跟 踪 评 级 公 告

联合评字[2016]462 号

天士力控股集团有限公司：

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可交换公司债券进行跟踪评级，确定：

天士力控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

天士力控股集团有限公司发行的“15 天集 EB”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：

二零一六年五月二十六日

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

天士力控股集团有限公司
可交换公司债券 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
15 天集 EB	12 亿元	AA+	AA+	2015 年 7 月 15 日

担保方式： 股票质押

质押股票： 发行人持有的天士力制药集团股份有限公司 3,700 万股股票

跟踪评级时间： 2016 年 5 月 26 日

主要财务数据：

项 目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	184.56	258.37	258.69
所有者权益(亿元)	68.58	89.41	91.89
长期债务(亿元)	19.62	36.93	37.61
全部债务(亿元)	84.89	119.70	112.42
营业总收入(亿元)	132.01	142.43	36.97
净利润(亿元)	11.36	10.93	1.86
EBITDA(亿元)	21.43	23.47	--
经营性净现金流(亿元)	2.14	1.32	-1.83
营业利润率(%)	37.76	39.00	33.78
净资产收益率(%)	19.12	13.83	2.05
资产负债率(%)	62.84	65.39	64.48
全部债务资本化比率(%)	55.31	57.24	55.02
流动比率（倍）	1.14	1.22	1.28
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.58	3.86	--
EBITDA/待偿本金合计(倍)	1.79	1.96	--

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；2、公司全部债务中，未含“15 天集 EB”中计入其他综合收益部分；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、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

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对天士力控股集团有限公司（以下简称“天士力集团”或“公司”）的跟踪评级反映了公司作为国内实践中药现代化的领军企业，具有核心产品的品牌知名度高，市场份额领先，主要产品产销率良好，主营业务毛利率保持较高水平，盈利能力较强等方面的优势。

同时，联合评级也关注到，受招标限价、医保控费等政策调整的影响，公司收入规模增速有所下降；应收账款规模快速扩大，以及医药工业产品相对集中，医药流通业务利润率低且竞争压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司将所持有的 3,700 万股天士力制药集团股份有限公司（以下简称“天士力股份”，股票代码：600535.SH）股票进行质押，用于对本次债券持有人交换股份和本次债券本息偿付提供担保。跟踪期内，由于天士力股票的二级市场价格波动较大，使得目前市价已经低于换股价格，但公司质押股票的市值仍可对本次可交换公司债券本金完全覆盖。

基于对公司主体及本次可交换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级维持公司信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 天集 EB”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．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，

主营业务毛利率保持在较高水平。

4．为应对相关政策所带来的不利影响，公司加大了市场营销的投入力度，将原有销售链条予以延伸，为公司产品的市场份额的保持提供了一定的支持。

5．跟踪期内，由于天士力股票的二级市场价格波动较大，使得目前市价已经低于换股价格，但公司质押股票的市值仍可对本次可交换公司债券本金完全覆盖。

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，我国医药行业的增速整体放缓，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。

3．公司所有者权益中少数股东权益所占比重大；归属于母公司所有者的净利润占比较低。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

赵　哲

电话：010-85172818

邮箱：zhaoz@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

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

天士力控股集团有限公司（以下简称“天士力集团”或“公司”）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、浙江尖峰集团股份有限公司（以下简称“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，经国家工商行政总局审核同意，公司名称变更为现名。公司自成立起，经多次增资扩股、股权转让，截至 2015 年末，公司注册资本 2.38 亿元，其中天津帝士力投资控股集团有限公司（以下简称“帝士力投资”）持股 61.68%，尖峰集团持股 20.76%，中央药业持股 17.56%。自然人闫希军通过控股天津富华德科技开发有限公司间接控股帝士力投资（另外两名股东闫凯境、吴迺峰为闫希军的一致行动人），是公司的实际控制人（见附件 1）。

公司设有财务中心、投资发展中心、工程技术中心、审计中心、品牌中心、法务中心、基建部、人力资源中心、物流中心和信息中心共 10 个部门（见附件 2）。截至 2015 年末，公司下辖共 31 家一级子公司，其中全资子公司 19 家，控股子公司 12 家。截至 2016 年 3 月末，公司在职员工 18,369 人。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 258.37 亿元，负债合计 168.96 亿元，所有者权益（含少数股东权益）89.41 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 34.86 亿元。公司 2015 年全年实现营业总收入 142.43 亿元，净利润（含少数股东损益）10.93 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.55 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.32 亿元，现金及现金等价物净增加额为-0.46 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司合并资产总额 258.69 亿元，负债合计 166.80 亿元，所有者权益（含少数股东权益）91.89 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 35.63 亿元。公司 2016 年一季度实现营业总收入 36.97 亿元，净利润（含少数股东损益）1.86 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.31 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.83 亿元，现金及现金等价物净增加额为-3.09 亿元。

公司注册地址：天津北辰科技园区；法定代表人：闫希军。

二、本次可交换公司债券概况及募集资金使用情况

本次可交换公司债券已于 2015 年 6 月 8 日发行结束，于 2015 年 7 月 2 日起在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“15 天集 EB”，债券代码：132002。本次债券发行规模 12.00 亿元，债券期限为 5 年，票面利率为 1.00%，起息日为 2015 年 6 月 8 日。

本次可交换公司债券的质押担保标的物为公司所持有的天士力制药集团股份有限公司（以下简称“天士力股份”）的股票，质押规模为 3,700 万股，以该股票 2016 年 5 月 24 日前 20 个交易日的股票交易均价看，天士力每股流通股价格为 36.51 元，较公司初始换股价格（57.00 元/股）折价 35.95%。本次债券的换股期为自 A 股可交换债发行结束之日起满 12 个月后的第一个交易日起至 A 股可交换债到期日止，换股期内，当标的股票在任意连续 20 个交易日中至少 10 个交易日的收盘价低于当期换股价格的 85%时，公司董事会有权决定换股价格是否向下修正。

