

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 661 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，维持“11津药MTN1”AA⁻、“11津药MTN2”AA⁻、“14津药CP001”A-1的信用等级。

特此公告。



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	2011/5/25-2014/5/25	AA ⁻	AA ⁻
11 津药 MTN2	3 亿元	2011/8/25-2014/8/25	AA ⁻	AA ⁻
14 津药 CP001	5.8 亿元	2014/3/10-2015/3/10	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 5 月 23 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	5.10	4.86	8.08	19.90
资产总额(亿元)	74.93	81.28	97.20	105.40
所有者权益合计(亿元)	39.75	42.27	51.38	49.80
长期债务(亿元)	6.00	12.43	4.58	0.59
全部债务(亿元)	25.92	29.43	31.10	36.60
营业收入(亿元)	20.58	23.56	24.84	5.54
利润总额(亿元)	2.69	1.50	0.67	1.92
EBITDA(亿元)	4.70	3.81	2.72	--
经营性净现金流(亿元)	1.89	0.10	2.36	0.20
营业利润率(%)	25.87	25.71	19.98	21.65
净资产收益率(%)	5.83	3.02	0.85	--
资产负债率(%)	46.96	48.00	47.14	52.75
全部债务资本化比率(%)	39.47	41.04	37.70	42.36
流动比率(%)	114.34	139.63	101.82	97.40
全部债务/EBITDA(倍)	5.52	7.73	11.45	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.78	2.98	2.84	--
经营现金流负债比(%)	6.95	0.43	6.19	--

注: 公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

马 栋 胡 鑫
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,公司营业收入持续增长,技术水平进一步提高,新版GMP认证稳步推进。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,跟踪期内公司营业收入增速下降,人工、原材料成本上涨以及人民币汇率波动挤占公司盈利空间,公司主业盈利能力趋弱,盈利水平对投资收益依赖程度较高等因素对公司信用基本面造成不利影响。

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⁻的信用等级,以及“14津药CP001”A-1的信用等级。

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,公司继续保持在皮质激素和氨基酸类药物领域的国内领先地位,研发与技术水平先进,在细分市场竞争力强。
3. 跟踪期内,公司经营活动现金流状况改善,未来投资压力较小。

关注

1. 目前,公司附加值较高的制剂产品占比较低。
2. 公司所有者权益结构稳定性受公司持有的金融资产价格变动影响较大。
3. 跟踪期内,公司盈利能力弱化,盈利水平对投资收益依赖程度较高。
4. 公司债务结构不合理,中期票据集中到期,短期偿债压力较大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与天津药业集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与天津药业集团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。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因天津药业集团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。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由天津药业集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于天津药业集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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2014年3月底，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。

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。公司本部设信息化办公室、国际合作部、规划发展部、科技质量部、生产运行部、人力资源部、财务部、审计部等12个职能部门。截至2014年3月底，公司拥有24家全资及控股子公司，其中天津天药药业股份有限公司（以下简称“天药股份”）为上交所上市公司，公司持有其46.80%的股权。

截至2013年底，公司（合并）资产总额为97.20亿元，所有者权益合计为51.38亿元（含少数股东权益14.94亿元）。2013年，公司实现

营业收入24.84亿元，利润总额0.67亿元。

截至2014年3月底，公司（合并）资产总额为105.40亿元，所有者权益合计为49.80亿元（含少数股东权益14.95亿元）。2014年1~3月，公司实现营业收入5.54亿元，利润总额1.92亿元。

公司住所：天津市河东区八纬路109号；法定代表人：卢彦昌。

三、宏观经济和政策环境

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级。中共十八届三中全会明确了全面深化改革的目标，为中国经济持续健康发展产生积极影响。根据国家统计局数据初步核算，2013年，中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。其中，第一产业增加值56957亿元，同比增长4.0%；第二产业增加值249684亿元，同比增长7.8%；第三产业增加值262204亿元，同比增长8.3%，第三产业生产总值在国内生产总值中的占比增至46.1%，首次超过第二产业。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%，增速同比回落0.3个百分点。分季度看，一季度同比增长9.5%，二季度增长9.1%，三季度增长10.1%，四季度增长10.0%。2013年，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万以上的企业，下同）实现主营业务收入1029149.8亿元，同比增长11.2%；规模以上工业企业实现利润62831亿元，同比增长12.2%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速有所回升。具体而言：①消费继续平稳增长。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%，实际增长11.5%，同比增速小幅回落1.2个百分点。②投资增长平稳，结构持续优化。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%，增速

小幅回落 1 个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速有所回升，贸易顺差继续扩大。2013 年，全年进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%，增速同比小幅回升 1.4 个百分点，其中出口金额同比增长 7.9%，与去年增速持平，进口金额同比增长 7.3%，增速同比上升 3 个百分点，全年贸易顺差达 2592 亿美元，同比增长 12.2%。

