

信用等级公告

联合[2013]016 号

天士力制药集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对天士力制药集团股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2013 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

天士力制药集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA+

天士力制药集团股份有限公司拟发行的 2013 年第一期 4 亿元公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一三年三月十二日

地址：天津市和平区曲阜道 80 号（300042）

电话：022-58356998

传真：022-58356989

[http:// www.lianhecreditrating.com](http://www.lianhecreditrating.com)

天士力制药集团股份有限公司

2013年第一期4亿元公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级: AA+

公司主体信用等级: AA+

评级展望: 稳定

总发行规模: 8亿元

本期规模: 4亿元

债券期限: 5年

还本付息方式: 按年付息、到期一次还本

评级时间: 2013年3月12日

主要财务数据

项 目	2009年	2010年	2011年	12年9月
资产总额(亿元)	40.25	54.53	66.34	70.89
所有者权益(亿元)	21.71	34.25	37.76	40.43
长期债务(亿元)	2.25	2.25	0.63	4.87
全部债务(亿元)	15.13	15.81	20.86	20.06
营业收入(亿元)	39.93	46.52	65.70	64.64
净利润(亿元)	3.24	4.59	6.40	6.32
EBITDA(亿元)	5.52	7.34	9.87	--
经营性净现金流(亿元)	4.00	3.95	1.35	4.04
营业利润率(%)	32.05	33.02	29.28	30
净资产收益率(%)	15.18	16.42	17.77	--
资产负债率(%)	46.06	37.19	43.08	42.97
全部债务资本化比率(%)	41.06	31.58	35.58	33.16
流动比率	1.14	1.78	1.45	1.71
EBITDA 全部债务比	0.37	0.46	0.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.12	11.14	12.12	--
EBITDA 偿债倍数(倍)	1.38	1.84	2.47	--

注: ①2011年公司年报增加合并天津雅昂医药国际化发展促进有限公司和天津天士力(辽宁)制药有限责任公司。②本报告财务数据及指标计算均是合并口径。③因四舍五入的原因,本报告部分数据可能与引用资料在尾数上存在微小差异。

分析师

何苗苗 徐翔

电话: 022-58356998

传真: 022-58356989

地址: 天津市和平区曲阜道80号(300042)

Http: // www.lianhecreditrating.com

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对天士力制药集团股份有限公司(以下简称“公司”或“天士力”)的评级反映了公司作为国内主要的中成药制造企业之一,多年来坚持中成药产品的研发和创新,并在中药国际化路线中取得重大突破。近三年公司不断优化产业链、积极建设销售网络,经营规模稳步扩大,盈利能力不断提升。联合评级同时也关注到公司优势产品相对较少、医药流通业务利润率较低、国际化进程的不确定性等因素对公司产生的不利影响。

自2012年4月首期发行4亿元债券以来,公司经营业绩持续增长,目前公司资产规模较大,资产质量及现金流状况良好,债务负担合理,整体继续处于良性发展态势。未来公司将继续加大在中成药领域的研发力度,并积极开发生物新药产品。随着公司增发募集投资项目的建成投产,加之储备的新药品种陆续投放市场,未来3~5年公司会逐步形成新的收入和利润增长点,盈利能力有望进一步增强,业绩成长性预期较高。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综合来看,本期债券到期不能偿付本息的风险很低。

优势

1. 随着我国医疗制度改革的不深入,国家出台多项政策扶持中医药产业发展,中成药市场发展前景长期看好。
2. 公司是国内中成药主要生产企业之一,承担多项国家“863”、“973”及重大新药创制研究项目,自主研发能力处于国内中药行业领先水平。
3. 公司主导产品复方丹参滴丸品牌知名度高,在国内心脑血管类中成药中市场份额多年位居第一;产品为我国首例通过美国

FDAII 期临床试验、并进入 III 期临床试验的中药品种。

4. 公司拥有完整的集研发、药材种植、提取、药品制剂生产和销售为一体的现代中药产业链，对中药材资源掌控能力较强。
5. 公司法人治理水平较高，受到监管机构和投资者的充分肯定；公司是国内最早一批将项目管理理念运用于日常经营的上市公司之一，产品质量管理体系率先实现与国际标准接轨，实际管理运作效率较高。
6. 近三年公司主要产品销售收入持续增长，盈利水平提升较快，经营发展趋势良好。随着增发项目的建成投产，加之新品种的陆续投放市场，盈利能力有望继续增强。

关注

1. 目前公司优势产品相对集中，形成规模的二线品种相对较少；同时公司各主导产品现有产能尚不能适应日益增长的市场需求，仍有一定的产能缺口。
2. 相对于国内主要大型医药流通企业，公司医药商业业务尚不具备规模优势，未来以大型医药流通企业为主导的兼并重组和市场竞争的加剧将对公司形成较大挑战。
3. 虽然主导产品复方丹参滴丸通过了FDAII 期认证，但能否通过FDAIII期临床试验并最终上市，仍存在一定不确定性；未来中药国际化的推进也对公司的管理和人才储备提出更高要求。

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与天士力制药集团股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与天士力制药集团股份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。

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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因天士力制药集团股份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。

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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由天士力制药集团股份有限公司提供，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公司及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

天士力制药集团股份有限公司 2013 年公司债券（第一期）信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

天士力制药集团股份有限公司（以下简称“公司”或“天士力”）前身为 1994 年 5 月 6 日成立的天津市天士力联合制药公司。2000 年 4 月 27 日，经天津市人民政府津股批（2000）4 号文批准，公司依法整体变更为天津天士力制药股份有限公司。经中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）证监发行字[2002]79 号文核准，公司于 2002 年 8 月首次公开发行 5,000 万股人民币普通股并在上海证券交易所挂牌交易（股票简称“天士力”，证券代码“600535”）。经 2011 年度股东大会批准，公司名称于 2012 年 5 月 4 日正式变更为现名。

2007 年 1 月和 2010 年 12 月，公司分别增发 2,000 万股和 2,842.1327 万股，2010 年底变更后注册资本为 51,642.13 万元。截至 2012 年 9 月底，公司总股本 51,642.1327 万股，全部为无限售条件股份。公司控股股东为天津天士力集团有限公司，持有其 47.27% 的股份；实际控制人为自然人闫希军。

公司主营中成药的研发、制造和销售，目前拥有 14 个药品生产批准文号，其中 OTC 产品 4 个、处方药 6 个、产品剂型 6 种。

截至 2012 年 9 月底，公司下辖 7 家全资子公司、5 家控股子公司和 4 家参股公司（见附件 2）；本部设制剂技术中心、生产制造部、市场营销部、质量保证部、质检中心、采购部等 19 个部门。

截至 2011 年底，公司合并资产总额 663,416.69 万元，负债合计 285,814.84 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 377,601.85 万元。2011 年公司实现合并营业收入 656,966.46 万元，净利润（含少数股东损益）63,996.44 万元；经营活动产生的现金流量净额 13,513.54 万元，现金及现金等价物净增加额-21,441.85 万元。

截至 2012 年三季度末，公司合并资产总额 708,866.28 万元，负债合计 304,592.07 万元，所有者权益（含少数股东权益）404,274.21 万元。2012 年前三季度公司实现合并营业收入 646,422.39 万元，净利润（含少数股东损益）63,200 万元；经营活动产生的现金流量净额 40,393.76 万元，现金及现金等价物净增加额-53,485.65 万元。

公司注册地址：天津市北辰区普济河东道 2 号（天士力现代中药城）；法定代表人：闫希军。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“天士力制药集团股份有限公司 2013 年公司债券（第一期）”，发行规模为人民币 4 亿元；本期公司债券的期限为 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）。本期公司债券票面利率在债券存续期内固定不变，采取单利按年计息，不计复利。本期公司债券票面利率由发行人和保荐人（主承销商）通过市场询价协商确定。

2. 本期债券决议情况及募集资金用途

2011 年 10 月 9 日，公司第四届董事会第十八次会议以通讯表决方式审议通过了《天士力制药集团股份有限公司关于公司债券发行方式的议案》。2011 年 11 月 9 日，经中国证监会证监许可[2011]1791 号文核准，公司获准公开发行不超过人民币 8 亿元的公司债券，首期发行为人民币 4 亿元，剩余部分在中国证监会核准之日起 24 个月内完成发行。2012 年 4 月 26 日，公司第一期公司债 4 亿元发行完毕。本次发行的公司债券拟用于偿还银行贷款、补充公司流动资金。

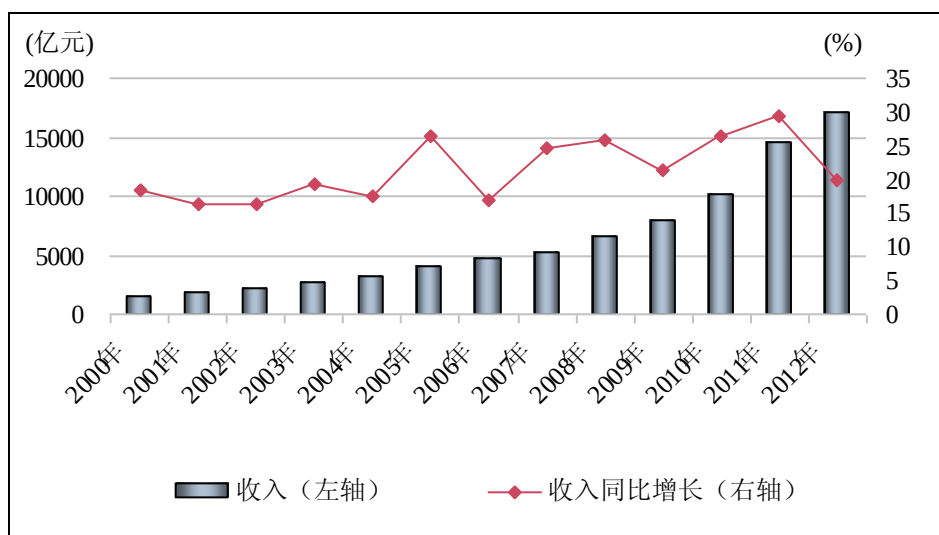
三、行业分析

公司业务涉及医药工业和医药商业，利润来源集中在医药工业中的中成药生产，主要是心脑血管类中成药。医药工业和医药商业是医药行业的两大子行业。其中，医药工业又可细分化学药品原药制造、化学药品制剂制造、中药饮片加工、中成药制造、兽用药品制造等。

1. 医药行业概况

医药行业与民众健康密切相关，是我国国民经济的重要组成部分，其行业高增长和高收益性非常突出。进入 21 世纪以来，我国医药行业保持快速增长势头，行业总产值增长率均高于同期 GDP 增长率。2012 年，我国医药制造业实现营业收入 17,083.26 亿元，同比增长了 19.79%；实现利润 1,731.68 亿元，同比增长了 19.84%。据国家食品药品监督管理局（SFDA）南方医药经济研究所发布的研究报告，未来十年我国药品市场的年复合增长率可达 20%，医药行业属发展前景广阔的朝阳行业。

图1 我国医药制造业收入及增长情况



数据来源：WIND 资讯。

表 1 我国医药产品相关情况概览（按处方药及非处方药区分）

类别	非处方药（OTC 产品）	处方药
适用领域	解热镇痛、抗过敏、胃肠道用药、维生素及微量元素补充剂、外用皮肤科类药	涵盖全身各脏器、系统疾患
症状诊断	常见疾病典型症状，基本能自我诊断	需由医生严格诊断
监管	SFDA（国家食品药品监督管理局）	SFDA（国家食品药品监督管理局）
大众适用性及采购渠道	适用人群较广，但也需一定专业指导，在医院、药店等授权销售点采购	不具大众适用性，在医院等授权处方药销售点采购
产品定价	企业申报，国家定价，实际市场价格变动范围大，受国家定期干预	企业申报、国家定价。价格稳定，受政策干预
终端价格	中低价位（普药为主），品牌产品高于市场同类产品水平	价格差异大，主要与专利、品牌、生产工艺等密切相关
政策环境	趋向宽松、市场化	媒体、矛盾焦点，政策有趋紧预期
直接客户	消费者	处方医生
间接客户	药店店员、终端销售人员等	医院药剂科、药事委员会、招标办

资料来源：联合评级搜集整理。

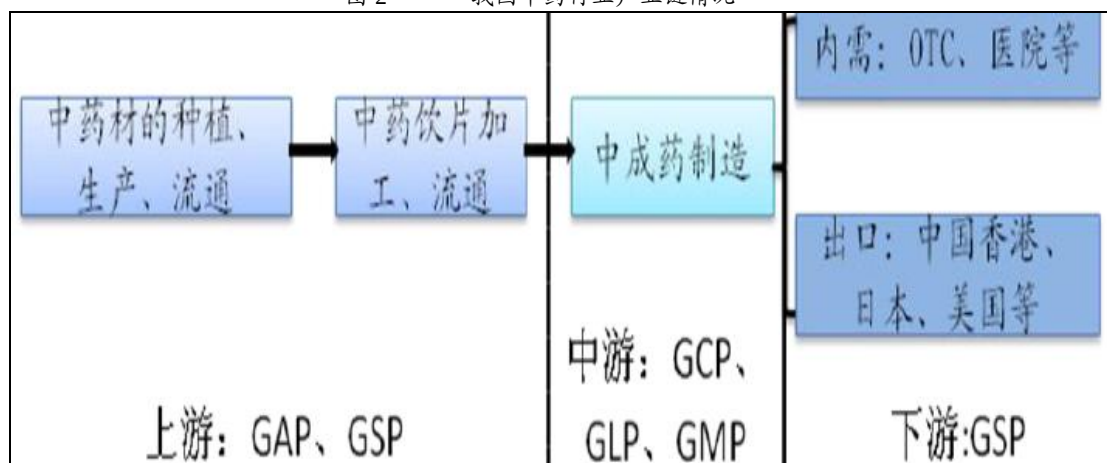
医药行业具有如下特点：（1）研发技术投入大，产业化周期较长。发达国家行业平均研发投入占销售收入的比例约为 15%，医药产品从研发启动到获批一般周期为 5~10 年，创新类产品会更长；（2）医药行业具有较强的抗周期性，较少受宏观经济波动影响，也无明显的区域性，但部分医药产品随疾病特征而有一定的季节性；（3）医药销售模式主要区分为处方药和非处方药（OTC）两种不同的销售渠道和市场（见下表），目前我国医药流通环节层级较多、费用较高；（4）专利技术等特殊资产对企业盈利情况有较大影响，一般来说，拥有核心研发专利的医药企业能够获得高于同行业平均水平的利润。

