跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1033 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持天士力制药集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定；并维持“15 天士力药 CP001”的信用等级为 A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

天士力制药集团股份有限公司短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

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

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 天士力药 CP001	5 亿元	2015/8/17-2016/8/16	A-1	A-1

跟踪评级时间：2016 年 6 月 24 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	16.59	21.24	23.14	22.27
资产总额(亿元)	102.12	129.21	154.13	153.69
所有者权益(亿元)	41.43	50.68	77.07	79.92
短期债务(亿元)	27.63	48.12	44.97	40.81
全部债务(亿元)	36.34	56.27	52.97	48.81
营业总收入(亿元)	111.08	125.78	132.28	31.45
利润总额(亿元)	14.18	17.33	17.95	3.39
EBITDA(亿元)	17.87	22.98	23.83	--
经营性净现金流(亿元)	3.46	6.17	3.40	1.37
营业利润率(%)	35.74	36.73	37.83	30.16
净资产收益率(%)	28.15	28.62	19.77	--
资产负债率(%)	59.43	60.77	50.00	48.00
全部债务资本化比率(%)	46.72	52.61	40.73	37.92
流动比率(%)	117.23	115.10	150.27	157.13
全部债务/EBITDA(倍)	2.03	2.45	2.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.55	7.37	8.89	--
经营现金流动负债比(%)	6.94	9.11	5.16	--

注：1.将其他流动负债及长期应付款分别计入短期债务和长期债务；2.现金类资产已扣除受限制货币资金；3. 2016 年一季度财务报表未经审计。

分析师
孔祥一　马 栋
lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

天士力制药集团股份有限公司（以下简称“公司”）主要从事中成药、化学药、生物制品、保健品的生产与销售业务。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其作为中药现代化的领军企业，具备较为完善的产业链、先进的产品质量管理体系和较强的自主研发能力。跟踪期内，公司资产、收入及利润总额持续增长，整体盈利能力较强。同时，联合资信也关注到，招标限价、医保控费等政策及医药流通业务利润率低并面临一定的竞争压力等因素对公司偿债能力带来不利影响。

2015 年公司完成非公开发行，募集资金 15.77 亿元，增强了公司的资本实力。未来，公司将全面推进国际化，加快发展“一个核心带两翼”的产业格局，有望进一步巩固其领先的市场地位。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定，并维持“15 天士力药 CP001”的信用等级为 A-1。

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. 公司品牌优势显著，主导产品“复方丹参滴丸”市场份额领先。
3. 跟踪期内，公司完成定向增发，权益规模有所增长。
4. 跟踪期内，公司销售收入保持增长，盈利能力较强。
5. 跟踪期内，公司现金类资产、经营活动现金流入量对“15 天士力药 CP001”的保障能力强。

关注

1. 随着医药体制改革深入开展，招标限价、医保控费等政策的逐步落实，医药行业整体增速放缓，公司药品价格面临下调压力。
2. 跟踪期内，受销售终端规模的扩大及销售政策调整的影响，公司应收账款规模较大且呈增长趋势，对资金形成一定占用。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与天士力制药集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与天士力制药集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因天士力制药集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由天士力制药集团股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日至“15 天士力药 CP001”到期日内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于天士力制药集团股份有限公司主体长期信用及存续期内的“15 天士力药 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

天士力制药集团股份有限公司（以下简称“公司”）前身为 1994 年 5 月 6 日成立的天津市天使力联合制药公司。2000 年 4 月 27 日，经天津市人民政府津股批（2000）4 号文批准，公司依法整体变更为天津天士力制药股份有限公司。经中国证券监督管理委员会证监发行字[2002]79 号文核准，公司于 2002 年 8 月首次公开发行 5000 万股人民币普通股并在上海证券交易所挂牌交易。股票简称：天士力，股票代码 600535。2012 年 5 月，公司更名为天士力制药集团股份有限公司。经过多次增资、分红送股、公积金转增股本后，截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 10.80 亿元，天士力控股集团有限公司（以下简称“天士力集团”）持有其 45.18%的股份，为公司控股股东，实际控制人为闫希军先生。2016 年 3 月 27 日，公司原实际控制人闫希军先生与闫凯境先生、吴迺峰女士和李昀慧女士分别签署了《天津富华德科技开发有限公司股权转让协议》（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），闫希军先生拟将其持有的天津富华德科技开发有限公司（以下简称“富华德公司”）5%的股权转让给闫凯境先生；吴迺峰女士将其持有的富华德 6%股权转让给李昀慧女士。相应工商变更已于 2016 年 4 月 1 日完成，公司实际控制人由闫希军一人实际控制变为闫希军、吴迺峰、闫凯境、李昀慧四人共同控制。公司于 2016 年 4 月 23 日发布公告，闫希军先生和吴迺峰女士拟将其持有的富华德 33%和 2%的股份转让于实际控制人闫凯境先生，并已签署《股权转让协议》；上述股权结构变更属于一致行动人之间的调整，公司的控股股东仍为天士力集团，公司的实际控制人仍为闫希军先生、吴迺峰女士、闫凯境先生、李昀慧女士。相应工商变更已于 2016 年 4 月 22 日完成。

公司属于制药行业，经营范围：滴丸剂、颗粒剂、硬胶囊剂、软胶囊剂、片剂、丸剂的生产；汽车货物运输；货物及技术的进出口业务。

截至 2015 年底，公司下辖 16 家子公司；本部设制剂技术中心、生产制造部、市场营销部、质量保证部、质检中心、计划部等 20 多个部门。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 154.13 亿元，所有者权益 77.07 亿元（含少数股东权益 2.37 亿元）；2015 年公司实现营业总收入 132.28 亿元，利润总额 17.95 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 153.69 亿元，所有者权益 79.92 亿元（含少数股东权益 2.46 亿元）；2016 年 1~3 月实现营业总收入 31.45 亿元，利润总额 3.39 亿元。

公司注册地址：天津市北辰区普济河东道 2 号（天士力现代中药城）；法定代表人：闫凯境。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际

增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业分析和区域经济

1. 医药工业

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20 世纪 70 年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

