信用等级公告

联合[2011] 447 号

联合资信评估有限公司通过对天津药业集团有限公司及其拟发行的 2011 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

天津药业集团有限公司

主体长期信用等级为

AA⁻

天津药业集团有限公司

2011 年度第二期中期票据的信用等级为

AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一一年七月六日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

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、天津药业集团有限公司 2011 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一一年七月六日

天津药业集团有限公司
2011 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AA-

本期中期票据额度：3 亿元

本期中期票据期限：3 年

评级时间：2011 年 7 月 6 日

财务数据

项目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 3 月
资产总额(亿元)	57.12	65.22	81.91	86.41
所有者权益(亿元)	25.97	31.28	44.52	47.91
长期债务(亿元)	0.00	4.34	8.90	8.31
全部债务(亿元)	26.58	26.98	26.78	28.28
营业收入(亿元)	14.15	14.02	17.25	5.28
利润总额(亿元)	1.65	1.48	2.14	0.55
EBITDA(亿元)	3.73	3.20	3.96	--
经营性净现金流(亿元)	2.20	4.82	0.34	1.43
营业利润率(%)	31.60	30.90	30.31	25.04
净资产收益率(%)	5.19	4.26	4.11	--
资产负债率(%)	54.54	52.04	45.65	44.55
全部债务资本化比率(%)	50.58	46.31	37.56	37.12
流动比率(%)	87.99	96.69	111.88	114.15
全部债务/EBITDA(倍)	7.13	8.42	6.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.40	3.95	4.52	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.24	1.07	1.32	--

注：公司 2011 年 1-3 月数据未经审计。

分析师

张 莉　王立婷
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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对天津药业集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为国内最大的皮质激素原料药和中间体以及氨基酸原料药和制剂的生产基地，在生产规模、技术研发和市场占有率等方面的综合优势；联合资信也关注到，目前公司制剂类高端产品较少、整体盈利能力偏弱、债务结构不合理等因素对公司信用水平的不利影响。

公司在皮质激素原料药领域处于主导地位，海内外市场具有定价话语权，2010 年伴随原料药出口市场回暖，其主要产品量价齐升。公司完成新厂区金耀工业园的整体搬迁并已实现全面投产，新厂区工艺有所优化，生产成本将进一步降低，有利于公司的长远发展。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用等级以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险低，安全性高。

优势

1. 在新医改政策推动下，巨大的市场需求将支撑医药行业景气度延续。医药工业为天津市优势产业之一，良好的外部环境有利于公司发展。
2. 公司是中国生产销售皮质激素原料药和中间体的龙头企业，也是国内规模最大的氨基酸类药物生产基地，细分市场占有率高。
3. 公司拥有先进的研发平台，质量检测体系完善，皮质激素和氨基酸药物领域的研发与技术水平处于国内领先地位。
4. 公司经营性现金流入量和可供出售金融资产对本期中期票据覆盖程度高。

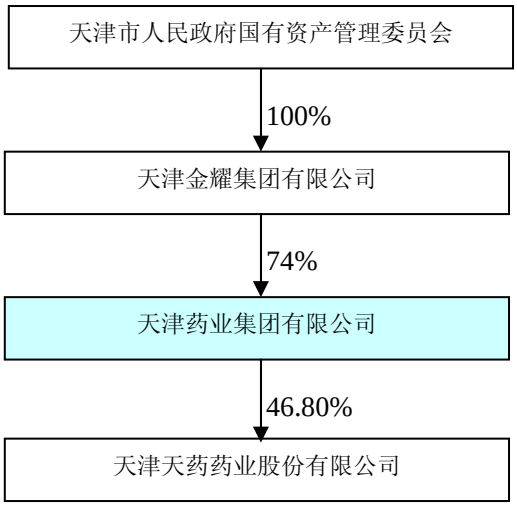
关注

1. 原料药和中间体在公司产品中占主导地位，目前附加值较高的制剂产品占比较低。
2. 公司期间费用占比高，盈利能力偏弱，利润总额中投资收益占比大。
3. 受结算方式改变，公司经营性现金流波动较大。
4. 公司其他应收款金额大、账龄较长，降低了资产的运营效率。
5. 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。

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 2010 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、制造部、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、综合计划部等 21 个职能部门。截至 2011 年 3 月底，公司拥有 15 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 2010 年底，公司（合并）资产总额为 81.91 亿元，所有者权益合计为 44.52 亿元。2010 年，公司实现营业收入 17.25 亿元，利润总额 2.14 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、本期中期票据概况

公司于 2011 年注册额度为 6 亿元的中期票据，已于 2011 年 5 月发行了第一期 3 亿元，现拟发行余下的 2011 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”）3 亿元，期限 3 年。

本期中期票据所募集资金将全部用于置换公司本部短期银行贷款，优化债务结构。

三、行业分析

1．行业概述

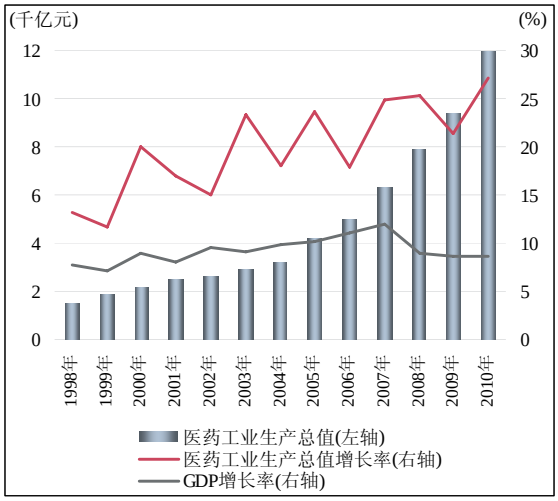
行业现状

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。1998～2004 年中国医药工业

总产值年复合增长率达到 17.5%，高于同期 GDP 复合增长率 4.85 个百分点。2005～2006 年，医药工业加大改革力度，加快了结构调整步伐。2007～2008 年医药行业景气度高企，进入高速发展阶段。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 1～2 月，中国医药工业总产值为 1835.51 亿元，同比增长 24.3%。在医药新政推动下，国家发改委初步预测，2011 年医药工业总产值可达到 15500 亿元，同比增长 24%。

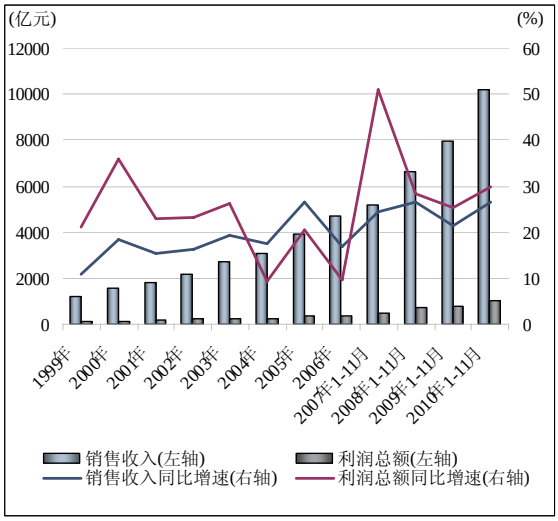
图2　1998～2010年医药工业生产总值与GDP增速对比



资料来源：中国医药经济信息网

从医药工业经济效益看，2007～2008 年，医疗体制改革的推进扩大了市场需求，在医保医改等政策的扶持和推动下，医药工业实现了快速增长。对医药产品需求的增加和药品价格的回升，是行业收入和利润高速增长的主要原因。2009 年，医药行业增速有所放缓，但仍保持在较高水平。根据国家统计局数据，2010 年 1～11 月，全国医药行业实现销售收入 10169.71 亿元，同比增长 26.50%；利润总额 1050.42 亿元，同比增长 29.84%。总体看，近三年医药行业收入和利润增速较为平稳，收入均保持在 20%以上，利润均保持在 25%以上。

图3　1999～2010年中国医药行业效益情况



资料来源：WIND 资讯

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；中药饮片和生物制药的增速最高。从盈利指标看，化学药制剂和生物制药的表现最好，2010 年 1～11 月的销售利润率分别为 11.50%和 14.49%；化学制剂药和中成药的毛利率和销售利润率均高于行业平均水平。

