跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]591 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天士力控股集团有限公司主体长期信用状况和发行的“15 天集 EB”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”公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年 六 月 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 2017 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	债券期限	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
15 天集 EB	12 亿元	5 年	AA+	AA+	2016 年 5 月 26 日

担保方式： 股票质押

质押股票： 公司持有的天士力医药集团股份有限公司 3,700 万股股票

跟踪评级时间： 2017 年 6 月 6 日

主要财务数据

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	258.37	307.32
所有者权益（亿元）	89.41	108.28
长期债务（亿元）	36.93	39.92
全部债务（亿元）	121.33	137.27
营业收入（亿元）	142.43	158.05
净利润（亿元）	10.93	13.14
EBITDA（亿元）	23.47	29.25
经营性净现金流（亿元）	1.32	1.70
营业利润率（%）	39.00	36.17
净资产收益率（%）	13.83	13.29
资产负债率（%）	65.39	64.77
全部债务资本化比率（%）	57.57	55.90
流动比率（倍）	1.22	1.31
EBITDA 全部债务比（倍）	0.19	0.21
EBITDA 利息倍数（倍）	3.86	4.27
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.96	2.44

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、其他流动负债和其他应付款中付息项已调整至短期债务指标核算。

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，主要产品毛利率保持较高水平等方面的优势。

同时，联合评级也关注到，受招标限价、医保控费等政策调整以及医药流通业务快速发展的影响，公司毛利率水平有所下降，应收账款规模有所增长；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 万股天士力医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“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，主导产品复方丹参滴丸市场占有率保持领先；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，医药商业销售领域有所拓宽，主营业务毛利率保持在较高水

平。

3．2016 年，公司股东以现金对公司增资，资本结构得到改善，综合实力有所增强。

4．跟踪期内，由于天士力股份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．公司应收账款规模较大，对资金产生占用，加大了公司的资金周转压力。

3．公司债务结构仍以短期债务为主，债务结构有待完善；公司所有者权益中少数股东权益所占比重大，权益结构稳定性有待提高；归属于母公司所有者的净利润占比较低。

4．2016 年，期间费用对公司利润仍存在一定侵蚀；公司营业利润主要来自于投资收益，可持续性较差，公司实际盈利能力有待改善。

分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sunll@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

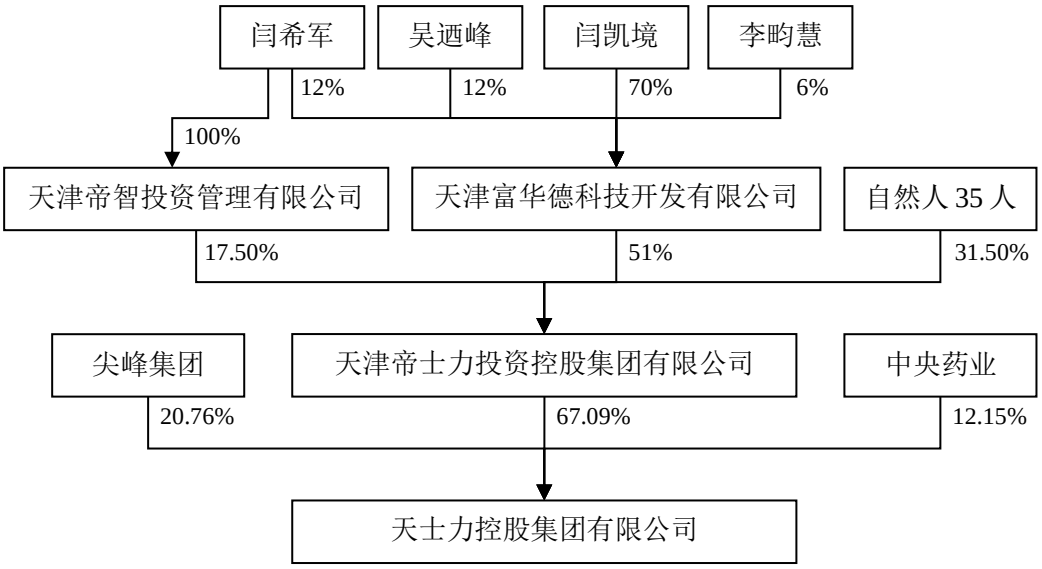
分析师：

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，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 2017 年 4 月底，公司注册资本 3.44 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 67.09%，为公司控股股东。公司实际控制人为一致行动人[1]闫希军、吴迺峰、闫凯境和李昀慧。

图 1　截至 2017 年 4 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，公司经营范围未发生变化。

截至 2017 年 3 月底，公司设有秘书处、人力资源中心、培训中心、财务中心、经济运营中心、政务中心、招标中心、基建管理中心、工程造价评审中心、内务审计中心、项目申报管理中心、物流中心和联合管理委员会共 15 个部门；公司在职员工 20,229 人；截至 2016 年底，公司拥有全资及控股子公司 28 家。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 307.32 亿元，负债合计 199.04 亿元，所有者权益（含少数股东权益）108.28 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 53.58 亿元。2016 年，公司实现营业总收入 158.05 亿元，净利润（含少数股东损益）13.14 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.70 亿元，现金及现金等价物净增加额为 6.91 亿元。

公司注册地址：天津北辰科技园区；法定代表人：闫希军。

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

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.SH。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医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 2017 年 6 月 5 日前 20 个交易日的股票交易均价看，天士力股份每股流通股价格为 40.30 元，较初始换股价格（57.00 元/股）折价 29.30%。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。

2016 年 5 月 24 日，公司将换股价格由初始换股价格调整至 56.58 元/股；2016 年 6 月 8 日，本次可交换公司债券进入换股期，截至 2016 年底，本次可交换公司债券发生换股，换股数为 17 股，未换股债券余额为 119,999.90 万元；本次可交换债券尚未触发赎回条款与回售条款。