自 1998 年以来，医药工业增速大约为 GDP 增速的 1～1.5 倍。1998～2008 年中国医药工业行业景气度高企，处于高速发展阶段。2009 年，全球金融危机影响进一步深化，化学原料药出口受到较大影响，医药工业总产值增速有所下滑。2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长，2014 年，中国医药制造业实现主营业务收入 23325.61 亿元，同比增长 12.94%，利润总额 2322.20 亿元，同比增长 12.09%，增长速度虽较前两年有所回落，但仍保持较高水平。2015 年，中国医药制造业实现主营业务收入 25537.1 亿元，同比增长 9.1%，全年利润总额 2627.3 亿元，同比增长 12.9%，

增长速度虽较前两年有所回落，但仍保持较高水平。2016 年 1~3 月，中国医药制造业实现主营业务收入 6100.3 亿元，同比增长 10.10%，利润总额 632.6 亿元，同比增长 14.20%，总体保持了稳定增长的发展趋势。

细分行业方面，从近三年增长速度看，生物生化品制造、卫生材料及医药用品制造、中成药制造以及中药饮片加工四个行业保持快速增长，收入规模年均增速保持在 20%以上；从盈利能力看，化学药品制剂制造和中成药制造保持较高的销售利润率，化学药品原药制造和中药饮片加工盈利能力明显偏低。近年来医药行业效益有所分化，中成药制造总体保持快速增长，盈利能力较强。

2. 医药商业

中国城镇化、人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入，释放了国内的医疗需求，并带动了药品需求的增长。根据商务部发布的《2014 年药品流通行业运行统计分析报告》，2014 年，中国药品流通市场销售规模继续提高，增长幅度有所降低。全年药品流通行业销售总额 15021 亿元，同比增长 15.2%，增速较 2013 年下降 1.5 个百分点，其中药品零售市场 3004 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.1%，增幅回落 2.9 个百分点。行业经过近 20 年的扩容发展和内部激烈竞争，集中度得到一定提升，逐渐形成全国性和区域性垄断结合的竞争格局。

以药品流通直报企业经营数据来分析药品流通行业经营效益，2015 年上半年，全国药品流通直报企业主营业务收入 6581 亿元，同比增长 12.8%，增幅回落 2.1 个百分点；实现利润总额 108 亿元，同比增长 11.5%，增幅回落 2.4 个百分点；平均毛利率 6.4%，同比下降 0.6 个百分点；平均费用率 5%，与上年同期持平；平均利润率 1.6%，同比下降 0.2 个百分点。

总体看，中国医药行业保持增长较快，但近年来增速呈现下滑趋势，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，未来中国医药行业仍将保持良好的发展态势。

3. 区域经济

根据《2015 年天津市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2015 年天津市全市实现地区生产总值（GDP）16538.19 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.3%。分三次产业看，第一产业增加值 210.51 亿元，增长 2.5%；第二产业增加值 7723.60 亿元，增长 9.2%；第三产业增加值 8604.08 亿元，增长 9.6%。三次产业结构为 1.3:46.7:52.0。

2015 年，天津市全市常住人口 1546.95 万人，比上年末增加 30.14 万人。全年城镇常住居民人均可支配收入 34101 元，增长 8.2%；农村常住居民人均可支配收入 18482 元，增长 8.6%。

总体看，天津市经济发展持续向好，为公司发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至目前，公司实收资本 10.80 亿元，其中控股股东天士力控股集团有限公司持有公司 45.18%股份，公司实际控制人为闫希军、吴迺峰、闫凯境、李昀慧四人。

2. 企业规模与竞争力

公司在发展过程中始终坚持以现代中药产业链为核心的一体化生产模式，在产业链各环节全程推行标准化管理。业务涵盖现代中药、化学药、生物制药等领域的医药企业集团，重点产品包括复方丹参滴丸、养血清脑颗粒、水林佳、藿香正气滴丸等心血管、脑血管、肝病用药。“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”。

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，进入《国家基药目录》和《国家廉价药目录》;在国内心脑血管同类产品中市场占有率排名前列，是中国第一例完成向美国食品与药品监督管理局（FDA）申请 II 期临床试验的中成药。养血清脑颗粒 2012 年实现了销量的快速增长，并于 2013 年 5 月进入《国家基本药物目录》(2012 版)；益气复脉粉针剂、水林佳、芪参益气滴丸等十余个单品种药品销售收入超过亿元。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》,公司主要产品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。

化学药方面，公司化学药以化学原材料药和口服固体制剂为主，形成了抗肿瘤用药、心血管用药、精神类用药及保肝护肝用药等产品系列。化学原料药主要品种有替莫唑胺、氟他胺、尼可地尔、舒必利等 12 个品种；口服固体制剂主要是片剂、胶囊剂，产品包括蒂清、帝益洛、阿贝他、文飞品种，目前设计总产能 24 亿片（粒），其中，片剂 18.5 亿片，硬胶囊剂 5.5 亿粒。蒂清和文飞已经列入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2009 年版)》。

生物制品方面，公司生物制药主要涉及基因工程药物和疫苗等领域，代表产品为重组人尿激酶原。重组人尿激酶原是 2011 年唯一获批的一类生物新药，目前该产品已经上市。

整体看，公司在中药生产方面已经形成了较为完备的产业链，抗风险能力强；化学药、生物药方面投入较大，近年来发展良好；主要产品复方丹参滴丸市场占有率高，且在国际化探索方面取得阶段性成果，竞争优势突出。

3. 研发与创新

截至 2015 年底，公司及主要子公司拥有专利总数 1364 件，其中发明专利 1219 件。公司主要产品复方丹参滴丸拥有专利 436 件，养血清脑颗粒拥有专利 96 件。2015 年，公司及主要子公司专利申请及授权分别为 39 件及 59 件，其中发明专利新申请及授权分别为 34 件和 45 件。

公司高度重视医药研发工作，近年来研发投入资金水平较高，2015 年公司研发投入 5.03 亿元，占医药工业收入的 7.90%，占比较高。

表 1　公司研发投入情况

项目	2014 年	2015 年
研发投入（亿元）	3.67	5.03
占医药工业收入的比重（%）	6.07	7.90

资料来源：公司年报

截至 2015 年底，公司在研项目（含新药，仿制药）共 61 个，其中国内研发项目 56 个，处于申报生产阶段 3 个，临床研究阶段项目 12 个，申报临床 10 个，临床前研究项目 32 个；国际研发项目 5 个，报告期末申报新药批件 1 个（2016 年 1 月已获批），处于 III 临床研究阶段项目 1 个，临床前研究 3 个。主要领域包括：抗肿瘤、心脑血管、妇科、消化系统、神经系统等。

