

信用等级公告

联合[2018] 227 号

联合资信评估有限公司通过对天士力医药集团股份有限公司及其拟发行的 2018 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

天士力医药集团股份有限公司
主体长期信用等级为
AA⁺

天士力医药集团股份有限公司
2018 年度第一期中期票据信用等级为
AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年二月五日



天士力医药集团股份有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AA⁺

本期中期票据发行额度：10 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

发行目的：补充营运资金、置换银行贷款

评级时间：2018 年 2 月 5 日

财务数据：

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
现金类资产(亿元)	21.24	23.14	35.39	36.67
资产总额(亿元)	129.21	154.13	171.26	206.04
所有者权益(亿元)	50.68	77.07	82.07	88.20
短期债务(亿元)	48.12	44.97	55.22	86.12
长期债务(亿元)	8.12	8.00	4.01	1.25
全部债务(亿元)	56.25	52.96	59.23	87.37
营业收入(亿元)	125.78	132.28	139.45	111.62
利润总额(亿元)	17.33	17.95	14.96	13.72
EBITDA(亿元)	22.98	23.83	20.74	--
经营性净现金流(亿元)	6.17	3.40	11.54	-10.69
营业利润率(%)	36.71	37.83	35.43	32.48
净资产收益率(%)	28.62	19.77	14.86	--
资产负债率(%)	60.77	50.00	52.08	57.19
全部债务资本化比率(%)	52.60	40.73	41.92	49.77
流动比率(%)	115.10	150.27	136.98	124.08
经营现金流动负债比(%)	9.11	5.16	14.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.45	2.22	2.86	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.37	8.89	8.94	--

注：1.2017 年前三季度财务数据未经审计；2.其他流动负债已计入短期债务计算；3.长期应付款已计入长期债务计算。

分析师

孔祥一 闫力

邮箱：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）

网址：www.lhratings.com

评级观点

天士力医药集团股份有限公司（以下简称“公司”）主要从事医药产品的研发、生产及销售，业务涵盖中成药、化学原料药、化学制剂和生物药等，是中药现代化的领军企业。公司具备较为完善的中药产业链和较强的自主研发能力，核心产品复方丹参滴丸市场份额领先，普佑克等 5 个品种纳入新版《医保目录》。近年来公司资产及权益规模不断增长，收入规模稳步提升，整体盈利能力较强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到招标限价、医保控费等政策使得药品价格面临下行压力，应收账款占比高等因素对公司信用水平带来不利的影响。

未来，公司将继续坚持全面国际化、国际标准的全产业链构建，发挥现有“四位一体”研发资源优势，打造中药、化学药、生物药三大体系协同发展的产业格局。随着医保产品的逐步放量，医药商业资源持续整合，公司未来收入及利润规模有望进一步提升。联合资信对公司评级展望为稳定。

公司 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度较强。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险低，安全性高。

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在心脑血管中成药中市场份额第一。
3. 公司重视研发工作，自主研发能力处于国内中成药行业领先水平，并通过多种研发模式获得储备项目，为长期可持续发展提

供了有力支撑。

4. 2017年，公司普佑克等产品进入国家新版《医保目录》，截至2017年9月底公司及控股子公司共有232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。
5. 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在新三板挂牌，公司运营效率和市场竞争力有望得到提升。
6. 公司 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度较强。

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. 随着“两票制”的推行、公司销售终端规模扩大、销售政策调整及医药商业业务发展较快，应收账款规模较大且呈增长趋势，对资金形成一定占用；同时，公司销售费用增长引起期间费用占营业收入的比重有所上升，压缩了其整体利润空间。
3. 2016年以来，公司短期债务快速扩张，债务融资流动性管理难度加大，整体债务结构有待优化。

声 明

一、本报告引用的资料主要由天士力医药集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

天士力医药集团股份有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

天士力医药集团股份有限公司（以下简称“公司”）前身为 1994 年 5 月 6 日成立的天津市天士力联合制药公司。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.SH”）。2017 年 4 月，公司更名为现名。2016 年 3 月和 4 月，公司实际控制人家族成员之间两次调整股权比例。经过多次增资、分红送股、公积金转增股本和股权转让后，截至 2017 年 9 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、吴迺峰女士、闫凯境先生、李响慧女士。

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 2017 年 9 月底，公司下辖 11 家全资子公司，设市场营销部、质量保证中心、研究所等 30 个部门。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 171.26 亿元，所有者权益 82.07 亿元（含少数股东权益 2.43 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 139.45 亿元，利润总额 14.96 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司（合并）资产总额 206.04 亿元，所有者权益 88.20 亿元（含少数股东权益 3.18 亿元）；2017 年 1~9 月，公司实现营业总收入 111.62 亿元，利润总额 13.72

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。

二、本期中期票据概况

公司计划于 2018 年注册中期票据额度 20 亿元，本期计划发行 2018 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度 10 亿元，期限为 3 年。本期中期票据募集资金全部用于补充营运资金和置换银行贷款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，中国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0% 的温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商

务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年 1~9 月，中国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017 年前三季度，中国国内生产总值（GDP）增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017 年 1~9 月，中国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017 年 1~9 月，中国固定资产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际增速 2.2%），增速较 1~6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较 1~6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较 1~6 月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回

升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017 年 1~9 月，中国社会消费品零售总额 26.3 万亿元，同比增长 10.4%，增速与 1~6 月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9 月，全国居民人均可支配收入 19342 元，同比增长 9.1%（实际增速 7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017 年 1~9 月，中国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，但增速较 1~6 月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10%以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为我国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对中国经济产生影响。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持

续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内中国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，中国经济增速短期内或将继续放缓，预计 2017 年全年经济增速将在 6.8% 左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

四、行业分析

1. 医药工业

(1) 运行概况

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。

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。国家统计局公布的数据显示，2016 年中国医药工业规模以上企业实现主营业务收入 29635.86 亿元，同比增长 9.92%，全年利润总额 3216.43 亿元，同比增长 15.57%。2017 年上半年，医药工业规模以上企业实现主营业务收入 15314.40 亿元，同比增长 12.39%，增速较上年同期提高 2.25 个百分点；实现利润总额 1686.52 亿元，同比增长 15.83%，增速较上年同期提高 1.22 个百分点。2017 年上半年，规模以上医药工业主营收入利润率为 11.01%，高于全国工业整体水平 3.88 个百分点。

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，医保控费对行业增长的边际冲击已有所减缓，在需求端的刺激下，2016 年起行业开始企稳回升；但从各子行业增速波动情况来看，行业开始表现出由总量增长向结构性增长转变，行业分化趋势愈加明显。

表 1 医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元、%）

	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率
化学药品原料药制造	4240.35	311.82	7.35	4614.21	351.03	7.61	5034.90	445.25	8.84
化学药品制剂制造	6303.71	733.92	11.64	6816.04	816.86	11.98	7534.70	950.49	12.61
中药饮片加工	1495.63	105.25	7.04	1699.94	123.9	7.29	1956.36	138.27	7.07
中成药制造	5806.46	597.93	10.3	6167.39	668.48	10.84	6697.05	736.28	10.99
生物药品制造	2749.77	321.84	11.7	3164.16	386.53	12.22	3350.17	420.10	12.54
卫生材料及医药用品制造	1662.32	152.39	9.17	1858.94	169.86	9.14	2124.61	191.75	9.03
制药专用设备制造	158.86	18.26	11.49	182.02	19.00	10.44	172.60	15.80	9.15
医疗仪器设备及器械制造	2136.07	219.29	10.27	2382.49	232.56	9.76	2765.47	318.49	11.52
医药工业	24553.16	2460.69	10.02	26885.19	2768.23	10.3	29635.86	3216.43	10.85

资料来源：国家统计局

(2) 主要子行业概况

从盈利情况来看，随着生产规模不断扩大，医药制造各子行业产品销售收入、利润总额保

持持续增长，其中化学制剂药、中成药制造、化学原料药和生物药品制造对整个行业的收入和利润贡献最大。

化学原料药行业

作为中国医药工业重要组成部分，化学原料药发展迅猛，行业销售收入和利润总额继续保持在上升通道，增势不减。2016 年，中国化学药品原料药行业实现主营业务收入 5034.90 亿元，同比增长 9.12%；实现利润总额 445.25 亿元，同比增长 26.84%，销售利润率有所提高。

中国是全球最大的原料药生产国之一，经过几十年发展，已形成较完整的工业体系。化学原料药行业特点包括规模大、成本低、产量高等，是医药产业升级的重要推力。化学原料药按照功效和用途可分为抗感染类、维生素类、呼吸系统用药等；按产品价值和特性可分为大宗原料药及特色原料药。大宗原料药是指需求量大、工艺成熟、不涉及专利纠纷的传统化学原料药，如抗生素、维生素等，与基础医疗保障关系紧密。特色原料药则是指专利刚过期产品的原料药，一般来说特色原料药利润相对较高。

