跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1893 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公开发行的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公开发行的“19 天集 03”和“20 天集 01”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：

二〇二〇年六月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 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
公司债券 2020 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	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
19 天集 03	8 亿元	2 年	AA+	AA+	2019/7/26
20 天集 01	3 亿元	2 年	AA+	AA+	2020/2/17

跟踪评级时间：2020 年 6 月 23 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	381.75	409.46	397.58	407.08
所有者权益（亿元）	113.98	125.84	125.85	127.34
长期债务（亿元）	69.69	114.43	93.14	81.99
全部债务（亿元）	216.16	236.58	214.39	195.78
营业收入（亿元）	177.32	196.03	204.36	46.00
净利润（亿元）	11.54	11.78	5.52	1.42
EBITDA（亿元）	30.38	34.04	27.37	--
经营性净现金流（亿元）	-35.88	6.02	20.01	0.10
营业利润率（%）	34.67	35.02	30.18	28.06
净资产收益率（%）	10.38	9.82	4.39	--
资产负债率（%）	70.14	69.27	68.35	68.72
全部债务资本化比率（%）	65.48	65.28	63.01	60.59
流动比率（倍）	1.17	1.51	1.39	1.42
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.14	0.13	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.61	2.86	2.32	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.04	3.40	2.49	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4. 公司长期应付款、其他应付款和其他流动负债的有息债务部分已分别计入长、短期债务及相关指标计算

评级观点

2019 年，天士力控股集团有限公司（以下简称“公司”或“天士力控股”）多项药品进入《国家医保目录》，进一步巩固在心脑血管和肿瘤领域的领先优势；公司收入规模略有增长，经营活动现金流状况大幅好转，但由于投资收益下降及计提资产减值损失，公司净利润规模大幅下降，整体盈利能力也随之有所下降。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到医保控费政策压缩公司盈利空间、整体资产质量一般、费用控制能力有待提高、非经常性损益对利润影响大、债务负担重且存在一定短期偿付压力以及对外担保规模较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着子公司天士力医药集团股份有限公司（以下简称“天士力”）医药商业业务的出售，公司经营活动现金流状况将进一步改善，债务负担将明显下降，公司综合实力有望得到提升。

综上，联合评级维持公司主体信用级别为 AA+，评级展望为“稳定”；同时维持“19 天集 03”和“20 天集 01”债项信用等级为 AA+。

优势

1. **多个独家品种进入《国家医保目录》，进一步巩固公司领先优势。**2019 年，3 个独家品种经谈判被纳入国家医保目录中，两种注射用产品首次纳入医保目录，部分品种报销限制放宽，叠加多种产品中标国家药品集中采购，进一步巩固了公司在心脑血管领域和肿瘤领域的领先优势。

2. **公司拟出售医药商业板块，有助于公司聚焦主业，改善财务状况。**2019 年，天士力拟出售医药商业业务，交易完成后，公司应收账款规模和债务规模或将下降，经营活动现金流将得到进一步改善。

3．**公司收入规模保持增长，经营性净现金流持续净流入。**2019 年，公司实现营业收入 204.36 亿元，同比增长 4.25%；经营活动现金净流入 20.01 亿元，同比增长 232.53%。

关注

1．**医保控费政策对公司有一定影响。**2019 年，我国医药体制改革持续推进，医保控费、招标限价等政策逐步落实，我国医药行业增速整体放缓，公司产品价格面临一定的下调压力，盈利空间承压。

2．**整体资产质量一般。**截至 2019 年底，公司货币资金受限比例高达 32.65%；应收账款和其他应收款规模较大，占流动资产比重分别为 37.25%和 16.14%，对营运资金占用明显。

3．**整体盈利能力有所下降。**2019 年，公司实现净利润 5.52 亿元，较上年下降 53.12%；费用收入比 29.27%，费用控制能力有待提高，非经常性损益对利润影响大；净资产收益率为 4.39%，较上年下降 5.44 个百分点。

4．**债务负担重且存在一定短期偿付压力。**截至 2019 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 68.35%和 63.01%，其中短期债务占比为 56.55%；公司本部的资产负债率和全部债务资本化比率分别为 82.04%和 80.48%，短期债务占比为 62.36%。

5．**对外担保规模较大。**截至 2019 年底，公司对外担保余额为 12.28 亿元，担保比率为 9.76%。如被担保方经营状况出现重大不利变化，公司面临一定的或有负债风险。

分析师

杨　野　登记编号（R0040219090001）
李敬云　登记编号（R0040220010004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-851712818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
网址：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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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。

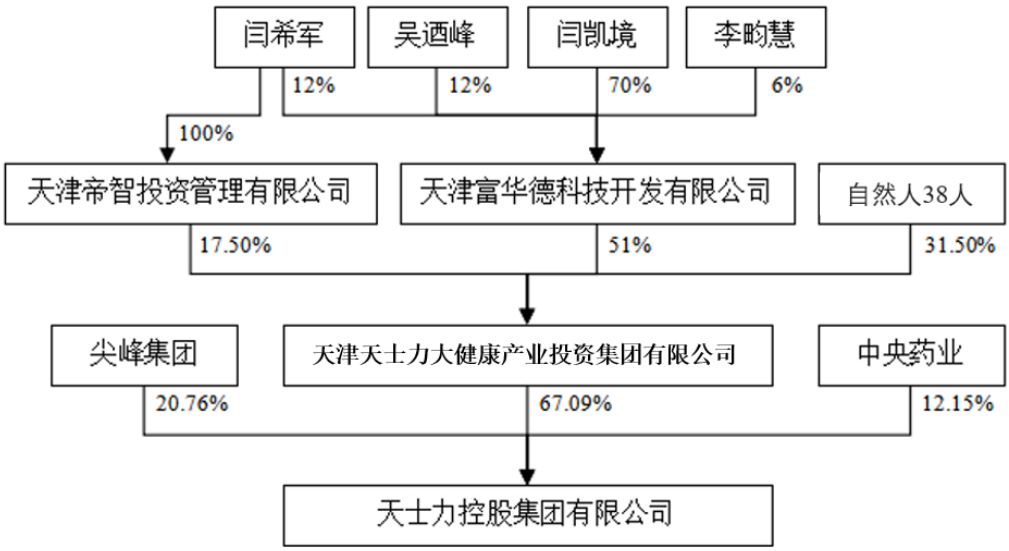
分析师：杨野 李晓云

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“天士力控股”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，初始注册资本为1.86亿元。2013年6月，公司名称变更为现名。后经多次增资扩股、股权转让，截至2019年底，公司注册资本为3.44亿元，天津天士力大健康产业投资集团有限公司（以下简称“天士力健康”）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2019年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