整体看，公司拥有较强的研发实力，近年来研发投入规模大，研发产出丰富。

六、管理分析

2015年，公司独立董事张雁灵先生和王爱俭女士分别由于个人原因和任期已满的原因辞任职务，经公司第五届董事会第22次董事会决议及2014年度股东大会选举，郭云沛先生、田昆如先生和孙鹤先生，成为公司第五届董事会成员，其中郭云沛先生、田昆如先生担任独立董事；经公司第六届董事会第一次会议审议批准，由孙鹤先生继任公司副董事长。以上变更未对公司正常经营产生重大影响。

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、重大事项

1. 非公开发行

公司于2015年3月向6名特定对象定向增发人民币普通股股票47633244股，募集资金净额为人民币157739.60万元，用于偿还银行贷款及补充公司流动资；其中计入实收资本4763.32万元，计入资本公积152976.28万元。该次定向增发完成后，公司权益规模有所提升。

2. 实际控制人家族成员之间调整股权比例及实际控制人变更

公司原实际控制人闫希军先生与闫凯境先生、吴迺峰女士和李昀慧女士于2016年3月27日分别签署了《天津富华德科技开发有限公司股权转让协议》（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），闫希军先生拟将其持有的天津富华德科技开发有限公司5%的股权转让给闫凯境先生；吴迺峰女士将其持有的富华德6%股权转让给李昀慧女士。

鉴于富华德间接控制公司控股股东天士力控股集团有限公司之股份，上述股权变更完成后，公司最终控制层面变为四位自然人共同控制的情形，且四人构成一致行动人，故导致公司实际控制人发生了变化，由闫希军一人实际控制变为闫希军、吴迺峰、闫凯境、李昀慧四人共同控制。相应工商变更已于2016年4月1日完成。

公司于2016年4月23日发布公告，公司实际控制人闫希军先生和吴迺峰女士（分别持有富华德45%和14%的股份）拟将其持有的富华德33%和2%的股份转让于实际控制人闫凯境先生，并已签署《股权转让协议》。上述一致行动人合并持有本公司权益在本次股权转让活动中不发生变化，因此，公司实际控制人的上述股权结构变更属于一致行动人之间的调整，不会导致公司控股股东和实际控制人发生变更，公司的控股股东仍为天士力集团，公司的实际控制人仍为闫希军先生、吴迺峰女士、闫凯境先生、李昀慧女士。相应工商变更已于2016年4月22日完成。

八、经营分析

1. 经营现状

公司主要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。

2015年，受医保控费等行业政策的影响，公司经营业绩增速放缓。2015年，公司全年实现实现营业总收入132.28亿元，同比增长5.17%；其中主营业务收入131.43亿元，同比增长4.95%。

公司主营业务由医药工业和医药商业构成。2015年，公司医药工业收入63.65亿元，同比增长5.19%；医药商业收入67.78亿元，同比增长4.74%。从收入占比方面看，医药工业和医药商业收入分别占公司主营业务收入的48.43%和51.57%，主营业务结构基本保持稳定。

2016年一季度，公司主营业务收入31.13亿元，同比增长1.58%；其中医药工业收入11.27亿元，同比下降28.90%，主要由于公司加强了应收账款的管理，毛利率则进一步提高至74.83%；医药商业收入19.86亿元，同比增长34.23%，毛利率较去年同期略有下降。

总体看，近年来公司收入规模稳步增长，同时保持较高的盈利能力，经营较为稳健。

表2　公司主营业务收入和毛利率构成(单位：亿元、%)

业务	2014年	2015年	2016年1~3月

	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药工业	60.51	48.32	70.79	63.65	48.43	72.01	11.27	36.20	74.83
医药商业	64.71	51.68	6.13	67.78	51.57	7.14	19.86	63.80	6.08
合 计	**125.23**	**100.00**	**37.38**	**131.43**	**100.00**	**38.55**	**31.13**	**100.00**	**30.97**

资料来源：公司提供

2. 医药工业

（1）原材料采购

中药材供应与保障

跟踪期内，公司采购模式未发生重大变化。

公司中成药生产所需主要原料药材为丹参和三七。公司丹参全部向下属子公司陕西天士力植物药业有限责任公司采购，其下属天士力商洛丹参药源基地为首家通过国家 GAP 认证的药材种植基地，种植面积 14200 亩，其中丹参种植面积 13200 亩。2015 年，公司陕西丹参种植基地年产丹参 2038 吨，完全满足公司生产需求。公司三七全部向下属子公司云南天士力三七种植有限公司采购。云南天士力三七种植有限公司主要向当地符合资质的供应商采购三七，结算方式一般为现款现货。同时，公司在云南文山按照 GAP 要求建设良种育苗基地 1080 亩和三七生产基地 5400 亩，以满足现有产品产能扩张和开发新品对原料的需求，进一步加强对三七药材的品质和供应管理。公司根据三七市场价格变化和生产需求对三七药材进行战略储备，在一定程度上避免三七药材价格或供应量的大幅波动对公司生产经营造成的不利影响。

公司生产所需其他中药材原料需求量相对较小，均属于市场供应充足的大宗药材，主要通过供应商或市场直接采购的方式，结合采购计划和市场价格变动等因素，适时进行战略储备。另外，公司每年都有例行的供应商质量审计计划，对供应商的质量现场进行全面的审核以确保质量的稳定。

总体看，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。

化学药原材料采购

公司化学药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；对于战略采购的，一般至少库存 1 年的用量。

2015 年，公司向前五名供应商共计采购 11.55 亿元，占采购总额的 12.84%，采购集中度适宜。

（2）产品生产

公司拥有国内一流的现代中药生产车间，全自动滴丸生产设备及全自动外包装生产线可实现生产数据的在线采集、质量标准的实时监控、物流信息的追踪管理、设备状态的自诊分析等过程控制。“高速磁悬浮滴丸机”是公司自行研制的第五代滴丸机，采用工控机/触摸屏人机界面及 PLC 全自动控制系统，实现数据总控、智能化制造。以“高速磁悬浮滴丸机”为核心的现代中药先进制造体系，已顺利通过荷兰植物药注册 GMP 现场审计，于 2014 年 5 月 6 日取得欧盟 GMP 证书。