目前，中国化学原料药企业大多数是简单的原料供应商，依靠规模和低成本赢得市场，在特色原料药方面竞争力较弱。随着人工成本上升、环保压力加大，化学原料药难以保持价格优势，向中高端原料药挺进是未来发展趋势。

化学药制剂行业

随着国内医药经济的快速增长，目前中国有能力生产的化学药品制剂共有 60 个剂型、4500 余个品种，产能居世界首位。近年来，化学药品制剂出口发展迅速，在国内医药市场复杂多变的形势下，对消化过剩产能、推动国内产业发展起到了积极作用。

据国家药监局统计，中国基本药物费用比重明显高于非基本药物。而随着基本药物目录为代表的国家药物政策的逐渐成型，中国通用名药品的发展将进入一个新阶段，未来化学药品制剂的需求量还将保持较快增长，疗效确切、价格低廉的国产普药及新药继续占有较大的市场份额，药品分类管理制度的实施将推动 OTC 药品进入快速发展阶段。但行业持续不断的调

整势必难免，整个化学药品制剂行业在面临压力的同时也将会得到很大的发展机遇。

2016 年，中国化学药品制剂行业实现主营业务收入 7534.70 亿元，同比增长 10.54%；实现利润总额 950.49 亿元，同比增长 16.36%。

中成药行业

中药即按中医理论的用药，为中国传统中医特有药物。中药包括中药材、中药饮片、中成药，为中药行业的三大支柱。其中中药材是中药饮片和中成药的原料。

中国中药行业进入 21 世纪后增长迅速，行业规模、工业化水平显著提高。2014 年~2016 年，中成药制造和中药饮片加工子行业销售收入复合增长率分别达到 7.40%与 14.37%，市场呈现稳定增长态势。2016 年，中成药制造行业实现营业收入 6697.05 亿元，同比增长 8.59%；实现利润总额 736.28 亿元，同比增长 10.14%。

随着中国居民人均收入不断提高，中药产品实际消费增速加快，一方面源于医疗消费的整体推高，另一方面，人均收入提高带来的消费升级使人们更重视药物不良反应及副作用、疾病预防与保健、日常养生及滋补需求。目前国内有中药企业 2000 多家，规模普遍较小，高技术含量与高附加值产品缺乏，低水平重复生产现象严重。

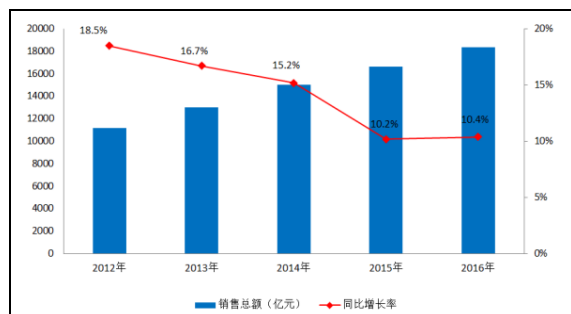
2. 医药商业

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，释放了国内的医疗及药品需求量，中国药品流通行业销售额自 2006 年以来快速增长。2010 年以来，中国药品流通行业增速放缓。根据商务部发布的《2016 年药品流通行业运行统计分析报告》，2016 年药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回升。商务部药品流通统计系统数据显示，全国七大类医药商品销售总额 18393 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 3679 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。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，2016 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 13994 亿元，扣除不可比因素同比增长 11.6%，增速同比上升 0.7 个百分点；利润总额 322 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.9%，增速同比上升 0.3 个百分点；平均毛利率 7.0%，同比上升 0.1 个百分点；平均费用率 5.2%，同比下降 0.2 个百分点；平均利润率 1.8%，同比上升 0.1 个百分点；净利润率 1.5%，同比上升 0.1 个百分点。

图1 中国药品流通行业销售总额情况



资料来源：商务部《2016 年药品流通行业运行统计分析报告》

从经营模式看，目前医药流通企业可以分为批发（调拨）和纯销（包含对医疗终端、零售终端和居民的销售）两种，纯销业务因为配送费率较高，毛利率一般可以达到 6~8%，下游客户主要以医院客户为主，回款周期相对较长，一般在 3~6 个月以上；调拨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。2016 年对生产企业销售额 60 亿元，占销售总额的 0.3%；对批发企业销售额 7520 亿元，占销售总额的 40.9%，同比下降 0.9 个百分点；对终端销售额 10813 亿元，占销售总额的 58.8%，同比上升 0.6 个百分点。其中，对医疗机构销售额 7673 亿元，占终端销售额的 71.0%；对零售终端和居民零售销售额 3141 亿元，占终端销售额的 29.0%。

从集中度看，2016 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 70.9%，同比上升 2.0 个百分点。随着各项医改政策的逐步落实，药品批发行业整合进一步加快。数据显示，在市场上占有一定规模的药品批发企业都在积极布局，努力提高其经营能力、运营能力和管理能力，向网络化、集约化和信息化目标不断迈进，有利于推进现代药品流通体系建设。

从销售终端看，据米内网数据统计，中国药品终端分为三大终端六大市场。第一终端为公立医院终端，包括城市公立医院和县级公立医院两个市场。第二终端为零售药店终端，包括实体药店和网上药店两个市场。第三终端为公立基层医疗终端，包括城市社区卫生服务中心和乡镇卫生院两个市场。三大终端六大市场中不含民营医院、村卫生室以及私人诊所。2016 年，中国药品终端市场销售额为 14975 亿元，同比增长为 8.3%，2017 年上半年为 8037 亿元，同比增长 7.8%。从药品销售的三大终端占比来看，第一终端 2016 年占比 68.4%，2017 年上半年占比 68.1%；第二终端 2016 年和 2017 年上半年占比均为 22.5%；第三终端 2016 年占比为 9.1%，2017 年上半年占比上升到 9.4%。公立基层医疗终端药品尽管销售额比较小，但却是三大终端中增速最快的，其市场份额已由 2011 年的 6.6% 上升至 2016 年的 9.1%。随着公立医院改革的深化和分级诊疗制度的推进，公立基层医疗终端市场份额有望持续走高。

从各主要区域市场来看，华东、华北和中南（包含华南和华中）是最大的三个区域市场，销售额占到全国销售总额的 77.3%，与经济发展程度相适应，三个区域市场消费能力较强，高端医药消费集中，医药流通市场相对规范，医药终端回款天数相对较短。

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。医疗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。总体看，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。医药制造行业政策导向可分为生产端的去产能

表 2 2015 年以来相关医药政策汇总

时间	政策	主要内容	影响
2015 年 2 月	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》	坚持以省（区、市）为单位的网上药品集中采购方向，实行一个平台、上下联动、公开透明、分类采购，采取招生产企业、招采合一、量价挂钩、双信封制、全程监控等措施，加强药品采购全过程综合监管，切实保障药品质量和供应；鼓励地方结合实际探索创新，进一步提高医院在药品采购中的参与度	有利于破除以药补医机制，加快公立医院特别是县级公立医院改革，降低药品虚高价格，减轻人民群众用药负担，预防和遏制药品购销领域腐败行为，抵制商业贿赂，推动药品生产流通企业整合重组、公平竞争，促进医药产业健康发展
2015 年 4 月	食品药品监督管理局《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	对信息服务备案、互联网食品药品经营者、第三方交易平台经营者等给出经营要求和监督管理规范	鼓励医药流通电商化，提升了企业开展互联网药品经营的积极性，推动医药电商企业快速扩容
2015 年 5 月	国务院办公厅《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	充分发挥公立医院公益性质和主体作用，切实落实政府办医责任，着力推进管理体制、补偿机制、价格机制、人事编制、收入分配、医疗监管等体制机制改革；统筹优化医疗资源布局、构建合理就医秩序、推动社会办医	药占比进一步下降利好零售和批发终端；用药结构会面临调整，医疗服务价格有望提升；医疗信息化程度加深
2015 年 5 月	发改委、卫计委、人社部等《关于印发推进药品价格改革意见的通知》	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	原享有单独定价的高价基药企业会受到影响，竞争可能会使其降低价格以便通过招标
2015 年 7 月	食品药品监督管理局《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》	要求1622个已申报并待审的药品注册申请人按照相关要求对照临床试验方法，对已申报生产或进口的待审药品注册申请药物的临床试验数据开展自查，确保临床实验数据真是、可靠，相关证据保存完整	有利于解决药品申请注册挤压问题，鼓励创新药研究，同时加剧企业间分化
2015 年 8 月	国务院《关于改革药品医疗器械审批制度的意见》	全面启动药品审批制度的改革以解决药物临床试验“申报难审批易”等顽疾，同时也将对创新药实行特殊审评审批制度	加快新药上市速度，有利于提高行业整体研发能力
2015 年 10 月	国务院办公厅《关于第一批取消62项中央指定地方实施行政审批事项的决定》	涉及医疗领域的项目包括取消基本医疗保险定点零售药店资格审查	有利于品牌连锁药店跨省拓展及业绩增长，业内整合重组将更加频繁
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中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	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