2019年，公司经营范围和组织机构未发生变化。截至2019年底，公司纳入合并范围子公司共25家。截至2020年3月底，天士力健康所持有的公司股份无质押。

截至2020年3月底，公司持有的子公司天士力医药集团股份有限公司（股票代码：600535.SH；股票简称：“天士力”）的已质押股份数量为2.65亿股，质押股份数量占公司所持天士力股票的38.77%。

截至2019年底，公司合并资产总额397.58亿元，负债合计271.73亿元，所有者权益（含少数股东权益）125.85亿元，其中归属于母公司所有者权益53.99亿元。2019年，公司实现营业收入204.36亿元，净利润（含少数股东损益）5.52亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润0.34亿元；经营活动产生的现金流量净额20.01亿元，现金及现金等价物净增加额-12.18亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额407.08亿元，负债合计279.74亿元，所有者权益（含少数股东权益）127.34亿元，其中归属于母公司所有者权益54.33亿元。2020年1－3月，公司实现营业收入46.00亿元，净利润（含少数股东损益）1.42亿元，其中归属于母公司所有者的净利润

[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。

0.27 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.10 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.60 亿元。

注册地址：天津北辰科技园区；法定代表人：闫希军。

二、债券概况及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可〔2019〕799 号文核准批复，公司向合格投资者公开发行面值不超过 45 亿元公司债券。其中，公司于 2019 年 12 月 2 日发行“19 天集 03”，募集资金 8 亿元，期限 2 年期，发行利率为 6.00%，并于 2019 年 12 月 3 日上市，债券简称：“19 天集 03”，债券代码：155787.SH，起息日为 2019 年 12 月 3 日，下一付息日 2020 年 12 月 3 日。截至 2019 年底，募集资金已全部使用，符合相关法规要求及债券募集说明书的约定。

公司于 2020 年 3 月 5 日发行“20 天集 01”，募集资金 3 亿元，期限 2 年期，发行利率为 6.40%，并于 2020 年 3 月 13 日上市，债券简称：“20 天集 01”，债券代码：163162.SH，起息日为 2020 年 3 月 9 日，下一付息日 2021 年 3 月 9 日。截至 2019 年底，募集资金使用 2.99 亿，符合相关法规要求及本次债券募集说明书的约定。

三、行业分析

在医保控费大环境下，带量采购执行、医保目录调整等政策仍是导致 2019 年医药行业增速放缓的主要因素；国家医保局成立后首次调整医保目录，从整体上提升了医保水平，但同时支付压力增加，医药生产企业也将面临较大的降价压力，短期医药制造企业将形成分化，长期来看，将有利于药品的规模化制造及销售，叠加研发相关政策的推进，将有利于药品成本结构优化及产品创新力的提高。

2019 年，医药制造业规模以上企业实现营业收入 23,908.60 亿元，同比增长 7.40%，增速同比下降 5.20 个百分点；实现利润总额 3,119.50 亿元，同比增长 5.90%，增速同比下降 3.60 个百分点。医药制造业整体增速回落，主要系医保控费、带量采购扩围、一致性评价等一系列政策因素影响所致。

医保政策方面，2019 年 11 月 28 日，国家医保局印发了《关于将 2019 年谈判药品纳入乙类范围的通知》，标志着 2019 年度医保目录调整到位。该通知公布了 97 个谈判成功药品，含 70 个新增及 27 个续约药品。此外，国家医保局明确提出，各地应严格执行医保目录，不得自行制定或用变通的方法增加目录内药品，也不得目录内药品的限定支付范围，这或意味着地方医保目录即将取消。

2019 年，在医药行业整体增速放缓的情况下，我国也对于中药、化学药品的研发及研发流程等方面进行了一定程度的政策引导。

中药政策方面，国家大力支持中药传承创新的总基调不变，并且支持中医药发展已经上升为国家战略。《2019 年国务院政府工作报告》再次强调“支持中医药事业传承创新发展”，这也是政府工作报告连续三年强调“支持”中医药事业发展。2019 年 10 月，中共中央、国务院发布《关于促进中医药传承创新发展的意见》，提出加快推进中医药科研和创新。

化学药政策方面，2019 年 9 月，国家卫健委印发《第一批鼓励仿制药品目录》。2019 年 9 月，上海阳光医药网公布了《联盟地区药品集中采购文件》，带量采购从原有 4+7 区域向江苏、浙江、安徽、山东、广东等 25 个地区推开，囊括了全国绝大部分省份。2019 年 12 月，国家医疗保障局印发《关于做好当前药品价格管理工作的意见》的通知，深化药品集中带量采购制度改革，坚持

“带量采购、量价挂钩、招采合一”的方向，促使药品价格回归合理水平。

药品研发政策方面，2019 年 8 月 26 日，十三届全国人大常委会第十二次会议表决通过了新修订的《药品管理法》。《药品管理法》总则即明确规定了国家鼓励研究和创制新药，并将临床试验默许制、临床试验机构备案管理、优先审评审批、附条件审批等制度上升为法律，并建立了上市许可持有人制度，从制度设计上鼓励创新。2019 年 11 月，国家药品监督管理局发布关于《突破性治疗药物工作程序》和《优先审评审批工作程序》征求意见的通知，进一步鼓励研究和创制新药，加快具有明显临床优势的药物研发进程。

