

# 信用等级公告

联合〔2019〕1768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拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：



二〇一九年七月二十三日

---

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

## 2019 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本次债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 45 亿元（含）

本期发行规模：不超过 10 亿元（含）

本期债券期限：品种一 2 年期（附第 1 年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权）；品种二 2 年期

还本付息方式：按年付息、到期还本

评级时间：2019 年 7 月 26 日

主要财务数据：

| 项目               | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|------------------|--------|--------|--------|------------|
| 资产总额（亿元）         | 307.32 | 381.75 | 409.46 | 408.00     |
| 所有者权益（亿元）        | 108.28 | 113.98 | 125.84 | 127.17     |
| 长期债务（亿元）         | 39.92  | 69.69  | 114.43 | 110.55     |
| 全部债务（亿元）         | 137.27 | 216.16 | 236.58 | 221.46     |
| 营业收入（亿元）         | 158.05 | 178.57 | 197.97 | 48.22      |
| 净利润（亿元）          | 13.14  | 11.54  | 11.78  | 2.41       |
| EBITDA（亿元）       | 29.25  | 30.38  | 34.04  | -          |
| 经营性净现金流（亿元）      | 1.70   | -36.50 | 6.02   | 3.10       |
| 营业利润率（%）         | 36.12  | 34.40  | 34.68  | 32.28      |
| 净资产收益率（%）        | 13.29  | 10.38  | 9.82   | 1.90       |
| 资产负债率（%）         | 64.77  | 70.14  | 69.27  | 68.83      |
| 全部债务资本化比（%）      | 55.90  | 65.48  | 65.28  | 63.52      |
| 流动比率（倍）          | 1.31   | 1.17   | 1.51   | 1.50       |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.21   | 0.14   | 0.14   | -          |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 4.27   | 3.61   | 2.86   | -          |
| EBITDA/本次发债额度（倍） | 0.65   | 0.68   | 0.76   | -          |
| EBITDA/本期发债额度（倍） | 2.92   | 3.04   | 3.40   | -          |

注：1. 本报告财务数据部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 2019 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 数据单位除特别说明外均为人民币；4. 公司长期应付款、其他应付款和其他流动负债的债务部分已计入债务计算

### 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”）的评级反映了公司作为国内实践中药现代化的领军企业，核心产品的品牌知名度高，营销网络健全，主要产品产销率良好；所有者权益及收入规模不断增长。同时，联合评级也关注到受招标限价及医保控费等政策影响，公司盈利空间有所压缩，公司应收账款规模较大且增长较快，期间费用对利润侵蚀严重，债务规模增长很快且整体债务负担重等因素可能对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着医保产品的逐步放量，医药商业业务的逐渐整合，公司收入及利润规模有望得到进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

### 优势

1. 公司形成了较为完整的中药产业链，对中药材资源掌控能力较强，有助于从源头控制药品质量。

2. 公司自主研发能力处于国内中药行业领先水平，产品质量管理体系率先实现与国际标准接轨，为公司长期持续发展奠定了基础。

3. 公司核心产品具有较高的客户认可度；在产品质量、核心产品市场竞争力以及产品产销率等方面保持良好水平。

4. 公司共计有 237 个产品进入新版《医保目录》，包括复方丹参滴丸、养血清脑颗粒等 10 个独家产品。

### 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. 随着医药流通业务的扩大，公司应收账款规模大幅增长，对营运资金占用严重。

3. 公司债务规模增长很快，整体债务负担重，短期偿债压力较大；公司所有者权益中少数股东权益所占比大，权益结构稳定性有待提高。

4. 公司期间费用对利润侵蚀严重，投资收益对利润贡献较大

## 分析师

孙长征

电话：010-85172818

邮箱：suncz@unitedratings.com.cn

范 琴

电话：010-85172818

邮箱：fanq@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）

网址：www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的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。

本信用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：

  
  
联合信用评级有限公司



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。后经多次增资扩股、股权转让，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 3.44 亿元，其中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<sup>1</sup>闫希军、吴洒峰、闫凯境和李昀慧。

截至 2019 年 3 月底，公司下属主要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”；以下简称“天士力”）已质押股份数量为 18,288.13 万股，质押比例为 12.09%。

```
graph TD
    A[闫希军] -- 12% --> B[天津帝智投资管理有限公司]
    A -- 100% --> B
    C[吴迺峰] -- 12% --> D[天津富华德科技开发有限公司]
    E[闫凯境] -- 70% --> D
    F[李昀慧] -- 6% --> D
    B -- 17.50% --> G[天津天士力大健康产业投资集团有限公司]
    D -- 51% --> G
    H[自然人38人] -- 31.50% --> G
    I[尖峰集团] -- 20.76% --> J[天士力控股集团有限公司]
    G -- 67.09% --> J
    K[中央药业] -- 12.15% --> J
```

截至 2019 年 3 月底，公司经营范围为：对外投资、控股；天然植物药种植及相关加工、分离；组织所属企业开展产品的生产、科研、销售、进出口经营业务；各类商品、物资的批发、零售；技术开发、咨询、服务、转让生物技术（不含药品生产与销售）及产品；自有设备、房屋的租赁；各类经济信息咨询；本企业研制开发的技术和生产的科研产品的出口业务；本企业科研和生产所需的技术、原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件的进口业务；本企业的进料加工和“三来一补”业务；矿业开发经营；原料药（盐酸非索非那定、右佐匹克隆）生产；因特网信息服务（除新闻、出版、教育、医疗器械和电子公告以外的信息服务内容，业务覆盖范围：天津市）；会议

天士力控股集团有限公司

及展览服务；游览景区管理；旅游管理服务；旅游信息咨询服务；门票销售与讲解服务；旅游商品、纪念品开发与销售。（以上经营范围内国家有专营专项规定的按规定办理）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2018 年底，公司设有财务中心、经济运营中心、政务中心、招标中心和项目申报管理中心等共 15 个部门；公司在职员工 21,786 人；纳入合并范围一级子公司共计 37 家。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 409.46 亿元，负债合计 283.62 亿元，所有者权益（含少数股东权益）125.84 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 54.50 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 197.97 亿元，净利润（含少数股东损益）11.78 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.92 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.02 亿元，现金及现金等价物净增加额为 12.57 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 408.00 亿元，负债合计 280.84 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 127.17 亿元，归属于母公司所有者权益 54.49 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业总收入 48.22 亿元，净利润（含少数股东损益）2.41 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.37 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.10 亿元，现金及现金等价物净增加额 -4.17 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、本次及本期债券概况和募集资金用途

### 1. 本次及本期债券概况

本次债券名称为“天士力控股集团有限公司 2018 年公开发行公司债券”，发行规模不超过人民币 45 亿元（含 45 亿元），每张票面金额为 100 元，按面值平价发行。本次债券期限不超过 5 年（含 5 年），可以设计含投资者回售权、发行人调整利率选择权等条款。本次债券可以为单一期限品种，也可以是多种期限的混合品种。本次债券票面利率为固定利率，将根据簿记建档结果确定。本次债券采用单利按年计息的方式，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2019 年 4 月 22 日，中国证券监督管理委员会出具《关于核准天士力控股集团有限公司向合格投资者公开发行公司债券的批复》（证监许可〔2019〕799 号），同意公司向合格投资者公开发行面值总额不超过 45 亿公司债券。

本期债券名称为“天士力控股集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）”，发行规模为不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元），每张票面金额为 100 元，按面值平价发行；本期债券设品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。本期债券分为两个品种。品种一为 2 年期，附第 1 年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 2 年期。本次债券票面利率为固定利率，将根据簿记建档结果确定。本次债券采用单利按年计息的方式，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次及本期债券无担保。

### 2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟用于偿还有息负债。

## 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。

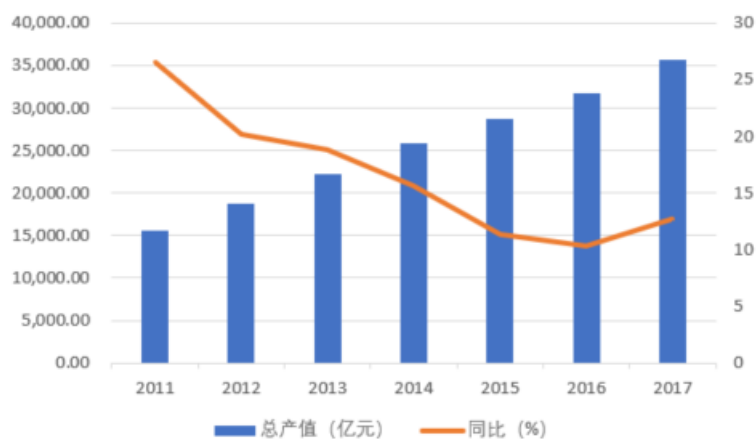
## 1. 医药工业

### (1) 行业概况

医药行业从运营情况来看，主要分为医药工业和医药商业两大类，其中医药工业可分为七大子行业，分别为：化学原料药制造业、化学制剂制造业、生物制剂制造业、医疗器械制造业、卫生材料制造业、中成药制造业、中药饮片制造业。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，其行业高增长和高收益性非常突出。进入 21 世纪以来，我国医药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。

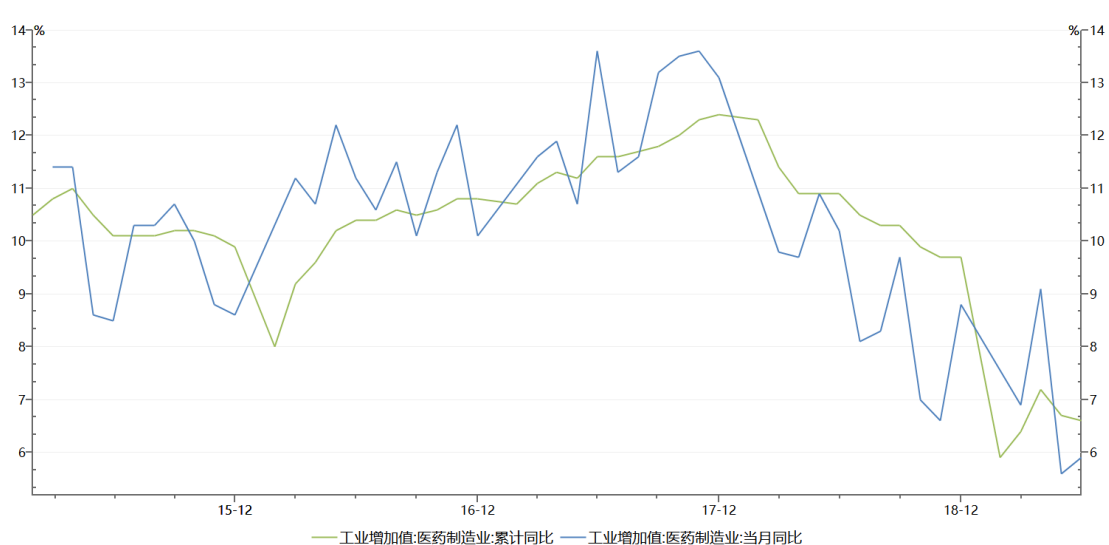
改革开放 30 年来，我国药品监督管理不断规范，促进了医药工业快速发展。医药工业总产值从 1978 年的 79 亿元增加到 2013 年的过 2 万亿元，2014 年超过 2.5 万亿元，30 多年增长超过 250 多倍。受进一步深化医疗改革及政府对药品价格等控制措施的影响，2016 年中国医药工业总产值 31,676 亿元，同比增长 10.7%，2017 年中国医药工业总产值 35,699 亿元，同比增长 12.7%，行业发展趋势回暖，中国医药工业总产值呈现平稳增长趋势。从工业增加值看，2016 年以来，医药工业增加值同比缓慢上升，2019 年开始回落。

图2 近年来中国医药工业总产值变化



资料来源：南方医药经济研究所

图3 近年来中国医药制造业工业增加值变化



资料来源：Wind

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段。

## （2）行业竞争

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家，截至 2017 年底已接近 7,600 家，市场较为分散。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右（不包含医药综合类企业），与全球医药巨头 400~500 亿美元的业绩相比差距甚远。此外，中国医药生产企业数量众多，品种雷同现象普遍，部分产品产能过剩。

总体看，目前我国医药生产企业众多，行业集中度较低，仍呈粗放型发展态势。

## （3）行业政策

医改是影响整个医药行业的关键因素。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。医改改革涉及公立医院改革、鼓励社会办医等多项内容；药品改革涉及药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容。