表 1　医药制造业细分行业营业收入和利润总额

（单位：亿元，%）

分类	营业收入			利润总额		
	09 年 1～11 月	10 年 1～11 月	增长率	09 年 1～11 月	10 年 1～11 月	增长率
医药整体	7964	10169.71	26.50	808	1050.42	29.84
化学原料药	1777	2151.51	21.09	148	173.64	17.60
化学制剂药	2466	3071.44	24.57	274	353.32	28.82

中药饮片	431	614.58	42.69	29	46.26	58.27
中成药	1699	2153.6	26.76	181	223.89	23.68
生物制药	753	1062.45	41.12	104	153.95	47.99
医疗器械	452	613.56	35.81	37	53.16	44.30

资料来源：国家统计局

表 2　医药制造业细分行业毛利率和销售利润率

（单位：%）

分类	毛利率			销售利润率		
	09 年 1～11 月	10 年 1～11 月	同比增减	09 年 1～11 月	10 年 1～11 月	同比增减
医药整体	30.67	30.23	-0.44	10.15	10.33	0.18
化学原料药	21.29	21.61	0.32	8.31	8.07	-0.24
化学制剂药	37.74	38.69	0.95	11.12	11.50	0.38
中药饮片	19.43	20.49	1.06	6.79	7.53	0.74
中成药	36.86	34.45	-2.41	10.65	10.40	-0.25
生物制药	30.63	29.47	-1.16	13.82	14.49	0.67
医疗器械	22.84	21.21	-1.63	8.15	8.66	0.51

资料来源：中国医药经济信息网

2．化学原料药子行业

随着国际上大量专利药的专利权到期，以及发达国家出于环保要求限制其化学原料药的生产，中国已成为原料药转移生产的主要受惠国，原料药产量与出口量均保持了快速增长，目前为全球化学原料药的生产和出口大国之一。化学原料药子行业在经历了从 2003 年以来近 4 年的价格低谷之后，2007-2009 年迎来了一轮价格高峰。2009 年上半年受到国际金融危机影响化学原料药景气度有所回落；从 10 月起随着全球经济的恢复，中国原料药企业开工率明显提高，也使得滞涨的原料药产品呈现行业景气度回暖的态势。2010 年中国化学原料药出口总额为 137.8 亿元，同比增长 22.66%，抗生素、维生素、氨基酸类、有机酸类和动物脏器提取的生化类原料药是出口的主要构成。

中国化学原料药和中间体的生产企业可分为两类，一类是具有药品生产许可证和生产批件的正规原料药生产企业，另一类是普通精细化工厂，后者主要生产原料药中间体和原料药粗品。目前原料药行业集中度较高，但由于产品结构以低端为主，且产能过剩，行业效益受国际市场波动影响明显。目前，中国化学原料药细分行业呈现以下特点：①产品以出口为主；②产品结构以仿制药为主，附加值较低；③行业竞争激烈，产能存在过剩；④原材料价格波动，成本压力较大。

3．下游需求分析

“十二五”期间，中国将进入城镇化与城市发展双重转型的新阶段，预计城镇化率年均提高 0.8~1.0 个百分点，到 2015 年达到 52%左右，到 2030 年达到 65%左右。城镇居民人均卫生费用支出是农村居民的 3-4 倍，可以预见，中国城镇化进程加速发展和城镇人口绝对数量的增加将刺激城镇医药市场需求飞速增长。随着国民经济的飞速发展，人均 GDP、城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入也在不断增加。2009 年全年国内生产总值 335353 亿元，比上年增长 8.7%，人均 GDP3678 美元，比上年增长 25.1%。2010 年人均 GDP 实现 4400 美元，国民收入分配结构也随之发生较大变化，消费进入快速扩张阶段，居民愈加关注提高医疗保健标准，而且从国际经验来看，当人均 GDP 继续增长至达到 15000 美元的时候，可以带动医药需求快速增长。2010 年中国卫生总费用达 19603 亿元，较上年的 17541.9 亿元增长 11.75%，人均卫生费用 1440.3 元。由此可见，

中国医药市场还具有非常大的增长潜力。

4. 行业关注

行业集中度低

中国医药制造业的显著特征是企业数量多、规模小，集中度底。中国的制药企业在 2010 年底有 7000 多家，初步统计百强比重已上升至约 40%。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右，与全球医药巨头 400～ 500 亿美元的业绩相比差距甚远。中国的制药企业进行规模化生产的非常少，虽有一些如哈药集团有限公司等大型制药集团（见下表），但与世界级制药企业相比还有很大差距。总体看，中国制药企业的规模经济水平低，绝大部分制药企业由于市场份额、生产条件等限制不存在规模经济，整个行业呈粗放型发展的态势，导致集中度底。

表 3　2011 年度中国制药工业前 10 强

排序	资产总额排序	主营业务收入排序	利润总额排序
1	金耀集团有限公司	扬子江药业集团有限公司	哈药集团有限公司
2	哈药集团有限公司	哈药集团有限公司	扬子江药业集团有限公司
3	石药集团有限公司	修正药业集团	威高集团有限公司
4	华北制药集团有限责任公司	华北制药集团有限责任公司	齐鲁制药有限公司
5	天津天士力集团有限公司	石药集团有限公司	石药集团有限公司
6	威高集团有限公司	杭州华东医药集团公司	浙江医药股份有限公司新昌制药厂
7	扬子江药业集团有限公司	天津天士力集团有限公司	吉林敖东药业集团股份有限公司
8	齐鲁制药有限公司	威高集团有限公司	杭州赛诺菲圣德拉堡民生制药有限公司
9	四川科伦药业股份有限公司	云南白药集团股份有限公司	云南白药集团股份有限公司
10	吉林敖东药业集团股份有限公司	东北制药集团股份有限公司	修正药业集团

资料来源：工信部消费品工业司 2011.3

注：评选的统计指标口径根据企业 2010 年 12 月快报累计数据。

研发和创新能力不足

中国大部分医药产品技术含量低，新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业的企业机制尚未形成，研发投入不足，这些严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

药价虚高

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。自 1997 年以来，截至 2011 年 3 月底，中国连续 27 次下调部分药品的最高零售价格，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。

5. 行业政策与未来发展

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。

表 4　2009-2010 年主要医药和医改新政策汇总

发布时间	国家部委	相关政策	政策描述	对行业的影响
09 年 4 月 6 日和 4 月 7 日	国务院	《中共中央、国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》、《国务院关于印发医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009～2011 年）的通知》	要点包括：完善医药卫生四大体系，建立覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度；完善体制机制，保障医药卫生体系有效规范运转；着力抓好五项重点改革。	更加市场化，首次提出公共卫生服务的时间表和金额；明确三年短期目标。
2009 年 8 月 18 日	国务院	《国家基本药物目录（基层医疗机构配备使用部分）》、《关于建立国家基本药物制度的实施意见》	新版基本药物目录收录了 307 个品种，其中化学和生物药有 205 个品种，中成药共 102 个品种。	实施基本药物制度，利好独家品种生产企业。
2009 年 10 月 2 日	国家发改委	《国家基本药物零售指导价格》	共涉及 2349 个具体剂型规格品；45%药品降价，平均降幅 12%；独家品种降价幅度较小。	
2009 年 11 月 23 日	国家发改委	《改革药品和医疗服务价格形成机制的意见》	提高体现医务人员劳务价值的服务价格，降低大型设备诊疗价格；地方价格部门制定基本医疗保险中的非处方药(不含国家基本药)、地方增补的医保用药价格，其他实行市场调节价；政府定价按照通用名统一价格。	根据药品创新程度差别控制销售利润；引导仿制药有序生产和竞争；控制流通环节差价率。
2010 年 2 月	卫生部等五部委	《关于公立医院改革试点的指导意见》	选出 16 个城市作为国家联系指导的公立医院改革试点地区,积极稳妥推进公立医院改革试点工作	公立医院是我国医疗服务的主体，只能试点的方式启动，总结经验后再逐步推广、调整
2010 年 10 月	工信部、卫生部、食品药品监管局	《关于加快医药行业结构调整的指导意见》	以结构调整为主线，加强自主创新，促进新品种、新技术研发，推动兼并重组，培育大企业集团，加快技术改造	有助于推进产品结构调整、提升行业集中度
2010 年 12 月	国务院	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	放宽社会资本举办医疗机构的准入范围；改善社会资本举办医疗机构的执业环境	政府鼓励和扶持非公立医疗机构，也为将来进行公立医院改革进行了一种尝试和准备
2011 年 2 月	国务院	了《医药卫生体制五项重点改革 2011 年度主要工作安排》	2011 年国家基本药物制度将实现基层全覆盖	2011 年改革的纲领性文件，针对药物招标、流通环节、医保范围等提出了的规划。
2011 年 2 月	卫生部	《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》（新版 GMP）	于 2011 年 3 月 1 日起执行。新版 GMP 规定了所有制药企业在生产和销售药品前必须达到的标准，有 5 年过渡时间。	新版 GMP 的标准和国际接轨，有利于行业的升级与重组，改变目前的局面。
2011 年 3 月	国家发改委	《关于调整部分抗微生物类和循环系统类药品最高零售价格的通知》	从 3 月 28 日起降低部分主要用于治疗感染和心血管疾病的抗生素和循环系统类药品最高零售价格，共涉及 162 个品种，近 1300 个剂型规格。调整后的价格比现行规定价格平均降低 21%。	缩小部分药品的最高零售价和招标价的差距，倒逼将来招标价格进一步下调。