		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	
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年底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年2月	人社部《人力资源社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》	西药和中成药部分共收录药品2535个,较2009年版目录增幅约15.4%,其中西药部分1297个,中成药部分1238个(含民族药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	对辅助用药限制明显,对中成药、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

资料来源:联合资信整理

4. 行业关注

(1) 行业集中度低,兼并重组步伐加快

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6月底已接近7600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,医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”,近年来,行业内监管趋严,政策调控力度加大,行业内资源不断向优势企业集中。为实现规模化生产、获得优势品种、拓宽销售网络,整合并购将成为提高行业集中度的重要手段。预计未来行业集中度将有所提高。与此同时,企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商誉减值风险,一旦整合不达预期,交易发生计提商誉减值事件。

(2) 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。据统计,2016年全球医药研发投入达1454亿美元,2012年到2016年的年复合增长率为2.4%。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。

（3）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。广东、福建、重庆等省份都采用“最低价”的中标规则，吉林、湖南等地降价也是主要趋势，新版基药目录实施以来，新进目录基药价格均有一定降幅，个别省份创出历史新低。

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；对医保目录外

的血液制品、国家统一采购的预防免疫药品、国家免费艾滋病抗病毒治疗药品和避孕药具，通过招标采购或谈判形成价格；麻醉药品和第一类精神药品，仍暂时实行最高出厂价格和最高零售价格管理。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。2016 年 5 月 20 日，国家卫计委公布了首批国家药品价格谈判结果，其中慢性乙肝一线治疗药物“替诺福韦酯”、非小细胞肺癌靶向治疗药物“埃克替尼”和“吉非替尼”与此前公立医院的采购价格相比，谈判价格降幅均在 50%以上。

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

总体看，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。

6. 区域经济环境

根据《2016 年天津市国民经济和社会发展

统计公报》，初步核算 2016 年天津市生产总值（GDP）17885.39 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.0%。其中，第一产业增加值 220.22 亿元，增长 3.0%；第二产业增加值 8003.87 亿元，增长 8.0%；第三产业增加值 9661.30 亿元，增长 10.0%。三次产业结构为 1.2:44.8:54.0。服务业增加值比重继续升高。

2016 年天津市一般公共预算收入 2723.46 亿元，增长 10.0%。其中，税收收入 1624.18 亿元，增长 12.1%，占一般公共预算收入的 59.6%。从主体税种看，增值税 455.80 亿元，增长 36.4%；企业所得税 278.42 亿元，增长 7.1%；个人所得税 96.78 亿元，增长 18.4%。民生支出不断扩大。全年一般公共预算支出 3700.68 亿元，增长 6.3%。其中，社会保障和就业支出 378.27 亿元，增长 20.2%；医疗卫生支出 206.07 亿元，增长 10.8%；住房保障支出 66.75 亿元，增长 31.9%。

2016 年天津市全社会固定资产投资 14629.22 亿元，增长 12.0%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 289.15 亿元，增长 19.5%；第二产业投资 3940.48 亿元，增长 6.5%；第三产业投资 10376.56 亿元，增长 14.0%，比重达到 71.0%，比上年提高 1.3 个百分点。实体投资主体地位进一步显现，完成投资 9590.06 亿元，增长 17.2%，占固定资产投资的 65.7%；基础设施投资 2716.12 亿元，占固定资产投资的 18.6%。

总体看，天津市经济持续增长，为公司发展提供了良好外部环境。

五、基础素质

1. 产权状况

截至 2017 年 9 月底，公司实收资本 10.80 亿元，其中控股股东天士力控股持有公司 45.18%股份，公司实际控制人为闫希军先生、吴迺峰女士、闫凯境先生、李昀慧女士四人¹。

¹闫希军先生和吴迺峰女士为夫妻，闫凯境先生与闫希军先生、

2. 企业规模与竞争力

公司以药品的生产和销售为主要业务，产品涵盖中成药、化学药、生物制品等，涵盖心脑血管用药、抗肿瘤、感冒发烧、消化肝病用药和糖尿病用药等多个领域。

2017 年，公司注射用重组人尿激酶原（普佑克）等产品²入选新版医保目录。本次调整后，公司及控股子公司共有 232 个产品进入新版医保目录，其中甲类 136 个，乙类 96 个，包括复方丹参滴丸、养血清脑颗粒等 9 个独家产品。

表 3 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：联合资信根据公司年报整理

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

吴迺峰女士分别为父子、母子关系，因此四人构成一致行动人。

² 详见公司临 2017-005 号和临 2017-040 号公告。

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。

公司化学药以化学原料药和口服固体制剂为主，其中化学原料药主要品种有替莫唑胺、氟他胺等 12 个品种；口服固体制剂主要是片剂、胶囊剂，其中抗肿瘤药物蒂清自上市以来保持较高增速。

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》。2017 年，普佑克纳入新版医保目录，销量显著提高。

医药商业方面，公司建立了 29 个销售区域，809 个办事处，并在广东、北京、山东、辽宁、湖南、陕西六个区域设立了七家子公司为轴心的医药商业销售物流战略平台，重点市场区域覆盖了山东省、湖南省、陕西省和辽宁省。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（以下简称“天士力营销集团”）在新三板挂牌（股票代码：872087，股票简称：天士营销），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，且在国际化探索方面取得阶段性成果，竞争优势突出；医药商业重点区域覆盖率较高，借助天士力营销集团在新三板挂牌，未来有望得到较快发展。

3. 研发与创新

公司是国家认定的高新技术企业，是科技部、国务院国资委和中华全国总工会联合认定的创新型企业。公司研究院系由国家发改委、财政部、国家税务总局、海关总署联合认定的国家级企业技术中心，先后承担了国家“九五”、“十五”、“十一五”、“十二五”、863、973、国

家重大新药创制研究与开发等重点科研项目；此外，公司 2015 年获批建设国家科技部“创新中药关键技术国家重点实验室”及国家发改委“中药先进制造技术国家地方联合工程实验室”。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，建立了品类齐全的组分中药库，为研发现代中药奠定了理论基础和物质基础。

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，2016 年公司研发投入 4.40 亿元，占医药工业收入的 7.12%。

表 4 公司研发投入情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年
研发投入（亿元）	3.67	5.03	4.40
医药工业收入占比（%）	6.07	7.90	7.12

资料来源：公司提供

公司以创新药物开发和上市产品大品种培育为核心，构建多元化的研发资源配置模式，形成自主研发、合作研发、外部引进和投资优先许可权“四位一体”的模式，研发方向主要包括抗肿瘤、心脑血管、代谢等领域。

自主研发方面，截至 2017 年 9 月底，公司拥有在研新药及仿制药 54 项：中药 23 项，生物药及增加适应症 11 项，化学药 20 项；其中 1 类新药 14 项。2017 年公司获得了脊痛宁和乙肝疫苗 2 项临床批件，仿制药吉非替尼完成 BE 备案；以 PD-1 肿瘤免疫治疗、GLP-1 糖尿病长效蛋白、CD47 单抗为代表的多种生物创新药研发稳步推进，实现了对生物药创新靶点的全面布局。

除自主研发外，公司同法国 Transgene 组建天士力创世杰（天津）生物制药有限公司，目前已研发慢性乙肝疫苗等多项领先产品，其中国家 1.1 类新药乙肝疫苗已获临床批件，是国内首个获批以病毒为载体、治疗慢性乙型肝炎的新型靶向免疫治疗生物制品。公司投资上海赛远生物科技有限公司，其核心产品安美木单抗为治疗晚期实体瘤的 1 类治疗用生物制品。

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。公司复方丹参滴丸 FDA 三期临床试验正在有序推进中，目前公司正积极准备再次验证六周统计显著的临床试验。

2016 年，公司及主要子公司专利申请及授权分别为 39 件及 41 件；2017 年 1~9 月，公司及主要子公司专利申请及授权分别为 18 件及 24 件。截至 2017 年 9 月底，公司及主要子公司拥有专利总数 1469 件，其中发明专利 1320 件。公司主要产品复方丹参滴丸拥有专利 439 件，养血清脑颗粒拥有专利 99 件。

整体看，公司自主研发能力较为领先，并通过多种研发模式获得储备项目，为长期可持续发展提供了有力支撑。

4. 人员素质

截至 2017 年 9 月底，公司拥有高层管理人员 5 人，其中，董事长 1 人，副董事长 1 人，董事总经理 1 人，财务总监兼副总 1 人，董事会秘书兼副总 1 人。

公司董事长闫凯境，38 岁，曾任博科林药品包装技术有限公司董事长、公司董事总经理。现任公司董事长，天士力控股董事、副总裁、战略投资事业群首席执行官，天士力营销集团有限公司董事长，华金（天津）投资管理有限公司董事长等，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职务。