表 1 2016 年以来相关医药政策汇总

| 时间         | 政策                                 | 主要内容                                                                                                                                                                                 | 影响                                                 |
|------------|------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|
| 2016 年 2 月 | 国务院办公厅《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》   | 到 2020 年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到 2030 年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献                                                                                           | 首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着中医药发展已列入国家发展战略                 |
| 2016 年 2 月 | 食品药品监督管理局《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》 | 从细则上对有限审批制度进行划分，重点支持三大类药物（新药、临床急需或质量疗效明显改进）的优先审批，规定 17 种情形可以进行优先审评                                                                                                                   | 加快新药上市速度，有利于提高行业整体研发能力                             |
| 2016 年 3 月 | 国务院办公厅《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》       | 化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价；国家基本药物目录（2012 年版）中 2007 年 10 月 1 日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在 2018 年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在 2021 年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册 | 有利于提升中国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力 |
| 2016 年 4 月 | 国务院办公厅《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》    | 综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格                                                                                                           | 有利于控制药品价格虚高，促进药品流通市场健康发展                           |
| 2016 年 6 月 | 卫计委《关于尽快确定医疗费用增长幅度的通知》             | 各省（区、市）制定当地年度医疗费用增长幅度，力争 2017 年末之前全国医疗费用增长幅度降到 10% 以下                                                                                                                                | 未来医药控费将从严并逐步渗透，行业增速可能继续放缓                          |
| 2017 年 2 月 | 国务院办公厅《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》   | 健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明。食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享                                                                  | 降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展                |
| 2017       | 人社部《人力资源社                          | 西药和中成药部分共收载药品 2535 个，较 2009                                                                                                                                                          | 对辅助用药限制明显，对中成                                      |



|             |                                               |                                                                                                     |                                                                                                                                                   |
|-------------|-----------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 年 2 月       | 会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）的通知》   | 年版目录增幅约 15.4%，其中西药部分 1297 个，中成药部分 1238 个（民族药 88 个）；经过专家评审同步确定了 45 个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品    | 药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展                                                                                                    |
| 2017 年 7 月  | 全国人民代表大会常务委员会《中华人民共和国中医药法》                    | 中国首部《中医药法》，明确了中医药事业的重要地位和发展方针，提出建立符合中医药特点的管理制度，加大对中医药事业的扶持力度，坚持扶持与规范并重，加强对中医药的监管，同时加大对中医药违法行为的处罚力度。 | 《中医药法》将党和国家的中医药方针政策上升为国家意志，为扶持和促进中医药事业发展提供了坚实保障。《中医药法》将中医药事业发展经费纳入财政预算，并且打开医保大门，有力推进中医药产业振兴；将中医诊所由现行的许可管理改为备案管理，改变了以行政审批方式管理中医诊所的模式；提升中医药事业的市场化程度 |
| 2017 年 10 月 | 中共中央办公厅和国务院办公厅联合印发《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》 | 从改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力、加强组织实施六方面提出 36 条具体意见                       | 继 2015 年 8 月《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》之后，又一个深化药品医疗器械审评审批制度改革的纲领性文件                                                                                  |
| 2018 年 4 月  | 国务院办公厅《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》                 | 从仿制药研发、治疗疗效、支付三个层面提出框架性解决方案，鼓励仿制药研发，为通过一致性评价工作的仿制药产品后续落地提供了采购、医保、税收、宣传等各方面的支持                       | 可视为仿制药改革的顶层文件，最终目的是加快国产优质仿制药的进口替代，再次强调“进一步加快推进仿制药一致性评价，鼓励具备条件的各类机构参与”                                                                             |

资料来源：联合评级整理

总体看，医药制造行业政策导向可分为生产端的去产能和消费端的调结构两大类，品种储备、资金实力、研发能力将对企业信用水平产生重要影响。

#### （4）行业关注

##### 研发能力不足

政策加速企业分化，药品的研发周期长、风险高、投资大。中国医药行业研发起步较晚，发展初期技术能力不足，研发投入较少，目前处于以仿制为主到仿创结合的阶段，仿制药比例高达 96%，新药研究开发能力较弱。中国药企在研发方面如此匮乏，主要是由于缺乏创新药物的研发能力和完整的开发链，产品重复申报情况突出，导致企业同质化现象严重，处于无序竞争状态，企业利润空间有限，难以投入高额资金用于新药研发。以化学原料药为例，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。近年来，中国医药研发取得了较快发展，一方面由于肿瘤、心脑血管、糖尿病等重大疾病逐渐成为威胁国民健康最主要的疾病，市场对疗效好、价格优的新药提出了迫切需求；另一方面，中国新药研发环境显著改善，研发领域的支持政策密集发布。2016 年中国医药研发投入 107 亿美元，占同期全球医药研发投入总金额的 7.4%，同比提高 0.9 个百分点。随着中国药企研发实力的提升和政府仿制药监管的加强，中国医药研发投入会持续增加。在研发成本增加的压力下，同时受到研发人才限制的影响，目前中国新药研发体系仍以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。在研发竞争愈发激烈的大环境下，近年来

中国医药研发生产外包服务市场发展较快，研发生产外包能够有效降低产品开发的成本，提升公司研发效率。2015 年以来，临床数据自查、仿制药一致性评价、药品优先审批等政策的出台为医药制造行业带来了机遇和挑战，在提高药品研发壁垒和质量的同时，也促使行业更加规范化和集中化，促进行业的优胜劣汰。

### 药品降价

2014 年起，随着各省份基药招标开始，全国基药招标围绕着“降价”这一主旋律推进。2014 年 11 月 25 日，国家发改委下发《推进药品价格改革方案（征求意见稿）》（以下简称“征求意见稿”），欲取消药品最高零售限价，通过医保控费和招标采购，由市场竞争形成药品价格。根据征求意见稿，从 2015 年 1 月 1 日起，国家拟取消药品最高零售限价或出厂价格。2015 年 5 月，发改委联合卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局等部门共同推出《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，从 2015 年 6 月 1 日起取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成，其中对专利药、独家生产药品建立多方参与的谈判机制形成价格。2015 年 10 月，国家卫生计生委（以下简称“卫计委”）等 16 个部门建立了协调机制，组织开展首批国家药品价格谈判试点工作，谈判主要针对的是国内专利药品和独家生产药品。从长期看，中国将着手从体制上解决药品价格虚高的问题，并进行了积极探索，预计未来药品价格将呈现下行趋势，对一些价格高昂的专利药和独家品种，预计价格将有较大降幅。

#### （5）未来发展

未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求，同时，随着生产端去产能和消费端调结构的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升。对于有新产品纳入新版医保目录的医药制造企业来说，销售增长可期；两票制、医药分家、阳光采购等医药流通领域的政策有可能传导至上游制造行业，为做大收入同时提高终端控制力度，医药综合类企业可能将加快医药流通业务的布局。从中期看，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

## 2. 医药流通

### （1）行业概况

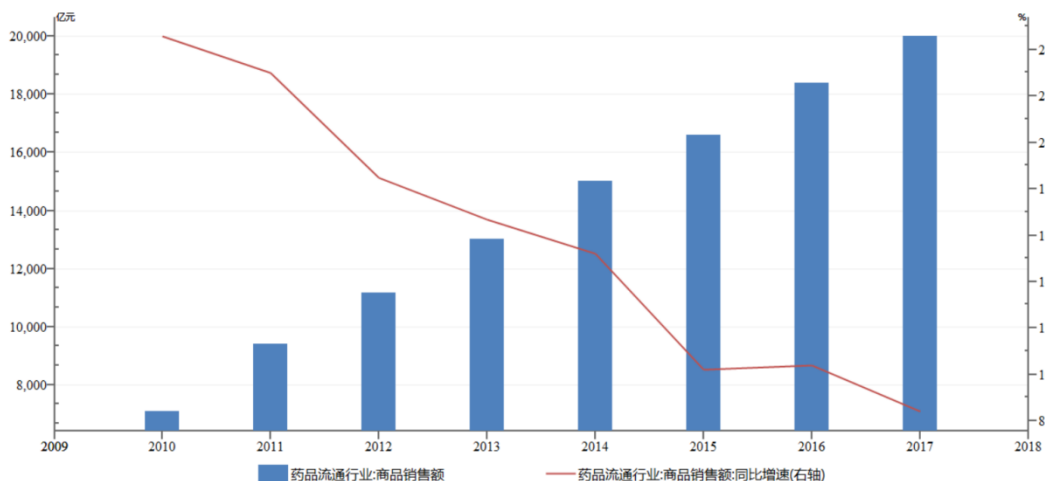
医药流通是指连接上游医药生产企业和下游经销商以及终端客户的一项经营活动，主要是从上游企业采购货物后批发给下游经销商，或直接出售给医院、药店等零售终端客户的药品流通过程。

改革开放以来，我国药品流通从计划分配体制转向市场化经营体制，行业获得了长足发展，药品流通领域的法律框架和监管体制基本建立，药品供应保障能力明显提升，多种所有制并存、多种经营方式互补、覆盖城乡的药品流通体系初步形成，医药商业市场规模持续扩大。

根据商务部公布的相关数据，2014—2017 年，药品流通市场规模稳定增长，但增速放缓。2014 年，全国七大类医药（主要是指药品、医疗器械、化学试剂、玻璃仪器、中成药、中药材及其他类）商品销售总额 15,021 亿元，同比增长 15.2%，增速较上年下降 1.5 个百分点；2015 年，全国七大类医药商品销售总额 16,613 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.2%，增速较上年下降 5 个百分点。2016 年，全国七大类医药商品销售总额 18,393 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.4%，增

速较上年上升 0.2 个百分点；其中，药品零售市场 3,679 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.5%，增速同比上升 0.9 个百分点。2017 年，全国七大类医药商品销售总额 20,016 亿元，扣除不可比因素同比增长 8.40%，增速较上年下降 2.0 个百分点。医药商品销售额增幅持续回落，主要原因是在医药卫生体制综合改革的推动下，各地医保控费政策和招标政策陆续出台、基层用药政策调整、“限抗令”的实施以及医药电商对传统行业的影响，使得药品价格水平不断下降，医药流通企业的业务增长，但盈利能力受到挑战。

图 4 近年来全国七大类医药商品销售总额及同比变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

总体看，近几年，医药流通市场规模和收入持续增长，但受医药卫生体制综合改革政策影响，增幅持续回落。

## （2）行业供给

医药流通行业上游为医药制造业，详见上文。

## （3）经营模式

一般来说，医药流通包括医药代理和医药配送两大环节。从盈利模式看，目前，医药代理环节主要通过提供药品的投标、医院中标、药物使用的说明培训等增值服务并以药品交易差价的方式获取利润，医药配送环节主要通过提供配送服务获取利润。

医药代理方面，目前医药代理企业的业务模式可以分为纯销（包含对医疗终端、零售终端和居民的销售）和批发两种。纯销业务中客户以医疗机构为主，该类业务毛利率受到药品采购价格、销售价格及增值服务成本影响，一般为 6~8%，部分新特药产品毛利率水平远高于一般水平，纯销业务回款周期相对较长，一般在 3~6 个月以上，国有及国有控股大型医药流通企业以及一些专门经营医疗机构临床药品的医药流通企业主要采取这种模式；批发业务是指医药代理企业将药品直接分销给下游经销商，该类业务毛利率相对纯销业务较低，一般在 4% 以下，回款周期相对较短且库存周转速度快，但在“两票制”政策的影响下，预计未来批发模式的存在空间将会被大幅削减。

药品配送方面，2011 年以来，医药流通企业配送能力不断加强，2017 年全国医药物流直报企业（417 家）配送货值（无税销售额）11,402 亿元，配送客户数量逾 308 万家，共拥有 1,115 个物流中心，仓库面积约 1,065 万平方米。其中，基本药物本省配送额占 87.6%，对外省配送额占 12.4%。

总体看，医药流通行业业务模式主要包括代理和配送（细分为纯销和批发）两种模式，医药纯销客户以医疗机构为主且毛利率较高，但回款周期相对较长；医药流通行业配送能力不断增强。

未来，在“两票制”影响下，采取纯销模式的医药流通企业将受益较多，具有更强的市场竞争力。

#### （4）行业需求

近年来，我国人口老龄化带动医药终端需求稳步增长。2017 年，我国 60 岁及以上老年人口升至 2.41 亿，占人口总数 17.3%，老年人医疗服务需求增长迫切；全国医疗卫生与计划生育总支出 14,600.00 亿元，增长 9.30%，拉动医药终端需求持续增加；医疗机构总诊疗人数达 81.8 亿人次。

从销售渠道看，医药流通企业 2017 年对生产企业销售额 107 亿元，占销售总额 0.5%，同比上升 0.2%；对批发企业销售额 7,227 亿元，占 36.1%，同比下降 4.8%；对终端销售额 12,682 亿元，占 63.4%，同比上升 4.6%，其中，对医疗机构销售额 8,766 亿元，占终端销售额的 69.1%，同比下降 1.9%；对零售终端和居民零售销售额 3,916 亿元，占终端销售额的 30.9%，同比上升 1.9%。近几年，随着一系列医改政策实施，如集中采购招标、药占比不得超过收入 30.00%以及取消药品加成等，药品整体价格可能进一步降低，更多医药流通企业可能会开拓其他终端市场，如连锁药店、网上药店以及 KA 市场（一般指国内国外大型连锁超市、卖场），以医院为主要客户的医药流通企业销售收入可能受到影响。

同时，近年来医药电商发展呈爆发式增长，据商务部不完全统计，2017 年医药电商直报企业销售总额达 736 亿元（不含 A 证），占同期全国医药市场总规模的 3.7%。其中，B2B（企业对企业）业务销售额 693 亿元，占医药电商销售总额的 94.1%；B2C（企业对顾客）业务销售额 44 亿元，占医药电商销售总额的 5.9%。B2B 与 B2C 销售结构差异较为明显，B2B 业务主要集中在西药类（87.1%），而 B2C 业务主要为西药类（32.2%）、医疗器械类（24.1%）和其他类（28.3%）。

总体看，随着我国经济发展和人口老龄化进程的加快，我国医药流通市场前景广阔；药品销售主要以医院等终端销售为主，但随着一系列医改政策实施、医药电商快速发展，我国药品销售渠道未来可能会发生变革。