四、管理分析

跟踪期内，公司核心管理人员有所变动，公司制度连续，管理运作正常。

2019 年 4 月 21 日，公司召开 2019 年第一次股东会，对董事会成员进行换届，裴富才和杜自弘不再担任公司董事，选举周波和虞建红为公司新任董事；郑永锋不再担任公司监事，选举吉海滨为公司新任监事。

五、经营分析

1．经营概况

2019 年，公司收入略有增长，由于毛利率较低的医药商业收入占比上升，综合毛利率有所下降。2020 年一季度，公司收入及净利润均大幅下降。

2019 年，公司全年实现营业收入 204.36 亿元，同比增长 4.25%，较上年小幅增长；实现净利润 5.52 亿元，同比下降 53.12%，主要系公司医药工业收入下降、对 I-MAB 公司[2]确认投资损失及公允价值变动损失[3]所致。从收入构成看，2019 年，公司主营业务收入占营业收入的比重为 99.67%，主营业务十分突出。

分业务板块来看，医药行业板块仍然是公司最主要的收入来源，2019 年医药板块实现收入 196.25 亿元，同比增长 5.39%。其中医药商业业务实现收入 129.49 亿元，同比增长 17.54%，主要系医药商业业务规模扩大所致，占营业收入比重同比上升 7.16 个百分点至 63.36%；医药工业业务实现收入 66.76 亿元，同比减少 12.20%，主要系受医药政策影响，药品销售收入减少所致，占营业收入比重同比下降 6.12 个百分点至 32.67%。公司其他板块收入对营业收入贡献较小。

表 1　2017－2019 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块		2017 年			2018 年			2019 年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药行业	医药工业	74.21	42.03	73.96	76.04	38.79	71.71	66.76	32.67	70.67
	医药商业	92.06	52.14	8.28	110.17	56.20	9.94	129.49	63.36	9.95
	医药行业小计	**166.27**	**94.17**	**35.80**	**186.21**	**94.99**	**35.16**	**196.25**	**96.03**	**30.60**
其他行业		--	-	--	8.54	4.36	46.02	7.44	3.64	38.84
其他业务		10.28	5.82	32.69	1.27	0.65	57.48	0.66	0.33	19.70
合计		**176.56**	**100.00**	**35.62**	**196.03**	**100.00**	**35.79**	**204.36**	**100.00**	**30.87**

注：因四舍五入所致，各板块收入与合计收入可能略有差异
资料来源：公司提供

[2] 天境生物，已于 2020 年 1 月 17 日成功在美国纳斯达克上市，公司对其采用权益法核算，确认投资收益-1.34 亿元。
[3] 公司执行新的金融工具准则后金融资产确认公允价值变动损益-0.68 亿元。

从毛利率情况来看，2019 年，除医药商业板块毛利率保持稳定之外，公司医药工业、其他行业、其他业务毛利率均有不同程度下降。由于毛利率较高的医药工业业务收入占比下降，而毛利率较低的医药商业业务收入占比上升，公司医药业务毛利率较上年同期下降 4.56 个百分点；公司其他业务毛利率波动较大，主要系产品结构调整所致。2019 年，公司综合毛利率为 30.87%，较上年下降 4.92 个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 46.00 亿元，较上年同期下降 4.08%。受到疫情影响，医院门诊量和住院量下降，公司药品销售有所减少，叠加医保谈判品种在 2020 年执行新的价格，公司实现营业利润 2.14 亿元，较上年同期下降 29.90%，公司实现净利润 1.42 亿元，较上年同期下降 41.08%。

2．医药工业

2019 年，公司主要中药材原材料仍然通过种植自给及战略储备，对质量及成本把控较好；各项成本受产量下降影响而略有回落；受医保控费大环境影响，整体销量有所下降，但除医保新增品种外，其他品种产销率较高，均在 95%以上，产销节奏控制能力较强。

医药工业业务为公司子公司天士力核心业务板块，主要原材料实现自给自足，并具有充分的战略储备；跟踪期内，天士力的业务经营模式未发生变化。从收入构成来看，中药为医药工业板块的最主要的品种，2019 年其收入在医药工业板块占比为 72.03%，较上年下降 4.71 个百分点；其他品种收入占比则均略有增加，2019 年化学制剂药、化学原料药、生物药的占比分别为 24.06%、0.66%和 3.25%，较上年分别上升了 4.33 个百分点、0.12 个百分点和 1.08 个百分点。

表 2　近年来公司医药工业营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

细分业务	2018 年			2019 年		
	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
中药	58.35	70.65	76.74	48.09	67.96	72.03
化学制剂药	15	76.86	19.73	16.06	80.27	24.06
化学原料药	0.41	40.13	0.54	0.44	46.7	0.66
生物药	2.28	70.71	3.00	2.17	64.47	3.25
合计	**76.04**	**71.71**	**100.00**	**66.76**	**70.67**	**100.00**

资料来源：公司提供

（1）原材料采购

中药材采购方面，公司生产主要原料药材包括丹参、三七、冰片、川芎、当归、黄芪等。为保证主要原材料丹参的供应和品质，公司在陕西商洛建立了丹参种植基地和仓储中心，实行“公司+基地+种植户”“公司+基地+中药材种植专业合作社”等现代中药种植基地模式，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进行规范化管理，农户根据协议将所种丹参销售给公司。此外，公司在三七药材主产地云南文山设立了云南天士力三七药材储备及种植基地，该基地综合运用基因重组、指纹图谱等现代技术选育、繁育优质种苗，采用规范化的田间管理模式，按照 GAP 标准，制定 SOP 操作程序，利用生物农药防治病虫害，培育规格统一、成活率高、质量稳定、药效可靠的高品质绿色三七中药材，以满足公司对三七药材的日常需求。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，因此，公司主要采取按市场价格向供应商直接采购的方式，结合采购计划和市场价格变动等因素，适时进行部分战略储备。公司丹参全部自给，并根据三七的市场行情进行战略储备，对原材料的

质量和成本控制能力较好。2019 年，中药材大宗家种品种价格小浮下降，受地方政府引导，中药材家种品种产地种植继续延续，2020 年预计行情平稳；2019 年，野生品种（降香）因货源稀缺，价格持续上涨，在芪参益气滴丸纳入药典增补版后，降香药材储备将继续按照满足后两年增长需求进行战略储备。

