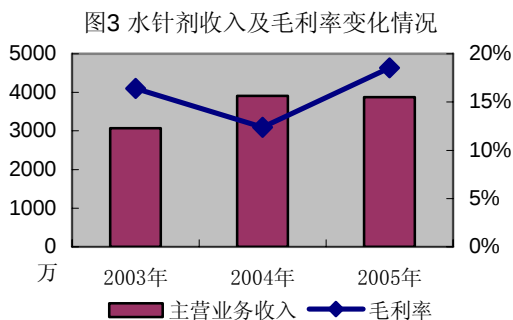
业务收入及毛利率增长情况见图 2，收入及毛利率基本稳定。



水针剂

公司皮质激素类制剂产品水针剂主要由湖北天药负责生产和销售，全部为内销。营销模式上，公司在业务发生地区设立办事处，通过各地医药公司实现最终销售。营销策略主要是通过优质产品、优惠价格和良好售后服务，提升公司的区域影响力，不断扩大市场份额。一般采用按合同控制发货，货到收款或款到发货，对于信用等级和合作基础良好的客户，可以适当延长商业信用期。2005 年水针剂销售收入 3878.24 万元，占主营业务收入总额的 5.86%。

近三年公司水针剂主营业务收入及毛利率增长情况见图 3，水针剂收入基本稳定，毛利率有所波动。



主要竞争对手情况

公司主要竞争对手有浙江仙琚制药股份有限公司和上海华联制药有限公司。

浙江仙琚制药股份有限公司为民营企业，主要产品为原料药，原料药产值占其总产值 75%，目前其主导产品地塞米松系列占国内三分

之一左右市场份额、强的松占国内四分之一左右市场份额。

上海华联制药有限公司为国家大中型医药企业，是通过美国 FDA 和国际 GMP 认证的医药行业 50 强企业之一。与公司相同的产品主要有：醋酸曲安奈德，约占国内市场份额 20%；地塞米松磷酸钠，约占国内市场份额 13%；丙酸氯倍他索，约占国内市场份额 65%。

以上两家制药企业与公司存在一定竞争关系，但短期尚不足以威胁公司在皮质激素原料药行业的龙头地位。

综合以上，公司通过技术改造和调整销售策略，主导产品产销量稳定，生产经营基本正常；公司所在的皮质激素原料药行业，国内竞争格局较为稳定。

2、经营效率

表 4 列示了公司近三年的总体经营情况。公司资产总额有所增加，年均增长 11.02%。近三年主营业务收入有些波动，但剔除商品贸易业务因素，2004 年较 2003 年实际下降了 4.96%，2005 年较 2004 年增长 4.16%，近三年营业利润略有增长，年均增长 2.04%，医药主营业务比较稳定。

表 4 经营效率

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
主营业务收入	66808.19	96417.63	66133.06	-0.51
应收账款	15236.90	15540.24	22232.24	20.79
应收票据	545.52	1125.86	1055.30	39.09
主营业务成本	49245.36	77430.60	47806.08	-1.47
存货	26363.14	32914.41	57564.68	47.77
资产总额	160489.82	152857.81	197805.06	11.02
营业利润	9149.94	11115.95	9527.08	2.04
管理费用	5257.71	5244.79	5219.60	-0.36
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
管理费用率 (%)	9.12	6.15	9.22	8.28
成本率 (%)	86.30	88.47	85.59	86.60
销售债权周转次数(次)	5.00	5.94	3.31	4.44
存货周转次数 (次)	2.00	2.61	1.06	1.71
总资产周转次数 (次)	0.44	0.62	0.38	0.46

从反映经营效率的主要指标来看，由于应收账款和存货增加较多，分别导致销售债权周转次数和存货周转次数有较大幅度下降，2005

年该两项指标分别为 3.31 次和 1.06 次。总体看，近三年公司经营状况基本正常，经营效率一般。

3. 竞争优势

公司主要竞争优势集中体现在以下几方面。

规模优势

公司是我国最早研制并生产皮质激素类原料药的企业之一，国内大多数皮质激素类原料药产品均是由公司首先研制并投入生产，是我国皮质激素类原料药的开拓者，是目前我国皮质激素类原料药同行中品种最多、产量最大、出口量最大的企业。公司各类皮质激素原料药产量约占全国 50% 左右，高效含卤皮质激素占国内的 80% 左右，明显领先于上海华联和浙江仙琚。目前，公司地塞米松系列产品占国内市场份额的 70% 以上，在亚洲市场占 50% 以上，并已进入欧洲市场，是亚洲最大的皮质激素类药物科研、生产和出口基地，规模优势明显。

技术和质量优势

公司是国家定点的皮质激素类药物生产、科研和出口基地，拥有博士后科研工作站和国家级技术开发中心，并拥有国家级药品质量检测中心以及一支专业技术队伍，科研力量雄厚。

公司拥有多项自行研制开发并申请取得的专利、专有技术。公司拥有“原丁酸三乙酯的制备工艺”专利（《发明专利证书》编号第 126932 号）；天药研究院已向国家知识产权局申请“对雄甾类化合物进行 17 位接侧链的制备方法”等五项专利，国家知识产权局已签发《专利申请受理通知书》并进入专利公开阶段。公司还拥有包括地塞米松系列产品新工艺、利用 3028 经过生物发酵法生产 3029 的生产工艺技术等多项专有技术。

公司是我国整体通过国家 GMP 认证的药品生产企业之一，部分品种如地塞米松的工艺技术和产品质量达到国际先进水平，并通过了美国 TARO 公司、英国雅莱等 20 多家跨国公司的质量审计，成为其合格供应商。

产品优势

公司利用自身的技术优势，建立了技术中心结合生产车间技术小组的科研模式，开发出了多个皮质激素原料药新品种。公司常年生产的产品中有 7 个品种为国内独家生产，部分产品具有一定垄断性。公司使用的“天药”商标被认定为天津市著名商标，公司生产的“天药”牌皮质激素类药物产品被授予“天津市名牌产品”称号。

4. 风险关注

（1）贸易摩擦加剧

近年来，随着我国出口产品竞争能力的增强和贸易顺差的不断扩大，引发了世界多个国家和地区对我国发起反倾销、特保立案调查，实施贸易保护。目前，公司产品 40% 以上出口，对海外市场的依赖程度较高。因此，贸易摩擦的加剧，对公司产品出口存在潜在威胁。

