

跟踪评级公告

联合评字[2016]350 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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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+，评级展望为“稳定”

天士力制药集团股份有限公司发行的“12 天士 01”、“13 天士 01”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：

二零一六年四月廿七 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)

天士力制药集团股份有限公司 公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

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

债券简称	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
12 天士 01	4 亿元	AA+	AA+	2015 年 4 月 28 日
13 天士 01	4 亿元	AA+	AA+	2015 年 4 月 28 日

跟踪评级时间：2016 年 4 月 27 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	129.21	154.13	153.69
所有者权益（亿元）	50.68	77.07	79.92
长期债务（亿元）	8.12	7.98	7.99
全部债务（亿元）	56.25	52.95	48.80
营业收入（亿元）	125.67	132.22	31.45
净利润（亿元）	14.50	15.24	2.85
EBITDA（亿元）	22.98	23.83	--
经营性净现金流（亿元）	6.17	3.40	1.37
营业利润率（%）	36.67	37.81	30.16
净资产收益率（%）	31.37	23.85	3.63
资产负债率（%）	60.77	50.00	48.00
全部债务资本化比率（%）	52.60	40.73	37.91
流动比率	1.15	1.50	1.57
EBITDA 全部债务比	0.41	0.45	--
EBITDA 利息倍数（倍）	7.37	8.89	--
EBITDA/债券额度（倍）	2.87	2.98	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；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。

2、2016 年第一季度财务报表数据未经审计、相关指标未年化。

评级观点

跟踪期内，天士力制药集团股份有限公司（以下简称“公司”或“天士力”）整体生产经营状况稳定，在产品质量、核心产品市场竞争力以及产品产销率等方面持续保持良好水平，主营业务毛利率继续处于较高水平，盈利能力强。同时，联合评级也关注到，受招标降价、医保控费等政策调整的影响，公司收入规模增速有所下降。

公司于2015年顺利完成定向增发，募集资金合计15.77亿元，增强了公司的资本实力。公司目前资产规模较大，资产质量及现金流状况良好，债务水平适中，发展态势良好。

未来公司将着重新药的研发、产业链成本的优化以及营销渠道的细化，扩充新药布局，建立成本优势，综合提升自身市场竞争能力，巩固自身经营基础，并提升盈利能力。

基于对公司主体及公司债券偿还能力的综合评估，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“12天士01”和“13天士01”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 随着我国医疗服务能力的提升和居民生活水平提高，我国医药行业将继续保持旺盛的行业需求，公司外部经营发展环境较好。

2. 公司是国内知名医药生产企业之一，核心产品的客户认可程度高，市场竞争能力较强，主导产品复方丹参滴丸市场占有率保持第一。

3. 跟踪期内，公司在产品质量、核心产品市场竞争力以及产品产销率等方面持续保持良好水平，主营业务毛利率继续处于较高水平。

4. 跟踪期间，公司完成定向增发，权

益规模有所增长，有利于公司财务结构的改善。

关注

1. 随着医药体制改革的深入推进，以及医保控费、招标限价等政策的逐步落实，我国医药行业整体增速放缓，促使市场竞争加剧，以致公司产品价格面临一定的下调压力，盈利空间或遭压缩。

2. 由于销售终端规模的扩大以及销售政策的调整，使公司应收账款总量快速增长，对资金产生占压，加大了公司的资金周转压力。

分析师

唐玉丽

电 话：010-85172818

邮 箱：zhangln@unitedratings.com.cn

王 越

电 话：010-85172818

邮 箱：wangan@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：



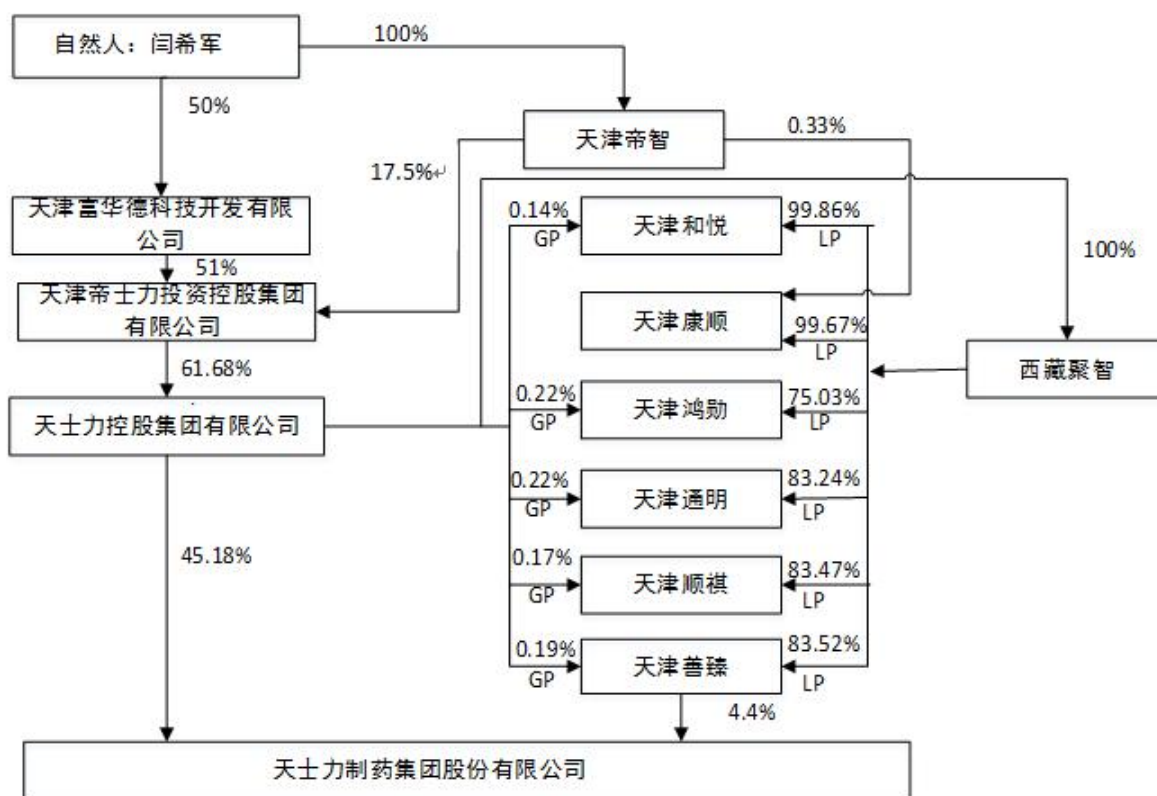
联合信用评级有限公司

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”）前身为天津市天使力联合制药公司，成立于1994年5月。2000年4月27日，经天津市人民政府津股批（2000）4号文批准，公司依法改制为股份有限公司。经中国证券监督管理委员会证监发行字[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”，股票代码：600535。2012年5月，公司更名为现用名。