在赎回选择权方面，在进入换股期前 30 个交易日，如标的股票在任意连续 20 个交易日中至少 10 个交易日的收盘价格不低于当期换股价格的 130%时，公司有权决定按照债券票面价格 107%（包括赎回当年的应计利息）的价格赎回全部或部分未换股的可交换债；进入换股期后，如标的股票在连续 20 个交易日中至少 10 个交易日的收盘价格不低于当期换股价格的 130%或本次可交换

债券未换股余额不足 2,000 万元时，公司有权决定按照债券票面价格 107%（包含赎回当年的应计利息）的价格赎回全部或部分未换股的可交换债。

在回售选择权方面，当标的股票在任意连续 20 个交易日中至少 10 个交易日的收盘价低于当期换股价格的 80%时，发行人在回售条件触发次日发布公告，债券持有人有权在公告日后 10 个交易日内将其持有的本次可交换债券全部或部分按债券面值的 107%（包含当期票面利息）回售给发行人。若在上述交易日内发生过换股价格因发生送红股、转增股本、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的换股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的换股价格和收盘价格计算。若出现换股价格向下修正的情况，则上述“连续 20 个交易日”须从换股价格调整之后的第 1 个交易日起重新计算。

本次可交换公司债券尚未进入换股期，赎回、回售等相关条款尚未满足出发条件；2016 年 5 月 24 日，公司将换股价格由换股价格调整至 56.58 元/股。

本次可交换公司债券募集资金扣除相关发行费用后已用于补充公司流动资金，与计划用途一致。截至评级时点，由于尚未到付息期，公司尚未支付本次可交换公司债券的期间利息。

三、行业分析

公司主营业务为中成药、化学药、生物制品、保健品等产品的生产销售，收入主要来自医药工业和医药商业收入，属于医药行业。

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。

1．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，但由于药品需求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。在医药产品消费方面，2015 年，我国城乡居民医保和新农合各级财政补助标准提高到每人每年 380 元，其中基数部分由中央财政按原有补助标准给予补助，增加的 260 元部分含中央财政对西部地区补助 80%，对中部地区补助 60%，对东部地区按一定比例补助。此外，2015 年 9 月，国务院办公厅下发推广分级诊疗制度建设的指导意见，基层医疗成为医药贸易的主要市场。

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。

2．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，已低于整体药品流通行业的销售增幅，以致药品零售业态面临经营体系重建、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

公司高层管理人员共 12 人，其中总裁 1 人，常务副总裁 1 人，财务总监 1 人，董事会秘书 1 人。2015 年公司高层管理人员团队稳定。随着公司业务规模的扩大，员工数量有所增加，截至 2016 年 3 月末，公司员工总数增至 18,369 人，人员构成变化不大。此外，公司无其他重大管理变更事项。

五、经营分析

1. 经营概况

公司仍以中成药、化学药、生物制品、保健品的生产、销售为主营业务，其中医药工业及医药商业板块运营主体为下属控股子公司天士力股份。2015 年，公司实现主营业务收入合计 142.16 亿元，占营业总收入比重为 99.81%，公司主营业务突出。其中，医药工业、医药商业两板块业务收入合计 131.43 亿元，占主营业务收入的比重为 92.45%，但由于 2015 年公司保健品销售和海外

营销等业务收入规模的上升，两项业务收入合计占比较上年同期下降 2.78 个百分点。

公司的医药商业和医药工业的运营主体均为天士力股份，受天士力股份的生产工艺改进、生产效率的提高，以及销售渠道延伸的带动，公司 2015 年全年实现合并营业总收入同比增长 7.90%至 142.43 亿元，但由于受制于招标限价、医保控费等政策的影响，公司收入规模的增幅同比下降 3.57 个百分点。此外，公司为降低相关政策带来的不利影响，加大了销售环节的投入力度，以致销售费用支出规模扩大，致使净利润规模同比下降 3.79%至 10.93 亿元。

在毛利率方面，2015 年公司主营业务毛利率为 39.92%，保持在较高水平，同比增长 1.46 个百分点，其中医药商业和医药工业业务毛利率分别为 7.14%和 72.01%，分别较上年增长 1.01 个和 1.22 个百分点，基本保持稳定，在所属行业内均属较高水平。此外，2015 年公司保健品销售及海外营销业务的毛利率虽同比下降 3.57 个百分点至 56.60%，仍处于较高水平，但由于该类业务收入规模小，对公司整体利润规模的支持作用不强。

表 1　公司主营业务收入和毛利率构成(单位：亿元，%，个百分点)

业务	2014 年			2015 年			收入变化	毛利率变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
医药商业	64.71	49.21	6.13	67.78	47.68	7.14	4.74	1.01
医药工业	60.51	46.02	70.79	63.65	44.77	72.01	5.19	1.22
其他业务[1]	6.27	4.77	60.17	10.74	7.55	56.60	71.29	-3.57
合计	**131.49**	**100.00**	**38.46**	**142.16**	**100.00**	**39.92**	**8.11**	**1.46**

资料来源：公司提供。

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。此外，由于销售费用支出规模扩大所致，公司净利润规模同比小幅下降。

2．业务运营

（1）医药工业板块

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。公司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，能满足公司的生产经营需要。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。

[1] 其他业务是指公司的保健品及海外营销。

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。在研发资金投入方面，公司 2015 年研发投入 5.15 亿元，占医药工业板块收入 8.09%，高于行业一般水平。

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。具体情况见下表。

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 年主要产品的销售规模小幅下降，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，销售量分别同比下降 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，对原有营销管控模式的专业性水平予以优化和提高，以降低相关政策对销售规模影响程度。

