

# 跟踪评级公告

联合〔2019〕1203号

浙江尖峰集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**浙江尖峰集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”**

**浙江尖峰集团股份有限公司发行的“13 尖峰 02”债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：



二〇一九年六月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

# 浙江尖峰集团股份有限公司 公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：**AA**  
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**  
债项信用等级：**AA+**

| 债券简称   | 存续规模   | 债券期限      | 上次评级结果 | 本次评级结果 | 上次评级时间          |
|--------|--------|-----------|--------|--------|-----------------|
| 13尖峰02 | 2.54 亿 | 5 年 (3+2) | AA+    | AA+    | 2018 年 6 月 20 日 |

担保方：天士力控股集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2019 年 6 月 20 日

主要财务数据

发行人

| 项 目               | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 19 年 3 月 |
|-------------------|--------|--------|--------|----------|
| 资产总额 (亿元)         | 39.95  | 41.76  | 49.01  | 51.13    |
| 所有者权益 (亿元)        | 25.52  | 28.24  | 34.50  | 35.34    |
| 长期债务 (亿元)         | 5.74   | 2.53   | 1.00   | 1.00     |
| 全部债务 (亿元)         | 7.83   | 6.18   | 5.29   | 5.63     |
| 营业收入 (亿元)         | 23.79  | 28.27  | 33.62  | 7.17     |
| 净利润 (亿元)          | 3.09   | 3.87   | 6.73   | 1.25     |
| EBITDA (亿元)       | 5.15   | 6.45   | 9.93   | --       |
| 经营性净现金流 (亿元)      | 3.98   | 4.38   | 6.53   | 0.88     |
| 营业利润率 (%)         | 23.64  | 33.21  | 40.92  | 39.47    |
| 净资产收益率 (%)        | 12.67  | 14.40  | 21.44  | 3.59     |
| 资产负债率 (%)         | 36.11  | 32.36  | 29.61  | 30.87    |
| 全部债务资本化比率 (%)     | 23.48  | 17.95  | 13.30  | 13.75    |
| 流动比率 (倍)          | 1.01   | 0.94   | 1.14   | 1.08     |
| EBITDA 全部债务比 (倍)  | 0.66   | 1.04   | 1.88   | --       |
| EBITDA 利息倍数 (倍)   | 15.52  | 16.97  | 32.80  | --       |
| EBITDA/待偿本金合计 (倍) | 2.03   | 2.54   | 3.91   | --       |

担保方

| 项 目        | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 19 年 3 月 |
|------------|--------|--------|--------|----------|
| 资产总额 (亿元)  | 307.32 | 381.75 | 409.46 | 408.00   |
| 所有者权益 (亿元) | 108.28 | 113.98 | 125.84 | 127.17   |
| 营业收入 (亿元)  | 158.05 | 178.57 | 197.97 | 48.22    |
| 净利润 (亿元)   | 13.14  | 11.54  | 11.78  | 2.41     |
| 资产负债率 (%)  | 64.77  | 70.14  | 69.27  | 68.83    |

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；3、2019 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化；4、天士力控股集团有限公司其他流动负债计入短期债务，长期应付款计入长期债务；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，浙江尖峰集团股份有限公司（以下简称“公司”或“尖峰集团”）受益于水泥行业供给侧结构性改革的持续推进，2018 年，公司水泥制品价格上涨带动公司该板块营业收入大幅增长，同时，公司医药板块发展保持良好态势，销售收入稳定增长。公司经营活动产生的现金持续净流入，对投资支出和债务偿付提供有力支持，公司整体负债持续下降且处于较低水平。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到水泥行业产能仍然过剩、竞争激烈，限制产量带来的景气度持续性不佳对公司信用水平可能造成的不利影响。

跟踪期内，公司完成收购上海北卡医药技术有限公司和贵州黄平谷陇铭川水泥有限公司，将投资建设 20 亿片固体制剂项目，公司积极拓展水泥板块并完善医药板块布局，整体竞争实力增强。

本次债券由天士力控股集团有限公司（以下简称“天士力集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。2018 年，天士力集团收入规模有所增长，且维持着较大的经营规模和资产规模，天士力集团的担保对本次债券信用水平仍具有显著的积极影响。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”，同时维持“13 尖峰 02”“AA+”的信用等级。

优势

1. 公司构建的水泥及医药双主业经营架构，能有效的抵御经济周期变化所带来的不利影响。
2. 2018 年，水泥板块营业收入大幅增长，同时公司医药板块仍保持良好发展态势，经营活动产生的现金持续净流入。
3. 公司资产负债率保持较低水平，偿债能力仍很强。

## 关注

1. 水泥行业产能仍然过剩，泥行业景气度回升，水泥价格上涨并处于历史高位，但未来国内经济增长情况及行业供需情况均存在较大不确定性，水泥价格仍存在大幅波动的可能，从而对公司稳定盈利造成一定影响。

2. 公司股权投资仍保持较大规模，经营自主性偏弱，投资企业经营情况对公司整体盈利水平影响大。

## 分析师

任贵永

电话：010-85172818

邮箱：rengy@unitedratings.com.cn

王文燕

电话：010-85172818

邮箱：wangwy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



## 一、主体概况

浙江尖峰集团股份有限公司（以下简称“公司”或“尖峰集团”）的前身是成立于 1958 年的金华市水泥厂。经金华市人民政府“金政[1988]100 号”文批准，以金华市水泥厂为主体于 1989 年 8 月 8 日组建浙江尖峰水泥集团股份有限公司。1991 年经金华市人民政府以“金政发[1991]38 号”文批准浙江尖峰水泥集团股份有限公司与浙江省水泥制品厂联合，联合后的集团公司更名为浙江尖峰建材集团股份有限公司。1993 年国家经济体制改革委员会以“体改生[1993]2 号”文批准继续进行股份制试点，1993 年经浙江省计划经济委员会、浙江省经济体制改革委员会以“浙江计经企[1993]269 号”文批准更名为现名，并升格为省批企业集团，公司注册资本 7,054.48 万元，其中国家股占总股本的 61.10%，法人股占总股本的 18.35%，个人股占总股本的 20.55%。1993 年中国证监会以“证监发审字[1993]18 号”文批准公司的个人股股票上市流通。上交所以“上证上字[93]第 2050 号”文批准公司的 1,450 万个人股股票于 1993 年 7 月 28 日在上交所挂牌交易，股票简称：尖峰集团，证券代码：600668.SH。

经历多次配股、转增股本、送股后，截至 2019 年 3 月底，公司总股本为 34,408.38 万股，控股股东仍为金华市通济国有资产投资有限公司，其持股比例为 16.15%，公司最终控制人为金华市人民政府国有资产监督管理委员会。

2018 年，公司经营范围及组织架构未发生重大变化。公司本部及主要子公司在职员工 1,885 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 49.01 亿元，负债合计 14.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 34.50 亿元，其中，归属于母公司的所有者权益 31.63 亿元。2018 年，公司实现营业收入 33.62 亿元，净利润（含少数股东损益）6.73 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 5.89 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额 6.53 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.67 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 51.13 亿元，负债合计 15.78 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 35.34 亿元，其中，归属于母公司的所有者权益 32.80 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.17 亿元，净利润（含少数股东损益）1.25 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 1.17 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额 0.88 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.10 亿元。

公司注册地址：浙江省金华市婺江东路 88 号；法定代表人：蒋晓萌。

## 二、债券概况

2013 年，根据中国证券监督管理委员会《关于核准浙江尖峰集团股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可〔2013〕595 号）文件，公司成功获得 6 亿元公司债发行资格。2013 年 6 月，公司首期发行 3 亿元公司债券（债券简称“13 尖峰 01”），期限为 5 年（附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权），面值 100 元，债券票面利率为 4.90%，采用单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，于 2013 年 7 月上市；2014 年 11 月，公司发行第二期公司债 3 亿元（债券简称“13 尖峰 02”），债券期限 5 年（附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权），面值 100 元，票面利率为 5.09%，采用单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，于 2014 年 12 月上市。

目前，公司募集资金均已按募集要求使用完毕。

“13 尖峰 01”和“13 尖峰 02”由天士力控股集团有限公司（以下简称“天士力集团”）提供

全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2018年6月5日，公司开始向“13尖峰01”持有人支付自2017年6月5日至2018年6月4日期间最后一个年度利息和债券的本金；2018年6月5日，“13尖峰01”在上海证券交易所摘牌。

公司已于2018年11月20日向“13尖峰02”持有人支付2017年11月20日至2018年11月19日期间利息。

### 三、行业分析

#### 1. 水泥行业

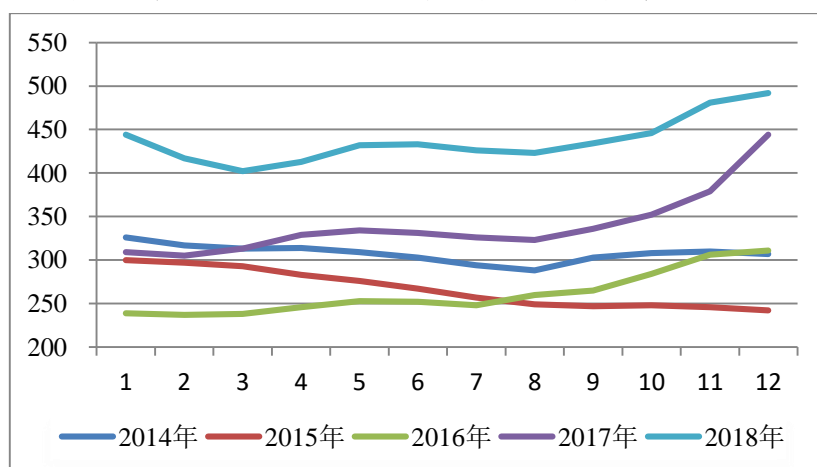
##### (1) 行业概况

2018年，中国经济发展继续保持稳中向好的态势，全年GDP实际增长6.6%，全国固定资产投资同比增长5.9%，房地产调控政策空前加强，但房地产投资增速仍维持在9.5%左右较高的水平。虽然2018年以来基建投资增速出现失速下行，由年初的16.1%降至9月的3.3%，12月略有回升至3.8%。但从对水泥需求的影响来看，房地产投资的较好增长水平（尤其是新开工增速较快）对冲了基建投资下滑的影响，水泥下游需求总体平稳。