2013 年 CPI 全年同比增长 2.6%，稳定地波动在低位。食品类价格对 CPI 影响明显，2013 年 2 月份春节因素使食品价格升高，影响 CPI 涨幅上升至全年高点 3.2%，3 月即回落至 2.1%。PPI 方面，2013 年全年 PPI 同比下降 1.9%，由于受国内外宏观经济增速放缓、国内产能过剩等因素影响，PPI 连续负增长的时间已增加到 22 个月。2013 年 5 月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI 降幅持续收窄。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，全面深化财税体制改革，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年中国公共财政累计收入为 129143 亿元，累计支出为 139744 亿元，同比增长分别为 10.1%和 10.9%，增幅比上年同期回落 2.7 和 4.2 个百分点。在财政收支矛盾突出的情况下，各项民生政策仍得到较好落实，城乡社区事务、社会保障和就业、医疗卫生等方面支出均实现两位数增长。节能环保及科学技术方面的支出分别同比增长 14.2%和 13.7%结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。同日开始执行的还有暂免征收部分小微企业的增值税

和营业税，具体为暂免征收月营业额不超过 2 万元的小微企业的营业税、暂免征收月销售额不超过 2 万元的小微企业的增值税。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。9 月 16 日，国务院印发《关于加强城市基础设施建设的意见》，要求优先加强供水、供气、供热、电力、通信、公共交通、物流配送、防灾避险等与民生密切相关的基础设施建设，加强老旧基础设施改造，并提供了到 2015 年该建设达成的目标计划，其中全国轨道交通新增里程 1000 公里。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年 9 月底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比 2102 年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体

平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高位，资金面格局依旧紧张。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，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。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；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度；12 月召开的政治局经济工作以及住房城乡建设工作会议均提出“做好住房保障工作”是未来的一项重要任务，加大廉租住房、公共租赁住房等保障性住房建设和供给，做好棚户区改造。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改

进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20 世纪 70 年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

自 1998 年以来，医药工业增速大约为 GDP 增速的 1~1.5 倍。2012 年，医药工业完成产值 18255 亿元，同比增长 21.7%，医药产业工业增加值增长 14.5%，高出工业增速 4.5 个百分点。

2013 年，中国医药制造业实现主营业务收入 20592.93 亿元，同比增长 18.00%，利润总额 2071.67 亿元，同比增长 17.76%，增长速度虽较前两年有所回落。从盈利情况看，2013 年医药制造业整体销售利润率为 10.06%，较上年略有下降，其中中药饮片加工销售利润率同比提高 0.31 个百分点，化学药品制剂制造、化学药品原药制造销售利润率均较上年略有提高；中成药制造、生物生化制品制造、卫生材料及医药用品制造销售利润率则出现不同程度下滑。2013 年医药制造业增长有所回落，但仍保持较高水平。

2014 年一季度，中国医药制造业实现主营业务收入 5069.32 亿元，同比增长 13.71%，利润总额 498.69 亿元，同比增长 13.99%，总体保持了稳定增长的发展趋势。

总体看，中国医药行业规模增长迅速，随着医疗改革的体系的逐渐成熟，中国医疗产业的经济效益呈现较好的发展态势。

2. 区域经济

公司处于天津市内。天津是中国四个直辖市之一，市中心距首都 137 公里，位于环渤海经济圈的中心，是中国北方最大的沿海开放城市、近代工业的发源地、近代北方最早对外开放的沿海城市之一，是中国北方国际航运中心和北方国际物流中心。

2013 年，天津市实现地区生产总值（GDP）14370.16 亿元，同比增长 12.5%（按可比价格计算），其中第二产业增加值 7276.68 亿元，增长 12.7%，三次产业结构为 1.3: 50.6: 48.1。工业为天津市经济发展的重要支撑产业，2013 年天津市工业增加值 6678.60 亿元，增长 12.8%。近年来，天津市产业结构调整发生积极变化，2013 年生物医药、电子信息、石油化工等八大优势产业完成工业总产值 23578.60 亿元，增长 12.7%，占规模以上工业的 89.3%，已经成为天津市工业发展的支柱。企业效益方面，全年规模以上工业企业完成主营业务收入

27011.12 亿元，增长 13.1%；实现利税总额 3170.05 亿元，增长 6.4%；39 个工业行业大类中，有 37 个行业实现盈利。

总体看，近年来天津市经济保持快速发展，工业发展迅速，工业结构有所优化，为公司的发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 企业规模与市场竞争力

公司的主要产品为皮质激素类药物和氨基酸类药物，是亚洲最大的皮质激素类药物生产企业和全国最大的药用氨基酸原料生产企业，是全国皮质激素类药品科研、生产、出口基地。

皮质激素市场相对成熟，增长速度较缓。由于该类产品的生产路线长，通常需要十几步反应才能从原料得到成品，具有较高的工艺壁垒。2007 年以前，国内最大的皮质激素生产厂商有天津药业集团、浙江仙琚制药股份有限公司（浙江仙琚）和上海华联制药有限公司（上海华联）。2007 年 12 月，上海华联因产品重大质量责任事故被吊销《药品生产许可证》，皮质激素原料药的市场竞争主要集中于天津药业集团和浙江仙琚之间，前者市场份额约 60%。