（2）依赖单一原材料

公司生产所用主要原材料为皂素，目前公司是国内最大的皂素需求商，需用量占全国产量的一半以上。皂素需要从黄姜、穿地龙等植物中提取，全球只有我国和墨西哥主要出产，其产量易受自然条件的影响。因此，皂素供应量和价格的波动，可能影响公司的生产经营。本期可转债募集资金拟建的中间体项目，主要生产皂素的替代原料，预计其达产后可以有效的解决公司依赖单一原料的问题。

（3）人民币升值

公司出口收入占主营业务收入 40% 以上，自我国实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度以来，目前人民币对美元升值已超过 3%。公司出口主要结算货币为美元，因此，如果未来人民币继续升值，将影响公司产品竞争力。

5. 未来发展

近年来，公司经营呈现稳定发展态势。今后几年，公司将继续利用自身的技术优势，用

先进的技术改进传统生产工艺，加大新产品开发力度，不断开发高端产品、拓展高端市场，向创新科技要高效益，增强公司的市场竞争力，使公司产品在同行业继续保持规模、技术、质量等方面的领先优势。

本次可转债拟投资建设的年产 500 吨激素类原料药中间体项目，将基本解决公司皂素原料供应替代问题。公司每年皂素用量约占国内的 50%，皂素成本占产品成本的 45% 左右。中间体项目达产后，有望使原材料成本降低 1/3，但暂时不会有经济效益。

我们认为，公司皮质激素类原料药的生产和销售在同行业具有领先优势，产品在国内外市场上均占有较高份额且相对稳定，具有较强竞争力。预计随着公司不断开发新产品、研发新工艺以及中间体项目的全面达产，未来几年仍可保持在皮质激素类原料药生产领域的领先地位，整体经营风险不大，发展前景稳定。

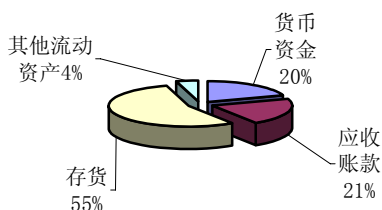
七、财务分析

以下分析主要基于公司提供的经天津五洲联合会计师事务所审计并出具标准无保留意见审计结论的 2003 年~2005 年财务报告。近三年公司财务会计制度没有变更，合并范围变化较小，报表可比性较好。

1. 资产质量

截至 2005 年底，公司资产总额 197805.06 万元，其中：流动资产占 53.20%，固定资产占 41.42%，流动资产中，以存货（占 54.71%）、应收账款（占 21.13%）和货币资金（占 19.71%）为主，见图 4。

图4 公司流动资产构成



近三年，公司存货有较大幅度增长，年均增长 47.77%，增长原因主要有两个：一方面由于公司产成品的品种增加及新技术的应用，使各工序的中间体数量有所增加，且皮质激素类原料药生产周期较长，使在产品增加；另一方面，2005 年皂素原材料价格持续下降并维持在较低水平，公司在较低价位时由其控股子公司天发药业购进了一定量的原料，以保证公司原材料供应的相对稳定。截至 2005 年底，公司存货余额为 57564.68 万元，其中：在产品占 50.98%，原材料占 32.43%。目前公司产品生产规模和市场销量不断扩大，产品基本能够做到以产定销，存货跌价风险较小。

2003 年~2005 年，公司应收账款增长较快，年均增长 20.79%，主要是由于皮质类激素原料药市场竞争加剧带来销售压力增大，公司为保持市场占有率和稳定销售收入，适当增加了客户信用额度和延长应收账款收款时间所致。截至 2005 年末，公司应收账款余额 22286.58 万元，其中，3 个月以内的占 95.66%，3 个月~2 年的占 3.88%，2 年~5 年的占 0.46%，2005 年底应收账款坏账准备余额 54.33 万元。应收账款账龄大都在 3 个月以内，发生坏账可能性很小。

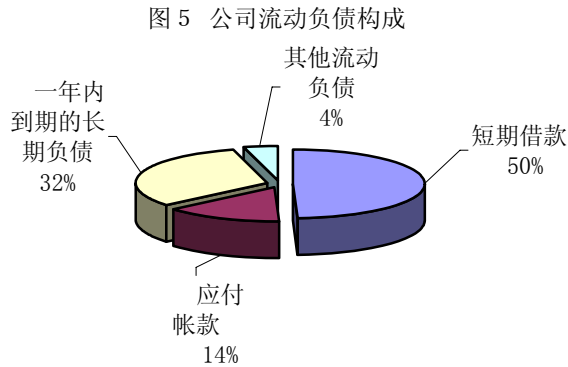
近三年，公司固定资产合计有较大幅度增长，年均增长 20.59%，主要是由于公司近期新项目和技改项目建设较多所致。2005 年底，公司固定资产合计 81940.23 万元，主要是厂房、专业设备和在建工程。公司各项固定资产均处于完好状态，使用正常，公司未计提减值准备。

综上所述，公司资产构成合理，运营状态良好，资产质量较好，各项减值准备计提与公司的产质量状况相符。

2. 负债与权益结构

截至 2005 年底，公司负债总额 93342.53 万元，其中 99.89% 为流动负债。近三年，公司流动负债合计年均增长 18.49%，2005 年公司增加短期借款 29915.12 万元，同时长期借款 30000 万元到期转入一年内到期长期负债，使得 2005 年

短期债务大幅增加。2005年底，公司流动负债总额93237.73万元，以短期借款、一年内到期的长期负债和应付账款为主，见图5。



近三年，公司股东权益合计年均增长5.92%。截至2005年底，股东权益合计99641.91万元，其中，股本、资本公积和未分配利润分别占25.27%、41.80%和24.17%，未分配利润占有一定比重，股东权益稳定性一般。

从表5可以看出，近三年，资产负债比率和全部债务资本化比率均有上升，2005底，公司资产负债比率、全部债务资本化比率分别为47.19%和43.32%，长期债务资本化比率为0，债务结构不合理，债务负担一般。