公司副董事长孙鹤，58 岁，曾任美国食品药品监督管理局（FDA）转化医学和计量药理学首席科学家和主审官。现任本公司副董事长、天士力控股董事、副总裁、科技创新事业群首席执行官，天士力北美药业有限公司总经理，天津雅昂医药国际化发展促进有限公司总经理。中医药世界联盟秘书长，国家首批“千人计划”国家特聘专家、评审委员，国家教育

部“2011 计划”评审专家，国家重大创新专项总体专家组成员，国家中医药标准化专家技术委员会委员。兼任天津大学药学院教授、博导，中国科学院上海生命研究院特聘教授，天津国际医药联合研究院专家指导委员会委员，英国诺丁汉大学医学院特聘教授等职务。

截至 2016 年底，公司共有员工 10455 人。从专业构成类别来看，销售人员占 52.68%、技术人员占 9.78%、生产人员占 27.51%、行政人员占 8.71%、财务人员占 1.32%；按教育程度分，研究生以上占 5.77%、本科占 35.70%、大专 40.95%、中专及以下为 17.58%。

公司高管团队整体较为稳定，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；员工队伍学历结构合理，专业技术人员储备较多，团队管理和执行效率高。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和《公司章程》等相关法律、法规和规范性文件的规定，设立了股东大会、董事会、监事会和高级管理层组成的公司治理结构。

股东大会是公司的权力机构；董事会对股东大会负责。董事会由 7 至 9 名董事组成，设董事长 1 人，副董事长 1 至 2 人，独立董事 3 人。董事会每年至少召开两次会议，由董事长召集，应当由过半数的董事出席方可举行。董事会决议表决方式为：对每一决议事项逐一表决，实现一人一票的表决制和少数服从多数的组织原则。董事会作出决议，必须经全体董事的过半数通过。

公司设监事会。监事会由 3 至 5 名监事组成，设监事会主席 1 名，监事会副主席 1 名。监事会主席和监事会副主席由全体监事过半数选举产生。

总体看，公司法人治理结构完善，运作较

为规范，管理有序，股东大会、董事会、监事会、经理层均依法行使职权，各机构独立运作。

2. 管理水平

公司按照现代企业制度进行管理，建立了较为规范的公司经营管理机制。

质量管理方面，公司施行全过程的严格质量控制，建立了一条符合国际标准的现代中药产业链：①药材生产基地 2003 年首家获得国家药监局 GAP 认证，从源头控制产品质量；②建立药材、中间体、成品过程的质量检验方法，质量检验参照国际 GLP 规范要求进行，利用与国际水平同步的高效液相色谱法（HPLC）、气相色谱法（GC）、气质联用法（GC-MS）等方法建立了指纹图谱和含量测定方法，对丹参、三七、冰片三种成分均用含量测定的标准来控制质量；③按标准化进行生产管理。公司生产程序按 GMP（药品生产质量管理规范）标准建立，并已获国家 GMP 认证。公司每年的国家药监局检验均为合格，并通过了 ISO9000 等一系列相关质量体系认证。

目前，公司 E01 项目（丹参胶囊）已经顺利通过了欧盟的现场检查，并取得欧盟的 GMP 认证证书，标志着该产品生产工艺和质量管理体系已达到欧盟标准。产品质量标准不断提升，继复方丹参滴丸载入药典后，又有养血清脑颗粒（丸）、穿心莲内酯滴丸、藿香正气滴丸 4 个品种进 2015 版中国药典。

资金管理方面，公司建立资金共享中心，既对子公司实施资金的集中管理，同时为子公司提供资金服务、融资支持，统筹安排母子公司的资金资源，实现资金管理统一银行账户管理、统一融资授信管理、统一资金预算管理、统一内部交易资金结算管理。公司制定了《现金和银行存款管理制度》、《票据管理制度》、《财务审批制度》、《资金共享中心管理制度》等对资金的审批、使用、管理等进行了详细的规定。通过银企直连平台、网上报销与支付管理系统等工具，实现资金管理的信息化，运用信息化

技术有效控制财务风险，提高资金的使用效率。公司严格执行《募集资金管理制度》，建立专门账户存储并使用所有的募集资金，严格按照招股说明书承诺的投资项目投入资金。募集资金项目变更经公司董事会、股东大会审议通过，合法有效。对于募集资金的使用做到层层审批、专款专用，严格按计划开支，杜绝浪费。

对外担保方面，公司严格遵守中国证监会《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》文件、《中华人民共和国担保法》、《公司章程》及其他相关规定来规范公司的担保行为，明确公司担保原则和担保审批程序，有效控制担保带来的财务风险，并保护投资者和债权人的利益。制定了《结算中心担保管理细则》，规定了对外担保的授权批准方式、权限、程序、责任和相关控制措施。

公司推进组织创新与转型，在原有直线式层级汇报结构上，嵌入由各部门组成的项目团队，专门负责一次性的跨部门工作，将企业职能管理和项目管理结合起来，实现精益化管理，提高经营效率。公司把过程管理作为项目性工作与日常性工作的重点，通过对考核目标进行层层分解，找出关键绩效指标及项目偏差的原因，评估过程管理的质量，并进行滚动调整，保证目标的顺利实现。

综合看，公司建立健全了一系列管理规章制度，并根据发展需要不断改革，运作和执行较为规范，管理风险较低。

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金；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，资本实力得到增强。

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”）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（以下简称“天士力集团”）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。截至 2017 年 9 月底，天士力集团质押公司股票合计 81370207 股，占全部股本比例为 7.53%。

3. 子公司存续分立，并在新三板挂牌

2016 年 9 月，公司召开第六届董事会第 10 次会议，专项审议了《关于全资子公司天津天士力医药营销集团有限公司拟进行存续分立、

股份制改造及申请在全国中小企业股份转让系统挂牌的议案》，同意天士力营销集团进行存续分立，并在条件成熟的情况下申请在新三板挂牌。具体方案：采用存续分立的方式进行，分立后天士力营销集团继续存续，同时新设天津天士力企业管理有限公司（以下简称“新设公司”）。分立后，存续公司与新设公司的股东结构、持股比例与原公司保持一致。天士力营销集团作为存续公司，注册资本为 38000 万元人民币，法定代表人为闫凯境，经营范围不变；新设公司注册资本为 7900 万元人民币，法定代表人为闫凯境。

分立基准日确定为 2016 年 9 月 30 日，存续公司和新设公司将根据经审计的原天士力营销集团 2016 年 9 月 30 日的资产负债表明细，签署分立协议，同时确定分立后存续公司与新设公司具体的资产及负债。天士力营销集团于 2017 年 3 月份完成股份制改造，目前公司对天士力营销集团的持股比例为 81.88%。

天士力营销集团主营业务为医药及医疗器械的批发、零售，其主要经营的品种可分为第三方制药企业所生产的品种（以下简称“商业品种”）与公司及子公司所生产的品种（以下简称“工业品种”）。此次分立后，天士力营销集团将主要经营商业品种，原工业品种将转至公司全资子公司天津天士力医药商业有限公司经营（以下简称“天士力商业公司”）。

2017 年 8 月，天士力营销集团收到全国中小企业股份转让系统有限责任公司出具的《关于同意天津天士力医药营销集团股份有限公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌的函》（股转系统函[2017]4808 号），同意天士力营销集团股票在全国中小企业股份转让系统挂牌，转让方式为协议转让。同时，因天士力营销集团申请挂牌时股东人数未超过 200 人，按规定中国证监会豁免核准天士力营销集团股票公开转让，挂牌后纳入非上市公众公司监管。目前，天士力营销集团三板挂牌手续已全部完成。

此次天士力营销集团存续分立完成，有利

于提升公司管理效率、增强盈利能力；天士力营销集团在新三板挂牌后，有利于提升公司资产运营效率。

八、经营分析

1. 经营现状

公司以药品的生产和销售为主要业务，产品涵盖中成药、化学药、生物制品等。2014~2016年，公司主营业务收入逐年小幅增长，2016年为138.62亿元，同比增长5.47%。近年来公司医药工业收入规模较为稳定，2016年为61.78亿元，同比下降2.93%，主要受招标降价、医保控费等行业政策影响。医药商业方面，公司不断优化业态结构，加大纯销业务占比，该板块收入以8.97%的速度持续增长；2016年，公司强化销售网络的拓宽，医药商业板块实现收入76.84亿元，同比增长13.36%，占主营业务收入的比重由51.57%上升至55.43%。

公司主营业务毛利率近年来略有波动，分别为37.38%、38.55%和36.41%；其中医药工业毛利率始终保持较高水平，2016年为72.83%，医药商业毛利率2016年为7.12%，较上年保持稳定。