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%，分别同比上升 2.46 个百分点、2.73 个百分点和 2.91

个百分点，后两者产能利用率不高。

在化学药方面，公司 2015 年化学原料药产能利用率和产销率别为 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、降低生产成本和产品单价，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，主要原因为该类产品市场竞争激烈，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（单位：%）

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	58.1	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公司下属二级子公司天津天士力医药营销集团有限公司（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的上升，同时由于板块整合致使经营成本的下降，公司医药商业板块毛利率有所上升。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）其他业务板块

公司在现代中药的基础上，以大健康产业为主线，发展生命健康和特色医疗服务等产业。2015年公司其他业务收入10.74亿元，较上年增长71.29%，毛利率56.60%，同比下降3.57个百分点，但仍保持在较高水平，目前对公司整体的收入和利润贡献仍比较有限。目前，公司的生命健康产业主要拥有保健品、日化用品、帝泊洱茶和高档矿泉水等产品，主要由公司的子公司金士力佳友有限公司、吉林天士力矿泉饮品有限公司和云南天士力帝泊洱生物茶集团有限公司经营。特色医疗服务主要包括医疗康复及健康管理等，目前还处于起步阶段。

近年来，公司积极拓展海外营销，主要以子公司天津天士力国际营销控股有限公司为主体，外销的产品主要为保健品和日化用品。公司在国际市场形成了国际贸易和国际直销两个业务板块和组织体系，确立了直销为主、分销为辅的营销模式。公司完成了东南亚和非洲两大区域市场的整合，目前非洲市场产品销售覆盖20多个国家，局部区域品牌效应已经形成。

总体来看，公司的其他业务发展较稳定，但就其规模来看，仍尚处于起步阶段。

3．在建项目

截至2015年末，公司在建项目总计划投资额为32.60亿元，已完成投资23.54亿元，仍需投资9.06亿元，相关后续待投入资金主要计划通过募集资金以及金融机构借款等模式融入，截至2015年末，相关资金均已到位。

在主要在建项目进度方面，截至2015年末，公司主要在建项目（计划投资额≥1.50亿元）基本已进入在建末期，相关项目的待投入建设资金规模较小，项目建设进度基本已达90%以上，基本可于2016年内完成相关建设工作，距投产时间较短。随着主要在建项目的投产交付，将对公司的主要产品的生产规模、生产效率、成本控制和产品质量等产生积极影响，将进一步巩固公司的市场竞争的基础。

表5　截至2015年末公司重大在建项目投资情况表（单位：亿元，%）

项目名称	计划投资	已完成投资	项目进度	2016年	2017年
制剂中试中心项目、研发大楼及配套项目	5.23	5.03	90	0.20	0.00
天士力现代中药出口生产基地集成控制建设项目（FDA及EMA-CMC项目）	2.00	1.73	97	0.27	0.00
上海天士力反应器扩能和GMP改造项目	2.30	1.87	80	0.18	0.13
复方丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂生产线建设项目	1.56	0.37	20	1.19	0.00
现代中药产业链信息系统建设项目	0.31	0.68	100	0.00	0.00
益气复脉、丹参多酚酸中药注射剂产业化项目	1.80	1.89	100	0.00	0.00
帝益无菌药品车间项目	0.74	0.32	40	0.38	0.03
陕西物流园项目	1.20	0.41	30	0.79	0.00
现代中药提取车间改造工程	0.19	0.23	100	0.00	0.00
天地药业新厂区建设项目	2.25	0.05	2	0.50	1.70
天士力信息中心建设项目	0.68	0.04	5	0.64	0.00
东北现代中药示范工厂项目	3.20	0.10	3	1.18	1.59
吉林产业基地厂房项目	2.64	2.64	90	0.33	0.05
生物茶茶谷修建工程项目	7.78	7.78	90	0.60	0.07

辽宁保健品厂房建设项目	0.72	0.41	50	0.28	0.04
合计	**32.60**	**23.54**	**--**	**6.54**	**3.61**

资料来源：公司提供。

主要在建项目情况如下：

现代中药出口生产基地集成控制建设项目，未来将建设集成应用高速振动、深冷成型、FBD包衣等先进的制剂工艺技术和多元化指纹图谱、全过程近红外快速分析、在线数据监控及智能控制等先进质控技术，符合美国 CGMP 标准的现代中药生产车间。总投资 20,000 万元，计划建设周期为 33 个月。项目建成投产后，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，用于满足复方丹参滴丸 FDAIII 临床试验和美国 CGMP 认证的需要、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%。

总体来看，公司主要在建项目总体临近投产交付期，后续待投入资金规模相对较小，随着相关项目的投产交付，公司整体生产能力将进一步提高，市场竞争能力将明显增强。

4．经营关注

（1）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。

（2）销售终端的延伸，以致应收账款总量快速增长

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。

5．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。公司拥有天士力制药集团股份有限公司 45.18%股权，因公司能够对其财务和经营决策实施控制，故将其纳入合并财务报表范围。公司 2015 年财务报表合并范围变化情况如下表所示，公司新增子公司规模和收益规模较公司整体而言较小，对财务数据的可比性影响较弱。截至 2015 年末，公司合并范围中，含全资一级子公司 19 家；控股一级子公司 12 家。2015 年，公司会计政策及估计未发生变更，相关会计政策连续，财务数据可比性强。

表 6　2015 年公司财务报表合并范围变化情况

序号	公司名称	期末净资产	变动情况
1	天津天士力健康产业投资管理合伙企业（有限合伙）	980.56	增加
2	天津天士力健康产业投资合伙企业（有限合伙）	22,486.11	增加
3	天津康士金科技发展合伙企业（有限合伙）	22,057.72	增加
4	深圳市大健康产业文化传播有限公司	-83.90	增加
5	天津天思仕禄科技发展有限公司	4,006.67	增加
6	天士力资本管理有限公司	99.01	增加
7	辽宁天士力森涛参茸股份有限公司	3,165.84	增加