水泥市场供给方面，2018年，行业错峰生产延续常态化，阶段性减少产品供给；生态环境保护进一步强化，矿山综合治理逐步收紧，中央环保督察“回头看”和大气污染防治行动对推动落后产能退出市场以及水泥行业转型升级起到积极作用，部分落后产能淘汰出市场，总体供给得到有效控制。

2018年以来，水泥市场需求平稳，供给收缩，同时，错峰生产效果明显，促使我国水泥市场总体供需矛盾得到了一定改善，多数地区库存水平处于低位运行，支撑水泥价格一路上扬，并站上历史高位，2018年全国水泥均价达435元/吨，较2017年上涨82元/吨，涨幅达23.23%。2018年全国水泥市场全年基本保持高位稳定，大都在400~450元/吨之间运行。受错峰生产、环保检查以及旺季需求量增长等因素影响，2018年四季度开始呈明显上扬走势，12月份全国均价已经达到492元/吨。但需要注意的是，由于区域发展并不平衡，无论从需求还是效益水平，南强北弱的差距继续扩大。尤其是东北、内蒙等地区部分水泥企业依旧处于亏损或盈亏边缘。

图1 近年来全国水泥（PO42.5 散装）月均价走势图（单位：元/吨）



资料来源：Wind

总体看，2018年，水泥产量逐步回落，得益于行业供给侧结构性改革的积极影响，全年水泥行

业供需关系持续改善，水泥产能过剩情况有所缓解，产品价格同比涨幅明显。

## （2）行业政策

### 《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》

2017年12月，中国水泥协会印发《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》，该报告提到三大目标，首先，三年压减熟料产能39,270万吨，关闭水泥粉磨站企业540家，将上述指标按四年分解得到每年的目标任务，使全国熟料产能平均利用率达到80%，水泥产能利用率达到70%；其次，前10家大企业集团的全国熟料产能集中度达到70%以上，水泥产能集中度达到60%。力争10个省内前2家大企业熟料产能集中度达到65%；第三，形成政府主导和市场机制结合的去产能机制，2017年达到政策基本明确与出台、方案成立、家底基本摸清，准备就绪。2019年，全国范围内计划压减熟料产能11,640万吨，关闭水泥粉磨站企业150家，另外全国前10家大企业集团在全国的熟料产能集中度达到62%以上，水泥产能集中度达到50%以上。因此2019年水泥行业去产能力度将更大。

### 《京津冀及周边地区2018~2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》

2018年9月，生态环境部办公厅印发《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，该方案的实施范围为“2+26”城市，该方案中提到，1、水泥行业自2018年10月严格执行大气污染物特别排放限值。2、推动一批水泥、化工等重污染企业搬迁工程。3、推进露天矿山综合整治。4、各地重点对钢铁、建材等高排放行业，实施采暖期错峰生产；根据采暖期月度环境空气质量预测预报结果，可适当缩短或延长错峰生产时间。

总体看，在供给侧改革的大背景下，我国政府对水泥去产能态度坚决，采取多种手段齐抓水泥产能的“质”和“量”，2018年我国水泥行业产量得以控制，供需矛盾有所缓解，但去产能之路仍任重道远。

## （3）行业关注

### 全行业仍产能过剩、产能利用率不高

水泥产能持续释放，同时由于缺乏合理布局，中国水泥业结构性过剩和区域性过剩压力大，无序竞争较为严重。水泥产能过剩导致价格走低、企业亏损等一系列问题。2018年以来，我国严禁水泥新增产能，逐步淘汰部分落后产能，水泥产能过剩情况有所缓解，但全行业产能利用率仍不高。

### 行业集中度不高、行业竞争加剧

水泥行业集中度发展不均衡，目前国内水泥企业的区域集中度平均在30%~40%。其中，不同区域的集中度差异较大，华东地区的水泥企业行业集中度最高，西南地区水泥企业行业集中度较低，对于水泥业的全面发展造成了障碍。部分地区进行并购整合，但过程将相当漫长，行业恶性竞争局面短期内难以改观。

### 安全环保压力加剧

水泥行业是国家环保政策重点监控的行业之一，水泥行业环保政策持续收紧，对水泥企业的成本管理和生产管理造成一定压力，水泥生产企业规范经营压力进一步加剧。

### 水泥产品价格波动影响

近年水泥行业景气度回升，水泥价格上涨并处于历史高位，但未来国内经济增长情况及行业供需情况均存在较大不确定性，水泥价格仍存在大幅波动的可能，从而对水泥企业稳定盈利能力造成一定影响。

## （4）未来发展

水泥企业利用水泥旋窑燃烧生产水泥熟料的同时处置废物，可以减免停产天数，并获取政府补

贴。近年来，危废协同处理技术逐步成熟，未来将成为水泥企业重点发展方向之一。

考虑新产能投放以及部分海外产能进口等因素，2019年全国水泥平均价格将有小幅下滑，但总体有望保持相对较高价格水平。水泥制造行业产能过剩将呈长期化趋势，兼并重组使行业集中度进一步提高，龙头企业竞争优势加强。水泥产能收缩已是大势所趋，在产能供给收缩的背景下，考虑到环保因素，各省出台了大量全面推行错峰生产的政策，差异化错峰生产范围将进一步扩大，预计对水泥市场供给端的收缩将进一步加大，有利于平衡水泥行业供需关系。近年的落后产能置换使产业结构趋于优化，行业发展质量呈上升态势。

## 2. 医药行业

### (1) 行业概况

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。2015~2017年，医药制造行业收入和利润规模持续增长。国家统计局发布的数据显示，2018年，中国医药行业收入增长依然稳定但利润增速有所放缓，全国规模以上医药制造业企业实现营业收入24,264.7亿元，同比增长12.4%；其中主营业务收入23,986.3亿元，同比增长12.6%；实现利润总额3,094.2亿元，同比增长9.5%。

2018年11月，经国家医保局同意，《4+7城市药品集中采购文件》正式发布，该文件确定了31个采购品种和约定采购量，国家组织药品集中采购试点，试点地区范围为北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安11个城市（以下简称“4+7城市”），通过带量采购可以起到以量换价的作用，降低采购药品的价格，将对市场格局带来较大影响。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段，在需求端的刺激下，2016年起行业开始企稳回升，2018年行业收入稳步增长；但从各子行业增速波动情况来看，行业开始表现出由总量增长向结构性增长转变，行业分化趋势愈加明显。

### (2) 行业关注

#### 行业集中度低，兼并重组步伐加快，需关注商誉减值风险

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低，市场较为分散。随着环保监管趋严、一致性评价等政策调控，行业内资源不断向优势企业集中。与此同时，企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商誉减值风险，一旦整合不达预期，较易发生计提商誉减值情形。2018年，多家医药行业上市公司发生商誉减值，对企业利润水平造成负面影响。

#### 研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿制药，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、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球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。中国制药行业企业机制尚未形成，研发投入不足，严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

#### 一致性评价进程加快，将加速企业间分化

自2016年一致性评价工作启动以来，国家陆续出台多项配套细则，保障一致性评价工作持续推进。在配套政策支持方面，通过一致性评价的品种，药品监管部门允许其在说明书和标签上予以标注，并将其纳入《中国上市药品目录集》；对同品种药品通过一致性评价的药品生产企业达到3家以上的，在药品集中采购等方面，原则上不再选用未通过一致性评价的品种。仿制药一致性评价未来



仍将成为医药制造企业工作的重点；同时，随着其他配套政策的逐步落实，企业间市场份额、盈利能力和整体竞争力的分化将愈加明显。

### （3）未来发展

未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求。同时，随着在生产端去产能和消费端调结构的各项医改政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，企业间分化将继续加大，具备规模优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升，行业将进入转型升级的新阶段。从中长期看，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。

## 四、管理分析

2018年，公司董事、监事、高级管理人员未发生重大变化，经营团队及核心技术团队保持稳定。各项管理制度连续、治理结构未发生变化，整体运作正常。

## 五、经营分析

### 1. 经营概况

2018年，公司主营业务结构未发生重大变化，仍以水泥和医药为双主业，以健康品、国际贸易、物流、电缆等业务为补充。2018年，公司实现营业收入33.62亿元，较上年增长18.95%，主要系随着供给侧改革的推进，水泥产品价格涨幅明显推动水泥业务收入增长，同时医药产品销量增长所致；公司营业成本较上年增长4.93%至19.55亿元；实现营业利润8.38亿元，较上年增长66.26%，主要系水泥价格上涨，公司水泥板块盈利能力增强，同时医药产品销量增长所致。

分板块看，公司收入仍主要来自于水泥板块和医药板块（包括医药工业和医药商业）。2018年，得益于水泥市场价格的大幅上涨，水泥板块实现收入16.00亿元，较上年增长25.67%，收入占比提升至48.49%；医药工业收入7.38亿元，较上年增长69.67%，主要系主要产品价格和销量增长所致；受医药行业实施“两票制”的影响，公司医药商业收入规模减少20.83%至5.99亿元；健康品板块实现收入1.78亿元，较上年增长7.70%；其他板块主要由通信电缆、国际贸易、保税仓储等业务构成，实现收入1.84亿元，较上年下降10.73%。

表1 公司主营业务及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 产品   | 2016年 |        |       | 2017年 |        |       | 2018年 |        |       | 2019年1-3月 |        |       |
|------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-----------|--------|-------|
|      | 收入    | 占比     | 毛利率   | 收入    | 占比     | 毛利率   | 收入    | 占比     | 毛利率   | 收入        | 占比     | 毛利率   |
| 水泥   | 9.56  | 40.52  | 30.90 | 12.73 | 45.53  | 37.68 | 16.00 | 48.49  | 45.49 | 3.26      | 47.03  | 43.26 |
| 医药工业 | 2.22  | 9.39   | 66.92 | 4.35  | 15.56  | 78.80 | 7.38  | 22.38  | 69.43 | 1.72      | 24.74  | 64.59 |
| 医药商业 | 8.48  | 35.92  | 5.88  | 7.57  | 27.07  | 6.28  | 5.99  | 18.16  | 8.36  | 1.47      | 21.19  | 8.98  |
| 健康品  | 1.56  | 6.60   | 31.96 | 1.65  | 5.90   | 31.97 | 1.78  | 5.38   | 30.01 | 0.22      | 3.10   | 24.40 |
| 其他   | 1.79  | 7.57   | 11.69 | 1.66  | 5.95   | 13.21 | 1.84  | 5.59   | 11.90 | 0.27      | 3.94   | 14.59 |
| 合计   | 23.60 | 100.00 | 23.91 | 27.97 | 100.00 | 33.78 | 32.99 | 100.00 | 41.39 | 6.94      | 100.00 | 39.56 |