公司从丹参中提取丹酚酸、三七皂苷等药物有效成份的工艺技术先进，溶出速率快，可提高药材利用度，实现了中药提取生产规范化、生产过程可控化和产品质量标准化。

公司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

成品的质量进行检验监控。

表 3　公司主要产品的产能利用率和产销率（单位：%）

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

资料来源：公司提供

注：公司化学原料药、化学药制剂和养血清脑颗粒（丸）、水林佳分别在 2013 年和 2014 年扩大产能，因此导致产能利用率波动较大。

2015 年，公司主导产品复方丹参滴丸、养血清脑颗粒和水林佳分别实现产量 13808.70 万盒、2350.75 万盒和 1056.19 万盒，分别同比增长 1.10%、6.41%和 12.95%。受益于生产工艺的改进，公司复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）和水林佳的产能利用率均较上年有所提升，分别为 97.74%、58.85%和 61.01%。

2015 年，由于公司对生产技术进行优化，公司化学原料药的产能利用率较上年度大幅提高 47.84 个百分点至 89.58%；化学制剂药方面，受制于激烈的市场竞争，公司降低了该部分产品的产量，导致 2015 年公司化学制剂药的产能利用率为 22.61%，较上年下降 15.24 个百分点。

总体看，公司生产水平和生产工艺较为领先；跟踪期内，公司主要产品产量和产能利用率稳中有增。

（3）产品销售

公司所产产品均通过全资子公司天津天士力医药营销集团有限公司及其子公司对外销售，该公司拥有 14 个区域子公司，同时下设 29 个大区，782 个办事处，形成了较为完整的营销网络。公司销售组织设商务、处方药、非处方药、社区四个职能系统，分四大职能系统专业化运作。其中，商务系统对签约、供货、回款等销售事项进行统一商务管理；处方药、OTC 非处方药、社区系统各自负责三大板块目标市场的业务拓展。公司通过资源整合、规范管理和创新营销模式，利用电子商务、网上银行等方式，已基本实现营销个性化、专业化和知识化，形成了对公司产品熟悉和认可的专家、顾问、处方医生群体，与 200 余家一级商业经销商、2000 多家二级商业分销商建立了长期合作伙伴关系，覆盖包括 6 万余家药店，6 万余家基层医疗机构，近 2 万家医院在内的销售终端。

公司在对外销售时，主要采取分销模式，在全国各地选择优质的医药商业公司，再由其负责向医院、药店及社区中心进行配送。公司首先根据各区域内的经销商市场覆盖能力、信用状况和市场情况进行综合分析，确定区域内一级经销商，签订销售协议，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，并约定合作细节。随着产品的规模快速扩大，OTC 正开展连锁直供模式。

跟踪期内，公司针对主打产品复方丹参滴丸，继续坚持全面建设销售网络、实现终端全覆盖的销售策略；对二线产品销售实行医院分产品线管理，适当加大对二线产品的营销资源、激励政策、销售考核的倾斜，促进二线产品的市场拓展。

截至 2015 年底，公司有 13 个品种纳入《地方基本药物目录》，15 个品种纳入《国家医保目录》，8 个品种纳入《地方医保目录》，20 个品种纳入《新农合医保目录》。由于 2015 年我国及各省基本用药及医保目录未进行更新，因此，2015 年公司未发生产品新进入或退出基本用药及医保目录情况。公司计划于 2016 年继续寻求各类用药目录的增补机会，为相关产品建立更好的销售条件。

2015 年，受招标限价、医保控费等政策的影响，公司主要产品销量增速有所放缓，产销率有所下降；但营销网络的拓展一定程度上缓解了政策变动带来的影响。

2015 年，公司主要产品复方丹参滴丸和养

血清脑颗粒的销量分别为 13319.21 万盒和 2352.63 万盒，分别较 2014 年下降 0.23%和 2.95%；另一主要产品水林佳全年实现销量 1048.56 万盒，同比增长 3.45%。产销率方面，公司主要产品复方丹参滴丸、养血清脑颗粒和水林佳市场认可度较高，产销率始终保持较高水平。2015 年，上述三种产品的产销率分别为 96.46%、100.41%和 99.28%，分别较上年下降 5.05 个百分点、1.66 个百分点和 6.18 个百分点。

化学药方面，2015 年，公司化学原料药的产销率随产能利用率提高（2015 年为 86.95%）；化学制剂药方面，受制于激烈的市场竞争，公司降低了该部分产品的产量，导致 2015 年公司化学制剂药的产销率较上年下降 6.29 个百分点至 91.06%。

总体看，跟踪期内，公司对营销网络进行了延伸和拓展，在招标限价、医保控费的行业政策影响下，公司主要产品的产销率虽有所下降但仍保持较高水平。

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。除销售公司产品外，医药商业板块还经销其他公司药品，非公司产品销售收入计入医药商业收入。

销售网络方面，公司继续保持广东、北京、山东、辽宁、湖南、天津和陕西七个区域为轴心的医药商业销售物流战略平台，上述七大区域中，除辽宁天士力大药房连锁有限公司从事连锁药店经营外，其他均从事批发业务。

从产业链方面看，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，结算方式为现款现货、货到付款相结合。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，结算方式主要为货到付款。

2015 年，公司医药商业板块实现销售收入 67.78 亿元，同比增长 4.74%；毛利率由 2014 年的 6.13%增至 7.14%。近年来公司一直着手对医药商业板块进行整合，在经历前期高速增长后，该版块业务的市场增长速度有所放缓，但由于相关整合措施的落实使该板块商业业态得以优化，加之销售终端规模的延伸，促使公司医药商业板块收入规模以及毛利率的上升。

总体看，跟踪期内，公司医药商业板块收入和毛利有所增长，但医药流通领域竞争压力大，公司尚不具备竞争优势；未来市场以大型医药流通企业为主导的兼并重组和竞争加剧将对公司形成一定压力。

4. 未来发展

未来，公司将依托产业与资本双轮驱动模式，继续全面推进国际化，坚持“一个核心带两翼”的产业格局，创新思维、方法、技术路径和商业模式，带动产品研发、生产技术和营销模式的转型以及产业体系的升级换挡。

截至 2015 年底，公司计划投资额为 19.16 亿元，其中，已投资金额为 9.91 亿元，2016 年和 2017 年分别计划投资 5.33 亿元和 3.45 亿元。总体看，公司在建项目未来资金投入规模较大，存在一定资金压力。

总体看，公司战略规划目标明确，将在巩固现有优势产品市场地位的基础上，进一步发展保健品产业。公司对保健品产业投资支出较大，该产业目前仍处于起步阶段，未来发展存在一定不确定性。