2017年，公司普佑克等产品进入新版《医保目录》，公司持续推进临床科研成果深度推广。在上述有利因素的拉动下，2017年前三季度公司实现主营业务收入110.98亿元，同比增长16.24%；医药工业和医药商业分别实现收入44.31亿元和66.67亿元，分别同比增长12.71%和18.72%。公司营业成本随销售规模的扩大而增长，医药商业收入占比的提高拉低毛利率水平，公司主营业务毛利率为33.60%，同比变动不大；医药工业和医药商业板块毛利率分别为72.78%和7.56%。

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5 公司主营业务收入和毛利率情况(单位：亿元、%)

业务	2014年			2015年			2016年			2017年1-9月		
	收入	占比	毛利率	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	61.78	44.57	72.83	44.31	39.93	72.78
医药商业	64.71	51.68	6.13	67.78	51.57	7.14	76.84	55.43	7.12	66.67	60.07	7.56
合计	125.23	100.00	37.38	131.43	100.00	38.55	138.62	100.00	36.41	110.98	100.00	33.60

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

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。

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。

公司原材料采购采取的结算方式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

公司主要向子公司天津博科林采购药瓶和瓶盖，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。

(2) 产品生产

公司拥有国内一流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、产成品的质量进行检验监控。

2014~2016 年，复方丹参滴丸的产能利用始终保持较高水平，养血清脑颗粒（丸）和水林佳自上市以来市场需求迅速增加，带动产量大幅增长，产能利用率持续提高。2016 年，复

方丹参滴丸和水林佳的产量分别为 12801.01 万盒和 948.01 万盒，分别同比下降 7.30% 和 10.24%；养血清脑颗粒产量为 2444.69 万盒，同比增长 4.00%。上述三种产品 2016 年的产能利用率分别为 88.90%、67.91% 和 61.56%。

2017 年 1~9 月，受销量下降的影响，复方丹参滴丸和养血清脑颗粒（丸）的产能利用率较 2016 年有所回落；水林佳的产能利用率较 2016 年基本持平。

总体看，公司生产工艺和设备领先，产品质量控制水平较高，主要产品产能释放较为充分，整体生产情况稳定。

(3) 产品销售

公司产品主要通过全资子公司天士力商业公司对外销售。公司下设 29 个大区，809 个办事处，形成了较为完整的营销网络。公司销售系统设医院、OTC、社区、商销四个职能板块。其中，商销系统对签约、供货、回款等销售事项进行统一商务管理；医院、OTC、社区板块各自负责目标市场的业务拓展。

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。为适应规模化、专业化经营的要求，公司将市场划分为大中城市医疗板块、包括农村和小城市的城乡板块和 OTC 板块，并针对三个板块进行市场细分，对各细分市场采用一级商业经销、二级商业分销、覆盖终端的三级网络销售模式，从而达到最大的市场覆盖效果。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。目前，公司拥有一级商业经销商 452 家，二级经销商 4377 家，并将逐步签署新协议，将更多二级经销商转为一级。

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 6 公司主要产品产销情况（单位：%）

产 品	项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
复方丹参滴丸	产能利用率	95.28	97.74	88.90	80.60
	销量（万盒）	13349.91	13319.21	13649.28	9724.28
	产销率	101.51	96.46	106.63	84.54
养血清脑颗粒（丸）	产能利用率	56.12	58.85	67.91	50.93
	销量（万盒）	2653.54	2737.05	2669.24	1859.97
	产销率	102.07	100.41	95.65	59.09
水林佳	产能利用率	58.10	61.01	61.56	62.63
	销量（万盒）	1013.60	1048.56	920.70	1054.17
	产销率	105.46	99.28	97.12	98.09

资料来源：公司提供

近几年，受招标限价、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，部分产品的销量存在波动。2016 年，公司养血清脑颗粒和水林佳分别实现销量 2669.24 万盒和 920.70 万盒，均较去年同期有小幅减少（分别同比下降 0.60% 和 12.19%）；复方丹参滴丸在心脑血管中成药市场占有率较高，销量较为稳定，2016 年为 13649.28 万盒，同比增长 2.48%。上述三种产品的产销率分别为 106.63%、95.65% 和 97.12%。

总体看，公司营销网络较为完善，在招标限价、医保控费的行业政策影响下，部分产品的产销情况有所波动，但整体经营较为稳健；医保目录调整带来的销量增长逐步释放，预计将成为公司医药工业板块新的收入及利润增长点。

3. 医药商业

公司医药商业板块经营主体为天士力营销集团及下属子公司，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 2016 年底，天士力营销集团资产总额 65.05 亿元，所有者权益 5.22 亿元，经模拟的 2016 年营业收入 85.33 亿元，利润总额 0.98 亿元³；截至 2017 年 6 月底，天

士力营销集团资产总额 62.69 亿元，所有者权益 5.68 亿元，2017 年 1~6 月实现营业收入 47.46 亿元，利润总额 0.61 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、山东等七个省市布局医药商业流通子公司，截至 2016 年底，公司已建立了覆盖超过 3000 余家医疗机构、1100 余家下游医药商业公司、1000 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 34000 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

³ 天士力营销集团原经营范围包括工业品种和商业品种。2016 年 9 月，公司对医药商业业务进行调整，将公司工业产品销售职能转移至天士力商业公司，因此上文中天士力营销集团 2016 年营业收入及利润总额为天健会计师事务所基于 2016 年 1 月 1 日公司已完业务调整事项而模拟的合并利润表。详见“重大事

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、天津等区域开办了济南平嘉大药房有限公司、济南百草平嘉大药房有限公司、济南康利新平嘉大药房有限公司、辽宁天士力大药房连锁有限公司和天津天士力大药房连锁有限公司，截至 2017 年 9 月底，共经营 675 家零售连锁药店，其中直营药店 543 家、加盟药店 132 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，天士力营销集团目前仍为区域性医药流通企业，渠道覆盖区域与终端覆盖率低于全国性医药流通企业，公司面临一定竞争压力；随着公司医药商业板块业务的分立、天士力营销集团新三板挂牌，公司医药商业板块有望获得快速发展。

4. 经营效率

2014~2016 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均持续下降，

三年均值分别为 2.33 次、5.00 次和 0.92 次，2016 年分别为 2.06 次、4.69 次和 0.86 次。总体看，公司整体经营效率良好。

5. 未来发展

未来，公司继续发挥现有“四位一体”研发资源优势，以现代中药为核心，快速丰富“两翼”内涵，调整产品结构，在发展新产品的同时，围绕产业链打造和培育大品种，开展一系列产品与技术升级重点项目，提升大产品的市场竞争地位；同时，公司将继续坚持全面国际化、国际标准的全产业链构建、产业与资本的双轮驱动、管理与模式创新的发展逻辑，践行中药国际化“走出去、走进去、走上去”的三步走战略。以资本为纽带，加强与国际领先企业的合作，助力公司从传统制药公司向综合医学服务提供商的逐步转型。

截至 2017 年 9 月底，公司主要在建工程包括制剂中试中心项目、研发大楼及配套项目、东北现代中药示范工厂项目、上海天士力反应器扩能和 GMP 改造项目、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）以及天地药业新厂区建设，总投资额为 18.46 亿元，截至 2017 年 9 月底已投资金额 14.35 亿元，未来计划投资 4.11 亿元，与近年来公司利润留存情况以及期末现金及现金等价物规模相比，后续待投入资金规模小，公司完成资本性投资所需进行外部融资的压力小。

总体看，公司在建工程主要集中于医药产品的技术研发和核心产品产能的扩充，随着在建产能的释放，有利于公司市场份额及经营业绩的提升。

表 7 截至 2017 年 9 月底公司投资计划（单位：万元）

项目名称	预计总投资	截至 2017 年 9 月底 已完成投资	2017 年计划投 资金额	2018 年计划投 资金额	2019 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	61130.80	10701.00	--	--
天士力现代中药出口生产基地集成控制建设项目（FDA 及 EMA-CMC 项目）	20000.00	17500.01	156.00	2380.00	--
上海天士力反应器扩能和 GMP 改造项目	23038.92	20658.67	833.00	6515.00	--
复方丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂生	15572.00	9199.47	4949.00	4000.00	779.00

产线建设项目					
帝益无菌药品车间项目	7350.00	7433.98	1889.00	--	--
天地药业新厂区建设项目	22540.43	6216.04	6132.51	11771.48	1500.00
天士力信息中心建设项目	6800.00	6138.09	4976.00	--	--
东北现代中药示范工厂项目	32000.00	14640.52	18422.00	3863.00	3461.00
天士力现代中药产业园建设项目	5000.00	381.73	3178.00	1440.00	500.00
合计	184641.40	143479.30	51236.51	29969.48	6240.00