2. 中药行业

行业概况

中药行业是我国医药行业的重要组成部分，进入 21 世纪以来发展迅速，中药工业产值过去十年的年复合增长率为 22%，高于整个医药行业的增长率。中药行业占整个医药行业的比重较稳定，约为 26.5%左右。2012 年中药饮片和中成药的行业营业收入分别为 990 亿元和 4,079 亿元，同比增速分别达到 24.23%和 21.37%，在 2011 年的高增速基础上回落至 2012 年的行业平均水平。

图 2 我国中药行业产业链情况



数据来源：联合评级搜集整理。GAP、GSP 均为相关认证简称。

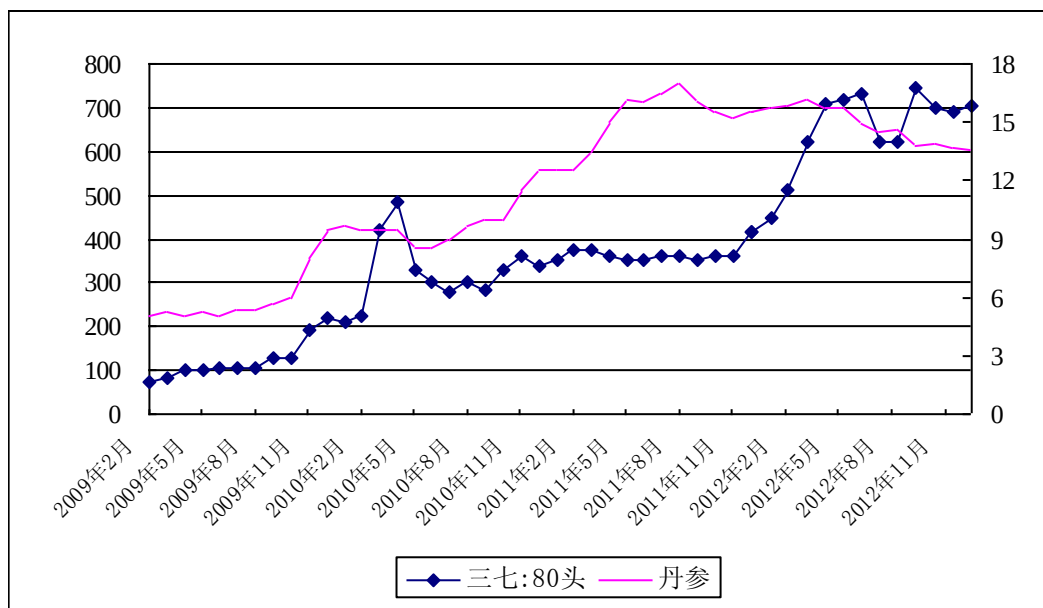
中药按其是否经过加工或加工程度不同可依次分为中药材、中药饮片和中成药三个环节。中药行业产业链包括上游的中药材、中药饮片，中游的中药材加工和中成药制造，下游主要供给于内需和出口。从价值分布情况来看，中药产业链上游的毛利率较高，其中中药材贸易毛利率约为 44%，中药饮片毛利率约为 38%，而中药配方颗粒则达到了 45%左右；中成药制造企业的毛利率各企业之间差异较大，平均毛利率为 34%左右；下游医药流通毛利率一般在 5~9%左右。中成药位于中药产业链的中游，是产业链中最关键的组成部分。

原料情况

中药行业是典型的药材资源依赖性行业，中药材价格上涨对中药企业带来一定的成本压力，但药材涨价对不同子行业影响不同。一般而言，对中药产业链上游企业（如中药材流通、中药饮片）来说，由于其产品随中药材价格随行就市，中药材涨价对其影响有限。而对于中成药制造企业，由于进入基本药物目录的中药品种定价受政府调控，随着中药原材料价格持续上涨，中成药原料和价格有倒挂的风险。此外，中药材涨价对具体企业也不尽相同，对拥有核心技术的中药生产企业，若其产品属于国家鼓励的自主定价产品，其对原料成本的转嫁能力较强，中药材涨价对

其影响有限。

图3 2009-2012年主要中药材价格走势 单位：元/千克



数据来源：WING 资讯。

2009年以来，受西南地区自然灾害供应减少、中药材下游需求扩展和游资炒作等因素影响，我国中药材价格不断上涨。如图所示，三七价格自2010年初以来除5月份出现较大下降外，一直呈波动上涨态势，从2012年2月份开始，三七市场供求失衡状况加剧，价格迅速上涨，触及840元/公斤高点，2012年底三七价格较年初增长了约50%。由于三七的生长周期较长，从下种到采收需要3-5年，预计短时间内其价格仍会徘徊在高位。丹参价格近两年来整体也在高位波动。进入2013年一季度以来，上述两类药材仍处于较高水平，预计未来仍会波动增长。

业内竞争

目前国内中药企业同质化竞争较为严重，且多数为中小企业，销售收入达到十亿的大型中药企业数目相对较少，产业集中度较低。从竞争力情况来看，拥有自有品牌和核心专利的中药企业在同业竞争中具有较大优势。

目前我国医药行业已形成一批知名品牌企业，如同仁堂、天士力、云南白药、东阿阿胶等，拥有众多享誉市场的产品。上述企业大多拥有全流程产业链：在上游建立自有原料基地，有利于控制中药材质量和降低采购成本，并积极向产业链下游延伸。部分企业除与多家医院等销售终端建立稳定合作关系，还拥有控股的医院资产，如康美药业、益佰制药、华润三九等。此外，很多企业还积极发展其它产品，如西药或者保健品、药妆、医疗器械等。

表 2 国内主要中医药类上市公司 2011 年基本情况一览 单位：亿元

名称	地点	主业范围	营业收入	净利润	主要优势
康美药业	广东普宁	中药材及中药饮片	60.81	10.05	中药饮片行业龙头，产业链完整，拥有全资控股的三甲医院和药材基地，在北京和成都拥有中药饮片基地，产品系列丰富（20 多种化学药品及原料药，各类中药饮片 1,000 多种，12,000 多个品规）。
云南白药	云南昆明	中成药	113.12	12.11	治疗跌打损伤的名牌产品，为国家绝密级中药保护品种。中药制剂产品线丰富（以云南白药系列和天然药物系列为主，共 19 个剂型、300 余个品种）。公司在云南武定和云山拥有三七种植基地。
健康元	广东深圳	医药保健品、中成药	47.92	2.62	保健品行业龙头企业，前身为深圳太太保健食品有限公司，相继收购丽珠医药集团等优质医药企业。产品线丰富，拥有太太口服液系列产品。
同仁堂	北京	中成药	61.08	4.38	中药行业著名老字号，产业链完整，拥有药材加工基地，品牌为同仁堂等系列产品，产品线丰富。
天士力	天津	中成药	65.70	6.40	详见本报告
华润三九	广东深圳	各类制药产品	55.25	7.60	央企控股企业，股东为中国华润总公司。以 OTC（非处方药）、中药处方药、免煎中药、抗生素及普药为四大业务模块。核心产品包括 999 感冒灵、999 皮炎平、正天丸、参附注射液、新泰林等。公司在四川拥有药材加工基地。
东阿阿胶	山东聊城	中成药、生物制药、保健食品	27.59	8.56	国内最大的阿胶及系列产品生产企业，生产经营中成药、保健品、生物药、药用辅料、医疗器械等 6 大产业门类的产品百余种。阿胶年产量、出口量分别占全国的 75% 和 90% 以上。复方阿胶浆为国家保密品种。
康恩贝	浙江金华	化学原料药，化学药剂，中成药	21.23	2.80	在泌尿系统及心脑血管系统等拥有强势品牌，主要包括“康恩贝”、“前列康”、“天保宁”、“可达灵”、“珍视明”等众多中药知名品牌产品。

资料来源：联合评级搜集整理。*注：截至评级报告出具日，多数企业尚未公布 2012 年年报，此表数据统计为 2011 年。

下游需求

内需方面，中医药在我国拥有丰富文化积淀，民众对传统中医药拥有很高认可度。中药在治疗疑难杂症方面优势明显，已逐步回归主流市场。由于中药具有疗效显著、功能作用广泛、效果持久，无残留、无耐药性等优点，且其安全性和有效性均在历史中得到验证，随着人们健康观念的转变，未来中药行业将继续保持快速发展趋势。

从中药应用细分市场看，近年来心脑血管用药在我国药品市场排名第二，仅次于抗感染用药，约占全国药品销售总额的 15%。我国老年人中，心脑血管病发病率高达 30%，心脑血管疾病居死因首位，大大高于其它疾病的比率。我国心脑血管药生产销售规模与心脑血管高发病率的不协调，意味着我国心脑血管药品市场仍处于成长初期，今后还有很大的成长空间。2010 年，在临床用中成药各大类市场份额中，心脑血管疾病用药仍占市场份额首位，达到 37.71%。目前我国中成药的增长速度高于化学药，心脑血管中成药在心脑血管用药市场所占比例也不断增长。

出口方面，近年来中药海外市场也呈逐步扩大的趋势，出口市场主要是日本、中国香港、美国以及韩国等，国产中药出口仍以低端中药为主。2012 年我国中成药出口额 24.99 亿美元，同比增长 7.19%。随着国际市场对绿色产品需求的持续增长，中药产品在出口方面将继续保持增势，国产中药在海外的市场份额呈逐步扩大趋势，由于出口产品多数定位于中低端，国产高端中成药

在国际上的认可度有待进一步提升。

行业政策

中药行业的相关政策与整体医药行业具有一致性，主要体现在相关药品生产许可、药品质量、药品定价、药品注册、中药保护、药品分类管理等（如下表）。2009 年以来，随着医改方案、基本药物目录、医保目录等重大行业政策的出台，我国第五次医改逐步深入展开。

表 3 我国医保行业相关政策情况

主要环节	相关制度	备注
研发过程	《药物临床试验质量管理规范》	中药产品研发过程；为药品生产商的认证。
	《药物非临床研究质量管理规范》	
药品生产许可	《药品生产许可证》	经药监部门批准，企业凭《药品生产许可证》到工商行政管理部门办理登记注册
质量管理	《药品生产质量管理规范》GMP	规范药品制造过程，只有持有认证证书的企业才能进行认证范围内的药品生产。
	《中药材生产质量管理规范》GAP	规范中药材种植、生产过程。
	《药品经营质量管理规范》GSP	规范中药流通过程，对药品经营单位、药房、药品批发公司的认证。
药品注册管理	《药品注册管理办法》、《中药注册补充管理规定》	2007 年 10 月 1 日，出台新药品注册管理办法，2008 年 1 月，《中药注册补充管理规定》发布并实施。
优质优价政策	《药品政府定价办法》	区别 GMP 与非 GMP 药品、原研制与仿制药品、新药和名优药品与普通药品定价，优质优价。
中药保护制度	《中药品种保护条例》	将受保护药品分为一级保护和二级保护，一级保护期为 30 年~10 年；二级保护期均为 7 年。被批准保护的中药品种，在保护期内仅限于获得中药保护品种证书的企业生产。
医疗保险药品管理制度	《城镇职工基本医疗保险用药范围管理暂行办法》	通过《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》管理基本医疗保险用药范围。
药品分类管理	《中华人民共和国药品管理法》	实行处方药和非处方药分类管理制度。通过监督管理，规范药品生产、经营行为，保护公众用药安全。

资料来源：联合评级搜集整理。

2012 年初，工信部发布《医药工业“十二五”发展规划》（简称“规划”），针对产业规模、基药供应、技术创新、质量安全、产业集中度、国际竞争力以及节能减排等几个方面给出了具体目标。规划提出“十二五”期间，工业总产值年均增长 20%，工业增加值年均增长 16%。从中国医药产业发展的阶段看，目前医药产业仍处在高增长和集约化的过程中，创新和品牌将成为未来行业发展的主要方向。

2012 年 3 月，国务院印发《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》（以下简称“规划”），提出到 2015 年，个人卫生支出占卫生总费用的比例降低到 30% 以下，看病难、看病贵问题得到有效缓解。上述文件明确“十二五”期间“三重点”及相关领域的改革任务，即在加快健全全民医保体制、巩固完善基本药物制度和基层运行新机制、积极推进公立医院改革三个方面取得重点突破。

2012 年 6 月，国务院办公厅印发《关于县级公立医院综合改革试点的意见》（以下简称《意见》），选择 300 个左右的县推进县级医院综合改革，意见提出革除药品加成模式，改为服务收费和政府补助两个补偿渠道，真正开始对“核心利益”补偿机制进行改革。2012 年 9 月，发改委发布《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》，提出按照建机制、控费用、调结构、强监管的原则，通过取消药品加成、调整医疗服务价格、改革收付费方式和落实政府办医责任。这两个文件的出台标志着县级公立医院改革开始进入实质性阶段。

2012 年 11 月，国家食品药品监督管理局网站发布《关于征求意见的通知》，将在 2015 年前

完成纳入国家基本药物目录、临床常用的仿制药的一致性评价，初步估计涉及 500 多个品种；对于未通过质量一致性评价的不予再注册，注销其药品批准证明文件。

上述系列新医改政策的出台，明确了我国医疗卫生的公共品性质，强化了政府责任与投入；引导我国医疗诊疗模式从“治疗”模式向“预防-治疗-康复”模式变化。未来新医改将进一步完善医药价格管理政策，进一步理顺医疗服务比价关系。其中，新医改药品降价将加速医药行业的整合进程，有利于优势资源向优质公司聚集。新医改中，自主创新药品大多不在降价范围内，显示了国家对自主创新、医药研发的政策支持，具有研发优势的企业仍将获得高于平均利润水平的收益。

从中医药细分行业看，我国自 1996 年就提出中药现代化发展战略，提出要把中药产业作为我国重大战略产业加快其发展。2009 年开始国家对中药行业加大了扶持力度，为整个行业注入了加速剂；2009 年 11 月人保部发布 09 版《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，新调入品种共计 277 个，其中中药品种新增 164 个，显著大于西药新增幅度，显示国家对中药产业的大力扶持。2013 年，卫生部即将兑现基本药物制度三年一调整的承诺，拟出台新版基药目录，将囊括 500 余种药物，其中包括 292 种化学药、184 种中药、21 种民族药。新版基药目录中对于中药类药物扩容幅度较大。医保扩容是促进中药行业发展的主要催化剂，对优质中药企业具有较大的提升促进作用。

行业关注

（1）我国医药企业研发和创新能力薄弱

目前我国医药企业每年投入研发的费用约占销售收入 1.5% 左右，远远低于美国市场 17%~18% 的研发投入水平，较低的研发投入导致医药企业研发能力薄弱。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。我国制药行业研发以企业为主的机制尚未形成，研发投入不足，严重制约了我国医药制造业国际竞争力的提高。