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年末，公司合并资产总额 258.37 亿元，负债合计 168.96 亿元，所有者权益（含少数股东权益）89.41 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 34.86 亿元。公司 2015 年全年实现营业总收入 142.43 亿元，净利润（含少数股东损益）10.93 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.55 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.32 亿元，现金及现金等价物净增加额为-0.46 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司合并资产总额 258.69 亿元，负债合计 166.80 亿元，所有者权益（含少数股东权益）91.89 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 35.63 亿元。公司 2016 年第一季度实现营业总收入 36.97 亿元，净利润（含少数股东损益）1.86 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.31 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.83 亿元，现金及现金等价物净增加额为-3.09 亿元。

1．资产质量及负债结构

（1）资产状况

受各类业务规模扩大的带动，公司 2015 年流动资产和非流动资产均较年初大幅增长，当年末公司资产总额为 258.37 亿元，较年初大幅增长 40.00%。在资产结构方面，公司流动资产和非流动

资产所占比重较年初相比基本保持稳定，所占比重分别为 56.32%和 43.68%，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 145.52 亿元，较年初增长 42.03%，增长的主要原因为随着业务规模的扩大应收账款和存货规模的扩大，以及由于购买的低风险短期理财致使其他流动资产规模的扩大。公司流动资产结构较年初相比变化幅度小，主要由货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产构成，分别占比 11.64%、12.34%、33.82%、14.68%、17.38%和 7.54%，其余的流动资产包括预付款项、应收利息和应收股利等，但所占比重均未达 3%，所占比重小。

截至 2015 年末，公司货币资金为 16.94 亿元，较年初增长 15.79%，其中受限货币资金合计 6.09 亿元，占比 35.95%，主要为银行承兑汇票保证金等各类保证金。

截至 2015 年末，公司应收项目整体较年初均大幅增长，其中随着以票据模式结算规模的扩大，截至 2015 年末公司应收票据较年初大幅增长 35.73%，为 17.96 亿元，其中银行承兑汇票为 17.75 亿元，占比 98.81%；应收账款和其他应收款账面价值分别为 49.21 亿元和 21.37 亿元，分别较年初大幅增长 36.30%和 30.17%，其中应收账款增长的主要原因为销售策略发生改变，相关产品回款周期有所延长，以致应收账款周转效率下降；其他应收款增长的主要原因为关联方借款规模的扩大所致。在坏账准备方面，公司已按照相关会计准则要求，以分别对各类应收项目计提坏账准备，由于公司仅对商业承兑汇票计提坏账准备，加之该类票据规模小，以致公司应收票据的坏账准备计提比例仅为 0.01%；对应收账款及其他应收款所计提的坏账准备分别为 1.25 亿元和 0.62 亿元，计提比例分别为 2.48%和 2.82%，计提比例合理。在账龄结构方面，公司应收账款和其他应收款的平均账龄时间均较短，出现坏账的风险均较小，其中账龄处于 1 年以内的应收账款和其他应收款分别为 48.58 亿元和 21.01 亿元，分别占当期应收账款和其他应收款账面价值的 96.28%和 95.54%。

截至 2015 年末，公司存货规模 25.29 亿元，主要以原材料和库存商品构成，分别占比 24.23%和 59.31%，整体存货规模较年初大幅增长 48.77%，主要系经营规模的扩大所致。截至 2015 年末，公司已累计计提存货跌价准备 0.07 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 10.97 亿元，较年初大幅增长 229.57%，主要原因为购买的低风险短期理财产品规模的扩大所致。

此外，截至 2015 年末，公司预付款项合计 3.26 亿元，较年初大幅增长 94.70%，主要原因为增加新品销售权并取得药品一级代理商资质所致。

在非流动资产方面，截至 2015 年末，公司非流动资产合计 112.86 亿元，较年初大幅增长 37.46%，主要原因为可供出售金融资产、长期股权投资以及固定资产的规模扩大所致。截至 2015 年末，公司非流动资产结构较年初变化幅度小，继续主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产构成，分别占比 20.39%、16.56%、35.01%、10.05%和 6.40%，其余的非流动资产主要包括发放贷款及垫款、开发支出和长期待摊费用等构成，但所占比重均未超过 5%，所占比重小。

截至 2015 年末，公司可供出售金融资产合计 23.01 亿元，较年初大幅增长 72.89%，主要原因为所持有曙光信息产业股份有限公司股份的公允价值变动所致。截至 2015 年末，公司下属控股子公司天津天富创业投资有限公司持有曙光信息产业股份有限公司的股份共 3,867.03 万股，该股票目前已在上海证券交易所挂牌交易（股票代码：603019），截至 2015 年末，该部分可供出售金融资产账面价值为 18.96 亿元，占公司当期可供出售金融资产合计的 82.40%。

2015 年内，公司进行了大规模的对外股权投资，其中出资 3.2 亿元成立天津华金境天投资合

伙企业（有限合伙），并分别对 C-BRIDGE HEALTHCARE FUND, L.P.、I-BRIDGE HEALTHCARE FUND, L.P.、CBC Investment Seven Limited 以及天视珍生物技术（天津）有限公司进行增资，增资规模分别为 5.14 亿元、0.70 亿元、0.60 亿元和 0.60 亿元。截至 2015 年末，公司长期股权投资合计 18.69 亿元，较年初大幅增长 123.91%。