资料来源：公司提供

业总收入 111.62 亿元，利润总额 13.72 亿元。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2014~2016 年合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2017 年三季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2015 年，公司合并范围较 2014 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；2016 年公司新增合并范围子公司 2 家，减少合并范围子公司 2 家，分别是：2016 年 2 月注销天士力（辽宁）现代中药资源有限公司，2016 年 12 月吸收合并天津金士力新能源有限公司，2016 年 9 月派生分立天津天士力企业管理有限公司，孙公司天津天士力营销培训管理有限公司升级为子公司；截至 2017 年 9 月底，公司合并范围较上年底新增一家子公司，系上海赛远生物科技有限公司。总体看，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，财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 171.26 亿元，所有者权益 82.07 亿元（含少数股东权益 2.43 亿元）；2016 年公司实现营业收入 139.45 亿元，利润总额 14.96 亿元。

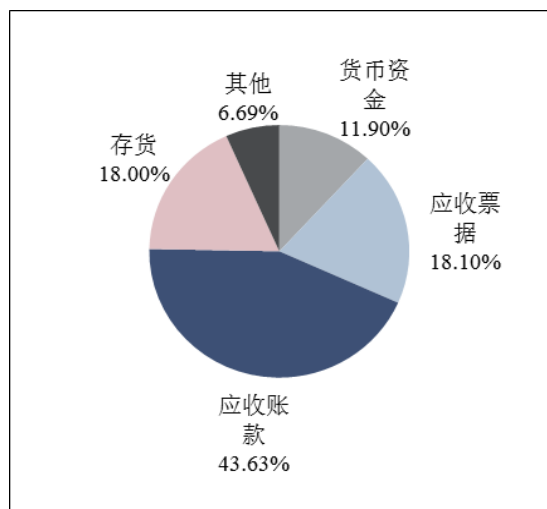
截至 2017 年 9 月底，公司（合并）资产总额 206.04 亿元，所有者权益 88.20 亿元（含少数股东权益 3.18 亿元）；2017 年 1~9 月实现营

2. 资产质量

2014~2016 年，随着公司业务发展，资产总额快速增长，年均复合增长率 15.13%。截至 2016 年底，公司资产总额 171.26 亿元，同比增长 11.12%，主要系流动资产增加所致；从资产结构看，公司流动资产占 65.25%，非流动资产占 34.75%，公司资产以流动资产为主。

2014~2016 年，公司流动资产规模快速增长，年均增长 19.79%。截至 2016 年底，公司流动资产 111.76 亿元，同比增长 12.92%，主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货构成。

图 2 截至 2016 年底公司流动资产构成情况



资料来源：根据公司财务报表整理

2014~2016 年，公司货币资金年均增长 9.16%。截至 2016 年底，公司货币资金 13.30 亿元，同比增长 23.07%；其中银行存款占 59.32%，其他货币资金（主要为银行承兑汇票保证金）占 40.60%，全部为受限资产，受限占比高。

伴随销售收入增长，2014~2016 年，公司

应收票据快速增长，年均增长 29.56%。截至 2016 年底，公司应收票据账面价值 22.10 亿元，同比增长 23.33%，主要系公司扩大票据结算规模所致；公司应收票据以银行承兑汇票为主，占应收票据账面价值的 98.86%，其余为商业承兑汇票，累计计提坏账准备 25.50 万元；受限资产占应收票据账面价值的 1.39%，主要系为银行融资、开立银行承兑汇票提供质押担保所致。

2014~2016 年，公司应收账款逐年增长，年均增长 17.06%。截至 2016 年底，公司应收账款账面价值 48.76 亿元，同比增长 5.02%，主要系销售规模扩大和医药商业业务快速发展所致。公司按账龄法计提坏账准备的应收账款占其账面余额的 99.77%，其中账龄在一年以内的占比 97.63%，账龄较短，累计计提坏账准备 1.07 亿元，计提比例 2.15%；公司单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款占其账面余额的 0.23%，累计计提坏账准备 0.86 亿元，计提比例 75.63%。截至 2016 年底，公司应收账款前五名客户应收款项占应收账款余额的 13.99%，公司应收账款客户集中度较低；受限资产占应收账款账面价值的 0.07%，主要为有追索权的应收账款保理。

2014~2016 年，公司存货年均复合增长 16.72%。截至 2016 年底，公司存货账面价值 20.12 亿元，同比增长 14.07%，主要系医药商业板块业务规模扩大使得库存商品规模扩大所致。公司存货主要由原材料（占 16.34%）和库存商品（占 76.33%）构成。公司分别对原材料、在产品 and 库存商品计提跌价准备 90.05 万元、147.38 万元和 271.89 万元，计提比例为 0.25%。

2014~2016 年，公司非流动资产不断增长，年均增长 7.67%。截至 2016 年底，公司非流动资产合计 59.51 亿元，同比增长 7.89%，主要系固定资产增长所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 9.26%）、固定资产（占 58.69%）、在建工程（占 6.99%）、无形资产（占 8.66%）和开发支出（占 7.13%）构成。

2014~2016 年，公司长期股权投资规模逐年增长，年均增长 17.29%。截至 2016 年底，公司长期股权投资 5.51 亿元，同比增长 5.48%，主要系追加对天士力创世杰（天津）生物制药有限公司和天视珍生物技术（天津）有限公司的投资所致。

2014~2016 年，公司固定资产规模稳步增长，年均增长 11.95%。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 34.92 亿元，同比增长 23.42%，主要系制剂中试中心项目、研发大楼及配套项目等在建工程项目完工转入所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 60.99%）和机器设备（占 36.16%）构成，符合公司医药制造业行业特性；累计计提折旧 16.13 亿元；未办妥产权证书的房屋及建筑物占固定资产账面价值的 17.91%；受限资产为 1.11 亿元，占固定资产账面价值的 3.19%，主要系为银行融资、开立银行承兑汇票提供抵押担保所致。

2014~2016 年，公司在建工程规模有所波动，年均下降 24.53%。截至 2016 年底，公司在建工程账面价值 4.16 亿元，同比下降 51.55%，主要系制剂中试中心项目、研发大楼及配套项目完工转入固定资产所致。

2014~2016 年，公司无形资产不断增长，年均增长 12.09%。截至 2016 年底，公司无形资产账面价值 5.16 亿元，同比增长 5.49%，主要系购买云南三七和陕西物流园的土地使用权所致；公司无形资产由土地使用权、专利权和软件构成，分别占无形资产账面价值的 76.14%、10.99%和 12.86%；未办妥产权证书的土地使用权占无形资产账面价值的 4.77%；受限资产占无形资产账面价值的 2.62%，主要为银行融资、开立银行承兑汇票提供抵押担保所致。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额 206.04 亿元，较 2016 年底增长 25.55%，主要系流动资产增长所致，其中流动资产和非流动资产分别占比 68.10%和 31.90%，资产结构较 2016 年底相比变化不大。截至 2017 年 9 月底，公司应

收账款 66.27 亿元，较 2016 年底增长 35.90%，主要系报告期内医药商业拓展医院终端销售业务，应收账款回款期加长所致；其他应收款较 2016 年底增加 3.10 亿元，主要系押金保证金及备用金增加所致；其他流动资产 7.69 亿元，较 2016 年底增长 100.69%，主要系公司购买理财产品所致；可供出售金融资产 2.76 亿元，较 2016 年底增长 107.07%，主要系子公司天士力（香港）药业有限公司（以下简称“香港天士力”）投资 Pharmnext SA 2000 万欧元所致；长期股权投资 8.32 亿元，较 2016 年底增长 51.10%，主要系子公司香港天士力投资 CardioDx, Inc.，子公司上海天士力药业有限公司增资天境生物科技（天津）有限公司 2040 万美元所致。

总体看，近年来公司资产规模不断增长，以流动资产为主；应收账款、应收票据和存货占比较大，货币资金受限占比高，公司资产流动性一般，整理资产质量适宜。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益快速增长，年均增长 27.25%，主要源于资本公积和未分配利润的增长。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 82.07 亿元，同比增长 6.48%，主要系利润积累所致。从权益结构来看，归属于母公司所有者权益占所有者权益的 97.04%，以股本、资本公积、盈余公积和未分配利润为主，占比分别为 13.57%、19.39%、10.36%和 56.72%，其中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。

2014~2016 年，公司资本公积波动增长，年均增长 151.37%。截至 2015 年底，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。截至 2016 年底，公司资本公积 15.44 亿元，同比下降 12.82%，主要系公司控股子公司天士力营销集团收购子包括辽宁天士力大药房连锁有限公司等子公司的部分少数股东股权，新增投

资成本大于新增持股比例，相应减少资本溢价 1.96 亿元所致。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益合计 88.20 亿元（含少数股东权益 3.18 亿元），较 2016 年底增长 7.47%，主要来自未分配利润的增长。

总体看，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快速增长。近三年公司分别实现净利润 14.50 亿元、15.24 亿元和 12.19 亿元，分别派发现金股利 4.21 亿元、4.54 亿元和 6.05 亿元。若未来公司调整股利分配政策，可能引起未分配利润规模的减少，进而导致所有者权益规模的下降。