化学原料药采购方面，公司生产所需的原材料主要有右佐匹克隆、水飞蓟素、氨基物、氨磺甲酯、盐酸苯海索等。公司化学药的原材料通过经销商或者医药公司采购，一般根据实际库存确定采购量，对于小品种且季节性较强的原料，采用集中采购的方式，如盐酸苯海索；对于较为稀缺的原料，公司每次至少采购半年的用量，以防价格上涨，如消旋山莨菪碱；对于战略采购品种，一般至少库存 1 年的用量。

原材料采购结算方式方面，公司先货后款，主要以银行转账和银行承兑汇票两种方式，付款周期 1~3 个月。

（2）产品生产与研发

天士力采用以销定产的模式生产，计划部门根据销售部门提供的各产品年度销售预测以及月度发货情况，结合各产品产能，制定生产计划；生产部门协调和督促生产计划的完成，同时对产品的生产过程、质量标准、卫生规范等执行情况进行严格监督管理，由各生产车间负责具体产品的生产管理；质量保证部、质量检验部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、产成品的质量进行检验监控。2019 年，公司医药工业的成本结构变化不大，医药工业业务成本主要由直接材料（占 56.11%）、制造费用（占 38.12%）构成；2019 年，因主要品种销量有所收缩，公司医药工业业务成本支出同比减少 9.59%，其中，由于中药大宗家种品种价格有所下降，导致直接材料成本同比减少 11.64%，直接人工成本同比减少 9.06%，制造费用成本同比减少 6.50%。

表 3　2017－2019 年公司医药工业成本分析（单位：亿元、%）

成本构成项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	成本金额	占总成本比例	成本金额	占总成本比例	成本金额	占总成本比例
直接材料	10.19	57.44	10.01	57.41	8.85	56.11
直接人工	0.94	5.30	1.00	5.73	0.91	5.77
制造费用	6.61	37.26	6.43	36.86	6.01	38.12
医药工业合计	**17.74**	**100.00**	**17.44**	**100.00**	**15.77**	**100.00**

资料来源：天士力年报

产品生产方面，2019 年，公司复方丹参滴丸和养血清脑颗粒产量分别为 11,861.77 万盒和 1,917.72 万盒，同比分别减少 17.53%和 18.25%，库存量均有所减少；水林佳产量及库存量大幅下降。2019 年，注射用益气复脉被纳入医保目录，产量略有增加，为 1,371.18 万支，同比增加 5.62%；库存储备有所增加，产品库存量同比增长 248.27%。

表 4　2017－2019 年公司医药工业主要产品生产情况（单位：万盒、%）

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
复方丹参滴丸	产能	14,400.00	14,400.00	14,400.00
	产量	14,474.56	14,383.35	11,861.77
	产能利用率	100.52	99.88	82.37
	库存量	791.65	1,444.35	1,281.68
养血清脑颗粒	产能	3,600.00	3,600.00	3,600.00
	产量	2,274.86	2,345.83	1,917.72

	产能利用率	63.19	65.16	53.27
	库存量	163.52	348.20	136.11
水林佳	产能	2,000.00	2,000.00	2,000.00
	产量	1,233.74	1,290.55	964.48
	产能利用率	61.69	64.53	48.22
	库存量	88.50	100.48	55.52

资料来源：天士力年报

产品研发方面，截至 2019 年底，公司共布局 75 款在研管线产品，其中 25 个 1 类创新药研发推进顺利，并有 45 款药品（含仿制药一致性评价 7 款药物）已进入临床阶段，其中 18 项已开展临床 II、III 期研究。

（3）产品销售

2019 年，公司医保限制有所拓宽，基于药物临床价值和药物经济学优势，公司 3 个独家品种经过谈判，被纳入《国家医保目录》。注射用丹参多酚酸和注射用益气复脉（冻干）首次纳入《国家医保目录》，普佑克为继续纳入品种，养血清脑制剂由乙类调整为甲类（取消门诊报销限制），替莫唑胺取消“限二线用药”报销限制。以上因素进一步巩固公司在心脑血管领域和肿瘤领域的行业领先优势。2019 年，吲达帕胺片（2.5mg）、文飞（3mg）和蒂清（5mg、50mg、100mg）通过国家仿制药一致性评价。

在销量方面，2019 年，受招标限价和医保控费等多重因素影响，公司中成药产品销量增速有所放缓，部分产品的销量有所下降。其中销量占比较高的产品中，复方丹参滴丸、养血清脑颗粒、注射用益气复脉和水林佳分别实现销量 12,012.58 万盒、2,124.49 万盒、1,040.27 万支和 1,005.59 万盒。复方丹参滴丸、养血清脑颗粒以及水林佳产销率较高，均在 100%以上；注射用益气复脉产销率为 75.87%，在 2019 年被纳入医保目录后，未来注射用益气复脉销量有望回升。结算方式和账期方面，公司与下游客户主要通过电汇或银行承兑汇票结算，账期约 60 天。

表 5　2017－2019 年公司医药工业主要产品销售分析（单位：万盒、%）

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
复方丹参滴丸	销量	14,744.41	13,844.93	12,012.58
	产销率	101.86	96.26	101.27
养血清脑颗粒	销量	2,314.31	2,174.44	2,124.49
	产销率	101.73	92.69	110.78
水林佳	销量	1,237.49	1,280.09	1,005.59
	产销率	100.30	99.19	104.26

资料来源：天士力年报

3．医药商业

公司出售医药商业业务后，将进一步聚焦主业，综合竞争力将有所提升。

公司医药商业业务主要由分销配送和零售连锁两部分构成，经营主体为天士力医药营销集团股份有限公司（以下简称“天士营销”）。分销配送业务，是天士营销作为医药流通企业，向上游的医药工业企业或者医药经销公司采购药品、医疗器械等，向下游经销商、各级医疗机构、药店等终端客户进行分销与配送，通过购销差价获取利润。截至 2019 年底，公司药品、医疗器械分销与配送业务辐射陕西、北京、辽宁、天津、山东、湖南、广东、山西八省市；零售连锁业务为公司经线上及线下渠道向终端消费者进行零售，通过购销差价获取利润。截至 2019 年底，公司在辽

