

跟踪评级公告

联合[2012] 853 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持天津药业集团有限公司主体长期信用等级为AA⁻,评级展望为稳定,并维持“11津药MTN1”、“11津药MTN2”AA⁻的信用级别。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十月十六日



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

天津药业集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 津药 MTN1	3 亿元	2011/5/25-2014/5/24	AA ⁻	AA ⁻
11 津药 MTN2	3 亿元	2011/8/24-2014/8/23	AA ⁻	AA ⁻

跟踪评级时间: 2012 年 10 月 16 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 3 月
现金类资产(亿元)	4.74	4.37	5.10	5.46
资产总额(亿元)	65.22	81.91	74.93	77.49
所有者权益(亿元)	31.28	44.52	39.75	41.32
短期债务(亿元)	22.64	17.88	19.92	20.76
全部债务(亿元)	26.98	26.78	25.92	27.51
营业收入(亿元)	14.02	17.25	20.58	6.03
利润总额(亿元)	1.48	2.14	2.69	0.50
EBITDA(亿元)	3.20	3.96	4.70	--
经营性净现金流(亿元)	4.82	0.34	1.89	-0.51
营业利润率(%)	30.90	30.31	25.87	25.18
净资产收益率(%)	4.26	4.11	5.83	--
资产负债率(%)	52.04	45.65	46.96	46.67
全部债务资本化比率(%)	46.31	37.56	39.47	39.97
流动比率(%)	96.69	111.88	114.34	115.80
全部债务/EBITDA(倍)	8.42	6.76	5.52	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.95	4.52	4.27	--
经营现金流流动负债比(%)	17.01	1.33	6.95	--

注: 公司 2012 年一季度财务数据未经审计。

分析师

孙媛

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

天津药业集团有限公司(以下简称“公司”)从事化学原料药、中间体、制剂、保健食品等的制造、加工和销售。跟踪期内, 公司产品质量管理水平、技术水平和品牌知名度进一步提高, 各主要产品生产销售情况稳步提升; 公司营业收入持续增长。同时, 联合资信也关注到跟踪期内原材料及人工成本上涨挤占公司盈利空间, 且公司债务期限结构不尽合理, 存在一定的短期偿债压力; 以及公司期间费用占比大, 盈利水平对投资收益依赖程度较高等因素对公司经营发展造成的不利影响。

综合考虑, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)维持公司 AA⁻ 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“11 津药 MTN1”、“11 津药 MTN2” AA⁻ 的信用级别。

优势

1. 中国医疗体制改革促进医药产品市场大幅扩容, 医药行业发展前景良好。
2. 跟踪期内, 公司各主要产品生产销售情况稳步提升; 营业收入持续增长。
3. 跟踪期内, 公司继续保持其在皮质激素和氨基酸药物领域的国内领先地位, 营业利润率较高。

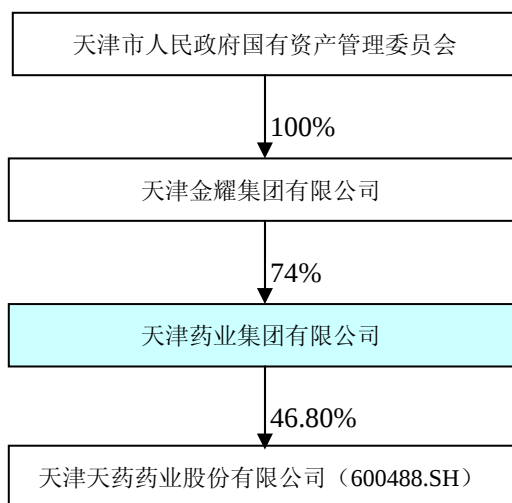
关注

1. 公司债务中短期借款占比大, 短期偿债压力较大。
2. 公司其他应收款金额大、账龄较长, 降低了资产的运营效率。
3. 公司期间费用占比大, 盈利水平对投资收益依赖程度较高。

一、主体概况

天津药业集团有限公司（简称“天津药业集团”或“公司”）前身为经天津市经委[1988]41号文批准，由天津制药厂、天津健民制药厂和天津中津制药厂合并成立的天津药业公司，后改制并更名为天津药业有限公司，是天津市医药集团有限公司（简称“天津医药集团”）的全资子公司。2000年，经天津市经委津经企[2000]26号文件批准，天津药业有限公司吸收上海复星医药（集团）股份有限公司和天津开发区泛亚太有限公司的现金投资，并更名为天津药业集团有限公司。2001年，经天津市政府津政函[2001]18号文批复，天津医药集团将持有的公司国有股份整体划转至天津金耀集团有限公司（简称“金耀集团”）管理。截至2011年底，公司注册资本67497万元，其中金耀集团、上海复星医药（集团）股份有限公司和天津开发区泛亚太有限公司持股比例分别为74%、25%和1%。由于天津市国资委持有金耀集团100%的股权，公司的实际控制人为天津市国资委（图1）。

图1 公司股权结构



资料来源：公司提供

公司主要从事化学原料药、中间体、制剂、保健食品等的制造、加工和销售。公司本部设财务部、供应部、经济运行部、质量控制部、

知识产权部、国际注册部、市场部、资产管理部、法规部、审计部等21个职能部门。截至2012年3月底，公司拥有17家控股子公司，其中，天津天药药业股份有限公司（天药股份，600488）为上交所上市公司，公司持有其46.80%的股权。

截至2011年底，公司（合并）资产总额为74.93亿元，所有者权益合计为39.75亿元（含少数股东权益10.84亿元）。2011年，公司实现营业收入20.58亿元，利润总额2.69亿元。