表 4　截至 2015 年底公司在建及未来计划投资项目（单位：万元）

项目名称	总投资	资金来源	投资期限	截至 2015 年末已完成投资	2016 年计划投资金额	2017 年计划投资金额	2018 年计划投资金额

制剂中试中心项目、研发大楼及配套项目	52340.00	募集资金、金融机构贷款及其他来源	6 年	50319.68	2020.32		
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）	20000.00	募集资金及其他来源	6 年	17276.00	2724.00		
上海天士力反应器扩能和 GMP 改造项目	23038.92	金融机构贷款及其他来源	8 年	18703.00	1789.00	1262.00	1284.92
复方丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂生产线建设项目	15572.00	募集资金及其他来源	5 年	3659.42	11912.58		
帝益无菌药品车间项目	7350.00	其他来源	4 年	3186.96	3819.00	344.04	
陕西物流园项目	12000.00	其他来源	2 年半	4107.60	7892.40		
天地药业新厂区建设项目	22540.43	其他来源	3 年	491.38	5000.00	17049.05	
天士力信息中心建设项目	6800.00	其他来源	3 年	366.52	6433.48		
东北现代中药示范工厂项目	32000.00	其他来源	3 年	963.20	11758.00	15857.00	3421.80
合计	**191641.35**			**99073.76**	**53348.78**	**34512.09**	**4706.72**

资料来源：公司提供

九、募集资金使用情况

“15 天士力药 CP001”发行额度 5 亿元，用于偿还银行借款。截至目前，上述资金全部按募集资金规划使用。

十、财务分析

公司 2013~2015 年财务报告均经天健会计师事务所审计并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2015 年财务合并范围较上年相比减少四家子公司，分别是天士力金纳生物技术（天津）有限公司、天津天士力融通小额贷款有限公司、广州朗生药业有限公司和 TaslyAmericaPharmaceuticals.Inc；新增一家子公司，系新设立的天士力（辽宁）现代中药资源有限公司。上述公司规模较小，公司财务数据可比性较强。2016 年一季度财务报表未经审计。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 154.13 亿元，所有者权益 77.07 亿元（含少数股东权益 2.37 亿元）；2015 年公司实现营业总收入 132.28 亿元，利润总额 17.95 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 153.69 亿元，所有者权益 79.92 亿元（含少数股东权益 2.46 亿元）；2016 年 1~3 月实现营业总收入 31.45 亿元，利润总额 3.39 亿元。

1. 盈利能力

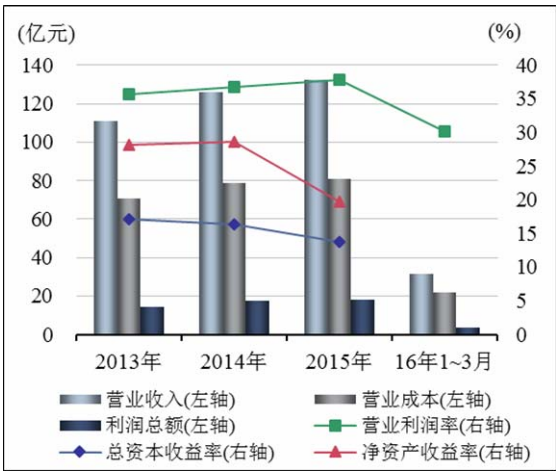
跟踪期内，公司积极拓展营销网络，经营规模稳步增长。2015 年，公司营业总收入为 132.28 亿元，同比增长 5.17%。公司中成药产业链完善，中药材自给率较高，近年来医药工业毛利率保持在 70%以上；但医药商业处于微利状态，毛利率在 6%左右。2015 年公司营业利润率为 37.83%，较上年提高 1.10 个百分点。

从期间费用看，2015 年公司期间费用为 32.11 亿元，较上年底增长 9.74%。2015 年公司销售费用同比增长 9.28%至 19.91 亿元，主要由于公司为降低受招标降价、医疗控费等因素对销售规模的影响，进一步加大市场投入力度；由于公司加大了新产品、新技术的研发投入规模，致使全年管理费用较上年同期大幅增长 18.40%至 9.59 亿元；在财务费用方面，2015 年公司通过定向增发募集资金，并对银行借款进行置换，对财务费用规模进行控制，致使财务费用同期相比下降 10.49%。

公司营业利润和利润总额保持较快增长，2015 年分别为 17.47 亿元和 17.95 亿元。2015

年，公司总资本收益率和净资产收益率较上年有所下降，2015 年分别为 13.77%和 19.77%。

图1　公司盈利能力指标



资料来源：根据公司审计报告整理

2016 年 1~3 月，公司实现营业总收入 31.45 亿元，同比增长 2.16%，为 2015 年的 23.77%；实现利润总额 3.39 亿元，同比下降 18.31%。受营业成本增长较快的影响，2016 年一季度公司营业利润率为 30.16%，较上年下滑 7.68 个百分点。

总体看，跟踪期内公司收入和利润增速趋缓，但整体盈利能力仍保持较高水平。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015 年，公司经营活动现金流入量为 143.04 亿元，同比增长 9.30%；其中销售商品、提供劳务收到的现金为 139.93 亿元，同比增长 8.62%。同期，公司现金收入比为 105.97%，收入质量较去年有所提高（2014 年为 102.42%）。2015 年，公司经营活动现金流出规模 139.64 亿元，同比增长 11.98%；其中购买商品、接受劳务支付的现金 89.92 亿元，同比增长 11.03%。2015 年，公司经营活动产生的现金流净额为 3.40 亿元，同比下降 44.87%。总体看，公司经营活动净现金流有所下降，但经营活动获现能力整体较好。

投资活动方面， 2015年，公司投资活动现金流入2.53亿元，较去年变化不大；其中处置子公司及其他单位收到的现金净额1.06亿元（处置天津天士力融通小额贷款有限公司收到1.04亿元，处置广州朗生药业有限公司收到0.02亿元）。同期，公司投资活动现金流出规模较2014年大幅增长43.58%至11.64亿元，主要由于公司增加投资支付的现金3.71亿元所致。2015年，公司投资活动产生的现金流量净额为-9.11亿元。