截至 2015 年末，公司在建工程合计 11.34 亿元，较年初下降 15.17%，下降的主要原因为“益气复脉、丹参多酚酸中药注射剂产业化项目”、“吉林产业基地厂房项目”和“生物茶谷修建工程项目”等多个在建工程转入固定资产所致。随着相关在建工程转入固定资产，公司固定资产规模较年初大幅增长 21.26%，为 39.51 亿元，其中资产中房屋及建筑物、机器设备分别占比 64.96%和 31.08%。截至 2015 年末，公司已累计计提固定资产折旧 15.30 亿元，固定资产成新率为 72.08%，处于较高水平。

截至 2015 年末，公司无形资产合计 7.22 亿元，较年初大幅增长 65.41%，主要原因为土地使用权规模以及下属子公司商标及著作权规模的扩大所致。

截至 2015 年末，公司各类受限资产合计 13.59 亿元，主要由受限货币资金和固定资产为主，分别占比 44.82%和 33.51%，各类受限资产规模占当期资产总额的 5.26%，所占比重小。

截至 2016 年 3 月末，公司资产总额为 258.69 亿元，较年初相比变化幅度极小。在资产构成方面，当期末公司流动所占比重较年初下降 2.21 个百分点，整体资产结构较年初相比变化幅度小。

总体来看，受各类型业务规模的扩大，公司整体资产规模较年初大幅增长。公司资产结构继续以流动资产为主，货币资金储备较为充裕，但资产构成中应收账款、应收票据、可供出售金融资产以及长期股权投资占比重大，整体资产质量尚可。

（2）负债及所有者权益

截至 2015 年末，公司流动负债和非流动负债均较年初大幅增长，当年末公司负债规模较年初大幅增长 45.69%，在负债结构方面，截至 2015 年末，公司流动负债和非流动负债分别占比 70.65%和 29.34%，仍以流动负债为主，但其所占比重已较年初下降 7.03 个百分点。

截至 2015 年末，公司流动负债合计 119.39 亿元，较年初大幅增长 32.51%，增长的主要原因为其他应付款、一年内到期的非流动负债以及其他流动负债规模的扩大。截至 2015 年末，公司流动负债结构较年初基本保持稳定，主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债以及其他流动负债构成，分别占比 42.91%、8.98%、13.47%、8.93%、5.72%和 11.71%，其余的流动负债主要包括预收款项、应付职工薪酬和应交税费等，但所占比重均未超过 5%。

截至 2015 年末，公司短期借款合计 51.23 亿元，较年初微幅增长 0.04%，基本保持稳定；应付票据合计 10.73 亿元，全部为银行承兑汇票，较年初下降 18.92%，主要原因为开具银行承兑汇票规模减少所致；应付账款合计 16.08 亿元，较年初增长 18.31%，增长的主要原因为随着业务规模的扩大，应付各类原材料货款的增加；其他应付款合计 10.66 亿元，较年初大幅增长 79.50%，增长的主要原因为往来款规模的扩大所致。

截至 2015 年末，公司一年内到期的非流动负债为 6.83 亿元，较年初大幅增加 6.00 亿元，主要系以一年内到期的长期借款增长所致。

截至 2015 年末，公司新增其他流动负债 13.98 亿元，分别为公司于 2015 年 1 月和 8 月所发行的短期融资券“15 天士力 CP001 和和 15 天士力药 CP001”，发行规模分别为 9.00 亿元和 5.00 亿元，发行利率分别为 5.08%和 3.50%

在非流动负债方面，截至 2015 年末，公司非流动负债合计 49.58 亿元，较年初大幅增长 91.56%，

增长的主要原因为长期借款、应付债券和长期应付款规模的扩大。截至 2015 年末，公司非流动负债结构较年初变化幅度较小，主要由长期借款、应付债券、长期应付款、递延收益以及递延所得税负债构成，分别占比 28.02%、46.47%、8.32%、7.38%和 9.22%。

截至 2015 年末，公司长期借款 13.89 亿元，较年初大幅增长 19.25%，增长的主要原因为公司为满足下属各自公司对新投产项目的资金需求，扩大长期间接融资规模所致。公司长期借款的偿还期限集中于 2020 年，公司短期内的还款压力不大。

截至 2015 年末，公司应付债券合计 23.04 亿元，较年初增加 15.06 亿元，增长幅度达 188.86%，增长的主要原因为“15 天集 EB”发行所致。

表 7　截至 2015 年末公司应付债券明细（单位：亿元）

债券简称	发行规模	发行日期	期限
12 天士 01	4.00	2012 年 4 月 24 日	5 年
13 天士 01	4.00	2013 年 4 月 3 日	5 年
15 天士力 PPN001	5.00	2015 年 12 月 11 日	3 年
15 天集 EB[2]	12.00	2015 年 6 月 8 日	5 年
合计	**25.00**	--	--

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年末，公司长期应付款合计 4.12 亿元，较年初增加 4.10 亿元，增长幅度大，主要原因为应付投资款[3]规模的扩大。

公司递延收益全部为政府补助，由于 2015 年内，公司及下属子公司所属区域的政府部门，对公司拆迁补助款、陇西中药材物流升级改造项目等补助款的划拨到位，以致当年末，公司递延收益较年初增长 18.25%，为 3.66 亿元。

截至 2015 年末，公司递延所得税负债为 4.57 亿元，较年初大幅增长 54.59%，增长的主要原因为公司所持有的可供出售金融资产公允价值变动损益增加所致。

截至 2015 年末，公司全部债务合计 119.70 亿元[4]，较年初增长 41.00%，其中长、短期债务分别为 36.93 亿元和 82.77 亿元，分别占比 30.85%和 69.15%，其中短期债务所占比重虽较年初下降 7.74 个百分点，但所占比重仍较大，公司短期债务的偿付压力较大。同时，主要由于长期债务总额增长的带动，非流动负债规模扩大，以致公司资产负债率较年初增长 2.55 个百分点至 65.39%，表明公司负债水平相对较高；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较年初增长 1.93 个和 6.98 个百分点，分别为 57.24%和 29.23%。表明公司有息债务的偿付压力相对较大，债务的期限结构有待调整、优化。