表5 财务构成

项 目（万元）	2003 年	2004 年	2005 年	变动率（%）
所有者权益	88818.22	94007.88	99641.91	5.92
少数股东权益	4746.81	4739.54	4820.62	0.77
短期债务	59162.15	16978.83	79855.14	16.18
长期债务	0.00	30000.00	0.00	--
负债总额	66924.79	54110.40	93342.53	18.10
资产总额	160489.82	152857.81	197805.06	11.02
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
长期债务资本化比率（%）	0.00	23.30	0.00	6.99
全部债务资本化比率（%）	38.74	32.24	43.32	39.08
资产负债比率（%）	41.70	35.40	47.19	42.56

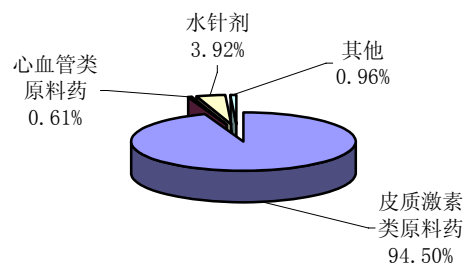
本期可转债发行后，以2005年底公司财务数据为基准，预计全部债务资本化比率将达到53.22%，公司债务负担有所加重。从本期可转债发行条款的设计看，当本期可转债进入转换期后，转股的可能性较大，随着本期可转债部分转为公司股票，债务压力会逐步降低。此外，公司目前资金已能满足近期项目建设需要，预

计未来一段时间不会再发生较大的债务融资。因此，虽然债务压力偏重，但总体仍处于正常范围内。

3. 盈利能力

近三年，公司主营业务收入和主营业务利润年均增长分别为-0.51%和2.67%，2004年主营业务收入较2003年增长幅度较大，增长率为44.32%，主要原因是公司控股子公司天发药业在2004年上半年新增了商品贸易业务，完成销售额共32924.70万元，占全年销售收入的34.15%。2005年公司没有发生该项业务，如果剔除商品贸易业务，近三年主营业务收入和主营业务利润基本稳定。2005年，公司皮质激素类原料药销售收入占公司主营业务收入的90.21%，其业务利润占公司主营业务利润总额的94.50%（见图6），主营业务突出。

图6 公司业务利润来源



从表6可以看出，2005年公司主营业务利润率比上年提高了8.03个百分点，但剔除商品贸易业务，2004年主营业务利润率（与2005年口径一致）为27.58%，实际上2005年医药主营业务利润率较2004年下降了0.19个百分点，基本稳定。2005年公司总资本收益率和净资产收益率分别为5.71%和8.11%，盈利水平较高。

目前，公司已通过COS认证和专利厂商阿斯特拉现场审计的布地奈德产品有望在2006年实现规模销售。六甲泼龙产品已完成DMF文件登记和专利厂商辉瑞的现场审计，有望在2007年实现规模化生产。本期可转债募集资金拟建的中间体项目，预计2009年达产后可实现年均利润总额13271.67万元。综上所述，高端销售

市场的拓展和中间体项目带来利润的增加，可以预期公司未来的盈利能力会逐步提高。

表6 盈利能力

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
主营业务收入	66808.19	96417.63	66133.06	-0.51
主营业务利润	17183.75	18670.23	18113.72	2.67
利润总额	10691.48	12210.32	9500.70	-5.73
净利润	9007.57	10085.82	8080.35	-5.29
利息支出	2077.91	1878.94	2444.65	8.47
少数股东权益	4746.81	4739.54	4820.62	0.77
股东权益	88818.22	94007.88	99641.91	5.92
总债务	59162.15	46978.83	79855.14	16.18
销售商品、提供劳务收到的现金	53033.86	63186.47	59996.37	6.36
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
主营业务利润率 (%)	25.72	19.36	27.39	24.65
总资本收益率 (%)	7.26	8.21	5.71	6.77
净资产收益率 (%)	10.14	10.73	8.11	9.30

注：剔除商品贸易业务，2004 年主营业务收入和主营业务利润分别为 63492.92 万元和 17510.97 万元。

4. 现金流量

表 7 列示了公司近三年现金流状况。2005 年经营活动产生的现金流量净额出现负值，主要原因是受国家出口退税政策调整的影响，2005 年公司累计收到税费返还比 2004 年减少 6063.75 万元，而增加存货导致购买商品、接受劳务支付的现金较 2004 年增加 14034.89 万元。

表7 现金流量数据

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
销售商品、提供劳务收到的现金	53033.86	63186.47	59996.37	6.36
经营活动产生的现金流量净额	4577.09	11030.02	-10886.61	--
投资活动产生的现金流量净额	14251.15	-12163.48	-15462.45	--
筹资活动产生的现金流量净额	5082.60	-19976.92	24791.61	120.86
现金及现金等价物净增加额	23948.34	-21141.40	-1478.86	--
筹资活动前产生的现金流量净额	18828.24	-1133.46	-26349.06	--
现金收入比率 (%)	79.38	65.53	90.72	80.90

投资活动方面，近三年现金流入大幅减少，年均增长-92.99%，主要是由于2005年没有收回投资和取得投资收益的现金流入。现金流出主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金，2005年该项流出为15618.72万

元，使得投资活动现金流量净额大幅减少。

筹资活动方面，现金流以短期借款的借入和偿还为主，近三年借款规模逐年增加，年均增长50.74%。2005年由于经营活动和投资活动产生的现金流净额均为负值，筹资活动增加现金24791.61万元。综合看，公司近三年现金流状况一般。

近三年，公司现金收入比率有所改善，三年平均值为80.90%，2005年为90.72%，现金收入比率偏低，这与公司应收账款数额增大有关，也与现金结算方式有关。

5. 偿债能力

从表8看，公司近三年流动比率和速动比率波动较大，2005年下降幅度较大，2005年底分别为112.86%和51.12%，主要是由于公司流动负债以及存货增加所致；筹资活动前现金流量净额利息偿还能力指标2005年为-10.78倍，目前公司短期债务偿还压力较大。

表8 偿债能力

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
流动资产	94041.06	74320.22	105223.88	5.78
流动负债	66409.69	23825.30	93237.73	18.49
折旧	3067.74	4074.97	4437.92	20.28
摊销	827.39	423.21	588.95	-15.63
利息支出	2077.91	1878.94	2444.65	8.47
利润总额	10691.48	12210.32	9500.70	-5.73
EBITDA	16664.51	18587.44	16972.22	0.92
筹资活动前现金流量净额	18828.24	-1133.46	-26349.06	--
总债务	59162.15	46978.83	79855.14	16.18
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
流动比率 (%)	141.61	311.94	112.86	178.33
速动比率 (%)	101.91	173.79	51.12	98.08
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	9.06	-0.60	-10.78	-3.76
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.02	9.89	6.94	8.04
债务保护倍数 (倍)	0.22	0.31	0.16	0.22
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	0.32	-0.02	-0.33	-0.11