筹资活动方面，2015年，公司利用多种渠道筹集资金，导致公司筹资活动现金流入量同比大幅增长67.99%至83.28亿元，其中取得借款收到的现金59.50亿元，吸收投资收到的现金15.80亿元（主要由于公司于2015年非公开发行4763.32万股新股，募集资金净额15.77亿元），发行债券收到的现金4.98亿元（系公司于2015年8月发行的一期5亿元短期融资券）。同期，公司筹资活动现金流出规模80.41亿元，同比增长64.58%；主要为偿还债务支付的现金64.76亿元，同比增长129.83%。2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额为2.86亿元，较上年大幅增长2.15亿元。

2016年1～3月，受益于销售商品、提供劳务收到现金的增长，公司经营活动现金流入量为40.19亿元，同比增长32.35%；同期，公司经营活动现金净额为1.37亿元。2016年1～3月，公司投资活动现金流量净额为0.22亿元；筹资活动现金流量净额为-3.84亿元。

总体看，公司现金流状况良好，随着业务规模的扩大，公司存在一定对外筹资压力。

3. 资本及债务结构

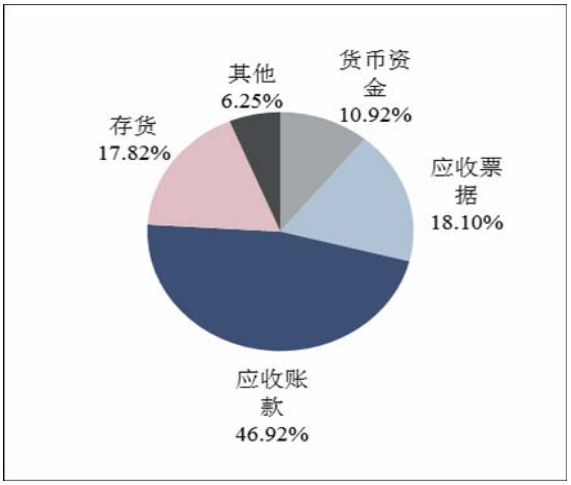
资产

近年来，随着公司业务发展，资产总额增长较快，截至 2015 年底，公司资产总额 154.13 亿元，同比增长 19.28%，主要来自应收票据、应收账款、存货和固定资产的增加；从资产结构看，公司流动资产占 64.21%，非流动资产占 35.79%，公司资产以流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产 98.97 亿元，同比增长 27.08%，主要由货币资金（占

10.92%）、应收票据（占 18.10%）、应收账款（占 46.92%）和存货（占 17.82%）构成。

图 2　截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司 2015 年审计报告

截至 2015 年底，公司货币资金 10.80 亿元，同比下降 3.17%；其中库存现金占 0.06%，银行存款占 48.29%，其他货币资金（主要为银行承兑汇票保证金）占 51.65%。公司期末受限货币资金为 5.58 亿元。

伴随销售收入增长，公司应收票据快速增长。截至 2015 年底，公司应收票据为 17.92 亿元，同比增长 36.10%；其中银行承兑汇票 17.71 亿元，商业承兑汇票 0.21 亿元。公司对商业承兑汇票计提 1%的坏账准备。

截至 2015 年底，公司应收账款账面余额 47.58 亿元，计提坏账准备 1.15 亿元，计提比例 2.42%，计提比例较低；应收账款账面价值 46.43 亿元，同比增长 30.48%，主要由于公司加强基药和县级及以下医院终端市场销售，供应链相对加长，并加强了医院等终端销售，导致回款期较长。从账龄来看，公司应收账款账龄主要集中于 1 年以内，占比为 96.44%；前五大客户合计金额为 5.12 亿元，占 10.76%，集中度较低。

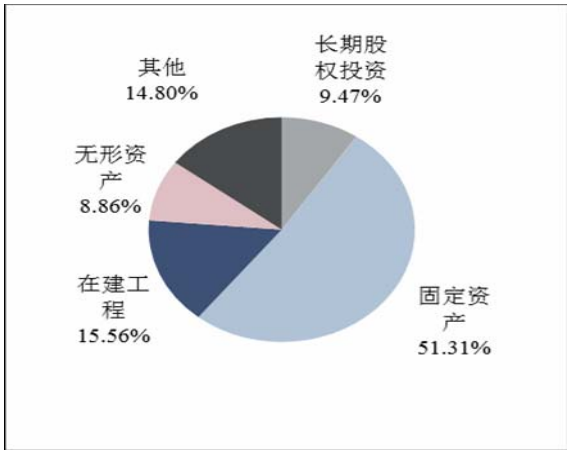
截至 2015 年底，由于公司医药商业板块市场的开拓，公司预付款项 2.02 亿元，同比增长 44.74%。

截至 2015 年底，公司存货账面余额 17.69 亿元，计提跌价准备 0.05 亿元，账面价值 17.64 亿元，同比增长 19.44%，主要来自库存商品的增长。从存货构成看，公司存货主要由原材料和库存商品构成；截至 2015 年底，公司存货中库存商品和原材料分别占 71.35%和 18.59%。

截至 2015 年底，公司其他流动资产 3.62 亿元，同比大幅增长 163.05%，主要由于公司购买短期理财产品所致。

截至 2015 年底，公司非流动资产 55.16 亿元，较上年底增长 7.45%，主要由长期股权投资（占 9.47%）、固定资产（占 51.31%）、在建工程（占 15.56%）和无形资产（占 8.86%）等构成。

图 3　截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司 2015 年审计报告

截至 2015 年底，公司长期股权投资 5.23 亿元，同比增长 30.42%，其中对合营企业投资 0.86 亿元，对联营企业投资 4.37 亿元。2015 年，公司分别对天视珍生物技术（天津）有限公司、CBC Invesment Seven Limited. 追加投资 0.65 亿元和 0.64 亿元。

截至 2015 年底，公司固定资产账面原值 41.86 亿元，累计折旧和计提减值准备 13.56 亿元，账面价值 28.30 亿元，同比增长 1.56%，主要由房屋及建筑物（占 59.92%）和机器设备（占 36.94%）构成。