宁省、天津市、山东省、广东省等区域开办有线下连锁药店。线下连锁药店以自营药店为主，加盟药店为辅。公司也设有网上药店进行医药电商服务。药店零售主要以销售非处方药为主，常用处方药为辅，兼营中药饮片、医疗器械、保健食品等。截至 2019 年底，共经营 1,508 家零售连锁药店，其中直营药店 1,242 家、加盟药店 266 家。

2019 年，公司拓展医院销售渠道的战略效果显现，医药商业业务实现营业收入 129.49 亿元，同比增长 17.53%，营业成本同比增长 17.52%，毛利率同比增长 0.01 个百分点，变化不大。2019 年，天士营销通过加强应收账款指标管控、进行连锁运营价值评估等举措，进一步强化资金管控，提升运营能力。

2019 年 12 月 17 日，公司的重要子公司天士力发布《关于筹划重大资产出售的提示性公告》（以下简称“《公告》”）称，2019 年 12 月 16 日，天士力与重庆医药（集团）股份有限公司（以下简称“重庆医药”）签署了《框架协议》，就出售天士力的控股子公司天士营销股权进行了约定。根据《框架协议》，重庆医药拟通过支付现金 14.89 亿元对价的方式收购天士力以及天士营销其他股东所持有天士营销的 99.9448%的股权。天士营销主要负责公司原医药商业业务板块，通过本次资产出售，天士力将进一步聚焦医药工业，推进现代中药、生物药和化学药的研发集群。

4．经营关注

（1）带量采购、医保控费等政策全面实施，药品价格普遍下调，公司医药收入有所下降，利润空间受到压缩。

（2）公司医药商业板块收入占营业总收入的比重较大，若天士营销完成出售，公司收入和利润规模可能有较大幅度下降。

5．未来发展

公司未来发展目标清晰，对业务运营具有一定指导意义。

公司目前已在现代中药、生物药、化学药三大领域布局，并在中国心脑血管市场创新药领域具有领先优势。未来，公司将精进生产和智能制造，提升技术工艺与产品质量，打造现代中药、生物药和化学药先进制造平台；同时继续稳步推进创新产品研发及产品结构优化提升，保持业绩增长。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2019 年度财务报表经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。公司 2020 年一季度财务报表未经审计。公司财务报表按照《企业会计准则－基本准则》和具体会计准则编制，并执行财政部颁布的最新企业会计准则。

从合并范围变化看，2019 年，公司合并范围内一级子公司增加 3 家，减少 1 家。截至 2019 年底，公司纳入合并范围子公司共 25 家。考虑到 2019 年度公司业务未发生较大变化，其财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 397.58 亿元，负债合计 271.73 亿元，所有者权益（含少数股东权益）125.85 亿元，其中归属于母公司所有者权益 53.99 亿元。2019 年，公司实现营业收入 204.36 亿元，净利润（含少数股东损益）5.52 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 0.34 亿元；经营活动产生的现金流量净额 20.01 亿元，现金及现金等价物净增加额-12.18 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 407.08 亿元，负债合计 279.74 亿元，所有者权益（含少数股东权益）127.34 亿元，其中归属于母公司所有者权益 54.33 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 46.00 亿元，净利润（含少数股东损益）1.42 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.27 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.10 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.60 亿元。

2．资产质量

截至 2019 年底，公司资产规模略有下降，资产结构以流动资产为主；流动资产中货币资金受限比例较高，应收账款和其他应收款占比大，对公司资金占用明显，公司整体资产质量一般。

截至 2019 年底，公司合并资产总额为 397.58 亿元，较上年底下降 2.90%。其中，流动资产占 61.01%，非流动资产占 38.99%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至 2019 年底，公司流动资产为 242.57 亿元，较上年底下降 2.16%。公司流动资产主要由货币资金（占 13.68%）、应收票据（占 11.18%）、应收账款（占 37.25%）、存货（占 16.93%）和其他应收款（占 16.14%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金为 33.17 亿元，较上年底下降 28.10%，主要系 2019 年偿还债务支付现金较多所致；货币资金中有 10.83 亿元受限资金，受限比例为 32.65%，主要为保证金等，受限比例较高。

截至 2019 年底，公司应收票据为 27.13 亿元，较上年底下降 9.98%，主要系医药商业业务拓展机构客户所致，应收票据主要是银行承兑汇票（占 95.04%）。

截至 2019 年，公司应收账款账面价值为 90.37 亿元，较上年底增长 1.86%，受公司医药商业拓展医院终端销售业务影响，公司应收账款规模较大，对资金形成一定占用；应收账款账龄 1 年以内为主（占 95.52%），累计计提坏账准备 1.36 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 11.35 亿元，占比为 12.56%，集中度较低。

截至 2019 年底，公司存货账面价值为 41.06 亿元，较上年底增长 2.86%；存货主要由库存商品（占比 54.35%）、原材料（占比 24.03%）和开发成本（占比 16.84%）构成，累计计提跌价准备 0.21 亿元。

截至 2019 年底，公司其他应收款为 39.15 亿元，较上年底增长 34.06%，主要系同一控制的关联方国台酒业集团有限公司（以下简称“国台酒业”）资金拆借所致。

截至 2019 年底，公司非流动资产 155.01 亿元，较年初下降 4.04%，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 15.60%）、长期应收款（占 9.22%）、长期股权投资（占 20.57%）、固定资产（占 27.44%）和在建工程（占 6.43%）构成。

截至 2019 年底，公司可供出售金融资产为 24.17 亿元，较上年底下降 2.56%。可供出售金融资产主要由可供出售权益工具（占 97.31%）构成，在可供出售权益工具中，70.83%使用成本法计量，29.17%使用公允价值计量。