中药产业长期存在“重销售、轻研发”的现象，企业创新能力严重不足，产品不能按现代科学技术对有效成份的作用机理和靶向部位进行明确，使中药产品很难进入国际市场，也一定程度制约了中药制药企业的发展。

（2）药品降价将会影响医药制造企业利润水平

目前我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 1,000 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。自 1997 年以来，我国连续约 30 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价虚高的问题，但降价将直接影响到医药生产企业的经济效益。

（3）中药材价格上涨对生产企业带来成本压力

近年来，中药材价格出现较大幅度的波动，总体呈上涨趋势。药材价格上涨影响因素复杂且具有不可预测性，主要包括：绿色回归理念加上中药本身具有的预防、保健功效使得中药需求大增；乱采滥挖对野生中药材资源的破坏、国家对珍稀野生药材实行禁采和限采；中药材实际种植面积下降、资金炒作等。中药材价格每 3~4 年呈现一个周期，目前的中药材价格处在周期的较高点，未来仍有小幅上升趋势，中药生产企业成本压力将持续显现。

未来发展

未来中药企业有三个主要发展方向：一是走处方药的路线；二是走保健产品的路线，向保健

食品、药妆、日用品等领域扩张；三是走 OTC 产品路线。根据中国 OTC 协会预计，2014 年我国 OTC 市场规模将达到 1,923 亿元，国内 OTC 市场发展潜力巨大。近年来中药在 OTC 市场的占比稳步提升，中药饮片增长最快，年均增长率约为 30%，中药饮片及中药配方颗粒未来有望成为 OTC 市场的生力军。保健产品方面，保健食品行业近 5 年年均复合增长率超过 30%，成为仅次于美国的全球第二大市场。我国素有药食同源的历史，品牌中药保健化将是大势所趋。未来走保健产品路线和 OTC 路线的中药企业所面对的市场更为广阔，有相对自主的定价权，在国家“十二五”规划中提高居民消费能力的大前提下，后两者均会明显受益于消费升级和内需拉动，未来发展前景最为广阔。

从世界范围内看，全球植物药销售发展迅速，全世界以中药和天然药物为主的药物销售额已超过 150 亿美元，并且仍在以每年 10% 的速度增长，植物药的平均增速（10%~20%）明显高于世界药品市场的增长速度。日本、韩国的中药和天然植物药销售量占全世界的前两位（占有率约 80%），其原料 75% 从我国购买。从全球来看，植物药主要集中在欧洲、亚洲和美国三大区域。全球植物药销售的发展也为中药国际化带来了发展机遇，但由于研发投入大、认证周期长等因素导致植物药有较高的技术壁垒，目前国内企业中只有天士力的复方丹参滴丸和上海杏灵科技的杏灵颗粒进入到美国 FDA 认证的 III 期临床实验，未来中药国际化过程虽然漫长但发展前景广阔。

3. 医药商业 行业概况

医药商业是指连接上游医药生产企业和下游经销商以及终端客户的一项经营活动，主要是从上游企业采购货物后批发给下游经销商，或直接出售给医院、药店等零售终端客户的药品流通过程。医药流通企业主要通过流通过程中的交易差价及提供增值服务获取利润。

改革开放以来，我国药品流通从计划分配体制转向市场化经营体制，行业获得了长足发展，药品流通领域的法律框架和监管体制基本建立，药品供应保障能力明显提升，多种所有制并存、多种经营方式互补、覆盖城乡的药品流通体系初步形成，医药商业市场规模持续扩大。2011 年我国药品流通行业销售总额为 9,426 亿元（全行业含税口径），扣除不可比因素，比上年增长 23%。其中，零售市场销售规模达 1,885 亿元，比上年增长 20%。2012 年前三季度，全国医药零售市场总销售规模 1,686 亿元，同比增长 12.4%，全年预计销售规模 2300 亿。

业务运营

医药流通业分为分销和零售，其中分销又可以分为批发（调拨）、纯销（针对医院市场）和快批（针对基层卫生机构和农村市场）。从销售终端看，药品销售主要有医院市场、零售终端和基层卫生机构三大终端市场，其中医院市场居于主要地位，2009 年医院市场药品销售额为 3,690 亿元，零售终端销售额为 1,487 亿元，基层卫生机构（包括农村药品供应网点、社区卫生服务站和乡镇卫生院）为 1,014 亿元。改革开放以来，全国医药商业类企业合计销售规模（包括药品、医疗器械以及医用耗材等）不断扩大，其中主要以药品分销为主。

国内医药流通业的主要利润来源是进销差价和返利，以上两者共同构成了行业约 5% 的配送费率。其中批发（调拨）主要是赚取药品分销环节的差价，处于微利状态，毛利率较低；医院纯销的进入壁垒较高，毛利率也较高，约为 7% 左右；零售占我国药品消费 20% 的市场份额，但由于环节较多，利润也被压缩，许多小型医药商业配送企业处于亏损状态。品牌药品由于销售规模、终端认可度高和及时的回款会使医药流通企业议价能力有所削弱，返利是生产企业对医药流通企业分销规模和回款速度达到指标后给予的奖励，规模大和资金管理能力强的医药流通企业相对具有优势。

业内竞争

医药流通企业经历了 1984 年至 1999 年的急剧扩容和无序竞争阶段后进入了竞争程度更高的阶段并形成了全国性和区域性垄断结合的竞争格局。2010 年以来，我国药品零售市场进一步集中，市场规模继续扩大，药店的多元化经营比重进一步加大，大型连锁药店通过兼并重组不断从区域性连锁渐渐走向全国性连锁。

2011 年，前 100 位药品批发企业主营业务收入占同期全国市场总规模的 73%，比上年提高 3 个百分点。前 3 位集团企业主营业务收入占全国医药市场销售的比重达到 30.66%，集中度明显提升。随着新医改方案陆续推出，市场竞争环境日趋激烈，以国药控股、上海医药、九州通、南京医药为代表的几家医药商业批发商，将凭借各自优势在珠三角、长三角和首都经济圈大力发展，有望成为全国性的商业龙头企业。广州医药、北京医药股份、重庆医药股份等企业也在积极扩张，占据区域市场份额，有望成为区域性龙头企业。未来在市场激烈竞争的环境下，我国药品批发企业数量不断减少，医药商业流通企业规模不断壮大，医药商业市场集中度将不断提高。

表 4 2010 年度我国前十大医药商业企业销售收入及市场份额

企业名称	销售收入（亿元）	市场份额
中国医药集团总公司	529.68	11.27%
上海市医药股份有限公司	223.65	4.76%
九州通集团有限公司	190.41	4.05%
南京医药股份有限公司	147.80	3.15%
广州医药有限公司	126.28	2.69%
安徽华源医药股份有限公司	121.55	2.59%
北京医药股份有限公司	80.81	1.72%
重庆医药股份有限公司	79.03	1.68%
重庆桐君阁股份有限公司	71.24	1.52%
四川科伦医药贸易有限公司	55.20	1.17%
合计	1,625.65	34.6%

资料来源：中国医药商业协会，爱建证券。注：由于尚未有 2011 年、2012 年权威统计数据，此处统计口径以 2010 年为主。

行业政策

从政策上看，《国家基本药物制度》、《药品招投标政策》、《GSP管理政策》等对医药行业流通企业影响较为直接。《国家基本药物制度》将实行省级网上公开招标采购、统一配送，流通环节差价率将有所降低，同时规模较大，软硬件实力强的流通企业业务有望进一步拓展至基层医疗市场；《药品招投标政策》使政府采购组织形式向省、市级集中，未来区域性市场格局有可能得到强化；《医疗保障制度》提到“完善支付制度，积极探索实行按人头付费、按病种付费、总额预付等方式”将促进质优价廉药品的使用，对医药流通环节中依靠医院资源的中间代理人起到打压作用，2013年2月出台的修订版《GSP管理政策》将于2013年6月1日正式实施，全面提升了企业经营的软硬件标准和要求，在保障药品质量的同时，也提高了市场准入门槛，小型医药流通企业面临较大压力。

2010 年 8 月，商务部针对《2011~2015 年全国医药流通行业发展规划》完成草案制定。规划主要包括推动药品流通行业结构调整、鼓励药品流通企业兼并重组、支持第三方物流、合理制定商业企业分级评估标准、限期制定全国统一的药品编码、完善药品冷链建设和支持电子商务等 9 项基本内容。总体看，规划的出台将推动行业标准和配套政策加快出台，推动行业的第二轮整合，提高行业集中度，大型医药商业企业将受益，地方龙头商业流通企业也将有新的机会。

2010 年以来，国家发改委陆续出台多项政策对药品流通环节进行规范。其中，2011 年 11 月国家发改委下发《药品出厂价格调查办法》，规定了出厂价格调查的原则、内容、方法和程序。2012 年 1 月，国家发改委出台《药品流通环节价格管理暂行办法(征求意见稿)》，提出逐步取消医疗机构销售药品加成，尚未实施零差率的医疗机构加不超过规定中的加价率，医疗机构对不同企业同种产品，所加差额不得超过按照统一最高零售价格计算的最大加价额等。上述政策对医药流通环节的从最高零售价“一刀切”转移到流通各环节的“步步切”，使得原有的“底价模式”受到冲击，将进一步助推流通领域整合和良性发展。

2012 年 12 月，商务部发布了《药品批发企业物流服务能力评估指标》等 5 个医药流通行业标准，分别从物流服务能力评估、零售经营服务、诚信经营、职业经理人、通用岗位设置等五个方面，规范了药品流通企业经营行为，为行业集中度进一步提高创造条件，有利于行业优势企业发展。

未来发展

(1) 新医改将拉动国内医药商业规模进一步提升

医药商业是新医改背景下长期增长的医药子行业，行业整体受益于新医改拉动的药品市场扩容。目前我国新农合参合率已达 95% 以上，社区医疗已启动，拉动药品消费效果已显现。根据卫生部发布的《2013 年卫生工作要点的通知》，政府将进一步提高新农合财政补助标准，2013 年人均筹资水平达到 340 元左右，政府支付标准的提升，将为药品消费的扩大奠定良好基础。

(2) 行业集中度提高是长期趋势，医药商业毛利率会有所下降

新医改明确提出要提高医药流通行业的集中度，未来国家将通过市场机制和经济手段引导大型企业通过收购、参股等方式扩大规模，提高行业集中度，在大量中小商业企业整合的同时，排名靠前的企业之间的竞争也会加剧。此外，目前我国医药商业企业费用率平均为 5.3%，高于美国医药龙头企业费用率 2% 的水平，物流成本还有较大下降空间。未来随着医药流通环节进一步规范，医药商业毛利率将有所下降，大企业规模优势将进一步凸显。

综上，联合评级认为，从中期看未来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。从中成药市场容量来看，受益于医药卫生体制改革的逐步深入、我国经济发展带动居民消费意识和能力升级，中药行业面临良好的发展机遇，有利于龙头企业销售规模的扩大和持续稳定发展。整体来看，我国医药行业未来面临良好发展前景。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司主营中成药的研发、制造和销售，是国内知名的中药制造企业之一，也是国内最主要的心脑血管药物生产企业之一。公司拥有集中药材种植、中药有效成分提取、药品研发、药品生产和药品销售于一体的现代中药产业链，其商洛丹参药源种植基地是国内首个通过 GAP 认证的药源种植基地。自 2002 年成功上市以来，公司已经逐步进入现代中药产业化、规模化、标准化和国际化的轨道。近三年公司业绩持续增长，营业收入年复合增长率达 28.27%，归属母公司净利润年复合增长率 38.88%。

目前公司拥有 17 个药品生产批准文号，其中 OTC 产品 7 个、处方药 9 个、产品剂型 8 种，产品以滴剂丸为主。公司主导产品包括复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）、水林佳、芪参益气滴丸、荆花胃康胶丸、柴胡滴丸、穿心莲内酯滴丸、藿香正气滴丸等。其中，核心产品复方丹参滴

丸主治冠状动脉粥样硬化性心脏病，已于 2009 年入选国家基本药物目录。公司拥有的“天士力”商标于 2005 年被国家工商总局商标局认定为天津市首例医药类“中国驰名商标”，品牌知名度较高。

公司核心产品复方丹参滴丸为独家生产品种，在国内心脑血管同类产品市场占有率排名第二（见表 5）。该产品先后被列入国家科技部“中药现代化科技产业行动计划”重中之重项目、九五重大科技成果推广项目和国家“973”基础科学研究项目，并荣获国家科学技术进步三等奖。复方丹参滴丸还被国家发改委列入高技术产业化示范工程项目和国家中药现代化重大专项项目计划，成为我国第一例圆满完成向美国食品与药品监督管理局（FDA）申请之 II 期临床试验，并即将进入 III 期临床试验的中成药，标志着公司向中药国际化迈出了关键的一步。

表 5 2011 年心脑血管中成药前十大品牌市场占有率情况统计表

序号	产品	生产商	市场占有率
1	脑心通胶囊	陕西咸阳步长制药有限公司	5.01%
2	复方丹参滴丸	天士力制药集团股份有限公司	4.69%
3	通心络胶囊	河北石家庄以岭药业股份有限公司	4.23%
4	银杏叶片	江苏扬子江药业集团有限公司	3.91%
5	稳心颗粒	山东步长恩奇制药有限公司	3.33%
6	培元通脑胶囊	河南润弘制药股份有限公司	3.19%
7	参松养心胶囊	河北石家庄以岭药业股份有限公司	2.98%
8	复方血栓通胶囊	广东众生药业股份有限公司	2.97%
9	心元胶囊	四川吉泰安(四川)药业有限公司	2.33%
10	灯盏生脉胶囊	云南生物谷灯盏花药业有限公司	2.16%

数据来源：南方医药经济研究所。注：由于尚未有 2012 年权威统计数据，此处统计口径以 2011 年为主。

总体来看，作为国内知名的中药制造企业之一，公司拥有众多医药产品生产资质和种类，核心产品市场优势突出，整体竞争实力较强。

2. 技术及研发

目前公司形成了集研发、药材种植、提取、药品制剂生产和销售为一体的现代中药产业链，并在各环节推行标准化管理。公司率先在国内建立了符合国际标准的中药材生产质量管理规范（GAP）药源基地；首创中药提取生产质量管理规范（GEP）概念，解决了中药材有效成分的萃取和毒性成分、重金属含量及农药残留量的纯化处理问题；全部生产剂型均符合国家药品生产质量管理规范（GMP）。