资料来源：公司年报

从综合毛利率上看，2018年，公司综合毛利率41.39%，较2017年提高7.61个百分点。具体来看，水泥板块由于价格上涨、公司增强成本管控，毛利率较2017年提高7.81个百分点至45.49%；医药工业毛利率较2017年下降9.37个百分点至69.43%，主要系药品市场环境发生了较大变化，公

司及时调整了销售政策，加强了市场推广和品牌建设力度所致，毛利率仍维持高水平；医药商业板块、健康品板块和其他板块毛利率基本保持稳定，分别为 8.36%、30.01% 和 11.90%，较上年变化不大。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.17 亿元，同比增长 7.09%，主要系水泥价格较上年同期增长所致；实现净利润 1.25 亿元，较上年同期增长 8.40%。综合毛利率 39.56%，较上年同期变化不大。

总体看，受水泥价格上涨和主要医药产品销量增长影响，2018 年公司收入规模较上年有所增长，公司综合毛利率水平有所提升。

## 2. 主营业务

### (1) 水泥业务

2018 年，公司水泥业务范围及销售模式未发生重大变动。公司的水泥业务主要分布在湖北、云南、浙江、广西。大冶尖峰水泥有限公司（以下简称“大冶尖峰”）、云南尖峰水泥有限公司（以下简称“云南尖峰”）两家控股子公司各自拥有一条新型干法水泥生产线，开展水泥产品的生产和销售；另外公司还参股了浙江金华南方尖峰水泥有限公司、南方水泥有限公司、广西虎鹰水泥有限公司等水泥企业。2018 年，公司继续拓展水泥板块新项目，收购贵州黄平谷陇铭川水泥有限公司（以下简称“贵州铭川”）100% 股权，并将继续投资完成其日产 4,500 吨水泥熟料新型干法水泥生产线异地技改项目（带余热发电）的建设。

2018 年，公司水泥业务板块通过技术改造、组织优化和信息化管理等，有效控制水泥生产成本。大冶尖峰强化质量管理体系建设，完成了窑尾预热器技改、生料磨技改、窑尾脱硫技改等多个技术改进项目；云南尖峰紧抓重点工程和景洪市场，持续推进品牌建设，进一步增强企业影响力。

从原材料供给来看，公司生产水泥所需原燃材料和能源主要为石灰石、钢渣、水渣、石膏、砂岩、煤炭和电力等。由于公司已全面采用先进的新型干法生产工艺，拥有自备石灰石矿，以及建成的余热发电项目、脱硝系统等实现节能减排，市场竞争力得到提升。

从水泥产品成本构成来看，2018 年生产成本中，燃料和动力仍然是占比最大的项目，采购金额为 4.72 亿元，较上年增长 8.32%，主要系煤炭价格上涨所致。原材料成本为 2.44 亿元，较上年增长 20.02%，主要系水渣价格涨幅较大所致。

从采购来看，2018 年，受水泥产量较平稳影响，水渣、石膏、煤炭和电力的采购量均较上年变化不大；石灰石采购量较上年减少 11.10%，主要系公司消化上年库存所致。价格方面，受供给侧改革和环保限产的影响，水渣和煤炭的价格上涨明显，分别较上年上涨 35.45% 和 12.14% 至 164.40 元/吨和 661.15 元/吨，石灰石单价持续下降，石膏单价较上年变化不大。

表 2 公司水泥板块原材料、燃料和动力的采购情况（单位：万吨、万度、元/吨、元/度）

| 项目    | 2016 年 |           | 2017 年 |           | 2018 年 |           |        |
|-------|--------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
|       | 采购量    | 单价        | 采购量    | 单价        | 采购量    | 单价        |        |
| 原材料   | 石灰石    | 470.75    | 8.38   | 551.02    | 7.56   | 489.86    | 7.26   |
|       | 水渣     | 37.08     | 89.34  | 42.01     | 121.37 | 49.69     | 164.40 |
|       | 石膏     | 18.24     | 101.17 | 22.14     | 103.14 | 22.09     | 107.72 |
| 燃料和动力 | 煤炭     | 51.77     | 465.61 | 53.63     | 589.58 | 54.53     | 661.15 |
|       | 电      | 23,386.47 | 0.45   | 24,121.90 | 0.44   | 25,297.19 | 0.43   |

资料来源：公司提供

注：公司将自备矿山的开采、运输等业务委托给第三方，上表中石灰石的单价为公司支付给受托方的每吨石灰石的开采、运输等费用。

从产能情况来看，2018 年公司水泥产能较上年无明显变化，产能约为 450 万吨/年。2018 年 12 月 29 日，公司通过收购贵州铭川 100% 股权的议案，截至 2019 年 4 月底，贵州铭川已完成工商变更，公司水泥产能有所扩大。

从产销情况来看，2018 年，公司在湖北和云南各拥有一条水泥生产线，产量和销量与上年变化不大。从实际产量来看，2018 年，公司生产和销售水泥分别为 478.77 万吨和 479.58 万吨，较上年分别增长 1.75% 和 1.98%。公司生产和销售熟料 337.85 万吨和 4.14 万吨（未按熟料与水泥产品的相关配比关系进行折算），熟料主要用于公司水泥产品的配比，对外销售部分为配合自身产品生产的动态管理，因此销量波动较大且产销率较低。

分产品产量方面，2018 年，国家有关政策要求继续逐步淘汰 32.5 等级水泥，公司 PC32.5 水泥产量分别较上年下降 23.83% 至 42.03 万吨；其他水泥产品产销量变化不大。

表 3 公司水泥产品产量、销量及均价情况（单位：万吨、元/吨、%）

| 品种         | 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|------------|----|--------|--------|--------|
| PC32.5 水泥  | 产量 | 104.75 | 55.18  | 42.03  |
|            | 销量 | 105.09 | 55.03  | 42.95  |
|            | 均价 | 196.54 | 277.45 | 326.65 |
| PSA32.5 水泥 | 产量 | 33.25  | 49.36  | 48.35  |
|            | 销量 | 33.16  | 49.69  | 48.90  |
|            | 均价 | 178.52 | 228.90 | 314.17 |
| PO42.5 水泥  | 产量 | 299.25 | 364.75 | 386.52 |
|            | 销量 | 299.24 | 364.29 | 386.32 |
|            | 均价 | 210.15 | 271.57 | 332.80 |
| PO52.5 水泥  | 产量 | 3.08   | 1.26   | 1.57   |
|            | 销量 | 3.05   | 1.27   | 1.41   |
|            | 均价 | 309.08 | 444.40 | 458.66 |
| 熟料         | 产量 | 329.92 | 330.36 | 337.85 |
|            | 销量 | 29.47  | 4.76   | 4.14   |
|            | 均价 | 155.06 | 248.29 | 279.03 |

资料来源：公司提供

从均价看，受益于国家供给侧结构性改革不断推进，环保整治、错峰生产改善水泥行业供需关系，2018 年水泥市场价格上涨明显，公司各水泥产品均价均大幅提升。

总体看，2018 年，公司原材料水渣和煤炭的价格上涨明显。随着供给侧改革的推进，公司主要品种水泥产品价格均有所提升，水泥产销量保持平稳，水泥板块收入规模有所增长，但同时随着国家有关政策要求逐步淘汰 32.5 等级水泥，公司 PC32.5 水泥产量继续减少。

## （2）医药工业

公司医药工业包括医药工业和医药商业，主要通过浙江尖峰药业有限公司（以下简称“尖峰药业”）及其子公司来组织运营。尖峰药业在浙江金华有三个生产基地，所生产的药品剂型都通过 GMP 认证，从原料采购、设备管理、生产过程、质量控制、人员配置、包装运输等方面，严格执行国家相关规定。

在业务拓展方面，2018 年，尖峰药业控股了上海北卡医药技术有限公司（以下简称“上海北卡”），并通过上海北卡收购了安徽众望制药有限公司（以下简称“安徽众望”），推动尖峰药业在安徽东至建立化学原料药基地的总体布局。

从实际产销情况来看，2018 年，公司大部分产品产销量均有所增长。具体看，主打产品门冬氨酸氨氯地平片产量同比增长 9.40%，销量同比增长 10.59%，主要系公司加强市场推广力度所致；主打产品醋氯芬酸缓释片产销量有所增长；注射用盐酸头孢甲肟产量大幅增长，主要系 2018 年该产品

销量增加且预计 2019 年生产任务较重，公司加大了该产品的生产量，并增加库存所致。

表 4 公司医药工业板块主要产品产量及销量

| 产品            | 2016 年   |          | 2017 年   |          | 2018 年   |          |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
|               | 产量       | 销量       | 产量       | 销量       | 产量       | 销量       |
| 门冬氨酸氨氯地平片（万盒） | 1,406.18 | 1,268.38 | 1,378.02 | 1,396.20 | 1,507.54 | 1,544.12 |
| 注射用盐酸头孢甲肟（万克） | 306.42   | 381.50   | 455.42   | 435.35   | 511.65   | 470.36   |
| 盐酸帕罗西汀（万盒）    | 383.32   | 348.91   | 339.88   | 349.26   | 397.26   | 378.45   |
| 玻璃酸钠滴眼液（万支）   | 157.02   | 149.58   | 148.26   | 148.12   | 179.14   | 172.36   |
| 愈风宁心滴丸（万瓶）    | 126.90   | 123.75   | 129.30   | 116.73   | 53.30    | 69.97    |
| 醋氯芬酸缓释片（万盒）   | 210.40   | 201.30   | 231.84   | 215.28   | 210.06   | 232.77   |
| 注射用喷昔洛韦（万支）   | 46.61    | 40.48    | 38.81    | 44.23    | 46.37    | 49.35    |

资料来源：公司年报

注：门冬氨酸氨氯地平片有 7 粒/盒、14 粒/盒两个规格，上表的产销量统一按 7 粒/盒折算；盐酸帕罗西汀有 24 粒/盒和 12 粒/盒两个规格，上表的产销量统一按 12 粒/盒折算。