截至2012年3月底，公司（合并）资产总额为77.49亿元，所有者权益合计为41.32亿元（含少数股东权益10.90亿元）。2012年1~3月，公司实现营业收入6.03亿元，利润总额0.50亿元。

公司住所：天津市河东区八纬路109号；
法定代表人：卢彦昌。

二、经营管理分析

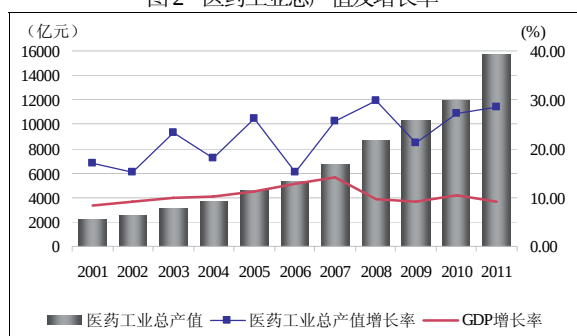
1. 行业分析

2009年，全球金融危机影响进一步深化，化学原料药出口受到较大影响，医药工业总产值增速有所下滑。2010年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长，2010年实现医药工业总产值11933.82亿元，同比增长27.07%。2011年中国医药产业呈现平稳快速增长的态势，实现产值15707亿元，同比增长28.5%。2012年1季度医药产业保持平稳增长态势，完成产值3840.3亿元，同比增长22.7%。

从盈利情况来看，随着生产规模不断扩大，医药制造各子行业产品销售收入、利润总额均保持持续增长，其中化学制剂药、化学原料药和中成药对整个行业的收入和利润贡献最大。从盈利指标看，化学药制剂、中成药制剂和生物生化制药的表现最好。2011年医药产业实现主营业务收入15255亿元，同比增长28.8%；利润总额1577亿元，同比增长23.2%；销售收

入利润率 10.3%，同比降低 0.5 个百分点。其中受中药材价格大幅下跌影响，中药饮片和中成药销售收入利润率同比均提高 0.4 个百分点，利润分别同比增长 65.3%和 40.4%；受国家下调部分药品价格、原材料价格上涨等因素影响，化学药品制剂销售收入利润率同比降低 1.2 个百分点，利润同比增长 12.8%；生物生化药品制造业销售收入利润率同比降低 3.6 个百分点，利润同比仅增长 6.5%，远低于主营业务收入增幅。2012 年 1 季度，医药行业累计实现销售收入 4930.25 亿元，同比增长 20.55%；实现利润总额 470.38 亿元。

图2 医药工业总产值及增长率



资料来源：中国统计网，WIND 资讯

2009~2011年，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。总体看，医疗改革仍是主线，其推动的基本药物目录、全国医保目录，公立医院改革等政策，将促进医药需求量增长和支付制度的改进，基本药物目录品种放量增长、医药行业产业结构调整、医药行业“十二五”规划和公立医院改革将对医药行业产生结构性和全面的促进作用。

2012年工信部发布了《医药工业“十二五”发展规划》（以下简称“规划”），规划的提出将进一步巩固我国大宗原料药的国际竞争优势，提高特色原料药出口比重，与以发酵类大宗原料药污染防治为重点，鼓励企业开发应用生物转化、高产低耗菌种、高效提取纯化等清洁生产技术等工作列为“十二五”时期我国医药工业的主要任务；同时将微生物大规模发酵及分

离纯化技术、手性合成和拆分技术、生物催化合成技术等化学原料药生产技术列为“十二五”时期化学药产品和技术的发展重点。规划的提出将极大的促进我国皮质激素类原料药行业在“十二五”期间继续改进生物发酵和化学合成工艺，进一步提升皮质激素类原料药的国际竞争优势、提高出口比重。

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。

2. 经营概况

公司主要产品类别包括皮质激素类原料药和膏剂制剂，以及氨基酸水针剂、输液产品和氨基酸原料药等。

2011年，受益于公司各线产品销量提升及销售价格普遍上涨，公司实现主营业务收入18.93亿元，较上年增长13.63%。从公司营业收入结构看，2011年，皮质激素（含膏剂制剂）和氨基酸类药品（含水针剂）销售收入合计占主营业务收入的82.99%，而皮质激素原料药占比超过50%，主导地位突出，优势产品涵盖地塞米松、醋酸曲安奈德、尤卓尔、氟轻松、替加氟、依地酸钙钠和布瑞得等系列。从毛利率来看，跟踪期内，受累于产品原材料及人工成本上涨，公司各主要产品毛利率水平近年来均持续小幅下滑，受此影响，公司整体毛利率呈下滑趋势，由2010年的31.26%降至2011年的28.85%。

2012年1季度，公司分别实现主营业务收入和毛利润为5.70亿元和1.55亿元，占2011年全年的30.11%和28.39%。

表1 公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2010 年				2011 年				2012 年 1-3 月			
	主营业务收入		毛利		主营业务收入		毛利		主营业务收入		毛利	
	金额	占比	金额	毛利率	金额	占比	金额	毛利率	金额	占比	金额	毛利率
氨基酸输液产品	0.91	5.49	0.35	38.67	0.96	5.06	0.35	36.67	0.25	4.44	0.09	34.58
氨基酸原料药	0.94	5.66	0.18	18.62	1.06	5.60	0.19	17.66	0.30	5.21	0.06	18.60
水针剂	1.44	8.64	0.51	35.77	1.52	8.05	0.54	35.50	0.41	7.17	0.14	33.64
皮质激素类原料药	9.60	57.63	2.49	25.95	11.98	63.26	2.89	24.15	3.38	59.22	0.80	23.86
膏剂制剂	2.12	12.7	0.82	38.67	1.56	8.23	0.61	39.15	0.49	8.62	0.18	37.45
其他*	1.65	9.88	0.85	51.84	1.85	9.80	0.88	47.40	0.87	15.34	0.28	31.79
合计	16.66	100.00	5.21	31.26	18.93	100	5.46	28.85	5.70	100	1.55	27.15