目前公司研发平台包括研究院和博士后工作站两大部分，其中研究院下设现代中药研究所、药物分析研究所、药理毒理研究所、生物药品研究所、国际法规与注册研究中心、药政事务管理中心和临床医学部等多个部门。2002 年，公司研究院被评为国家级企业技术中心，2006 年被科技部评选为 103 个创新型企业试点单位之一。公司与美国哈佛大学、英国 Aston 大学、日本庆应大学、澳大利亚 BAKER 医学研究所、欧洲欧亚中心等国外多家科研机构进行学术合作，建立起独具特色的跨国界、跨地域、跨行业的大科研系统。2011 年，公司完成了全球多中心的复方丹参滴丸的 III 期临床研究的筹备工作，与纳斯达克上市公司 ICON 和 PAREXEL 签订了研究合作意向，保证了复方丹参滴丸全球 FDAIII 期临床试验的顺利开展。

近年来公司先后承担了国家“九五~十一五”、“863”、“973”、国家重大新药创制研究与开发等重点科研项目 40 多项，建立“组分中药”研发新模式，率先提出并制定出中药有效成分分离

GEP 新标准，将多元指纹图谱质控技术成功运用于中药质量控制。公司与天津中医药大学、浙江大学合作，组建了天津组分中药技术工程中心，建立了品类齐全的组分中药库，为研发现代中药奠定了理论基础和物质基础。近年来公司研发投入资金持续增长，2011 年研发投入达到 22,700 万元，占医药工业收入比重为 9.53%，处于国内中成药行业较高水平。2012 年，公司及控股子公司完成专利国内申请 51 项；PCT 国际申请 64 项；专利授权 125 件，其中国内授权 115 项，境外授权 10 项。

表 6 公司研发投入情况

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年前三季度
研发投入（万元）	10,268	16,319	22,700	13,439.15
占公司医药工业收入比重（%）	6.32	8.73	9.53	--

资料来源：公司提供。

公司下属子公司上海天士力药业实施的“重组人尿激酶原（rhPro-uk，又名“普佑克”）产业化项目”被列入国家生物技术、生物医学工程高技术产业化专项，项目被命名为“高技术产业化示范工程”；“注射用重组人尿激酶原”（普佑克）于 2011 年 4 月取得了国家食品药品监督管理局颁发的新药证书和药品注册批件。普佑克作为“十一五”期间我国批准的唯一一例治疗用一类生物新药，经过严格的临床试验，证明对于急性心肌梗死这一高发、高致死性疾病，具有较高的安全性及有效性，达到或超过目前世界上广泛使用的第二代溶栓药物的治疗效果，具有重要的技术价值和临床意义。此外，新产品“注射用丹参多酚酸”注射用丹参多酚酸取得新药证书及生产批文，实现批量生产，首批产品于 2011 年 10 月份上市。

2011 年公司通过国家新版 GMP 认证，成为天津地区首家获得新版《药品 GMP 证书》的中药制造企业。其间，产品“组分中药安神滴丸”于 2011 年 3 年获得药物临床试验批件、养血清脑丸于 2011 年 4 月获得中药品种保护证书及批件，保护期延长至 2018 年 4 月 2 日；2012 年 12 月，公司的痰咳净滴产品获得药品注册批件，公司产品结构进一步得以丰富与完善。

2012 年公司的两大研究项目“代谢综合征的中医认识及整体治疗”与“芪参益气滴丸对心肌梗死二级预防的临床试验”分别于 2012 年 3 月获得国家科学技术进步二等奖，其对应的在研产品糖敏灵丸能显著改善胰岛素抵抗、芪参益气滴丸具有血小板抑制及稳定动脉粥样硬化斑块及心肌保护作用，具有良好市场前景。2012 年 2 月，公司的水飞蓟宾胶囊（水林佳）固体分散体技术及其产业化应用获得天津市科学技术进步二等奖，产品后续具有良好发展潜力。

整体看，公司科研能力和资金投入在国内同行业中处于领先地位，较多的科研项目储备和新药研发成果有望陆续转化为新药产品，为公司长期可持续发展提供了有力支撑。

3. 人员素质

公司现有高级管理人员全部具有大学以上学历和高级技术职称。

公司董事长闫希军先生，58 岁，博士、主任药师、国务院特殊津贴专家。闫先生是第十一届全国人大代表，第十四届、第十五届天津市人大代表，并任中国药学会药事管理专业委员会副主任委员、环渤海企业合作促进会会长、天津市工商业联合会副主席、天津市企业家协会副会长、天津市上市公司协会副会长等职务；在 2010 年中国医药企业管理协会、中国医药企业家协会和中国非处方药物协会共同组织的“十一五”医药行业评选中，闫先生荣获“卓越领导者”称号。

公司总经理闫凯先生，34 岁，博士在读，英国雷丁大学国际证券、投资与银行专业硕士，与闫希军先生是父子关系。闫凯先生是中华全国青年联合会第十一届委员会委员，天津市青年联合

会第十二届委员会委员，天津市青年创业就业基金会副理事长；曾任博科林药品包装技术有限公司董事长；现任公司董事、总经理，天津天士力集团有限公司董事，华金（天津）投资管理有限公司董事长等职务。

截至 2012 年底，公司共有员工 5,858 人。从专业构成类别来看：销售人员占比 50.05%、技术人员占 30.66%、生产人员占比 13.3%、行政人员 4.66%、财务人员 1.33%。按教育程度分，大学本科以上占比 13.37%、大专占比 48.69%、中专及以下占比为 37.95%。

总体来看，公司高管人员具有较高的专业素养和丰富的医药行业管理经验；员工队伍学历结构合理，专业技术人员储备较多。

五、公司管理

1. 治理结构

公司建立了股东大会、董事会、监事会和经理层分立的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制；按照《公司法》、《证券法》等法律法规要求规范运作，严格执行《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等规章制度。

根据公司章程，股东大会是公司的权力机构，董事会、监事会对股东大会负责。公司董事会现有董事 7 名，其中设董事长 1 人，副董事长 1 人，独立董事 3 人。自上市以来，公司“三会”运作不断规范，内控体系不断完善。公司严格执行《股东大会议事规则》，历次股东大会的提案、召集、召开程序均合法有效。公司通过独立董事公开征集投票权、采用网络投票和现场投票相结合的表决方式等途径，有效促使更多股东参加会议行使其权利，有力保护了股东特别是中小股东的权益。

公司严格按照《公司法》、《证券法》、财政部发布的《企业内部控制基本规范》、《上海证券交易所上市公司内部控制指引》、《上海证券交易所股票上市规则》等法律法规的规定，建立健全公司内部控制制度。公司设有对董事会负责的审计部，对公司及控股子公司业务活动进行定期全面和不定期的专项审计。随着公司发展的需要和外部环境要求的提高，公司还将进一步完善内部控制制度，保证内控制度的完整性、合理性及实施的有效性，以提高公司经营的效果与效率，确保公司行为合法合规。

从实际执行情况看，公司按照证监会的关于上市公司治理专项活动的相关要求，不断完善和改进治理水平，公司法人治理水平不断提高，受到投资者和相关监管部门的充分肯定。2009 年~2010 年，公司连续两年在上海证券交易所开展的上市公司治理三大专项奖活动中获得“董事会奖提名”奖，2011 年公司作为唯一的制药类上市公司与中国石油、宝钢股份、浦发银行等十家上市公司跻身上海证券交易所 915 家上市企业公司治理前十强，并成为上交所 915 家公司中唯一一家连续三年进入“董事会奖”前 20 名的企业；2011 年 8 月，在由央视财经频道主办、渤海商品交易所协办的 2011CCTV 中国上市公司峰会中，公司在此次峰会中获评“央视财经 50 指数”中的“十佳公司治理企业”称号，是排名前五名中的唯一一家民营企业。2012 年 1 月，公司继续获得了“2011 年度最佳投资者公共关系上市公司”奖和“2011 年度金牌董秘”等荣誉；随后公司再次凭借在公司治理方面的卓越表现，作为唯一的制药类上市公司在上交所 954 家上市公司中脱颖而出，获得上海证券交易所上市公司治理专项奖之“2012 年度信息披露奖”。

总体来看，公司法人治理结构较为完善，管理运作规范，整体治理水平较高。

2. 管理体制

作为国内中药现代化的主要生产企业，公司按照中药材种植生产质量管理规范（GAP）、重要

提取生产管理规范(CGEP)、药品临床试验管理规范(GCP)、药品非临床研究质量管理规范(GLP)、药品经营质量管理规范(GSP)以及GMP标准,建立了一体化的现代中药产业链,其下属子公司业务涵盖了药材种植、提取、生产、销售和研发各个环节。公司总部实行直属管理,对下面子公司派驻财务、管理人员,统一执行总部各项职能决策。

表7 公司中药产业链分布情况

业务流程	主要经营实体	备注
研发	研究院和博士后工作站	
药材种植	云南天士力三七种植有限公司	主要从事三七种植
	陕西天士力植物药业有限责任公司	主要从事丹参种植
药材提取	天津天士力现代中药资源有限公司	中药材、日用化学品提取物的加工
制剂	公司本部	中成药生产
	天津天士力之骄药业有限公司	冻干粉针剂、原料药生产
药品包装	天津博科林药品包装技术有限公司	药品包装生产
药品销售	天津天士力医药营销集团有限公司	各类药品销售
其他相关	上海天士力药业有限公司, 天士力创世杰(天津)生物制药有限公司	生物医药产品
	天士力金纳生物技术(天津)有限公司	疫苗以及相关的技术
	Tasly America Pharmaceuticals	美国子公司, 主要从事中药国际化运作

资料来源: 公司提供。

生产管理方面, 公司建立了从药材种植、提取、药品制剂生产的全流程质量控制体系。原材料采购方面, 公司药材生产基地 2003 年首家获得国家药监局 GAP 认证。目前公司建成了跨 6 个省的上万亩中药材种植基地, 完成丹参、三七、当归、黄芪、川芎、麦冬、决明子、五味子等基地的挂牌。公司原料药材中丹参全部通过自建药材生产基地供应, 三七采取定单农业生产模式(选择符合资质的供应商从源头控制产品质量)。丹参基地通过欧盟有机认证, “天丹一号”通过省级新品种鉴定, 成为中国首个中药材人工培育新品种, 产量及质量相对普通丹参优势明显。

质量检验方面, 公司建立药材、中间体、成品过程的质量检验方法, 质量检验参照国际 GLP 规范要求进行, 利用与国际水平同步的高效液相色谱法(HPLC)、气相色谱法(GC)、气质联用法(GC-MS)等方法建立了指纹图谱和含量测定方法; 生产过程方面, 公司生产程序按 GMP(药品生产质量管理规范)标准建立, 并已获国家 GMP 认证。公司每年的国家药检局检验均为合格, 并通过了 ISO9000 等一系列相关质量体系认证。

销售管理方面, 公司下属的天津天士力医药营销集团有限公司(以下简称“营销集团”)负责公司的药品销售业务, 并负责公司医药流通业务的运营。公司将市场划分为大中城市医疗板块、城乡板块(包括农村和小城市)和 OTC 板块。针对三个板块较为庞大的终端市场, 公司再进行市场细分, 并针对细分市场采用一级商业经销、二级商业分销、覆盖终端的三级网络销售模式。为进一步促进公司养血清脑颗粒(丸)、水林佳等二线产品的销售, 公司在板块营销的基础上, 对重点二线产品的销售实行分线管理, 适当加大对二线产品的营销资源、激励政策、销售考核的倾斜, 有效促进了二线产品的市场拓展。为控制管理风险, 公司将相关的药品售后服务和客户关系维护集中在营销集团统一管理, 有效保证了公司的品牌美誉度。

财务管理方面, 公司本部对下属子公司实施资金统一管理, 同时通过开展财务整顿、加强审计监督等措施, 规范下属公司的财务行为。公司建立了资金的管理与控制系统及全面的预算体系, 对母子公司的资金进行实时监控, 通过资金目标控制与过程管理相结合, 全面控制财务风险。每

年公司会于四季度进行下年度的经营财务预算，由各职能部门和子公司分别报送财务预算目标，经公司董事会确认后下发实施。公司根据年度预算计划分月实施各月经营指标，依据预算严格控制各职能部门和子公司各项开支。

人力资源管理方面，公司在内部专门设立了一套人力资源信息管理系统，建立了覆盖公司整体的人力资源招聘、培训和管理的管理体系。公司针对不同的岗位、类别设立了不同的培训和招聘机制，在内部实行不同的绩效考核办法。公司还结合具体岗位情况，分别设立了短期、中长期发展目标，实行相应的激励和考核机制。作为高科技制药企业，公司注重科研人员培养，先后通过内部提升和外部引进等措施不断充实和稳定研发人员团队。

从实际情况看，公司积极在运营管理中引入西方现代企业管理理念，推进组织创新与转型，在原有直线式层级汇报结构上，嵌入由各部门组成的项目团队，专门负责一次性的跨部门工作，将企业职能管理和项目管理结合起来，实现精细化管理。公司把过程管理作为项目性工作与日常性工作的重点，通过对考核目标进行层层分解，找出关键绩效指标及项目偏差的原因，评估过程管理的质量，并进行滚动调整，保证目标的顺利实现。2006年11月，公司申报的“企业全面项目化管理项目”获得“IPMA 国际项目管理大奖”银奖，该奖项是国际项目管理领域的高等级奖项，公司也是国内上市公司中惟一一家获此荣誉的制药类上市公司。

2012年10月，闫凯先生正式担任公司总经理，成为公司经营班子的新掌门人。闫凯先生具有良好的证券投资专业背景，在任职之前已在天士力集团工作多年，对医药行业具有很深的经验积累，此次变更并不影响公司原整体经营战略规划的执行。

综合看，公司内部机制设置齐全，各项规章制度比较健全，管理运营效率较高。但值得注意的是，随着公司中药国际化进程的推进，相关国际竞争领域内的中医药相关管理和人才储备也对公司提出了更高要求。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为中成药的研发、制造和销售，分为医药工业和医药商业两大板块。医药工业板块，公司产品涵盖心血管药品、脑血管药品、消化肝病药品、感冒药品和糖尿病药品等；医药商业板块，主要是公司通过扩张销售渠道网络，代理销售本公司或其他公司的医药产品。

表 8 公司近三年主营业务收入及利润情况 单位：万元，%

项目	主营业务收入			主营业务利润			利润率		
	2009 年	2010 年	2011 年	2009 年	2010 年	2011 年	09 年	10 年	11 年
医药工业	162,483.25	186,962.07	238,190.91	118,257.14	139,710.11	177,976.84	72.78	74.73	74.72
医药商业	234,015.71	275,024.12	415,375.48	11,065.14	16,079.38	16,972.65	4.73	5.85	4.09
合计	396,498.96	461,986.19	653,566.39	129,322.28	155,789.49	194,949.49	32.62	33.72	29.83