公司作为中国生产销售皮质激素原料药和中间体的龙头企业，以及国内规模最大的皮质激素和氨基酸类药物生产基地，具有一定规模生产能力和较强的市场竞争力。

2. 研发与技术

公司拥有国家级企业技术中心。近年来，公司先后完成国家级“甾体创新药物研发平台”、“化学制剂中试研究平台”、“无菌原料药研发平台”和天津市级“化学创新药物研发平台”等四大技术研发平台的构建，并以平台为技术的孵化器，培育形成了“化学合成技术”、“生物合成技术”、“超临界结晶技术”、“手性药物合成与拆分技术”等关键技术。公司正逐步成为国内专业的甾体和氨基酸药物研发机构，其中甾体药物研究水平国内领先。

2013 年, 公司开展科研项目 97 项, 取得阶段进展项目 73 项, 完成中试、试生产研究 26 项。目前, 在审的新药注册品种 26 项 (其中往年在审项目 18 项, 当年新申请项目 8 项); 开展临床研究 5 项, 完成生产现场检查 9 项。同时, 公司积极推动产学研合作, 目前在研的产学研项目近 40 项。

截至 2013 年底, 公司 26 个制剂品种获得东盟、非洲国家的国际注册证书, 9 个产品获得了澳门市场的销售权, 5 个产品获得美国 FDA 现场认证。2013 年, 公司胶囊车间通过新版 GMP 认证; 水针车间的 8 条生产线通过国家食品药品监督管理局 GMP 现场检查。截至 2014 年 3 月底, 公司制剂产品已取得 12 个新版 GMP 证书, 原料药产品取得 4 个新版证书, 尚有 9 个新版 GMP 证书正在申报。

2011~2013 年, 公司分别完成科研投入 1.83 亿元、2.13 亿元和 2.06 亿元, 占营业收入比例分别为 8.89%、9.04% 和 8.29%; 2014 年 1~3 月, 完成科研投入 0.49 亿元, 占到营业收入的 8.84%。公司重视研发投入和技术创新, 未来新药储备丰富。

总体看, 公司具有先进的研发平台, 在皮质激素和氨基酸类药物的研发和技术领域处于国内领先地位。

六、管理分析

2014 年 1 月, 公司总经理由冯祥立变更为李静, 副总经理由杨从荣、何光杰、杨凤翔变更为何光杰、王迈。

李静女士, 1972 年生, 研究生学历, 正高级工程师。曾任天津金耀集团有限公司总工程师, 天津药业集团有限公司副总经理、总工程师, 天津药业研究院有限公司院长。现任公司总经理、天津金耀集团有限公司总经理、天津药业研究院有限公司董事长 (院长), 天津金耀药业有限公司董事长、总经理, 天津天药医药科技有限公司董事长、总经理。

王迈先生, 1970 年生, 博士学历, 经济师。

曾任天津金耀集团信息化办公室主任、投资部部长; 天津市天发药业进出口有限公司副总经理。现任公司副总经理、天津金耀集团天药销售有限公司总经理、天津市天发药业进出口有限公司总经理、美国大圣贸易技术开发有限公司总经理。

总体看, 公司高管有所变动, 新任总经理管理经验丰富, 人员变化对公司发展影响有限。

除公司高管有所变动外, 跟踪期内公司管理体制等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内, 公司主营业务板块未发生变化, 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。

2013 年, 公司实现主营业务收入 23.98 亿元, 同比增长 8.51%, 较上年 16.75% 的增长速度大幅下降, 主要原因: (1) 原料药方面, 公司为掌握皮质激素类原料药部分产品定价权, 战略性控制了原料药增长速度; (2) 制剂产品方面, 厂区整合、新版 GMP 认证影响了部分制剂产品的生产与销售。从公司营业收入结构看, 2013 年, 皮质激素 (含原料药、膏剂制剂) 和氨基酸 (含原料药、输液产品、水针剂) 类药品销售收入合计占主营业务收入的 84.90%, 而皮质激素原料药占比超过 50%, 主导地位突出。跟踪期内, 公司大部分产品收入呈现小幅增长趋势, 其中氨基酸水针剂收入增长 30.57%, 主要由于市场需求增长; 皮质激素类膏剂制剂收入大幅下降 52.38%, 主要由于产品整合以及新版 GMP 认证影响了产品生产与销售; 其他收入主要为除氨基酸和皮质激素系列以外的产品销售收入、保健品销售收入以及下属销售公司代理药品 (非公司生产) 销售收入。

从毛利率来看, 跟踪期内, 受累于原材料价格、人工成本上涨, 产品市场竞争日趋激烈以及人民币升值影响, 公司整体毛利率由 2012

年的28.67%下滑至2013年的21.55%。分产品看，皮质激素类原料药毛利率下滑5.09个百分点，主要由于上游原材料皂素及植物甾醇采购成本上升所致；氨基酸水针毛利率下滑2.52个百分点，主要由于人工、原材料及能源成本上升。