资料来源：公司年报

注：公司其他类业务主要包括销售公司销售非本单位生产的代理药品，部分中间体，运输业务及宾馆住宿业务等。

3. 产品生产及销售

跟踪期内，随着全球皮质激素类原料药的生产中心逐步向中国转移，海外需求持续扩容；与此同时，受医改、新农合等利好政策带动，国内下游需求持续旺盛，公司主要产品产销两旺，产销率均接近100%。

皮质激素原料药方面，2011年，公司皮质激素原料药销量突破130吨，是亚洲最大的皮质激素类药物生产、科研、出口基地，公司目前内销原料药产品有近20个品种，其中主要产品有：地塞米松系列、泼尼松系列、曲安奈德系列、哈西奈德、醋酸氟轻松等。新药投放方面，2011年公司有两类新产品（丙酸氟替卡松、糠酸莫米松）投放市场。皮质激素制剂方面，跟踪期内，公司通过渠道营销以及增加品种规格等方式扩大OTC市场销量，主要产品仍保持较高的市场占有率和增长率，其中主要品种以醋酸泼尼松片和醋酸地塞米松片为代表的口服糖皮质激素类产品市场占有率约为20~30%。

表2 公司皮质激素类产品销量

项 目	2010 年	2011 年	2012 年 1-3 月
原料药(公斤)	121176	130438	39326
中间体(公斤)	124640	168015	65897
片剂(万片)	228680	355434	142599
膏剂(万支)	9753	9746	2097

资料来源：公司提供

氨基酸产品方面，跟踪期内，公司氨基酸重点品种在全国市场中占有率得到进一步提高，重酒石酸去甲肾上腺素注射液占全国总量40%左右，盐酸肾上腺素注射液、重酒石酸间羟氨注射液、氟尿嘧啶注射液占50%以上，小儿复方氨基酸注射液、复合磷酸氢钾注射液占60%以上，异烟肼注射液占70%，复方氨基酸注射液(18AA-IV)占60%，公司氨基酸产品市场占有率较高，品牌认可度较好。

表3 公司氨基酸类产品销量

项 目	2010 年	2011 年	2012 年 1-3 月
原料药(吨)	1094	1347	349
大输液(万瓶)	1811	1797	464
针剂(万支)	45682	46222	12371

资料来源：公司提供

国际市场方面，公司是国内皮质激素类原料药最大的出口商，主要产品地塞米松系列出口占其总销量的50%左右。跟踪期内，公司积极调整海外销售策略，出口形势良好，2011年，公司实现总出口销售额8785万美元，其中原料药出口占销售收入比重达28.38%，2012年一季度升至31.47%。由于公司出口收入占总收入比重较高，盈利水平受人民币升值的影响较大。

表4 公司主要产品出口情况

项 目	2010 年	2011 年	2012 年 1-3 月
制剂	总出口数量（万支）	4600	5300
	总出口销售额（万美元）	247	304
	出口额/销售收入（%）	0.99	1.02
原料药	总出口数量（吨）	86	100
	总出口销售额（万美元）	7067	8481
	出口额/销售收入（%）	28.26	28.38

资料来源：公司提供

产品价格方面，跟踪期内，在皂素价格大幅上涨及其他原材料价格、人工成本增长的推动下，公司主要产品价格均有所提升，其中受皂素价格上涨影响，皮质激素原料药及中间体价格大幅提升14%~18%左右，除皮质激素膏剂和氨基酸原料药价格小幅下降以外其他产品价格也均小幅上涨。

图3 近两年国内皂素市场价格情况



资料来源：前瞻网

表5 公司主要产品平均价格

主要产品平均单价	2010 年	2011 年	2012 年 1-3 月
皮质激素系列	原料药(元/公斤)	6983	8242
	中间体(元/公斤)	930	1064
	片剂(元/片)	0.021	0.024
	膏剂(元/支)	2.17	1.60
氨基酸系列	原料药(万元/吨)	8.62	7.87
	大输液(元/瓶)	5.05	5.33
	针剂(元/支)	0.315	0.330

资料来源：公司提供

4. 技术创新

公司长期实施“高科技加规模经济”的发

展战略，通过加大研究开发投入、加强技术人才培育和激励，着力培养公司技术创新的核心能力，并将其转化为产品优势和市场优势。目前公司承担国家“十一五”重大新药创制科技专项子课题 1 项，国家“十二五”重大新药创制科技专项子课题 2 项，天津市科委 2011 年重点支撑计划项目 2 项。

2011 年公司开展科技项目 112 项，完成或取得阶段性进展新产品、新工艺开发项目 75 项。2012 年上半年开展科研项目 79 项，取得阶段进展项目 46 项，其中重点完成课题模拟研究 5 项，完成小试 2 项，完成中试 2 项，取得药品临床批件 2 项（醋丙甲泼尼龙及其乳膏）等。此外，2011 年公司还建设完成国家“重大新药创制”科技重大专项综合性新药研究开发技术大平台的子平台项目——“制剂中试研究平台”，并于 2012 年 4 月通过国家验收。