负债

2014~2016 年，公司负债规模波动增长，年均增长 6.58%。截至 2016 年底，公司负债总额 89.20 亿元，同比增长 15.75%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 91.47%，非流动负债占 8.53%，负债结构以流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债规模波动增长，年均增长 9.80%。截至 2016 年底，公司流动负债 81.59 亿元，同比增长 23.88%，主要系其他流动负债大幅增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占 29.27%）、应付票据（占 12.71%）、应付账款（占 22.76%）和其他流动负债（占 20.81%）构成。

2014~2016 年，公司短期借款规模逐年下降，年均下降 16.58%。截至 2016 年底，公司短期借款 23.88 亿元，同比下降 19.61%，主要系公司为降低融资成本，发行超短期融资券而减少银行借款所致；公司短期借款主要由保证借款（占 44.09%）和信用借款（占 52.80%）构成。

2014~2016 年，公司应付票据波动下降，年均下降 11.48%。截至 2016 年底，公司应付票据 10.37 亿元，同比增长 2.37%，全部为银行承兑汇票。

2014~2016 年，随着公司生产销售规模的扩大，采购金额逐年增加，应付账款随之快速增长，年均增长 18.50%。截至 2016 年底，公司

应付账款18.57亿元，同比增长28.33%，主要系应付货款和工程设备款。

截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债4.00亿元，主要系公司债“12天士01”由应付债券科目调整至一年内到期的非流动负债科目所致。

截至2016年底，公司其他流动负债16.97亿元，同比大幅增长240.33%，主要系公司发行“16天士力药SCP002”（7.00亿元）和“16天士力药SCP003”（10.00亿元）所致。

2014~2016年，公司非流动负债波动下降。截至2016年底，公司非流动负债合计7.61亿元，同比下降32.04%，主要系应付债券减少所致；公司非流动负债主要由应付债券（占52.50%）和递延收益（占41.47%）和构成。

2014~2016年，公司应付债券快速下滑，年均下降29.22%。公司分别于2012年和2013年发行两期公司债券“12天士01”和“13天士01”，发行规模合计8亿元。2014~2015年，公司应付债券余额均为7.98亿元。截至2016年底，公司应付债券4.00亿元，同比下降49.96%，主要系公司债“12天士01”调至流动负债所致。

2014~2016年，公司递延收益分别为2.53亿元、2.90亿元和3.16亿元，全部为政府补助。

截至2017年9月底，公司负债总额117.84亿元，较2016年底增长32.11%；其中流动负债和非流动负债占比分别为95.96%和4.04%，流动负债占比进一步提高。截至2017年9月底，公司短期借款75.15亿元，较2016年底增长214.65%，系公司以短期借款替换到期的超短融、公司债以及票据贴现所致；应付票据6.97亿元，较2016年底下降32.72%，主要系银行承兑汇票到期兑付所致；应付债券较2016年底减少3.99亿元，主要系公司债“13天士01”转至一年内到期的非流动负债科目所致。

有息债务方面，2014~2016年，公司全部债务规模波动增长，年均增长7.12%。截至2016年底，公司全部债务59.23亿元（包括其他流

动负债中的短期债务融资工具和长期应付款），同比增长11.83%，其中短期债务占93.23%，长期债务占6.77%。截至2017年9月底，公司全部债务合计87.37亿元，较2016年底增长47.51%，主要系短期借款的大幅增长所致；其中短期债务和长期债务分别占95.57%和1.43%，短期债务占比进一步提高。

从债务指标看，2014~2016年，受债务规模波动上升和所有者权益持续增长的影响，公司资产负债率和全部债务资本化比例呈波动态势，长期债务资本化比率则持续下降。上述指标三年均值分别为54.28%、45.08%和9.29%，2016年分别为52.08%、41.92%和4.66%。截至2017年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率较2016年底继续提升，分别为57.19%和49.77%；长期债务资本化比率继续下降至1.40%。

总体看，公司有息债务规模快速增长，且公司债务以短期债务为主，债务结构仍有待改善。

4. 盈利能力

近年来，公司积极拓展营销网络，经营规模稳步增长。2014~2016年，公司营业收入年均增长5.30%，2016年为139.45亿元，同比增长5.43%。近三年，公司营业成本年均增长6.14%，增速高于营业收入；2016年公司营业成本88.54亿元，同比增长9.28%。2014~2016年，公司营业利润率波动下降，分别为36.71%、37.83%和35.43%。2016年公司实现营业利润14.96亿元，同比下降16.09%，主要系公司毛利率较低的医药商业板块收入占比增长所致；实现净利润12.19亿元，同比下降19.98%；归属于母公司所有者的净利润11.76亿元，同比下降20.43%。

从期间费用看，公司近三年期间费用占营业收入比重分别为23.24%、24.27%和24.80%，呈逐年上升的趋势。2016年公司费用总额34.59亿元，较上年增长7.74%。其中，销售费用23.62

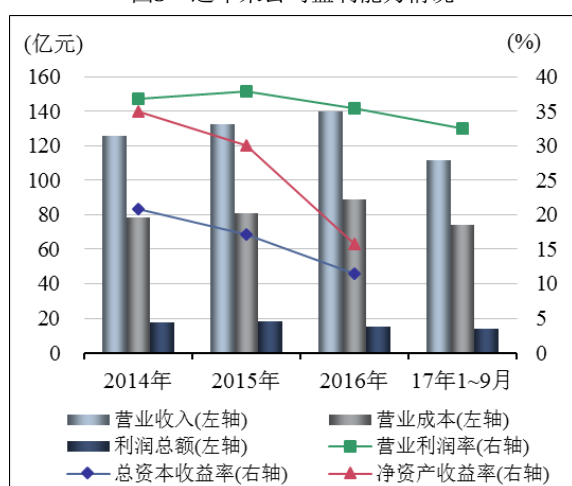
亿元,较上年增长 18.65%,主要系公司为应对行业政策变化,医药工业加大新品营销投入,以及医药商业销售业态优化,商业终端占比增长,市场投入增加所致;管理费用 8.69 亿元,同比下降 9.42%,主要系公司费用化研发投入下降且费用性税金调整至税金及附加科目所致;财务费用 2.28 亿元,同比下降 12.47%,主要系公司发行超短融替换资金成本较高的银行借款,利息支出减少所致;公司控费能力有待改善。

2014~2016 年,公司营业外收入分别为 0.43 亿元、0.60 亿元和 0.39 亿元,主要来源于政府补助。

2014~2016 年,公司营业利润波动下降,分别为 17.09 亿元、17.47 亿元和 14.66 亿元,利润总额亦波动下降,分别为 17.33 亿元、17.95 亿元和 14.96 亿元。

从盈利指标来看,2014~2016 年,公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率三年平均值分别为 36.40%、12.54%和 19.08%,2016 年分别为 35.43%、10.27%和 14.86%,同比均有所下降。

图3 近年来公司盈利能力情况



资料来源:根据公司财务报表整理

2017 年 1~9 月,公司实现营业收入 111.62 亿元,同比增长 16.15%,为 2016 年的 80.04%;实现利润总额 13.72 亿元,同比增长 8.37%,为 2016 年的 91.71%。受医药商业占比进一步提升

影响,2017 年三季度公司营业利润率为 32.48%,较上年减少 2.95 个百分点。

总体看,近年来公司收入规模平稳增长,期间费用占营业收入的比重有所上升,均值为 24.33%,压缩了其整体利润空间;受医保控费等政策以及医药商业板块收入占比增加的影响,盈利能力有所下滑但整体保持较高水平。

5. 现金流分析

经营活动方面,2014~2016 年,公司经营活动现金流入量不断增长,年均增长 11.38%。2016 年,公司经营活动现金流入量为 162.34 亿元,同比增长 13.49%;其中销售商品、提供劳务收到的现金为 139.93 亿元;2014~2016 年,公司经营活动现金流出量快速增长,年均增长 9.97%。2016 年,公司经营活动现金流出规模 150.80 亿元,同比增长 7.99%;其中购买商品、接受劳务支付的现金 96.21 亿元;支付其他与经营活动有关的现金 26.58 亿元,主要为市场推广费、办公通讯差旅费、招待费等。近三年公司经营活动产生的现金流量净额分别为 6.17 亿元、3.40 亿元和 11.54 亿元。从收入实现质量来看,2014~2016 年,公司现金收入比分别为 102.42%、105.79%和 113.20%,公司收入实现质量逐步提高。

投资活动方面,2014~2016 年,公司投资活动现金流入规模较小。2016 年公司投资活动现金流入 3.63 亿元,较上年增长 43.22%,主要系理财产品到期收回的现金较多所致;收到其他与投资活动有关的现金 0.58 亿元,主要系政府补助。2014~2016 年,公司投资活动现金流出量分别为 8.11 亿元、11.64 亿元和 10.17 亿元,主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金;近三年,公司投资活动现金流持续表现为净流出,分别为 -5.66 亿元、-9.11 亿元和 -6.54 亿元。