经多次增资、分红送股、公积金转增股本后，截至2015年末，公司股本为108,047.59万股，其中无限售条件流通股和有限售条件股分别占比95.59%和4.41%。截至2015年末，公司有限售条件股合计4,763.32万股，全部为公司经中国证券监督管理委员会（下简称“中国证监会”）证监许可[2015]376号文的核准，于2015年3月向天津和悦科技发展合伙企业（有限合伙）等6名特定对象定向增发的人民币普通股。公司控股股东为天士力控股集团有限公司，天士力控股集团有限公司持有公司45.18%的股份。公司实际控制人为闫希军。

图 1 截至 2015 年末公司股权结构图



资料来源：公司年报

公司以医药产品的研发、制造和销售为主营业务，截至2015年末，公司合计拥有366个产品种类，368个批准文号，OTC产品122个，处方药179个；进入《地方基本药物目录》产品13个，进入《地方医保目录》的产品8个，进入《新型农村合作医疗基本用药目录》的产品20个。

截至2015年末，公司已设立制剂技术中心、生产制造部、市场营销部、质量保证部、质检中心、计划部等20多个部门（见附件1），拥有天津天士力现代中药资源有限公司、天津天士力医药

营销集团有限公司、天津天士力医药商业有限公司等16家子公司，各类在职人员10,836人。

截至2015年末，公司合并资产总额154.13亿元，负债合计77.06亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）77.07亿元，其中归属于母公司所有者权益合计74.69亿元。公司2015年全年实现营业收入132.28亿元，净利润（含少数股东损益）15.24亿元，其中归属于母公司所有者的净利润14.79亿元；经营活动产生的现金流量净额3.40亿元，现金及现金等价物净增加额为-2.86亿元。

截至2016年3月末，公司合并资产总额153.69亿元，负债合计73.76亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）79.92亿元，其中归属于母公司所有者权益合计77.47亿元。公司2016年第一季度实现营业收入31.45亿元，净利润（含少数股东损益）2.85亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.77亿元；经营活动产生的现金流量净额1.37亿元，现金及现金等价物净增加额为-2.25亿元。

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：闫凯境。

二、债券发行及募集资金使用情况

根据中国证监会证监许可[2011]1791号文核准，公司公开发行不超过人民币 8 亿元的公司债券，该公司债券分两期发行。2012 年 4 月 19 日，公司公开发行第一期 4 亿元公司债券，期限为 5 年，发行利率为 6%。第一期债券已于 2012 年 5 月 22 日在上海证券交易所（下简称“上交所”）挂牌交易（证券代码 122141，证券简称“12 天士 01”）。第一期公司债券已按照约定用途用于偿还银行短期借款及补充流动资金。2016年4月24日，公司将偿付自2015年4月24日至2016年4月23日期间的债券利息。

2013 年 3 月 27 日，公司发行第二期 4 亿元公司债券，期限 5 年，发行利率为 4.98%。第二期债券已于 2013 年 4 月 12 日在上交所挂牌交易（证券代码为 122228，证券简称“13 天士 01”）。第二期公司债券已按照约定用途用于偿还公司借款及补充流动资金。2016年3月29日，公司已完成自 2015 年 3 月 29 日至 2016 年 3 月 28 日期间的债券利息的偿付。

在历史付息情况方面，“12 天士 01”和“13 天士 01”均按照债券发行条款的约定，进行债券利息的给付。

三、行业分析

随着改革开放以来，我国人民生活水平的提高，其保健意识也相应提高，使全社会居民对医疗保健的需求不断加大，愈加提高了我国医药行业在国民经济中的地位。近年来我国医药生产行业一直处于持续快速发展态势。随着我国疾病治疗需求和行业竞争的加剧，创新药和高质量仿制药的研发以及现代化中成药的发展，已成为我国医药产业升级的重要命题和途径。进入“十三五”期间，生物药的发展已被列入我国重点培育发展的战略之一，医药行业在未来市场需求、产业政策等方面均具备良好的发展条件。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。同时医药行业是我国高级属性战略性新兴产业之一，具有非周期性、高成长性、高投资和高风险等特点。

自新医改以来，在政策大力扶持、居民消费水平明显提高等因素的刺激下，我国医药产业处于行业发展成长期，未来发展潜力依然巨大。但是受近两年招标降价、医疗控费与公立医院规模限制等多重因素影响，基药红利效应逐渐消失，医药行业进入转型期，整体行业发展增速有所下降。

医药工业

在收入规模及盈利方面，医药制造行业受医保控费、药品招标降价等因素的影响，全行业整体的收入规模及盈利水平增速放缓，但由于支持药品需求的核心因素未发生改变，2015年我国医药制造行业仍维持了较高的景气度，当年我国医药制造行业实现主营业务收入25,547.10亿元，同比增长9.48%；实现利润总额2,627.30亿元，同比增长13.14%；行业毛利率为28.81%，较上年28.63%的毛利率水平，小幅上升0.18个百分点。

在行业细分方面，从增长速度看，近三年生物生化品制造、卫生材料和医药用品制造、中成药制造以及中药饮片加工四个子行业收入规模年均增长基本保持在20%以上，均保持快速增长势头；从盈利能力看，生物生化制品制造、化学药品制剂制造和中成药制造保持较高的销售利润率，化学药品原药制造和中药饮片加工盈利能力明显偏低。近年来医药行业效益有所分化，中成药制造业总体保持快速增长，盈利能力较强。