近三年公司 EBITDA 利息倍数、债务保护倍数和筹资活动前现金流量净额债务保护倍数有所下降，2005 年该三项指标分别为 6.94 倍、0.16 倍和-0.33 倍，整体债务保护能力偏弱。

完成本期可转债融资后到中间体项目投产并产生效益前，公司债务负担会进一步加重。

本期可转债募集资金投资的中间体项目建设期为 2 年，如果发行顺利，预计在 2009 年该项目达产后，公司整体债务保护能力将有所改善。

表 9 是根据公司现有生产能力和可转债项目预计收益所做的预测。预测基础：①以 2005 年的税后利润（8080 万元）、折旧和摊销（5026 万元）为基数，税后利润按年均 2% 的增长率估计；②根据项目可研报告，本期可转债募集资金建设的中间体项目，预计 2009 年达产 50%，2010 年达产 70%，2011 年完全达产，完全达产后每年可实现税后利润 9953 万元，投资形成固定资产 31530 万元，年折旧率按 7.5% 计算。

表9 偿债资金预测（单位：万元）

项 目	2006	2007	2008	2009	2010	2011
现有生产能力	税后利润	8242	8406	8575	8746	8921
	折旧					
	摊销	5026	5026	5026	5026	5026
转债项目	税后利润	--	--	--	4977	6967
	折旧	--	--	--	2365	2365
	摊销	--	--	--	2365	2365
合计		13268	13432	13601	21114	23279

本期可转债期限为 6 年，假设在此期间，本期可转债全部未转为公司股票，公司需偿还长期债务 3.9 亿元。根据上述预测综合测算，在本期可转债到期前一年（2011 年），当年可产生偿债资金 26443 万元，偿债倍数为 0.68 倍，偿还能力偏弱。2006 年～2011 年累计可产生偿债资金 111137 万元，偿债倍数为 2.85 倍。

从本期可转债的设计条款看，公司更倾向于促使可转债成功转股，如果本期可转债在转股期内部分或全部转换为公司股票，将减轻公司偿还压力。

八、债权保护条款分析

1. 担保条款

天津市商业银行股份有限公司和北方国际信托投资股份有限公司为本期可转债提供担保，担保金额分别为：天津商行 2.1 亿元（占本期可转债总额 53.85%），北方信托 1.8 亿元（占本期可转债总额 46.15%）。各担保人所担保额度

随本期可转债余额的减少同比例减少。担保人按照各自的比例共同对公司本期 3.9 亿元的可转换债券本金及由此产生的利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用承担连带责任保证担保。保证期间为本期可转换公司债券发行首日至到期日后二年止。

2. 担保人行业分析

（1）银行业

商业银行是储蓄与投资相互转化的主要中介，在国民经济发展中发挥着重要作用。截至 2005 年末，全部金融机构本外币各项存款余额 30.0 万亿元，增长 18.2%；全部金融机构本外币各项贷款余额 20.7 万亿元，增长 12.8%。全部金融机构人民币消费贷款余额 2.2 万亿元，较年初增加 1996 亿元。全国金融机构存贷差日渐扩大，截至 2005 年年底，各项存贷差达到 9.3 万亿元。

从资金运行状况看，截至 2005 年底，商业银行不良贷款余额 13133.6 亿元，不良贷款率 8.6%，比年初下降 4.2 个百分点。银行经营效益显著提高，主要商业银行实现账面利润（税前）1850 亿元，中间业务收入近三年年均增长均保持在 30% 左右。但目前我国银行仍以传统的存贷款业务作为主要的利润来源，中间业务收入占比普遍偏低。

从目前我国金融结构来看，无论是资产规模还是在国民经济中的影响力，银行业都远超过非银行的保险、证券等金融行业，银行业仍处于整个金融业的主导地位。同时也要看到，证券业、保险业发展速度很快，其提供的很多金融产品与银行有明显竞争关系，对银行储蓄分流有较大影响。但由于银行业在金融业的比重较大，目前的竞争并未对银行业发展构成威胁。

2005 年，我国银行业全面推进明晰产权、与国际接轨的改革，改革力度空前。预计，随着我国金融业 2006 年 12 月全面对外资开放日期的渐近，中资商业银行的改革将进入加速期。

近年来，银监会抓住了我国银行业存在的主要问题，如法人治理结构、风险内控、资本

充足率等，出台了一系列监管政策和规定，推进了银行业加速解决长期存在的问题，有利于促进商业银行稳健经营，拓展盈利空间，降低经营成本，减少不公平和恶性竞争。

随着商业银行产权改革的全面展开、经营管理水平的不断提高以及内控意识的不断增强，我国商业银行的风险控制能力和水平进一步提高。

（2）信托行业

信托行业在行业自身与外部监管的双重要求下，从 2004 年下半年开始步入相对调整期，但行业整体依然保持着较快的发展速度和强大的创新活力，在金融产业和经济发展中发挥出越来越重要的作用。

2005 年信托业的扩张速度有所下降，但数量与规模的绝对值都再创新高，信托公司和集合资金信托产品的市场影响力不断增强。2005 年信托公司在其主流业务形态——集合资金信托业务上共推出 446 个产品，募集信托资金总额约 450 亿元，产品数量和资金规模分别较上年增长约 32% 和 29%。在资金投向上，基础及公用设施、房地产、金融证券依然位居前三，投向这三个领域的集合信托资金分别约为 185 亿元、172 亿元和 51 亿元。

在资金运作方式上，以贷款方式运作的资金规模约为 320 亿元，其他运作方式包括股权投资、债权投资、贷款/股权组合投资、融资租赁、其他资产投资等，尚未体现出集中性的特点，信托行业仍受制于传统的信贷业务模式。

2005 年，信托行业大规模进行了股权变更、增资扩股、引入战略投资者的改革，并取得了一定的进展，如平安保险集团向平安信托增资 15 亿元使其资本金达到 42 亿元，中信信托资本金由 5 亿元增至 8 亿元，湖南华菱集团控股内蒙古信托并新注资 2.8 亿元。