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 2016 年底，募集资金专用账户余额 25,708.49 元。公司已于 2016 年 6 月 12 日支付第一期利息 1,200.00 万元。

三、行业分析

公司所属行业为医药行业，具体业务内容涉及医药工业和医药商业。

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。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，未来发展潜力巨大，行业高增长和高收益性突出。进入 21 世纪以来，我国医药业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。但受近两年药品降价、招标延缓、医保控费、新版 GMP 认证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，2016 年我国医药制造行业仍维持了较高的景气度，实现主营业务收入 28,062.90 亿元，同比增长 9.70%；实现利润总额 3,002.90 亿元，同比增长 13.90%；行业毛利率为 29.40%，较上年 28.81%的毛利率水平小幅上升 0.58 个百分点。未来由于国内和国际市场对药品市场需求和消费将继续增加，这将使得医药行业大力发展，在国民经济中的地位不断提升。

在原材料供应方面，随着 2015 年新版《中国药典》颁布以及药监部门检查频率的增加，能否采购到质量、含量合格的药材成为各大药企面临的共同难题，再加上需求支撑、恶劣天气、种植户减产等因素，使得 2016 年以来中药价格普遍上涨。依据成都中药价格指数（月度）显示，中药价格指数由 2016 年 1 月的 143.78 上涨至 2017 年 2 月的 154.76。在具体中药材价格变化方面，三七（40 头）由 2016 年初的约 200 元/千克上涨至年底的 390~400 元/千克，安徽丹参由 2016 年初的 7 元/千克上涨至年底的 11.50 元/千克，太子参价格由 2016 年初的 60~65 元/千克上涨至年底的 90~100 元/千克。

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，2016 年新医改推出后进一步完善医药价格管理政策，理顺医疗服务比价关系，减轻居民医疗负担。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。2017 年 2 月，人社部发布《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）》（以下简称“《目录》”），《目录》共收载 2,535 个品种，其中西药 1,297 个，中成药 1,238 个（含民族药 88 个），增幅约 15%，与 2009 年扩容幅度基本持平，调入药品包括临床价值高的新药、地方乙类调整增加较多的药品、重大疾病治疗用药、儿童用药、急抢救用药以及职业病特殊用药等；其中，西药总数增加 11%，中成药（含民族药）总数增加 21%，尤其是民族药大幅增加。《目录》调整将在一定程度上影响药品市场的销售及竞争格局，地方乙类调整增加较多的药品、临床价值高、价格合理的品种以及针对重大疾病或特殊用途品种有望借助《目录》调整契机实现放量，使用率低、重合率低的药品已被调出。

价格方面，受需求支撑、原材料价格上涨等因素影响，2016 年以来我国中西药品及医疗保健用品零售价格呈上升趋势，截至 2017 年 2 月底，我国中西药品及医疗保健用品零售价格 RPI 为 105.80，较 2016 年初增长 3.50 个百分点。未来随着我国各省基药和非基药新一轮招标的全面启动、公立医院改革的全面推进，以及医保筹资压力的影响，我国药品价格将可能呈降价趋势。

总体看，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

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。

据商务部统计系统数据显示，2016 年上半年全国七大类医药商品销售总额 9,273 亿元，扣除不可比因素比上年同期增长 12.0%，增幅回落 0.4 个百分点。其中，药品零售市场销售总额为 1,855 亿元，比上年同期增长 10.1%，增幅上升 1.4 个百分点。2016 年上半年药品流通直报企业主营业务收入 6,515 亿元，扣除不可比因素同比增长 12.5%，增幅回落 0.3 个百分点；实现利润总额 111 亿元，扣除不可比因素同比增长 11.5%，与上年基本持平；平均利润率为 1.7%，与上年同期相比上升 0.1 个百分点；平均毛利率为 6.8%，与上年同期相比上升 0.4 个百分点。

行业政策方面，2017 年 1 月，国务院医改办会同国家卫计委等 8 部门联合印发《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》，目的在于规范药品流通秩序、压缩流通环节、降低虚高药价，并将最先在公立医院和医改试点省(区、市)推开，到 2018 年在全国全面推广开。“两票制”下药品流通环节将得到压缩，“挂票”和“走票”的医药商业企业将被清洗，区域医疗资源不足的流通企业将被市场所淘汰，行业集中度进一步提升，流通行业重组整合将是大势所趋。

2016 年我国将深化医药卫生体制改革作为重点，继续深化公立医院改革、推进分级诊疗建设、推动药品价格“透明化”，国务院常务会议提出，全面推进公立医院药品集中采购，建立药品出厂价格信息可追溯机制，推行从生产到流通和从流通到医疗机构各开一次发票的“两票制”，使中间环节加价透明化，新型营销体系建设将增加药品生产企业的资金投入，缺乏上游品种资源和下游终端资源的夹层经销商面临出局，医药商业集中度将有所提高。2017 年的医改将重点强调“医疗、医药、医保”的三医联动系列改革，招标新政、医保控费、药价开发、市场监管趋严等政策，将会对医药市场药品销售结构产生重大影响。

近年来，药品流通企业顺应医药健康需求，积极探索“互联网+”商业模式，努力开拓医药电商市场，与拥有流量优势的阿里巴巴、腾讯、百度、京东等互联网公司跨界融合、整合资源，对行业格局变革带来深刻影响。目前，国内医药电商模式层出不穷，且深入到医药的全产业链过程，其中 B2C 最多，B2B 发展较慢，O2O 尚处于探索之中。据国家食品药品监督管理总局统计，截至 2016 年 6 月 30 日拥有互联网交易资质的企业合计为 595 家，企业数量同比增长 40.0%，其中 B2B 为 123 家、B2C 为 449 家。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。

总体看，随着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，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

2017 年 3 月，公司任命马强先生为公司副总裁、战略投资事业群首席执行官；因战略调整，公司免去赵骞先生副总裁、儿童健康产业事业群首席执行官职务；董事会秘书王永胜先生因个人发展原因提出辞职申请，其职责内相关事务暂由公司董事会办公室承接，待确认适当人选后再重新任命。