截至 2016 年 3 月末，公司负债合计 166.80 亿元，较年初小幅下降 1.28%，当期期末公司流动负债所占比重 65.66%，较年初下降 5.00 个百分点，公司负债结构较年初相比变化幅度小。

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 64.48%、29.04%和 55.02%，分别较年初下降 0.92 个、0.18 个和 2.22 个百分点。

截至 2015 年末，公司所有者权益合计 89.41 亿元，较年初大幅增长 30.37%，增长的主要原因

[2] 公司根据《企业会计准则第 37 号-金融工具列报》中相关规定，将“15 天集 EB”依据负债和权益成分进行拆分了处理，截至 2015 年末，公司“15 天集 EB”中对应于负债成分，计入应付债券部分扣除发行成本后所募集资金为 9.90 亿元；对应于权益成分，计入其他综合收益部分扣除发行成本后所募集资金为 1.91 亿元。

[3] 公司于 2015 年内与民生加银资产管理有限公司、华金（天津）投资管理有限公司共同投资设立天津华金境天投资合伙企业（有限合伙），所签署《合作协议》规定，由公司需按照一定的价格分期向民生加银资产管理有限公司购买其持有的天津华金境天投资合伙企业（有限合伙）的合伙份额。

[4] 未含本次可交换债计入其他综合收益部分。

为其他综合收益和少数股东权益规模的扩大，其中其他综合收益增长的原因为公司控股子公司所持有的曙光信息产业股份有限公司股票的公允价值变动损益的增加；少数股东权益规模扩大的主要原因为天士力股份于 2015 年 3 月进行的定向增发以及其经营收益的增加。

截至 2015 年末，公司归属于母公司所有者权益合计 34.85 万元，占比 38.99%，主要由股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润构成，分别占比 6.82%、17.94%、28.92%和 43.08%，其中未分配利润所占比重较大，不利于公司保持权益结构的稳定性。

截至 2016 年 3 月末，公司所有者权益合计 91.89 亿元，较年初小幅增长 2.78%，所有者权益结构较年初基本保持稳定。

总体来看，公司负债水平较高，有息债务的偿付压力较大，债务结构有待优化。公司权益结构中少数股东权益所占比重大，加之未分配利润规模较大，公司权益结构稳定性有待完善。

2．盈利能力

公司 2015 年继续对原有销售渠道进行拓展，以促使经营规模的稳定扩大和盈利水平的提升。公司2015年全年实现营业总收入142.43亿元，同比增长7.90%。主要受各类期间费用增长的影响，公司 2015 年实现利润总额 14.01 亿元，同比下降 2.01%；实现净利润 10.93 亿元，同比下降 3.79%，其中归属于母公司股东的净利润 2.55 亿元，同比下降 22.48%。

在期间费用方面，2015 年公司期间费用支出规模为 42.81 亿元，同比增长 16.65%；费用收入比较上年增加 2.26 个百分点，达 30.06%，略高于医药行业一般水平，公司费用控制能力有待提高。公司为降低受招标降价、医疗控费和公立医院规模限制等因素对销售规模的影响，于 2015 年内进一步加大了市场投入力度，致使全年销售费用支出规模同比增长 13.82%，为 24.58 亿元；由于公司加大了新产品、新技术的研发投入规模，致使全年管理费用支出规模同期大幅增长 15.67%，为 12.98 亿元；由于融资规模加大，公司利息支出增加，相应的财务费用支出同比大幅增长 35.28%，为 5.25 亿元。

2015 年，公司资产减值损失合计 0.70 亿元，主要以坏账损失为主，占比 86.09%；投资收益为 1.49 亿元，主要以委托贷款取得的投资收益为主，占比 63.77%，收益规模较上年大幅增长 145.73%，增长的主要原因为委托贷款收益规模的扩大。

在盈利能力指标方面，公司主营业务毛利率和营业利润率分别为 39.95%和 39.00%，分别较上年小幅增长 1.49 个百分点和 1.24 个百分点。公司 2015 年所实现的利润总额同比变化幅度不大，但由于下属控股子公司股票的非公开发行，公司所有者权益规模的大幅增长，以致公司净资产收益率和总资本收益率分别较上年下降 5.29 个和 2.47 个百分点，分别为 13.83%和 9.18%。

2016 年一季度，公司实现营业总收入 36.97 亿元，净利润 1.86 亿元，分别占上年营业总收入和净利润的 25.95%和 17.00%。

总体来看，公司收入规模平稳增长，盈利能力较强，费用控制能力有待提高。

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，分别为156.73亿元和155.41亿元，分别较上年增长12.88%和13.68%，但由于采购成本及人工成本的增长幅度较大，致使公司全年经营活动净现金流规模较上年下降 38.52%至 1.32 亿元。公司 2015 年现金收入比为 107.69%，收入实现质量较高。

在投资活动方面，公司2015年投资活动净现金流继续保持净流出状态，为-29.55亿元，净流出

规模较上年大幅增长114.02%，增长的主要原因为权益性投资规模的扩大。公司2015年投资活动现金流出量同比增长79.14%，为34.64亿元。

在筹资活动方面，为满足自身资金的需求，公司继续保持较大规模的对外融资，公司2015年筹资活动现金流入量为147.63亿元，同比增长87.96%，在融资渠道方面主要以银行间接融资为主，占比73.30%。公司2015年筹资活动现金流出规模为119.90亿元，较上年同期相比增长82.18%，增长的主要原因为相关债务的偿还。公司2015年筹资活动净现金流规模为27.73亿元，较上年增长117.85%。