2005 年，共有 30 余家信托公司根据监管要求披露了 2004 年年度报告，披露年报的信托公司共计实现净利润 8.2 亿元，信托公司经营业绩

有所好转。

与 2005 年商业银行推进改制上市、证券公司着力创新脱困等相比，信托行业的政策环境明显趋紧。2005 年 9 月，银监会向各地银监局下发《加强信托公司部分风险业务提示的通知》，进一步强调和规范了房地产信托和证券投资类信托业务；2005 年 10 月，由中国银监会起草的《信托投资公司监管评级体系（草案）》下发到各地银监局，开始推进信托公司分类监管。

尽管 2005 年信托投资行业整体发展较快，信托产品不断创新，但相比其他三大金融支柱行业的发展规模而言，信托业仍处于金融行业的边缘，主要制约因素包括：一方面，健全的市场经济体制、完善的信托法规体系、完备的信用制度和产权制度等法规制度建设缓慢；另一方面，我国信托业在管理模式、经营规模、人员素质等方面与发达国家信托业相比仍存在较大差距。

3. 担保人担保能力分析

（1）天津商行

天津市商业银行股份有限公司原名天津城市合作银行，于 1996 年 11 月 17 日正式成立，1998 年 8 月 18 日更名为“天津市商业银行股份有限公司”，是目前天津市唯一的地方性股份制商业银行。天津商行成立时注册资本为人民币 10.1 亿元，2000 年增加资本至 15.48 亿元。全行下设 1 个营业部和 68 家支行，共计 180 个营业网点，在岗员工 3500 多人。

2005 年 12 月 6 日，澳新银行与天津商行在天津正式签订《股份认购协议》协议，澳新银行作为境外战略投资者，购买天津商行增资扩股后总股份 19.9% 的股份。这是目前为止，澳大利亚金融领域在中国的最大投资。

天津商行主要业务范围包括：人民币及外币存款、贷款、票据贴现、同业拆借业务、中间业务和经中国人民银行、国家外汇管理局批准经营的其他金融业务。

截至 2005 年底，全行总资产 691.19 亿元，

各项贷款余额 283.26 亿元，各项存款余额 569.31 亿元，2005 年实现利润总额 4.36 亿元。

表 10 反映的是天津商行近三年的主要财务数据。近三年，天津商行资产总额和所有者权益不断攀升，年均增长率分别为 13.17% 和 6.63%；贷款规模稳步增长，年均增长率为 16.94%。近三年利息收入年均增长 32.40%，利润总额小幅上升，资产利润率和净资产收益率基本稳定，2005 年为 0.63% 和 11.47%，盈利能力较强；资产负债比率近年来略有上升，资本充足率不足。

表10 天津商行近三年主要财务数据

项目 (亿元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
资产总计	539.64	605.78	691.19	13.17
所有者权益	33.42	36.15	38.00	6.63
贷款	207.14	263.33	283.26	16.94
存款	407.66	480.49	569.31	18.17
利息收入	9.03	12.64	15.83	32.40
利润总额	4.12	4.16	4.36	2.87
计算指标 (%)	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
存贷比	50.81	54.80	49.75	51.48
资产利润率	0.76	0.69	0.63	0.67
净资产收益率	12.33	11.51	11.47	11.65
资产负债比率	93.81	94.03	94.50	94.22

综上所述，天津商行发展速度较快，盈利能力较强，但资产规模和经营规模与国内主要商业银行相比偏小。天津商行对本期可转债担保额度为 2.1 亿元，相当于 2005 年底贷款总额的 0.74%、所有者权益的 5.53%、净利息收入的 13.27%、利润总额的 48.17%。我们认为，天津商行对本期可转债提供 2.1 亿元担保，其担保能力一般。

(2) 北方国际信托投资股份有限公司

北方国际信托投资股份有限公司是经国务院、中国人民银行批准成立的大型国有股份制金融机构。公司系由天津泰达投资控股有限公司、津联集团有限公司、天津市财政局、天津港务局、泰达股份（000652）、津滨发展（000897）、天药股份（600488）等 38 家大型国有企业、上市公司和民营企业投资组成的非银行金融机构，是全国首家引入外资股份的信托

投资公司。

北方信托经营范围包括《信托法》、《信托投资公司管理办法》中规定的所有业务种类，而且拥有经营外汇业务资格。

表 11 反映的是北方信托近三年的主要财务数据。近三年，北方信托资产规模和所有者权益大幅下降，业务量减少，2005 年出现亏损。

表11 北方信托近三年主要财务数据

项目 (亿元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率
资产总计	33.93	22.85	9.38	-47.42
所有者权益	14.54	15.20	9.22	-20.37
信托资产	29.92	42.67	36.14	9.90
长期投资	6.60	6.56	1.68	-49.55
委托存款	2.00	0.20	--	--
信托存款	6.59	2.91	--	--
利息收入	0.26	0.22	0.14	-26.62
手续费收入	0.12	0.30	0.17	19.02
投资收益	0.68	0.87	0.16	-51.49
利润总额	0.71	1.13	-0.89	--
计算指标 (%)	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
资产利润率	2.09	4.95	-9.49	-2.84
净资产收益率	4.88	7.43	-9.65	-1.62
资产负债比率	57.15	33.48	1.71	22.33

北方信托为本期可转债担保额度为 1.8 亿元，相当于 2005 年末所有者权益的 19.52%，考虑到北方信托整体资产质量以及目前的经营情况，我们认为，北方信托对本期可转债 1.8 亿元担保额度的担保能力较弱。

1.企业概况

1.1 基本情况

企业名称	天津天药业股份有限公司			机构代码	600488
经营场所	天津市新技术产业园区华苑产业区中济科技园B座			邮政编码	300171
注册时间	1999-12-1	注册资本	251825012.00	法人代表	刘永和
所属产业		联系电话	022-24160861	传 真	
主营业务	医药制造			电子信箱	
				帐号	
基本帐户开户行				贷款卡号	

1.2 经营规模（截止 2005 年 12 月）

单位：万元

项 目	资产总额	固定资产净值	净资产	主营业务收入	利润总额	员工人数(人)
数 据	197805.06	54410.25	99641.91	66133.06	9500.7	1510