#### （5）行业竞争

医药流通企业可以分为全国性医药流通企业和地区性医药流通企业。全国性医药流通企业业务范围能够覆盖全国主要地区，但受药品省内集中招标采购、《药品经营质量管理规范认证证书》（以下简称“GSP”）以及药品时效性等因素的影响，目前全国性医药流通企业较少，仅有中国医药集团总公司、华润医药商业集团有限公司（以下简称“华润医药”）及九州通医药集团股份有限公司（以下简称“九州通”）等少数几家；地区性医药流通企业业务范围一般局限于本省、本市或本县，企业数量较多，如华东地区的上海医药集团股份有限公司（以下简称“上海医药”）、南京医药股份有限公司（以下简称“南京医药”）、安徽华源医药股份有限公司（以下简称“安徽华源”）等。

从市场占有率来看，药品批发行业集中度进一步提高。2017 年，药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国医药市场总规模的 70.7%，同比下降 0.2 个百分点。其中，4 家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 37.6%，同比上升 0.2 个百分点；30 家区域龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 24.5%，同比下降 0.1 个百分点。随着“两票制”的实施，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，行业集中度有望进一步提升，流通行业整合重组将是大势所趋。

表 2 2017 年医药流通前 10 强企业主营业务收入情况（单位：万元）

| 序号 | 企业名称         | 主营业务收入     |
|----|--------------|------------|
| 1  | 中国医药集团有限公司   | 32,143,897 |
| 2  | 华润医药商业集团有限公司 | 12,640,246 |



|    |                |            |
|----|----------------|------------|
| 3  | 上海医药集团有限公司     | 12,178,594 |
| 4  | 九州通医药集团股份有限公司  | 7,372,645  |
| 5  | 广州医药有限公司       | 3,839,291  |
| 6  | 中国医药健康产业股份有限公司 | 3,010,396  |
| 7  | 华东医药股份有限公司     | 2,783,182  |
| 8  | 南京医药股份有限公司     | 2,738,438  |
| 9  | 康德乐股份（香港）有限公司  | 2,630,251  |
| 10 | 瑞康医药股份有限公司     | 2,325,287  |

资料来源：商务部。联合评级整理

从销售区域结构看，医药流通行业销售区域以经济发达、人口集中的地区为主。2017 年，全国六大区域销售额占全国销售总额的比重分别为：华东 37.3%，中南 24.8%，华北 16.3%，西南 12.7%，东北 4.6%，西北 4.3%。其中，华东、中南、华北三大区域销售额占到全国销售总额的 78.4%，同比上升 1.1%。三大经济区药品销售额占全国的比重分别为：京津冀经济圈 13.9%，长江三角洲经济区 22.8%，珠江三角洲经济区 9.4%。各省市主要医药流通企业数量较少，华东地区主要医药流通企业包括上海医药、国药控股股份有限公司（以下简称“国药控股”）、南京医药以及安徽华源等，华北地区主要医药流通企业包括北京医药股份有限公司（以下简称“北医股份”）、国药集团药业股份有限公司（以下简称“国药股份”）及国药控股等。

表 3 国内医药流通企业市场格局

| 区域 | 省份及直辖市               | 主要流通企业                              |
|----|----------------------|-------------------------------------|
| 华东 | 上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东 | 上海医药、国药控股、南京医药、华东医药股份有限公司、安徽华源      |
| 华北 | 北京、天津、河北、山西、内蒙古      | 北医股份、国药股份、国药控股、天津医药集团太平医药有限公司       |
| 华南 | 广东、海南、广西             | 深圳一致药业股份有限公司、广州医药有限公司               |
| 华中 | 河南、湖北、湖南             | 九州通、长沙双鹤医药有限公司、国药控股                 |
| 西南 | 重庆、四川、贵州、云南、西藏       | 重庆医药（集团）股份有限公司、重庆桐君阁股份有限公司、云南医药有限公司 |
| 东北 | 辽宁、吉林、黑龙江            | 哈药集团医药有限公司、国药控股                     |
| 西北 | 陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆       | 兰州医药（集团）有限公司、青海省医药有限责任公司            |

资料来源：中信证券研究报告

总体看，医药流通行业已形成少数大型全国性企业为龙头，众多地区性企业共同竞争的市场格局，未来随着医改政策继续深入实施，医药流通行业集中度可能进一步提高。

#### （6）行业政策及法律法规

##### 行业政策

2015 年，国务院印发了《国务院办公厅关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》（国办发〔2015〕7 号）（以下简称“《意见》”），《意见》的基本思路是坚持以省为单位的网上药品集中采购的方向，鼓励医院与企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费，减少中间环节。

2016 年，国务院常务会议提出将全面推进公立医院药品集中采购，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”。2016 年，国务院印发了《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》（国发〔2016〕78 号），提出要深化药品流通体制改革，加快构建药品流通全国统一开放、竞争有序的市场格局，形成现代流通新体系，加快发展药品现代物流，鼓励区域药品配送城乡一体化。2016 年，商务部发布《全国药品流通行业发展规划（2016—2020 年）》，其指导思想是以建立现代药品流通体系为目标，以促进行业转型升级为主线，以流通信息化、标准化、



集约化作为方向，以改善行业发展环境为着力点，积极推进药品流通行业供给侧结构性改革。《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》和《全国药品流通行业发展规划（2016—2020 年）》提出提升医药流通行业集中度，培育超过 5,000 亿元规模的医药流通企业，未来要形成 3 家年销售额超过 1,000 亿元的全国性大型药品流通企业和 25 家年销售额超过 100 亿元的区域性药品流通企业，明显提升行业集中度。

2017 年 1 月，八部委（国务院深化医药卫生体制改革领导小组办公室、国家卫生和计划生育委员会、国家食品药品监督管理总局、国家发展和改革委员会、工信部、商务部、国家税务总局和国家中医药管理局）联合签署《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）的通知》（以下简称“通知”）正式公布，通知主要明确了试点省份及时间表、要求药品集中招标采购中标企业必须承诺试行“两票制”、严格执行药品购销票据管理等内容。

### 行业法律法规

我国在 1985 年开始实施《中华人民共和国药品管理法》，2001 年 2 月 28 日修订并施行新的《中华人民共和国药品管理法》。该法对药品研制、生产、经营、使用和监督管理的单位或者个人都做出了规定。除了《中华人民共和国药品管理法》外，我国还制订了《中华人民共和国药品管理法实施条例》、《药品经营许可证管理办法》、GSP 以及《药品流通监督管理办法》等法律法规。

表 4 国内医药流通行业主要法律法规

| 主要法律法规             | 实施时间       |
|--------------------|------------|
| 《中华人民共和国药品管理法》     | 2001.12.01 |
| 《中华人民共和国药品管理法实施条例》 | 2002.09.15 |
| 《药品经营许可证管理办法》      | 2004.04.01 |
| 《医疗器械经营企业许可证管理办法》  | 2004.06.25 |
| 《疫苗流通和预防接种管理条例》    | 2005.07.26 |
| 《药品流通监督管理办法》       | 2007.05.01 |
| 新修订《医疗器械监督管理条例》    | 2014.02.12 |
| 《医疗器械经营质量管理规范》     | 2014.12.12 |
| 新修订《药品经营质量管理规范》    | 2016.06.20 |

资料来源：联合评级整理

总体看，我国出台了一系列医药流通行业的政策及法律法规，规范医药流通行业秩序，降低医药流通成本。2017 年后，随着“两票制”的全面实施，医药流通行业洗牌必然加速，市场集中度将进一步提升。全国性以及区域性具有规模配送能力，掌握渠道和终端的医药商业龙头企业将获得扩大医院终端市场份额的增长契机，而具有创新业务模式，产业链不断延伸，能够针对上下游提供专业化增值服务的医药商业公司也将成为未来市场竞争的主角。

### （7）行业关注

#### 药品流通城乡发展不均衡

我国药品配送网络尚未实现全面有效覆盖，大部分的医药流通企业集中在发达地区和城市，广大农村及中西部偏远地区医药配送体系不完善。

#### 医药流通行业集中度较低，发展水平不高

与发达国家相比，我国医药流通企业规模庞大，行业集中度较低，跨区域发展缓慢，全国性的医药流通企业数量较少；现代医药物流发展相对滞后，物流成本普遍较发达国家高。

### 受政策影响较大

近年来，在医药卫生体制综合改革的推动下，各地医保控费政策和招标政策陆续出台、基层用药政策调整、“限抗令”的实施以及医药电商对传统行业的影响，使得药品价格水平不断下降，药品流通企业的业务增长、盈利能力受到挑战，加之国内外宏观经济环境均面临增长放缓的压力，致使药品流通市场销售总额增速有所放缓。

### （8）行业发展

#### 医药流通行业集中度进一步提高

从行业集中度看，随着省级平台药品集中招标采购及“两票制”在全国范围内实施，资金实力强、物流网络完善、信息管理体系先进以及具有丰富的上游医药生产企业资源的医药流通企业将获得更大的市场，过票公司将被淘汰、地区中小型公司将被地区性大企业收购或兼并，行业集中度将进一步提高。

#### “互联网+药品流通”将更加广泛运用

《全国药品流通行业发展规划（2016—2020 年）》提出要推进“互联网+药品流通”，推动互联网、物联网等信息技术在药品流通领域广泛应用，丰富药品流通渠道和发展模式。发展“互联网+药品流通”有利于减少交易成本、提高流通效率、促进信息公开以及打破垄断。未来，国家将进一步推进药品流通企业和互联网企业合作，推动线上线下融合发展，推广“网订店取”、“网订店送”等新型配送模式。同时，根据 2017 年 2 月国务院办公厅印发的《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》，鼓励有条件的地区依托现有信息系统，开展药师网上处方审核、合理用药等服务，预示着未来处方药可能允许通过互联网购买处方药，“互联网+药品流通”将获得更加广泛的运用。

#### 综合服务水平将成为流通行业核心竞争力

《全国药品流通行业发展规划（2016—2020 年）》提出要创新行业经营模式，拓展行业服务功能，对医药流通企业提出了更高的要求。医药流通企业作为医院上游，其产业升级方向需要契合医院诉求发展方向。短期看，取消药品加成、降低药占比、医保控费等措施要求医药流通企业提供“高附加值”的服务；长期看，医疗服务将更加市场化，医药流通企业间的竞争不仅仅是配送和垫资能力，更是服务质量的竞争，综合服务水平将成为医药流通企业的核心竞争力。

#### 流通管理水平进一步提升，现代医药物流更加完善

近年来，全行业现代医药物流建设快速发展，成为药品流通企业核心竞争力的重要体现。同时，新版 GSP 的实施及“互联网+药品流通”的推动，以及信息化、现代化技术水平的显著提高，促使医药物流向新的方向发展，提升企业物流信息化管控能力，提高流通技术含量，并逐渐向医疗机构和药品生产企业延伸服务，全供应链的服务模式开始形成。伴随医药物流业态的专业化发展，行业内第三方物流发展日渐成熟，如北京嘉和嘉事医药物流有限公司及九州通等经过多年努力成为专业第三方医药物流服务提供商。未来医药物流企业广泛采用先进物流设备和管理软件及管理手段的水平将进一步提高。

总体看，未来医药流通行业集中度将不断提高，“互联网+药品流通”将更加广泛运用，医药流通企业的综合服务能力将不断增强。

## 四、基础素质分析

### 1. 生产规模及竞争力

公司经过多年的发展，逐步发展为以大健康产业为主线、以制药业为中心，实践中药现代化

的领军企业。“天士力”商标于 2005 年被国家工商总局商标局认定为天津市首例医药类“中国驰名商标”。

医药工业方面，截至 2018 年底，天士力共有 237 个产品进入《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：《国家医保目录》），其中甲类 136 个，乙类 101 个；共有 81 个品种进入《国家基本药物目录》，包括复方丹参滴丸、养血清脑颗粒、养血清脑丸、西黄丸和赖诺普利胶囊等。

表 5 公司主要产品概况

| 药品名称        | 分类  | 治疗领域 |
|-------------|-----|------|
| 复方丹参滴丸      | 中药  | 心脑血管 |
| 养血清脑颗粒（丸）   | 中药  | 心脑血管 |
| 替莫唑胺胶囊（蒂清）  | 化药  | 抗肿瘤  |
| 注射用益气复脉     | 中药  | 心脑血管 |
| 水飞蓟宾胶囊（水林佳） | 化药  | 肝病治疗 |
| 芪参益气滴丸      | 中药  | 心脑血管 |
| 注射用丹参多酚酸    | 中药  | 心脑血管 |
| 穿心莲内酯滴丸     | 中药  | 感冒发烧 |
| 藿香正气滴丸      | 中药  | 感冒发烧 |
| 右佐匹克隆（文飞）   | 化药  | 精神类  |
| 普佑克         | 生物药 | 心脑血管 |

资料来源：公司提供，联合评级整理

中药制药方面，公司形成了集研发、药材种植、提取、药品制剂生产和销售为一体的现代中药产业链，并在各环节推行标准化管理。公司率先在国内建立了符合国际标准的中药材生产质量管理规范（GAP）药源基地；提出中药提取生产质量管理规范（GEP）概念，解决了中药材有效成分的萃取和毒性成分、重金属含量及农药残留量的纯化处理问题；全部生产剂型均符合国家药品生产质量管理规范（GMP）。公司核心产品复方丹参滴丸为独家生产品种，在国内心脑血管同类产品市场占有率排名前列。根据南方医药经济研究所《2015 年度中国医药市场发展蓝皮书》，复方丹参滴丸在零售市场心脑血管口服中成药中市场份额排名第一。复方丹参滴丸是中国第一例完成向美国食品与药品监督管理局（FDA）申请 III 期临床试验的中成药。目前，公司正在积极推进 III 期临床试验的增补试验。