2014年一季度，公司分别实现主营业务收入和毛利润为5.51亿元和1.41亿元，占2012年全

年的22.98%和27.27%。受益于公司一系列成本控制措施以及产品销售结构优化，公司整体毛利率提高4.04个百分点。其中，氨基酸输液产品毛利率大幅提高10.15个百分点，主要由于高毛利产品销售比重提高，产品销售结构变化所致。

表1 公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元，%）

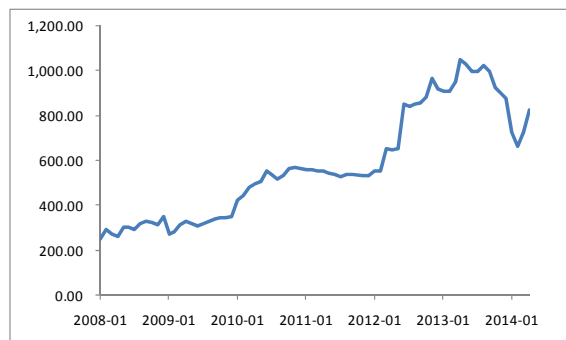
项目	2012年				2013年				2014年1-3月			
	主营业务收入		毛利		主营业务收入		毛利		主营业务收入		毛利	
	金额	占比	金额	毛利率	金额	占比	金额	毛利率	金额	占比	金额	毛利率
氨基酸输液产品	1.03	4.64	0.35	34.52	1.13	4.71	0.38	33.91	0.24	4.43	0.11	44.06
氨基酸原料药	1.31	5.94	0.27	20.19	1.33	5.54	0.28	20.58	0.38	6.91	0.09	23.15
水针剂	2.29	10.35	0.81	35.61	2.99	12.46	0.99	33.09	1.00	18.13	0.36	36.06
皮质激素类原料药	13.02	58.94	3.10	23.79	13.91	58.02	2.60	18.70	3.01	54.74	0.59	19.62
膏剂制剂	2.10	9.49	0.85	40.37	1.00	4.17	0.41	41.17	0.32	5.72	0.14	43.39
其他	2.35	10.64	0.96	40.74	3.62	15.1	0.51	14.06	0.56	10.07	0.12	22.64
合计	22.10	100	6.34	28.67	23.98	100	5.17	21.55	5.51	100	1.41	25.59

资料来源：公司提供

2. 原材料采购

公司氨基酸类产品主要原材料有肾上腺素、重酒石酸去甲肾上腺素、重酒石酸间羟胺、硫酸阿托品等。其中，肾上腺素、重酒石酸去甲肾上腺素、重酒石酸间羟胺市场被少数几家厂商垄断，价格相对平稳。

图1 近年来皂素价格走势



资料来源：Wind 资讯

公司皮质激素类药物主要原材料有皂素、甾醇等，公司成本受两种原材料影响较大。近年来，受国家环保政策影响，全国一半左右的皂素提取厂停产，导致皂素价格不断上涨，2013

年下半年达到历史最高价格，三季度后价格有所回调，2014年以来价格又有所上涨。

总体看，近年来原材料价格的上涨直接推升了经营成本，弱化了公司盈利能力。

3. 产品生产及销售

表2 公司皮质激素类产品销量

项目	2012年	2013年	2014年1-3月
原料药(公斤)	144341	161368	36096
中间体(公斤)	183022	105825	30917
片剂(万片)	450754	377793	146467
膏剂(万支)	10506	8885	1170

资料来源：公司提供

皮质激素类产品方面，公司是亚洲最大的皮质激素类药物生产、科研、出口基地。跟踪期内，公司产品销量有所波动，其中原料药销量增长11.80%，主要由于市场需求增长；中间体销量大幅下滑42.18%，主要由于市场竞争日趋激烈，价格战使公司中间体产量和售价均有所下滑；片剂销量下降16.19%，膏剂销量下降

15.43%，主要由于公司厂区整合、新版GMP认证影响产品产量所致。

氨基酸产品方面，跟踪期内，受市场需求增长影响，公司氨基酸产品销量呈现不同幅度增长，其中针剂增长18.59%，大输液增长6.88%，原料药相对增长较小。

表3 公司氨基酸类产品销量

项 目	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
原料药(吨)	1500	1522	453
大输液(万瓶)	1629	1741	334
针剂(万支)	52868	62698	17348

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。跟踪期内，公司出口形势良好，2013年公司实现总出口销售额10979万美元，其中原料药出口销售额占销售收入比重达27.18%，2014年一季度升至31.04%。由于公司出口收入占总收入比重较高，盈利水平受人民币汇率波动影响较大。

表4 公司主要产品出口情况

项 目	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
制 剂	总出口数量（万支）	4089	4807
	总出口销售额（万美元）	311	289
	出口额/销售收入（%）	0.88	0.73
原 料 药	总出口数量（吨）	117	117
	总出口销售额（万美元）	10400	10690
	出口额/销售收入（%）	29.58	27.18

资料来源：公司提供

产品价格方面，跟踪期内，公司主要产品价格涨跌不一，其中皮质激素类产品价格波动较大，膏剂价格大幅下降44.00%，主要由于高单价的膏剂品种销售比重下降，产品销售结构变化所致；中间体价格下降16.90%，主要由于市场竞争加剧，价格战导致销售单价下滑；片剂价格上升23.95%，主要由于高单价产品销售比重上升。