截至2017年3月底，公司高管及核心技术人员较为稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

总体看，公司管理人员出现部分变动，但核心技术人员较为稳定，公司管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

2016 年，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，其中医药行业板块运营主体为下属控股子公司天士力股份。2016 年，公司实现营业收入 157.91 亿元，较上年增长 11.08%,，其中实现主营业务收入 157.43 亿元，较上年增长 11.14%，主要系医药行业板块收入增加所致；实现净利润 13.14 亿元，较上年增长 20.20%，主要系投资收益增加所致。

2016 年，公司主营业收入占营业总收入比重为 99.69%，公司主营业务仍非常突出。从各板块收入来看，2016 年，公司医药行业板块[2]实现收入 143.18 亿元，较上年增长 7.70%，主要系公司拓宽销售网络所致；公司其他业务板块收入主要为中药材贸易收入和保健品、医疗产业、健康饮品、速溶茶珍等大健康产品系列的销售收入，2016 年实现收入 14.25 亿元，较上年大幅增长 63.50%，主要系新增中药材贸易收入所致。

表 1　2015~2016 年公司主营业务收入和毛利率构成(单位：亿元、%)

业务	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药行业	132.94	93.85	38.34	143.18	90.95	35.87
其他业务	8.72	6.15	64.57	14.25	9.05	54.09
合计	**141.66**	**100.00**	**39.95**	**157.43**	**100.00**	**37.52**

资料来源：公司审计报告

从毛利率水平看，2016 年公司主营业务毛利率为 37.52%，较上年下降 2.44 个百分点，但仍保持在较高水平。其中，医药行业毛利率为 35.87%，较上年下降 2.47 个百分点，主要系受招标限价、医保控费等政策调整影响，医药工业毛利率下降，以及毛利率较低的医药商业板块业务规模增长所致；其他业务毛利率为 54.09%，较上年下降 10.48 个百分点，主要系中药材贸易板块毛利较低所致，公司其他业务毛利率仍处于较高水平，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。

总体看，2016 年，公司主营业务突出，医药行业板块和其他业务板块收入有所增长，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

公司医药工业板块的经营主体主要为天士力股份。

在原材料采购方面，天士力股份生产所需的主要原料药材包括丹参、三七、冰片、川芎、当归、黄芪等，其中主要产品原药材为丹参和三七，丹参药材全部由其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 2016 年底，天士力股份陕西丹参种植面积达 1.7 万亩，年产丹参总量达 2,700 吨，约为目前生产原料需求量的 1.51 倍；此外，天士力股份在云南省拥有种苗基地和三七生产基地面积分别为 208 亩和 1,193 亩，其中三七年产量达 160 吨，已满足日常生产经营所需。天士力股份常用药材整体储备充足，可有效规避由于中药材

[2] 公司医药行业包括医药工业和医药商业两大板块，2015 年，两大业务板块分别实现营业收入 67.78 亿元和 63.65 亿元；2016 年公司不再将此两大业务板块收入分开统计，只统计医药行业板块整体销售收入。

价格变动所带来的不利影响。对于其他中药材原料，由于需求量相对较小，且均属于市场供应充足的大宗药材，天士力股份主要按市场价格向供应商直接采购。

研发方面，2016 年，天士力股份新获批政府课题 2 项，国家“重大新药创制”科技重大专项完成 2 项结题；取得了加参片、替莫唑胺注射剂、卡培他滨等多个品种的临床批件；丹参胶囊获得欧盟植物药品注册批件，是天士力股份中药品种在欧盟主流医药市场取得的首个治疗性药品证书，目前正在积极推进后续欧盟成员国的 MRP[3]。截至 2016 年底，天士力股份共有在研新药和专利到期抢仿药项目 68 个。

产品生产方面，截至 2016 年底，天士力股份主要产品复方丹参滴丸、养血清脑颗粒、水林佳、化学原料药和化学制剂药的产能分别为 14,400.00 万盒、3,600.00 万盒、1,540.00 万盒、307.00 吨和 240,000.00 万片（万粒），较上年无变化。2016 年，天士力股份仍然采取以销定产的经营模式，复方丹参滴丸和水林佳的产量较上年有所减少，分别为 12,801.01 万盒和 948.01 万盒，分别较上年减少 7.30%和 10.24%；养血清脑颗粒产量为 2,444.69 万盒，较上年增长 4.00%。由于天士力股份 2016 年产能较上年无变化，主要产品产能利用率与产量变动趋势一致，复方丹参滴丸、养血清脑颗粒和水林佳的产能利用率分别为 88.90%、67.91%和 61.56%。

表 2　2015~2016 年天士力股份主要产品生产情况

产品	项目	2015 年	2016 年
复方丹参滴丸	产能（万盒）	14,400.00	14,400.00
	产量（万盒）	13,808.70	12,801.01
	产能利用率（%）	97.74	88.90
	库存量（万盒）	1,848.69	1,054.09
养血清脑颗粒	产能（万盒）	3,600.00	3,600.00
	产量（万盒）	2,350.75	2,444.69
	产能利用率（%）	58.85	67.91
	库存量（万盒）	153.39	249.50
水林佳	产能（万盒）	1,540.00	1,540.00
	产量（万盒）	1,056.19	948.01
	产能利用率（%）	61.01	61.56
	库存量（万盒）	88.19	97.02

资料来源：公司提供

2016 年，天士力股份实现复方丹参滴丸销量 13,649.28 万盒，较上年增长 2.48%；受招标降价、医保控费与公立医院规模限制等多重因素影响，养血清脑颗粒和水林佳销量有所减少，分别较上年减少 0.60%和 12.29%。