从原材料供给来看，公司的盐酸头孢甲肟、盐酸帕罗西汀、L-门冬氨酸氨氯地平、葛根浸膏干粉等原料药主要由公司自产，玻璃酸钠、醋氯酚酸、喷昔洛韦等原料药需要外购。公司的原料供应商相对比较稳定，公司以询价模式进行采购。公司外购原料的结算模式分成两种，采购金额的 30% 左右是先款后货；另外 70% 有一定的账期，一般是 1~2 月左右。

总体看，2018 年，公司主要产品产销量均有所增长，公司医药工业发展良好，完成收购安徽众望，积极调整产品结构布局。

### （3）医药商业

公司医药商业包括医药批发业务和零售业务，主要集中在浙江省内，销售收入主要来自金华市医药有限公司（以下简称“金华医药”）和金华市尖峰大药房连锁有限公司（以下简称“尖峰大药房”），面向的客户群主要包括区域内的医院、基层医疗机构和广大患者；上海北卡的医药中间体直接销售给国内外制药企业。

2018 年，随着国家深化医改的不断推进，公司适时调整销售思路。目前已布局了覆盖全国各大省区及直辖市的销售网络。公司采取“总经销、代理招商、终端直销、推广外包”等多种销售模式，在当前“两票制”全面落地和 4+7 国家集采等市场新变化的环境下，加大市场推广和学术推广的力度。细分市场客户，做大做强大客户，做精做细小客户。

从采购情况来看，公司在全国范围内对药品生产厂家进行对比确定合适的供应商，并通过定向询价方式进行采购，公司目前已与多家供应商建立了良好的合作关系。由于公司经销的品种众多，因此不存在采购集中的情况。

从销售情况来看，公司医药商业的销售收入主要来自批发业务，下游客户群主要分为医院、基层终端（社区医院、私人诊所和药店）等三类。2018 年，公司医药商业实现营业收入 5.99 亿元，较上年减少 20.87%，主要系随着国家医疗改革的推进，两票制、“4+7 城市药品带量采购”等政策的执行所致。2018 年，随着公司完善药房门店的标准化管理体系建设，医药商业毛利率为 8.36%，较上年略有增长。

总体看，2018 年，公司医药商业受两票制、“4+7 城市药品带量采购”的影响，医药商业收入规模减少，毛利率水平略有增长。

### （4）健康品

公司的健康品业务主要为天然植物提取物、中药饮片、膳食补充剂、保健食品等，仍由浙江尖

峰健康科技有限公司（以下简称“尖峰健康”）和天津市尖峰天然产物研究开发有限公司（以下简称“天津尖峰”）两家子公司组织运营。天然植物提取物主要为国内外的食品、保健品和化妆品行业的广大用户提供原料产品。中药饮片（中药材）除了尖峰药业的商业销售渠道外也积极寻求更多的对外合作机会，保健食品采用门店终端、招商代理和电商销售等模式。

2018年，公司健康品业务收入继续保持增长，实现收入1.78亿元，较上年增长7.70%；毛利率30.01%，较为稳定。

总体看，2018年，公司健康品业务收入继续保持增长，毛利率稳定。

### 3. 重要事项

#### （1）公司收购上海北卡并对其进行增资

2018年1月，尖峰药业和康立涛、李倩、郑亚玲、海南寰太生物医药产业创业投资基金合伙企业、上海北卡签订了《关于上海北卡医药技术有限公司之增资和股权转让协议》，尖峰药业拟投资11,132.79万元以收购股份和增资的方式对上海北卡进行投资。投资完成后，上海北卡注册资本由原来的1,100万元增加至1,755.55万元，2018年8月，公司控股子公司尖峰药业出资人民币500万元对上海北卡进行增资，上海北卡注册资本增至2,275.93万元，尖峰药业对上海北卡持股比例为61.48%。尖峰药业将以上海北卡及其子公司为平台建立原料药及中间体的研发、生产基地。

#### （2）公司投资建设年产20亿片固体制剂项目

2018年8月，公司董事会通过了《关于尖峰药业金西生产基地年产20亿片固体制剂项目的议案》，批准控股子公司尖峰药业投资50,146万元建设金西生产基地年产20亿片固体制剂项目。目前正在开展设计、设备选型、产品筛选等项目建设的前期工作。

#### （3）公司完成收购贵州铭川

2018年12月，公司董事会通过了《关于本公司对外投资的议案》，公司出资3,166.73万元收购贵州铭川的100%股权，贵州铭川将成为本公司的全资子公司；公司单独出资1亿元对贵州铭川进行增资，贵州铭川注册资本增加到1.50亿元。贵州铭川将继续投资约6.5亿元建设日产4,500吨水泥熟料新型干法水泥生产线异地技改项目（带余热发电）。截至2019年5月底，贵州铭川已完成工商注册变更，注册资本增至1.50亿元。

总体看，2018年，公司积极拓展水泥板块新项目，公司完善医药板块布局。上述对外投资事宜的顺利完成，有利于公司医药业务产业链进一步完善，将进一步提升公司的新药研发能力并提升水泥板块的竞争力。

### 4. 经营关注

#### （1）水泥业务风险

##### 水泥行业竞争激烈

2018年以来，国家去产能政策的实施对水泥行业有较为积极的影响，但水泥行业目前产能过剩严重且短期内改观效果有限，如去产能政策落实不到位，行业发展依然受制于产能严重过剩和集中度低。

##### 能源价格波动风险

煤炭、电力在水泥制造成本中占比较高。煤炭、电力价格波动将对公司盈利产生一定影响。2018年，煤炭价位维持高位，对公司成本控制造成一定压力。

## （2）医药行业风险

近年来，公司医药板块发展平稳，但目前国家医疗改革力度不断加大，医药企业之间的价格竞争将更加残酷，低价竞争愈演愈烈，加之新药研发存在大投入、高风险、长周期等特点，公司医药板块面临一定挑战。

## 5. 未来发展

水泥业务方面，公司将坚持走市场利基者的发展战略，坚持成本领先的经营策略，通过不断进行技术改造、优化工艺设计、提升管理水平，增强企业的影响力和竞争力。公司将继续研究我国水泥区域间不平衡的现状，寻求行业内兼并重组机会，积极探索新发展机遇。

医药业务方面，公司坚持医药工业和医药商业双轮驱动的发展模式，以成为细分市场的龙头企业为目标。公司将进一步整合现有人力、财力等资源，实现资源合理配置，以上海北卡及其子公司为平台建立原料药及中间体的研发、生产基地，进一步延伸并完善医药业务的产业链，加强尖峰药业原料药生产保障；整合尖峰药业及各子公司的研发资源，提高研发能力；积极探索国际化合作渠道，对外寻求战略合作，提升公司核心竞争力。

其他业务方面，公司健康品业务以保健品为主，协同带动中药饮片和植物提取，形成“一主带两翼”的发展格局；公司贸易物流业务，将抓住浙江省发展大交通、大物流的历史机遇，利用现有的物流平台，与上下游建立多种形式的战略合作，实现物流业务的跨越式发展。

总体看，公司未来发展目标明确，将进一步完善水泥和医药双主业的经营架构。

## 六、财务分析

公司 2018 年度财务报告经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留审计意见。2019 年一季度数据未经审计。公司财务报表编制遵循财政部颁布的最新企业会计准则。从合并范围看，2018 年，公司合并范围增加 2 家子公司，分别为上海北卡和安徽众望。2018 年公司相关会计政策连续，财务报表合并范围变化小，主营业务未发生重大变化，财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 49.01 亿元，负债合计 14.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 34.50 亿元，其中，归属于母公司的所有者权益 31.63 亿元。2018 年，公司实现营业收入 33.62 亿元，净利润（含少数股东损益）6.73 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 5.89 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额 6.53 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.67 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 51.13 亿元，负债合计 15.78 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 35.34 亿元，其中，归属于母公司的所有者权益 32.80 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.17 亿元，净利润（含少数股东损益）1.25 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 1.17 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额 0.88 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.10 亿元。

### 1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产合计 49.01 亿元，较年初增长 17.38%，其中流动资产 13.90 亿元（占 28.37%），非流动资产 35.11 亿元（占 71.63%），资产结构仍以非流动资产为主。

#### 流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 13.90 亿元，较年初大幅增长 49.43%，主要系应收票据和其

他流动资产增长所致；流动资产主要由货币资金（占 22.18%）、应收票据（占 14.86%）、应收账款（占 21.12%）、存货（占 19.72%）、其他流动资产（占 17.12%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 3.08 亿元，较年初大幅增长 30.66%，主要系公司营业收入增长，营运资金充裕所致。

截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款为 5.00 亿元，较年初大幅增长 38.55%，主要系应收票据增幅明显所致。

截至 2018 年底，公司应收票据为 2.07 亿元，较年初大幅增长 88.43%，主要系本期销售回款以承兑汇票方式结算增加所致；公司应收票据全部为银行承兑汇票。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值为 2.94 亿元，较年初大幅增长 16.79%，主要系营业收入规模扩大所致。公司共计计提坏账准备 0.18 亿元，计提比例为 5.77%，其中单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款 0.11 亿元，主要为浙江兰江电器有限公司无法偿还公司子公司浙江尖峰国际贸易有限公司 0.11 亿元货款，公司全额计提坏账准备；从账龄看，以 1 年以内的为主（账面余额 2.92 亿元），账龄较短；从集中度来看，应收账款前五名单位合计占比 14.94%，集中度较低。

截至 2018 年底，公司存货账面价值为 2.74 亿元，较年初增长 5.06%，变化不大；主要以原材料（占 29.19%）和库存商品（占 66.46%）为主；共计提跌价准备 0.10 亿元，集中在原材料及库存商品。

截至 2018 年底，公司其他流动资产为 2.38 亿元，较年初大幅增长 16.91 倍，主要系公司营运资金充裕，部分暂时闲置的资金用于购买结构性银行存款等短期理财产品所致。

#### 非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 35.11 亿元，较年初增长 8.19%，主要系无形资产和长期股权投资增长所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占 6.52%）、长期股权投资（占 42.22%）、固定资产（占 37.85%）、无形资产（占 5.90%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产为 2.29 亿元，较年初无变化，全部按成本计量。