表5 公司主要产品平均价格

主要产品平均单价	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
皮质激素系列	原料药(元/公斤)	8307	8621
	中间体(元/公斤)	1018	846
	片剂(元/片)	0.0238	0.0295
	膏剂(元/支)	2.00	1.12
氨基酸系列	原料药(万元/吨)	8.75	8.72
	大输液(元/瓶)	6.30	6.48
	针剂(元/支)	0.43	0.48

资料来源：公司提供

4. 未来投资

公司未来主要的投资项目是金耀制剂园规划改造项目。该项目新建改建面积共计11万平方米，分两期实施，一期项目总建筑面积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。截至2014年3月底，该项目已投资6.20亿元，2014年4~12月计划投资0.80亿元。

表6 公司未来项目投资计划情况（单位：万元）

项目名称	主要建设内容	计划起止年限	计划投资规模	截至 2014 年 3 月底投资额	计划投资金额		
					2014 年 4~12 月	2015 年	2016 年
金耀制剂园规划改造项目	新建综合制剂车间、物流仓储中心、质检中心、水针车间、大输液车间、制剂技术研发中心，改造动力中心、冻干车间、滴眼剂车间	2011.4-2014.12	80000	62000	8000	0	0
合计		--	80000	62000	8000	0	0

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

公司于2011年5月24日发行2011年度第一期中期票据（以下简称“11津药MTN1”）3亿元，用于偿还公司本部银行借款，其中中国银行借款0.8亿元、建设银行借款1.3亿元、交通银行借款0.4亿元、大连银行借款0.5亿元。2011年6月20日，公司发布公告调整募集资金用途，0.8亿元仍用于偿还中国银行借款，剩余2.2亿元用途变更，其中2亿元偿还天津银行短期借款，0.2亿元偿还浦发银行短期借款。截至2011年12月底，公司募集资金已按公告用途使用完毕。

公司于2011年8月24日发行2011年度第二期中期票据（以下简称“11津药MTN2”）3亿元，其中0.80亿元用于偿还天药股份短期银行贷款，0.15亿元用于偿还天安药业股份有限公司短期银行贷款，2.05亿元用于补充公司本部营运资金。2011年10月8日，公司发布公告将募集资金用途调整为：2.00亿元用于偿还本部短期借款，0.2亿元用于补充流动资金，0.8亿元用于偿还天药股份短期银行借款。截至2011年12月底，公司募集资金已按公告用途使用完毕。

公司于2014年3月7日发行2014年度第一期短期融资券（以下简称“14津药CP001”）5.8亿元，用于置换本部短期银行贷款。截至2014年3月底，募集资金尚未使用。

十、财务分析

公司提供的2013年财务报表经华寅五洲会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司2014年一季度财务报表未经审计。2013年公司新增子公司天津耀联商贸有限公司，合并范围变动较小。

截至2013年底，公司（合并）资产总额为97.20亿元，所有者权益合计为51.38亿元（含少数股东权益14.94亿元）。2013年，公司实现营业收入24.84亿元，利润总额0.67亿元。

截至2014年3月底，公司（合并）资产总额为105.40亿元，所有者权益合计为49.80亿

元（含少数股东权益14.95亿元）。2014年1~3月，公司实现营业收入5.54亿元，利润总额1.92亿元。

1. 盈利能力

2013年，公司实现营业收入24.84亿元，较上年增长5.44%。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14.04%，其增幅明显高于营业收入。受此影响，2013年公司营业利润大幅下滑，净亏损0.18亿元，营业利润率下降至19.98%。

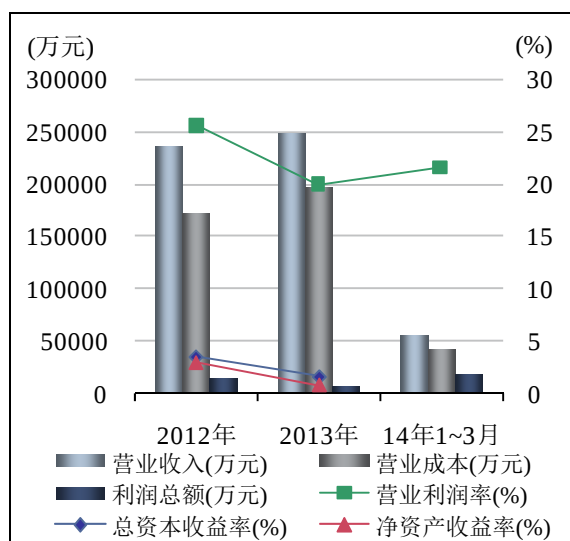
期间费用方面，2013年公司财务费用和销售费用均有所下滑，其中财务费用大幅下降33.22%，主要由于利息支出减少所致；管理费用小幅增长，明显低于收入增幅，期间费用占比为21.34%，较2012年下降3.35个百分点。公司期间费用控制能力有所增强。