表 3　2015~2016 年天士力股份主要产品销售情况

产品	项目	2015 年	2016 年
复方丹参滴丸	销量（万盒）	13,319.21	13,649.28
	产销率（%）	96.46	106.63
养血清脑颗粒	销量（万盒）	2,352.63	2,338.41
	产销率（%）	100.08	95.65
水林佳	销量（万盒）	1,048.56	920.70
	产销率（%）	99.28	97.12

资料来源：公司提供

[3] MPR 是 Mutual Recognition Procedure 的缩写，意为“互认程序”。

在产品产销方面，天士力股份主要产品产销率仍维持在较高水平，其中复方丹参滴丸产销率为106.63%，较上年上升 10.17 个百分点，产销率高于 100.00%主要系消耗上年库存所致；养血清脑颗粒和水林佳的产销率分别为 95.65%和 97.12%，分别较上年下降 4.43 个百分点和 2.16 个百分点，但仍处于较高水平。

销售模式方面，天士力股份产品仍主要通过下属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”）和天津天士力医药商业有限公司（以下简称“天士力商业”）对外销售。截至 2016 年底，公司营销系统已辐射 29 个大区，设立 782 个办事处，形成医院（并按病种细分专业产品线）、城市社区及乡镇卫生院基药板块、OTC 板块和第三终端广覆盖商销板块，形成了覆盖全国市场的营销网络。

在产品市场占有率方面，天士力股份主打产品复方丹参滴丸为公司独家产品，多年来凭借良好的疗效、创新的剂型和稳定的消费群体在市场占有率和单产品产销规模方面位于行业前列。

产品结构方面，天士力股份主要产品收入占比占医药工业收入比重较大，产品结构相对集中。2016 年，天士力股份前五大产品合计收入 46.41 亿元，占其医药工业板块销售收入的 75.12%，较上年提高 0.81 个百分点，产品结构集中度进一步提高。其中，天士力股份核心产品复方丹参滴丸，于 1995 年投放市场，是国家医保品种、国家基本药物目录品种、国家基药低价药品目录品种，2016 年实现销售收入 26.31 亿元，占医药工业板块收入 42.59%。

总体看，2016 年，公司主要产品产量基本保持稳定；核心产品复方丹参滴丸销量稳步增长，受医疗政策影响，部分核心产品销量下滑，核心产品产销率仍处于较高水平；产品结构集中度进一步提高。

（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，经营主体仍为营销集团和天士力商业。公司相关销售渠道除销售公司产品外，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，公司继续保持以广东、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，但与该行业其他优势企业相比，公司在医药商业板块的规模竞争力方面仍有待提升。

在产业上游供货商的选择上，由于医药商业业务模式以及医药销售终端客户的需求种类广泛等多方面因素，使得营销集团需涉及的医药品种较多，同时由于各类药品生产所涉及的生产流程、生产工艺方面存在明显差异，国内医药生产企业主导产品各有偏重，使得营销集团的供应商高度分散，公司采购集中度较低。

近年来公司一直着手对医药商业板块进行整合，相关措施的落实使该板块商业业态得以优化，加之市场投入的增加，促使公司医药商业板块收入规模扩大，销售客户集中度较低。

总体看，2016 年，公司医药商业收入规模有所增长，整体运营状态良好；公司采购集中度和销售客户集中度都处于较低水平；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。公司的生命健康产业主要拥有保健品、健康食品、化妆品、安全饮用水和生物普洱茶等产品，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、云南天士力帝泊洱生物茶集团有限公司和天津帝泊洱销售有限公司生产和经营。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。2016 年，公司其他业务收入 14.25 亿元，较上年增长 63.50%，主要系新增中药

材贸易收入所致；毛利率 54.09%，较上年下降 10.48 个百分点，主要系中药材贸易板块毛利较低所致。公司其他业务毛利率虽有所下降，但仍保持在较高水平。目前，其他业务板块对公司整体的收入和利润贡献仍比较有限。

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。公司累计获得共 490 余个注册批件，110 余个产品进入 40 多个国家和地区，营销发展经销商及消费者会员 100 多万人，实现 6 种产品以处方药身份进入 8 个国家，18 个产品以传统药、非处方药、保健品身份在 23 个国家和地区上市销售。

总体看，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. 经营效率

2016 年，公司应收账款周转次数由 2015 年的 3.26 次降至 2.97 次，主要系公司医药商业板块业务规模扩大，使得货款回收周期延长所致；存货周转次数由 2015 年的 4.01 次降至 3.49 次，主要系医药商业板块业务规模扩大使得库存商品规模扩大所致；总资产周转次数由 2015 年的 0.64 次降至 0.56 次。

总体看，2016 年，由于公司对于业务市场的进一步延伸，虽对业务市场形成有效扩展，但也对整体的经营效率产生消极影响，公司经营效率有所下降。

4. 在建项目

截至 2016 年底，公司主要在建项目 11 项，其中主要由制剂中试中心项目、研发大楼及配套项目、上海天士力反应器扩能和 GMP 改造项目、天地药业新厂区建设项目、东北现代中药示范工厂项目和生物茶茶谷修建工程等项目构成。公司重大在建项目总计划投资额为 26.24 亿元，已完成投资 16.76 亿元，仍需投资 9.49 亿元，与近年来公司利润留存情况以及期末现金及现金等价物规模相比，后续待投入资金规模小，公司完成资本性投资所需进行外部融资的压力小。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 4　截至 2016 年底公司重大在建项目投资情况表（单位：万元）