资料来源：卫生部网站，联合资信整理

2009-2011年各级政府将共计投入8500亿元增量资金支持5项改革；2008年政府医药卫生支出为2722亿元，预计三年复合增长率将达到40%以上，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求。从中期看，新医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。原料药方面，国家无论从税收、产业结构调整、外商企业投资政策等各方面，均支持民族工业、鼓励创新。随着《制药业环保新标准》和《国家环境保护标准》的先后出台，预计未来原料药厂的环保成本将不断加大。

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。

四、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。

中国是世界上最大的皮质激素类药物生产国家。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。2007年12月，上海华联制药有限公司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%。

天津药业集团的核心子公司天药股份是国家定点皮质激素类原料药物的科研、生产和出口基地，经国家认定为高新技术企业。目前皮质激素类原料药年生产能力亚洲第一，生产品种包括中间体在内共30余个品种，其中有10余个品种为国内独家生产，其主导产品地塞米松系列3个产品的技术水平和生产规模均为世界第一，在国内市场占有率高达70%以上，亚洲市场占有率为50%，并开始进入欧洲市场；其他主要产品氟轻松系列、曲安奈德系列的市场份额也分别高达100%和80%以上。

公司控股的天津天安药业股份有限公司（简称“天安药业”）以生产氨基酸输液、普通输液和氨基酸原料为主，是国家氨基酸原料重点生产基地、全国氨基酸专业委员会主任单位和天津市政府认定的高新技术企业。天安药业现已建成国内规模最大的氨基酸原料药和制剂的生产基地，氨基酸原料及制剂产品达到系列化生产，药用氨基酸原料的品种和产量居国内第一。

截至2010年底，公司拥有软膏剂、乳膏剂、胶囊剂、栓剂、片剂、注射剂和冻干粉针剂等13大剂型的生产车间；具有大输液3250万瓶、针剂150000万支、片剂500000万片、软膏剂20000万支、中成药10.8吨、胶囊剂70000万粒、膜剂10000万片、栓剂1400万粒的年生产能力。

整体看，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，具有一定规模的生产能力和较强的市场竞争力。

2. 研发与技术

为了提升自主创新能力，培育自有核心技术，公司先后承建了“三大”技术创新平台建设：即2006年承建国家高技术产业发展项目“甾体创新药物研究平台”，于2009年建设完成并通过国家验收，2010年通过国家的后评估

调研；2007 年承建天津市第一批产业技术开发平台“化学创新药物研发平台”，于 2010 年建设完成，并通过天津市经信委和滨海委的验收；2009 年承建国家“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”，现处于建设期。

公司实现搬迁后，在全新的生产环境下，生产的皮质激素类产品全部通过了国家 GMP 认证，泼尼松、地塞米松系列产品通过了美国 FDA、欧洲 COS 认证，成功打入欧美高端市场；布地奈德产品通过了欧洲药典委员会 COS 认证，同时还先后通过了美国辉瑞、英国雅莱、德国先灵、丹麦尼康、美国施贵宝等 20 多家跨国公司的质量审计，成为大型跨国公司的合格供应商。23 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。

近年来，技术中心在“高科技加规模经济”的发展战略指导下，研制开发新产品、新工艺 100 多项，部分被列为国家“九五”和“十五”重点科技攻关项目，并且有 26 项研究成果获国家和天津市科技奖励。其中，“含氟皮质激素类药物的生物脱氢及其化学合成新工艺”和“地塞米松系列产品新工艺的研究与应用”项目分别于 1995 年和 2001 年获国家科技进步二等奖；“植物甾醇生物转化雄烯二酮新工艺”、“地塞米松系列产品脱水环氧新工艺”两个项目获得天津市“技术创新二等奖”。

2008-2010 年，公司分别完成科研投入 1.02 亿元、1.22 亿元和 1.55 亿元，2010 年开展科技项目 129 项，完成或取得阶段性进展新产品、新工艺开发项目 59 项。2011 年一季度开展科研项目 74 项。其中，完成模拟实验研究 4 项、完成小试研究 1 项，完成中试研究 1 项，申报新药注册 1 项（注射用地塞米松磷酸钠）。

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，但目前公司研发能力主要集中于工艺创新，高附加值技术尚无法与国际水平相比。

3. 人力资源

公司董事会及高管人员 9 人，均具有大学以上学历或高级职称，同时具有多年医药行业的管理经历，管理团队整体素质高。

公司董事长卢彦昌先生，1965 年生，博士学历、正高级工程师、国务院特殊津贴专家，历任天津药业有限公司研究所所长、总工程师，天药股份总工程师，天津药业集团总工程师、副总经理、总经理。

公司副董事长兼总经理冯祥立先生，1963 年生，博士学历、正高级工程师，曾任天溶化工有限公司总经理，天津溶剂厂党委副书记、厂长，天津渤海精细化工有限公司副董事长、总经理。

截至 2010 年底，公司共有在职员工 4062 人，按文化程度划分，高中和中专及以下学历的占 52.71%，大专及其以上学历的占 47.29%；按年龄划分，30 岁以下的占 29.68%，30-50 岁的占 60.04%，50 岁以上的占 10.28%。作为生产类企业，公司员工整体文化素质较高，岗位配置合理。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司的控股股东金耀集团经天津市委、市政府批准于 2001 年 10 月成立，为天津市政府授权经营、管理和监督的直属企业，也是天津市重点支持大型企业集团之一。公司与金耀集团合署办公，金耀集团的主要高级管理人员同时兼任公司高级管理人员。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。

公司依据《公司法》以及有关法律法规设立股东会、董事会和监事会。股东会为公司的

权力机构，董事会是股东会的执行机构，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工作。目前公司董事会成员 9 人；监事会成员 5 名。

2. 管理机制

公司本部作为集团的控制中心，对控股子公司的投资、财务、采购、销售等具有很强的控制力，并建立了相应的管理制度。2009 年，公司对现有制度进行了全面梳理，对不符合上级规定、不适应公司发展的有关制度进行修订、完善，并废止了一些制度，使各项制度更加符合有关法律、法规的要求，更加系统完整，便于操作执行和监督考核。

公司建立了完善的对外投资管理制度，各控股公司的对外投资必须经过广泛的调研和论证后，提交可行性研究报告，公司负责组织相关部门、人员或委托具有相应资质的专业机构对可行性研究报告进行评估，形成评估报告，经公司审核后报金耀集团，由金耀集团审批后执行，其中相关重大投资还需要报天津市国资委审批备案。