化学药方面，江苏天士力帝益药业有限公司为公司化学药研发与生产的核心主体，目前已上市产品包括抗肿瘤用药、心血管用药、精神类用药及保肝护肝用药等产品系列，其中化学原料药包括替莫唑胺、氟他胺等 12 个品种，口服固体制剂包括治疗脑胶质瘤的二类新药替莫唑胺胶囊（蒂清）等多个产品。蒂清于 2019 年 3 月通过一致性评价，为国内首家通过一致性评价的替莫唑胺胶囊制剂。化学药研发围绕抗肿瘤、心血管、消化代谢及精神领域，布局了多款 1 类创新药和仿制药，加速引进世界水平临床后期创新药物。

生物制品方面，公司代表性产品为“十一五”期间唯一的 1 类生物治疗药——重组人尿激酶原（普佑克），该产品主要用于急性心肌梗死的治疗，具有特异性溶栓、快速溶栓等特点，进入多部《临床治疗指南》。普佑克在治疗特异性溶栓领域具备世界领先优势，2017 年通过价格谈判进入《国家医保目录》，同年成为获批适应症急性 ST 段抬高性心肌梗死（STEMI）的市场第一品牌。新增适应症正进行 II 期临床试验，有望进一步打开市场空间，其中缺血性脑卒中已完成 II 期试验，即将进入临床 III 期。

医药商业方面，公司采取立足城市、辐射乡村、区域管理、重点突破的营销战略。截至 2018

年底，公司下设 29 个大区，809 个办事处，形成医院板块（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 板块及第三终端板块，形成了覆盖全国市场的营销网络：通过医院渠道，覆盖了全国 65% 的三级、二级、一级以及其他民营医院；通过药店渠道，覆盖全国 78% 的社区医疗服务单位以及各大 OTC 终端市场；通过基层医疗机构渠道，覆盖全国了 88% 的社区中心、乡镇卫生院等用药单位。2017 年 8 月，公司医药商业业务经营主体天津天士力医药营销集团股份有限公司（股票简称：天士营销，股票代码：872087）在新三板挂牌，未来公司将进一步挖掘营销网络市场潜力和商业价值，提高运营效率，增强市场竞争能力。

整体看，公司医药工业板块产品种类较为丰富，核心产品复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）等产品市场占有率高，竞争优势突出；医药商业重点区域覆盖率较高，借助天士营销在新三板挂牌，未来有望得到较快发展。

## 2. 研发情况

公司先后承担了国家“九五”“十二五”“863”“973”以及国家重大新药创制研究与开发等重点科研项目，建立“组分中药”研发新模式，率先提出并制定出中药有效成分分离 GEP 新标准，另外，公司还以复方丹参滴丸为研究对象，创建了多元化学指纹图谱计算分析技术，建立了一体化、标准化的产品质量控制体系。

公司与天津中医药大学、浙江大学合作，组建了天津组分中药技术工程中心。公司主打产品复方丹参滴丸及其系列研究先后被国家科技部列入“中药现代科技产业行动计划”项目、九五国家重大科技成果推广项目、国家 973 基础研究项目、国家高新技术产业示范工程项目、2012 年度国家重点新产品计划战略性创新产品立项项目，并荣获国家科学技术进步三等奖。公司是中医药技术标准制定者之一；并作为国内申请美国 FDA 且有实质性进展的公司，联合了国内多家知名企业与院校，组成了中医药国际化联盟。

公司构建了包括核心专利、外围专利、防御专利、竞争专利的立体网状知识产权保护体系，并通过了国家知识产权管理体系认证。完成了由单一产业向全产业链纵向专利保护转变；由国内为主向国际化专利保护转变；由侧重新药保护向现有产品保护期限延伸和新药共同保护转变。截至 2018 年底，主要子公司天士力拥有专利总数 1,533 件，其中发明专利 1,362 件；主要产品复方丹参滴丸拥有专利 390 件，养血清脑颗粒拥有专利 72 件；专利申请及授权分别为 25 件及 49 件，其中发明专利新申请及授权分别为 22 件和 39 件。

国际化方面，公司国际化药品项目在研 7 项，6 项申报 FDA（其中中药 4 项，化学药 2 项），另外 1 项为申报欧盟项目。复方丹参滴丸 FDA 项目 T89 治疗慢性稳定性心绞痛临床验证性试验 ORESA 获批 FDA-SPA 方案特许审评的批准函，公司将按照 FDA 法规要求加速推进临床研究工作；防治急性高原综合症(AMS)取得 FDA IND 许可(IND#136361)，目前正在美国加州高原地区开展 II 期临床研究。

公司高度重视研发工作，2016—2018 年，子公司天士力研发投入分别为 4.40 亿元、6.16 亿元和 5.89 亿元，占子公司天士力医药工业收入的比重分别为 7.12%、9.04%和 8.26%，研发投入较高。

整体看，公司研发投入较大，科研成果较为丰富，较多的科研项目储备和新药研发成果陆续转化为生产，将为公司的长期可持续发展提供有力支撑。

## 3. 人员素质

公司现有董事、监事及高级管理人员共 15 名，其中包括：董事 5 名、董事兼高管 3 名、高管 4 名、监事 3 名。



公司董事会主席闫希军先生，1953年生，汉族，博士、主任药师，国务院特殊津贴专家，公司创始人。曾任天津天士力制药集团有限公司董事长兼总经理；自2009年3月起任公司董事会主席至今；自1998年4月起任子公司天士力董事至今。此外，闫希军先生是第十一、十二届全国人大代表，第十五届、第十六届天津市人大代表，并任天津市工商业联合会副会长、中国光彩事业促进会副会长、天津全球成长型企业协会副会长、中国医药工业科研开发促进会轮值会长、中国上市公司协会理事、天津上市公司协会会长等社会职务。

公司董事会执行主席闫凯境先生，1979年生，曾任天士力董事总经理，公司副总裁、战略投资事业群首席执行官；自2014年3月起任子公司天士力董事长至今，自2016年3月起任公司董事会执行主席至今，自2017年3月起任子公司天士营销董事长至今。闫凯境先生还兼任中华全国青年联合会第十一届委员会委员、天津市青年联合会第十二届委员会委员、天津市青年创业就业基金会副理事长等社会职务。

公司总裁吴迺峰女士，1952年生，蒙古族，博士，主任药师，国务院特殊津贴专家。曾任天津天士力制药集团有限公司副总裁。自2009年3月起任公司董事、总裁至今。吴迺峰女士还兼任第十一届、第十二届、第十三届天津市政协委员，中国妇女第十次全国代表大会代表，并任中国企业联合会副会长、中国女企业家协会副会长、中国医师协会第三届理事会常务理事、中国药学会药剂工程专业委员会委员等社会职务。

截至2018年底，公司职工总数21,786人，从学历构成看，本科及以上学历占34.74%，大学专科占35.22%，中专及以下占30.04%；从年龄构成来看，30岁及以下占37.26%，30~40岁占41.56%，40~50岁占16.72%，50岁以上占4.46%。

总体看，公司高级管理人员大多具有较深的专业素养和丰富的管理经验；人员结构符合行业特征，能够满足公司经营发展需要。

## 五、公司管理

### 1. 公司治理

公司依据《公司法》和《公司章程》的相关规定，设立了股东会、董事会、监事会，行使公司的决策权、经营管理权和监督权。

股东会是公司的权力机构，依法行使下列职权：决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换董事，决定有关董事的报酬事项；选举和更换由股东提名出任的监事，决定有关监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事会的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或者减少注册资本、发行公司债券作出决定；对股东向股东以外的人转让出资作出决定；对公司合并、分立、变更公司形式、解散和清算等事项作出决定；批准公司与其他企业或者事业单位之间联营组成新的企业法人；批准公司与外商实行合资、合作经营或者向境外投资；批准公司章程的修改；审议股东依照本章程的规定提交的议案；审议法律、法规和公司章程规定应当由股东会决定的其他事项。

公司设董事会，对股东会负责。董事会由九名董事组成，设董事会主席一人，董事会副主席一人。董事会行使下列职权：召集股东会，并报告工作；执行股东会的决议；决定公司的经营计划和融资、担保、委托贷款、投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司增加或者减少注册资本、发行债券或者其他证券及上市方案；拟定公司合并、分立和解散方案；决定公司内部管理机构的设置；聘任或者解聘公司总裁。根据总裁的提名，聘任或者解聘公司副总裁、财务负责人等高级管理人员，并决定其报酬事项和

奖惩事项；制订公司的基本管理制度；制订公司章程的修改方案；听取公司总裁的工作汇报并检查总裁的工作；法律、法规或公司章程规定，以及股东会授予的其他职权。公司董事会向股东大会负责，执行股东大会的决议。根据《公司章程》，董事会应由九名董事组成，目前公司董事为八名，另外一名董事暂时缺位（人选已初步确定，但尚需决议通过）。

公司设监事会。监事会由三名监事组成，设监事会主席一名。监事会主席不能履行职权时，由其指定一名监事代行其职权。两名监事由股东提名，股东会选举产生或更换，另一名监事为职工监事，由公司职工代表大会民主选举产生或更换。监事每届任期三年，连选可以连任。监事会行使下列职权：检查公司财务；对董事、总裁和其他高级管理人员执行公司职务时违反法律、法规或者章程的行为进行监督；当董事、总裁和其他高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求其予以纠正，必要时向股东会或国家有关主管机关报告；提议召开临时股东会；列席董事会会议；公司章程规定或股东会授予的其他职权。

公司设总裁（总经理）一名，副总裁（副总经理）六名，由董事会聘任或解聘。董事可受聘兼任总裁、副总裁或者其他高级管理人员。总裁每届任期三年，总裁连聘可以连任。总裁对董事会负责，行使下列职权：主持公司的生产经营管理工作，并向董事会报告工作；组织实施董事会决议、公司年度计划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置方案；拟订公司的基本管理制度；制订公司的具体规章；提请董事会聘任或者解聘公司副总裁、财务负责人；聘任或者解聘除应由董事会聘任或者解聘以外的管理人员；拟定公司职工的工资、福利、奖惩方案，决定公司职工的聘用和解聘；提议召开董事会临时会议；公司章程或董事会授予的其他职权。

总体看，公司法人治理结构较完善，通过权力的相互制衡，有助于保证公司经营和管理的顺利运行。

## 2. 管理体制

公司建立了一套较为完整的涵盖公司及子公司生产经营、财务管理、关联交易、重大投资等内部控制制度，构成了公司的内部控制体系。截至 2018 年底，公司设有财务中心、经济运营中心、政务中心、招标中心和项目申报管理中心等共 15 个部门。

子公司管理方面，公司严格依照有关法律法规和上市公司的有关规定对控股子公司进行管理，控股子公司根据《公司法》的要求建立了较为规范的法人治理结构，结合实际情况建立健全经营和财务管理制度。公司通过行使股东权力决定公司各控股子公司董事会及主要领导的任命和重要决策，并通过绩效合同和薪酬机制实现了对控股公司高管有效的激励与约束；制订了《重大信息内部报告制度》等规定，对控股子公司实施了战略规划、年度计划、经营分析、信息披露等管理，并督促和指导控股子公司建立了相应的内部控制制度，有效地形成对控股子公司重大业务事项和风险控制；公司对下属控股公司有健全的投资、财务、审计管理制度，并直接参与控股子公司的战略制定及预算审核，对部分重点关注的控股子公司直接介入业务管理。

关联交易管理方面，根据《公司法》《公司章程》相关法律法规，股东会、董事会在审议关联交易时，关联股东、关联董事回避表决。核心子公司天士力根据《上海证券交易所上市公司规则》等相关法规制订了《关联交易管理制度》，对关联交易协议类别、判断标准、合同签订、信息披露等内容做了具体规定。

融资管理方面，公司对集团成员企业及关联企业的存款、融资及结算业务实行集中统筹管理。公司财务中心资金管理部负责办理公司银行业务的调配申请、签订协议及法律文件；集团成员企业及相关企业办理需申报的银行业务由该公司财务部门申请上报，并办理向集团财务中心资金管

理部备案等事项。公司总裁授权财务总监对各项银行业务进行最终审批。

重大投资管理方面，公司重大投资坚持合法、科学、审慎、安全、有效的原则，控制投资风险、注重投资效益。根据公司战略，当年股权投资计划并连同上一年股权投资实施情况需向年度股东会进行汇报。具体股权投资项目，由公司投资发展部进行论证并提出投资方案后，由公司投资决策委员会进行复审，股权投资决策权属于股东会。为提高集团投资管理效率，对单笔投资额不高于集团最近经审计净资产 10% 的投资项目，由董事长审批。对于拟由下属子公司投资的股权投资项目，视同公司直接股权投资项目获得批准后，再报送该公司股东会进行审议。

财务管理制度，公司制定了《资金管理规定》《融资、担保工作程序》《财务重大事项提报管理规定》《应收账款管理规定》《现金流管理委员会业务管理规定》等制度，对资金的使用管理等建立了严格的授权批准程序，办理货币资金业务的相关岗位已经作分离，相关机构和人员存在相互制约关系。公司制定了收付款审批权限等系列程序，严格执行对款项收付的稽核及审查。公司财务总监负责对各项资金调配（借款）事项进行复核，公司总裁负责对各项资金调配（借款）事项进行审批。