在原材料供应价格方面，中药材价格受传统销售淡季、市场周期性调整以及国内经济增长放缓三重影响明显，2015年我国全年中药价格指数波动较为明显，依据成都中药价格指数（月度）显示，整体基本保持在140点至147点之间，仍整体处于较高水平。在具体中药材价格变化方面，2015年内，三七价格波动幅度大；丹参价格相对稳定，2015年基本处于14~15元/千克区间，未来三七价格因供大于求仍将有所下降，丹参价格会因市场行情变化继续波动。

在行业下游方面，受相关控费制度的影响，我国医药行业流通规模增速继续下行，但由于药品刚需的增长和政府财政投入的支撑，医药行业流通及销售规模进一步扩大。同时随着我国逐步进入人口老龄化阶段，慢性病发病人数增长及我国公共医疗投入力度加强等因素，均可对医药行业销售规模的发展提供持续支持。

政策方面，目前中国政府正大力推进医药体制改革，以解决药价虚高和居民医药负担过重等问题，促使医保体系进一步完善。现阶段我国政府通过基础药招标限价的方式，促使药价改革获得突破，但药品价格仍具备下降空间，同时随着医保体系的逐步完善，我国医药市场规模将进一步扩大。在具体政策下发方面，2015年3月国务院印发《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》，2015年6月卫计委下发《关于落实完善公立医院药品集中采购工作指导意见的通知》，对公立医院药价及招标政策进行制度化规范。

在价格方面，2015年我国中西药品及医疗保健用品零售价格呈逐月上升态势，截至2015年末我国中西药品及医疗保健用品零售价格RPI为102.44，较年初增长0.73个百分点。但由于进入2016年后，我国各省基药和非基药新一轮招标的全面启动以及公立医院改革的全面推进，以及医保筹资压力的影响，未来我国药品价格降价趋势明显。

总体来看，中国医药制造业保持增长较快，由于医保控费、招标限价等政策措施的影响，近年来增速呈现下滑趋势，但作为与居民健康密切相关的周期性行业，预计在经过前期高速增长后行业将逐步进入稳定增长阶段，未来我国医药制造业仍将保持良好的发展态势。

医药商业

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。

随着医疗改革的推进和基本医保扩容所带来城乡居民用药需求的上升，我国药品流通市场规模继续保持高增长态势，但由于目前基本医保已对我国总人口形成大规模的覆盖，居民用药需求趋于稳定，致使我国药品流通市场增速放缓。

据商务部数据显示，2015 年上半年我国七大类医药商品销售总额 8,410 亿元，比上年同期增长 12.4%，增幅回落 1.7 个百分点。其中，药品零售市场销售总额为 1,682 亿元，扣除不可比因素后较上年同期增长 8.7%，增幅回落 0.3 个百分点。2015 年上半年药品流通直报企业（1,200 家）主营业务收入 6,581 亿元，同比增长 12.8%，增幅回落 2.1 个百分点；实现利润总额 108 亿元，扣除不可比因素同比增长 11.5%，增幅下降 2.4 个百分点；平均利润率为 1.6%，扣除不可比因素与上年同期相比降低 0.2 个百分点；平均毛利率为 6.4%，与上年同期相比降低 0.6 个百分点；平均费用率为 5%，与上年同期持平。

进入 2015 年后，我国药品流通业发展具备以下特点：

1、药品流通市场销售总体平稳增速放缓。2015 年上半年，大型药品流通企业的主营业务收入、利润增长、费用控制普遍优于行业整体水平，对行业发展的引领作用进一步提升。药品流通行业总体销售增长放缓、运营成本增加、毛利率降低等一系列现实情况，对全行业发展形成了较大压力。

2、药品零售市场呈结构性调整。2015 年上半年药品零售市场规模总体呈现增长态势，在商务部“十二五”行业发展规划纲要的指导下，大型药品零售连锁企业发展迅速。由于医院药品零加成挤压药店药品价格、医院药房社会化低于预期和医药电商快速增长等因素的影响，使得传统零售业务的增长空间收窄，药品零售市场规模扩张放缓，低于整体药品流通行业的销售增幅，以致药品零售业面临经营体系重建、多维竞争的局面。面对市场挑战，不少重点企业积极应对，立足国情，力求多元化、多渠道深耕拓展药品零售市场，以专业化服务和大健康市场为立足点探索新型药店经营模式。

3、医药电子商务市场呈现快速增长态势。2015 年上半年，医药电子商务继续快速发展。据国家食品药品监督管理总局统计，2015 年上半年共批准、换发证书 105 家，截至 2015 年 6 月 30 日，拥有互联网交易资质的企业合计为 425 家，企业数量同比增长 56.3%，其中 B2B 为 90 家、B2C 为 319 家、O2O 为 16 家，主要的交易模式为 B2B、B2C 形式，其中 B2B 占销售额比重为 90%（不含 O2O 模式）。据药品流通统计直报系统不完全统计，拥有互联网资质的医药电子商务营业收入平均增幅超过了 50%，远远高于传统药品流通销售模式的增幅。此外，虽然医药电子商务整体销售收入占药品流通市场的比重不高，但其销售增速不断提高，随着未来“互联网+”政策的进一步落实，未来医药电子商务的发展潜力巨大。

总体来看，由于我国医疗卫生体系的逐步完善，居民用药需求的增长趋于稳定，药品流通市场销售增速有所放缓，致使对行业发展产生较大压力，促使行业内企业对经营模式进行调整，并推动电子商务和医药流通行业合作发展。

四、管理分析

2015 年，公司独立董事张雁灵先生和王爱俭女士分别由于个人原因和任期已满的原因辞任职务，经公司第五届董事会第 22 次董事会决议及 2014 年度股东大会选举，郭云沛先生、田昆如先生和孙鹤先生，成为公司第五届董事会成员，其中郭云沛先生、田昆如先生担任独立董事；经公司第六届董事会第一次会议审议批准，由孙鹤先生继任公司副董事长。2015 年公司其他董事、监事和高级管理人员未发生变化。目前公司高级管理人员及核心技术人员稳定，主要管理制度延续以

往模式，管理运作正常。

整体来看，公司部分管理人员发生变更，但对公司正常经营未产生重大影响。

五、经营分析

1. 经营概况

2015年，受医保控费等行业政策的影响，公司经营业绩增速放缓，公司2015年全年实现合并营业总收入132.28亿元，同比增长5.17%，实现净利润15.24亿元，同比增长5.05%，增速同期分别下降8.07个百分点和19.54个百分点。