2013年，公司实现投资收益0.53亿元，其中股票分红及转让收益0.45亿元，主要是公司在二级市场转让所持中环股份股票所得。同期，公司营业外收入大幅增长，主要由于补贴收入及处置非流动资产净收入增长所致。2013年，公司实现利润总额0.67亿元，较2012年下降55.06%；营业外收入0.91亿元，主要由补贴收入（占47.89%）和处置非流动资产净收入（占36.02%）构成。公司利润总额中，投资收益占比较大（占78.63%），且投资收益中股权投资转让收益占85.07%。剔除股票减持的投资收益影响，公司利润总额下降幅度进一步扩大。

公司所有者权益、全部债务有所增长，但受净利润大幅下降的影响，2013年公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.69%和0.85%，较2012年大幅下降。

2014年一季度，公司实现营业收入5.54亿元，占2013年全年的22.30%；但营业利润率回升至21.65%；公司营业利润和利润总额分别为1.65亿元和1.92亿元，较上年同期大幅增长，主要受投资收益（全部为公司股票减持收益）增加所致，而2013年一季度公司投资收益为0。

图2 公司盈利情况



资料来源：公司年报

总体看，跟踪期内，公司收入规模保持增长，但增长幅度放缓，利润总额明显下滑，且投资收益及非经常性收益占比较大，公司整体盈利能力较弱。

2. 现金流及保障

2013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22.73亿元和25.78亿元，分别较上年增长29.38%和25.86%。相应公司经营活动现金净额为2.36亿元，较上年同期大幅增长。从现金收入实现质量来看，2013年，公司现金收入比为91.50%，较上年有所提高。总体看，跟踪期内，公司经营现金流状况明显改善，获现能力有所提高。

2013年，公司投资活动现金流入量5.28亿元，较2012年大幅增长226.47%，主要由于处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额大幅增长所致。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5.40亿元和-0.12亿元，公司自身经营及投资活动的现金流量能够满足投资资金支出需求，对外筹资压力较小。

2014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0.20亿元，现金收入比降至

66.70%。投资活动现金流量净额大幅增长至6.74亿元，主要受收到其他与投资活动相关的现金（主要为公司出售可供出售金融资产获得的现金）增长影响。筹资活动现金流量净额为5.25亿元，主要由于借款收到的现金增加所致。

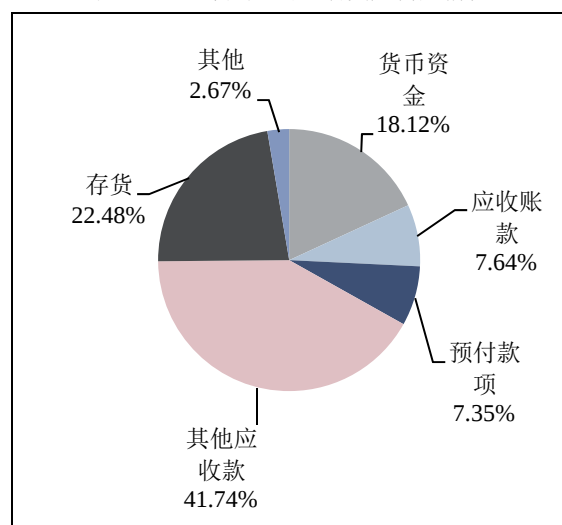
总体来看，跟踪期内，公司经营活动现金流状况改善明显，投资活动现金流量净额下降，外部融资需求较小。

3. 资本及债务结构

截至2013年底，公司资产总额为97.20亿元，较上年底增长19.58%。截至2013年底，公司流动资产占48.39%，非流动资产占51.61%，流动资产比重较上年有所提高。

截至2013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3 2013年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司提供

截至2013年底，公司货币资金共计7.05亿元，主要由银行存款（占98.87%）构成，其中受限制货币资金226.35万元，全部为保证金。公司预付款项为2.86亿元，主要是预付的工程款。截至2013年底，公司其他应收款为16.23亿元，较上年底增长13.04%；从账龄分布看，1年以内占35.35%，1-2年占8.72%，2-3年占12.25%，3-5年占7.40%，5年以上占36.28%；从欠款方来看，欠款前五名合计占79.34%，集中

度较高；其中控股母公司金耀集团欠款4.76亿元（占其他应收款总额的27.71%），主要为公司间的往来款，公司存在大股东占用资金风险。截至2013年底，公司对其他应收款共计提坏账准备金0.95亿元，计提比例较低。截至2013年底，公司存货原值8.74亿元，主要由在产品、库存商品和原材料构成，公司共计提1.24%的存货跌价准备，计提比例较低。

截至2013年底，公司非流动资产为58.31亿元，较上年增长21.86%，其中可供出售金融资产大幅增长39.14%，公司可供出售金融资产由所持有的中环股份和利尔化学两支股票构成，大幅增长主要由于股票价格波动所致。截至2013年底，公司可供出售金融资产24.54亿元，由公司持有的中环股份（17.21亿元）和利尔化学（7.33亿元）两支股票构成，较2012年底大幅增长39.14%，主要由于所持股票的公允价值变动所致。