资料来源：公司提供。

如表 8 所示，近三年公司两大业务板块收入和利润规模均保持平稳增长。得益于主导产品丹参滴丸在基层市场的放量增长，加之二三线产品销售增速加快，2011 年公司医药工业收入 238,190.91 万元，同比增长 27.40%。医药商业方面，由于控股子公司天士力医药营销集团完成了

多家医药商业公司的并购，销售规模进一步扩大，2011 年公司医药商业实现营业收入 415,375.48 万元，同比大幅增长 51.03%。2011 年医药商业在公司主营业务收入中占比达到了 63.56%。

从利润方面看，虽然医药工业收入占比相对较小（36.44%），但却是最主要的利润来源，2011 年医药工业在主营业务利润中占比达到了 91.29%。利润率方面，公司医药工业板块毛利率平稳增长，2011 年达到了 74.72%；2011 年医药商业板块毛利率 4.09%，较上年略有下降。

2012 年前三季度，随着募投项目产能的逐步释放，公司各主导产品产量显著增长，加之单位产品耗电量的下降，公司盈利继续保持良好增长态势。2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 646,422.39 万元，较上年同期增长 35.77%；实现净利润 63,200 万元，较上年同期增长 17.43%。

2. 医药工业

中药材供应

公司生产所需主要原料药材为丹参和三七。丹参方面，公司在陕西商洛建立了丹参种植基地和仓储中心，该药源基地为首家通过国家 GAP 认证的药材种植基地，目前生产原料完全自给，可充分保障公司对丹参药材的需求。根据丹参的生产周期（约 1 年），公司基本上保持 1 年的药材储备，以满足生产所需。

三七药材的采购主要由公司设立在云南文山的子公司运营，通过向当地符合资质的供应商采购，并根据三七市场价格变化和生产需求对其进行战略储备。目前公司已在云南文山按照 GAP 要求建设三七生产基地，以满足现有产品产能扩张和开发新品对原料的需求，进一步加强对三七药材的品质和供应管理。由于三七的生产周期相对较长（3 年），公司需要保持三年的三七药材储备以满足生产需求。

表 9 公司中药材供应情况

品种	地点	药材种植及供应模式	备注
丹参	陕西商洛	“公司+基地+种植户（占比 80%），公司+基地+农村药材种植合作社（占比 20%）。公司与当地种植大户和产业合作社签订合同，通过技术指导、资金支持等方式对丹参种植规范化管理。	丹参种植面积为 12,900 亩，年产丹参达 2,700 吨以上，约为目前生产原料需求量的两倍，能够满足未来生产发展需求。
三七	云南文山	“公司+基地+农户”、“公司+基地+专业种植公司”的定单农业生产模式。	公司 2012 年末已在云南文山按照 GAP 要求建设了 250 亩良种育苗基地（次年可翻栽 1,250 亩）和 1,700 亩三七生产基地，以满足现有产品产能扩张和开发新品对原材料的需求。

资料来源：公司提供。

采购结算方面，公司与主要药材供应商均签订有长期合作合同，一般是现款现货结算。尽管 2010 年以来中药材涨价趋势明显，但由于公司丹参全部自给，原料成本控制较好。

公司生产所需其他中药材原料需求量相对较小，均属于市场供应充足的大宗药材，主要通过供应商或市场直接采购的方式，结合采购计划和市场价格变动等因素，适时进行战略储备。

整体看，公司对上游药材资源掌控能力较强，有助于从源头上控制产品质量，并抵御药材价格大幅波动的风险。从实际情况看，由于公司拥有核心专利，主导产品利润水平较高，具有很强的成本转嫁能力，可将中药材涨价风险有效转嫁。

表 10 公司主导产品产销率情况

年度	产品	产能利用率	产销率
2010 年	复方丹参滴丸	99.59%	95.89%
	养血清脑颗粒（丸）	90.75%	95.40%
	水林佳	92.01%	100.21%
2011 年	复方丹参滴丸	118.59%	96.60%
	养血清脑颗粒（丸）	117.99%	98.49%
	水林佳	125.74%	94.81%
2012 年	复方丹参滴丸	93.55%	103.87%
	养血清脑颗粒（丸）	97.80%	100.47%
	水林佳	92.58%	89.49%

资料来源：公司提供。

中成药生产

公司实行以销定产，计划部门根据销售部门提出的各产品年度销售预测以及月度发货情况，结合各产品的生产能力情况，制定生产计划。生产部门根据销售部门提出的各产品年度销售预测以及月度发货情况制定生产计划；各生产车间负责具体产品的生产流程管理；质量保证部、质检中心对在整个生产过程中关键生产环节的原料、中间产品、半成品、产成品质量进行检验监控。

从公司近三年主导产品产销情况看，公司主打产品复方丹参滴丸作为目前心脑血管中成药市场占有率前列的产品，2010 年~2012 年产销情况始终保持较高水平，均达到满负荷生产状态；养血清脑颗粒（丸）2009 年以来市场需求迅速增加，带动其产量实现较大幅度增长，近年来公司生产线已基本达到满负荷生产；水林佳产品于 2004 年开始投放市场，该产品凭借确切的疗效、高标准的产品质量和准确的市场定位，目前已成为水飞蓟类保肝药物的首选品牌。近三年水林佳产能利用率逐年提高，产销量呈现较快增长，目前已基本呈现满负荷生产。随着 2012 年募投项目的产能的释放，公司产能紧张的现状有所缓解，产能利用率较 2011 年略有下降。但公司各主导产品现有产能尚不能适应日益增长的市场需求，仍有一定的产能缺口。

整体看，近年来良好的市场需求拉动了公司经营规模，公司主导产品基本已呈现满负荷生产状态，经营发展趋向良好。未来随着公司募投项目的建成达产，经营规模有望进一步扩大。

市场销售

公司产品主要为国家规定的三四类药，除消渴清颗粒、板蓝根泡腾片外，其余均为国家或地方政府定价。公司通过控股子公司天士力营销集团对外销售，面向全国各地选择优质的医药经销商进行分销。

公司结合不同产品的市场需求和认可度等对营销资源进行整合细分。针对主打产品复方丹参滴丸市场认可度高、占有率大的情况，公司积极建设销售网络，力争实现终端全覆盖；对于养血清脑颗粒（丸）、水林佳等近年来快速发展的二线品种，公司对其销售实行分线管理，适当加大对二线产品的营销资源、激励政策、销售考核的倾斜，大力促进二线产品的市场拓展。

表 11 公司主导产品相关情况

产品名称	上市日期及获批情况	治疗领域	医保/OTC	备注
复方丹参滴丸	1994 年	心血管	甲类/非	一线产品，1994 年上市以来主要在城市医院进行推广，已全面覆盖各大城市三级医院，二级医院覆盖率也达到 85% 左右。近年公司拓展重点由城市转为农村，该产品维持 10%~15% 的年增长率，2011 年该产品 180 粒新规格在已招标省市全部中标未来增量主要来自于农村基层市场的放量。
养血清脑颗粒（丸）	1996 年	脑血管	乙类/是	二线产品，2011 年同比增速超过 30% 左右，未来有望继续保持。
水林佳	2004 年	急慢性肝病	乙类/非	二线产品，2011 年同比增速超过 30% 左右，未来有望保持。
注射用益气复脉（冻干）	2006 年	心血管	未进/非	二线产品，同比增速超过 40%，公司 2013 年将继续加大对该品种的推广，有望继续保持。
芪参益气滴丸	2003 年	心血管	乙类/非	二线产品
荆花胃康胶丸	2000 年	消化系统	乙类/是	二线产品
穿心莲内酯滴丸	2004 年	感冒用药	乙类/是	二线产品
柴胡滴丸	2001 年	感冒用药	乙类/是	二线产品
藿香正气滴丸	2001 年	感冒用药	乙类/是	二线产品
第三代流感病毒亚单位疫苗	2010 年获得药品注册批件并通过 GMP 认证	感冒用药	--	公司流感疫苗生产线的能力为 400 万支
重组人尿激酶原	2011 年获得药品注册批件	心脑血管	--	我国“十一五”重大新药创制科技重大专项的第一个生物制品 1 类新药，我国抗血栓药物的年市场规模在 18 亿元以上，年均销售增长幅度在 20% 左右，市场空间广阔。
注射用丹参多酚酸针剂	2011 年获得药品注册批件	心脑血管	--	我国“十一五”重大新药创制产品，目前国内丹参总酚酸注射剂只有天士力和绿谷拥有，已于 2011 年 10 月上市销售。
痰咳净滴丸	2012 年获得药品注册批件	感冒用药	--	二线产品

资料来源：公司提供，联合评级搜集整理。

从销售额上看，公司核心品种复方丹参滴丸销量已连续 16 年保持增长，是公司主要的收入来源，随着心脑血管市场容量的扩大目前处于稳定增长阶段。二线品种养血清脑颗粒（丸）和水林佳市场份额增长较快，复合增长率均在 35% 以上。

除传统中成药产品外，目前公司还积极向生物制药领域拓展。公司子公司天士力金纳第三代亚单位流感病毒疫苗已经取得国家食品药品监督管理局颁发的药品注册批件，于 2010 年 5 月接受国家食品药品监督管理局认证管理中心对该公司进行的 GMP 认证，并于 2010 年 7 月获颁药品 GMP 证书。2011 年 4 月，公司药品“注射用丹参多酚酸”及控股子公司上海天士力药品“重组人尿激酶原”两新药均已取得国家食品药品监督管理局颁发的新药证书和药品注册批件。2012 年，公司进一步扩大了一类新药普佑克（注射用重组人尿激酶原）和注射用丹参多酚酸产能，上

述两项产品未来市场潜力大，有望成为新的利润增长点。

联合评级也注意到，尽管养血清脑颗粒（丸）和水林佳等二线产品市场增长较快，复方丹参滴丸在近年来医药工业收入中占比有所下降，但目前公司医药工业收入仍相对集中。由于心脑血管中成药相对竞争激烈，市场集中度低，而公司优势品种相对集中，形成规模的二线品种依然较少，仍存在一定的经营风险。

未来公司将进一步推进中药国际化力度，借助国家医改的深化和复方丹参滴丸将进入FDAIII期临床的良好机遇，公司将增强复方丹参滴丸向中小城市及县级医院的渗透。未来公司有望借助这一契机提升医院对其全系列产品的认知度和使用率，未来主要产品销量保持增长的可能性较高。

3. 医药商业

公司医药商业板块经营业务范围包括药品、医疗器械等产品的批发和零售连锁。为强化区域经销商管理，公司通过收购方式分别控股了陕西天士力医药有限公司和湖南天士力民生药业有限公司，纳入天士力营销集团平台管理，上述两家公司为各自区域内有影响力的医药经销商。近三年公司医药商业收入基本保持近30%的增长速度，2011年收入规模达到了415,375.48万元，但由于业务主要集中在批发环节，毛利率一直维持在5%的行业平均水平。

销售网络方面，公司建立了以广东、北京、山东、辽宁、湖南和陕西六个区域为轴心的医药商业销售物流战略平台，重点市场区域覆盖了山东省、湖南省、陕西省和辽宁省。在上述六大区域中，除辽宁天士力大药房连锁有限公司从事连锁药店经营外，其余六家子公司均从事医药商业批发业务。

从流通产业链方面看，公司上游为药品及器械生产厂家或经生产厂家授权的经销商，供应商的选择以品牌认知度较高、在同类药品中疗效较好、质量相对保证度高的生产企业；下游为医疗机构和分销配送商业单位，医疗机构以三甲医院、专科特色医院为主，以社区医疗、乡镇卫生院、村卫生室等为辅，分销商为销售渠道健全、信誉度较高、具有一定实力的流通企业和零售连锁企业，能较好地保证回款和分销协议的完成。

公司医药商业销售的药品既包括公司生产的药品，也包括国内外其他医药企业生产的药品，如云南白药、哈药集团、西安杨森、中美史克、深圳三九、贵州百灵等厂家生产的药品。医药商业的结算方式主要以银行承兑汇票和银行转账两种方式为主。

整体来看，医药流通领域竞争充分，相对于国内前十大医药商业企业，公司尚不具备规模优势，未来市场以大型医药流通企业为主导的兼并重组和竞争加剧将对公司形成一定经营压力，目前公司也在积极探索业务模式（如提高零售业务占比、兼并收购等），争取在医药流通板块上有所突破。

4. 经营效率

随着近三年收入规模的扩大，公司应收账款和存货规模均保持增长。近三年公司应收账款周转次数指标分别为7.17次、7.96次和9.02次，2011年较上年增长幅度较快；受医药流通业务规模扩大导致库存商品增加、生产所需中药材存货较多影响，近两年公司存货周转次数较2009年有所下降，2011年为6.97次；近三年公司总资产周转率略有波动，2011年为1.09次。从同行业比较情况看，公司应收账款周转率处于行业中游水平，存货周转率和总资产周转率水平均处于行业较好水平。

表 12 2011 年同行业上市公司经营效率指标情况 单位：次

证券简称	应收账款周转率	总资产周转率	存货周转率
云南白药	25.88	1.35	2.53
东阿阿胶	29.81	0.71	3.70
同仁堂	20.94	0.95	1.38
天士力	9.58	1.09	7.05
健康元	5.74	0.60	3.53
片仔癀	8.05	0.68	1.58
上述指标平均值	16.67	0.90	3.29

资料来源：wind 资讯。注：本报告同业比较数据均来自于 wind 资讯，部分指标计算口径可能与联合评级指标计算口径有差异，如应收账款周转率、存货周转率等，下同。

5. 投资项目

2010 年 11 月，公司非公开发行 A 股股票申请经中国证监会核准，其募集资金 10.29 亿元已于 12 月到位，募集资金将投向复方丹参滴丸扩产等 7 个项目（详见公司公告）。截至 2012 年 6 月末，公司已累计使用募集资金总额 3 亿元，尚未使用 7.29 亿元。上述项目中，除丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂、现代中药固体制剂扩产建设项目、现代物流配送中心建设项目、天士力现代中药资源有限公司 GMP 技改项目因优化工艺和方案的原因进度稍缓外，其余项目均已开工在建，项目运作和进度情况正常。