截至 2015 年，公司在建工程账面价值 8.58 亿元，同比增长 17.55%，其中制剂中试中心项目、研发大楼及配套项目 4.32 亿元。

截至 2015 年底，公司无形资产账面原值 7.48 亿元，累计摊销 2.59 亿元，账面价值 4.89 亿元，较上年底增长 19.10%，主要由土地使用权（占 72.58%）、专利权（占 12.99%）和软件（占 14.44%）构成。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 153.69 亿元，与 2015 年底相比变化不大，其中流动资产和非流动资产分别占比 63.85%和 36.15%，资产结构与 2015 年相比亦变化不大。截至 2016 年 3 月底，由于偿还银行借款金额较大，公司货币资金较 2015 年底下降 30.95%至 7.46 亿元；应收票据 14.81 亿元，较 2015 年底下降 17.33%；应收账款 52.93 亿元，较 2015 年底增长 13.99%，主要由于公司继续加强基药和县级及以下医院终端市场销售，并加强了医院等终端销售所致；由于购买的理财产品到期，公司其他流动资产较 2015 年底下降 34.30%至 2.38 亿元。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，以流动资产为主，应收账款和存货占比较大，对资产流动性有一定影响，公司整体资产质量较好。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益 77.07 亿元（含少数股东权益 2.37 亿元），同比增长 52.06%，主要来自资本公积和未分配利润的增长，其中由于公司非公开发行 4763.32 万股新股，募集资金净额 15.77 亿元，导致资本公积大幅增长 15.30 亿元。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 14.47%，资本公积占 23.72%，盈余公积占 18.86%，未分配利润占 52.03%。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 79.92 亿元（含少数股东权益 2.46 亿元），较 2015 年底增长 3.70%，主要来自未分配利润的增长。截至 2016 年 3 月底，公司归属于母公司的所有者权益中实收资本占 13.95%，资本公积占 22.87%，盈余公积占 9.46%，未分配利润占 53.75%。

总体来看，跟踪期内，受益于非公开发行新股带动资本公积大幅增长，公司所有者权益规模增幅较大；公司所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性一般。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额为 77.06 亿元，同比下降 1.87%；其中流动负债和非流动负债分别占 85.47%和 14.53%，负债结构较上年底变化不大。

截至 2015 年底，公司流动负债 65.86 亿元，同比下降 2.67%；主要由短期借款（占 45.10%）、应付票据（占 15.37%）、应付账款（占 21.97%）、和其他流动负债（占 7.57%）为主。

截至 2015 年底，公司短期借款 29.71 亿元，同比下降 13.45%，其中质押借款占 6.91%、抵押借款占 0.84%、保证借款占 30.97%、信用借款占 61.28%。

截至 2015 年底，公司应付票据 10.13 亿元，同比下降 23.46%，全部为银行承兑汇票。

随着生产销售规模的扩大，公司采购金额逐年增加，应付账款随之快速增长。截至 2015 年底，公司应付账款 14.47 亿元，同比增长 9.42%，主要为应付供应商货款。

截至 2015 年底，公司其他流动负债 4.99 亿元，系公司于 2015 年 8 月发行的 5 亿元短期融资券。

截至 2015 年底，公司非流动负债 11.20 亿元，同比增长 3.09%，主要由应付债券（占 71.31%）和递延收益（占 25.90%）构成。

截至 2015 年底，公司应付债券 7.98 亿元，较上年底变化不大，系公司分别于 2012 年和 2013 年发行的两期公司债，发行规模合计 8 亿元。

截至 2015 年底，公司递延收益 2.90 亿元，同比增长 14.51%，全部为政府补助。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 73.76 亿元，较 2015 年底下降 4.27%，主要由于短期借款下降所致；其中流动负债和非流动负债占比分别为 84.66%和 15.34%，较上年底变化不大。截至 2016 年 3 月底，公司短期借款 16.14

亿元，较 2015 年底下降 45.67%，系公司发行超短期融资券置换银行借款所致；公司应付账款 16.65 亿元，较 2015 年底增长 15.08%；公司其他流动负债 14.97 亿元，较 2015 年底大幅增加 10.00 亿元，系公司于 2016 年 1 月发行 10 亿元超短期融资券所致。

有息债务方面，截至 2015 年底，公司全部债务合计 52.97 亿元（包括其他流动负债中的短期债务融资工具和长期应付款），同比下降 5.86%；其中短期债务和长期债务分别占 84.89%和 15.11%。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务合计 48.81 亿元，较 2015 年底下降 7.84 亿元；其中短期债务和长期债务分别占 83.60%和 16.40%。

从债务指标看，截至 2015 年底，随着公司债务规模的下降，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较 2014 年底有所下降，分别为 50.00%、40.73%和 9.41%。截至 2016 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较 2015 年底继续下滑，分别为 48.00%、37.92%和 9.10%。

总体看，跟踪期内，公司债务负担有所缓解；但公司债务以短期债务为主，短期偿债压力大，债务结构仍有待改善。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至2015年底，公司流动比率和速动比率分别为150.27%和123.49%，分别较2014年底大幅提高35.17个百分点和30.22个百分点。截至2016年3月底，公司上述两指标分别为157.13%和129.82%，均较2015年底有所提高。2015年，公司经营现金流动负债比为5.16%，较2014年下滑3.95个百分点。整体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债指标看，2015年公司EBITDA为23.83亿元，较2014年底增长3.68%；EBITDA利息倍数为8.89倍，较2015年底有所提高；全部债务/EBITDA为2.22倍，较2015年底略有下降。整体看，公司EBITDA对有息债务本息具备较好的保障能力。

截至 2015 年底，公司从各商业银行获得授信额度合计 62.09 亿元，未使用额度 26.67 亿元，间接融资渠道畅通；同时，公司为上市公司，具备直接融资渠道。

截至2016年3月底，公司无对外担保。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1012010500741100J），截至 2016 年 6 月 20 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，现有债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