1.3 人员素质

总人数	项 目	文化素质			技术职称			年龄分布		
		高中及以下	大专	本科及以上	初级	中级	高级	30岁以下	30-50岁	50岁以上
高层领导人	人数(人)									
	比重(%)									
员工人数人	项 目	高中及以下	大专	本科及以上	初级	中级	高级	30岁以下	30-50岁	50岁以上
	人数(人)									
	比重(%)									

2.未来预测

单位：万元

项 目	年	年	年	年	年
计划投资数额					
预计主营业务收入					
预计利润总额					
预计净利润					
预计折旧					
预计摊销					
预计所有者权益					
预计少数股东权益					
预计长期债务余额					
预计短期债务余额					
预计利息支出					
到期长期借款本金					
其它偿债资金					
全部债务资本化比率(%)					
EBITDA利息倍数（倍）					
净资产收益率（%）					
债务保护倍数（倍）					
到期债务偿还倍数（倍）					

3.基础数据

3.1.1 资产负债表（资产）

单位：万元

项 目	2003 年	2004 年	2005 年	变动率(%)	本年截止 月
流动资产					
货币资金	43357.91	22216.51	20737.65	-30.84	
短期投资	75.88			-100	
减：短期投资跌价准备					
短期投资净额	75.88			-100	
应收票据	545.53	1125.85	1055.3	39.08	
应收股利					
应收利息					
应收账款	15236.91	15540.24	22232.24	20.79	
其他应收款	941.7	1110.31	1009.76	3.55	
减：坏帐准备					
应收款项净额	16178.61	16650.55	23242	19.86	
预付账款	908.08	294.88	1907.6	44.94	
应收补贴款	6561.68	1061.73	645.84	-68.63	
存货	26363.14	32914.41	57564.68	47.77	
减：存货跌价准备					
存货净额	26363.14	32914.41	57564.68	47.77	
待摊费用	50.23	56.29	70.81	18.73	
待处理流动资产净损失					
一年内到期的长期债权投资					
其他流动资产					
流动资产合计	94041.06	74320.22	105223.88	5.78	
长期投资					
长期股权投资	7593.04	7794.76	8215.66	4.02	
长期债权投资					
长期投资合计	7593.04	7794.76	8215.66	4.02	
减：长期投资减值准备					
合并价差					
长期投资净额	7593.04	7794.76	8215.66	4.02	
固定资产					
固定资产原值	57324.98	68460.3	76769.92	15.72	
减：累计折旧	14069.95	17958.72	22359.67	26.06	
固定资产净值	43255.03	50501.58	54410.25	12.16	
减：固定资产减值准备					
固定资产净额	43255.03	50501.58	54410.25	12.16	
工程物资	5848.18	6783.52	6751.8	7.45	
在建工程	7173.1	10804.03	20778.18	70.2	
固定资产清理	69.32	169.1		-100	
待处理固定资产净损失					
固定资产合计	56345.63	68258.23	81940.23	20.59	
无形资产及其他资产					
无形资产	2376.66	2264.15	2292.75	-1.78	
开办费					
长期待摊费用	133.43	220.45	132.54	-0.33	
其他长期资产					
无形资产及其他资产合计	2510.09	2484.6	2425.29	-1.7	
递延税项					
递延税款借项					
资产总计	160489.82	152857.81	197805.06	11.02	

3.1.2 资产负债表（负债及所有者权益）

单位：万元

项 目	2003 年	2004 年	2005 年	变动率(%)	本年截止 月
流动负债					
短期借款	29075.15	16178.83	46093.95	25.91	
应付票据	87	800	3761.19	557.51	
应付账款	5829.12	5474.33	13384.49	51.53	
预收账款	462.54	276.49	455.17	-0.8	
代销商品款					
应付工资					
应付福利费	136.52	126.99	122.81	-5.15	
应付股利	147.2	72.83	131.77	-5.39	
应交税金	73.66	452.99	-1277.9		
其他应付款	15.82	22.47	19.54	11.14	
其他应付款	582.68	420.37	546.71	-3.14	
预提费用					
一年内到期的长期负债	30000		30000	0	
其他流动负债					
流动负债合计	66409.69	23825.3	93237.73	18.49	
长期负债					
长期借款		30000		-100	
应付债券					
长期应付款					
专项应付款	515.1	285.1	104.	-54.89	
住房周转金					
其他长期负债					
长期负债合计	515.1	30285.1	104.8	-54.89	
递延税项					
递延税项贷款					
负债合计	66924.79	54110.4	93342.53	18.1	
少数股东权益	4746.81	4739.54	4820.62	0.77	
所有者权益					
注册资本	25182.5	25182.5	25182.5	0	
资本公积	41442.12	41582.46	41654.39	0.26	
盈余公积	5831.1	7488.15	8724.72	22.32	
其中：公益金	1634.64	2186.31	2597.2	26.05	
未分配利润	16362.5	19754.76	24080.3	21.31	
外币报表折算差额					
其它					
所有者权益合计	88818.22	94007.87	99641.91	5.92	
负债及所有者权益合计	160489.82	152857.81	197805.06	11.02	

3.2 利润及利润分配表

单位：万元

项 目	2003 年	2004 年	2005 年	变动率(%)	本年截止 月
一、主营业务收入	66808.18	96417.63	66133.06	-0.51	
减：折扣与折让					
主营业务收入净额	66808.18	96417.63	66133.06	-0.51	
减：主营业务成本	49245.36	77430.6	47806.08	-1.47	
主营业务税金及附加	379.08	316.8	213.26	-25	
二、主营业务利润	17183.74	18670.23	18113.72	2.67	
加：其他业务利润	59.75	92.44	122.49	43.18	
减：存货跌价损失					
营业费用	1002.07	826.11	943.58	-2.96	
管理费用	5257.71	5244.79	5219.6	-0.36	
财务费用	1833.77	1575.82	2545.95	17.83	
三、营业利润	9149.94	11115.95	9527.08	2.04	
加：投资收益	1528.93	1085.9	-3.58		
补贴收入	76.42	40.64	5	-74.42	
营业外收入	12.62	43.28	16.23	13.4	
减：营业外支出	76.43	75.45	44.03	-24.1	
其他支出					
加：以前年度调整					
其它					
四、利润总额	10691.48	12210.32	9500.7	-5.73	
减：所得税	1610.72	2042.13	1350.55	-8.43	
少数股东损益	73.19	82.37	69.8	-2.34	
加：未确认的投资损失					
其它					
五、净利润	9007.57	10085.82	8080.35	-5.29	
加：年初未分配利润	8729.39	16362.49	19754.76	50.43	
盈余公积转入					
减：合资企业提取奖福基金					
加：其它					
六、可供分配的利润	17736.96	26448.31	27835.11	25.27	
减：提取法定盈余公积	916.31	1103.33	821.79	-5.3	
提取法定公益金	458.15	551.66	410.9	-5.3	
加：其它					
七、可供股东分配的利润	16362.5	24793.32	26602.42	27.51	
减：应付优先股股利					
提取任意盈余公积		2.06	3.87	87.86	
应付普通股股利		5036.5	2518.25	-50	
转作股本的普通股股利					
加：其它					
八、未分配利润	16362.5	19754.76	24080.3	21.31	