截至 2019 年底，公司长期应收款为 14.30 亿元，较上年底下降 17.80%，主要系融资租赁款减少所致。

截至 2019 年底，公司长期股权投资为 31.88 亿元，较上年底下降 2.01%，主要的合营企业有天津同仁堂集团股份有限公司（占 17.34%）、西藏华金天马股权投资合伙企业（有限合伙）（占 11.43%）等。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值为 42.53 亿元，较上年底下降 16.43%，主要系计提折旧所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占 65.37%）和机器设备（占比 29.77%）构成，累计计提

折旧 28.58 亿元；固定资产成新率为 62.95%，成新率一般。

截至 2019 年底，公司在建工程为 9.97 亿元，较上年底增长 36.32%，主要系天士力现代中药产业园建设项目完工部分转入固定资产所致。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 50.89 亿元，受限资产占总资产比重为 12.80%，受限比例一般。受限资产主要为质押担保的应收账款、作为保证金的货币资金及质押担保的长期应收款等。

表 6　截至 2019 年底公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产	账面价值	受限原因
货币资金	10.83	保证金等
应收票据	0.38	票据质押等
应收账款	28.24	质押担保等
固定资产	2.24	抵押担保等
长期应收款	8.82	质押担保等
无形资产	0.38	抵押担保等
合计	**50.89**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 407.08 亿元，较年初增长 2.39%，较上年底变化不大。其中，流动资产占 61.91%，非流动资产占 38.09%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3．负债和所有者权益

截至 2019 年底，公司负债规模略有下降，以流动负债为主，整体债务负担重；所有者权益变化不大，少数股东权益和未分配利润占比高，权益结构稳定性有待提高。

（1）负债

截至 2019 年底，公司负债总额为 271.73 亿元，较上年底下降 4.19%。其中，流动负债占 64.32%，非流动负债占 35.68%。公司负债以流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债为 174.78 亿元，较上年底增长 6.40%。公司流动负债主要由短期借款（占 43.46%）、应付账款（占 13.08%）和一年内到期的非流动负债（占 18.11%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款为 75.95 亿元，较上年底增长 7.85%；短期借款主要由信用借款（占比 35.55%）、保证借款（占比 28.45%）、质押借款（占比 24.25%）和质押兼保证借款（占比 11.75%）构成。

截至 2019 年底，公司应付账款为 22.85 亿元，较上年底下降 2.97%。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 31.65 亿元，较上年底增长 34.47%，主要系一年内到期的应付债券大幅增加所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债为 96.95 亿元，较上年底下降 18.77%。公司非流动负债主要由长期借款（占 26.38%）、应付债券（占 54.75%）和长期应付款（占 14.94%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款为 25.58 亿元，较上年底下降 31.64%，主要系部分长期借款转入一年内到期非流动负债所致；长期借款主要由保证借款（占比 36.70%）、信用借款（占比 33.54%）和质押兼保证借款（占比 28.39%）构成。从期限分布看，2021 年到期的占 59.51%，2022 年到期的占 34.89%，2023 年及以后到期的占 5.61%，长期借款在 2021 年到期金额较大，面临一定集中偿付压力。

截至 2019 年底，公司应付债券为 53.08 亿元，较上年底下降 13.23%，主要系部分应付债券转入一年内到期非流动负债所致。公司应付债券中，其中 2021 年到期的共计 45.11 亿元，占应付债券的 84.97%，2022 年到期的共计 7.98 亿元，占比为 15.03%。公司债券集中偿付压力较大。

表 7　截至 2019 年底公司应付债券情况（单位：元）

项目	面值	发行日期	期限	发行金额	期末数
18 天士力 MTN001	500,000,000.00	2018.01.10	3 年	495,500,000.00	498,465,260.76
18 天士力 MTN002	1,000,000,000.00	2018.03.07	3 年	991,000,000.00	996,489,989.12
18 天士力 MTN003	500,000,000.00	2018.04.18	3 年	495,500,000.00	498,082,622.92
18 天士力 PPN001	250,000,000.00	2018.11.29	3 年	247,750,000.00	248,581,946.72
19 天集 03	800,000,000.00	2019.12.02	3 年	797,560,000.00	797,656,666.67
18 天士力医 MTN001	1,000,000,000.00	2018.05.02	3 年	991,000,000.00	996,015,191.35
2018 年第一期应收账款资产支持证券	1,280,000,000.00	2018.12.21	3 年	1,268,679,245.28	1,273,022,194.80
合　计	**5,330,000,000.00**	--	--	**5,286,989,245.28**	**5,308,313,872.34**

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司长期应付款为 14.48 亿元，较上年底下降 8.99%。公司与全资子公司西藏聚智创业投资有限公司、天津天士力健康产业投资管理合伙企业（有限合伙）、高林资本管理有限公司、泰康人寿保险股份有限公司和高林厚健（上海）股权投资合伙企业（有限合伙）签订的《天津天士力健康产业投资合伙企业（有限合伙）合伙协议》及《补充协议》的有关规定，该合伙企业注册资本 500,000.00 万元，其中，泰康人寿保险股份有限公司和高林厚健（上海）股权投资合伙企业（有限合伙）作为优先级有限合伙人，分别认缴注册资本 172,500.00 万元和 70,000.00 万元。截至期末，实际出资分别为 1,047,165,821.52 元和 381,491,310.36 元。除上述两家优先级合伙人享受保底收益之外，公司作为劣后级有限合伙人对协议约定期限内未退出的投资项目需承担收购义务。本报告已将长期应付款计入长期债务并进行相关债务指标的核算。

截至 2019 年底，公司全部债务为 214.39 亿元，较上年底下降 9.38%，主要系对到期债务进行了偿付所致。其中，短期债务占 56.55%，长期债务占 43.45%，以短期债务为主。短期债务为 121.25 亿元，较上年底下降 0.74%，较上年底变化不大。长期债务为 93.14 亿元，较上年底下降 18.60%，主要系部分长期债务转入一年内到期非流动负债所致。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.35%、63.01%和 42.53%，较上年底分别下降 0.92 个百分点、2.27 个百分点和 5.09 个百分点。公司债务负担重。