跟踪期内，公司资产与收入规模稳步上升，盈利能力较强，整体财务状况良好。基于对公司自身经营和财务风险，以及所处医药行业前景的综合判断，公司整体抗风险能力强。

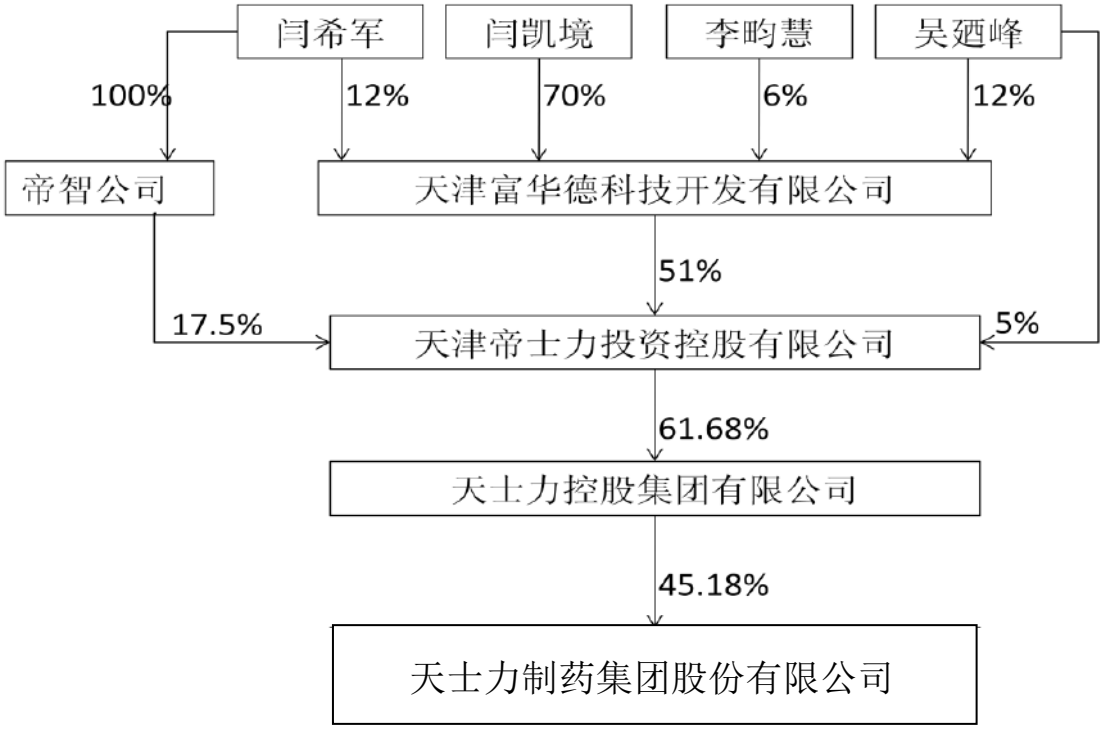
十一、存续期债券偿债能力

公司存续期内的债券为“15天士力药CP001”5亿元。截至2016年3月底，公司现金类资产合计22.27亿元，为待偿还债券本金的4.45倍。2015年公司经营活动现金流入量和净额分别为待偿还债券本金的28.61倍和0.68倍。公司现金类资产、经营活动现金流入量对“15天士力药CP001”的保障能力强。

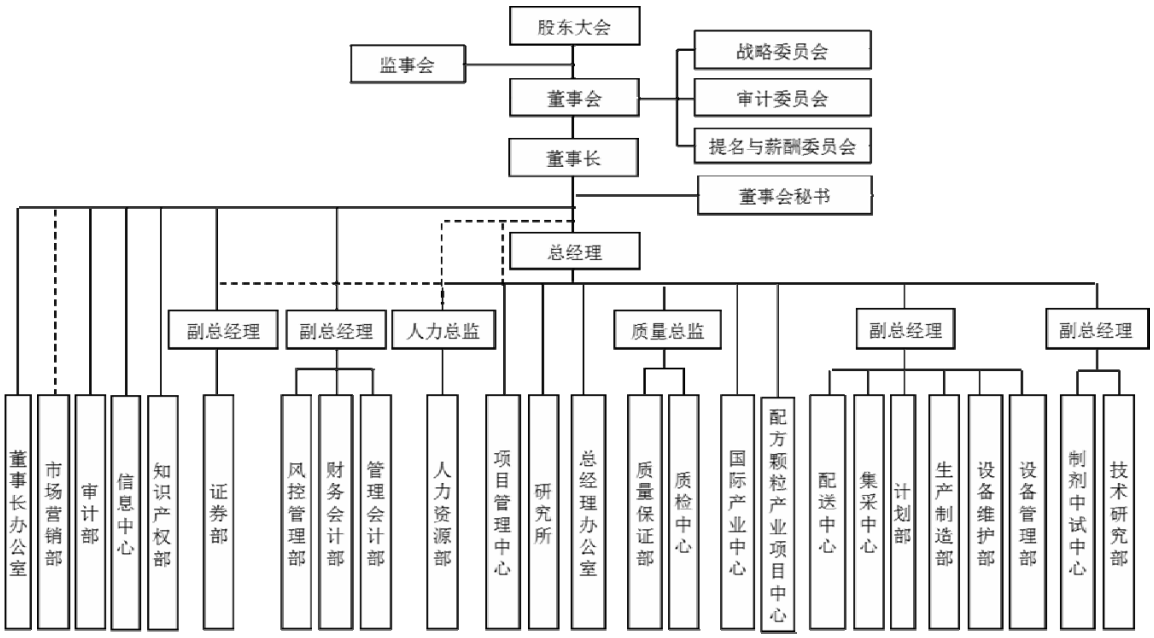
十二、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定，并维持“15天士力药CP001”的信用等级为A-1。

附件 1-1　公司最新股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.59	21.24	23.14	22.27
资产总额(亿元)	102.12	129.21	154.13	153.69
所有者权益(亿元)	41.43	50.68	77.07	79.92
短期债务(亿元)	27.63	48.12	44.97	40.81
长期债务(亿元)	8.71	8.14	8.00	8.00
全部债务(亿元)	36.34	56.27	52.97	48.81
营业总收入(亿元)	111.08	125.78	132.28	31.45
利润总额(亿元)	14.18	17.33	17.95	3.39
EBITDA(亿元)	17.87	22.98	23.83	--
经营性净现金流(亿元)	3.46	6.17	3.40	1.37
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.27	3.14	2.34	--
存货周转次数(次)	6.19	5.73	5.00	--
总资产周转次数(次)	1.26	1.09	0.93	--
现金收入比(%)	106.42	102.42	105.79	109.36
营业利润率(%)	35.74	36.73	37.83	30.16
总资本收益率(%)	17.09	16.39	13.77	--
净资产收益率(%)	28.15	28.62	19.77	--
长期债务资本化比率(%)	17.37	13.84	9.41	9.10
全部债务资本化比率(%)	46.72	52.61	40.73	37.92
资产负债率(%)	59.43	60.77	50.00	48.00
流动比率(%)	117.23	115.10	150.27	157.13
速动比率(%)	91.88	93.27	123.49	129.82
经营现金流动负债比(%)	6.94	9.11	5.16	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.55	7.37	8.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.03	2.45	2.22	--

注：1.将其他流动负债及长期应付款分别计入短期债务和长期债务；
2.现金类资产已扣除受限制货币资金；
3. 2016 年一季度财务报表未经审计。

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	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-营业税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，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　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含　　义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5　短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息