公司主营业务包括医药工业及医药商业两部分，2015年两类业务所实现的主营业务收入共计131.43亿元，占营业总收入的99.39%，公司主营业务突出。2015年，公司医药工业及医药商业业务分别实现收入63.65亿元和67.78亿元，分别同比增长5.19%和4.74%，增速分别较上年同期下降17.75个百分点和1.86个百分点，其中医药工业板块受近两年受招标降价、医保控费等政策调整的影响，收入规模增速下降幅度大。在收入占比方面，医药工业和医药商业两类业务收入分别占公司同期主营业务收入48.43%和51.57%，主营业务结构基本保持稳定。

表 1 2014~2015 年公司主营业务收入、占比及毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药工业	60.51	48.32	70.79	63.65	48.43	72.01
医药商业	64.71	51.67	6.13	67.78	51.57	7.14
合计	125.23	100.00	37.38	131.43	100.00	38.55

资料来源：公司年报。

2015年，公司主营业务毛利率为38.55%，继续保持较高水平，同比上年增长1.17个百分点，其中医药工业和医药商业两板块业务毛利率分别为72.01%和7.14%，分别较上年同期增长1.22个和0.58个百分点，基本保持稳定，两板块毛利率在所属行业内均处较高水平。

2016年第一季度，公司实现营业总收入31.45亿元，同比增长2.16%；净利润2.85亿元，同比下降20.30%，下降的主要原因为营业成本规模的扩大。

总体来看，公司主营业务突出，受相关政策调整的影响，公司收入规模的增速有所放缓，但主营业务毛利率仍保持较高水平。

2. 业务运营

（1）医药工业板块

在原材料供应方面，公司主要原料药材包括丹参、三七、冰片、川芎、当归、黄芪等，其中主要原药材为丹参和三七，其中丹参药材全部由下属子公司陕西天士力植物药业有限责任公司供应，其下属天士力商洛丹参药源基地是首个通过国家GAP认证的药材种植基地，其所产丹参在单株产量、核心药物成分含量等方面均处于行业较高水平。截至2015年末，公司陕西丹参种植面积达1.42万亩，年产丹参总量达2,038吨，约为目前生产原料需求量的1.51倍。同时，公司在云南省拥有种苗基地和三七生产基地面积分别为102亩和2,381亩，其中三七年产量达300吨，已满足公司日常生产经营所需。公司常用药材整体储备充足，可有效规避由于中药材价格变动所带来的不利影响。

在生产工艺方面，公司目前中药生产设备技术处于国内先进水平，全自动滴丸生产设备及全自动外包装生产线可实现生产数据的在线采集、质量标准的实时监控、物流信息的追踪管理、设备状态的自诊分析等过程控制。公司所使用的“高速磁悬浮滴丸机”为公司核心技术设备，该设备为公司自行研发的第五代滴丸机，采用工控机/触摸屏人机界面及PLC全自动控制系统，实现数据总控、智能化制造。截至2015年末，公司以“高速磁悬浮滴丸机”为核心的现代中药制造体系已通过荷兰植物药GMP的现场检查，并已通过欧盟GMP认证。

研发方面，公司以市场为导向，通过管理理念培训、机制研究与建设，完善创新产品战略规划及组织运行机制，对新产品、新技术的研发活动进行管理。公司广泛与科研院所、合作伙伴、CRO公司进行业务对接合作，并积极对产品开发管控体系进行完善。2015年，公司“天津市组分中药企业重点实验室”获批建设国家科技部“创新中药关键技术国家重点实验室”及国家发改委“中药先进制造技术国家地方联合工程实验室”，新增新药立项12个，在研项目61个，其中中药24项，化学药23项，生物药9项，国际化项目5项；含1类新药11项。

在产品销售方面，主要受招标限价、医疗控费等相关医疗改革政策的实施的影响，公司2015年整体销售规模小幅下降，主要产品复方丹参滴丸、养血清脑颗粒的销量分别为13,319.21万盒和2,352.63万盒，销售量同比分别下降0.23%和2.95%。为顺应医改政策的深化推进，公司及时启动低价药招标及相关工作，成立了天士力医药商业公司、水针剂分公司和粉针剂分公司，对现有营销管控模式进行专业性优化，以降低相关政策对销售规模影响程度。

由于2015年我国及各省基本用药及医保目录未进行更新，因此，2015年公司未发生产品新进入或退出基本用药及医保目录情况。公司计划于2016年继续寻求各类用药目录的增补机会，为相关产品建立更好的销售条件。

在产品市场占有率方面，复方丹参滴丸为公司核心产品，是公司独家产品，该产品主治冠状动脉粥样硬化性心脏病，凭借多年来的良好疗效，获得了国内广大消费者的认可，该产品在市场占有率和单品产销规模方面位于同类型产品前列。具体情况见表2、表3：

表2 2014年第二季度~2015年第二季度城市等级医院心血管口服中成药前5品牌排名

排名	品名	生产厂家	市场份额(%)
1	复方丹参滴丸	天士力制药集团股份有限公司	18.68
2	通心络胶囊	石家庄以岭药业股份有限公司	9.17
3	麝香保心丸	上海和黄药业有限公司	8.10
4	益心舒胶囊	贵州信邦制药股份有限公司	3.51
5	速效救心丸	天津中新药业集团股份有限公司	3.29

资料来源：公司年报。

表3 2014年零售市场心脑血管口服中成药前5品牌排名

排名	品名	生产厂家	市场份额(%)
1	复方丹参滴丸	天士力制药集团股份有限公司	7.09
2	脑心通胶囊	陕西步长制药有限公司	3.97
3	速效救心丸	天津中新药业集团股份有限公司	3.57
4	银杏叶片	深圳海王药业有限公司	3.49
5	麝香保心丸	上海和黄药业有限公司	3.43

资料来源：公司年报。

在产品产销方面，主要受招标限价、医保控费等政策的影响，公司2015年主要产品产销率均

较上年有所下降，同时由于营销网络的拓展，一定程度上缓解了政策变动带来的影响程度。2015年公司主要产品复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）和水林佳产销率分别为96.46%、100.41%和99.28%，分别较上年同比小幅下降5.05个百分点、1.66个百分点和6.18个百分点。同时得益于生产工艺的改进，生产效率的提高，公司复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）和水林佳的产能利用率进一步提升，分别为97.74%、58.85%和61.01%，分别较上年同比上升2.46个百分点、2.73个百分点和2.91个百分点。