药品质量控制方面，公司加强与国际标准接轨，实施 GMP 管理。公司质量控制部在各个车间均设有工艺组和检测组，从原材料的质量控制开始，负责产品的工艺技术质量、产成品质量检测和监督，以保证产品质量符合标准。

财务管理方面，公司制定了完善的财务制度，下发给各控股公司执行，并通过定期和不定期审计对其执行情况进行监督；资金筹措方面，通常由集团统一与金融机构协调授信，在额度内根据授信要求和各控股子公司资金需求情况，以各公司为主体向授信银行进行融资；公司针对医药行业的特点制定了销售与收款管理制度，以加强应收账款的风险管理。

激励机制方面，公司的主要高级管理人员由金耀集团高级管理人员兼任，同时各控股子公司的董事长及总经理均由金耀集团任免，金耀集团每年与经营者签订经营责任书，制定了以应收账款和主营业务利润等指标为核心的绩效考核体系，在此基础上实施相应的奖惩措施。

公司法人治理结构基本完善，已建立起适合自身特点的管理模式，各项制度完备，运作规范，管理效率较高。

六、生产经营

1. 经营概状

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。2008-2010 年，公司实现主营业务收入分别为 13.36 亿元、13.48 亿元和 16.66 亿元，营业收入规模受产能扩大影响而保持增长。2011 年 1-3 月，公司分别实现主营业务收入和毛利润为 4.99 亿元和 1.45 亿元，占 2010 年全年的 29.95%和 27.83%。

从公司营业收入结构看，2010 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 88.51%，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。

表 5　近年公司主营业务收入结构　（单位：亿元，%）

项目	2009 年				2010 年				2011 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	0.93	6.93	0.35	37.44	0.91	5.49	0.35	38.67	0.27	5.35	0.10	38.69
氨基酸原料药	1.33	9.84	0.21	15.87	0.94	5.66	0.18	18.62	0.28	5.69	0.04	14.03
水针剂	1.31	9.75	0.34	26.10	1.44	8.64	0.51	35.77	0.46	9.13	0.10	22.73

皮质激素类原料药	7.70	57.13	2.13	27.72	9.60	57.63	2.49	25.95	2.81	56.39	0.63	22.57
膏剂制剂	1.49	11.03	0.77	51.58	2.12	12.7	0.82	38.67	0.60	11.95	0.26	43.36
其他*	0.72	5.32	0.47	66.14	1.65	9.88	0.85	51.84	0.57	11.49	0.32	55.01
合 计	13.48	100.00	4.28	31.69	16.66	100.00	5.21	31.26	12.92	100.00	1.45	29.17

注：其他包括销售公司销售非本公司生产的代理药品，部分中间体等业务；资料来源：公司提供，联合资信整理。

原材料采购

公司生产皮质激素药物的主要原料为皂素，由农作物黄姜提取而成。由于公司生产规模较大，皂素需求量占全国产量的一半以上，对原料供应依赖性强，皂素的供应量和价格变化对公司生产和成本影响较大。

对此公司一方面对多个供应商比价采购，并与大的供应商之间签订常年供应协议，从而有效地稳定供应、平抑价格；另一方面，对皂素市场价格长年跟踪，通过对市场的预测分析在低价时提前囤货、锁定成本。2010 年公司原材料采购 5 亿元，采用货到付款，或者 30 天账期，2011 年不再囤积采购皂素，与大型皂素公司签订采购意向书，按照生产经营情况分批进货。

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，导致皂素价格一路上涨，从 2008 年 9 月底的 33 万元/吨上涨到 2009 年的 45 万元/吨。进入 2010 年，皂素价格保持上涨趋势，由年初的 43 万元/吨上涨到目前的 55 万元/吨。受其影响，2008-2010 年，公司营业成本复合增长率为 11.52%。作为皮质激素原料药行业龙头企业，公司拥有行业领先的合成工艺，合成路径较长，有效稀释了皂素在整个合成路径中的成本占比，故皂素价格上涨将构成新进入者的屏障，进而巩固公司的行业地位。

公司具有自主知识产权的甾醇工艺技术（3029 项目）已于 2007 年完成专利申报，并于年底在金耀生物园试产成功，成为国内唯一具备以甾醇工艺替代皂素生产皮质激素药物的厂商。未来几年，即使皂素价格继续上涨，公司甾醇工艺作为皂素的备用引擎，将使得公司在成本上领先于国内其它竞争者，成为其可持续发展的重要支撑。

生产销售

公司产品按订单生产，主要产品产销率均接近 100%。2008-2010 年，公司皮质激素类原料药和中间体销量保持增长；2009 年受国际金融危机影响，上述产品出口减少，全年销量呈现前低后高走势；进入 2010 年，随着国际市场的回暖，公司出口形势良好，从而带动整个产品销量增幅明显。

2008-2009 年，公司金耀生物园处于建设中，搬迁工作使公司产能及产量受到一定影响。2010 年，公司部分新基地建设和搬迁已经完成，同时受出口市场形势恢复，公司产品产销规模实现稳定增长。

表6　公司皮质激素类产品销量

项　目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 1-3 月
原料(公斤)	110274	101876	121176	38606
中间体(公斤)	16530	71830	124640	50450
片剂(万片)	212577	218487	228680	57150
膏剂(万支)	9259	6977	9753	2770

资料来源：公司提供

表7　公司氨基酸类产品销量

项　目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 1-3 月
原料(吨)	1043	1471	1094	329
大输液(万瓶)	2119	1860	1811	517
针剂(万支)	39642	43359	45682	14226

资料来源：公司提供

从近年来公司主要产品年均售价看，皮质激素原料药、中间体、皮质激素片剂和膏剂的平均销售价格上升幅度明显。公司药品价格上升因素主要有：一是因为在医药需求相对刚性的基础上，公司在皮质激素市场领域产销规模较大，具有较强的定价话语权；二是2007年以来在经历行业激烈竞争和市场整顿之后，大批小型化学原料药生产企业因药品质量和环保

问题退出市场，加之原材料和人工成本的推动，许多化学原料药价格呈现持续上涨态势；三是2009年以来，随着国际市场的逐步恢复，公司产品出口情况良好，提升了整体价格水平。

2010年以来，随着原料药出口形势回暖，公司主要产品皮质激素原料药价格明显上涨，2010年均价达到6983元/公斤，为近年来的最高。

表8　公司主要产品平均价格

主要产品平均单价		2008	2009	2010	11 年 1-3 月
皮质激素系列	原料药(元/公斤)	5213	5393	6983	6986
	中间体(元/公斤)	742	856	930	1015
	片剂(元/片)	0.019	0.023	0.021	0.021
	膏剂(元/支)	1.5812	2.07	2.17	2.15
氨基酸系列	原料药(万元/吨)	8.45	9.01	8.62	8.63
	大输液(元/瓶)	4.57	5.02	5.05	5.15
	针剂(元/支)	0.274	0.303	0.315	0.32

资料来源：公司提供

公司产品销售模式为“自建销售网络+代理招商”，销售产品根据重点品种、重点区域进行划分。国内市场，公司以加大整体市场调控的力度为目标，加强与客户的交流，进一步建立与客户的沟通，召开全国性的原料药客户联谊会，邀请 50 多家重点客户的负责人到公司新厂区参观并与公司经营层进行交流；在公司自建销售网络资源充实的地区，通过医药商业渠道物流配送并按照公司既定的销售模式进行广告宣传、学术推广、会议营销等进行，在偏远地区选择代理招商的模式协助推广。目前公司在全国设有 160 个办事处，并通过维护与各医院的关系形成由医院专家组成的专家网络，对制剂产品的销售起到很好的拉动作用；商业网络主要客户包括上药、国药、广药、北药、石药、哈药等长期合作伙伴，公司对其销售合计占总收入的 50%以上。

国际市场，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。公司坚持“利润和客户并重”的原则，通过逐步调价、小量多单等方式，尽量减少原料价格上涨给公司带来的压力，控股市场份额和客户关系。公司先后与英国雅莱、德国先灵、丹麦尼康、美国辉瑞等世界著名医药企业建立了业务往来关系，为开拓国外市场尤其高端市场打下了坚实的基础。