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 195.78 亿元，较年初下降 8.68%。其中，短期债务 113.80 亿元（占 58.12%），较年初下降 6.15%。长期债务 81.99 亿元（占 41.88%），较年初下降 11.97%。截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.72%、60.59%和 39.17%，较年初分别提高 0.37 个百分点、下降 2.42 个百分点和下降 3.36 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益为 125.85 亿元，较上年底变化不大。其中，归属于母公司

所有者权益占比为 42.90%，少数股东权益占比为 57.10%。归属于母公司所有者权益为 53.99 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 6.36%、43.62%、9.76%和 37.92%。少数股东权益和未分配利润占比高，所有者权益结构稳定性有待提高。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 127.34 亿元，较年初增长 1.18%，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 42.67%，少数股东权益占比为 57.33%。归属于母公司所有者权益 54.33 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 6.32%、43.35%、9.83%和 38.19%。所有者权益结构稳定性有待提高。

4．盈利能力

2019 年公司收入规模略有扩大，期间费用控制能力有待提高，非经常性损益对利润影响大，公司整体盈利能力有所下降。

2019 年，公司实现营业收入 204.36 亿元，较上年增长 4.25%。营业成本为 141.27 亿元，较上年增长 12.23%。营业收入增幅小于营业成本增幅。实现净利润 5.52 亿元，较上年下降 53.12%，主要系投资收益大幅下降和计提资产减值损失所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 60.17 亿元，较上年下降 1.68%；从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 50.32%、23.61%、9.72%和 16.35%，以销售费用为主。其中，销售费用为 30.28 亿元，较上年下降 1.98%；管理费用为 14.21 亿元，较上年增长 4.70%；研发费用为 5.85 亿元，较上年下降 5.26%；财务费用为 9.83 亿元，较上年下降 6.90%。2019 年，公司各项期间费用较上年均变化不大，费用收入比为 29.27%，较上年下降 1.64 个百分点，公司费用控制能力有待提高。

2019 年，公司计提资产减值损失 2.13 亿元，同比减少 39.67%，主要系 2018 年计提长期股权投资减值损失所致；占营业利润比重为 21.41%。2019 年，公司实现投资收益 6.56 亿元，较上年下降 38.69%，主要系处置可供出售金融资产所得投资收益下降所致；投资收益占营业利润比重为 65.89%，对营业利润影响大。2019 年，公司实现其他收益 3.22 亿元，较上年增长 85.91%，主要系政府补助；其他收益占营业利润比重为 32.38%，对营业利润影响较大。2019 年，公司投资收益和其他收益构成的非经常性损益对利润水平影响很大。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 30.18%，较上年下降 4.84 个百分点。2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.92%、5.33%和 4.39%，较上年分别下降 1.91 个百分点、1.90 个百分点和 5.44 个百分点。公司各盈利指标有所下降。

2020 年 1－3 月，公司营业收入较上年同期下降 4.08%至 46.00 亿元；净利润 1.42 亿元，较上年同期下降 41.08%。

5．现金流

2019 年，公司经营活动现金流量净额大幅增加，收入实现质量高；公司投资活动现金流转为净流出状态；由于公司偿还到期债务，筹资活动现金流呈大额净流出状态。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入量为 251.92 亿元，较上年增长 11.63%，主要系收到其他与经营活动有关的现金增加所致；经营活动现金流出量为 231.92 亿元，较上年增长 5.58%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。综上，2019 年，公司经营活动现金净流入量为 20.01 亿元，较上年增长 232.53%。2019 年，公司现金收入比为 115.43%，较上年提高 6.06 个百分点，收入实现质量高。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入量为 106.66 亿元，较上年增长 151.48%；投资活动现金流出量为 108.36 亿元，较上年增长 243.59%，主要系投资支付的现金增长所致。综上，2019 年，公司投资活动现金净流出量为 1.70 亿元，由上年净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入量为 175.02 亿元，较上年下降 23.97%；筹资活动现金流出量为 205.71 亿元，较上年下降 12.26%。综上，2019 年，公司筹资活动现金净流出量为 30.69 亿元，较上年增长 622.14%，主要系归还到期债务所致。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金流入量为为 54.51 亿元，经营活动流出量为为 54.40 亿元，公司经营活动产生的现金净流入量为 0.10 亿元；公司投资活动产生的现金净流出量为 3.86 亿元；公司筹资活动现金净流入量为 8.33 亿元。

6．偿债能力

跟踪期内，公司长、短期偿债能力指标均有所弱化；但考虑到公司行业地位突出，经营规模较大，品牌知名度高，以及间接融资渠道畅通，债务履约情况良好等因素，公司整体偿债能力仍属很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率与速动比率由年初的 1.51 倍和 1.27 倍下降至 1.39 倍和 1.15 倍，流动资产对流动负债的保障程度有所下降。截至 2019 年底，公司现金短期债务比由年初的 0.62 倍下降至 0.50 倍，现金类资产对短期债务的保障程度有所下降。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 27.37 亿元，较上年下降 19.60%。从构成看，公司 EBITDA 由折旧（占 17.10%）、计入财务费用的利息支出（占 42.98%）、利润总额（占 35.64%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.86 倍下降至 2.32 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.14 倍下降至 0.13 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力有所下降。

截至 2019 年底，公司对外担保余额为 12.28 亿元，担保比率为 9.76%。如被担保方经营状况出现重大不利变化，无法偿还到期债务，则需由公司代为偿还，公司可能面临一定的或有负债风险。

截至 2019 年底，公司获得授信额度合计 242.67 亿元，其中未使用额度为 120.68 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司下属子公司天士力作为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2019 年底，公司无重大诉讼、仲裁或受到重大行政处罚的事项。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（统一社会信用代码：91120000718296410K），截至 2020 年 5 月 22 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。

7．公司本部财务概况

截至 2019 年底，公司本部资产结构较为均衡，以其他应收款及长期股权投资为主；债务负担很重，权益结构稳定性强。2019 年，公司本部收入和盈利规模很小，经营活动现金流为净流出状态。公司本部持有天士力股票未质押部分对其到期债务偿付有一定保障作用。