药品质量管理方面，公司在药品质量控制方面加强与国际标准接轨，实施 GMP 管理制度。公司质量控制部在各车间均设有工艺组和检测组，从原材料的质量控制开始，负责产品的工艺质量、产成品质量检测和监督，以保证产品质量符合标准。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管理模式，内部管理体系较为完善，整体管理水平较高。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司以药品和保健品的生产和销售为主要业务，其中药品涵盖中成药、化学药、生物制品等；医药行业板块运营主体为下属控股子公司天士力。

2016—2018 年，公司业务规模逐年扩张，营业总收入分别为 158.05 亿元、178.57 亿元和 197.97 亿元，年均复合增长 11.92%；公司实现净利润分别为 13.14 亿元、11.54 亿元和 11.78 亿元，呈波动下降态势，年均复合下降 5.31%。2017 年净利润较上年下降 12.16%，主要系期间费用增长所致。

分业务板块来看，医药业务是公司主要收入来源，2016—2018 年，公司医药业务收入持续增长，分别为 143.18 亿元、166.27 亿元和 186.21 亿元，医药业务收入在主营业务收入中的占比逐年提高，分别为 90.95%、94.17%和 95.61%。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—2018 年，公司其他业务收入持续下降，分别为 14.25 亿元、10.28 亿元和 8.54 亿元，呈逐年下降趋势，主要系保健品及日化用品的直销业务收入下降所致，在主营业务收入中的占比分别为 9.05%、5.83%和 4.39%，公司其他业务收入规模小。

表 6 近年来公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 业务   | 2016 年 |        |       | 2017 年 |        |       | 2018 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 | 143.18 | 90.95  | 35.87 | 166.27 | 94.17  | 35.80 | 186.21 | 95.61  | 35.17 |
| 其他业务 | 14.25  | 9.05   | 54.09 | 10.28  | 5.83   | 32.69 | 8.54   | 4.39   | 46.02 |
| 合计   | 157.43 | 100.00 | 37.52 | 176.56 | 100.00 | 35.62 | 194.75 | 100.00 | 35.64 |

资料来源：公司年度报告



从毛利率水平看，2016—2018 年，公司医药行业毛利率小幅下降，分别为 35.87%、35.80% 和 35.17%；其他业务毛利率波动较大，分别为 54.09%、32.69% 和 46.02%，波动主要系直销业务板块毛利率变动所致。综上，2016—2018 年，公司主营业务毛利率波动下降，分别为 37.52%、35.62% 和 35.64%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业总收入 48.22 亿元，同比增长 10.82%；净利润 2.41 亿元，同比下降 17.52%，主要系营业成本上升所致。

总体看，近年来，公司主营业务突出，受益于医药行业板块收入增长，公司主营业务收入规模逐年增长，主营业务毛利率基本稳定。

## 2. 医药工业

公司医药工业板块主要包括中成药、化学药、生物制品三大类产品的生产与制造，以中成药为主。2016—2018 年，公司医药工业板块收入规模持续增长，分别为 66.34 亿元、74.21 亿元和 78.43 亿元；占营业收入的比重有所下降，分别为 42.01%、41.85% 和 40.01%。

公司主要中成药产品包括复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）、水林佳、芪参益气滴丸、荆花胃康胶丸、柴胡滴丸、穿心莲内酯滴丸、藿香正气滴丸、益气复脉冻干粉针等。其中，核心产品复方丹参滴丸系独家产品，主治冠状动脉粥样硬化性心脏病，2009 年入选国家基本药物目录；养血清脑颗粒（丸）主治血虚肝亢所致的头痛等疾病于 2012 年入选国家基本药物目录，水林佳、荆花胃康胶丸、柴胡滴丸、穿心莲内酯滴丸、芪参益气滴丸已进入医保目录。公司化学药以抗肿瘤及精神领域药品为主，产品包括蒂清、帝益洛、阿贝他、文飞等 12 个品种。公司生物制品代表性产品为重组人尿激酶原（普佑克）。

目前，公司基本形成了一线产品复方丹参滴丸市场地位稳固，二线产品养血清脑颗粒、水林佳等产品销售规模快速增长的发展格局。

### （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”等的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。

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。

包装材料采购方面，公司主要通过向子公司天津博科林药品包装技术有限公司采购药瓶和瓶盖，均参考市场价格按照协议价格定价。其他包装材料市场供应充足，主要通过市场采购的方式，由具备资质的长期合作供应商供货。

总体看，公司中药材采购通过建立种植基地对原材料质量和成本实现了较好把控，化学药的原材料主要通过经销商或者医药公司采购。

## （2）产品生产

公司拥有国内先进水平的现代中药生产车间、目前国内生产能力最强的全自动滴丸生产设备（100 滴/秒）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。

公司采用以销定产的模式，由生产部门根据销售部门提出的各产品年度销售预测以及月度发货情况制定生产计划，各生产车间负责具体产品的生产流程管理，质量保证部、质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、产成品质量进行检验监控。

产能方面，2016—2018 年，复方丹参滴丸和养血清脑颗粒的产能保持不变，分别为 14,400.00 万盒/年和 3,600.00 万盒/年。2017 年，水林佳的产能由 1,540.00 万盒/年增长至 2,000.00 万盒/年，主要系设备改造后生产效率提高所致。

产量方面，2016—2018 年，复方丹参滴丸产量波动增长，分别为 12,801.00 万盒、14,474.56 万盒和 14,383.35 万盒；养血清脑颗粒的产量波动下降，分别为 2,444.69 万盒、2,274.86 万盒和 2,345.83 万盒；水林佳的产量持续增长，分别为 948.01 万盒、1,233.74 万盒和 1,290.55 万盒。上述三种产品 2018 年的产能利用率分别为 99.88%、65.16%和 64.53%，养血清脑颗粒和水林佳产能利用率较低，主要系市场需求较低所致。

表 7 近年来公司主要产品生产情况（单位：万盒、%）

| 产品     | 项目    | 2016 年    | 2017 年    | 2018 年    |
|--------|-------|-----------|-----------|-----------|
| 复方丹参滴丸 | 产能    | 14,400.00 | 14,400.00 | 14,400.00 |
|        | 产量    | 12,801.01 | 14,474.56 | 14,383.35 |
|        | 产能利用率 | 88.90     | 100.52    | 99.88     |
|        | 库存量   | 1,054.09  | 791.65    | 1,444.35  |
| 养血清脑颗粒 | 产能    | 3,600.00  | 3,600.00  | 3,600.00  |
|        | 产量    | 2,444.69  | 2,274.86  | 2,345.83  |
|        | 产能利用率 | 67.91     | 63.19     | 65.16     |
|        | 库存量   | 249.50    | 163.52    | 348.20    |
| 水林佳    | 产能    | 1,540.00  | 2,000.00  | 2,000.00  |
|        | 产量    | 948.01    | 1,233.74  | 1,290.55  |
|        | 产能利用率 | 61.56     | 61.69     | 64.53     |
|        | 库存量   | 97.02     | 88.50     | 100.48    |

资料来源：公司提供

总体看，公司生产工艺和设备领先，产品质量控制水平较高，主导产品复方丹参滴丸产能释放较为充分，但养血清脑颗粒和水林佳的产能利用率有待提高。

## （3）产品销售

销售模式方面，公司产品仍主要通过天士营销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。公司的产品销售主要采用分销模式进行，即产品由经销商向各地医疗机构和零售药店进行配送和销售。

在经销商的选择方面，公司主要考量市场覆盖能力、信用状况，并结合市场情况进行综合分析，确定区域内一级经销商，再根据一级经销商的业务覆盖范围结合行政区划选择二级分销商。截至 2018 年底，公司拥有一级商业经销商 452 家，二级经销商 4,377 家，并将逐步签署新协议，将更多二级经销商转为一；形成了医院板块（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 板块及第三终端板块，实现了覆盖全国市场的营销网络：通过医院渠道，覆盖了 65% 的等级医院以及其他民营医院；通过药店渠道，覆盖了 78% 的社区医疗服务单位以及各大 OTC 终端市场；通过基层医疗机构渠道，覆盖了 88% 的社区中心、乡镇卫生院等用药单位。

在产品市场占有率方面，天士力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。

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。

近几年，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波动。2016—2018 年，公司复方丹参滴丸分别实现销量 13,649.28 万盒、14,744.41 万盒和 13,844.93 万盒；养血清脑颗粒分别实现销量 2,338.41 万盒、2,314.31 万盒和 2,174.44 万盒，水林佳分别实现销量 920.70 万盒、1,237.49 万盒和 1,280.09 万盒。公司主要产品产销率很高，均超过 95%，上述三种产品 2018 年产销率分别为 96.26%、92.69% 和 99.19%。

表 8 近年来公司主要产品销售情况（单位：万盒、%）

| 产品     | 项目  | 2016 年    | 2017 年    | 2018 年    |
|--------|-----|-----------|-----------|-----------|
| 复方丹参滴丸 | 销量  | 13,649.28 | 14,744.41 | 13,844.93 |
|        | 产销率 | 106.63    | 101.86    | 96.26     |
| 养血清脑颗粒 | 销量  | 2,338.41  | 2,314.31  | 2,174.44  |
|        | 产销率 | 95.65     | 101.73    | 92.69     |
| 水林佳    | 销量  | 920.70    | 1,237.49  | 1,280.09  |
|        | 产销率 | 97.12     | 100.30    | 99.19     |

资料来源：公司提供

总体看，公司营销网络较为完善，在招标限价、医保控费等行业政策影响下，部分产品的产销情况有所波动，但整体经营较为稳健。

### 3. 医药商业

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，公司医药商业板块主要经销其他公司药品。2016—2018 年，公司医药商业板块收入规模持续增长，分别为 76.84 亿元、92.06 亿元和 107.78 亿元；占营业收入的比重逐年上升，分别为 48.66%、51.92% 和 54.98%。

公司医药商业板块经营主体为天士营销及下属子公司，主要经营药品、医疗器械、保健品等产品的分销配送、零售连锁和慢病管理与药事增值服务。截至 2018 年底，天士营销资产总额 96.99 亿元，所有者权益 13.17 亿元，2018 年实现营业总收入 116.59 亿元，净利润 1.00 亿元。

#### （1）分销配送

分销配送业务是指公司向医药工业企业或上游分销商采购药品，然后批发给下游分销商或配送至医院、诊所、连锁药店等终端客户，公司通过购销差价获取利润。公司在天津、北京、湖南、广东、陕西、辽宁、山东、山西等八个省市布局医药商业流通子公司，截至 2018 年底，公司已建立了覆盖超过 3,000 余家医疗机构、1,100 余家下游医药商业公司、1,000 余家终端诊所、380 余家

连锁药店的渠道网络，主要经营的药品、医疗器械等产品的品规超过 34,000 种。

结算方式上，公司上游为药品及器械生产厂家或者经厂家授权的经销商，结算方式以赊销为主。公司下游为医疗机构和分销配送商业单位，医疗机构以三甲医院、专科特色医院为主，以社区医疗、乡镇医院、村卫生室等为辅，分销商为销售渠道健全、信誉度较高，具有一定实力的流通企业和零售连锁企业，能较好的保证回款和分销协议的完成，结算方面以赊销为主，并对不同客户设立了不同的信用额度及采购额度。

## （2）零售连锁

公司零售连锁业务主要以各类非处方药为主，常用处方药为辅，兼营中药饮片，同时销售医疗器械与保健品等产品。公司的零售连锁业务分为线上及线下两部分，其中线下业务主要采用直营方式。公司目前已在山东、辽宁、天津、广东等区域开办了济南平嘉大药房有限公司、辽宁天士力大药房连锁有限公司、天津天士力大药房连锁有限公司和广东天士力大药房连锁有限公司，截至 2018 年底，共经营 733 家零售连锁药店，其中直营药店 602 家、加盟药店 131 家。

公司线上零售业务由两部分构成，第一部分为公司通过自建的“天士力大健康网”与在天猫商城、京东商城、一号店注册的网店开展非处方药及保健品的销售业务，第二部分为公司通过线上与线下相结合的模式，在天津地区开展了糖尿病患者慢病门特业务，为糖尿病患者提供线上购药、直配到家的服务。

业务流程方面，公司对零售连锁业务采用集中化供应链体系，将零售业务的采购纳入统一的集成化采购目录中，并在配送环节利用信息化系统对库存分布、订单时间及订货量之间的关系进行计算、统一规划物流安排，从而提升了配送效率。

总体看，天士营销目前仍为区域性医药流通企业，整体经营规模较大，区域竞争力较强。

## 4. 经营效率

2016—2018 年，受应收账款快速增长影响，公司应收账款周转次数逐年下降，分别为 2.97 次、2.71 次和 2.36 次；受营业成本波动影响，公司存货周转次数波动下降，分别为 3.49 次、3.50 次和 3.41 次；总资产周转次数逐年下降，分别为 0.56 次、0.51 次和 0.50 次。

从上市子公司天士力与同行业部分上市企业的经营效率对比来看，其存货周转效率和总资产周转效率处于行业中上水平；受医药商业业务占款影响，应收账款周转效率处于行业中下水平，具体情况如下表所示。

表 9 同行业上市公司 2018 年经营效率（单位：次）

| 证券代码             | 企业名称       | 应收账款周转次数    | 存货周转次数      | 总资产周转次数     |
|------------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| 600085.SH        | 同仁堂        | 12.00       | 1.24        | 0.73        |
| 600129.SH        | 太极集团       | 7.75        | 2.42        | 0.91        |
| 000538.SH        | 云南白药       | 17.30       | 1.99        | 0.92        |
| 600976.SZ        | 健民集团       | 5.40        | 8.09        | 1.19        |
| <b>600535.SH</b> | <b>天士力</b> | <b>2.40</b> | <b>4.96</b> | <b>0.77</b> |