2016年一季度，公司经营活动和投资活动产生的现金流均呈净流出状态，净流出净额分别为1.83亿元和15.73亿元，筹资活动产生的现金流呈净流入状态，为14.46亿元。

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，主要为间接融资，基本可满足公司目前投资活动所需。

4．偿债能力

在短期偿债能力指标方面，随着业务规模的扩大，公司流动资产总量的增加，截至 2015 年末，公司流动比率和速动比率分别由年初 1.14 倍和 0.95 倍，上升至 1.22 倍和 1.01 倍；公司现金短期债务比为 0.42 倍，与上年基本持平；由于采购和人工成本现金支出规模的扩大，以致经营活动现金净流量规模同比下降所致，公司经营现金流动负债比率由上年的 2.38%降至 1.10%。整体看，公司短期偿债能力一般。

公司 2015 年 EBITDA 为 23.47 亿元，其中当年实现的利润总额、计入财务费用的利息支出规规模和折旧所占比重较大，分别占比 59.68%、24.35%和 12.90%，摊销所占比重小，占比仅为 3.07%。主要由于 2015 年公司外部融资规模的扩大，利息支出总量的增加，致使公司 2015 年 EBITDA 较上年增长 9.49%。在长期偿债能力指标方面，公司 2015 年 EBITDA 全部债务比和 EBITDA 利息保护倍数分别由上年的 0.25 倍和 4.58 倍，下降至 0.20 倍和 3.86 倍，但整体保护程度仍较高。公司长期偿债能力较强。

截至 2015 年末，公司已获银行授信 126.50 亿元，已使用 80.51 亿元，公司间接融资渠道畅通。

在对外担保方面，公司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，公司对外担保整体风险不大。截至 2015 年末，公司对外担保合计 13.63 亿元，占当期净资产的 15.24%，所占比重较小，其中对同受母公司控制的关联方贵州国台酒业销售有限公司、国台酒业集团有限公司、贵州国台酒业有限公司的担保余额合计 4.33 亿元，占比 31.74%；对公司第二大股东浙江尖峰集团股份有限公司的担保余额为 6 亿元，占比 44.04%；对广东中科融资租赁有限公司的担保余额为 3.30 亿元，占比 24.22%。

截至 2015 年末，公司无重大未决诉讼，公司或有负债风险较小。

总体来看，公司偿债能力强。

5．过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（编号：B20160428），截至2016年4月28日，公司无结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

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34.90亿元，约为“15天集EB”本金合计（12亿元）的2.91倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产89.41亿元，为债券本金合计（12亿元）的7.45倍，公司现金类资产和净资产可对“15天集EB”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23.47亿元，约为“15天集EB”本金合计（12亿元）的1.96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为156.73亿元，约为“15天集EB”本金合计（12亿元）的13.06倍，公司经营活动现金流入量对“15天集EB”的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内实践中药现代化的领军企业，核心产品的市场竞争能力强，在行业地位、盈利能力等方面所具有的优势，联合评级认为，公司对“15天集EB”的偿还能力很强。

八、标的股票情况分析

本次债券为有担保债券，2015 年 6 月，公司将所持天士力股份 3,700 万股股票及孳息（包括送股、转股和现金红利）一并质押给国信证券，用于对债券持有人交换股票和本次债券本息偿付提供担保。因此，天士力股份经营情况和股票价格对本次债券交换条款的执行具有重要影响。

截至 2015 年末，天士力合并资产总额 154.13 亿元，较上年增长 19.28%；负债合计 77.06 亿元，较年初下降 1.87%，所有者权益合计 77.07 亿元，较年初增长 52.06%；2015 年全年实现营业总收入 132.28 亿元，净利润（含少数股东损益）15.24 亿元，分别较上年同期增长 5.17%和 5.05%；经营活动产生的现金流量净额为 3.40 亿元，较上年同期下降 44.87%，现金及现金等价物净增加额为-2.86 亿元，由上年净流入状态转为净流出状态。

进入 2016 年后，股票市场价格波动较大。以 2016 年 5 月 24 日天士力（600535.SH）前 20 日个交易日股票交易均价来看，天士力每股流通股价格为 36.51 元，以公司用于本次债券担保所质押的天士力持股总数（3,700 万股）计算，市值为 13.51 亿元，是本次债券发行额度的 1.13 倍。

本次债券换股期为 2016 年 6 月 8 日起至本次债券摘牌日止。本次可交换公司债券尚未进入换股期，赎回、回售等相关条款尚未满足出发条件；2016 年 5 月 24 日，公司将换股价格由换股价格调整至 56.58 元/股。