截至2013年底，公司固定资产净值20.92亿元，较2012年底增长10.23%，其中由在建工程转固3.27亿元。2013年底，公司在建工程共计6.85亿元，较2012年底增长29.69%。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。

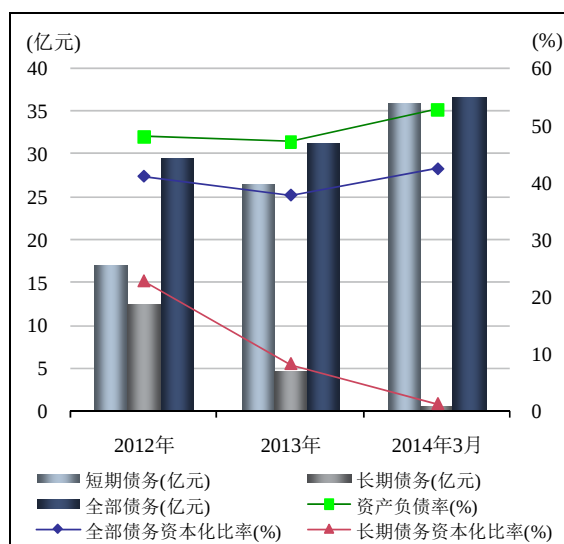
截至2014年3月底，公司资产总额105.40亿元，其中流动资产占48.39%，非流动资产占51.61%，流动资产比重有所提高。公司资产总额较2013年底增长8.44%，其中流动资产增长31.17%，非流动资产下降6.72%，主要是货币资金增加（由于公司发行短期融资券“14津药CP001”），可供出售金融资产减少（由于公司减持中环股份股票）所致。

截至2013年底，公司所有者权益为51.38亿元，较2012年底增长21.56%，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70.92%；其中归属于母公司所有者权益中股本占18.52%、资本公积占61.17%、盈余公积占7.65%、未分配利润占14.19%。公司所有者权益结构稳定性受公

司持有的金融资产市场价格影响较大。截至2014年3月底，公司所有者权益为49.80亿元，较2013年底下降3.08%，主要受资本公积下降影响，其中归属于母公司所有者权益合计34.85亿元。

截至2013年底，公司负债总额为55.60亿元，较上年增长21.36%，其中流动负债占94.18%，非流动负债占5.82%，流动负债比重进一步提高。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、应付债券，主要由于“11津药MTN1”和“11津药MTN2”即将到期，科目重分类所致。

图4 公司债务结构和债务负担



资料来源：公司年报

2013年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降，分别为47.14%、37.70%和8.19%；2014年3月底，上述指标较2013年底有所变化，分别为52.75%、42.36%和1.17%。公司债务负担适中，短期债务和长期债务占全部债务比重分别为85.27%和14.73%，债务结构变动较大，主要由于中期票据即将到期科目重分类所致。

跟踪期内，公司债务负担适中，债务结构不合理，随着在建工程不断新增，公司债务规模稳步增长。

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看,截至2013年底,公司流动比率和速动比率分别为101.82%和78.93%,均较上年底有所下降,2014年3月底,上述两指标分别为97.40%和82.17%;2013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明显改善,为6.19%。截至2013年底,公司一年内到期的债券6亿元,以此金额为基础计算现金偿债倍数为1.35倍、经营活动现金流入量偿债倍数为4.30倍、经营活动现金流量净额偿债倍数为0.39倍,截至2014年3月底,公司一年内到期的债券11.80亿元,现金偿债倍数提高至1.69倍。

从长期偿债能力来看,2013年,公司EBITDA利息倍数为2.84倍,EBITDA对利息保护能力一般;全部债务/EBITDA的比率为11.45倍,较上年有所上升,公司EBITDA对全部债务的保护能力一般。

总体看,公司债券将集中到期,短期偿债压力较大,现金类资产及经营活动现金流量净额对一年内到到期的债券保障能力较弱,但公司拥有规模较大的可供出售金融资产,且变现能力较强,有助于增强其短期偿债能力。

截至2014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2014年3月底,公司共获得各银行授信额度共计人民币29.37亿元,其中已使用15.28亿元,尚未使用14.09亿元;同时公司拥有1家上市公司,直接和间接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(申请编号:20140513104853000027),截至2014年5月13日,公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录,过往债务履约情况较好。