截至 2018 年底，公司长期股权投资为 14.82 亿元，较年初增长 5.95%，变化不大；主要为公司对联营企业天士力集团的股权投资（占公司长期股权投资的 76.32%），截至 2019 年 3 月底公司持有天士力集团 20.76% 的股权。2018 年，受益于水泥价格大幅上涨，联营企业浙江金华南方尖峰水泥有限公司盈利增长，确认对其的投资收益 0.89 亿元，确认现金股利 0.25 亿元；公司确认对天士力集团的投资收益 0.61 亿元，确认现金股利 0.21 亿元。公司联营企业经营状况较好，公司长期股权投资质量较好。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 13.29 亿元，较年初增长 2.18%；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 47.57%）和专用设备（占 42.37%）构成；公司累计计提固定资产折旧 8.13 亿元，计提减值准备 0.18 亿元，固定资产成新率为 61.53%，固定资产成新率一般。

截至 2018 年底，公司无形资产账面价值为 2.07 亿元，较年初大幅增长 21.31%，主要系合并范围变化所致；主要由土地使用权构成。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 11.93 亿元，占资产总额的 24.33%，主要以用于公司发债质押担保的长期股权投资为主。

表 5 截至 2018 年底公司主要资产受限情况（单位：万元）

| 项目   | 期末账面价值 | 受限原因                     |
|------|--------|--------------------------|
| 货币资金 | 949.53 | 用于采矿权出让保证、矿山复垦保证和农民工工资保证 |

|                     |                   |            |
|---------------------|-------------------|------------|
| 长期股权投资 <sup>1</sup> | 113,147.63        | 用于公司发债质押担保 |
| 固定资产                | 3846.41           | 用于公司贷款抵押担保 |
| 无形资产                | 1309.57           | 用于公司贷款抵押担保 |
| <b>合计</b>           | <b>119,253.14</b> | <b>--</b>  |

资料来源：公司年报

截至 2019 年 3 月底，公司资产合计 51.13 亿元，较年初增长 4.31%；其中，流动资产和非流动资产占比分别为 28.48% 和 71.52%，资产结构较年初变化不大。

总体看，2018 年，公司资产规模持续增长，仍以非流动资产为主；固定资产成新率一般；公司长期股权投资质量较好，但长期股权投资质押比率较高。公司整体流动性一般，资产质量尚可。

## 2. 负债和所有者权益

### 负债

截至 2018 年底，公司负债规模合计 14.51 亿元，较年初增长 7.40%，其中流动负债 12.18 亿元（占 83.93%），非流动负债 2.33 亿元（占 16.07%），流动负债占比较年初提升 10.55 个百分点。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 12.18 亿元，较年初增长 22.84%；流动负债主要由短期借款（占 11.82%）、应付票据及应付账款（占 24.63%）、预收款项（占 10.30%）、应交税费（占 9.39%）、其他应付款（占 16.81%）、一年内到期的非流动负债（占 23.41%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款为 1.44 亿元，较年初大幅增长 61.80%，主要系根据业务需求，融资需求增加所致；短期借款由质押借款（占 6.25%）、保证借款（占 3.47%）和信用借款（占 90.28%）构成。

截至 2018 年底，公司应付账款为 3.00 亿元，较年初大幅增长 16.40%，主要系应付货款增加所致；仍以货款（占 86.38%）和工程及设备款（占 13.19%）为主。

截至 2018 年底，公司预收款项为 1.25 亿元，较年初大幅增长 43.26%，主要系子公司收到政府收回的原金松厂等土地的预付补偿款所致。

截至 2018 年底，公司应交税费为 1.14 亿元，较年初大幅增长 62.56%，主要系利润总额增加所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款为 2.05 亿元，较年初大幅增长 17.48%，主要系随着业务规模的扩大，应付业务推广费增加所致；主要由押金保证金和应付业务推广费构成。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 2.85 亿元，较年初增长 3.23%，较年初变化不大；主要为一年内到期的应付债券“13 尖峰 02”。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 2.33 亿元，较年初减少 35.18%，主要系应付债券减少所致；非流动负债主要由长期借款（占 42.88%）、长期应付职工薪酬（占 31.08%）、递延收益（占 26.05%）构成。

截至 2018 年底，公司新增长期借款 1.00 亿元，全部为信用借款。

截至 2018 年底，公司长期应付职工薪酬为 0.72 亿元，较年初大幅增长 92.04%，主要系公司计提了中长期激励基金所致；长期应付职工薪酬由辞退福利（占 9.82%）和中长期激励基金（占 90.18%）构成。

<sup>1</sup> 天士力控股集团有限公司为公司 2013 年度发行的债券提供全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保，其大股东天津帝士力投资控股集团有限公司为天士力控股集团有限公司在该担保责任范围内提供再担保。2013 年 3 月，本公司将所持有的天士力控股集团有限公司 20.76% 股权质押给天津帝士力投资控股集团有限公司，作为本公司向其在其担保责任范围内提供的反担保。



截至 2018 年底，公司递延收益为 0.61 亿元，较年初大幅减少 12.33%，主要系政府补助减少所致；主要为江南厂搬迁补助等与资产相关的政府补助或尚需递延确认的与收益相关的政府补助。

截至 2018 年底，公司全部债务 5.29 亿元，较年初减少 14.37%，主要系长期债务减少所致。其中，公司短期债务为 4.29 亿元（占 81.11%），较年初大幅增长 17.50%，主要系短期借款增加所致；公司长期债务为 1.00 亿元（占 18.89%），较年初大幅减少 60.43%，主要系应付债券减少所致。截至 2018 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分别为 29.61%、13.30% 和 2.82%，分别较上年底下降 2.75 个百分点、4.65 个百分点和 5.40 个百分点。公司整体债务结构为以短期债务为主，债务负担处于较低水平。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 15.78 亿元，较年初增长 8.74%，主要系短期借款增长所致。公司全部债务规模为 5.63 亿元，较年初变化不大，债务结构未发生变动，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 30.87%、13.75% 和 2.75%，较年初变化不大。

总体看，2018 年，公司负债略有增长，债务结构仍以短期债务为主，债务负担继续下降，各项债务指标整体仍处于较低水平。

### 所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 34.50 亿元，较年初大幅增长 22.15%，主要系利润留存所致。其中，归属于母公司的所有者权益为 31.63 亿元，占比为 91.67%，实收资本占 10.88%，资本公积金占 14.21%，盈余公积金占 6.89%，未分配利润占 64.12%；未分配利润占比高，权益稳定性较低。

2019 年 3 月底，归属于母公司的所有者权益中实收资本占 10.49%，资本公积金占 13.46%，其它综合收益占 3.99%，专项储备占 0.02%，盈余公积金占 6.64%，未分配利润占 65.40%，

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 35.34 亿元，较年初 2.45%，构成较年初变动不大。

总体看，2018 年，公司所有者权益规模有所增长，未分配利润占比较大，权益稳定性一般。

### 3. 盈利能力

2018 年，公司继续保持并完善水泥和医药双主营的互补型业务结构，受益于水泥价格大幅上涨以及医药产品销量增长，公司实现营业收入 33.62 亿元，较上年增长 18.95%；公司营业成本较上年增长 4.93% 至 19.55 亿元；实现营业利润和净利润 8.38 亿元和 6.73 亿元，分别较上年增长 66.26% 和 73.75%。

期间费用方面，2018 年，公司费用总额 7.42 亿元，较上年增长 37.89%，主要系销售费用增加所致。其中，销售费用 4.76 亿元，较上年增长 42.33%，主要系子公司尖峰药业加强市场推广力度，销售收入增长，公司销售费用中相应增加了市场推广费和学术推广费以及新增合并子公司所致；管理费用 1.66 亿元，较上年增长 30.16%，主要系公司本期计提的中长期激励增加以及新增合并子公司所致；研发费用 0.69 亿元，较上年增长 94.12%，主要系公司继续加大研发力度所致；财务费用较上年下降 25.10% 至 0.30 亿元。公司费用收入比为 22.05%，较上年提高 3.03 个百分点，公司费用控制能力有待加强。

从利润构成看，2018 年，公司投资收益 1.82 亿元，较上年增长 80.59%，主要系公司按权益法核算的投资收益（1.43 亿元）。公司投资收益占营业利润的比重为 21.77%，投资收益仍是公司利润的重要来源。2018 年公司营业外收入 0.16 亿元，公司营业外收入占利润总额的占比较小，对公司影响不大。

受利润规模增长的影响，2018 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 18.94%、19.28% 和 21.44%，分别较上年提高 6.40 个百分点、6.20 个百分点和 7.04 个百分点，盈利

能力有所提高。

2019年1~3月,公司实现营业收入7.17亿元,同比增长7.09%,主要系水泥价格较上年同期增长所致;实现净利润1.25亿元,较上年同期增长8.40%。

总体看,2018年,公司盈利水平有所增长,投资收益依然是公司重要的利润来源;费用控制能力有待加强;公司净利润规模增长,整体盈利能力较强。

#### 4. 现金流

从经营活动来看,2018年,公司经营活动现金流入32.91亿元,较上年增长19.72%,主要系营业收入增长所致;经营活动现金流出26.39亿元,较上年增长14.15%。综上影响,经营活动产生的现金流量净额为6.53亿元,较上年增长49.14%。公司现金收入比为95.67%,较上年提升1.37个百分点,收入实现质量尚可。

从投资活动看,2018年,公司滚动使用闲置自有资金投资保本型银行理财产品,共23笔,累计金额9.1亿元,共获得投资收益368.78万元,截至2019年2月底,上述理财产品均已赎回。2018年,公司投资活动现金流入8.24亿元,较上年大幅增长101.64%,主要系公司营运资金充裕,购买短期理财产品规模增长所致;投资活动现金流出11.40亿元,较上年增长130.86%,主要系购买的短期理财产品规模增加,同时公司加大对水泥业务的节能改造力度所致。综上影响,投资活动产生的现金流量净流出由上年的0.80亿元增长至3.17亿元,持续净流出状态。

从筹资活动看,2018年,公司筹资活动现金流入2.49亿元,较上年增长173.63%,主要系取得借款收到的现金增长所致;筹资活动现金流出5.18亿元,较上年增长31.60%;筹资活动产生的现金流量净额-2.69亿元,持续净流出状态。

2019年1~3月,公司经营活动产生的现金流量净额0.88亿元,投资活动产生的现金流量净额-1.28亿元,筹资活动产生的现金流量净额0.31亿元。

总体看,公司经营活动净现金净额规模有所增长,收入实现质量尚可;投资活动持续净流出状态,公司经营活动现金流能满足公司的投资需求;筹资活动产生的现金净流出规模较大。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,截至2018年底,公司流动比率由上年底的0.94倍提升至1.14倍,速动比率均由上年底的0.68倍提升至0.92倍,流动资产对流动负债的覆盖程度尚可。公司现金短期债务比由上年底的0.95倍提升至1.20倍;经营现金流动负债比率由上年的44.12%提升至53.56%。公司短期债务保障程度高。