公司本部无实际业务经营，主要执行支撑保障与管理职能。

截至 2019 年底，公司本部资产总额为 112.65 亿元，较上年底增长 0.51%，较上年底变化不大。其中，流动资产为 63.39 亿元（占比 56.27%），非流动资产为 49.26 亿元（占比 43.73%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 11.26%）和其他应收款（占 88.49%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 97.13%）构成。截至 2019 年底，公司本部货币资金为 7.14 亿元。

截至 2019 年底，公司本部负债总额为 92.42 亿元，较上年底增长 1.31%。其中，流动负债为 61.03 亿元（占比 66.03%），非流动负债为 31.39 亿元（占比 33.97%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 73.76%）、其他应付款（占 6.15%）、一年内到期的非流动负债（占 9.93%）和其他流动负债（占 8.19%）构成，非流动负债主要由应付债券（占 96.82%）构成。

截至 2019 年底，公司本部全部债务为 83.4 亿元，较上年底增加 13.34%。其中，短期债务占 62.36%，长期债务占 37.64%，以短期债务为主。短期债务为 52.01 亿元，较上年底增长 20.44%。长期债务为 31.39 亿元，较上年底增加 3.26%。截至 2019 年底，公司本部资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 82.04%、80.48%和 60.80%，较上年底分别上升 0.65 个百分点、2.75 个百分点和 1.76 个百分点。公司本部债务负担很重。

截至 2019 年底，公司本部所有者权益为 20.23 亿元，较上年底下降 4.04%。其中，实收资本为 3.44 亿元（占 16.98%）、资本公积合计 15.20 亿元（占 75.10%）、未分配利润合计 0.44 亿元（占 2.18%）、盈余公积合计 1.17 亿元（占 5.76%）。公司本部所有者权益以实收资本和资本公积为主，所有者权益稳定性强。

2019 年，公司本部营业收入为 0.09 亿元，净利润为 0.36 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流量净额为-2.87 亿元；投资活动现金流量净额为 8.57 亿元；筹资活动现金流量净额为-5.50 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产为 65.87 亿元，为“19 天集 03”和“20 天集 01”债券待偿本金合计（11.00 亿元）的 5.99 倍，公司现金类资产对“19 天集 03”和“20 天集 01”债券待偿本金的覆盖程度较高。截至 2020 年 3 月底，公司净资产为 127.34 亿元，为“19 天集 03”和“20 天集 01”债券本金合计（11.00 亿元）的 11.58 倍，公司净资产对“19 天集 03”和“20 天集 01”债券本金按期偿付的保障作用较强。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 27.37 亿元，为“19 天集 03”和“20 天集 01”债券待偿本金合计（11.00 亿元）的 2.49 倍，公司 EBITDA 对“19 天集 03”和“20 天集 01”债券待偿本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入 251.92 亿元，为“19 天集 03”和“20 天集 01”待偿本金合计（11.00 亿元）的 22.90 倍，公司经营活动产生的现金流入量对“19 天集 03”和“20 天集 01”待偿本金的覆盖程度高。

综合以上分析，公司对“19 天集 03”和“20 天集 01”的偿还能力很强。

八、综合评价

2019 年，公司多项药品进入《国家医保目录》，进一步巩固在心脑血管和肿瘤领域的领先优势；公司收入规模略有增长，经营活动现金流状况大幅好转，但由于投资收益下降及计提资产减值损失，公司净利润规模大幅下降，整体盈利能力也随之有所下降。同时，联合评级也关注到医保控费政策压缩公司盈利空间、整体资产质量一般、费用控制能力有待提高、非经常性损益对利润影响大、债务负担重且存在一定短期偿付压力以及对外担保规模较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着天士力医药商业业务的出售，公司经营活动现金流状况将进一步改善，债务负担

将明显下降，公司综合实力有望得到提升。

综上，联合评级维持公司主体信用级别为 AA+，评级展望为“稳定”；同时维持“19 天集 03”和“20 天集 01”债项信用等级为 AA+。

附件 1　天士力控股集团有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	381.75	409.46	397.58	407.08
所有者权益（亿元）	113.98	125.84	125.85	127.34
短期债务（亿元）	146.46	122.15	121.25	113.80
长期债务（亿元）	69.69	114.43	93.14	81.99
全部债务（亿元）	216.16	236.58	214.39	195.78
营业收入（亿元）	177.32	196.03	204.36	46.00
净利润（亿元）	11.54	11.78	5.52	1.42
EBITDA（亿元）	30.38	34.04	27.37	--
经营性净现金流（亿元）	-35.88	6.02	20.01	0.10
应收账款周转次数（次）	6.15	4.24	2.22	--
存货周转次数（次）	3.51	3.42	3.49	--
总资产周转次数（次）	0.52	0.50	0.51	0.12
现金收入比率（%）	98.27	109.37	115.43	102.36
总资本收益率（%）	7.33	6.83	4.92	--
总资产报酬率（%）	7.36	7.24	5.33	--
净资产收益率（%）	10.38	9.82	4.39	4.48
营业利润率（%）	34.67	35.02	30.18	28.06
费用收入比（%）	30.48	30.91	29.27	22.78
资产负债率（%）	70.14	69.27	68.35	68.72
全部债务资本化比率（%）	65.48	65.28	63.01	60.59
长期债务资本化比率（%）	37.94	47.63	42.53	39.17
EBITDA 利息倍数（倍）	3.61	2.86	2.32	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.14	0.13	--
流动比率（倍）	1.17	1.51	1.39	1.42
速动比率（倍）	0.99	1.27	1.15	1.20
现金短期债务比（倍）	0.19	0.62	0.50	0.58
经营现金流动负债比率（%）	-18.67	3.66	11.45	0.06
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.04	3.40	2.49	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3. EBITDA/待偿本金合计= EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4. 公司长期应付款、其他应付款和其他流动负债的有息债务部分已分别计入长、短期债务及相关指标计算

附件 2　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-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用+研发费用）/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/本次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/本次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/本次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

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 3　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。