在化学药方面，公司2015年化学原料药产能利用率和产销率分别为89.58%和86.95%，分别较上年相比大幅增长47.84个百分点和9.62个百分点，主要原因为公司对该类产品的生产技术进行优化，提升了该类产品的生产效率、降低生产成本，提升市场竞争力所致；对于化学制剂药，公司2015年该类产品的产能利用率和产销率分别为22.61%和91.06%，分别较上年下降15.24个百分点和6.29个百分点，主要原因为该产品市场竞争激烈，公司降低了该部分产品的产量所致。

表4 2015年公司主要产品产销情况

产 品	项 目	2014 年	2015 年
复方丹参滴丸	产能利用率	95.28	97.74
	产销率	101.51	96.46
养血清脑颗粒（丸）	产能利用率	56.12	58.85
	产销率	102.07	100.41
水林佳	产能利用率	58.10	61.01
	产销率	105.46	99.28
化学原料药	产能利用率	41.74	89.58
	产销率	77.33	86.95
化学制剂药	产能利用率	37.85	22.61
	产销率	97.35	91.06

资料来源：公司提供。

总体来看，公司生产技术先进，产品质量水平较高，核心产品产能受相关政策的影响小。进入2015年后，公司通过营销网络的延伸和拓展，基本维持了主要产品的产销规模的稳定。

（2）医药商业板块

公司医药商业板块经营范围包括药品、医疗器械等产品的批发和零售连锁。公司相关销售渠道在销售公司产品外，还经销其他公司药品，该部分销售业务的收入计入医药商业收入。在销售网络布局方面，继续保持广东、北京、山东、辽宁、湖南、天津和陕西七个区域为轴心的医药商业销售物流战略平台。该类业务核心企业仍为下属子公司天津天士力医药营销集团有限公司（以下简称“营销集团”）。截至2015年末，营销集团（合并前）资产总额72.48亿元，归属于母公司的所有者权益8.60亿元，归属于母公司所有者的净利润1.68亿元，整体经营情况良好。

截至2015年末，公司营销系统已辐射29个大区，设立782个办事处，与200余家一级商业经销商、2,000余家二级商业分销商建立了稳定的业务合作关系，业务终端遍及6万余家药店、6万余家基层医疗机构和近2万家医院，但与该行业其他优势企业相比，在规模竞争力方面仍有待提升。

近年来公司一直着手对医药商业板块进行整合，在经历前期高速增长后，该板块业务的市场增长速度有所放缓，但由于相关整合措施的落实使该板块商业业态得以优化，加之销售终端规模的延伸，促使公司医药商业板块收入规模以及毛利率的上升。公司2015年医药商业板块实现销售

收入67.78亿元，同比增长4.74%，业务毛利率由2014年的6.13%增至7.14%。

总体来看，受相关政策调整所致，公司医药商业业务收入规模增速进一步放缓，该类业务目前对公司利润留存的贡献作用较小，但整体运营状态良好。我国医药流通领域竞争充分，相较于同行业其他优势企业，公司该类业务的市场竞争力有待提升。

3. 经营关注

医保控费、招标限价等政策调整对公司运营产生消极影响

为减轻病患经济负担，保证价格相对低廉药品的生产供应，我国多年来连续对部分药品的最高零售价进行下调，并通过医保控费、招标限价等方式遏制虚高药价，受此影响，公司整体收入规模增速放缓。此外，相关政策加剧了行业内市场竞争，促使公司加大销售费用的支出规模，致使公司的利润留存空间有所压缩。

销售终端的延伸，以致应收账款增长快速增长

为缓解相关政策对公司业务带来的不利影响，公司积极对市场营销体系进行延伸和扩展，但随着销售终端的向下延伸和规模的扩大，致使公司应收账款回收周期延长，一定程度上加大了公司的资金周转压力。

4. 未来发展

在“十三五”期间，公司将以“新产品、新工业、新关系、新侧重、新模式、新平台、新合作、新领域”8个突破点为支柱，依托产业和资本的双轮驱动，继续以“一个核心带两翼”的发展思路进行产业布局，在发展思维、方法、技术路径和商业模式方面进行积极创新，以带动产品研发、生产技术和营销模式的转型。

在产品研发方面，公司将依据中药、化学药和生物药的自身优势相应的进行大品种、系列化的产品研发，其中对于现代中药，公司将加快推进在研中药的新药项目，加强中药作用的物质基础和作用机理的研究，加快创新中药筛选平台建设，推进中药新制剂的研发；加强优质项目资源的评估和引进，加强妇科、精神领域新药布局，扩充儿童用药研究；对于化学药，公司将以创新药研发带动市场销售，以疾病谱规划创新药布局，加大对重大疾病和老年性疾病的研发，并提升仿制药的药效一致性水平；对于生物药，将采取多方合作、资源整合的形式，建立“创新-研发”、“研发服务”、“产品四化”的科研体系并扩大产品源，积极开展尿激酶原全生命周期研究和创新产品的开发。

在生产技术革新方面，公司计划对医药工业板块进行整体的智能化升级，全面提升产业标准，优化全产业链成本，建立成本优势，促进向最低成本型企业的转型，推动医药产业链的全面升级。

在营销模式方面，公司重视现有医药零售渠道的客户体验，计划在慢病管理、患者教育、社区家庭医生合作、医患社群、商业保险介入、健康管理、用药体验等方面提高对患者的服务水平，并加大自身的品牌传播，提高患者粘性，完成从产品营销到品牌营销的转变。在渠道布局方面，对各个细分市场进行相互交叉整合，完善处方药和非处方药的营销体系，完成由医药生产商向医药行业综合服务商的转变。