项目名称	计划投资额	截至 2016 年底已投资额	未来投资计划			预计完工时间
			2017 年	2018 年	2019 年	
制剂中试中心项目、研发大楼及配套项目	52,340.00	53,277.59	10,701.00	--	--	2017 年
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）	20,000.00	1,749.14	156.00	2,380.00	--	2018 年
上海天士力反应器扩能和 GMP 改造项目	23,038.92	19,841.83	833.00	6,515.00	63.00	2019 年
复方丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂生产线建设项目	15,571.86	5,962.63	4,949.00	4,000.00	779.00	2019 年
帝益无菌药品车间项目	7,350.00	6,177.43	1,889.00	--	--	2017 年
天地药业新厂区建设项目	22,540.43	3,083.56	13,806.28	1,583.99	1,500.00	2019 年
天士力信息中心建设项目	6,800.00	4,892.67	4,976.00	--	--	2017 年
东北现代中药示范工厂项目	32,000.00	6,143.51	18,422.00	3,863.00	3,461.00	2019 年
天士力现代中药产业园建设项目	5,000.00	74.61	3,177.52	1,439.92	500.00	2019 年
辽宁保健品厂房建设项目	6,246.59	154.27	6,092.32	--	--	2017 年

生物茶茶谷修建工程项目	71,559.64	66,195.56	5,101.13	262.95	--	2017 年
合计	**262,447.44**	**167,552.79**	**70,103.24**	**20,044.86**	**6,303.00**	--

资料来源：公司提供

总体看，公司主要在建项目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。

5. 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）医药工业产品结构相对集中

在超过亿元产品中，前五大产品合计收入占天士力股份医药工业板块收入 75.12%。其中，核心产品复方丹参滴丸 2016 年实现销售收入 26.31 亿元，占天士力股份医药工业板块收入 42.59%。公司主导产品收入占比占医药工业收入比重较大，产品结构相对集中，该产品市场需求的变动易对公司医药工业收入的稳定性产生影响。

（3）公司应收账款规模较大，对资金产生占用

为缓解相关行业政策对公司业务带来的不利影响，公司积极发展医药商业板块，但随着该板块销售规模的扩大，公司应收账款回收周期有所延长，对资金产生占用，一定程度上加大了公司的资金周转压力。

6. 未来发展

2017 年，公司将继续以大健康产业为主线，以大生物医药产业为核心，以健康保健产业和医疗康复、健康管理产业为两翼，打造全球化的高科技企业集团。以现代中药为核心，协同化学药、生物药两翼发展，着力推进大生物医药产业优势集群快速发展。

国际化体系建设方面，公司将以中药国际化为引领，以资本国际化为带动，根据不同国家在医疗体系、政策法规和文化上的不同特点，加速推动产业国际化布局。形成以现代中药国际化产品为核心，以中医药教育、中西医结合诊疗为支撑，以功能产品、保健品、中药材和饮片、免煎微球贸易为协同的整合国际化医学服务模式。

产品研发方面，着眼于未被满足的临床需求，在妇科病、儿科病、肿瘤、老年病、代谢等疾病方面布局新品种；发挥集成产品开发的创新牵引作用，将市场导向作为产品生命周期管理的核心主线，围绕国际化申报、大品种二次开发，创新药布局，实现研发成果的高效转化。

营销体系建设方面，公司将加速营销模式的转型，依托复方丹参滴丸国际化申报的突破，形成国际国内两个市场的互促、互动。

总体看，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

1. 财务概况

公司 2016 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。从合并范围变化来看，2016 年，公司合并范围子公司减少 4 家，公司合并范围的变动对资产和利润规模等影响较小，主营业务未发生变化，相关会计政策连续，因此财务数据可比性仍较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 307.32 亿元，负债合计 199.04 亿元，所有者权益（含少数股东权益）108.28 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 53.58 亿元。2016 年，公司实现营业总收入 158.05 亿元，净利润（含少数股东损益）13.14 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.70 亿元，现金及现金等价物净增加额为 6.91 亿元。

2. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 307.32 亿元，较年初增长 18.94%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 58.37%，较年初提高 2.05 个百分点；非流动资产占 41.63%，公司资产仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产合计 179.37 亿元，较年初增长 23.27%，主要系货币资金、应收账款和其他应收款增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占 13.03%）、应收票据（占 12.34%）、应收账款（占 30.41%）、其他应收款（占 19.11%）、存货（占 17.31%）和其他流动资产（占 5.13%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金 23.37 亿元，较年初增长 37.98%，主要系公司股东增资及天士力股份控制医药工业业务应收账款规模，回款增加所致。公司货币资金主要由银行存款（占 75.88%）和其他货币资金（占 24.03%）构成，其余为少量库存现金（占 0.09%）；使用受限资金占 24.02%，主要系银行承兑汇票保证金、信用证保证金、借款保证金等各类保证金。

截至 2016 年底，公司应收票据账面价值 22.13 亿元，较年初增长 23.18%，主要系公司扩大票据结算规模所致；公司应收票据以银行承兑汇票为主，占应收票据账面价值的 98.86%，其余为商业承兑汇票，累计计提坏账准备 25.50 万元。

截至 2016 年底，公司应收账款账面价值 54.54 亿元，较年初增长 10.84%，主要系医药商业销售规模扩大所致。公司按账龄法对应收账款计提坏账准备，其中账龄在一年以内的占账面余额的 96.33%，账龄较短，累计计提坏账准备 1.47 亿元；由于欠款方进行破产重整、列入国家失信被执行人名单、欠债涉及较多诉讼案件等原因，公司期末单独进行减值测试的应收账款余额合计 0.11 亿元，共计提坏账准备 0.09 亿元，合计计提比例 75.53%，公司应收账款存在一定的回收风险；按照欠款方归集的期末余额前五名的应收账款占比 12.47%，集中度较低；受限资产占应收账款账面价值的 0.06%，主要系用于担保贷款所致。

公司其他应收款主要为关联方拆借款和业务往来款。截至 2016 年底，公司其他应收款账面价值 34.28 亿元，较年初增长 60.41%，主要系公司关联方拆借增加所致。公司按账龄法对其他应收款计提坏账准备，其中账龄在一年以内的占账面余额的 97.49%，账龄较短，累计计提坏账准备 0.94 亿元。截至 2016 年底，公司有一笔账面余额为 0.09 亿元的其他应收款由于已与公司失去联系，预计款项无法收回，已计提 100.00%的坏账准备，公司其他应收款存在一定的回收风险。