资料来源：Wind

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据

总体看，公司整体经营效率处于行业中等水平。

## 5. 在建项目

截至 2018 年底，公司主要在建项目由生物茶谷修建工程项目、仁康医院新院区、医药生物

反应器扩能、东北现代中药示范工厂项目、天地药业新厂区建设项目和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）等项目构成。公司重大在建项目总计划投资额为 44.78 亿元，已完成投资 25.79 亿元，仍需投资 19.00 亿元（其中 2019 年 6.17 亿元，2020 年 1.55 亿元，2021 年 0.53 亿元，2022 年及以后 10.74 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，后续待投入资金支出压力不大。未来，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 10 截至 2018 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 2018 年底已投资额    | 未来投资计划           |                  |                 |
|-----------------------------------------|-------------------|-------------------|------------------|------------------|-----------------|
|                                         |                   |                   | 2019 年           | 2020 年           | 2021 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         | 17,844.34         | 527.02           | 500.00           | -               |
| 医药生物反应器扩能和 GMP 改造项目                     | 34,007.59         | 31,995.79         | 326.31           | -                | -               |
| 复方丹参滴丸、芪参益气温经丸新型滴丸剂生产线建设项目              | 15,571.86         | 13,145.67         | 2,374.58         | 2,092.21         | -               |
| 帝益无菌药品车间项目                              | 7,350.00          | 8,479.35          | 1,012.72         | 527.00           | -               |
| 天地药业新厂区建设项目                             | 22,907.61         | 8,043.71          | 13,502.40        | 2,890.66         | -               |
| 东北现代中药示范工厂项目                            | 32,000.00         | 27,055.28         | 5,968.96         | 892.38           | -               |
| 天士力现代中药产业园建设项目                          | 10,000.00         | 7,374.41          | 3,197.59         | 500.00           | -               |
| 辽宁保健品厂房建设项目                             | 5,300.00          | 6,851.00          | -                | -                | -               |
| 生物茶谷修建工程项目                              | 236,536.00        | 119,101.00        | 981.00           | 1,658.00         | -               |
| 文山三七数字本草检验中心有限公司基建项目                    | 5,388.00          | 3,371.00          | 1,399.00         | -                | -               |
| 仁康医院新院区                                 | 42,000.00         | 11,433.00         | 25,567.00        | 2,000.00         | 3,000.00        |
| 幼儿健康研究教育中心综合服务楼项目                       | 9,242.00          | 1,803.33          | 5,545.20         | 1,893.47         | -               |
| 樟树中药材初加工厂房项目                            | 7,530.30          | 1,358.05          | 1,340.25         | 2,516.00         | 2,316.00        |
| <b>合计</b>                               | <b>447,833.36</b> | <b>257,855.93</b> | <b>61,742.03</b> | <b>15,469.72</b> | <b>5,316.00</b> |

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，公司整体生产能力将进一步提高，市场竞争能力将进一步增强。

## 6. 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

2018 年，国家医保局成立后，医保控费、“4+7”药品带量采购等医改政策的推行使得医药企业面临多重挑战，政府进一步从政策、体制上解决药价虚高的问题，产品降价将直接影响到医药生产企业的经济效益。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，使公司的利润留存空间有所压缩。

### （2）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。

### （3）原材料价格波动风险

近年来，中药材价格出现较大幅度的波动，总体呈上涨趋势。药材价格上涨影响因素复杂且



具有不可预测性，主要包括：绿色回归理念加上中药本身具有的预防、保健功效使得中药需求大增；乱采滥挖对野生中药材资源的破坏、国家对珍稀野生药材实行禁采和限采；中药材实际种植面积下降、资金炒作等。

#### （4）管理风险

公司业务范围近年来持续扩大，投资并购速度加快，子公司数量增多，且地域分布较广，涉及的业务类型多样；不同公司的管理水平、企业文化各不相同，从而带来对于子公司远程管理的风险。

### 7. 未来发展

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。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年度合并财务报表均由天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见；公司提供的 2019 年 1—3 月财务数据未经审计。公司自 2017 年 5 月 28 日起执行财政部制定的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，自 2017 年 6 月 12 日起执行经修订的《企业会计准则第 16 号——政府补助》，两项会计政策变更采用未来适用法处理。公司编制 2017 年度报表执行《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2017〕30 号）。2018 年，财政部发布《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），公司财务报表中若干比较报表数据已经过重新编排以符合报告格式要求。

从合并范围变化来看，2016 年，公司合并范围子公司减少 2 家，分别为天津天士力广告有限公司和天津天士力进出口贸易有限公司。2017 年，公司合并范围子公司增加 3 家，分别为汉广中药科技（天津）有限公司、天津天微智能科技有限公司及北京宝德润生医药科技发展有限公司；减少 1 家，为北京博思威盾咨询有限公司。2018 年，公司合并报表范围增加了 1 家，为袋鼠保险经纪有限公司；减少了 1 家，为天津天微智能科技有限公司；纳入合并范围一级子公司共计 37 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较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 409.46 亿元，负债合计 283.62 亿元，所有者权益（含少数股东权益）125.84 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 54.50 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 197.97 亿元，净利润（含少数股东损益）11.78 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.92 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.02 亿元，现金及现金等价物净增加额为 12.57 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 408.00 亿元，负债合计 280.84 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 127.17 亿元，归属于母公司的所有者权益 54.49 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业总收入 48.22 亿元，净利润（含少数股东损益）2.41 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.37 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.10 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.17 亿元。

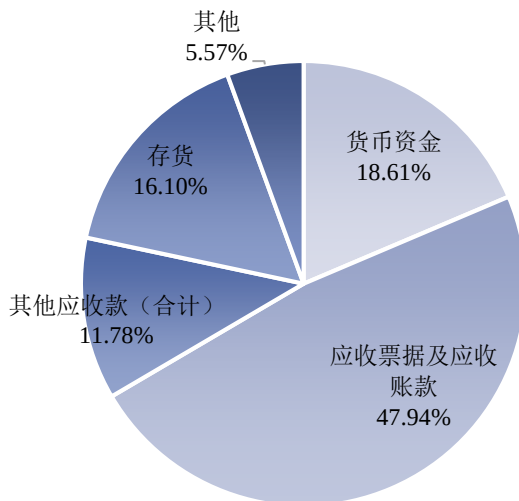
## 2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模呈逐年增长态势，年均复合增长 15.43%，主要系流动资产增长所致。截至 2018 年底，公司资产合计 409.46 亿元，较上年底增长 7.26%，其中流动资产占 60.55%，非流动资产占 39.45%，资产结构以流动资产为主。

### 流动资产

2016—2018 年，公司流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长 17.56%，主要系货币资金、应收账款及应收票据和存货增长所致。截至 2018 年底，公司流动资产合计 247.92 亿元，较上年底增长 10.68%；公司流动资产主要由货币资金（占 18.61%）、应收票据及应收账款（占 47.94%）、其他应收款（合计）（占 11.78%）和存货（占 16.10%）构成。具体情况如下图所示。

图 5 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司货币资金呈逐年增长态势，年均复合增长 40.49%。截至 2017 年底，公司货币资金 27.64 亿元，较上年底增长 18.24%，主要系业务规模扩大及通过银行借款等增加流动资金所致。截至 2018 年底，公司货币资金 46.13 亿元，较上年底增长 66.93%，主要系收回投资收到的现金增加及收回其他应收款所致。公司货币资金主要由银行存款（34.49 亿元）和其他货币资金（11.62 亿元）构成；使用受限资金 11.46 亿元，占 20.61%，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，受限比例较高。

2016—2018 年，公司应收票据及应收账款呈逐年增长态势，年均复合增长 24.51%。截至 2017 年底，公司应收票据账面价值为 33.27 亿元，较上年底增长 50.33%，主要系公司销售结算中扩大票据结算规模，以及为节省财务费用而减少票据贴现所致；应收账款为 72.75 亿元，较上年底增长 33.38%，主要系随着“两票制”的推行及公司医药商业销售规模扩大，主要客户由下游经销商逐步转为医院，医院议价能力较强，对公司付款周期相对较长所致。截至 2018 年底，公司应收票据账面价值 30.13 亿元，较上年底下降 9.42%，主要系到期托收所致，其中银行承兑汇票占 98.14%，其余为商业承兑汇票，累计计提坏账准备 56.68 万元；公司应收账款账面价值 88.72 亿元，较上年底增长 21.96%，主要系受两票制影响回款周期变长所致。截至 2018 年底，公司按账龄法计提坏账准备的应收账款余额合计 91.40 亿元，其中账龄在一年以内的占账面余额的 96.22%，账龄较短；累计计提坏账准备 2.68 亿元，计提比例 2.93%；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 0.35 亿元，合计计提比例 100.00%；按照欠款方归集的期末余额前五名的应收账款占比 17.19%，集中度较低。

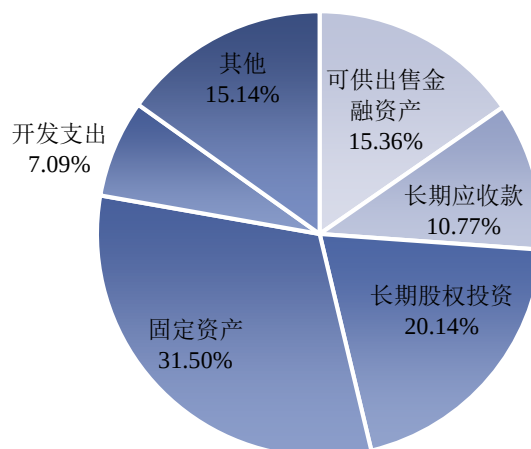
2016—2018 年，公司其他应收款（合计）呈波动下降态势，年均复合下降 7.96%，主要系关联方拆借变动所致。截至 2018 年底，公司其他应收款 26.28 亿元，较上年底下降 23.49%，主要系国台酒业集团有限公司和天士力大健康归还资金拆借款所致。

2016—2018 年，公司存货呈逐年增长态势，年均复合增长 13.39%，主要系医药工业板块产销规模扩大所致。截至 2018 年底，公司存货账面价值为 39.92 亿元，较上年底增长 18.06%。以账面余额计，截至 2018 年底，公司存货主要由原材料（占 27.5%）、库存商品（占 54.30%）和开发产品（占 10.04%）构成。截至 2018 年底，公司分别对原材料、在产品和库存商品计提跌价准备 146.04 万元、143.38 万元和 153.85 万元，综合计提比例为 0.11%，计提比例很低。

#### 非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长 12.36%，主要系长期应收款、开发支出和可供出售金融资产增加所致。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 161.54 亿元，较上年底增长 2.41%；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 15.36%）、长期应收款（占 10.77%）、长期股权投资（占 20.14%）、固定资产（占 31.50%）和开发支出（占 7.09%）构成，具体情况如下图所示。

图 6 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司将其持有的对被投资方不产生重大影响的股权投资作为可供出售金融资产进行核算。2016—2018 年，公司可供出售金融资产呈逐年增长态势，年均复合增长 18.12%。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产账面价值为 24.81 亿元，较上年底增长 16.27%，均主要系公司在医药及医疗板块项目增加投资所致；公司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权益工具账面价值的 61.12%和 38.88%。

2016—2018 年，公司长期应收款波动增长，年均复合增长 167.02%。截至 2017 年底，公司长期应收款账面价值为 19.14 亿元，较上年底大幅增长 684.46%，主要系公司融资租赁业务快速增长所致。截至 2018 年底，公司长期应收款账面价值为 17.39 亿元，较上年底下降 9.11%，主要系融资租赁业务逐步收回租赁款所致；公司长期应收款主要由融资租赁款（占 92.02%）和一年以上委托贷款（占 7.98%）组成，合计计提减值准备 0.18 亿元，计提比例很低。

2016—2018 年，公司长期股权投资呈波动下降态势，年均复合下降 2.02%。公司长期股权投资采用权益法核算，全部为对联营企业、合营企业的投资。截至 2017 年底，公司长期股权投资账面价值为 38.08 亿元，较上年底增长 12.36%，主要系调整对联营及合营企业损益所致。截至 2018 年底，公司长期股权投资账面价值 32.53 亿元，较上年底下降 14.56%，主要系公司减持其持有的合联营企业股权所致。2018 年，公司所投资联营企业 CARDIODX,INC.主要产品未能进入医保，导致其销售额大幅下降，公司预期无法收回投资，对该项投资全额计提了减值准备 1.25 亿元。

2016—2018 年，公司固定资产呈逐年增长态势，年均复合增长 2.35%，主要系在建工程项目完工转入所致。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 50.89 亿元，较上年底增长 1.72%；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 67.35%）和机器设备（占 28.16%）构成，符合公司制造业行业特性；累计计提折旧 26.52 亿元，固定资产成新率 68.52%，成新率一般。

2016—2018 年，公司开发支出逐年增长，年均复合增长 68.28%。截至 2018 年底，公司开发支出 11.45 亿元，较上年底增长 111.13%，主要系不断增加新药投入所致。截至 2018 年底，公司开发支出包括复方丹参滴丸 FDA 认证、替莫唑胺植入片、乙型肝炎病毒聚合酶突变体等多项药品技术。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 60.15 亿元，其中货币资金 11.46 亿元，应收票据 3.44 亿