从长期偿债能力指标看,2018年,公司EBITDA为9.93亿元,同比增长53.90%,主要系利润总额增长所致;公司2018年EBITDA主要由利润总额(占85.05%)、计入财务费用的利息支出(占3.05%)和折旧占(10.98%)构成;公司EBITDA利息倍数由上年的16.97倍提升至32.80倍,EBITDA全部债务比由上年的1.04倍提升至1.88倍,长期债务保障程度高。

截至2018年末,公司对外担保金额25,370万元,占公司净资产的比例为7.35%,为对天津帝士力投资控股集团有限公司(以下简称“帝士力控股”)的连带责任担保,该担保将于2020年5月到期。上述担保主要系公司于2013年6月和2014年11月分两期发行了总额为6亿元的公司债券,该公司债券由天士力集团提供担保,天士力集团的大股东帝士力控股向天士力集团在该担保责任范围内提供反担保,公司将所持有的天士力集团20.76%股权质押给帝士力控股,作为公司向帝士力控股在其担保责任范围内提供的反担保。2017年,公司发行的“13尖峰02”公司债券有4,630万元进行

了回售。2018年，“13尖峰01”到期，公司债余额减少为25,370万元，实际担保金额相应减少。综合担保金额和被担保方资质情况来看，公司或有负债风险不大。

截至2018年末，公司共获得银行授信额度15.98亿元，已使用额度2.76亿元，尚未使用13.22亿元，公司间接融资渠道畅通；公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

2013年6月和2013年7月公司子公司浙江尖峰国际贸易有限公司（原告）（以下简称“尖峰国贸”）与浙江兰江电器有限公司（被告）分别签订两份《代理进口协议》，约定由尖峰国贸为被告代理进口电解铜业务，被告合计应向尖峰国贸支付2,589.63万元，截至2013年9月末，被告累计向尖峰国贸支付了1,460万元，尚欠货款1,129.63万元。2013年10月，尖峰国贸向金华市金东区人民法院提起诉讼，要求被告偿还货款及利息合计1,141.83万元。经金华市金东区人民法院审查，被执行人无财产可被执行；2015年10月，尖峰国贸向金华市金东区人民法院申请追加利害关系人兰瑞科技有限公司股东林财威为被执行人。2016年1月，金东区法院裁定不准予追加林财威为被执行人；尖峰国贸不服裁定，向金华市中级人民法院申请复议；2016年3月，金华市中级人民法院作出裁定，撤销了金东区法院的裁定，并要求其重新审查。2016年11月，金华市金东区人民法院裁定准予追加林财威为被执行人。林财威不服裁定，于2017年1月向金华市中级人民法院申请复议。2017年4月12日，浙江省金华市中级人民法院以（2017）浙07执复17号作出裁定，撤销了金华市金东区人民法院（2016）浙0703执异14号裁定，发回重新审查。2017年8月24日，金华市金东区人民法院以（2017）浙0703执异14号再次作出裁定：准予追加林财威为被执行人。林财威不服该裁定，于2017年9月12日向金华市金东区人民法院提出执行异议起诉书。金华市金东区人民法院立案并通知尖峰国贸应诉。2017年12月19日，因兰溪市人民法院（2017）浙0781行初5号案件影响本案审理，因该案件与尖峰国贸有利害关系，尖峰国贸于2018年1月3日向兰溪市人民法院申请要求追加尖峰国贸为该案的诉讼第三人。2018年11月1日，金华市金东区人民法院依法开庭审理，2019年1月4日作出判决（2017）浙0703民初4248号，驳回林财威的诉讼请求。尖峰国贸已将上述款项全额计提减值准备。总体看，该诉讼不会对公司未来经营产生不利影响。

根据人民银行企信用报告（机构信用代码：G10330702000041009），截至2019年5月15日，公司无未结清不良信贷信息，过往履约债务情况较好。

总体看，公司偿债能力指标表现良好，融资渠道畅通，公司已对未决诉讼全额计提减值准备，风险计提充分。考虑到公司在经营上的优势以及行业发展前景，公司偿债能力仍属很强。

## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2019年3月末，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达3.99亿元，约为“13尖峰02”债券存续本金（2.54亿元）的1.57倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达35.34亿元，约为债券存续本金（2.54亿元）的13.92倍，公司较大规模的净资产能够对“13尖峰02”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为9.93亿元，约为债券存续本金（2.54亿元）的3.91倍，公司EBITDA对“13尖峰02”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入32.91亿元，约为“13尖峰02”债券存续本金（2.54亿元）的12.97倍；公司经营活动产生的现金流量净额为6.53亿元，约为“13尖峰02”债券存续本金（2.54亿元）的2.57倍，公司经营活动现金流入及净流入规模对“13尖峰02”债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司水泥板块经营向好，同时，医药板块收入规模稳定增长，为公司整体经营发展分散了风险，公司对“13尖峰02”债券的偿还能力很强。

## 八、债券保护条款分析

“13尖峰02”由天士力集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

### 1. 担保方概况

天士力集团原名天津天士力集团有限公司，由天津市天使力药物研究开发有限公司、尖峰集团、天津市中央药业有限公司（以下简称“中央药业”）于2000年3月共同出资成立，初始注册资本1.86亿元。2013年6月，天士力集团名称变更为现名。后经多次增资扩股、股权转让，截至2018年底，天士力集团注册资本3.44亿元，其中帝士力投资持股67.09%，为天士力集团控股股东。天士力集团实际控制人为一致行动人<sup>2</sup>闫希军、吴迺峰、闫凯境和李昀慧。

2018年，天士力集团经营范围及组织结构未发生重大变化。截至2019年3月底，天士力集团在职员工22,081人。

天士力集团注册地址：天津北辰科技园区；法定代表人：闫希军。

### 2. 经营情况

2018年，天士力集团仍以中成药、化学药、生物制品、保健品的生产、销售为主营业务，其中医药行业板块运营主体为下属控股子公司天士力医药集团股份有限公司（以下简称“天士力股份”）。2018年，天士力集团实现营业收入197.97亿元，较上年增长10.87%；实现营业利润17.02亿元，较上年下降0.89%；实现净利润11.78亿元，较上年增长2.08%；归属于母公司所有者的净利润2.92亿元，较上年增长20.57%。

2018年，天士力集团主营业务收入占营业总收入比重为98.378%，天士力集团主营业务仍非常突出。从各板块收入来看，2018年，天士力集团医药行业板块实现收入186.21亿元，较上年增长11.99%，主要系天士力集团现代中药板块、化学药板块以及生物药板块保持稳定增长所致；天士力集团其他业务板块收入主要为中药材贸易收入和保健品、医疗产业、健康饮品、速溶茶珍等大健康产品系列的销售收入，2018年实现收入8.54亿元，较上年大幅下降16.93%，主要系保健品及日化用品的直销业务收入下降所致。

表6 天士力集团主营业务收入和毛利率构成(单位：亿元、%)

| 业务   | 2016年  |        |       | 2017年  |        |       | 2018年  |        |       | 2019年1-3月 |        |       |
|------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|-----------|--------|-------|
|      | 收入     | 占比     | 毛利率   | 收入     | 占比     | 毛利率   | 收入     | 占比     | 毛利率   | 收入        | 占比     | 毛利率   |
| 医药行业 | 143.18 | 90.95  | 35.87 | 166.27 | 94.17  | 35.80 | 186.21 | 95.61  | 35.16 | 46.92     | 98.68  | 32.76 |
| 其他业务 | 14.25  | 9.05   | 54.09 | 10.28  | 5.83   | 32.69 | 8.54   | 4.39   | 46.02 | 0.63      | 0.63   | 40.45 |
| 合计   | 157.43 | 100.00 | 37.52 | 176.56 | 100.00 | 35.62 | 194.75 | 100.00 | 35.64 | 47.54     | 100.00 | 32.87 |

资料来源：天士力集团审计报告

从毛利率水平看，2018年，天士力集团主营业务毛利率为35.64%，较上年变化不大。其中，医药行业毛利率为35.16%，较上年下降0.64个百分点；其他业务毛利率为46.02%，较上年提升13.33

<sup>2</sup> 闫凯境先生、吴迺峰女士、李昀慧女士分别为闫希军先生的儿子、配偶、儿媳，闫凯境先生与李昀慧女士为夫妻关系。

个百分点，主要系天士力集团加强保健品板块成本控制所致，天士力集团其他业务收入规模小，对天士力集团整体利润规模的支持作用不强。

总体看，2018年，天士力集团主营业务突出，受益于医药行业板块收入增长，天士力集团主营业务收入有所增长；天士力集团主营业务毛利率保持稳定。

### 3. 财务分析

天士力集团2018年财务报表经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2019年一季报未经审计。从合并范围变化来看，2018年，天士力集团合并范围子公司增加1家，减少1家。天士力集团合并范围的变动对资产和利润规模等影响较小，主营业务未发生变化，相关会计政策连续，因此财务数据可比性仍较强。

截至2018年底，天士力集团合并资产总额409.46亿元，负债合计283.62亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计125.84亿元，其中，归属于母公司的所有者权益54.50亿元。2018年，天士力集团实现营业收入196.03亿元，净利润（含少数股东损益）11.78亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润2.92亿元；天士力集团经营活动产生的现金流量净额6.02亿元，现金及现金等价物净增加额12.57亿元。

截至2019年3月底，天士力集团合并资产总额408.00亿元，负债合计280.84亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计127.17亿元，其中，归属于母公司的所有者权益54.49亿元。2019年1~3月，天士力集团实现营业收入47.96亿元，净利润（含少数股东损益）2.41亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润0.37亿元；天士力集团经营活动产生的现金流量净额3.10亿元，现金及现金等价物净增加额-4.17亿元。

#### 资产质量

截至2018年底，天士力集团资产合计409.46亿元，较年初增长7.26%，其中流动资产247.92亿元（占60.55%），非流动资产161.54亿元（占39.45%），天士力集团资产仍以流动资产为主，资产结构基本不变。

截至2018年底，天士力集团流动资产合计247.92亿元，较年初大幅增长10.68%，主要系货币资金增长所致。流动资产主要由货币资金（占18.61%）、应收票据（占12.15%）、应收账款（占35.79%）、其他应收款（占11.38%）和存货（占16.10%）构成。