与此同时，公司积极调整市场战略，对国际市场重新划分为亚洲、美洲、欧洲三大区域，并对销售渠道整合，不同区域的销售由下属的天津药业（香港）有限公司、美国大圣贸易有限公司和天津市天发药业进出口有限公司分别负责，对欧美高端市场的开拓取得成效。

由于公司皮质激素原料药出口比例较高，盈利水平受人民币升值的不利影响较大。但受惠于美国辉瑞等皮质激素专利权的到期，未来公司对产业链的前端控制加强，定价权也将随之提升。在国际市场上，公司有望通过产品提价缓解人民币升值的压力。

经营效率

2008-2010 年，公司销售债权周转次数分别为 4.44 次、4.57 次和 5.84 次；公司存货周转次数分别为 1.21 次、1.36 次和 1.62 次，应收账款和存货周转效率一般，但呈现逐年改善趋势；公司总资产周转次数分别为 0.26 次、0.23 次和 0.23 次，总资产周转效率一般。

总体看，公司整体资产周转效率偏低。影响因素包括：公司在建工程和金融资产较大；其他应收款长期占用资金等。

2. 未来发展

“十二五”期间，公司以提高经济发展质量和效益为中心，以优化“两园结构”为重点，以建设“百亿集团”为目标，实施“高科技加规模经济”发展战略，依靠技术创新和体制改革，实现产品结构优化调整。

表9 公司未来投资计划 （单位：万元）

序号	项目名称	项目计划起止年限	项目投资规模	已投资金额	尚未投资金额	批文
1	金耀生物园项目	2005-2011 年（一、二期）	210000（三期合计）	155890	54110（三期合计）	津国规划【2005】13 号：《关于核准金耀集团金耀生物工程工业园投资项目的批复》。
2	金耀制剂园规划改造项目	2011-2014 年	80000	0	80000	津经信投资许可【2010】9 号； 津经信投资许可【2010】24 号；津经信投资许可【2010】42 号。 为一期三个子项目，新建综合制剂车间、冻干粉和滴眼剂的备案批复
合计			290000	155890	134110	

资料来源：公司提供。

金耀生物园项目：按照天津市政府工业东移的整体战略部署和公司自身的发展战略规划，公司在天津市经济开发区西区投资兴建，占地 682 亩，是具有国际水准的皮质激素类及氨基酸类产品的研发和制造基地。该项目分三期建设，其中一期于 2007 年 11 月完工投产；二期各车间 2010 年初已全部投产，公司已于 2011 年完成整体搬迁，其原料药产品和片剂车间已全部通过中国 GMP 认证；三期为天药股份公司新建 8 栋生产车间和相应的配套设施项目。预计上述项目全部达产后，将年增销售收入 45000 万元，年增利润总额 10000 万元。

金耀制剂园规划改造项目：为了进一步提升制剂生产能力和水平，实现制剂园资源整合，拟通过实施制剂园结构优化调整，完成制剂园整体战略定位和产品布局，公司对制剂园进行规划改造。该项目分两期，其中第一期已通过相关审批，拟于 2011 年动工，包括：新建综合制剂车间项目（总投资 7800 万元，项目建设期从 2011 年初至 2011 年 7 月）、新建冻干粉针生产线项目（总投资 2250 万元，计划 2011 年建成投产）、新建滴眼剂生产线项目（项目总投资 5500 万元，建设期预计在 2011 年完成）、新建物流仓储中心项目（总投资 8500 万元，建设期从 2011 年初至 2011 年 8 月）、新建办公、质检、生活设施项目（总投资 7000 万元，计划 2011 年下半年开始建设，2012 年建成投入使用）及新建、改建动力配套系统项目（总投资 1500 万元，计划 2011 年开始建设，2012 年建成投入使用）。上述 6 个子项目累计计划投资 32550 万元，项目达产后将进一步提升公司在制剂、大输液等产品上的生产能力及技术水平。二期整体项目尚未进行具体方案设计。

总的来看，公司金耀生物园二期已完工，金耀生物园三期尚处于建设中，金耀制剂园项目尚处于规划中，投资规模和时间存在不确定性。2011 年公司外部融资压力较低，债务负担保持稳定的可能性较大。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2008-2010 年财务报表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 2008-2010 年财务报表编制执行财政部 2006 年颁布的新的《企业会计准则》。2011 年 1-3 月报表未经审计。

2. 资产质量

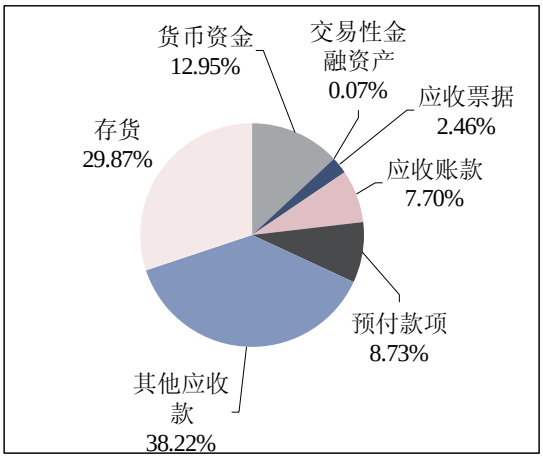
2008-2010年，公司资产总额分别为57.12亿元、65.22亿元和81.91亿元，年均增长19.75%，主要是公司为扩大生产规模不断进行固定资产投资及公司持有的中环股份公允价值的变动所致。截至2010年底，公司资产总额中流动资产占34.44%，非流动资产占65.56%。

2008-2010年，公司流动资产分别为26.82亿元、27.40亿元和28.21亿元，年均增长2.55%，流动资产保持相对稳定。截至2010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。

2008-2010年，公司货币资金分别为2.83亿

元、4.02亿元和3.65亿元，年均增长13.51%，货币资金波动中有所增长。截至2010年底，公司货币资金主要有银行存款（占87.65%）和其他货币资金（占12.24%）构成；其他货币资金主要是保证金（占92.10%）。

图 4　2010 年公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2008-2010年，公司应收账款分别2.47亿元、2.36亿元和2.17亿元，年均下降6.20%，应收账款不断下降。从账龄来看，截至2010年底公司应收账款中1年以内的占64.14%，1-3年的占4.26%，3年以上占31.60%，公司计提了18.60%的坏账准备，计提较为充分。

2008-2010年，公司其他应收款呈减少趋势，2010年底为10.78亿元，欠款前五名金额合计为10.49亿元（占比90.54%），集中度较高。从账龄分布看，1年以内的占31.02%，1-3年的占12.64%，3-5年的占27.50%，5年以上的占28.84%。从主要债务人构成看，前两名为天津滨江金耀广场有限公司（金耀集团的全资子公司，简称“金耀广场”）和金耀集团。滨江金耀广场近年来一直在运作出售，以合适价格转让。在未实现转让前，公司立足以租养贷，租金除一部分支付银行贷款利息和物业费用外，余款用于偿还天津药业集团有限公司的应收款。由于金耀广场地处天津市传统的繁华商业区，建筑设施完善，因而公司其他应收款的回收风险较小，但欠款长期占压资金降低了资产的运营效率。

2008-2010年，公司预付款项呈增长趋势，年均增长19.19%。截至2010年底，公司预付款项为2.46亿元，主要是预付天药生物园的工程款。

2008-2010年，公司存货分别为7.82亿元、6.25亿元和8.43亿元，年均增长3.83%。截至2010年底，公司存货主要由原材料（占21.16%）、在产品（占53.98%）和库存商品（占16.05%）。公司按照订单提前安排生产，产成品跌价风险小，计提了1.44%的存货跌价准备，计提比较充分。

2008-2010年，公司非流动资产分别为30.30亿元、37.82亿元和53.70亿元，年均增长33.14%，非流动资产快速增长，主要是公司不断对外固定资产和持有的中环股份的公允价值的变化所致。截至2010年底，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占40.90%）、长期股权投资（占6.08%）、固定资产（占22.46%）和在建工程（占13.27%）构成。