表 13 截至 2012 年 6 月末公司主要定向增发募投项目情况* 单位：万元

项目名称/进度	投资情况	建设周期	产能	效益情况
复方丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂生产线建设项目	总投资 20,628.55 万元，已经完成投资 800 万元。	建设周期为 18 个月，目前项目进度 3.88%。	投产后生产能力达到年产滴丸 80 亿粒	预计每年平均营业收入 95,459.30 万元，每年平均税后利润 15,910.74 万元，投资回收期 4.14 年，税后财务内部收益率为 42.93%。
天士力现代中药出口生产基地集成控制建设项目	总投资 9,853 万元，已经全部完成投资。	建设周期为 33 个月，目前项目进度 90%。	主要产品为复方丹参滴丸胶囊制剂，生产能力达到 1.6 亿只胶囊制剂/年，复方丹参滴丸进入美国和欧洲主流市场后初期投放的市场需求	预计每年平均营业收入 47,571.43 万元。每年平均税后利润 6,289.42 万元，投资回收期 6.56 年，税后财务内部收益率 31.50%。
现代中药固体制剂扩产建设项目	总投资 25,385.58 万元，已经完成 4,921.05 万元。	建设周期为 15 个月，目前项目进度 19.39%。	将达到养血清脑颗粒及丸剂 12.47 万件/年、水林佳胶囊剂 4.7 万件/年的生产能力	平均每年可新增营业收入 97,755.00 万元，新增税后利润 12,011.77 万元，投资回收期 5.15 年，税后财务内部收益率为 31.10%。

资料来源：公司提供。*注：受篇幅限制，此处仅列举专项项目投资情况，技改和扩建投资项目相关情况请详见公司公告，目前尚未有最新时点的项目进度情况统计。

联合评级认为，公司募投项目是基于公司中药国际化发展战略的有利扩展，是在现有产业链的基础上对从药材种植、提取、生产、销售和研发的生产流程等的进一步优化和扩展，上述项目的建成有利于公司进一步提升产业链各环节的标准和规范，为进入国际医药主流市场奠定基础。上述项目的建设周期主要集中在 2011 年~2012 年，效益释放将在 2013 年左右，项目建成后公司的现有产能将得以较大幅度提升，在不考虑技改及扩建项目的情况下，募投项目将新增年营业收入约 20 亿元，新增税后利润达到 4 亿元，盈利能力将在现有基础上实现一定规模的增长。若考虑

到技改及扩建项目的产能释放，公司未来销售收入和利润有望在现有基础上实现年均 40%以上的增长幅度，盈利前景广阔。从 2012 年公司初步业绩预测情况看，公司 2012 年的收入规模将在前三年平均增长率近 40%的基础上继续实现约 30%~40%的增长，收入规模有望突破 100 亿元；利润规模也将在 2011 年的基础上实现近 20%的增长，利润规模将近 8 亿元。

整体来看，随着公司增发募集投资项目的建成投产，加之储备的新药品种陆续投放市场，未来 3~5 年公司会逐步形成新的收入和利润增长点，盈利增长预期较高；加之得益于国家对中医药产业的大力支持，公司未来发展前景持续看好。

6. 未来发展

未来公司将继续完善现代中药产业链体系，以高端技术为核心，建立产品技术标准以巩固行业领先优势，完善产业平台，提高公司的市场应变能力。公司将加快生物药研究，坚持自主研发和项目引进并举的策略，着重生物疫苗、生物药新制剂等的开发，完成中长期生物药产品战略布局。同时公司会积极拓展国际市场，不断探索中药国际化道路。

随着公司定向增发募集项目的完成，公司将加大对上游资源的控制，实现主要产品扩产后原料的全部自给，进一步巩固产业链优势，改善现有产能不足的情况，现有优势产品的产销规模将进一步得以提升。从公司未来利润增长点看，除现有的中成药优势产品外，公司生物制药产品也有较大突破。生物新药——普佑克（注射用重组人尿激酶原）、注射用丹参多酚酸针剂和亚单位流感疫苗均是未来公司新的利润增长点。目前“复方丹参滴丸”FDAIII 期正在进行中，如果 2013 年“复方丹参滴丸”能够成功通过 FDAIII 期临床试验，并进入庞大的欧美市场，将显著提升公司品牌的国际知名度，同时带来良好的经济效益。

联合评级认为，公司经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。未来随着公司在建募投项目的逐步投入运营，公司经营规模将进一步扩大，整体竞争力有望进一步增强。公司具有多重业绩增长的支撑，其长期发展空间广阔。从 2011 年经营情况看，公司收入和盈利均保持了约 40%的增长幅度，预计未来 3~5 年仍会保持较高增长幅度。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2009 年~2011 年度合并财务报表已经天健会计师事务所审计并出具了标准无保留意见的审计结论。2007 年公司开始执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》，2011 年公司合并报表增加了天津雅昂医药国际化发展促进有限公司和天津天士力（辽宁）制药有限责任公司¹，其会计政策连续，主营业务未发生变化，近三年财务可比性强。

截至 2011 年底，公司合并资产总额 663,416.69 万元，负债合计 285,814.84 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 377,601.85 万元。2011 年公司实现合并营业收入 656,966.46 万元，净利润（含少数股东损益）63,996.44 万元；经营活动产生的现金流量净额 13,513.54 万元，现金及现金等价物净增加额-21,441.85 万元。

截至 2012 年三季度末，公司合并资产总额 708,866.28 万元，负债合计 304,592.07 万元，所有者权益（含少数股东权益）404,274.21 万元。2012 年前三季度公司实现合并营业收入 646,422.39 万元，净利润（含少数股东损益）63,200 万元；经营活动产生的现金流量净额 40,393.76 万元，现金及现金等价物净增加额-53,485.65 万元。

¹ 2011 年 11 月，公司以协议价 3,162 万元受让徐立元、北京东方快讯医药信息技术中心持有的辽宁仙鹤制药有限责任公司（后更名为“天津天士力（辽宁）制药有限责任公司”）51%股权，将其纳入合并范围，详见公告。

2. 资产质量

近三年公司资产总额以 28.38% 的年均增长率快速增长，主要来自于相关流动资产的增加。2011 年底公司流动资产在资产中占比为 60.05%，流动资产占比相对较高。

流动资产

2011 年底公司流动资产合计 398,397.89 万元，较上年增长 25.60%，主要来自于应收票据、应收账款和存货的增长。流动资产主要包括货币资金（占比 38.31%）、应收账款（占比 20.27%）和存货（占比 18.69%）。

2010 年底公司增发资金到位，使得当年货币资金增长幅度较快。虽然增发募集资金已陆续使用，但由于 2011 年底发行了 4 亿元短融，2011 年底公司货币资金规模仍达到了 152,641.04 万元。公司货币资金以银行存款为主。

由于公司较多采用票据结算货款，随着销售收入规模的扩大，公司应收票据相应增长，三年平均增长率达到 93.16%，2011 年底达到 72,650.07 万元。

近三年公司应收账款规模变化不大，2011 年底应收账款净额为 80,751.10 万元，主要集中于 1 年以内。近三年公司前五大客户应收额占应收账款总额的比例平均约为 20%，集中度有待进一步降低。公司严格按会计政策计提了坏账准备，2011 年底公司应收账款坏账准备合计为 4,602.45 万元，坏账准备计提符合会计政策规定。

随着公司生产销售规模的扩大，存货规模也逐年增长。近三年公司存货年均增长率为 38.58%，截至 2011 年底，公司存货净额 74,472.91 万元，较年初增长 32.68%。从存货构成上看，最近三年公司存货以库存商品和原材料为主。公司严格按照谨慎原则计提存货跌价准备，2011 年末计提存货跌价准备余额为 1,353.29 万元，分别来自于在产品 1,107 万元和库存商品 246.29 万元。

由于公司不断扩大生产销售规模，预付原材料款、医药商业预付货款、预付广告费用等支出相应增长，带动公司预付账款规模近年来也相应增长。2011 年底，公司预付账款余额为 11,879.40 万元，较上年增长 13.41%。公司预付账款以 1 年以内为主。

非流动资产

近三年公司非流动资产规模平稳增长，2011 年底公司非流动资产达到 265,018.81 万元，主要来自于固定资产（占比 58.54%）、长期股权投资（占比 14.82%）和无形资产（占比 10.47%）等。

近三年公司固定资产平稳增长，2011 年底固定资产账面价值 155,139.58 万元，构成主要为房屋建筑物和机器设备，公司累计计提折旧达到 66,675.03 万元，固定资产整体成新率为 69.94%。2011 年底，公司在建工程 21,313.22 万元，主要来自于在建的增发募集资金项目。

公司长期股权投资单位主要为天津商汇投资（控股）有限公司等，其中 2011 年上半年公司转让了天津商汇投资（控股）有限公司 4.35% 的股权，获得投资收益为 7,377.80 万元，对 2011 年形成部分利润贡献。截至 2011 年底，公司长期股权投资账面余额为 39,269.10 万元。

公司无形资产来自于其拥有的土地使用权、专有及专利技术、专利注册费和软件等，2011 年底达到 27,754.90 万元，其中土地使用权净值达到 17,848.92 万元，占无形资产比例为 64.31%；作为制药企业，公司一直保持着较高的研究开发投入规模，其开发支出主要来自于技术受让款和相关资本化的研发支出，2011 年底达到 9,162.66 万元。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额 708,866.28 万元，较年初小幅增长 6.85%，资产构成变化不大，仍以流动资产为主。

总体看，公司资产构成以流动资产为主，货币资金规模较大，资产结构合理，整体资产质量较高。

3. 负债及所有者权益

近三年公司负债规模平稳增长，年均增长率达到 24.15%，2011 年底公司负债合计 285,814.84 万元，其中流动负债占 95.81%，非流动负债占 4.19%，公司负债结构以流动负债为主。

2011 年底公司流动负债合计 273,852.76 万元，流动负债主要为短期借款（占 34.61%）、应付票据（占 16.49%）和应付账款（占 16.47%）。

2011 年底公司短期借款 94,772.93 万元，较年初增长了 18.13%，主要为信用借款。

随着公司生产经营规模的扩大，流动资金需求增加，2010 年以来公司未付银行承兑汇票等票据结算随之不断增加，应付供应商的采购款规模也有所增长。2011 年底公司应付票据规模达到 45,159.25 万元，较上年下降了 18.15%；应付账款达到 45,097.98 万元，较上年增长了 133.25%。

公司近年来保持着较为稳定的长期借款规模，2010 年底达到 22,500.00 万元，主要来自于公司在中国建设银行天津北辰支行、工商银行天津河北支行和中国农业银行天津河西支行的三笔长期借款，上述借款均在 2012 年到期。2011 年底上述长期借款计入“一年内到期的非流动负债”项目。

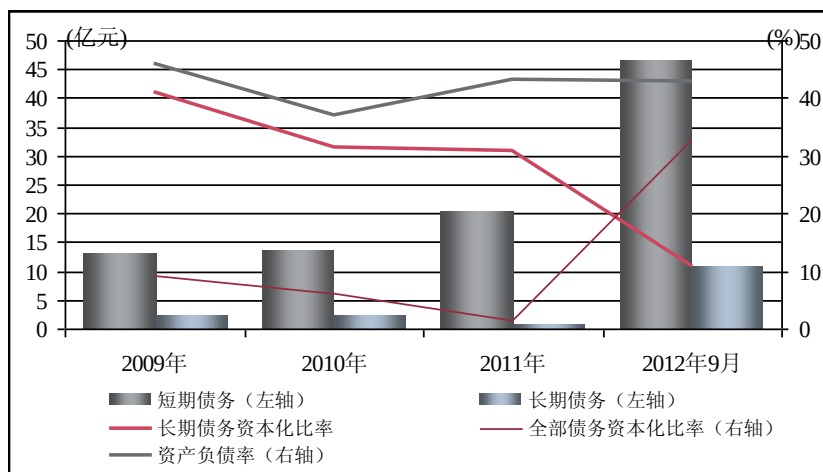
为满足流动资金周转需求，公司于 2011 年 11 月 22 日在银行间债券市场发行 2011 年度第一期短期融资券，发行规模为人民币 4 亿元，发行利率为 6.73%，发行期限为 365 天，上述短融计入资产负债表的“其他流动负债”项目。

近三年公司所有者权益年均增长 31.88%，主要源于 2010 年非公开增发带来的资本公积大幅增长以及未分配利润的积累。2011 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）合计 377,601.85 万元（其中归属于母公司所有者权益占比 93.66%）。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 24%、资本公积占 27.76%、盈余公积和未分配利润分别占 10.89%和 37.40%。

2010 年公司定向增发成功带动所有者权益大幅增长，相应当年资产负债率和全部债务资本化比率有所下降，随着 2011 年负债规模的增加，相关负债指标相应增长。截至 2011 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 43.08%和 35.58%，处于适中水平；长期债务资本化比率为 1.64%，处于较低水平。公司货币资金充足，基本可以满足规划项目的投资需求，预计未来 1~2 年公司债务负担仍将保持在合理水平。

进入 2012 年，公司发行了第一期短期融资券（3 亿元）及第一期公司债券（4 亿元），相应调整了融资结构，整体债务规模有所下降，相应的 2012 年三季度末资产负债率和全部债务资本化比率下降至 42.97%和 33.16%，长期债务资本化比率上升至 10.74%。截至 2012 年 9 月底，公司所有者权益合计为 404,274.21 万元，负债合计为 304,592.07 万元，分别较年初增长了 7.06%和 6.57%，流动负债占比较年初有所下降，权益结构构成变化不大。

图 4 近三年一期公司负债情况变化 单位：亿元 %



资料来源：公司提供。

整体来看，近年来公司资本支出稳健，整体负债水平不高，2012 年公司债发行之后，公司债务结构得以进一步优化。

4. 盈利能力

随着近三年公司经营规模的逐步扩大，其盈利能力相应平稳增长。2011 年公司实现营业收入 656,966.46 万元、净利润 63,996.44 万元，分别较上年增长 41.23%和 39.30%。从近三年增长趋势上看，公司净利润年均增长速度（40.62%）一直高于收入年均增长速度（28.27%），反映出公司盈利增长质量较高。公司盈利增长主要原因来自于毛利率较高的复方丹参滴丸和养血清脑颗粒、水林佳等产品销售规模的不断提升。

除主营业务外，2011 年公司还获得了 8,291.64 万元投资收益（主要来自于转让天津商汇投资(控股)有限公司 4.34%的股权收益 7,377.80 万元），并获得相关政府补助等营业外收入 5,732.05 万元，上述两项非经常性损益对公司 2011 年形成了良好的利润贡献。

从期间费用情况上看，随着公司业务规模的扩大，公司的销售费用和管理费用呈逐年增长态势，年均增长率分别为 17.89%和 17.68%；财务费用也呈现平稳增长，年均增长达到了 24.34%。从费用收入比上看，公司最近三年费用收入比相对稳定，平均水平约在 21%左右。