3.3.1 现金流量表

单位：万元

项 目	2003 年	2004 年	2005 年	变动率(%)	本年截止 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	53033.86	63186.47	59996.37	6.36	
收到的租金					
收到的税费返还	3878.93	9805.96	3742.21	-1.78	
收到的其他与经营活动有关的现金	3356.11	891.96	411.86	-64.97	
现金流入小计	60268.9	73884.39	64150.44	3.17	
购买商品、接受劳务支付的现金	40956.61	47194.13	61229.02	22.27	
经营租赁所支付的现金					
支付给职工以及为职工支付的现金	6649.01	6566.34	6758.72	0.82	
支付的各项税费合计	6075.62	6144.13	3995.79	-18.9	
支付的其他与经营活动有关的现金	2010.58	2949.77	3053.52	23.24	
现金流出小计	55691.82	62854.37	75037.05	16.08	
经营活动产生的现金流量净额	4577.08	11030.02	-10886.61		
二、投资活动产生的现金流量					
收回投资所收到的现金	30642.58	937.06		-100	
取得投资收益所收到的现金	1133.96	904.31		-100	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金		39.29	156.27	297.73	
收到的其他与投资活动有关的现金					
现金流入小计	31776.54	1880.66	156.27	-92.99	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	17424.31	13347.39	15618.72	-5.32	
投资所支付的现金	101.08	696.75		-100	
支付的其他与投资活动有关的现金					
现金流出小计	17525.39	14044.14	15618.72	-5.6	
投资活动产生的现金流量净额	14251.15	-12163.48	-15462.45		
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收权益性投资所收到的现金	385.97		100	-49.1	
发行债券所收到的现金					
借款所收到的现金	47151	70970	107141.97	50.74	
收到的其他与筹资活动有关的现金	27.49			-100	
现金流入小计	47564.46	70970	107241.97	50.16	
偿还债务所支付的现金	40403.24	83866.32	77226.85	38.25	
发生筹资费用所支付的现金					
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	2077.56	7080.6	4990.51	54.99	
融资租赁所支付的现金					
减少注册资本所支付的现金					
支付的其他与筹资活动有关的现金	1.06		233	1382.6	
现金流出小计	42481.86	90946.92	82450.36	39.31	
筹资活动产生的现金流量净额	5082.6	-19976.92	24791.61	120.86	
四、汇率变动对现金的影响	1788.09	-31.02	78.59	-79.04	
五、现金及现金等价物净增加额	25698.92	-21141.4	-1478.86		

3.3.2 现金流量表补充资料

单位：万元

项 目	2003年	2004年	2005年	变动率(%)	本年截止 月
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动					
以固定资产偿还债务					
以投资偿还债务					
以固定资产进行长期投资					
以存货偿还债务					
融资租赁固定资产					
二、将净利润调节为经营活动的现金流量					
净利润	9007.57	10085.82	8080.35	-5.29	
加：少数股东损益	73.19	82.37	69.8	-2.34	
计提的资产减值准备	60.05	-106.9	-9.98		
固定资产折旧	3067.74	4074.97	4437.92	20.28	
无形资产摊销	316.43	335.57	467.24	21.52	
长期待摊费用摊销					
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	57.32	-38.57	32.61	-24.57	
待摊费用减少(减:增加)	129.87	-6.06	-14.51		
预提费用增加(减:减少)					
固定资产报废损失		70.88	0.12	-99.83	
财务费用	2077.55	1909.97	2366.06	6.72	
投资损失(减:收益)	-1528.93	-1085.9	3.58		
递延税款贷项(减:借项)	-68.01			-100	
存货的减少(减:增加)	-3277	-6511.21	-24650.27	174.27	
经营性应收项目的减少(减:增加)	-10200.33	3348.42	-4554.5	-33.18	
经营性应付项目的增加(减:减少)	4350.69	-1216.98	2763.26	-20.3	
其他					
经营活动产生的现金流量净额	4577.09	11030.02	-10886.61		
三、现金及现金等价物净增加情况					
货币资金的期末余额	43357.91	22216.51	20737.65	-30.84	
减：货币资金的期初余额	17658.99	43357.91	22216.51	12.16	
现金等价物的期末余额					
减：现金等价物的期初余额					
现金及现金等价物净增加额	25698.92	-21141.4	-1478.86		