总体看，跟踪期内，公司质押并预备用于交换的标的股票流通性较好，其市值对本次可交换债券发行额度的仍能完全覆盖，因此仍具有较强的担保能力。

九、综合评价

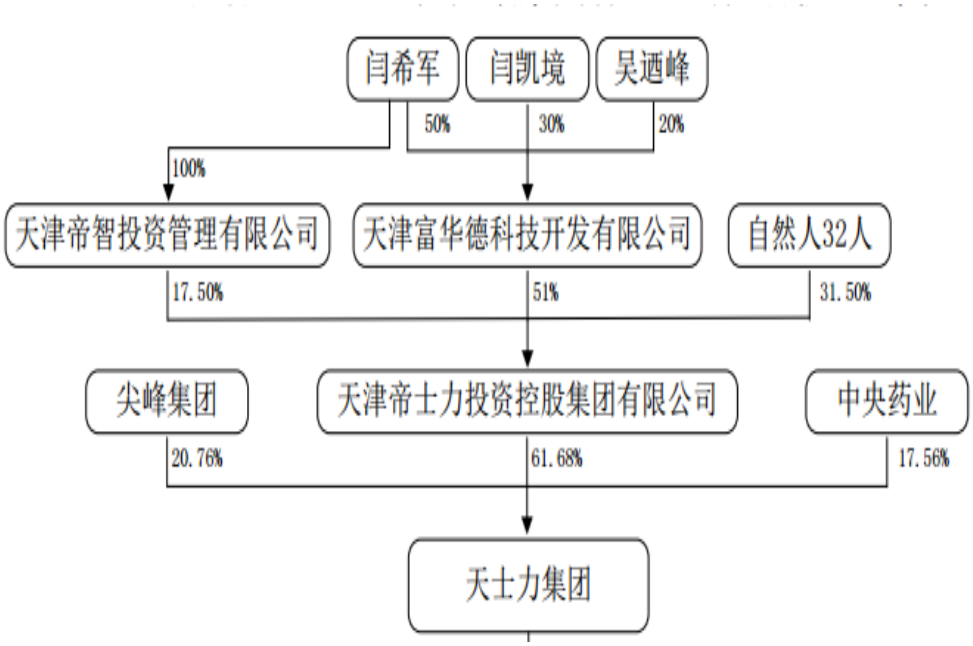
公司作为国内实践中药现代化的领军企业，具有核心产品的品牌知名度高，市场份额领先，主要产品产销率良好，主营业务毛利率保持较高水平，盈利能力较强等方面的优势。

同时，联合评级也关注到，受招标限价、医保控费等政策调整的影响，公司收入规模增速有所下降；应收账款规模快速扩大，以及医药工业产品相对集中，医药流通业务利润率低且竞争压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

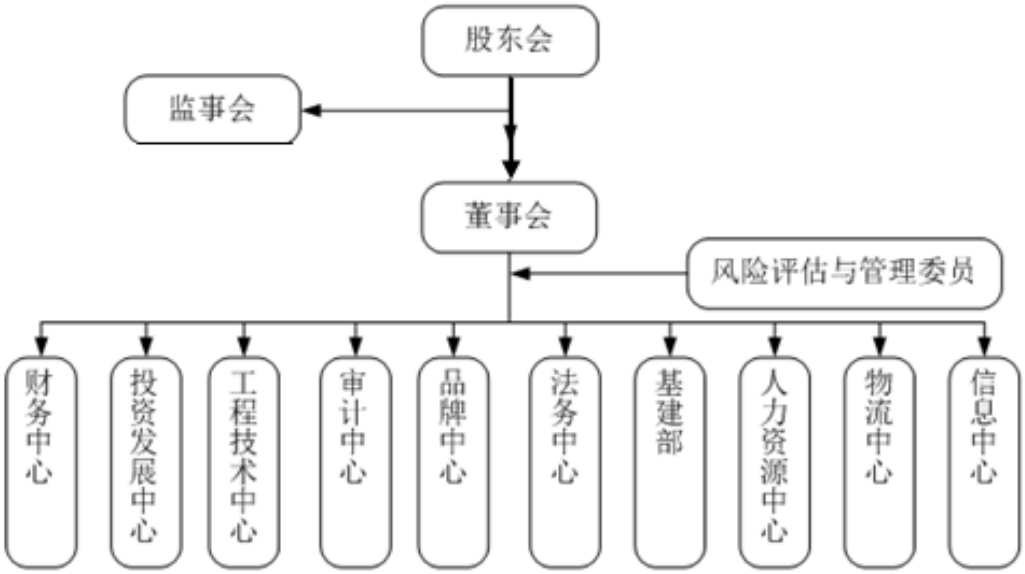
公司将所持有的 3,700 万股天士力制药集团股份有限公司（以下简称“天士力股份”，股票代码：600535.SH）股票进行质押，用于对本次债券持有人交换股份和本次债券本息偿付提供担保。跟踪期内，由于天士力股票的二级市场价格波动较大，使得目前市价已经低于换股价格，但公司质押股票的市值仍可对本次可交换公司债券本金完全覆盖。

基于对公司主体及本次可交换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级维持公司信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 天集 EB”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1　天士力控股集团有限公司股权结构图



附件 2　天士力控股集团有限公司组织结构图



附件 3　天士力控股集团有限公司
主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	184.56	258.37	258.69
所有者权益（亿元）	68.58	89.41	91.89
短期债务（亿元）	65.27	82.77	74.80
长期债务（亿元）	19.62	36.93	37.61
全部债务（亿元）	84.89	119.70	112.42
营业总收入（亿元）	132.01	142.43	36.97
净利润（亿元）	11.36	10.93	1.86
EBITDA（亿元）	21.43	23.47	--
经营性净现金流（亿元）	2.14	1.32	-1.83
应收账款周转次数(次)	4.47	3.26	--
存货周转次数（次）	5.05	4.01	--
总资产周转次数（次）	0.82	0.64	0.14
现金收入比率（%）	101.96	107.69	100.65
总资本收益率（%）	11.65	9.18	--
总资产报酬率（%）	11.51	8.90	--
净资产收益率（%）	19.12	13.83	2.05
营业利润率（%）	37.76	39.00	33.78
费用收入比（%）	27.80	30.06	26.52
资产负债率（%）	62.84	65.39	64.48
全部债务资本化比率（%）	55.31	57.24	55.02
长期债务资本化比率（%）	22.25	29.23	29.04
EBITDA 利息倍数（倍）	4.58	3.86	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.20	--
流动比率（倍）	1.14	1.22	1.28
速动比率（倍）	0.95	1.01	1.04
现金短期债务比（倍）	0.43	0.42	0.37
经营现金流动负债比率（%）	2.38	1.10	-1.67
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.79	1.96	--

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. 公司全部债务中，未含“15 天集 EB”中计入其他综合收益部分；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4.2016 年第一季度财务报表数据未经审计、相关指标未年化。

附件 4　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）
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期债券到期偿还额
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 5　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。