从盈利指标看，虽然公司所有者权益增长较快，但公司净资产收益率仍呈逐年增长态势，三年分别为 15.18%、16.42%和 17.77%；从主营业务毛利率上看，公司主营业务毛利率由于医药商业收入规模扩大带来的摊薄而有所下降，2011 年公司主营业务毛利率达到 29.83%。

2012 年前三季度，公司实现营业收入 646,422.39 万元，较上年同期增长 35.77%；实现净利润 63,200 万元，较上年同期增长 17.43%，盈利继续保持良好增长态势。

如表 14，从同行业比较情况看，公司净资产收益率和销售期间费用率处于行业良好水平，但销售净利率和销售毛利率相对于同行业企业而言仍有待提高。

表 14 2011 年同行业上市公司盈利指标对比情况 单位：%

证券简称	净资产收益率	销售毛利率	销售净利率	销售期间费用率
云南白药	24.29	29.97	10.70	17.37
东阿阿胶	27.77	66.17	31.54	29.72
同仁堂	13.01	41.00	10.72	25.74
天士力	17.68	29.96	9.74	18.89
健康元	6.87	52.92	10.25	38.36
片仔癀	23.16	45.54	25.11	14.92
上述平均值	15.90	42.81	15.03	24.06

资料来源：wind 资讯。

总体看，近三年公司收入和利润规模平稳增长，盈利状况不断提升，整体盈利能力较强。未来随着募投项目逐步建成达产，公司盈利能力有望进一步提升。

5. 现金流

近三年公司销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入基本保持同步增长，年复合增长率为 24.79%。近三年现金收入比均值为 112.58%，收入实现质量较高。公司注重各项成本和费用控制，经营活动现金流收支平衡。由于 2011 年公司以暂时闲置的 5 亿元募集资金补充流动资金，同时相应减少贴现票据，使得经营性现金流量净额低于去年同期，2011 年公司经营净现金流入为 13,513.54 万元。从实际情况看，公司经营现金获取能力较强，经营活动现金流状况良好。

从投资和筹资活动看，近三年公司固定资产投资支出规模适度，其中 2011 年随着募投项目建

设的推进，其投资活动支出相应增加，带动 2011 年投资活动净流量呈现净流出状态，净流出达到 31,920.30 万元。筹资活动方面，2010 年公司完成非公开增发，筹资活动净流入大幅增加。2011 年公司继续保持着适度的债务融资规模，筹资活动现金流量净额为-2,993.03 万元。

2012 年前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额为 40,393.76 万元，继续呈现净流入状态；投资活动产生的现金流量净额为-42,540.11 万元，主要来自短期理财产品投资等相关投资；公司筹资活动产生的现金流量净额为-51,370.43 万元，主要来自于偿还银行借款支付的现金。

总体看，公司经营活动现金流入规模大，收入实现质量较高。

6. 偿债能力

受增发因素的影响，近三年公司各项短期偿债指标呈现波动，2011年底流动比率和速动比率分别为1.45和1.18，较上年略有下降。公司现金短期债务比呈现波动，2011年为1.11倍，对短期债务的覆盖能力良好。

从长期偿债能力指标看，受益于利润持续增长，近三年公司 EBITDA 较快增长，EBITDA 利息倍数处于较高水平，2011 年为 12.12 倍；EBITDA 全部债务比略有波动，2011 年为 0.47 倍，整体看公司长期偿债能力较强。

如表 15，从同行业比较情况看，相对于同行业其他中药生产企业，公司资产负债率水平相对较高，流动比率、速动比率指标水平有待进一步提升。

总体看，目前公司整体偿债能力较强。

表 15 2011 年同行业上市公司盈利指标对比情况 单位：%

证券简称	资产负债率	流动比率	速动比率
云南白药	38.89	2.21	1.15
东阿阿胶	17.78	4.79	4.33
同仁堂	34.36	2.46	1.15
天士力	43.08	1.45	1.18
健康元	38.06	2.31	2.00
片仔癀	24.20	2.87	1.68
上述平均值	35.11	2.21	1.62

资料来源：wind 资讯。

截至 2011 年底，公司未对外提供担保；公司直接和间接融资渠道畅通，其中从各商业银行获得授信额度合计 30.71 亿元（合并口径），其中已使用额度 7.29 亿元，尚未使用的额度较大。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

本次公司债券总发行规模为不超过人民币 8 亿元（含 8 亿元），第一期 4 亿元已成功发行，本期拟发行公司债额度为 4 亿元。从实际情况看，截至 2012 年 9 月末，公司债务总额为 20.06 亿元，本次债券的发行将使得公司有息负债规模有一定程度的上升，但由于公司计划以发债偿还部分银行借款，预计对整体负债水平影响不大。

以 2012 年 9 月末数据为基础，在不考虑其他因素的情况下，本期 4 亿元公司债券发行后，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 46.02%、37.31%和 17.99%，仍处于适中水平。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2011 年底相关财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对于本期计划发行 4 亿元公司债的保护倍数分别为 2.47 倍、1.65 倍和 0.34 倍。总体看，上述三项指标对本期债券的覆盖程度较高。

公司近年来经营业绩稳定，随着未来公司各增发募投项目的投入运营，公司盈利能力有望得以继续增强，对本期债券的偿还能力会有所提高。

综合来看，本期债券的发行对于公司继续优化负债结构，补充经营所需资金具有重大意义，同时也将对提升企业竞争力产生积极的影响。

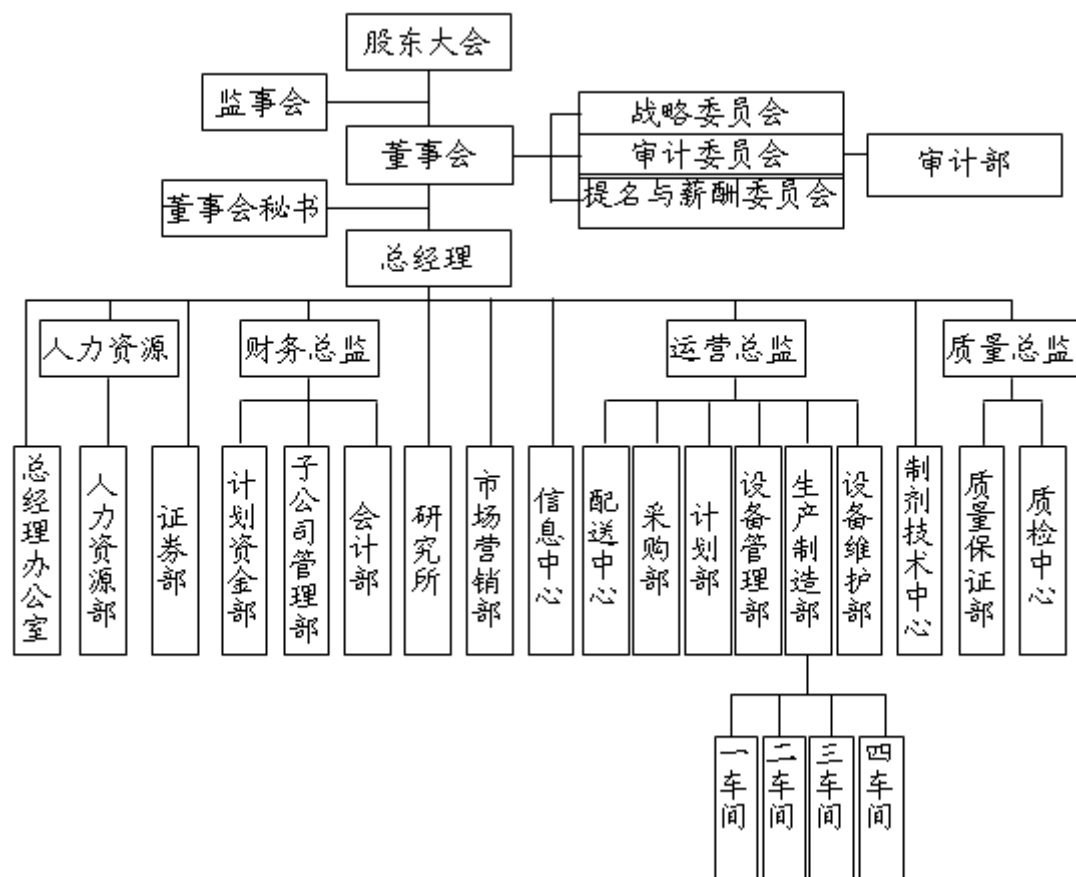
九、综合评价

天士力制药集团股份有限公司作为国内主要的中成药制造企业之一，多年来坚持中成药产品的研发和创新，并在中药国际化路线中取得重大突破。近三年公司不断优化产业链、积极建设销售网络，经营规模稳步扩大，盈利能力不断提升。联合评级也关注到公司优势产品相对较少、医药流通业务利润较低、国际化进程存在不确定性等因素对公司基本面产生的不利影响。

自 2012 年 4 月首期发行 4 亿元债券以来，公司经营业绩持续增长，目前公司资产规模较大，资产质量及现金流状况良好，债务负担合理，整体继续处于良性发展态势。未来公司将继续加大在中成药领域的研发力度，并积极开发生物新药产品。随着公司增发募集投资项目的建成投产，加之储备的新药品种陆续投放市场，未来 3~5 年公司会逐步形成新的收入和利润增长点，盈利能力有望进一步增强，业绩成长性预期较高。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综合来看，本期债券到期不能偿付本息的风险很低。

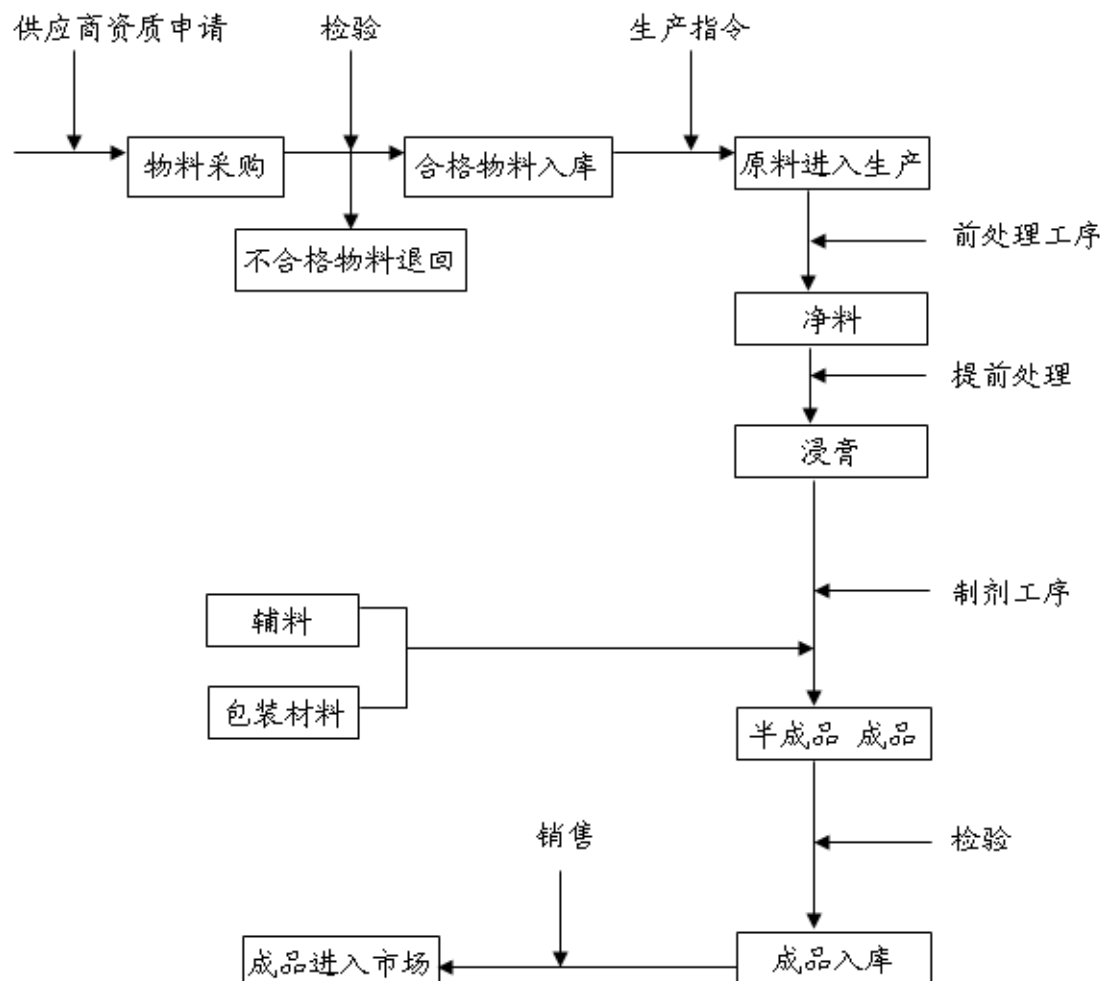
附件 1 天士力制药集团股份有限公司组织结构图



附件 2 截至 2011 年底下属公司情况

公司	注册地	注册资本 (万元)	持股 比例	经营范围
天津天士力现代中药资源有限公司	天津市	27,539.00	100%	中药数字仪器、制药设备及技术的开发、生产、销售；中药数字化检测分析及相关技术咨询服务；中药材、日用化学品提取物的加工及销售（食品、药品及化学危险品、易制毒品除外）等；
上海天士力药业有限公司	上海市	23,202.60	100%	生物工程产品的生产，中西药制剂、保健品及其他生物医药产品的研究、开发及相关“四技”服务等；
天津天士力之骄药业有限公司	天津市	16,091.79	100%	医药技术开发、转让、咨询、服务；冻干粉针剂、原料药生产等；
Tasly America Pharmaceuticals, Inc	美国马里兰州	USD 100.00	100%	开发、制造、进出口、销售以及投资于营养和医药产品等；
天津天士力医药营销集团有限公司	天津市	7,900.00	70%	中药材、中成药、中药饮片、化学原料药及其制剂、抗生素、生化药品、生物制品、诊断药品批发等；
陕西天士力植物药业有限责任公司	陕西商洛市	6,887.35	83.29%	中药材(国家管理品种除外)种植、购销；中药饮片加工、销售(凭药品生产经营许可证经营)等；
云南天士力三七种植有限公司	云南文山县	1,900.00	100%	中药材种植、收购、炮制、精加工、销售等
天津博科林药品包装技术有限公司	天津市	1,900.00	75%	药品包装材料及容器的技术开发；包装材料及容器、塑料制品制造、销售；精密塑料注件及相关材料的技术咨询服务（中介除外）等；
天士力金纳生物技术（天津）有限公司	天津市	3,200.00	55%	开发、生产、研制药疫苗以及相关的技术转让和技术咨询服务等；
天津雅昂医药国际化发展促进有限公司	天津市	600.00	100%	医药技术推广服务、科技交流；医药国际注册法规研究与培训；国际医药研发信息与药政服务等；
天津天士力(辽宁)制药有限责任公司	辽宁阜新市	4,000.00	51%	生产片剂、颗粒剂、丸剂（蜜丸、水蜜丸、水丸、浓缩丸、糊丸）散剂、口服液及硬胶囊剂等；