2011 年，公司完成科研投入 1.83 亿元，较 2010 年提高 18.06%，占营业收入比重为 8.89%，公司重视研发投入和技术创新，未来新药储备丰富。

5. 未来投资计划

公司未来主要的投资项目是金耀制剂园（以下简称“制剂园”）规划改造项目。根据公司整体发展规划要求，为了进一步提升其制剂生产能力和水平，实现制剂园资源整合，公司拟通过实施制剂园结构优化调整，实现园内集成建设和区域的集约发展，提升信息化管理和运营水平，完成制剂园整体战略定位和产品布局。该项目新建改建面积共计 11 万平方米，分两期实施，一期投资 3.3 亿元，总建筑面积 5 万平方米，建设期从 2011 年至 2012 年；二期项目投资 4.7 亿元，总建筑面积 6 万平方米，建设期从 2012 年至 2014 年，项目合计总投资 8 亿元。目前一期项目已于 2011 年开工建设，主要建设项目情况见下表。

表6 公司未来项目投资计划情况

项目名称	主要建设内容	计划起止年限	计划投资规模	截至 2011 年底投资额	计划投资金额		
					2012 年	2013 年	2014 年
金耀制剂园规划改造项目	一期主要项目包括： 1. 新建综合制剂车间（包括格斯宝公司生产区）； 2. 新建天安公司冻干粉生产线项目； 3. 新建金耀氨基酸公司滴眼剂生产线项目； 4. 新建园区物流中心项目； 5. 新建园区办公大楼、质检楼、食堂、浴室等办公生活设施； 6. 新建、改建动力配套系统等。 二期主要项目包括： 1. 新建天安公司大输液生产车间项目； 2. 新建金氨公司小容量注射剂生产车间项目； 3. 新建天安公司 PVC 及非 PVC 输液产品生产车间项目； 4. 新建无菌粉制剂生产车间项目； 5. 新建抗肿瘤制剂生产车间项目； 6. 园区道路及外管网铺设。	2011-2014	80000	18000	20000	18000	24000
合计			80000	18000	20000	18000	24000

资料来源：公司提供

预计到 2014 年底公司制剂园改造项目建成投产后，公司将新增销售收入近 10 亿元，公司收入规模将有望提升，产品种类将更加多元化，抵御单一产品市场风险能力增强；但公司未来三年投资规模较大，存在一定外部融资压力。

6. 管理分析

跟踪期内，公司治理结构及高管人员等方面无重大变化。

三、财务分析

公司提供的2011年财务报表已经五洲松德联合会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司2012年1季度财务报表未经审计。

截至 2011 年底，公司（合并）资产总额为

74.93 亿元，所有者权益合计为 39.75 亿元（含少数股东权益 10.84 亿元）。2011 年，公司实现营业收入 20.58 亿元，利润总额 2.69 亿元。

截至 2012 年 3 月底，公司合并资产总额为 77.49 亿元，所有者权益合计为 41.32 亿元（含少数股东权益 10.90 亿元）。2012 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.03 亿元，利润总额 0.50 亿元。

1. 盈利能力

2011年，受益于公司主要产品销量及销售价格持续上涨，公司实现营业收入20.58亿元，较2010年增长19.27%。但受人民币升值及原材料、人工成本上升等因素影响，公司营业成本较上年增长26.79%，高于收入增幅，导致公司营业利润率降至25.87%，低于2010年4.44个百分点。

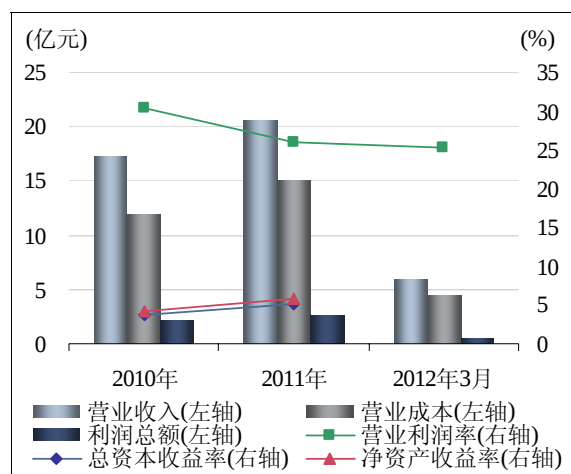
期间费用方面，2011年公司管理费用、财

务费用及销售费用增幅均低于收入增幅，期间费用占比小幅下降，为24.18%，公司期间费用占比较高，但跟踪期内费用管理能力有所增强。

2011年，公司实现投资收益2.34亿元，其中股权投资转让收益2.18亿元，主要是公司在二级市场转让所持中环股份的股票所得。同期，公司营业外收入及支出大幅增长，主要是子公司天药股份搬迁专项补贴收入及支出5.33亿元，占比分别为96.04%和97.26%。2011年，公司实现利润总额2.69亿元，较2010年增长25.93%。

受公司净利润增长及所有者权益、全部债务小幅下降影响，公司总资本收益率和净资产收益率分别为5.20%和5.83%，较2010年小幅提高。但公司利润总额中，投资收益占比较大（占86.99%），且投资收益中股权投资转让收益占93.16%。公司自身经营取得的利润占公司利润总额的比重实质上较低。

图4 公司盈利情况



资料来源：公司年报

2012年一季度，公司实现营业收入6.03亿元，占2011年全年的29.30%；但营业利润率持续下降趋势，降至25.18%；公司营业利润及利润总额分别为0.43亿元和0.50亿元。

总体看，公司利润总额中投资收益占比较大，期间费用占比高。

2. 现金流及保障

2011年，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入分别为17.77亿元和23.56亿元，分别较上年增长21.44%和49.36%；同期，公司收到及支付其他与经营活动有关的现金流大幅增长主要是由于公司与其他企业的往来款增加所致。相应公司经营活动现金净额为1.89亿元，较上年增长4.63倍。从现金收入实现质量来看，2011年，公司现金收入比为86.33%，较上年小幅上升。总体看，跟踪期内，公司经营现金流状况有所好转，获现能力有所增强。