元，应收账款 29.97 亿元，固定资产 6.14 亿元，无形资产 0.83 亿元，长期应收款 8.32 亿元；受限原因主要是为银行融资及开立承兑票据提供的质押担保；合计占总资产比例为 14.69%，受限比例一般。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 408.00 亿元，与 2018 年底基本持平，其中流动资产占 60.49%，非流动资产占 39.51%，资产结构较上年底变化不大。公司流动资产主要由货币资金（占比 16.76%）、应收票据及应收账款（占比 51.16%）和存货（占比 15.96%）构成；非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 14.75%）、长期应收款（占比 10.85%）、长期股权投资（占比 20.28%）、固定资产（占比 31.41%）和开发支出（占 7.29%）构成。

总体看，近年来，公司资产规模持续增长，资产结构以流动资产为主；货币资金较充裕，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。

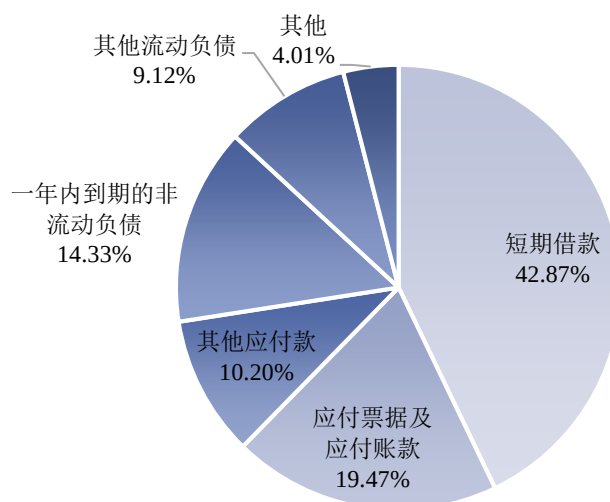
### 3. 负债及所有者权益

2016—2018 年，公司负债规模呈逐年增长态势，年均复合增长 19.37%，主要系流动负债增加所致。截至 2018 年底，公司负债合计 283.62 亿元，较上年底增长 5.92%，其中流动负债 164.26 亿元（占 57.92%），非流动负债 119.36 亿元（占 42.08%），负债结构以流动负债为主。

#### 流动负债

2016—2018 年，公司流动负债呈波动增长态势，年均复合增长 9.43%，主要系短期借款、应付账款和其他流动负债增加所致。截至 2018 年底，公司流动负债合计 164.26 亿元，较上年底下降 14.53%；流动负债主要由短期借款（占 42.87%）、应付票据及应付账款（占 19.47%）、其他应付款（合计）（占 10.20%）、一年内到期的非流动负债（占 14.33%）和其他流动负债（占 9.12%）构成。

图 7 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司短期借款呈波动增长态势，年均复合增长 23.48%。截至 2017 年底，公司短期借款为 86.47 亿元，较上年底大幅增长 87.22%，主要系公司在应收票据、应收账款和存货等方面流动资金占用增加，以及天士力以短期借款替换到期的超短融、公司债及票据贴现所致；

截至 2018 年底，公司短期借款 70.42 亿元，较上年底下降 18.56%，主要系调整负债结构，以长期借款置换短期借款所致。截至 2018 年底，公司短期借款主要由信用借款（占 42.30%）、保证借款（占 37.58%）和质押借款（占 17.00%）构成。

2016—2018 年，公司应付票据及应付账款基本稳定，年均复合增长 0.38%。截至 2018 年底，公司应付票据 8.42 亿元，较上年底增长 10.74%；应付账款 23.55 亿元，较上年底基本持平。

2016—2018 年，公司其他应付款（合计）（债务部分已纳入债务计算）呈波动增长态势，年均复合增长 9.03%，以其他应付款为主。截至 2017 年底，公司其他应付款 15.98 亿元，较上年底增长 24.62%，主要系押金保证金及备用金增加所致。截至 2018 年底，公司其他应付款 13.90 亿元，较上年底下降 13.01%。

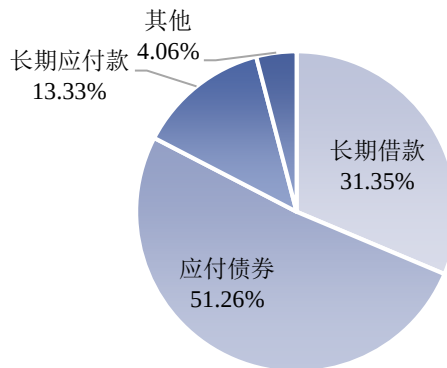
2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 66.20%，主要系部分长期借款即将到期转入所致。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 23.54 亿元，较上年底增长 82.20%，主要为一年内到期的长期借款。

2016—2018 年，公司其他流动负债（债务部分已纳入债务计算）呈波动下降态势，年均复合下降 26.80%，主要系公司发行及兑付超短融所致。截至 2018 年底，公司其他流动负债为 14.98 亿元，较上年底下降 57.38%，主要系公司 2017 年发行的超短期融资券和美元债券于 2018 年到期兑付所导致。

#### 非流动负债

2016—2018 年，公司非流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 38.90%，主要系长期借款和应付债券增加所致。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 119.36 亿元，较上年底大幅增长 57.89%；非流动负债主要由长期借款（占 31.35%）、应付债券（占 51.26%）和长期应付款（占 13.33%）构成。

图 8 截至 2018 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司长期借款呈持续增长态势，年均复合增长 88.14%。截至 2018 年底，公司长期借款 37.41 亿元，较上年底增长 42.71%，主要系公司主动调整负债结构，使用长期借款置换短期负债所导致。长期借款中，2020 年内到期的占 50.69%，2021 年内到期的占 38.75%，其余为 2022 年及以后到期，公司未来两年集中偿付压力较大。

2016—2018 年，公司应付债券呈波动增长态势，年均复合增长 44.39%。截至 2017 年底，公司应付债券为 25.83 亿元，较上年底减少 11.99%，主要系天士力偿还到期的 2013 年度第一期公司债券所致。截至 2018 年底，公司应付债券 61.18 亿元，较上年底增长 136.89%，主要系公司 2018

年发行中期票据及子公司天士力发行资产支持票据所致。

表 11 截至 2018 年底公司应付债券明细（单位：万元）

| 项目                  | 面值                | 发行日期       | 期限  | 2018 年底余额         |
|---------------------|-------------------|------------|-----|-------------------|
| 17 天士力 PPN001       | 50,000.00         | 2017.09.07 | 3 年 | 49,914.99         |
| 18 天士力 MTN001       | 50,000.00         | 2018.01.10 | 3 年 | 49,696.54         |
| 18 天士力 MTN002       | 100,000.00        | 2018.03.07 | 3 年 | 99,349.65         |
| 18 天士力 MTN003       | 50,000.00         | 2018.04.18 | 3 年 | 49,658.54         |
| 18 天士力 PPN001       | 25,000.00         | 2018.11.29 | 3 年 | 24,781.92         |
| 18 天士力医 MTN001      | 100,000.00        | 2018.05.02 | 3 年 | 99,303.16         |
| 18 天士力医 MTN002      | 20,000.00         | 2018.12.11 | 2 年 | 19,883.29         |
| 2018 年第一期应收账款资产支持票据 | 92,800.00         | 2018.01.17 | 3 年 | 92,314.58         |
| 2018 年第一期应收账款资产支持证券 | 128,000.00        | 2018.12.21 | 3 年 | 126,900.50        |
| <b>合计</b>           | <b>615,800.00</b> | -          | -   | <b>611,803.17</b> |

数据来源：公司年报

2016—2018 年，公司长期应付款（债务部分已纳入债务计算）呈波动增长态势，年均复合增长 2.39%。截至 2017 年底，公司长期应付款为 17.84 亿元，较上年底增长 17.52%，主要系公司通过融资租赁业务方式取得融资所致。截至 2018 年底，公司长期应付款 15.91 亿元，较上年底下降 10.80%。

从债务结构看，2016—2018 年，公司全部债务呈逐年增长态势，年均复合增长 31.28%，主要系增加长期借款和发行短期融资券所致。截至 2018 年底，公司全部债务合计 236.58 亿元，较上年底增长 9.45%，资金主要用于流动资金周转、发放融资租赁款、股权性投资以及关联方占用等方面；其中短期债务占 51.63%，长期债务占 48.37%。2016—2018 年，公司资产负债率分别为 64.77%、70.14%和 69.27%，呈波动上升态势；全部债务资本化比率分别为 55.90%、65.48%和 65.28%，呈波动上升态势；长期债务资本化比率分别为 26.93%、37.94%和 47.63%，呈持续上升态势。公司整体债务负担重，且短期债务偿付压力较大。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 280.84 亿元，与上年底基本持平；其中，流动负债和非流动负债占比分别为 58.74%和 42.16%，负债结构变化不大。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务总额 221.46 亿元，较上年底下降 6.39%，其中短期债务占比 50.08%，长期债务占比 49.92%；公司资产负债率为 68.83%，全部债务资本化比率为 63.52%，长期债务资本化比率分别为 63.52%，均较上年底变化不大。

总体看，近年来，公司负债规模持续增长，以流动负债为主；整体债务负担重，且短期偿债压力较大。

### 所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益呈逐年增长态势，年均复合增长 7.80%。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 125.84 亿元，较上年底增长 10.41%，主要系少数股东权益增加所致。从权益结构来看，截至 2018 年底，归属于母公司所有者权益占所有者权益的 43.31%，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 6.30%、41.75%、10.86%和 38.84%。截至 2018 年底，公司实收资本 3.44 亿元，较上年底持平；资本公积 22.75 亿元，较上年底增长 19.43%。从所有者权益结构稳定性来看，少数股东权益和未分配利润规模较大，公司所有者权益结构稳定性有待提高。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 127.17 亿元，较上年底增长 1.05%，其中归属于母

公司所有者权益为 54.49 亿元，少数股东权益 72.67 亿元。截至 2019 年 3 月底，归属于母公司所有者权益中，股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润占比分别为 6.31%、40.54%、11.56% 和 39.53%。公司权益结构较上年底变化较小。

总体看，近年来，公司所有者权益逐年增长；权益结构中少数股东权益所占比重较高，归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性有待提高。

#### 4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营销网络逐步拓宽、药品销售持续增长，分别实现营业总收入 158.05 亿元、178.57 亿元和 197.97 亿元，年均复合增长 11.92%。受营业成本增速较高的影响，2016—2018 年，公司营业利润逐年小幅下降，分别为 17.21 亿元、17.17 亿元和 17.02 亿元；净利润波动下降，分别为 13.13 亿元、11.54 亿元和 11.78 亿元。

从期间费用来看，2016—2018 年，公司费用呈逐年增长态势，期间费用总额年均复合增长 10.31%。具体看，2016—2018 年，公司销售费用波动增长，分别为 28.02 亿元、29.16 亿元和 30.89 亿元，年均复合增长 4.98%，主要系公司应对行业政策变化，医药工业和医药商业板块加大营销投入所致。2016—2018 年，公司管理费用波动下降，分别为 15.78 亿元、17.43 亿元和 13.57 亿元，年均复合下降 7.26%。2017 年管理费用同比增长 10.50%，主要系公司加大新产品、新技术的研发投入研发费用以及管理人员薪酬提高所致。2018 年管理费用同比下降 22.17%，主要系研发费用单独列示所致。如将研发费用列入管理费用考虑，2018 年管理费用较 2017 年增长 13.24%。2016—2018 年，公司财务费用分别为 6.48 亿元、7.83 亿元和 10.56 亿元，年均复合增长 27.63%，主要系债务规模不断扩大所致。2016—2018 年，公司费用收入比分别为 31.82%、30.48%和 30.91%，期间费用对公司利润侵蚀严重，费用控制能力有待提高。

2016—2018 年，公司资产减值损失分别为 0.90 亿元、1.27 亿元和 3.53 亿元，年均复合增长 98.30%，主要系随应收账款规模增加相应计提坏账准备增长所致。2016—2018 年，公司所取得的投资收益分别为 11.24 亿元、9.84 亿元和 10.70 亿元，主要为处置可供出售金融资产形成的收益。2017—2018 年，公司分别取得其他收益 1.13 亿元和 1.73 亿元，主要系政府补助。从营业利润的构成看，2016—2018 年，投资收益占公司营业利润的比例分别为 65.32%、57.33%和 62.85%，公司营业利润对投资收益存在较大依赖。

2016—2018 年，公司分别实现利润总额 18.06 亿元、16.98 亿元和 16.77 亿元，呈逐年下降趋势；利润总额的构成中，营业外收入分别为 0.97 亿元、0.04 亿元和 0.22 亿元，营业外收入对利润总额的影响较小。

从盈利指标来看，2016—2018 年，公司营业利润率分别为 36.12%、34.40%和 34.68%，总资产收益率分别为 8.72%、6.92%和 6.83%，总资产报酬率分别为 8.78%、7.36%和 7.24%，净资产收益率分别为 13.29%、10.38%和 9.82%，整体均呈下降态势，主要系公司医药工业板块原料价格上升，而产品价格受到医保控费政策的限制，以及公司对新产品的研发、市场开拓投入较大等因素所致。

从公司旗下上市子公司天士力与同行业部分上市企业的盈利能力对比来看，2018 年天士力总资产报酬率、净资产收益率和销售毛利率均处于行业中上水平。具体情况如下表所示。