3.4 其他数据

单位：万元

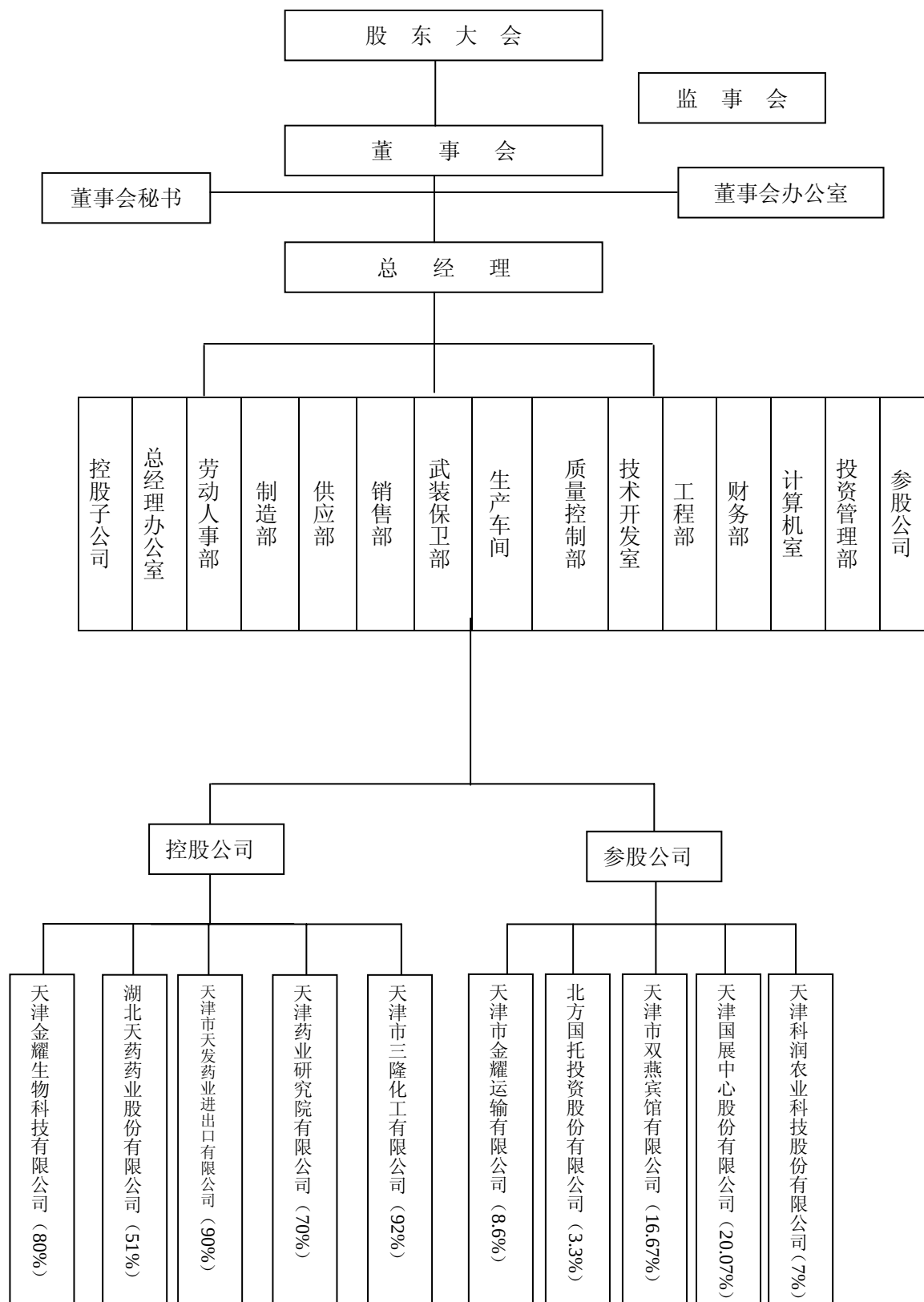
项 目	2003 年	2004 年	2005 年	变动率(%)	本年截止 月
职工人数(人)	1590	1540	1510	-2.55	
产值(万元)					
研究开发费(万元)					
研究开发人员数(人)					
利息支出(万元)	2077.91	1878.94	2444.65	8.47	
折旧(万元)	3067.74	4074.97	4437.92	20.28	
摊销(万元)	827.39	423.21	588.95	-15.63	
不良资产(万元)					
待处理资产损失(万元)					
对外担保余额(万元)					
本期已还贷款本金(万元)					
本期应还贷款本金(万元)					
逾期贷款额(万元)					
本期已还贷款利息(万元)					
本期应还贷款利息(万元)					
当年应偿还的债务本金(万元)	59162.15	16978.83	79855.14	16.18	
期内应偿还的长期债务本金(万元)					

4 主要计算指标

单位：万元

项 目（万元）	2003 年	2004 年	2005 年	加权平均值	本年截止 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	5	5.94	3.31	4.44	
存货周转次数(次)	2	2.61	1.06	1.71	
总资产周转次数(次)	0.44	0.62	0.38	0.46	
盈利能力					
总资本收益率(%)	7.26	8.21	5.71	6.77	
净资产收益率(%)	10.14	10.73	8.11	9.3	
主营业务利润率(%)	25.72	19.36	27.39	24.65	
现金收入比(%)	79.38	65.53	90.72	80.9	
财务构成					
资产负债率(%)	41.7	35.4	47.19	42.56	
全部债务资本化比率(%)	38.74	32.24	43.32	39.08	
长期债务资本化比率(%)		23.3		9.32	
偿债能力					
EBITDA利息倍数(倍)	8.02	9.89	6.94	8.04	
债务保护倍数（倍）	0.22	0.31	0.16	0.22	
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.32	-0.02	-0.33	-0.11	
流动比率(%)	141.61	311.94	112.86	178.33	
速动比率(%)	101.91	173.79	51.12	98.08	
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	9.06	-0.6	-10.78	-3.76	
筹资前现金流量净额本息偿还能力(倍)	0.31	-0.06	-0.32	-0.12	
期内长期债务偿还能力					

5. 天津天药药业股份有限公司组织架构图



6. 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
净资产年平均增长率	(2) n 年数据: 增长率= $\left[\frac{\text{本期}}{\text{前 n 年}}^{\frac{1}{n-1}} - 1 \right] \times 100\%$
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
应收账款周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	$\frac{\text{净利润} + \text{利息支出}}{\text{股东权益} + \text{少数股东权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}} \times 100\%$
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力能力	
EBITDA 利息倍数	EBITDA 利息保护倍数=EBITDA/支出利息
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销)/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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销)/期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产-存货)/流动负债合计×100%
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/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

联合资信评估有限公司

联合资信评估有限公司关于天津天药药业股份有限公司 2006年3.9亿元可转换公司债券的跟踪评级安排

根据国际惯例和中国证券监督管理委员会《上市公司证券发行管理办法》的要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期可转换公司债券的存续期内每年对本期可转换公司债券进行一次定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

天津天药药业股份有限公司（以下简称“天药股份”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供最新的年度财务报告以及其他相关资料。天药股份如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注天药股份的经营管理状况及本期可转换公司债券的相关信息，如发现天药股份出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期可转换公司债券的信用等级。

如天药股份不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信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，直至天药股份提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如本期可转换公司债券信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送天药股份、主管部门、交易机构等。