总体来看，公司依据自身经营优势和现有资源进行经营思路的调整，相关发展战略的安排清晰，有利于公司未来的稳健发展。

六、财务分析

公司2015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，2016年第一季度财务报表未经审计。

公司2015年财务合并范围较上年有所变化，由于对天士力金纳生物技术（天津）有限公司、天津天士力融通小额贷款有限公司、广州朗生药业有限公司和Tasly America Pharmaceuticals, Inc四家子公司进行股权出售，致使公司2015年财务合并范围不再包含上述4家公司，由于上述4家公司的处置价款与处置投资对应的合并财务报表层面享有该子公司净资产份额的差额小，且历年所实现的收入对公司总体收入规模的支持作用不大，因此减少上述合并单位后在资产规模及收益方面对公司的影响小；公司于2015年3月设立天士力（辽宁）现代中药资源有限公司，因此公司2015年财务合并范围新增该企业，该公司资产规模较小，对公司的影响小。

此外，公司2015年主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至2015年末，公司合并资产总额154.13亿元，负债合计77.06亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）77.07亿元，其中归属于母公司所有者权益合计74.69亿元。公司2015年全年实现营业收入132.28亿元，净利润（含少数股东损益）15.24亿元，其中归属于母公司所有者的净利润14.79亿元；经营活动产生的现金流量净额3.40亿元，现金及现金等价物净增加额为-2.86亿元。

截至2016年3月末，公司合并资产总额153.69亿元，负债合计73.76亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）79.92亿元，其中归属于母公司所有者权益合计77.47亿元。公司2016年第一季度实现营业收入31.45亿元，净利润（含少数股东损益）2.85亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.77亿元；经营活动产生的现金流量净额1.37亿元，现金及现金等价物净增加额为-2.25亿元。

1. 资产及负债结构

资产

截至2015年末，公司资产总额154.13亿元，较年初增长19.28%，主要为流动资产规模大幅增长所致。资产总额中，流动资产和非流动资产分别占比64.21%和35.79%，仍以流动资产为主。

在流动资产方面，截至2015年末，公司流动资产合计98.97亿元，较年初增长27.08%，增长幅度大，主要原因为应收账款规模的扩大所致。公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款及存货构成，分别占比10.92%、18.10%、46.92%和17.82%，其余的流动资产主要包括预付款项、其他应收款等，占比均未超过5%，所占比重小。

截至2015年末，货币资金10.80亿元，较年初小幅下降3.17%，其中银行承兑汇票保证金、银行借款保证金等受限资金占比51.67%。

截至2015年末，公司应收票据账面价值17.92亿元，其中银行承兑汇票占比98.82%，较年初大幅增长36.10%，增长的原因为扩大票据结算规模所致。

截至2015年末，公司应收账款账面价值为46.43亿元，较年初增长30.48%，主要是公司销售策略发生改变，相关产品回款周期有所延长，以致应收账款周转效率下降所致。公司已对应收账款计提坏账准备1.15亿元，计提比例2.42%。公司应收账款龄结构以1年以内的应收账款为主（占比96.44%），平均账龄时间较短，出现坏账风险的可能性小。

截至2015年末，公司存货规模17.64亿元，其中原材料及库存商品分别占比18.59%和71.35%，整体存货规模较年初增长19.44%，增长的主要原因为随着经营规模的扩大，库存商品规模扩大。公司已依据会计准则要求计提跌价准备0.05亿元，存货跌价风险较小。

截至2015年末，公司其他流动资产合计3.62亿元，较年初大幅增长163.05%，主要是购买的低风险短期理财产品规模的扩大所致。

在非流动资产方面，截至2015年末，公司非流动资产合计55.16亿元，较年初增长7.45%，增长的主要原因为权益性投资及项目投资规模扩大所致，公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产及开发支出构成，分别占比9.47%、51.31%、15.56%、8.86%和6.37%。

截至2015年末，公司长期股权投资合计5.23亿元，较年初增长30.42%，为2015年公司新增对CBC Investment Seven Limited.以及天视珍生物技术(天津)有限公司的投资所致，对以上两企业的投资规模分别为0.64亿元和0.65亿元，持股比例分别为28.57%和33.34%。

截至2015年末，公司固定资产净额为28.30亿元，较年初基本保持稳定，已累计计提折旧13.56亿元。在固定资产构成以房屋及建筑物和机器设备为主，所占比重分别为59.92%和36.94%。

截至2015年末，公司在建工程合计8.58亿元，较年初增长17.55%，主要是公司在2015年内对制剂中试中心项目、研发大楼及配套项目等项目的投资规模扩大所致。截止2015年末，公司无形资产为4.89亿元，较年初增长19.10%，增长主要原因为土地使用权的增加。

截至2015年末，公司开发支出合计3.51亿元，较上年大幅增长30.08%，主要为加大对新药品、新技术研发资金的投入规模所致。

截至2016年3月末，公司资产总额为153.69亿元，较年初微幅下降0.29%，基本保持稳定。在资产结构方面，当期末公司流动资产所占比重较年初下降0.37个百分点，为63.85%，公司资产结构较年初变化幅度小。

总体来看，公司资产流动资产为主，资产构成中应收账款、存货及固定资产所占比重较大，货币资金储备较充裕，整体资产质量较好。

负债及所有者权益

截至2015年末，公司负债合计77.06亿元，其中流动负债和非流动负债分别占比85.47%和14.53%，在负债规模及负债结构方面，较年初相比变化不大。

在流动负债方面，截至2015年末，公司流动负债合计65.86亿元，较年初小幅下降2.67%，公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和其他流动负债构成，分别占比45.10%、15.37%、21.97%和7.57%。

截至2015年末，公司短期借款合计29.71亿元，较年初下降13.45%，主要原因为偿还短期借款所致；应付票据10.13亿元，全部为应付银行承兑汇票，较年初下降23.46%，主要原因为开具银行承兑汇票规模有所减少；公司应付账款合计14.47亿元，较年初增长9.42%，主要为随着业务规模的扩大，应付各类原材料货款的增加。

截至2015年末，公司新增其他流动负债4.99亿元，全部为公司于2015年8月所发行的“15天士力药CP001”短期融资债券。

在非流动负债方面，截至2015年末，公司非流动负债合计11.20亿元，较年初小幅增长3.09%，在非流动负债构成方面，主要为应付债券和递延收益，分别占比71.31%和25.90%。

截至2015年末，公司应付债券合计7.98亿元，较年初保持稳定，分别由2012年5月和2013年4月所发行“12天士01”和“13天士01”两期公司债券构成；递延收益2.90亿元，主要为政府所给予的各项补助，较年初增长14.51%，增长的原因为补贴规模扩大。