截至 2016 年底，公司存货账面价值 31.04 亿元，较年初增长 22.77%，主要系医药商业板块业务

规模扩大使得库存商品规模扩大所致。公司存货主要由原材料（占 18.27%）、库存商品（占 57.97%）和开发产品（占 16.68%）构成。公司分别对原材料、在产品和库存商品计提跌价准备 93.05 万元、147.38 万元和 1,864.14 万元，计提比例为 0.67%。

公司其他流动资产为预交企业所得税、待抵扣增值税进项税额和短期理财产品。截至 2016 年底，公司其他流动资产 9.20 亿元，较年初减少 16.14%，主要系短期理财产品减少所致。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 127.95 亿元，较年初增长 13.37%，主要系长期股权投资和固定资产大幅增加所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 13.90%）、长期股权投资（占 26.49%）、固定资产（占 37.97%）和无形资产（占 5.83%）构成。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产账面价值 17.78 亿元，较年初减少 22.72%，主要系减持曙光信息产业股份有限公司（以下简称“中科曙光”）股份所致；按成本计量和按公允价值计量可供出售权益工具分别占可供出售金融资产账面价值的 37.37%和 62.63%。

截至 2016 年底，公司长期股权投资 33.89 亿元，较年初大幅增长 81.36%，主要系追加对西藏华金天马股权投资合伙企业（有限合伙）和天津同仁堂集团股份有限公司等联营企业的投资所致。

截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 48.58 亿元，较年初增长 22.95%，主要系研究院大楼等在建工程项目完工转入所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 65.67%）和机器设备（占 30.80%）构成，符合公司制造业行业特性；累计计提折旧 18.65 亿元，固定资产成新率 72.26%，成新率一般；受限资产为 4.57 亿元，占固定资产账面价值的 9.41%，主要系用于抵押担保所致。

截至 2016 年底，公司无形资产账面价值 7.46 亿元，较年初增长 3.32%；公司无形资产主要由土地使用权（占 64.59%）、专有及专利技术（占 5.23%）、软件（占 9.51%）和商标和著作权（占 19.32%）构成；受限资产占无形资产账面价值的 8.82%，主要系用于抵押担保所致。

总体看，2016 年，公司资产规模有所增长，资产结构仍以流动资产为主；公司资产受限规模较小，货币资金较充裕，但资产构成中应收账款、可供出售金融资产及长期股权投资占比较大，整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债总额 199.04 亿元，较年初增长 17.80%，主要系流动负债增加所致。其中流动负债占 68.92%，较年初下降 1.74 个百分点，非流动负债占 31.08%，负债结构仍以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债 137.18 亿元，较年初增长 14.90%，主要系其他流动负债大幅增加所致；公司流动负债主要由短期借款（占 33.67%）、应付票据（占 7.56%）、应付账款（占 15.58%）、其他应付款（占 9.35%）、一年内到期的非流动负债（占 6.21%）和其他流动负债（占 20.38%）构成。

截至 2016 年底，公司短期借款 46.18 亿元，较年初减少 9.85%，主要系公司及天士力股份为降低融资成本，发行超短期融资券而减少银行借款所致；公司短期借款主要由信用借款（占 56.54%）和保证借款（占 39.69%）构成。

公司应付票据全部为银行承兑汇票。截至 2016 年底，公司应付票据 10.37 亿元，较年初减少 3.35%。

截至 2016 年底，公司应付账款 21.37 亿元，较年初增长 32.89%，主要系随着业务规模的扩大，应付货款和工程设备款增加所致。

截至 2016 年底，公司其他应付款 12.82 亿元，较年初增长 20.29%，主要系往来款规模增加所致。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 8.52 亿元，较年初增长 24.83%，主要系部分长期借款、应付债券和长期应付款即将到期转入所致。

截至 2016 年底，公司其他流动负债 27.96 亿元，较年初大幅增长 99.91%，主要系公司发行“16 天士力 SCP003”和“16 天士力 SCP004”、天士力股份发行“16 天士力药 SCP002”和“16 天士力药 SCP003”所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 61.86 亿元，较年初增长 24.78%，主要系长期应付款增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 17.09%）、应付债券（占 47.44%）、长期应付款（占 24.54%）和递延收益（占 6.29%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款 10.57 亿元，较年初减少 23.91%，主要系部分即将到期转入一年内到期的非流动负债所致。

截至 2016 年底，公司应付债券 29.35 亿元，较年初增长 27.38%，主要系公司发行“16 天士力 PPN001”所致。

表 5　截至 2016 年底公司应付债券明细（单位：亿元）

债券简称	面值	发行日期	期限
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[4]	12.00	2015 年 6 月 8 日	5 年
16 天士力 PPN001	10.00	2016 年 10 月 18 日	3 年
合计	**31.00**	--	--

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司长期应付款 15.18 亿元，较年初大幅增长 268.21%，主要系天津天士力健康产业投资管理合伙企业（有限合伙）的优先级有限合伙人于 2016 年增加出资，使得债权有所调整所致。

公司递延收益全部为政府补助。截至 2016 年底，公司递延收益 3.89 亿元，较年初增长 6.40%，主要系天士力中药现代化产业园项目基础设施建设补助新增 0.16 亿元和搬迁补偿款新增 0.23 亿元所致。

截至 2016 年底，公司全部债务合计 137.27 亿元[5]，较年初增长 13.14%，其中短期债务占 70.92%，长期债务占 29.08%。受益于公司所有者权益规模增长，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均有所下降，分别为 64.77%、55.90%和 26.93%，分别较年初下降 0.63 个百分点、1.67 个百分点和 2.29 个百分点。