2011年，公司投资活动现金流入量大幅增长，较2010年增长108.96%，主要是由于公司处置固定资产和其他长期资产收回的现金大幅增长至5.52亿元所致（主要是当年天药股份所收到的搬迁专项土地补偿款）。公司投资活动现金流出和投资活动产生的现金流量净额分别为3.50亿元和4.95亿元，公司自身经营及投资活动的现金流量能够满足其投资的资金支出需求，资金缺口和对外筹资压力较小。公司筹资活动产生的现金流量净额连续两年为负值，2011年为净流出5.71亿元。

2012年一季度，受季节性销售回款周期及成本费用上升影响，公司经营性活动产生的现金流净额为-0.51亿元，现金收入比降至69.34%。投资活动现金流量净额为-0.25亿元。筹资活动现金流量净额为0.97亿元。

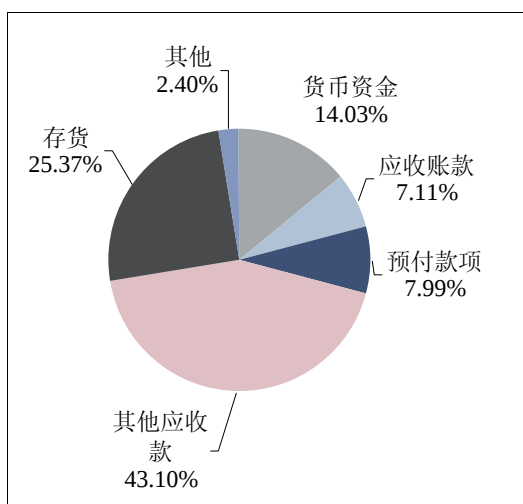
3. 资本及债务结构

截至2011年底，公司资产总额为74.93亿元，较上年底减少8.52%，主要是由于2010年公司持有的中环股份股权公允价值的大幅增长导致当年公司资产总额非正常增长，但2011年下半年以来，受宏观调控、中国经济整体增速放缓等因素影响，中国股票市场整体回落，公司所持中环股份股价由2011年年初的27.99元/股下跌至2011年年底的10.40元/股，导致公司可供出售金融资产及资本公积大幅减少，公

司资产总额随之回落；其中流动资产占41.43%，非流动资产占58.57%。

截至2011年底，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。

图5 公司流动资产构成情况



资料来源：公司提供

截至2011年底，公司货币资金共计4.36亿元，主要由银行存款（占98.85%）构成，受限使用的保证金占比不高。公司预付款项为2.48亿元，主要是预付的工程款。截至2011年底，公司其他应收款为13.38亿元，较上年底增长24.06%。从账龄分布看，1年以内的占30.80%，1-3年的占21.52%，3-5年的占18.88%，5年以上的占28.80%。从欠款方来看，欠款前五名金额合计12.84亿元（占比90.28%），集中度较高。其中公司控股母公司金耀集团欠款4.67亿元（占其他应收款总额的34.90%），主要为公司间的往来款，公司存在股东占用资金风险。截至2011年底，公司对其他应收款共计提坏账准备金0.85亿元，计提比例6.00%。截至2011年底，公司存货原值7.97亿元，主要由原材料（占11.54%）、在产品（占57.84%）和库存商品（占23.09%），公司库存商品存货占比较上年底提高了7.04个百分点。目前公司存货中原材料及产成品均处于价格上升通道，存货跌价风险较小，公司共计提1.11%的存货跌价准备。

截至2011年底，公司非流动资产为43.89亿

元，较上年大幅下降18.27%，主要是持有的中环股份的公允价值的变化以及公司收到搬迁土地补偿款后，核销待处理搬迁资产损失所致。其中，变化较大的科目主要有可供出售金融资产、固定资产、在建工程及其他非流动资产。

公司可供出售金融资产主要由公司所持中环股份的股票构成。截至2011年底，公司可供出售金融资产15.83亿元，较2010年底下降27.93%，主要是由于所持股票的公允价值变动所致。

截至2011年底，公司固定资产净值17.71亿元，较2010年底增长46.80%，其中由在建工程转固7.06亿元。2011年底，公司在建工程共计4.38亿元，较2010年底下降38.61%。跟踪期内，公司新建工程陆续完工，为公司产能扩张及结构调整提供了良好硬件支撑。

截至2011年底，公司其他非流动资产共计1.68亿元，较2010年底大幅减少5.43亿元，主要是当年天药股份收到搬迁土地补偿款后，核销待处理搬迁资产损失所致。

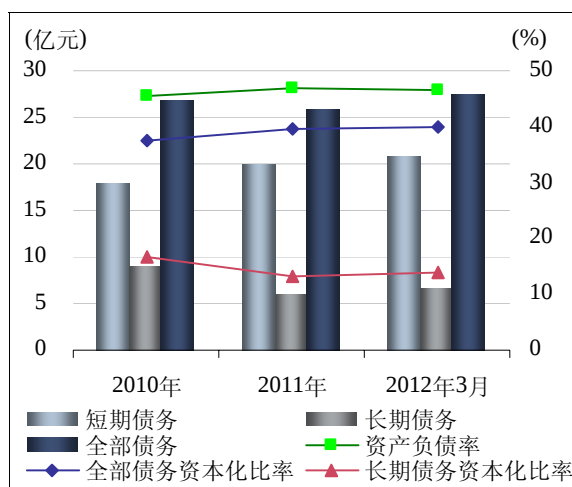
截至2012年3月底，公司资产总额77.49亿元，其中流动资产占40.56%，非流动资产占59.44%，资产构成变化不大。公司资产总额较2011年底增长3.41%，其中流动资产增长1.24%，非流动资产增长4.94%，主要来自于公司持有的可供出售金融资产的增长，主要是公司所持“中环股份”按市值进行的调整。