附件3 公司生产流程图



附件 4-1 天士力制药集团股份有限公司
2009 年~2012 年 9 月公司合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	55,625.80	160,368.29	152,641.04	65.65	90,767.01
交易性金融资产					6,800.00
应收票据	19,472.08	28,376.76	72,650.07	93.16	71,311.64
应收账款	53,586.18	56,440.39	80,751.10	22.76	143,228.29
预付款项	8,931.06	10,475.03	11,879.40	15.33	24,948.40
应收利息					75.13
应收股利					
其他应收款	7,744.55	5,409.34	5,984.59	-12.09	7,528.71
存货	38,776.29	56,130.83	74,472.91	38.58	81,321.07
一年内到期的非流动					
其他流动资产			18.79		
流动资产合计	184,135.97	317,200.64	398,397.89	47.09	425,980.25
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					2,000.00
长期股权投资	44,840.03	46,947.55	39,269.10	-6.42	38,827.76
投资性房地产	2,742.54	2,658.50	2,574.99	-3.10	2,512.36
固定资产	113,992.53	115,961.14	155,139.58	16.66	151,870.87
在建工程	22,733.42	25,489.55	21,313.22	-3.17	38,243.65
工程物资					
固定资产清理					
无形资产	17,268.34	17,228.31	27,754.90	26.78	26,040.21
开发支出	12,531.39	13,320.43	9,162.66	-14.49	11,805.19
商誉	1,450.27	1,450.27	4,489.63	75.95	4,489.63
长期待摊费用	1,528.93	2,801.40	2,490.54	27.63	2,235.01
递延所得税资产	1,309.64	2,212.12	2,824.18	46.85	4,861.35
其他非流动资产					
非流动资产合计	218,397.08	228,069.25	265,018.81	10.16	282,886.03
资产总计	402,533.05	545,269.89	663,416.69	28.38	708,866.28

附件 4-2 天士力制药集团股份有限公司
2009 年~2012 年 9 月公司合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	80,194.80	80,225.63	94,772.93	8.71	33,387.88
交易性金融负债					
应付票据	48,368.56	55,171.48	45,159.25	-3.37	48,618.54
应付账款	15,650.88	19,334.97	45,097.98	69.75	69,849.99
预收款项	1,125.74	6,350.21	9,495.84	190.43	6,520.48
应付职工薪酬	4,082.89	6,315.29	9,152.14	49.72	7,757.94
应交税费	3,174.87	3,650.29	1,318.35	-35.56	3,461.34
应付利息	75.16	125.55	527.85	165.01	3,126.37
应付股利			15.67		
其他应付款	8,248.51	6,641.86	5,955.66	-15.03	5,963.32
一年内到期的非流动负	200.00	200.00	22,500.00	960.66	0.00
其他流动负债			39,857.10		69,909.48
流动负债合计	161,121.39	178,015.27	273,852.76	30.37	248,595.32
非流动负债：					
长期借款	22,500.00	22,500.00	6,300.90	-47.08	7,841.00
应付债券					40,823.96
长期应付款				-100.00	
专项应付款	40.00		790.00		1,819.00
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债	1,761.91	2,260.66	4,871.18	66.27	5,512.79
非流动负债合计	24,301.91	24,760.66	11,962.08	-29.84	55,996.75
负债合计	185,423.30	202,775.94	285,814.84	24.15	304,592.07
所有者权益：					
股本	48,800.00	51,642.13	51,642.13	2.87	51,642.13
资本公积	56,442.73	155,441.14	155,119.56	65.78	155,119.56
盈余公积	22,135.77	26,548.84	32,419.50	21.02	32,419.50
未分配利润	76,041.94	97,139.05	121,364.23	26.33	147,761.92
外币报表折算差额	-83.52	-112.16	-150.42	34.20	-155.07
归属于母公司所有者权益	203,336.93	330,658.99	360,395.00	33.13	386,788.04
少数股东权益	13,772.82	11,834.97	17,206.85	11.77	17,486.17
所有者权益合计	217,109.75	342,493.96	377,601.85	31.88	404,274.21
负债和所有者权益总计	402,533.05	545,269.89	663,416.69	28.38	708,866.28

附件5 天士力制药集团股份有限公司
2009年~2012年9月公司合并利润表
(单位:人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1-9 月
一、营业收入	399,264.53	465,159.11	656,966.46	28.27	646,422.39
减: 营业成本	268,739.01	308,427.02	460,132.60	30.85	447,800.51
营业税金及附加	2,578.55	3,114.77	4,496.54	32.05	4,712.43
销售费用	56,582.88	63,162.40	78,639.43	17.89	81,198.40
管理费用	28,127.53	30,551.29	38,955.10	17.68	27,523.70
财务费用	4,206.53	6,156.77	6,503.71	24.34	6,746.88
资产减值损失	576.24	751.29	2,343.25	101.65	5,167.15
加: 公允价值变动收益(损失以“—”号填列)					
投资收益(损失以“—”号填列)	660.09	565.12	8,291.64	254.42	247.80
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	45.66	549.66	905.14	345.22	-36.48
汇兑收益(损益以“—”号添列)					
二、营业利润(亏损以“—”号填列)	39,113.89	53,560.68	74,187.47	37.72	73,521.12
加: 营业外收入	1,380.77	2,543.30	5,732.05	103.75	1,564.34
减: 营业外支出	584.81	541.21	1,339.73	51.36	138.37
其中: 非流动资产处置损失	86.96	62.33	236.43	64.89	49.15
三、利润总额(亏损总额以“—”号填列)	39,909.86	55,562.77	78,579.79	40.32	74,947.09
减: 所得税费用	7,546.46	9,619.84	14,583.35	39.01	11,747.09
四、净利润(净亏损以“—”号填列)	32,363.40	45,942.93	63,996.44	40.62	63,200.00
其中: 归属于母公司所有者的净利润	31,670.63	45,030.17	61,081.12	38.88	62,547.18
少数股东损益	692.77	912.76	2,915.32	105.14	652.82
五、每股收益:					
(一) 基本每股收益	0.65	0.92	1.18	34.74	1.21
(二) 稀释每股收益	0.65	0.92	1.18	34.74	1.21
六、其他综合收益	-0.51	-28.64	-38.26	766.94	-4.65
七、综合收益总额	32,362.89	45,914.29	63,958.18	40.58	63,195.35
归属于母公司所有者的综合收益总额	31,670.12	45,001.53	61,042.86	38.83	62,542.53
归属于少数股东的综合收益总额	692.77	912.76	2,915.32	105.14	652.82

附件 6-1 天士力制药集团股份有限公司
2009 年~2012 年 9 月公司合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1-9
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	455,073.74	531,779.02	708,661.72	24.79	641,479.67
收到的税费返还	1.55	0.00	0.00	-100.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	7,437.03	11,772.11	20,455.45	65.85	24,394.42
经营活动现金流入小计	462,512.32	543,551.13	729,117.17	25.56	665,874.09
购买商品、接受劳务支付的现金	292,153.66	354,286.25	520,648.58	33.50	431,879.66
支付给职工以及为职工支付的现金	25,924.52	28,493.14	37,113.73	19.65	34,410.86
支付的各项税费	33,319.12	43,267.49	58,112.58	32.07	55,277.32
支付其他与经营活动有关的现金	71,076.29	77,998.96	99,728.74	18.45	103,912.48
经营活动现金流出小计	422,473.58	504,045.84	715,603.63	30.15	625,480.33
经营活动产生的现金流量净额	40,038.74	39,505.29	13,513.54	-41.90	40,393.76
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	1,963.67	250.69	15,081.92	177.14	211,413.00
取得投资收益收到的现金	11.95	197.29	839.71	738.26	330.02
处置固定资产、无形资产和其他长期资产	338.94	2,620.88	157.14	-31.91	557.30
处置子公司及其他营业单位收到的现			120.92		400.00
收到其他与投资活动有关的现金	565.64	302.16	1,614.13	68.93	1,713.86
投资活动现金流入小计	2,880.20	3,371.03	17,813.81	148.70	214,414.18
购建固定资产、无形资产和其他长期资产	11,680.48	16,613.08	42,257.87	90.21	26,391.28
投资支付的现金	28,980.00	3,126.03	1,978.75	-73.87	230,563.00
取得子公司及其他营业单位支付的现		11.61	5,497.49		0.00
支付其他与投资活动有关的现金	23.29	2.89	0.00	-100.00	0.00
投资活动现金流出小计	40,683.77	19,753.61	49,734.12	10.56	256,954.28
投资活动产生的现金流量净额	-37,803.57	-16,382.58	-31,920.30	-8.11	-42,540.11
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	160.00	103,015.09	348.00	47.48	
发行债券所收到的现金			39,840.00		69,630.00
取得借款收到的现金	161,694.80	146,605.63	165,956.38	1.31	42,047.26
收到其他与筹资活动有关的现金	23,351.85	23,521.90	9,110.00	-37.54	33,070.97
筹资活动现金流入小计	185,206.65	273,142.62	215,254.38	7.81	144,748.22
偿还债务支付的现金	131,056.05	146,574.80	149,282.94	6.73	124,046.31
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	24,667.86	24,764.64	36,903.85	22.31	39,584.50
支付其他与筹资活动有关的现金	18,695.45	23,744.27	32,060.62	30.95	32,487.84
筹资活动现金流出小计	174,419.36	195,083.71	218,247.41	11.86	196,118.66
筹资活动产生的现金流量净额	10,787.29	78,058.91	-2,993.03		-51,370.43
四、汇率变动对现金及现金等价物的影	-4.09	-27.45	-42.05	220.65	31.13
五、现金及现金等价物净增加额	13,018.36	101,154.18	-21,441.85		-53,485.65
加: 期初现金及现金等价物余额	33,131.95	46,150.31	147,304.48	110.86	125,862.64
六、期末现金及现金等价物余额	46,150.31	147,304.48	125,862.64	65.14	72,376.99

附件 6-2 天士力制药集团股份有限公司
2009 年~2011 年公司现金流量表补充

(单位: 人民币万元)

补充资料	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	32,363.40	45,942.93	63,996.44	40.62
加: 资产减值准备	576.24	751.29	2,343.25	101.65
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	9,634.90	9,805.24	9,738.69	0.54
无形资产摊销	1,253.34	1,316.55	2,012.05	26.70
长期待摊费用摊销	358.12	492.07	650.31	34.76
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“—”号填列)	36.04	-49.34	194.74	132.46
固定资产报废损失(收益以“—”号填列)				
公允价值变动损失(收益以“—”号填列)				
财务费用(收益以“—”号填列)	2,851.88	3,578.18	4,357.75	23.61
投资损失(收益以“—”号填列)	-660.09	-565.12	-8,291.64	254.42
递延所得税资产减少(增加以“—”号填列)	-207.03	-880.39	-368.52	33.42
递延所得税负债增加(减少以“—”号填列)				
存货的减少(增加以“—”号填列)	-8,034.56	-18,078.74	-16,515.79	43.37
经营性应收项目的减少(增加以“—”号填列)	-13,433.86	-16,208.53	-66,932.52	123.21
经营性应付项目的增加(减少以“—”号填列)	14,986.64	13,169.32	21,055.27	18.53
其他	313.72	231.84	1,273.51	101.48
经营活动产生的现金流量净额	40,038.74	39,505.29	13,513.54	-41.90
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3. 现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	46,150.31	147,304.48	125,862.64	65.14
减: 现金的期初余额	33,131.95	46,150.31	147,304.48	110.86
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	13,018.36	101,154.18	-21,441.85	

附件 7 天士力制药集团股份有限公司

主要财务指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	7.17	7.96	9.02	--
存货周转次数(次)	7.66	6.50	6.97	--
总资产周转次数(次)	1.07	0.98	1.09	--
盈利能力				
总资本收益率(%)	10.70	12.01	13.20	--
净资产收益率(%)	15.18	16.42	17.77	--
主营业务毛利率(%)	32.62	33.72	29.83	--
营业利润率(%)	32.05	33.02	29.28	30.00
费用收入比(%)	22.27	21.47	18.89	17.86
财务构成				
资产负债率(%)	46.06	37.19	43.08	42.97
全部债务资本化比率(%)	41.06	31.58	35.58	33.16
长期债务资本化比率(%)	9.39	6.16	1.64	10.74
偿债能力				
EBITDA(万元)	55,243.76	73,412.38	98,721.03	--
短期债务(万元)	128,763.36	135,597.11	202,289.28	151,915.89
长期债务(万元)	22,500.00	22,500.00	6,300.90	48,664.96
全部债务(万元)	151,263.36	158,097.11	208,590.18	200,580.85
EBITDA 利息倍数	12.12	11.14	12.12	--
EBITDA 全部债务比	0.37	0.46	0.47	--
经营现金债务保护倍数	0.26	0.25	0.06	0.20
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.01	0.15	-0.09	-0.01
流动比率	1.14	1.78	1.45	1.71
速动比率	0.90	1.47	1.18	1.39
现金短期债务比	0.58	1.39	1.11	1.11
经营现金流动负债比率(%)	24.85	22.19	4.93	16.25
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.49	3.51	-2.26	--
现金流				
现金收入比率(%)	113.98	114.32	107.87	99.24
筹资活动前产生的现金流量净额(万元)	2,235.17	23,122.71	-18,406.76	-2,146.35
本期公司债券偿债能力				
EBITDA 偿债倍数	1.38	1.84	2.47	--

注：由于 2012 年三季度部分指标不具有可比性，相关指标相应略去。

附件 8 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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%
财务构成指标	
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 / (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
短期偿债能力指标	
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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券发行额度
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 / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券发行额度

注： 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 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 9 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。

联合信用评级有限公司关于 天士力制药集团股份有限公司 2013 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，每年天士力制药集团股份有限公司公告年报后 2 个月内对天士力制药集团股份有限公司 2013 年公司债券（第一期）进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

天士力制药集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。天士力制药集团股份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，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注天士力制药集团股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现天士力制药集团股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，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，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如天士力制药集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级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，直至天士力制药集团股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站（www.lianhecreditrating.com.cn）、上海证券交易所网站（www.sse.com.cn）和巨潮资讯网（www.cninfo.com.cn）予以公布并同时报送天士力制药集团股份有限公司、监管部门、交易机构等。