截至2018年底，天士力集团货币资金为46.13亿元，较年初大幅增长66.93%，主要系子公司天士力医药营销集团股份有限公司于2018年末成功发行15亿元ABS所致。天士力集团应收票据为30.13亿元，较年初减少9.42%，主要系采取票据结算的比例减少所致。天士力集团应收账款账面价值为88.72亿元，较年初大幅增长21.96%，主要系医药商业规模扩大，回款期相对较长所致。天士力集团其他应收款主要为关联方拆借款和业务往来款。截至2018年底，其他应收款为28.22亿元，较年初大幅减少23.49%，主要系为对关联方国台酒业集团有限公司的借款正在按计划收回所致；天士力集团其他应收款中关联方账款为24.00亿元。天士力集团存货账面价值为39.92亿元，较年初大幅增长18.06%，主要系随着生产销售规模扩大，原材料储备增加，同时产品增加所致。

截至2018年底，天士力集团非流动资产合计161.54亿元，较年初增长2.41%；非流动资产主要由可供出售金融资产（占15.36%）、长期应收款（占10.77%）、长期股权投资（占20.14%）、固定资产（占31.5%）、开发支出（占7.09%）构成。

截至2018年底，天士力集团可供出售金融资产为24.81亿元，较年初大幅增长16.27%，主要系在医药、医疗板块项目增加投资所致。天士力集团长期应收款为17.39亿元，较年初减少9.11%，主

要系天士力集团融资租赁业务规模下降所致。天士力集团长期股权投资为 32.53 亿元，较年初大幅减少 14.56%，主要系是对合营联营企业投资损益调整所致。固定资产账面价值为 50.89 亿元，较年初增长 1.72%，变化不大。天士力集团固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，符合公司制造业行业特性；累计计提折旧 26.52 亿元，固定资产成新率 65.75%，成新率一般。开发支出为 11.45 亿元，较年初大幅增长 111.13%，主要系 Transgene SA 无形资产入股天士力集团控股子公司、技术引进和开发支出增加所致。

截至 2019 年 3 月底，天士力集团资产合计 408.00 亿元，较年初减少 0.36%，变化不大。天士力集团资产结构仍以流动资产为主。

截至 2019 年 3 月底，天士力集团受限资产合计 52.71 亿元，占总资产比例为 12.92%，受限比例尚可。

总体看，2018 年，天士力集团资产规模有所增长，资产结构仍以流动资产为主；天士力集团货币资金较充裕，资产构成中应收账款和长期股权投资占比较大，资产受限规模尚可，整体资产质量尚可。

### 负债及所有者权益

截至 2018 年底，天士力集团负债规模合计 283.62 亿元，较年初增长 5.92%，其中流动负债 164.26 亿元（占 57.92%），非流动负债 119.36 亿元（占 42.08%），负债结构以流动负债为主。

截至 2018 年底，天士力集团流动负债合计 164.26 亿元，较年初大幅减少 14.53%，主要系短期借款和其他流动负债减少所致；流动负债主要由短期借款（占 42.87%）、应付票据（占 5.13%）、应付账款（占 14.34%）、应付票据（占 5.13%）、应付账款（占 14.34%）、其他应付款（占 10.2%）、一年内到期的非流动负债（占 14.33%）、其他流动负债（占 9.12%）构成。

截至 2018 年底，天士力集团短期借款为 70.42 亿元，较年初大幅减少 18.56%，主要系调整债务结构所致。天士力集团应付账款为 23.55 亿元，较年初减少 0.28%，变化不大。天士力集团其他应付款为 16.75 亿元，较年初减少 7.60%，主要系员工持股计划兑付所致。天士力集团一年内到期的非流动负债为 23.54 亿元，较年初大幅增长 82.20%，主要系长期负债科目重分类所致。天士力集团其他流动负债为 14.98 亿元，较年初大幅减少 57.38%，主要系超短期融资券已按期兑付所致。

截至 2018 年底，天士力集团非流动负债合计 119.36 亿元，较年初大幅增长 57.89%，主要系长期借款和长期债券增加所致；非流动负债主要由长期借款（占 31.35%）、应付债券（占 51.26%）构成。

截至 2018 年底，天士力集团长期借款为 37.41 亿元，较年初大幅增长 42.71%，主要系天士力集团长短期债务结构调整及新增固定资产长期借款所致。

截至 2018 年底，天士力集团应付债券为 61.18 亿元，较年初大幅增长 136.89%，主要系 2018 年年初发行中期票据、定向工具以及天津天士力医药营销集团股份有限公司发行资产支持票据及资产支持证券所致。从还款期限看，2021 年存在一定的集中兑付压力。

表 7 截至 2018 年底天士力集团应付债券明细（单位：亿元）

| 债券简称          | 面值    | 发行日期       | 期限  | 期末金额 |
|---------------|-------|------------|-----|------|
| 17 天士力 PPN001 | 5.00  | 2017.9.7   | 3 年 | 4.99 |
| 18 天士力 MTN001 | 5.00  | 2018.1.10  | 3 年 | 4.97 |
| 18 天士力 MTN002 | 10.00 | 2018.3.7   | 3 年 | 9.93 |
| 18 天士力 MTN003 | 5.00  | 2018.4.18  | 3 年 | 4.97 |
| 18 天士力 PPN001 | 2.50  | 2018.11.29 | 3 年 | 2.48 |

|                     |              |            |     |              |
|---------------------|--------------|------------|-----|--------------|
| 18 天士力医 MTN001      | 10.00        | 2018.5.02  | 3 年 | 9.93         |
| 18 天士力医 MTN002      | 2.00         | 2018.12.11 | 2 年 | 1.99         |
| 2018 年第一期应收账款资产支持票据 | 9.28         | 2018.1.17  | 3 年 | 9.23         |
| 2018 年第一期应收账款资产支持证券 | 12.80        | 2018.12.21 | 3 年 | 12.69        |
| <b>合计</b>           | <b>61.58</b> | --         | --  | <b>61.18</b> |

资料来源：天士力集团审计报告

截至 2018 年底，天士力集团全部债务合计 232.33 亿元，较年初增长 9.58%，其中短期债务占比较上年下降 16.33 个百分点至 50.71%，长期债务占 49.29%，债务结构有所改善。天士力集团资产负债率、全部债务资本化比率分别为 69.27% 和 64.87%，较上年底变化不大，长期债务资本化比率较上年底提升 9.63 个百分点至 47.64%。

总体看，2018 年，天士力集团负债和债务规模略有增长，仍以流动负债为主；长期债务规模明显增长，债务结构有所优化；债务负担仍较重。

截至 2018 年底，天士力集团所有者权益合计 125.84 亿元，较年初增长 10.41%，主要系少数股东权益增加所致。从权益结构来看，归属于母公司所有者权益占所有者权益的 43.31%，较年初下降 3.63 个百分点；以股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润为主，占比分别为 6.30%、41.75%、10.86% 和 38.84%。从所有者权益结构稳定性来看，资本公积和未分配利润规模较大，但资本公积主要来自于资本溢价，天士力集团所有者权益结构稳定性有待提高。

总体看，2018 年，天士力集团权益结构中少数股东权益所占比重进一步提高，归属于母公司所有者权益以资本公积和未分配利润为主，权益结构稳定性有待加强。

### 盈利能力

2018 年，天士力集团进一步拓宽营销网络，实现营业总收入 197.97 亿元，较上年增长 10.87%；实现营业利润 17.02 亿元，较上年下降 0.89%；实现净利润 11.78 亿元，较上年增长 2.08%；归属于母公司所有者的净利润 2.92 亿元，较上年增长 20.57%。

从期间费用看，2018 年，天士力集团费用总额 61.19 亿元，较上年增长 12.43%，主要系财务费用和销售费用增长所致。其中，销售费用 30.89 亿元，较上年增长 5.93%，占比 50.48%；财务费用 10.56 亿元，较上年增长 34.83%，占比 17.26%，主要系融资规模扩大所致。2018 年，天士力集团费用收入比为 30.91%，较上年提升 0.43 个百分点，期间费用对利润侵蚀较重。

2018 年，天士力集团投资收益为 10.70 亿元，较上年增长 8.66%，占营业利润比重为 62.85%，营业利润对投资收益的依赖较高。

从盈利指标来看，2018 年，天士力集团盈利能力较上年变化不大。2018 年，天士力集团营业利润率为 35.32%，较上年提高 0.46 个百分点；天士力集团总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率较 2017 年均有一定程度的下降，分别从 2017 年的 6.97%、7.36% 和 10.38% 下降至 6.91%、7.24% 和 9.82%。

总体看，2018 年，天士力集团收入规模保持平稳增长，期间费用对利润侵蚀较重；营业利润保持平稳，盈利能力较上年变化不大。

### 现金流

经营活动方面，2018 年，天士力集团经营活动产生的现金流量净额由 2017 年净流出 35.88 亿元转为净流入 6.02 亿元，主要系票据到期托收及票据贴现高于去年同期所致。2018 年，天士力集团现金收入比 109.37%，较上年提高 11.11 个百分点，收入实现质量有所提高。

投资活动方面，2018 年，天士力集团投资活动产生的现金流量金额由上年的净流出 12.51 亿元

转为净流入 10.88 亿元，主要系上年天士力集团投资支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金规模较大所致。

筹资活动方面，为满足自身资金的需求，天士力集团继续保持较大规模的对外融资，2018 年，天士力集团筹资活动现金流入 230.20 亿元，较上年增长 34.50%；筹资活动现金流出 234.45 亿元，较上年增长 97.98%，系偿还债务支付现金规模较大所致；筹资活动产生的现金流量净额由上年的净流入 52.73 亿元转为净流出 4.25 亿元。

总体看，2018 年，天士力集团经营活动现金流由负转正，收入实现质量有所提高；投资活动和筹资活动产生的现金流量净额较上年波动增长；外部融资需求较大。

### 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，天士力集团流动比率和速动比率分别由年初的 1.17 倍和 0.99 倍上升至 1.51 倍和 1.27 倍，流动资产对流动负债的保护程度有所提高；天士力集团现金短期债务比由上年的 0.43 倍提升至 0.65 倍，现金类资产对短期债务的保障能力增强。整体看，天士力集团短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2018 年，天士力集团 EBITDA 为 34.04 亿元，较上年增长 12.05%，主要系计入财务费用的利息增加所致；天士力集团 EBITDA 由折旧（占 12.58%）、计入财务费用的利息支出（占 34.85%）和利润总额（占 49.25%）构成；EBITDA 利息倍数由上年的 3.64 倍下降至 2.87 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.14 倍上升至 0.15 倍。整体看，天士力集团长期偿债能力仍尚可。