截至2015年末，公司全部债务合计52.95亿元，较年初下降5.86%，其中短期债务44.97亿元、长期债务7.98亿元，分别占比84.92%和15.08%。公司由于定向增发的完成，扩大了所有者权益的规模，致使公司债务水平指标和偿债压力指标均较上年有所下降，截至2015年末，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50.00%、40.73%和9.39%，分别较年初下降10.77、11.87和4.42个百分点，公司负债水平和刚性债务的偿付压力适中，但由于债务期限集中于一年以内，以致短期偿债压力较大，公司债务结构有待进一步改善。

截至2016年3月末，公司负债合计73.76亿元，较年初下降4.27%，主要由于流动负债规模的缩小所致。在负债结构方面，当期末公司流动负债所占比重较年初下降0.81个百分点，为84.66%。此外，公司流动负债结构变化幅度明显，其中公司短期借款16.14亿元，较年初下降45.67%，同时其他流动负债较年初增长200.17%，为14.97亿元，变化的主要原因为公司于2016年1月发行超短期融资债券（16天士力药 SCP001，发行规模10亿元），对短期借款进行置换。

截至2016年3月末，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为48.00%、9.09%和37.91%，较年初均有小幅下降，下降幅度分别为2.00个百分点、0.30个百分点和2.82个百分点。

在所有者权益方面，截至2015年末，公司所有者权益合计77.07亿元，较年初增长52.06%，主要原因为公司于2015年3月非公开发行0.48亿股新股，募集资金净额15.77亿元，导致资本公积大幅增长所致。截至2015年末，归属于母公司所有者权益合计74.69亿元，其中股本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占比14.47%、23.72%、9.81%和52.03%，其中未分配利润规模较大，公司权益结构的稳定性有待提高。

2016年3月末，公司所有者权益规模及结构均较年初变化幅度小，当期末公司所有者权益合计79.92亿元，较年初增长3.70%，增长的原因经营留存的增加。

总体来看，公司债务水平和刚性债务压力适中，短期偿债压力较大，债务结构尚需调整；权益结构中未分配利润所占比重较大，公司权益结构有待完善。

2. 盈利能力

公司于2015年进一步拓宽营销网络，促使经营规模稳步扩大，盈利水平有所提升，公司2015年实现营业总收入132.28亿元，同比增长5.17%，其中营业收入132.22亿元，同比增长5.21%；实现利润总额17.95亿元，同比增长3.60%。实现归属于母公司的净利润14.79亿元，同比增长8.06%。

在期间费用方面，公司2015年全年三项费用支出合计32.11亿元，同比增长9.84%，费用收入比较上年增长1.02个百分点，为24.28%，处于行业合理水平。2015年，公司为降低受招标降价、医疗控费与公立医院规模限制等因素对销售规模的影响，进一步加大市场投入力度，致使全年销售费用增长9.28%，为19.91亿元；由于公司加大了新产品、新技术的研发投入规模，致使全年管理费用较上年同期大幅增长18.40%，为9.59亿元。在财务费用方面，2015年公司通过定向增发募集资金，并对银行借款进行置换，对财务费用规模进行控制，致使财务费用同期相比下降10.49%。

在盈利能力指标方面，公司主营业务毛利率由上年的37.38%升至38.55%，营业利润率由36.67%上升至37.81%。2015年公司利润总额同比变化幅度不大，但随着新股的非公开发行，公司所有者权益规模的大幅增长，致使公司净资产收益率和总资产收益率分别较上年下降7.52个和3.83个百分点，分别为23.85%和15.11%。

2016年第一季度，公司实现营业收入31.45亿元，净利润2.85亿元，分别占上年的23.77%和18.70%，其中营业收入较上年同期小幅增长2.16%，净利润较上年同期下降20.30%，下降的主要原因为营业成本规模的扩大。

总体来看，公司收入规模和盈利水平保持平稳增长，盈利能力较强。

3. 现金流

在经营活动方面，随着业务链条的延伸，经营规模的扩大，公司2015年经营活动现金流入及流出规模均较上年明显扩大，但由于采购成本及人工成本的增长，致使公司全年经营净现金流为3.40亿元，较上年下降44.87%。公司2015年现金收入比为105.83%，收入实现质量较高。

在投资活动方面，2015年公司投资活动产生的现金流量净额为-9.11亿元，继续保持净流出状态，主要由于公司当年对外股权投资规模较大所致。公司2015年投资活动现金流出量同比增长43.58%。

在筹资活动方面，为满足自身资金需求，公司继续保持较大的融资规模，2015年公司筹资活动现金流入较上年增长67.99%，为83.28亿元，其中通过定向增发和取得银行借款两途径所融入资金规模分别占比18.97%和71.45%，公司筹资活动产生的现金净流量为2.86亿元，较上年增长2.15亿元。

2016年第一季度，公司经营活动和投资活动产生的现金流均呈净流入状态，分别为1.37亿元和0.22亿元；筹资活动产生的现金流呈净流出状态，为-3.84亿元。

总体来看，公司经营活动现金流收支平衡，经营性现金性流量规模较大，收入实现质量较高；外部筹资渠道通畅，以间接融资为主。公司现金流整体情况正常。

4. 偿债能力

在短期偿债能力指标方面，伴随着业务规模的扩大，公司流动资产总量的提高，截至2015年末，公司流动比率和速动比率分别由年初的1.15倍和0.93倍，上升至1.50倍和1.23倍。主要由于现金类资产规模的扩大，公司现金短期债务比由上年的0.51倍上升至0.64倍，公司短期偿债能力保持一般水平。

在长期偿债能力指标方面，公司2015年EBITDA合计23.83亿元，同比增长3.68%。受债务规模下降和利息支出规模相应减少的影响，公司EBITDA全部债务比和EBITDA利息保护倍数均较上年小幅增长，分别为0.45倍和8.89倍，处于较高水平。由于公司经营活动现金流量净额较上年大幅下降，致使公司经营现金债务保护倍数由上年的0.11倍下降至0.06倍。