表 12 同行业上市公司 2018 年盈利能力情况（单位：%）

| 证券代码      | 企业名称 | 总资产报酬率 | 净资产收益率 | 销售毛利率 |
|-----------|------|--------|--------|-------|
| 600085.SH | 同仁堂  | 10.80  | 12.25  | 46.75 |



|                  |            |             |              |              |
|------------------|------------|-------------|--------------|--------------|
| 600129.SH        | 太极集团       | 2.66        | 2.13         | 40.25        |
| 000538.SH        | 云南白药       | 13.03       | 16.71        | 30.55        |
| 600976.SZ        | 健民集团       | 5.13        | 7.13         | 34.85        |
| <b>600535.SH</b> | <b>天士力</b> | <b>9.61</b> | <b>14.67</b> | <b>36.20</b> |

资料来源：Wind

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据。

2019 年 1—3 月，公司实现营业总收入 48.22 亿元，同比增长 10.82%；净利润 2.41 亿元，同比下降 17.52%，主要系营业成本上升所致。

总体看，近年来，公司收入规模持续增长，但其主营业务获利能力有所下降，同时期间费用对利润侵蚀严重，投资收益对利润贡献较大。整体盈利能力处于行业中上水平。

## 5. 现金流

从经营活动来看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为 177.77 亿元、183.13 亿元和 225.67 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 12.67%；以销售商品、提供劳务收到的现金为主，分别为 172.76 亿元、175.47 亿元和 216.52 亿元，年均复合增长 11.95%，高于营业收入的增幅（11.42%）。2016—2018 年，公司经营活动现金流出量分别为 176.07 亿、和 219.64 亿元和 219.66 亿元，呈逐年增长态势，年均复合增长 11.69%，主要系公司医药工业板块采购量随经营规模的扩大而扩大、融资租赁业务放款规模快速上升，以及经营规模扩大所带来的税费、职工薪酬支出增加所致。受上述因素影响，2016—2018 年，公司经营活动现金流净额分别为 1.70 亿元、-36.50 亿元和 6.02 亿元，2017 年经营活动现金呈大额净流出状态，主要系医药板块经营规模扩大、采购支出增加，而公司减少票据贴现、销售货款回收期延长，以及融资租赁业务处于起步期，借出资金远大于收回租金所致。2016—2018 年，公司现金收入比率分别为 109.40%、98.95%和 110.46%，公司收入实现质量波动性较大。

从投资活动看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入分别为 23.78 亿元、54.64 亿元和 42.41 亿元，年均复合增长 33.54%。2017 年投资活动现金流入量较上年增长 129.73%，主要系收回委托贷款、理财产品和处置股权所致。2016—2018 年，公司投资活动现金流出分别为 46.14 亿元、66.52 亿元和 31.54 亿元，年均复合下降 17.32%。2017 年投资活动现金流出量较上年增长 44.18%，主要系购买理财产品增加所致。受上述因素影响，2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-22.36 亿元、-11.88 亿元和 10.88 亿元。

从筹资活动看，2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流入分别为 160.29 亿元、171.15 亿元和 230.20 亿元，年均复合增长 19.84%，主要为银行借款和发行债券收到的现金。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出分别为 132.69 亿元、118.42 亿元和 234.45 亿元，主要用于偿还债务本息。受上述因素影响，2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 27.59 亿元、52.73 亿元和-4.25 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 3.10 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-4.48 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-2.64 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金流波动较大，收入实现质量尚可，投资活动现金流量净额由净流出转为净流入，对外部融资需求存在较大依赖。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率波动下降，分别为 1.31 倍、1.17 倍和

1.51 倍；速动比率波动上升，分别为 1.08 倍、0.99 倍和 1.27 倍；现金短期债务比波动上升，分别为 0.47 倍、0.42 倍和 0.62 倍。公司流动资产对流动负债的保护程度尚可，现金类资产对短期债务的保障能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 29.25 亿元、30.38 亿元和 34.04 亿元，呈逐年增长态势，主要系公司医药板块经营规模扩大及投资板块实现收益所致。公司 2018 年 EBITDA 主要由利润总额、计入财务费用的利息支出、折旧和摊销构成，分别占 49.25%、34.85%、12.58%和 2.00%，以利润总额和计入财务费用的利息支出为主。2016—2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.21 倍、0.14 倍和 0.14 倍，EBITDA 利息倍数分别为 4.27 倍、3.61 倍和 2.86 倍，公司正常经营所获利润对债务本金和利息的保障程度一般。

截至 2019 年 3 月底，公司获得授信额度合计 456.57 亿元，其中未使用额度 195.92 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。公司下属子公司天士力为上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2019 年 3 月 31 日，公司对外担保金额为 182,474.40 万元，占总资产的 4.47%，占净资产的 14.35%，占比较大。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 3 月底，公司无作为被告人（被申请人）的重大<sup>2</sup>诉讼、仲裁事项。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（机构信用代码：G10120113009600708），截至 2019 年 6 月 11 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，近年来，受债务规模扩大的影响，公司偿债能力指标表现一般，但考虑到公司行业地位突出、品牌知名度较高、现金类资产规模较大以及融资渠道畅通等因素，其整体偿债能力仍属很强。

## 八、本次及本期公司债券偿债能力分析

### 1. 本次及本期公司债券对公司现有债务的影响

截至 2019 年 3 月底，公司债务总额为 221.46 亿元，本次拟发行债券规模为 45.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度对公司整体债务有一定影响。

以 2019 年 3 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 45.00 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 71.93%、67.69%和 55.02%，分别较发行前上升了 3.10 个百分点、4.17 个百分点和 8.52 个百分点，债务负担进一步加重。考虑到本次债券部分募集资金用于债务置换，实际债务负担将低于上述测算值。

截至 2019 年 3 月底，公司债务总额为 221.46 亿元，本期拟发行债券规模为 10.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度对公司整体债务影响不大。

以 2019 年 3 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 10.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 69.58%、64.54%和 48.66%，分别较发行前上升了 0.75 个百分点、1.02 个百分点和 2.16 个百分点，债务负担进一步加重，但仍处于可控范围。考虑到本期债券部分募集资金用于债务置换，实际债务负担将低于上述测算值。

<sup>2</sup> 单笔金额超过人民币 500.00 万元。

## 2. 本次及本期公司债券偿还能力分析

以 2018 年度相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 225.67 亿元，是本次债券发行额度（45.00 亿元）的 5.02 倍，经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较高；公司 2018 年 EBITDA 为 34.04 亿元，为本次债券发行额度（45.00 亿元）的 0.76 倍，公司 EBITDA 对本次债券的保护程度较高。

以 2018 年度相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 225.67 亿元，是本期债券发行额度（10.00 亿元）的 22.57 倍，经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度高；公司 2018 年 EBITDA 为 34.04 亿元，为本期债券发行额度（10.00 亿元）的 3.40 倍，公司 EBITDA 对本期债券的保护程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司的行业地位、经营规模、品牌知名度等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

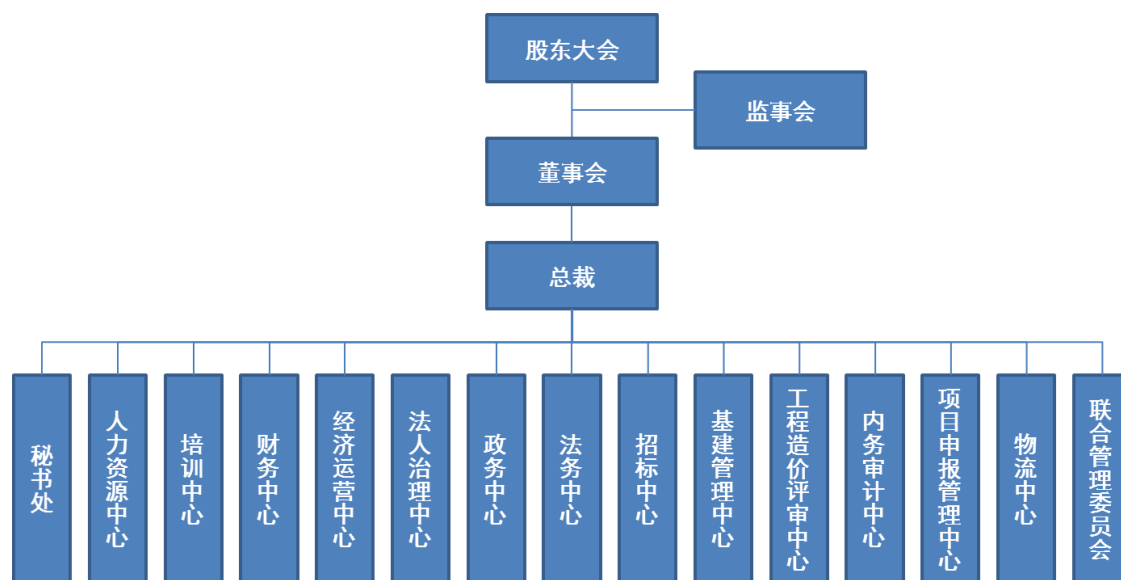
## 九、综合评价

公司作为国内实践中药现代化的领军企业，核心产品的品牌知名度高，营销网络健全，主要产品产销率良好；所有者权益及收入规模不断增长。同时，联合评级也关注到受招标限价及医保控费等政策影响，公司盈利空间有所压缩，公司应收账款规模较大且增长较快，期间费用对利润侵蚀严重，债务规模增长很快且整体债务负担重等因素可能对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着医保产品的逐步放量，医药商业业务的逐渐整合，公司收入及利润规模有望得到进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

## 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               | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|------------------|--------|--------|--------|------------|
| 资产总额（亿元）         | 307.32 | 381.75 | 409.46 | 408.00     |
| 所有者权益（亿元）        | 108.28 | 113.98 | 125.84 | 127.17     |
| 短期债务（亿元）         | 97.36  | 146.46 | 122.15 | 110.92     |
| 长期债务（亿元）         | 39.92  | 69.69  | 114.43 | 110.55     |
| 全部债务（亿元）         | 137.27 | 216.16 | 236.58 | 221.46     |
| 营业收入（亿元）         | 158.05 | 178.57 | 197.97 | 48.22      |
| 净利润（亿元）          | 13.14  | 11.54  | 11.78  | 2.41       |
| EBITDA（亿元）       | 29.25  | 30.38  | 34.04  | -          |
| 经营性净现金流（亿元）      | 1.70   | -36.50 | 6.02   | 3.10       |
| 应收账款周转次数（次）      | 2.97   | 2.71   | 2.36   | -          |
| 存货周转次数（次）        | 3.49   | 3.50   | 3.41   | -          |
| 总资产周转次数（次）       | 0.56   | 0.51   | 0.50   | 0.12       |
| 现金收入比率（%）        | 109.40 | 98.95  | 110.46 | 106.33     |
| 总资本收益率（%）        | 8.72   | 6.92   | 6.83   | -          |
| 总资产报酬率（%）        | 8.78   | 7.36   | 7.24   | -          |
| 净资产收益率（%）        | 13.29  | 10.38  | 9.82   | 1.90       |
| 营业利润率（%）         | 36.12  | 34.40  | 34.68  | 32.28      |
| 费用收入比（%）         | 31.82  | 30.48  | 30.91  | 27.67      |
| 资产负债率（%）         | 64.77  | 70.14  | 69.27  | 68.83      |
| 全部债务资本化比率（%）     | 55.90  | 65.48  | 65.28  | 63.52      |
| 长期债务资本化比率（%）     | 26.93  | 37.94  | 47.63  | 46.50      |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 4.27   | 3.61   | 2.86   | -          |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.21   | 0.14   | 0.14   | -          |
| 流动比率（倍）          | 1.31   | 1.17   | 1.51   | 1.50       |
| 速动比率（倍）          | 1.08   | 0.99   | 1.27   | 1.26       |
| 现金短期债务比（倍）       | 0.47   | 0.42   | 0.62   | 0.37       |
| 经营现金流动负债比率（%）    | 1.24   | -18.99 | 3.66   | 1.88       |
| EBITDA/本次发债额度（倍） | 0.65   | 0.68   | 0.76   | -          |
| EBITDA/本期发债额度（倍） | 2.92   | 3.04   | 3.40   | -          |

注：1. 本报告财务数据部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 2019 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 数据单位除特别说明外均为人民币；4. 公司长期应付款、其他应付款和其他流动负债的债务部分已计入债务计算

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

| 指标名称              | 计算公式                                                                                   |
|-------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>       |                                                                                        |
| 年均增长率             | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%<br>(2) n 年数据: 增长率=[ (本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100% |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                                                        |
| 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%                                                               |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                        |
| 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%                                                           |
| <b>财务构成指标</b>     |                                                                                        |
| 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%                                                                        |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |                                                                                        |
| 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                                                                       |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |                                                                                        |
| 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)                                                       |
| <b>本次债券偿债能力</b>   |                                                                                        |
| EBITDA 偿债倍数       | EBITDA/本次债券发行额度                                                                        |
| 经营活动现金流入量偿债倍数     | 经营活动产生的现金流入量/本次债券发行额度                                                                  |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数    | 经营活动现金流量净额/本次债券发行额度                                                                    |

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。

## 联合信用评级有限公司关于 天士力控股集团有限公司 2019年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年天士力控股集团有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

天士力控股集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。天士力控股集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注天士力控股集团有限公司的相关状况，如发现天士力控股集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如天士力控股集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至天士力控股集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送天士力控股集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇一九年七月二十六日