截至2010年底，公司可供出售金融资产为21.97亿元，较上年大幅增加，主要是公司持有的中环股份股价引起的公允价值的变化。

2008-2010年，公司固定资产分别为10.87亿元、10.36亿元和12.06亿元，年均增长5.35%。截至2010年底，公司固定资产原值主要由房屋及建筑物（占51.87%）、机器设备（占14.87%）和专用设备（占20.81%）等构成。

2008-2010年，公司在建工程主要是公司进行金耀生物工程工业园建设工程的投入，截至2010年底，公司在建工程为7.13亿元。

2008-2010年，公司其他非流动资产主要是公司下属天药股份搬迁后剩余的固定资产，截至2010年，公司其他非流动资产为7.11亿元，较上年增幅较大，主要是由于2010年底，天药股份的整体搬迁结束，固定资产尚未清理。

截至2011年3月底，公司资产总额86.41亿元，其中流动资产占35.17%，非流动资产占64.83%，资产构成变化不大。公司资产总额较

2010年底增长5.49%，其中流动资产增长7.71%，非流动资产增长4.32%。流动资产的增加主要来自货币资金和应收账款的增长；非流动资产的增长主要来自可供出售的金融资产的增加和固定资产的增长，其中可供出售的金融资产的增加主要是“中环股份”按市值进行的调整。

总体看，公司资产流动性一般，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

2008-2010年，公司所有者权益分别为25.97亿元、31.28亿元和44.52亿元，年均增长19.75%，所有者权益在公司未分配利润和资本公积（持有中环股份股价上涨引起的公允价值的变化）增加的基础上不断增长。截至2010年底，公司所有者权益中股本占15.16%、资本公积占49.53%、盈余公积占4.77%、未分配利润占9.28%；其中归属于母公司所有者权益占78.19%，少数股东权益占21.81%。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2011年3月底，公司所有者权益为47.91亿元，较2010年底增长7.62%，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37.55亿元。

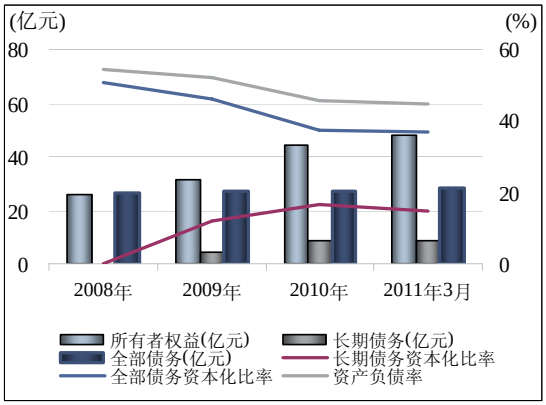
2008-2010年，公司负债总额分别为31.15亿元、33.94亿元和37.39亿元，年均增长9.56%。截至2010年底，公司负债总额中流动负债占67.44%，非流动负债占32.56%。公司负债以流动负债为主。

2008-2010年，公司流动负债分别为30.49亿元、28.34亿元和25.22亿元，呈下降趋势。截至2010年底，公司流动负债主要由短期借款（占61.24%）、应付账款（占17.06%）和其他应付款（占8.71%）构成。

2008-2010年，公司非流动负债分别为0.67亿元、5.60亿元和12.18亿元，年均增长327.86%，非流动负债快速增长，主要是2009年和2010年公司长期借款增长幅度较大所致。

2010年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率受所有者权益增长而有所下降，分别为45.65%、16.66%和37.56%；2011年3月底，上述指标较2010年底变化不大，分别为44.55%、14.78%和37.12%，债务负担适中，债务结构有所改善。

图5 公司债务结构和债务负担



资料来源：公司年报

4. 盈利能力

医药行业的市场需求较为刚性，受经济周期影响较小，公司保持了良性发展态势。2008-2010年，伴随着生产规模的扩张，公司营业收入分别为14.15亿元、14.02亿元和17.25亿元，年均增长10.42%，营业收入波动中有所增长；公司营业成本受原材料价格上涨影响，分别为9.58亿元、9.58亿元和11.92亿元，年均增长11.52%，营业成本增幅略高于营业收入增幅。

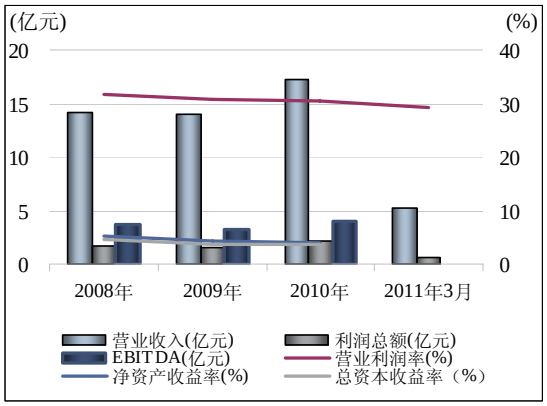
2008-2010年，公司期间费用占营业收入的比例分别为30.24%、29.99%和26.59%，期间费用占营业收入的比重处于下降趋势。公司期间费用中管理费用占比较高，主要是由于将研发人员的工资计入管理费用。

2008-2010年，公司投资收益分别为1.58亿元、1.51亿元和1.74亿元，年均增长4.96%；公司利润总额大部分来自投资收益。公司投资收益主要来源于减持中环股份的股权收益。2010年投资收益中有1.41亿元为当年抛售中

环股份的转让收益。

2008-2010 年，受上述因素影响，公司营业利润分别为 1.63 亿元、1.33 亿元和 1.95 亿元，年均增长 9.33%；2010 年，实现营业利润 1.95 亿元，其中投资收益 1.75 亿元，当年实现利润总额 2.14 亿元。

图 6　公司盈利情况



资料来源：公司年报

从盈利财务指标看，2008-2010 年，公司营业利润率分别为 31.60%、30.90%和 30.31%，营业利润率处于较好水平；公司净资产收益率分别为 5.19%、4.26%和 4.11%。

2011 年 1-3 月，公司营业收入 5.28 亿元，为 2010 年的 30.61%；营业利润率 25.04%，较 2010 年有所下降；确认投资收益 0.41 亿元。

总体看，公司主业盈利能力偏弱，目前利润总额中投资收益占比较大，且期间费用比重较高。

5．现金流

从经营活动现金流量来看，2008-2010年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为15.27亿元、15.98亿元和14.63亿元，；公司经营活动现金流入分别为16.58亿元、17.63亿元和15.77亿元。2008-2010年，公司经营活动现金流出分别为14.38亿元、12.81亿元和15.44亿元，年均增长3.61%；经营现金流出增长速度快于流入的增长速度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为2.20亿元、4.82亿元和0.34亿元，公司经营活动现金流波动较大，主要是由于天药股份和天津市三隆化工有限公司（以下简称“三隆化工”）的销售结算方式的变化和不统一所引起的，2008年和2009年，天药股份向三隆化工的销售以货币资金结算销售货款，从而增加了天药股份及合并报表经营活动现金流入，而天药股份向三隆化工采购以票据方式结算采购货款，未导致天药股份及合并报表的经营活动现金流出；2010年，天药股份与三隆化工之间主要采用现金差额的方式结算，从而天药股份“销售商品、提供劳务收到的现金”大幅减少，相应的2010年天药股份及合并报表经营活动现金流量净额大幅减少。从现金收入实现质量来看，2008-2010年，公司现金收入比分别为107.95%、113.95%和84.79%，公司现金质量2010年实现情况较差，主要是由于结算方式的改变。总体看，公司经营现金流状况波动较大。

从投资活动现金流量来看，2008-2010年，公司投资活动现金流出分别为5.60亿元、4.78亿元和2.46亿元，天药生物园逐渐完工，其投资支出呈下降趋势；公司投资活动产生的现金净额分别为-3.74亿元、-2.38亿元和1.59亿元。2008-2010年，公司筹资活动前产生的现金流量净额分别为-1.54亿元、2.44亿元和1.92亿元，受经营活动净现金流量大幅增长的影响，2009年和2010年公司经营活动现金流量可以完全满足投资的资金需求，资金缺口和对外筹资压力较小。