筹资活动方面,近三年公司筹资活动现金流入规模有所波动;2015 年,公司利用多种渠道筹集资金,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（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（短期融资券“15 天士力药 CP001”）；2016 年公司筹资活动现金流入 67.85 亿元，较上年下降 18.52%，主要系 2015 年公司非公开发行股票成功使得 2016 年吸收投资收到的现金相对较少所致。2014~2016 年，公司筹资活动现金流出波动增长，主要用于偿还债务；近三年，公司筹资活动现金净流量分别为 0.71 亿元、2.86 亿元和-2.32 亿元。

2017 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-10.69 亿元，主要系票据贴现利率高于贷款利率，公司减少贴现以及医药商业规模及下游医院终端扩展，应收账款回款期加长所致；投资活动产生的现金流量净额为-12.33 亿元，主要系公司购买理财产品及对外投资规模较大所致；筹资活动产生的现金流量净额为 23.52 亿元。2017 年 1~9 月，公司现金收入比为 96.80%，收入实现质量有所下滑。

总体看，近三年公司经营活动产生的现金流入规模持续增长，收入实现质量较好；近年来公司投资需求不断增长，经营性活动现金流不能覆盖投资性现金流，公司存在对外筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率和速动比率整体呈波动上涨趋势，三年加权平均值分别为 134.12%及 109.70%，截至 2016 年底，公司流动比率及速动比率分别为 136.98%及 112.32%；2016 年经营性现金流动负债比为 14.14%，较去年同期上升 8.98 个百分点。截至 2017 年 9 月底，流动比率及速动比率分别为 124.08%及 105.50%，较 2016 年底有所下滑。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，

公司 EBITDA 利息倍数分别为 7.37 倍、8.89 倍和 8.94 倍；同期，全部债务/EBITDA 分别为 2.45 倍、2.22 倍和 2.86 倍。公司长期偿债能力强。

截至 2017 年 9 月底，公司从各商业银行获得授信额度合计 107.83 亿元，未使用额度 33.25 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 2017 年 9 月底，公司无对外担保事项。

7. 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（机构信用代码为：G1012010500741100J），截至 2018 年 2 月 2 日，公司已结清信贷业务中，有 2 笔欠息、1 笔关注类贷款、4 笔关注类票据贴现，根据银行提供的说明文件，主要系银行系统原因所致；未结清信贷业务中，无不良和关注类记录。

8. 抗风险能力

中国中药行业市场空间广阔，公司自主研发能力位列行业内前端，产品质量管理体系将逐步与国际水平接轨。近年来，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、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 10 亿元，占 2017 年 9 月底公司全部债务和长期债务的比重分别为 11.45%和 800.00%，本期中期票据的发行对公司现有债务总量有一定影响。

截至 2017 年 9 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 57.19%、49.77%和 1.40%。以 2017 年 9 月底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，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将分别上升至 59.18%、52.47%和 11.32%，债务负担尚可。考虑到部分资金用于置换银行贷款，实际债务负担将小于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据的 13.09 倍、14.30 倍和 16.23 倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据的 0.62 倍、0.34 倍和 1.15 倍。2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据的 2.30 倍、2.38 倍和 2.07 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度较强。

十一、结论

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。未来在新医改政策推动下，巨大的市场需求将支撑医药行业景气度延续。

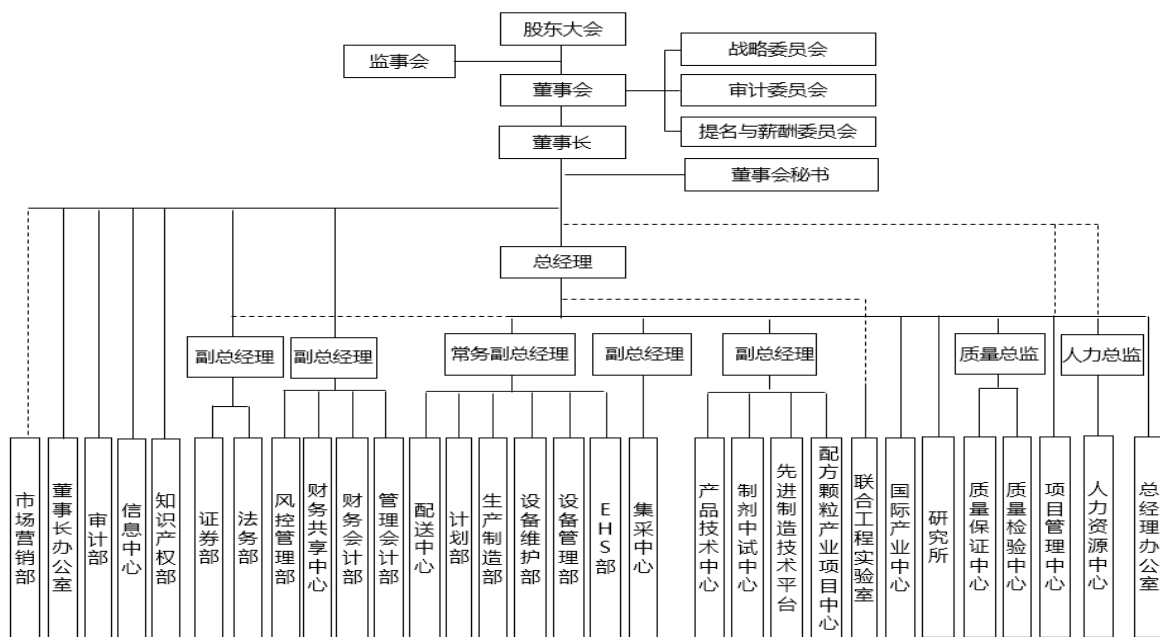
公司作为国内实践中药现代化的领军企业，自主研发能力处于国内中药行业领先水平，品牌影响力和中药材自给优势明显，复方丹参滴丸及其他重点产品市场份额领先。2017 年，普佑克等 5 个品种纳入新版医保目录。近年来，公司整体经营情况良好，资产及收入、利润规模持续增长，保持了较高的盈利水平，债务负担适宜。未来，公司将以国内市场为基础，全面推进国际化，加快中药、化学药、生物药三大体系协同发展的产业格局。

公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度较强。考虑到融资渠道通畅，且现金类资产较为充裕。总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险较低。


```

graph TD
    A[闫希军] -- 100% --> B[天津帝智投资管理有限公司]
    C[吴迺峰] -- 12% --> B
    D[闫凯境] -- 12% --> B
    E[李昀慧] -- 70% --> B
    F[李昀慧] -- 6% --> B
    B -- 17.50% --> G[尖峰集团]
    B -- 51.00% --> H[天津帝士力投资控股集团有限公司]
    B -- 31.50% --> I[自然人 32 人]
    G -- 20.76% --> H
    H -- 67.09% --> J[天士力控股集团有限公司]
    I -- 12.15% --> J
    J -- 45.18% --> K[天士力医药集团股份有限公司]
  
```

附件 1-2 截至 2017 年 9 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.24	23.14	35.39	36.67
资产总额(亿元)	129.21	154.13	171.26	206.04
所有者权益(亿元)	50.68	77.07	82.07	88.20
短期债务(亿元)	48.12	44.97	55.22	86.12
长期债务(亿元)	8.12	8.00	4.01	1.25
全部债务(亿元)	56.25	52.96	59.23	87.37
营业收入(亿元)	125.78	132.28	139.45	111.62
利润总额(亿元)	17.33	17.95	14.96	13.72
EBITDA(亿元)	22.98	23.83	20.74	--
经营性净现金流(亿元)	6.17	3.40	11.54	-10.69
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.58	2.34	2.06	--
存货周转次数(次)	5.32	5.00	4.69	--
总资产周转次数(次)	0.97	0.93	0.86	--
现金收入比(%)	102.42	105.79	113.20	96.80
营业利润率(%)	36.71	37.83	35.43	32.48
总资本收益率(%)	16.39	13.77	10.27	--
净资产收益率(%)	28.62	19.77	14.86	--
长期债务资本化比率(%)	13.81	9.40	4.66	1.40
全部债务资本化比率(%)	52.60	40.73	41.92	49.77
资产负债率(%)	60.77	50.00	52.08	57.19
流动比率(%)	115.10	150.27	136.98	124.08
速动比率(%)	93.27	123.49	112.32	105.50
经营现金流动负债比(%)	9.11	5.16	14.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.37	8.89	8.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.45	2.22	2.86	--

注：1. 2017 年前三季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债已计入短期债务计算；3. 长期应付款已计入长期债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 天士力医药集团股份有限公司 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

天士力医药集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

天士力医药集团股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对天士力医药集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，天士力医药集团股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注天士力医药集团股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现天士力医药集团股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对天士力医药集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如天士力医药集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对天士力医药集团股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与天士力医药集团股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。