截至2011年底，公司所有者权益为39.75亿元，较2010年底减少10.73%，主要是由于公司所持金融资产的市场价格变动所致。从构成来看，归属于母公司所有者权益占72.72%；其中归属于母公司所有者权益中股本占23.35%、资本公积占51.41%、盈余公积占8.51%、未分配利润占18.02%。公司所有者权益结构稳定性受公司持有的金融资产的市场价格影响较大。截至2012年3月底，公司所有者权益为41.32亿元，较2011年底增长3.96%，主要来自资本公积的增长，其中归属于母公司所有者权益合计30.42亿元。

截至2011年底，公司负债总额为35.19亿元，较上年减少5.90%，其中流动负债占77.15%，非流动负债占22.85%。公司负债以流动负债为主。跟踪期内，负债中变化较大的科目为一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和递延所得税负债。2011年，公司成功发行两期中期票据共计6亿元，计入“应付债券”科目；公司长期借款转入一年内到期的非流动负债，导致2011年底公司长期借款为零，一年内到期的非流动负债为6.19亿元。

2011年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率受所有者权益减少影响而有所提高，分别为46.96%和39.47%，长期债务资本化比率受公司长期债务减少影响下降为13.12%；2012年3月底，上述指标较2011年底变化不大，分别为46.67%、39.97%和14.04%，公司债务负担适中，但短期债务占比较高，债务结构有待改善。

图6 公司债务结构和债务负担



资料来源：公司年报

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看，截至2011年底，公司流动比率和速动比率分别为114.34%和85.33%，较上年底的111.88%和78.45%有所上升，2012年3月底，上述两指标分别为115.80%和89.80%；2011年公司经营现金流动负债比受经营活动净现金流大幅增长影响而有所提高，为6.95%。公司流动负债中短期借款占比较大，

短期支付压力较大；但考虑公司现金类资产规模较大、并拥有中环股份、利尔化学等上市公司流通股权，可变现能力强，公司短期偿债能力正常。

从长期偿债能力来看，2011年，公司EBITDA利息倍为4.27倍，EBITDA对利息保护能力较强；全部债务/EBITDA的比率为5.52倍，较上年略有下降，公司EBITDA对全部债务的保护能力一般。

截至2012年3月底，公司无对外担保。

公司与国内多家银行建立了较稳固的合作关系，截至2012年3月底，公司共获得各银行授信额度共计人民币30.92亿元，其中已使用21.21亿元，尚未使用9.71亿元；同时公司拥有1家上市公司，直接和间接融资渠道畅通。

5. 本期债券偿还能力分析

公司于2011年5月和8月分别发行3亿元中期票据“11津药MTN1”和3亿元中期票据“11津药MTN2”共计6亿元。

2009~2011年，公司经营活动现金流入量/两期中期票据的比率分别为2.94倍、2.63倍和3.93倍；公司经营活动现金净流量/两期中期票据的比率分别为0.81倍、0.06倍和0.31倍；经营活动产生的现金流量对两期中期票据保障能力一般；2009~2011年，公司EBITDA/两期中期票据的比率分别为0.53倍、0.66倍和0.78倍，EBITDA对两期中期票据保障能力一般。

截至2012年3月底，公司现金类资产为5.46亿元，为两期中期票据的91.00%，同时考虑到公司持有可流通的中环股份等金融资产（计入“可供出售金融资产”）共计17.52亿元，与现金类资产合计22.98亿元，为两期中期票据的3.83倍，具有很强的保障能力。

综合考虑，联合资信维持公司AA⁻的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11津药MTN1”、“11津药MTN2”AA⁻的信用级别。

附件 1 截至 2012 年 3 月底纳入公司合并报表子公司情况

单位名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)	经营范围
天津金耀集团天药国际贸易有限公司	100	100.00	自营和代理各类商品和技术的进出口
天津格斯宝药业有限公司	100	495.00 万美元	生产、加工、销售西洋参系列产品、中药材、保健品等
天津市双燕宾馆有限公司	100	30.00	住宿餐饮服务
天津金耀集团天药销售有限公司	100	4980.00	国际贸易、简单来料加工、新产品开发及销售、代办保税货物的仓储等
天津万宁保健品有限公司	100	240.00 万美元	保健食品、护肤品的生产、加工、销售及相关咨询服务等
天津药业研究院有限公司	100	820.00	技术开发、咨询、转让等
天津金耀生物科技有限公司	100	2000.00	生物科技技术服务及咨询服务
天津天安药业股份有限公司	100	8000.00	生产大容量注射剂、原料药、粉针剂、颗粒剂、口服液等
天津金耀药业有限公司	100	9000.00	生物科技技术咨询及技术服务等。
天津金耀物流有限公司	100	2000.00	药品仓储以及其他咨询服务。
天津金耀氨基酸有限公司	90.39	15216.53	化学药品制剂制药
津耀发展有限公司	75.00	9672.00 万港元	市场开发、信息收集、产品和技术研发、贸易及投资咨询
天津金耀运输有限公司	64.00	450.00	汽车运输
天津天药药业股份有限公司	46.80	54289.00	原料药和小针剂的生产及销售、出口
天津天药医药科技有限公司	60	500.00	医药研发、技术服务、咨询等
天津金耀集团湖北天药药业股份有限公司	51	3247.30	小容量注射剂生产、销售等
天津鑫润资产管理有限公司	100	100.00	资产管理、投资管理、投资咨询等