从筹资活动现金流量来看，2008-2010年，受上述因素影响，公司处于偿还银行贷款状态，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为0.85亿元、-1.86亿元和-2.08亿元。

2011 年 1-3 月，公司经营性活动产生的现金流入为 6.46 亿元，现金收入比 114.00%，经营活动现金流量净额为 1.43 亿元，经营活动现金流稳定性好。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2008-2010 年底，公司流动比率分别为 87.99%、96.69%和 111.88%；公司速动比率分别为 62.34%、74.65%和 78.45%；2011 年 3 月底，上述两指标分别为 114.15%和 86.28%，较 2010 年底变化不大；2010 年公司经营性现金流动负债比受经营活动净现金流降幅较大影响而下降较大，为 1.33%。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，同时，公司在进行债务结构调整。总体看，公司短期偿债能力正常。

从长期偿债能力指标看，2008-2010 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.40 倍、3.95 倍和 4.52 倍，EBITDA 对利息保护能力较好，且趋于增强；公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 7.13 倍、8.42 倍和 6.76 倍，EBITDA 对全部债务保护能力较好。

截至 2011 年 3 月底，公司对外无担保。

公司与国内多家银行建立了较稳固的合作关系，截至 2011 年 3 月底，公司共获得各银行授信额度共计人民币 40.14 亿元，其中已使用 22.17 亿元，尚未使用 17.97 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。

八、本期中期票据偿还能力分析

公司于2011年注册额度为6亿元的中期票据，已于2011年5月发行了第一期3亿元，现拟发行余下的3亿元（以下称“本期中期票据”），合计占2011年3月底公司全部债务的21.22%，对公司债务结构具有一定影响。

截至2011年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为44.55%和37.12%。以2011年3月底财务数据为基础，两期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至48.15%和41.71%，公司债务负担有所加重；考虑到公司中期票据募集资金用于置换银行借款，公司实际债务比率低于上述模拟值。

截至2011年3月底，公司现金类资产5.60亿元，是两期中期票据的0.93倍，对发行中期票据覆盖程度较好。

2008-2010年公司经营活动现金流入量有所波动，但保持较高水平，分别为两期中期票据发行额度的2.76倍、2.94倍和2.63倍；公司经营活动获取的现金流量净额波动较大，分别为本期中期票据发行额度的0.37倍、0.81倍和0.06倍。截至2010年底，公司可供出售金融资产为21.97亿元，是两期中期票据的3.66倍。整体看，公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据具有较好的覆盖能力，流量净额覆盖程度波动较大，但公司可供出售金融资产变现能力强，对发行中票覆盖能力较好。

2008-2010年公司EBITDA分别是两期中期票据的0.62倍、0.54倍和0.66倍，对两期中期票据覆盖能力一般。

九、综合评价

中国医药卫生行业具有广阔的市场空间。公司作为国内最大的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氨基酸原料药和制剂的生产基地，在皮质激素和氨基酸药物领域具有规模、品牌、技术等综合竞争优势。公司成功研发了甾醇工艺技术并已具备量产能力，主要原材料供应得到有力保障。

随着医药行业的整体回暖和市场容量的扩大，同时，公司在皮质激素产品上拥有话语权，其主要产品价格保持上涨态势，营业收入保持稳定；但主业盈利能力偏弱，债务结构有待进一步改善。总体看，公司主体信用风险较低。

公司经营活动产生的现金流入量和可供出售金融资产对两期中期票据覆盖程度较好。综合判断，本期中期票据到期不能偿还的风险低。

附件 1　截至 2011 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	住宿饮食服务
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
天津市天发药业进出口有限公司	100	18000.00	自营和代理各类商品及技术的进出口，经营进料加工和“三来一补”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	46.83	54289.00	原料药和小针剂的生产和销售、出口

附件 2-1　公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	*变动率(%)*	2011 年 3 月
流动资产：					
货币资金	28348.90	40169.52	36523.15	*13.51*	50105.19
交易性金融资产	2232.70	387.69	195.80	*-70.39*	213.82
应收票据	6241.31	6876.12	6932.31	*5.39*	5722.97
应收账款	24682.22	23600.39	21718.73	*-6.20*	26712.68
预付款项	17331.61	17929.54	24620.96	*19.19*	21620.72
应收利息					
应收股利					
其他应收款	111184.18	122618.74	107838.31	*-1.52*	125309.22
存货	78182.73	62462.73	84289.56	*3.83*	74187.75
一年内到期的非流动资产		0.59			
其他流动资产	43.83			*-100.00*	
流动资产合计	**268247.48**	**274045.32**	**282118.83**	*2.55*	**303872.33**
非流动资产：					
可供出售金融资产		81376.91	219660.11		246390.43
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	66847.46	34246.60	32637.69	*-30.13*	33151.77
投资性房地产		509.19	498.44		495.76
固定资产	108672.63	103574.77	120611.62	*5.35*	138385.81
在建工程	72869.38	93595.20	71282.88	*-1.09*	59442.39
工程物资	4302.77	10572.29	3403.85	*-11.06*	4248.72
固定资产清理	14285.27		1828.44	*-64.22*	1828.44
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	15934.91	15331.91	6925.98	*-34.07*	5125.39
开发支出	1205.98	1491.82	2006.43	*28.99*	2130.05
商誉		1657.81	1303.57		1004.57
合并价差	1406.29			*-100.00*	
长期待摊费用	5425.41	5453.41	5122.40	*-2.83*	5030.95
递延所得税资产	217.17	379.15	617.57	*68.63*	387.63
其他非流动资产	11800.82	29980.62	71131.95	*145.51*	62622.67
非流动资产合计	**302968.11**	**378169.69**	**537030.93**	*33.14*	**560244.56**
资产总计	**571215.59**	**652215.01**	**819149.76**	*19.75*	**864116.89**

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	2008 年	2009 年	2010 年	*变动率(%)*	2011 年 3 月
流动负债：					
短期借款	244127.28	201198.29	154413.91	*-20.47*	183321.70
交易性金融负债					
应付票据	21699.25	25200.00	8000.00	*-39.28*	
应付账款	20808.82	28194.29	43028.41	*43.80*	40364.78
预收款项	1586.01	4160.59	7201.88	*113.09*	2572.41
应付职工薪酬	343.90	326.97	267.31	*-11.84*	280.21
应交税费	-126.74	248.10	-244.11	*38.78*	1401.98
应付利息		1207.50	1095.00		1915.70
应付股利	17.38	17.38	17.38	*-0.01*	537.38
其他应付款	16330.31	22875.43	21985.16	*16.03*	12409.14
预计负债					
一年内到期的非流动负债			16400.00		16400.00
其他流动负债	80.00			*-100.00*	7000.00
流动负债合计	**304866.21**	**283428.54**	**252164.92**	*-9.05*	**266203.29**
非流动负债：					
长期借款		43400.00	89000.00		82000.00
应付债券					0.00
长期应付款	1497.00	1422.41	1254.41	*-8.46*	1086.41
专项应付款	28.43			*-100.00*	67.00
递延所得税负债	388.22	10034.29	31005.96	*793.68*	35052.32
其他非流动负债	4738.21	1124.15	512.00	*-67.13*	591.98
非流动负债合计	**6651.87**	**55980.86**	**121772.37**	*327.86*	**118797.71**
负债合计	**311518.08**	**339409.40**	**373937.30**	*9.56*	**385001.00**
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	60232.31	101906.37	220512.08	*91.34*	243435.79
盈余公积	19675.73	20281.22	21248.89	*3.92*	21510.08
未分配利润	23662.03	32071.71	41317.08	*32.14*	45867.40
外币报表折算差额	-1573.95	-1612.56	-2467.29	*25.20*	-2783.37
归属于母公司权益合计	**169493.11**	**220143.75**	**348107.76**	*43.31*	**375526.89**
少数股东权益	90204.40	92661.86	97104.71	*3.75*	103589.00
所有者权益合计	**259697.51**	**312805.61**	**445212.47**	*30.93*	**479115.89**
负债和所有者权益总计	**571215.59**	**652215.01**	**819149.76**	*19.75*	**864116.89**