截至2015年末，公司已获银行授信43.58亿元，已使用19.97亿元，公司间接融资渠道畅通。截至2015年末，公司合并范围内无对外担保，无重大诉讼、仲裁事项。

总体来看，公司盈利能力强，现金类资产规模较大，整体偿债能力处于较强水平。

5. 过往债务履约情况

经查询中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（机构信用代码：G1012010500741100J），截至2016年4月1日，公司无逾期借款和银行不良记录。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年末，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）为28.72亿元，约为“12天士01”、“13天士01”本金合计（8亿元）的3.59倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达77.07亿元，约为债券本金合计（8亿元）的9.63倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“12天士01”、“13天士01”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年公司EBITDA为23.83亿元，约为“12天士01”、“13天士01”本金合计（8亿元）的2.98倍，公司EBITDA对公司债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入143.04亿元，约为“12天士01”、“13天士01”本金合计（8亿元）的17.88倍，公司经营活动现金流入量对“12天士01”、“13天士01”的覆盖程度高。

综上分析，并考虑到公司作为国内知名医药生产企业之一，核心产品的市场竞争力强，在行业地位、盈利能力等方面具有的优势，公司对“12天士01”、“13天士01”的偿还能力强。

八、综合评价

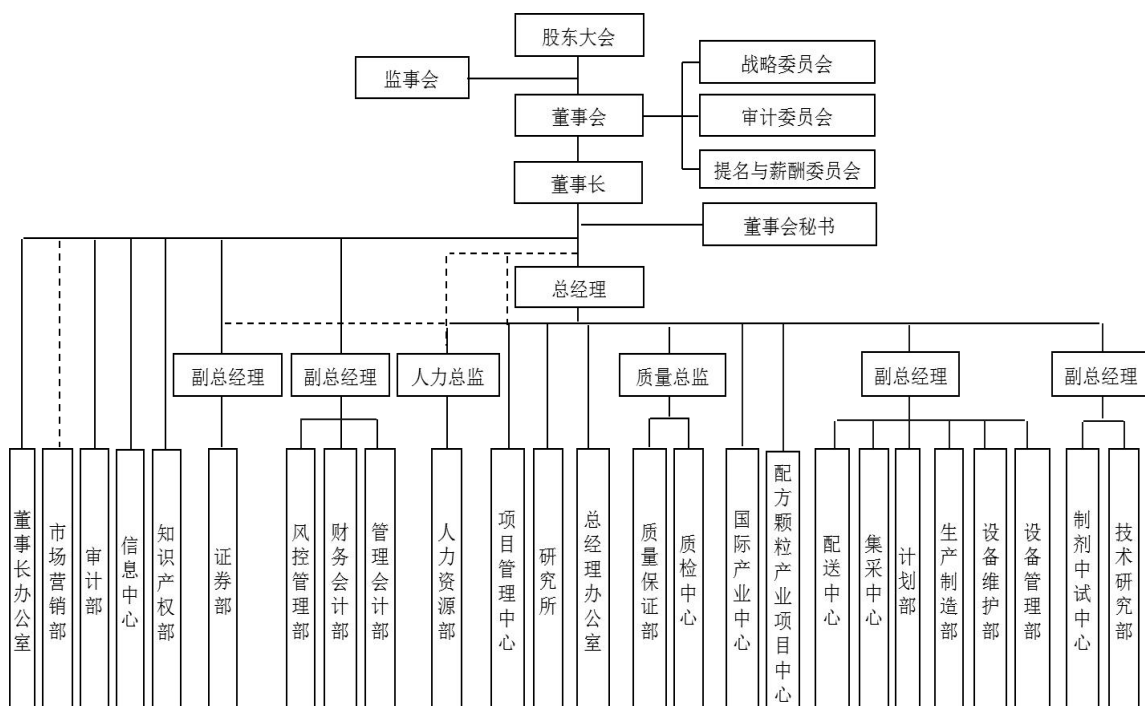
作为国内知名医药生产企业之一，公司核心产品的品牌知名度高，市场份额领先。公司整体生产经营状况稳定，在产品质量、核心产品市场竞争力以及产品产销率等方面持续保持良好水平，主营业务毛利率继续处于较高水平，盈利能力强。同时，联合评级也关注到，受招标降价、医保控费等政策调整的影响，公司收入规模增速有所下降。

公司于2015年顺利完成定向增发，募集资金合计15.77亿元，增强了公司的资本实力。公司目前资产规模较大，资产质量及现金流状况良好，债务水平适中，发展态势良好。

未来公司将着重新药的研发、产业链成本的优化以及营销渠道的细化，扩充新药布局，建立成本优势，综合提升自身市场竞争能力，巩固自身经营基础，并提升盈利能力。

基于对公司主体及公司债券偿还能力的综合评估，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“12天士01”和“13天士01”的债项信用等级为“AA+”。

附件1 天士力制药集团股份有限公司组织结构图



附件2 天士力制药集团股份有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	129.21	154.13	153.69
所有者权益（亿元）	50.68	77.07	79.92
短期债务（亿元）	48.12	44.97	40.81
长期债务（亿元）	8.12	7.98	7.99
全部债务（亿元）	56.25	52.95	48.80
营业收入（亿元）	125.67	132.22	31.45
净利润（亿元）	14.50	15.24	2.85
EBITDA（亿元）	22.98	23.83	--
经营性净现金流（亿元）	6.17	3.40	1.37
应收账款周转次数(次)	4.34	3.15	--
存货周转次数（次）	5.62	4.96	--
总资产周转次数（次）	1.08	0.93	--
现金收入比率（%）	102.51	105.83	109.36
总资本收益率（%）	18.94	15.11	--
总资产报酬率（%）	24.87	14.56	--
净资产收益率（%）	31.37	23.85	3.63
营业利润率（%）	36.67	37.81	30.16
费用收入比（%）	23.26	24.27	19.09
资产负债率（%）	60.77	50.00	48.00
全部债务资本化比率（%）	52.60	40.73	37.91
长期债务资本化比率（%）	13.81	9.39	9.09
EBITDA 利息倍数（倍）	7.37	8.89	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.41	0.45	--
流动比率（倍）	1.15	1.50	1.57
速动比率（倍）	0.93	1.23	1.30
现金短期债务比（倍）	0.51	0.64	0.55
经营现金流动负债比率（%）	9.11	5.16	2.20
EBITDA/债券额度的（倍）	2.87	2.98	--

注：2016 年第一季度财务报表数据未经审计、相关指标未年化。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
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	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	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 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

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 + 拆入资金

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。