附件 2-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 3 月
流动资产：					
货币资金	40169.52	36523.15	43550.50	19.24	45684.58
交易性金融资产	387.69	195.80	155.21	-20.73	186.76
应收票据	6876.12	6932.31	7286.36	5.11	8707.66
应收账款	23600.39	21718.73	22058.73	1.57	30861.07
预付款项	17929.54	24620.96	24811.52	0.77	27334.86
应收利息					
应收股利					
其他应收款	122618.74	107838.31	133785.90	24.06	130945.03
存货	62462.73	84289.56	78769.68	-6.55	70549.95
一年内到期的非流动资产	0.59				
其他流动资产					
流动资产合计	274045.32	282118.83	310417.91	10.03	314269.91
非流动资产：					
可供出售金融资产	81376.91	219660.11	158312.16	-27.93	175193.29
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	34246.60	32637.69	12038.73	-63.11	12040.69
投资性房地产	509.19	498.44	487.70	-2.16	485.01
固定资产	103574.77	120611.62	177060.02	46.80	178559.76
在建工程	93595.20	71282.88	43759.40	-38.61	48231.66
工程物资	10572.29	3403.85	6965.10	104.62	7979.21
固定资产清理		1828.44	3310.34	81.05	282.66
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	15331.91	6925.98	10389.79	50.01	11517.17
开发支出	1491.82	2006.43	2248.46	12.06	2147.80
商誉	1657.81	1303.57	1021.71	-21.62	1021.71
合并价差					
长期待摊费用	5453.41	5122.40	4971.77	-2.94	4765.71
递延所得税资产	379.15	617.57	1592.62	157.88	1026.13
其他非流动资产	29980.62	71131.95	16766.88	-76.43	16846.31
非流动资产合计	378169.69	537030.93	438924.68	-18.27	460597.12
资产总计	652215.01	819149.76	749342.59	-8.52	774867.03

附件 2-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 3 月
流动负债：					
短期借款	201198.29	154413.91	137136.36	-11.19	162698.46
交易性金融负债					
应付票据	25200.00	8000.00	100.00	-98.75	2964.82
应付账款	28194.29	43028.41	43175.49	0.34	38466.03
预收账款	4160.59	7201.88	1275.20	-82.29	2447.97
应付职工薪酬	326.97	267.31	343.90	28.65	460.24
应交税费	248.10	-244.11	4113.99	-1785.29	-424.10
应付利息	1207.50	1095.00	1830.17	67.14	2774.05
应付股利	17.38	17.38	17.38	0.00	3022.04
其他应付款	22875.43	21985.16	21563.77	-1.92	17059.15
预计负债					
一年内到期的非流动负债		16400.00	61930.00	277.62	41930.00
其他流动负债					
流动负债合计	283428.54	252164.92	271486.26	7.66	271398.67
非流动负债：					
长期借款	43400.00	89000.00	0.00	-100.00	7490.00
应付债券		0.00	60000.00		60000.00
长期应付款	1422.41	1254.41	1086.41	-13.39	918.41
专项应付款		0.00	40.00		1040.00
预计负债		0.00	0.00		0.00
递延收益		0.00	0.00		0.00
递延所得税负债	10034.29	31005.96	14383.76	-53.61	17265.24
其他非流动负债	1124.15	512.00	4889.79	855.04	3555.04
非流动负债合计	55980.86	121772.37	80399.96	-33.98	90268.69
负债合计	339409.40	373937.30	351886.22	-5.90	361667.36
所有者权益：					
实收资本（或股本）	67497.00	67497.00	67497.00	0.00	67497.00
资本公积	101906.37	220512.08	148582.72	-32.62	163466.89
减：库存股					
盈余公积	20281.22	21248.89	24591.57	15.73	24713.11
未分配利润	32071.71	41317.08	52085.99	26.06	52186.12
外币报表折算差额	-1612.56	-2467.29	-3720.69	50.80	-3641.47
归属于母公司所有者权益合计	220143.75	348107.76	289036.60	-16.97	304221.66
少数股东权益	92661.86	97104.71	108419.77	11.65	108978.01
所有者权益合计	312805.61	445212.47	397456.37	-10.73	413199.67
负债和所有者权益总计	652215.01	819149.76	749342.59	-8.52	774867.03

附件 3 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~3 月
一、营业收入	140214.84	172528.75	205782.16	19.27	60253.14
减: 营业成本	95778.56	119167.64	151092.30	26.79	44593.21
营业税金及附加	1113.80	1066.51	1445.40	35.53	486.90
销售费用	14035.17	13444.53	13994.65	4.09	4665.56
管理费用	20015.63	23871.36	25617.37	7.31	7142.18
财务费用	8000.16	8554.15	10146.60	18.62	3047.34
资产减值损失	1851.06	4133.37	695.28	-83.18	-0.89
加: 公允价值变动收益	-1189.14	-184.90	-40.59	-78.05	-9.04
投资收益	15085.01	17408.02	23435.48	34.62	3944.96
其中: 对合营企业投资收益	367.11	246.42	0.00	-100.00	0.00
汇兑收益					
二、营业利润	13316.33	19514.31	26185.45	34.19	4254.76
加: 营业外收入	2155.78	2434.46	55497.30	2179.66	731.13
减: 营业外支出	700.22	593.82	54790.44	9126.82	15.68
其中: 非流动资产处置损失	131.79	563.38	0.00	-100.00	0.00
三、利润总额	14771.88	21354.96	26892.32	25.93	4970.20
减: 所得税费用	1434.09	3069.09	3729.60	21.52	708.50
四、净利润	13337.79	18285.87	23162.72	26.67	4261.70
其中: 归属于母公司的净利润	8935.47	12860.99	17510.09	36.15	3221.68
少数股东损益	4402.32	5424.87	5652.63	4.20	1040.03