附件 3　公司合并利润表

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	*变动率(%)*	2011 年 3 月
一、营业收入	**141500.75**	**140214.84**	**172528.75**	*10.42*	**52769.40**
减：营业成本	**95820.31**	**95778.56**	**119167.64**	*11.52*	39088.88
营业税金及附加	968.13	1113.80	1066.51	*4.96*	464.47
销售费用	13717.56	14035.17	13444.53	*-1.00*	3319.47
管理费用	18630.95	20015.63	23871.36	*13.19*	6521.75
财务费用	10444.65	8000.16	8554.15	*-9.50*	2327.66
资产减值损失	2948.29	1851.06	4133.37	*18.40*	-4.73
加：公允价值变动收益	1552.70	-1189.14	-184.90		18.02
投资收益	15802.30	15085.01	17408.02	*4.96*	4135.79
其中：对合营企业投资收益		367.11	246.42		
汇兑收益					
二、营业利润	**16325.86**	**13316.33**	**19514.31**	*9.33*	**5205.70**
加：营业外收入	808.04	2155.78	2434.46	*73.57*	256.79
减：营业外支出	655.32	700.22	593.82	*-4.81*	7.54
其中：非流动资产处置损失		131.79	563.38		
三、利润总额	**16478.58**	**14771.88**	**21354.96**	*13.84*	**5454.94**
减：所得税费用	3001.43	1434.09	3069.09	*1.12*	802.62
四、净利润	**13477.15**	**13337.79**	**18285.87**	*16.48*	**4652.32**
其中：归属于母公司的净利润	10314.11	8935.47	12860.99	*11.67*	3272.11
少数股东损益	3163.05	4402.32	5424.87	*30.96*	1380.20

附表 4-1　公司合并现金流量表

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	*变动率(%)*	2011 年 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	152745.85	159768.61	146291.62	*-2.14*	60157.12
收到的税费返还	2484.36	5546.92	4877.51	*40.12*	341.60
收到其他与经营活动有关的现金	10583.98	11010.11	6537.36	*-21.41*	4145.60
经营活动现金流入小计	**165814.19**	**176325.64**	**157706.49**	*-2.48*	**64644.32**
购买商品、接受劳务支付的现金	74599.61	68987.38	71180.00	*-2.32*	30413.11
支付给职工以及为职工支付的现金	22817.01	25659.96	30458.89	*15.54*	7788.29
支付的各项税费	14264.16	14481.58	23878.84	*29.38*	3754.68
支付其他与经营活动有关的现金	32089.79	18972.76	28834.70	*-5.21*	8364.15
经营活动现金流出小计	**143770.57**	**128101.68**	**154352.43**	*3.61*	**50320.23**
经营活动产生的现金流量净额	**22043.63**	**48223.95**	**3354.06**	*-60.99*	**14324.09**
二、投资活动产生的现金流量：					
收回投资收到的现金	13684.45	11082.97	17181.52	*12.05*	712.01
取得投资收益收到的现金	4193.69	11160.66	2054.76	*-30.00*	6338.85
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	107.41	1033.53	2034.18	*335.18*	45.13
处置子公司及其他单位收到的现金净额	608.00	0.22	1267.80	*44.40*	3687.97
收到其他与投资活动有关的现金		644.87	17932.00		4007.14
投资活动现金流入小计	**18593.55**	**23922.25**	**40470.26**	*47.53*	**14791.10**
购建固定资产、无形资产等支付的现金	55563.21	29018.18	23987.61	*-34.29*	4182.12
投资支付的现金	457.12	889.87		*-100.00*	500.00
取得子公司等支付的现金净额					0.00
支付其他与投资活动有关的现金		17858.33	625.75		632.81
投资活动现金流出小计	**56020.33**	**47766.39**	**24613.36**	*-33.72*	**5314.93**
投资活动产生的现金流量净额	**-37426.78**	**-23844.13**	**15856.90**		**9476.17**
三、筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金	424.31	282.88		*-100.00*	
取得借款收到的现金	332282.66	422336.24	424341.44	*13.01*	53417.46
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金					1949.06
筹资活动现金流入小计	**332706.97**	**422619.12**	**424341.44**	*12.93*	**55366.52**
偿还债务支付的现金	311806.81	417117.40	430125.82	*17.45*	37009.67
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	12388.41	10492.60	15002.13	*10.04*	2432.77
支付其他与筹资活动有关的现金		13620.84	0.00		20550.27
筹资活动现金流出小计	**324195.23**	**441230.85**	**445127.95**	*17.18*	**59992.71**
筹资活动产生的现金流量净额	**8511.75**	**-18611.73**	**-20786.51**		**-4626.19**
四、汇率变动对现金的影响	**1410.89**	**-64.01**	**-70.82**		**12.25**
五、现金及现金等价物净增加额	**-5460.51**	**5704.08**	**-1646.37**	*-45.09*	**19186.32**
加：期初现金及现金等价物余额	33809.40	28348.90	34052.97	*0.36*	32406.61
六、期末现金及现金等价物余额	**28348.90**	**34052.97**	**32406.61**	*6.92*	**51592.93**

附表 4-2　公司合并现金流量表

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	*变动率(%)*
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	**13477.15**	**13337.79**	**18285.87**	*16.48*
加：资产减值准备	2948.29	1851.06	4133.37	*18.40*
固定资产折旧及其他	7735.30	7480.45	7986.29	*1.61*
无形资产摊销	1099.79	978.08	814.09	*-13.96*
长期待摊费用摊销	1009.17	689.94	712.28	*-15.99*
处置固定资产、无形资产等损失	242.72	-361.51	-291.79	
固定资产报废损失	0.85	40.49	-759.96	
公允价值变动损失	-1552.70	1189.14	184.90	
财务费用	10963.68	7965.03	9000.61	*-9.39*
投资损失	-15802.30	-15085.01	-17408.02	*4.96*
递延所得税资产减少	-26.42	-176.08	-124.21	*116.83*
递延所得税负债增加	383.66	-297.33		*-100.00*
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	107.88	11045.86	-28043.66	
经营性应收项目的减少	3129.01	10795.60	-6015.88	
经营性应付项目的增加	-1672.46	8813.46	14880.19	
其他		-43.00		
经营活动产生的现金流量净额	**22043.63**	**48223.95**	**3354.06**	*-60.99*

附表 5　主要财务计算指标

项　目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	4.44	4.57	5.84	--
存货周转次数（次）	1.21	1.36	1.62	--
总资产周转次数（次）	0.26	0.23	0.23	--
现金收入比（%）	107.95	113.95	84.79	114.00
盈利能力				
营业利润率（%）	31.60	30.90	30.31	25.04
总资本收益率（%）	4.65	3.68	3.80	--
净资产收益率（%）	5.19	4.26	4.11	--
财务构成				
长期债务资本化比率（%）	0.00	12.18	16.66	14.78
全部债务资本化比率（%）	50.58	46.31	37.56	37.12
资产负债率（%）	54.54	52.04	45.65	44.55
偿债能力				
流动比率(%)	87.99	96.69	111.88	114.15
速动比率(%)	62.34	74.65	78.45	86.28
经营现金流动负债比(%)	7.23	17.01	1.33	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.40	3.95	4.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.13	8.42	6.76	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.06	0.09	6.76	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.40	3.01	0.07	--
本期中期票据偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.24	1.07	1.32	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	5.53	5.88	5.26	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.73	1.61	0.11	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.52	0.82	0.64	--

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	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
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%
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	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：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（非流动）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

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

附件 7　中长期债券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，中长期债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

联合资信评估有限公司关于
天津药业集团有限公司
2011年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

天津药业集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。天津药业集团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，天津药业集团有限公司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津药业集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现天津药业集团有限公司出现重大变化，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，据以确认或调整信用等级。

如天津药业集团有限公司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，直至天津药业集团有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如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津药业集团有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零一一年七月六日