6. 抗风险能力

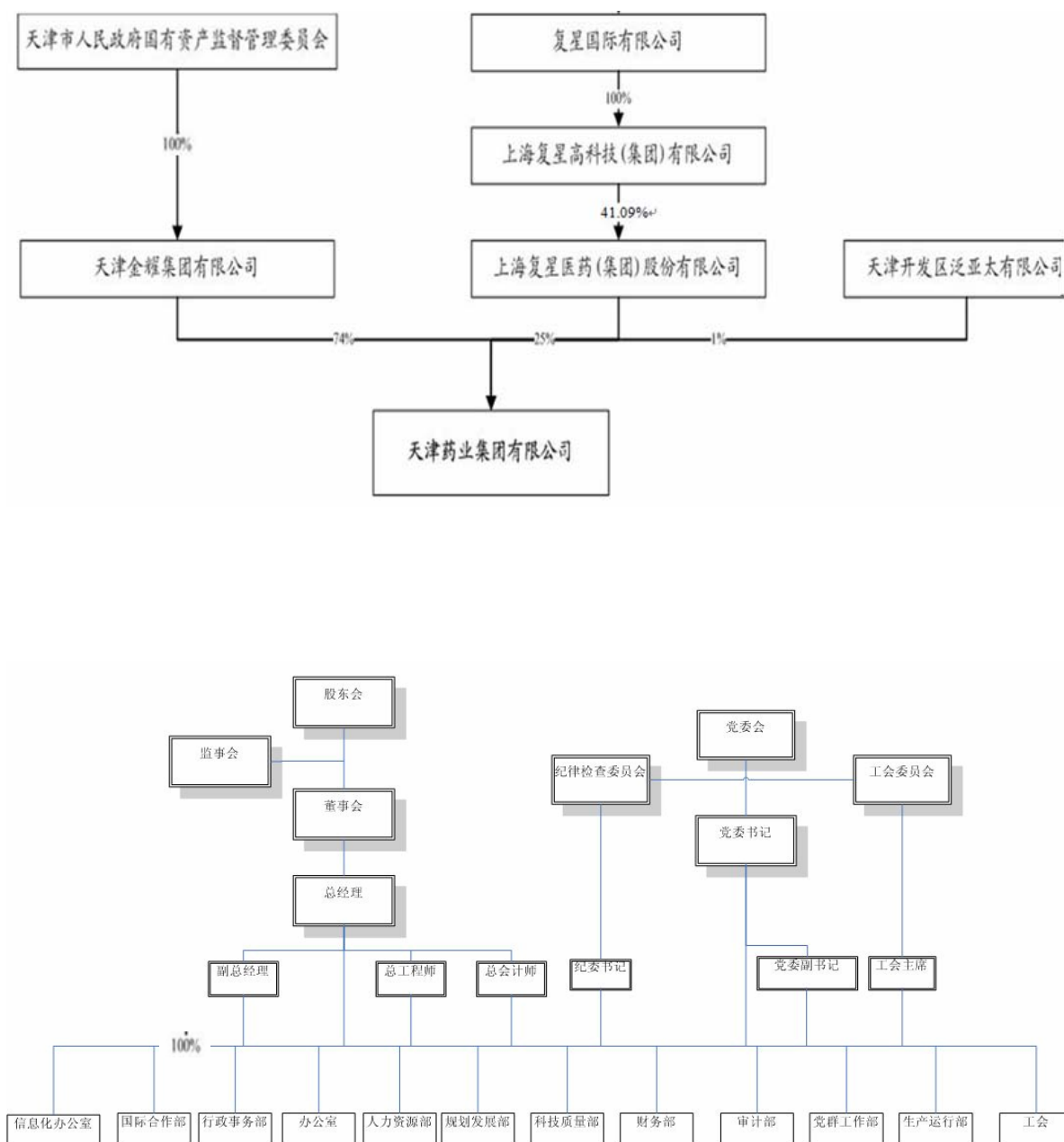
基于对公司自身经营和财务风险,以及所处医药行业前景的综合判断,公司整体抗风险

能力较强。

十一、结论

综合考虑,联合资信维持天津药业集团有限公司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⁻和“14津药CP001”A-1的信用级别。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.10	4.86	8.08	19.90
资产总额(亿元)	74.93	81.28	97.20	105.40
所有者权益(亿元)	39.75	42.27	51.38	49.80
短期债务(亿元)	19.92	17.00	26.52	36.01
长期债务(亿元)	6.00	12.43	4.58	0.59
全部债务(亿元)	25.92	29.43	31.10	36.60
营业收入(亿元)	20.58	23.56	24.84	5.54
利润总额(亿元)	2.69	1.50	0.67	1.92
EBITDA(亿元)	4.70	3.81	2.72	--
经营性净现金流(亿元)	1.89	0.10	2.36	0.20
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.10	6.40	5.90	--
存货周转次数(次)	1.85	2.14	2.31	--
总资产周转次数(次)	0.26	0.30	0.28	--
现金收入比(%)	86.33	74.57	91.50	66.70
营业利润率(%)	25.87	25.71	19.98	21.65
总资本收益率(%)	5.42	3.56	1.69	--
净资产收益率(%)	5.83	3.02	0.85	--
长期债务资本化比率(%)	13.12	22.72	8.19	1.17
全部债务资本化比率(%)	39.47	41.04	37.70	42.36
资产负债率(%)	46.96	48.00	47.14	52.75
流动比率(%)	114.34	139.63	101.82	97.40
速动比率(%)	85.33	104.98	78.93	82.17
经营现金流流动负债比(%)	6.95	0.43	6.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.78	2.98	2.84	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.52	7.73	11.45	--

注：公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 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	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出) / (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%
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
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	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 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

附件 4 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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。