截至 2019 年 3 月底，天士力集团获得银行授信总额合计 228.70 亿元，其中未使用额度 97.95 亿元，天士力集团间接融资渠道畅通。

截至 2018 年底，天士力集团对外担保合计 18.25 亿元，占净资产的 14.35%，所占比重一般。天士力集团对外担保对象主要为自身关联企业，担保对象整体经营状况正常，天士力集团对外担保整体风险不大。但被担保方经营状况出现重大不利变化时，仍可能会对天士力集团的经营业绩产生一定影响。

截至 2018 年底，天士力集团无重大未决诉讼，天士力集团或有负债风险较小。

根据天士力集团提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至 2019 年 6 月 11 日，天士力集团已结清信贷中有 1 笔欠息和 4 笔关注类贷款；未结清业务中无不良和关注类信贷信息记录。

总体看，2018 年，天士力集团长短期偿债能力指标表现一般，间接融资渠道畅通，或有负债风险较小，同时，考虑到天士力集团以医药为主业，盈利能力强，近年来经营稳定增长，未来发展前景较好，持续经营能力较强，天士力集团偿债能力仍属很强。

### 4. 担保效果分析

以 2018 年底财务数据测算，“13 尖峰 02”债券余额为 25,370 万元，占担保方天士力集团资产总额的 0.62%、所有者权益总额的 2.02%，整体占比很低。2018 年经营活动现金净流量是“13 尖峰 02”待偿本金的 2.37 倍，对“13 尖峰 02”的覆盖倍数较高。天士力集团对公司债券的保护程度较好。

综合来看，天士力集团资产规模有所增长，整体资产质量较好，净资产规模较大，担保实力较强，该担保对“13 尖峰 02”信用状况仍具有积极影响。

## 九、综合评价

跟踪期内，公司受益于水泥行业供给侧结构性改革的持续推进，2018 年，公司水泥制品价格上



涨带动公司该板块营业收入大幅增长，同时，公司医药板块发展保持良好态势，销售收入稳定增长。公司经营活动产生的现金持续净流入，对投资支出和债务偿付提供有力支持，公司整体负债持续下降且处于较低水平。同时，联合评级也关注到水泥行业产能仍然过剩、竞争激烈，限制产量带来的景气度持续性不佳对公司信用水平可能造成的不利影响。

跟踪期内，公司完成收购上海北卡和贵州铭川，将投资建设20亿片固体制剂项目，公司积极拓展水泥板块并完善医药板块布局，整体竞争实力增强。

本次债券由天士力集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。2018年，天士力集团收入规模有所增长，且维持着较大的经营规模和资产规模，天士力集团的担保对本次债券信用水平仍具有显著的积极影响。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”，同时维持“13尖峰02”“AA+”的信用等级。

## 附件 1 浙江尖峰集团股份有限公司 主要财务指标

| 项目                | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|-------------------|--------|--------|--------|------------|
| 资产总额 (亿元)         | 39.95  | 41.76  | 49.01  | 51.13      |
| 所有者权益 (亿元)        | 25.52  | 28.24  | 34.50  | 35.34      |
| 短期债务 (亿元)         | 2.09   | 3.65   | 4.29   | 4.63       |
| 长期债务 (亿元)         | 5.74   | 2.53   | 1.00   | 1.00       |
| 全部债务 (亿元)         | 7.83   | 6.18   | 5.29   | 5.63       |
| 营业收入 (亿元)         | 23.79  | 28.27  | 33.62  | 7.17       |
| 净利润 (亿元)          | 3.09   | 3.87   | 6.73   | 1.25       |
| EBITDA (亿元)       | 5.15   | 6.45   | 9.93   | --         |
| 经营性净现金流 (亿元)      | 3.98   | 4.38   | 6.53   | 0.88       |
| 应收账款周转次数 (次)      | 9.80   | 11.07  | 11.61  | --         |
| 存货周转次数 (次)        | 7.00   | 6.93   | 7.08   | --         |
| 总资产周转次数 (次)       | 0.62   | 0.69   | 0.74   | --         |
| 现金收入比率 (%)        | 96.83  | 94.30  | 95.67  | 114.86     |
| 总资本收益率 (%)        | 10.72  | 12.55  | 18.94  | 3.15       |
| 总资产报酬率 (%)        | 10.66  | 13.08  | 19.28  | 3.07       |
| 净资产收益率 (%)        | 12.67  | 14.40  | 21.44  | 3.59       |
| 营业利润率 (%)         | 23.64  | 33.21  | 40.92  | 39.47      |
| 费用收入比 (%)         | 13.92  | 19.03  | 22.05  | 21.85      |
| 资产负债率 (%)         | 36.11  | 32.36  | 29.61  | 30.87      |
| 全部债务资本化比率 (%)     | 23.48  | 17.95  | 13.30  | 13.75      |
| 长期债务资本化比率 (%)     | 18.36  | 8.21   | 2.82   | 2.75       |
| EBITDA 利息倍数 (倍)   | 15.52  | 16.97  | 32.80  | --         |
| EBITDA 全部债务比 (倍)  | 0.66   | 1.04   | 1.88   | --         |
| 流动比率 (倍)          | 1.01   | 0.94   | 1.14   | 1.08       |
| 速动比率 (倍)          | 0.66   | 0.68   | 0.92   | 0.87       |
| 现金短期债务比 (倍)       | 1.08   | 0.95   | 1.20   | 0.86       |
| 经营现金流动负债比率 (%)    | 51.62  | 44.12  | 53.56  | 6.51       |
| EBITDA/待偿本金合计 (倍) | 2.03   | 2.54   | 3.91   | --         |

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；3、2019年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

## 附件 2 天士力控股集团有限公司 主要财务指标

| 项目               | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|------------------|--------|--------|--------|------------|
| 资产总额 (亿元)        | 307.32 | 381.75 | 409.46 | 408.00     |
| 所有者权益 (亿元)       | 108.28 | 113.98 | 125.84 | 127.17     |
| 短期债务 (亿元)        | 97.36  | 142.13 | 117.82 | 117.44     |
| 长期债务 (亿元)        | 39.92  | 69.88  | 114.51 | 110.62     |
| 全部债务 (亿元)        | 137.27 | 212.02 | 232.33 | 228.06     |
| 营业总收入 (亿元)       | 158.05 | 178.57 | 197.97 | 48.22      |
| 净利润 (亿元)         | 13.14  | 11.54  | 11.78  | 2.41       |
| EBITDA (亿元)      | 29.25  | 30.38  | 34.04  | --         |
| 经营性净现金流 (亿元)     | 1.70   | -35.88 | 6.02   | 3.10       |
| 应收账款周转次数 (次)     | 2.97   | 2.73   | 2.38   | --         |
| 存货周转次数 (次)       | 3.49   | 3.50   | 3.41   | --         |
| 总资产周转次数 (次)      | 0.56   | 0.52   | 0.50   | --         |
| 现金收入比率 (%)       | 109.31 | 98.27  | 109.37 | 105.75     |
| 总资本收益率 (%)       | 8.72   | 6.97   | 6.91   | 0.67       |
| 总资产报酬率 (%)       | 8.78   | 7.36   | 7.24   | 0.85       |
| 净资产收益率 (%)       | 13.29  | 10.38  | 9.82   | 1.90       |
| 营业利润率 (%)        | 36.17  | 34.86  | 35.32  | 32.65      |
| 费用收入比 (%)        | 31.82  | 30.48  | 30.91  | 27.67      |
| 资产负债率 (%)        | 64.77  | 70.14  | 69.27  | 68.83      |
| 全部债务资本化比率 (%)    | 55.90  | 65.04  | 64.87  | 64.20      |
| 长期债务资本化比率 (%)    | 26.93  | 38.01  | 47.64  | 46.52      |
| EBITDA 利息倍数 (倍)  | 4.27   | 3.61   | 2.87   | --         |
| EBITDA 全部债务比 (倍) | 0.21   | 0.14   | 0.15   | --         |
| 流动比率 (倍)         | 1.31   | 1.17   | 1.51   | 1.50       |
| 速动比率 (倍)         | 1.08   | 0.99   | 1.27   | 1.26       |
| 现金短期债务比 (倍)      | 0.47   | 0.43   | 0.65   | 0.35       |
| 经营现金流动负债比率 (%)   | 1.24   | -18.67 | 3.66   | 1.88       |

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、其他流动负债计入短期债务，长期应付款计入长期债务；3、2019 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

| 指标名称              | 计算公式   |
|-------------------|--|
| <b>增长指标</b>       |  |
| 年均增长率             | (1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100% |
| <b>经营效率指标</b>     |  |
| 应收账款周转次数          | 营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]  |
| 存货周转次数            | 营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]  |
| 总资产周转次数           | 营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]  |
| 现金收入比率            | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%   |
| <b>盈利指标</b>       |  |
| 总资本收益率            | (净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%                               |
| 总资产报酬率            | (利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%  |
| 净资产收益率            | 净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%  |
| 主营业务毛利率           | (主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%  |
| 营业利润率             | (营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%  |
| 费用收入比             | (管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%   |
| <b>财务构成指标</b>     |  |
| 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%  |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |  |
| EBITDA 利息倍数       | EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)   |
| EBITDA 全部债务比      | EBITDA/全部债务  |
| 经营现金债务保护倍数        | 经营活动现金流量净额/全部债务  |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 | 筹资活动前现金流量净额/全部债务   |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |  |
| 流动比率              | 流动资产合计/流动负债合计  |
| 速动比率              | (流动资产合计-存货)/流动负债合计   |
| 现金短期债务比           | 现金类资产/短期债务   |
| 经营现金流动负债比率        | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%   |
| 经营现金利息偿还能力        | 经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)   |
| 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 | 筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)  |
| <b>本次债券偿债能力</b>   |  |
| EBITDA 偿债倍数       | EBITDA/本次债券到期偿还额   |
| 经营活动现金流入量偿债倍数     | 经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额   |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数    | 经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额   |

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据  
 长期债务=长期借款+应付债券  
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债  
 全部债务=长期债务+短期债务  
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销  
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。