附表 4-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~3 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	159768.61	146291.62	177651.87	21.44	41777.82
收到的税费返还	5546.92	4877.51	4936.12	1.20	1166.06
收到其他与经营活动有关的现金	11010.11	6537.36	52965.60	710.20	3513.63
经营活动现金流入小计	176325.64	157706.49	235553.59	49.36	46457.51
购买商品、接受劳务支付的现金	68987.38	71180.00	108557.85	52.51	26478.32
支付给职工以及为职工支付的现金	25659.96	30458.89	33266.53	9.22	9292.25
支付的各项税费	14481.58	23878.84	17177.81	-28.06	8642.56
支付其他与经营活动有关的现金	18972.76	28834.70	57674.94	100.02	7106.65
经营活动现金流出小计	128101.68	154352.43	216677.13	40.38	51519.79
经营活动产生的现金流量净额	48223.95	3354.06	18876.46	462.79	-5062.27
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	11082.97	17181.52	2631.19	-84.69	740.14
取得投资收益收到的现金	11160.66	2054.76	19011.31	825.23	2786.86
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	1033.53	2034.18	55247.22	2615.94	3959.70
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.22	1267.80	0.00	-100.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	644.87	17932.00	7677.31	-57.19	0.00
投资活动现金流入小计	23922.25	40470.26	84567.03	108.96	7486.70
购建固定资产、无形资产等支付的现金	29018.18	23987.61	33047.39	37.77	9516.90
投资支付的现金	889.87	0.00	500.00		500.00
取得子公司等支付的现金净额		0.00	0.00		0.00
支付其他与投资活动有关的现金	17858.33	625.75	1500.00	139.71	0.00
投资活动现金流出小计	47766.39	24613.36	35047.39	42.39	10016.90
投资活动产生的现金流量净额	-23844.13	15856.90	49519.64	212.29	-2530.20
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	282.88	0.00	40.00		160.00
取得借款收到的现金	422336.24	424341.44	315192.64	-25.72	73710.85
发行债券收到的现金		0.00	0.00		0.00
收到其他与筹资活动有关的现金		0.00	181422.33		0.00
筹资活动现金流入小计	422619.12	424341.44	496654.98	17.04	73870.85
偿还债务支付的现金	417117.40	430125.82	324568.13	-24.54	60601.41
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	10492.60	15002.13	18104.75	20.68	3535.80
支付其他与筹资活动有关的现金	13620.84	0.00	211037.20		0.00
筹资活动现金流出小计	441230.85	445127.95	553710.08	24.39	64137.22
筹资活动产生的现金流量净额	-18611.73	-20786.51	-57055.10	174.48	9733.63
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-64.01	-70.82	-197.10	178.31	-7.08
五、现金及现金等价物净增加额	5704.08	-1646.37	11143.90	-776.88	2134.08
加: 期初现金及现金等价物余额	28348.90	34052.97	32406.61	-4.83	43550.50
六、期末现金及现金等价物余额	34052.97	32406.61	43550.50	34.39	45684.58

附表 4-2 公司合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	13477.15	18285.87	23162.72	26.67
加: 资产减值准备	2948.29	4133.37	695.28	-83.18
固定资产折旧及其他	7735.30	7986.29	7783.07	-2.54
无形资产摊销	1099.79	814.09	529.49	-34.96
长期待摊费用摊销	1009.17	712.28	759.23	6.59
处置固定资产、无形资产等损失	242.72	-291.79	1425.03	-588.38
固定资产报废损失	0.85	-759.96	0.00	-100.00
公允价值变动损失	-1552.70	184.90	0.00	-100.00
财务费用	10963.68	9000.61	10874.66	20.82
投资损失	-15802.30	-17408.02	-23435.48	34.62
递延所得税资产减少	-26.42	-124.21	-981.83	690.43
递延所得税负债增加	383.66			
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	107.88	-28043.66	5268.85	-118.79
经营性应收项目的减少	3129.01	-6015.88	25688.65	-527.01
经营性应付项目的增加	-1672.46	14880.19	-32893.21	-321.05
其他				
经营活动产生的现金流量净额	22043.63	3354.06	18876.46	462.79
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	28348.90	32406.61	43550.50	34.39
减: 现金的期初余额	33809.40	34052.97	32406.61	-4.83
加: 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	-5460.51	-1646.37	11143.90	-776.88

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	4.57	5.84	7.01	--
存货周转次数(次)	1.36	1.62	1.92	--
总资产周转次数(次)	0.23	0.23	0.27	--
现金收入比(%)	113.95	84.79	86.33	69.34
盈利能力				
营业利润率(%)	30.90	30.31	25.87	25.18
总资本收益率(%)	3.68	3.80	5.20	--
净资产收益率(%)	4.26	4.11	5.83	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	12.18	16.66	13.12	14.04
全部债务资本化比率(%)	46.31	37.56	39.47	39.97
资产负债率(%)	52.04	45.65	46.96	46.67
偿债能力				
流动比率(%)	96.69	111.88	114.34	115.80
速动比率(%)	74.65	78.45	85.33	89.80
经营现金流动负债比(%)	17.01	1.33	6.95	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.95	4.52	4.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.42	6.76	5.52	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.09	0.07	0.26	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	3.01	2.19	6.23	--

注：公司 2012 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率*	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/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	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
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%
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

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

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。