总体看，2016 年，公司负债规模有所上升，仍以流动负债为主；短期偿债压力较大，债务结构有待优化。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 108.28 亿元，较年初增长 21.10%，主要系资本公积增加所致。从权益结构来看，归属于母公司所有者权益占所有者权益的 49.48%，以股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润为主，占比分别为 6.41%、36.03%、21.08%和 34.32%。截至 2016 年底，公司实收资本 3.44 亿元，较年初增长 44.46%，资本公积 19.30 亿元，较年初增长 208.59%，主要系

[4] 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 2016 年底，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 10.50 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。

[5] 未含本次可交换债计入其他综合收益部分。

公司股东以现金对公司增资，使得实收资本和资本公积分别增加 1.06 亿元和 14.44 亿元所致。从所有者权益结构稳定性来看，资本公积和未分配利润规模较大，但资本公积主要来自于资本溢价，公司所有者权益结构稳定性有所提高。

总体看，2016 年，公司权益结构中少数股东权益所占比重仍较大，受益于股东增资，公司所有者权益规模有所增长，权益结构稳定性有所提高。

4. 盈利能力

2016 年，公司进一步拓宽营销网络，公司实现营业总收入 158.05 亿元，较上年增长 10.97%；实现营业利润 17.21 亿元，较上年增长 27.82%，主要系公司部分过往年度投资项目在本年度实现退出，使得投资收益增加所致；实现净利润 13.14 亿元，较上年增长 20.20%；归属于母公司所有者的净利润 4.20 亿元，较上年增长 64.77%。

从期间费用看，2016 年，公司费用总额 50.29 亿元，较上年增长 17.47%。其中，销售费用 28.02 亿元，较上年增长 14.01%，主要系公司为应对行业政策变化，医药工业加大新品营销投入，以及医药商业销售业态优化，商业终端占比增长，市场投入增加所致；管理费用 15.78 亿元，较上年增长 21.58%，主要系公司加大了新产品、新技术的研发投入规模所致；财务费用 6.48 亿元，较上年增长 23.48%，主要系融资规模扩大，利息支出增加所致。2016 年公司费用收入比为 31.82%，较上年上升 1.76 个百分点，期间费用对公司利润存在一定侵蚀。

2016 年，公司投资收益为 11.24 亿元，较上年增加 9.75 亿元，主要为减持中科曙光产生的投资收益。剔除投资收益后，公司营业利润为 5.97 亿元，较上年的 11.97 亿元明显减少。2016 年，公司营业外收入 0.97 亿元，较上年增长 37.60%，主要系收到的政府补助增加所致。公司营业外收入占利润总额比重为 5.39%，较上年提高 0.34 个百分点，营业外收入对公司利润总额贡献程度较小。

从盈利指标来看，受医保控费等政策影响，公司盈利能力有所减弱。2016 年，公司营业利润率为 36.17%，较上年下降 2.83 个百分点；公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率较 2015 年均有不同程度的下降，分别从 2015 年的 9.14%、8.90%和 13.83%下降至 2016 年的 8.72%、8.78%和 13.29%。

总体看，2016 年，公司收入规模保持平稳增长，费用控制能力有待提高；公司通过减持中科曙光将营业利润和净利润保持在较高水平，但考虑到上述收入并不具备可持续性，公司实际盈利能力有待改善。

5. 现金流

经营活动方面，2016 年公司经营活动现金流入 177.77 亿元，较上年增长 13.42%，主要系公司控制医药工业应收账款规模，回款增加所致；经营活动现金流出 176.07 亿元，较上年增长 13.29%，增幅小于现金流入增幅；经营活动产生的现金流量净额为 1.70 亿元，较上年增长 28.80%。2016 年公司现金收入比 109.31%，较上年提高 1.61 个百分点，收入实现质量有所提高。

投资活动方面，2016 年公司投资活动现金流入 23.78 亿元，较上年大幅增长 367.03%，主要系公司部分过往年度投资项目在本年度实现退出，使得收回投资收到的现金增加所致；投资活动现金流出 46.14 亿元，较上年增长 33.19%，主要系公司追加对联营企业投资所致；投资活动产生的现金流量金额为净流出 22.36 亿元，较上年减少 24.35%。

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，2016 年公司筹资活动现金流入 160.29 亿元，较上年增长 8.57%，主要系股东增资及发行债券所致；筹资活动现金流

出 132.69 亿元，较上年增长 10.67%，主要系偿还债务支付的现金增加所致；筹资活动产生的现金流量净额 27.59 亿元，较上年小幅减少 0.50%。

总体看，2016 年，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，基本可满足公司目前投资活动所需。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，随着业务规模的扩大，公司流动资产总量的增加，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别由年初的 1.22 倍和 1.01 倍，上升至 1.31 倍和 1.08 倍，流动资产对流动负债的保护程度有所提高；公司现金短期债务比为 0.47 倍，较年初上升 0.06 个百分点，现金类资产对短期债务的保障能力仍显不足。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016 年公司 EBITDA 为 29.25 亿元，较上年增长 24.62%，主要系利润总额增加所致；公司 EBITDA 由折旧（占 12.26%）、摊销（占 2.87%）、计入财务费用的利息支出（占 23.11%）和利润总额（占 61.76%）构成；EBITDA 利息倍数由上年的 3.86 倍上升至 4.27 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.19 倍上升至 0.21 倍。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2016 年底，公司获得银行授信总额合计 145.40 亿元，其中未使用额度 66.62 亿元，公司间接融资渠道畅通。

在对外担保方面，截至 2016 年底，公司对外担保合计 22.19 亿元，占当期净资产的 20.49%，所占比重一般，其中保证担保和保函担保余额分别为 9.69 亿元和 12.50 亿元，占比分别为 43.66%和 56.34%。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 2016 年底，公司无重大未决诉讼，公司或有负债风险较小。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至 2017 年 4 月 19 日，公司已结清信贷中有 1 笔欠息和 4 笔关注类贷款；未结清业务中无不良和关注类信贷信息记录。

总体看，2016 年，公司债务负担有所加重，整体盈利能力有所减弱；现金类资产规模较大，整体偿债能力处于较强水平。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）为 45.50 亿元，约为“15 天集 EB”待偿本金合计（12.00 亿元）的 3.79 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产 108.28 亿元，为债券待偿本金合计（12.00 亿元）的 9.02 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，2016 年公司 EBITDA 为 29.25 亿元，约为“15 天集 EB”待偿本金合计（12.00 亿元）的 2.44 倍，公司 EBITDA 对“15 天集 EB”的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金流入为 177.77 亿元，约为“15 天集 EB”待偿本金合计（12.00 亿元）的 14.81 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、主要产品产销情况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 2016 年底，天士力股份合并资产总额 171.26 亿元，较年初增长 11.12%；负债合计 89.20 亿元，较年初增长 15.75%，所有者权益合计 82.07 亿元，较年初增长 6.48%；2016 年全年实现营业总收入 139.45 亿元，较上年增长 5.43%，实现净利润（含少数股东损益）12.19 亿元，较上年减少 19.98%；经营活动产生的现金流量净额为 11.54 亿元，较上年大幅增长 239.33%，现金及现金等价物净增加额为 2.67 亿元，由上年净流出状态转为净流入状态。

进入 2017 年后，股票市场价格波动较大。以 2017 年 6 月 5 日天士力股份（600535.SH）前 20 日个交易日股票交易均价来看，天士力股份每股流通股价格为 40.30 元，以公司用于本次债券担保所质押的天士力股份持股总数（3,700 万股）计算，市值为 14.91 亿元，是本次债券发行额度的 1.24 倍。

2016 年 5 月 24 日，公司将换股价格由初始换股价格调整至 56.58 元/股；2016 年 6 月 8 日，本次可交换公司债券进入换股期，截至 2016 年底，本次可交换公司债券发生换股，换股数为 17 股，未换股债券余额为 119,999.90 万元；本次可交换债券尚未触发赎回条款与回售条款。

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

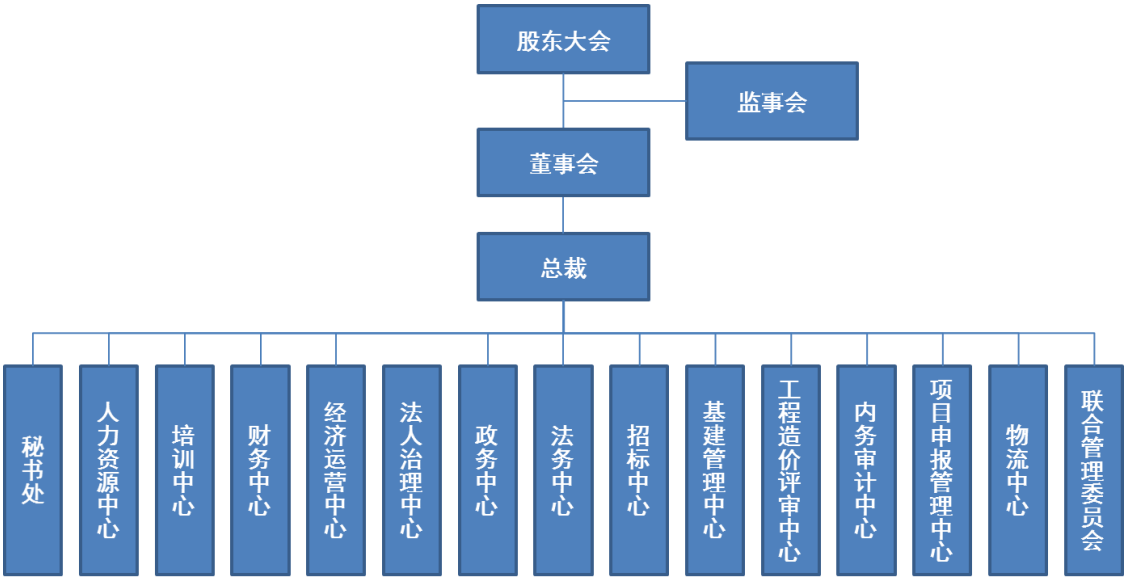
公司作为国内实践中药现代化的领军企业，具有核心产品的品牌知名度高，市场份额领先，主要产品产销率良好，主营业务毛利率保持较高水平，盈利能力较强等方面的优势。

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 万股天士力股份股票进行质押，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组织结构图



附件 2　天士力控股集团有限公司
主要财务指标

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	258.37	307.32
所有者权益（亿元）	89.41	108.28
短期债务（亿元）	84.40	97.36
长期债务（亿元）	36.93	39.92
全部债务（亿元）	121.33	137.27
营业总收入（亿元）	142.43	158.05
净利润（亿元）	10.93	13.14
EBITDA（亿元）	23.47	29.25
经营性净现金流（亿元）	1.32	1.70
应收账款周转次数（次）	3.26	2.97
存货周转次数（次）	4.01	3.49
总资产周转次数（次）	0.64	0.56
现金收入比率（%）	107.69	109.31
总资本收益率（%）	9.14	8.72
总资产报酬率（%）	8.90	8.78
净资产收益率（%）	13.83	13.29
营业利润率（%）	39.00	36.17
费用收入比（%）	30.06	31.82
资产负债率（%）	65.39	64.77
全部债务资本化比率（%）	57.57	55.90
长期债务资本化比率（%）	29.23	26.93
EBITDA 利息倍数（倍）	3.86	4.27
EBITDA 全部债务比（倍）	0.19	0.21
流动比率（倍）	1.22	1.31
速动比率（倍）	1.01	1.08
现金短期债务比（倍）	0.41	0.47
经营现金流动负债比率（%）	1.10	1.24
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.96	2.44

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、其他流动负债和其他应付款中付息项已调整至短期债务指标核算。

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 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。