信用等级公告

联合[2018] 1237 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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持天士力医药集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“18 天士力医 MTN001”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十六日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

天士力医药集团股份有限公司跟踪评级报告

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

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 天士力医 MTN001	10 亿元	2021/05/03	AA+	AA+

跟踪评级时间：2018 年 6 月 26 日

财务数据

项　目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	23.14	29.99	43.30	35.72
资产总额(亿元)	154.13	171.26	215.32	227.67
所有者权益合计(亿元)	77.07	82.07	89.74	94.40
短期债务(亿元)	44.97	55.22	81.14	68.88
长期债务(亿元)	8.00	4.01	8.93	26.57
全部债务(亿元)	52.96	59.23	90.06	95.45
营业收入(亿元)	132.28	139.45	160.94	39.52
利润总额(亿元)	17.95	14.96	17.36	4.56
EBITDA(亿元)	23.83	20.74	24.32	--
经营性净现金流(亿元)	3.40	11.54	-8.23	1.51
营业利润率(%)	37.83	35.43	35.12	33.40
净资产收益率(%)	19.77	14.86	15.62	--
资产负债率(%)	50.00	52.08	58.32	58.54
全部债务资本化比率(%)	40.73	41.92	50.09	50.28
流动比率(%)	150.27	136.98	132.71	155.53
经营现金流动负债比(%)	5.16	14.14	-7.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.22	2.86	3.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.89	8.94	7.62	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中的短期融资券已调整至短期债务；长期应付款中的有息债务已调整至长期债务；现金类资产已剔除受限货币资金。

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。跟踪期内，公司经营状况良好，业绩稳健增长，核心产品市场竞争力保持良好水平，普佑克等多项产品进入国家、地方医保目录。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、公司债务负担增长较快、应收账款规模大等因素对公司信用水平带来不利的影响。

未来，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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，“18天士力医MTN001”信用等级为AA+，评级展望为稳定。

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，跟踪期内，主导产品复方丹参滴丸在心脑血管中成药中市场份额保持第一。
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年底，公司及控股子公司共有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，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，综合导致应收账款规模较大且呈增长趋势，对资金形成一定占用。
3. 2017年以来，公司债务规模快速扩张，以短期债务为主，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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照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的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本概况

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.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 2018 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、吴迺峰女士、闫凯境先生、李昀慧女士[1]。

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 2018 年 3 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、研究院等 33 个部门。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 215.32 亿元，所有者权益 89.74 亿元（含少数股东权益 3.20 亿元）；2017 年，公司实现营业总收入 160.94 亿元，利润总额 17.36 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 227.67 亿元，所有者权益 94.40 亿元（含少数股东权益 4.14 亿元）；2018 年 1～3 月，公司实现营业总收入 39.52 亿元，利润总额 4.56 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、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2018 年 5 月底，公司存续债券发行额度、使用状况和存续期等情况如下表所示。所有存续期债券均已按照募集资金用途使用完毕，详细情况见下表。

表 1　公司存续债券概况及使用情况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
18 天士力医 MTN001	10.00	10.00	2018/5/3	2021/5/3

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指

[1] 闫凯境先生、吴迺峰女士、李昀慧女士分别为闫希军先生的儿子、配偶、儿媳。

数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨

克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。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，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 医药工业现状

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。据国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）发布的《2017 年医药产业经济运行分析》，2017 年中国规模以上医药企业实现主营业务收入 29826.0 亿元，增速恢复至两位数，达 12.2%，较 2016 年提高 2.3 个百分点。同时，随着医药产业结构调整不断深化，规模以上医药企业实现利润总额 3519.7 亿元，同比增长 16.6%，增速同比提高 1.0 个百分点，利润增速高于主营业务收入增速，行业整体盈利水平得到提高。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后步入稳定增长阶段，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，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 2　医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元、%）

	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	利润总额	收入	利润总额	收入	利润总额
化学药品原料药制造	4614.21	351.03	5034.90	445.25	4991.70	436.10
化学药品制剂制造	6816.04	816.86	7534.70	950.49	8340.60	1170.30
中药饮片加工	1699.94	123.9	1956.36	138.27	2165.30	153.40
中成药制造	6167.39	668.48	6697.05	736.28	5735.80	707.20
生物药品制造	3164.16	386.53	3350.17	420.10	3311.00	499.00

卫生材料及医药用品制造	1858.94	169.86	2124.61	191.75	2266.80	213.90
制药专用设备制造	182.02	19.00	172.60	15.80	186.70	14.70
医疗仪器设备及器械制造	2382.49	232.56	2765.47	318.49	2828.10	325.10
医药工业	**26885.19**	**2768.23**	**29635.86**	**3216.43**	29826.00	3519.70

资料来源：联合资信整理
注：2016 年数据来自国家工信部网站，2017 年数据来自国家发改委网站，2017 年同比变化数据与 2016 年数据不符。

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，中国药品流通行业步入稳定增长期，近年来新医改政策的全面推行使行业竞争压力进一步加大。

根据商务部发布的《2017 年药品流通行业运行统计分析报告》，2017 年药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回落，全国七大类医药商品销售总额 20016 亿元，扣除不可比因素同比增长 8.4%，增速同比下降 2.0 个百分点。其中，药品零售市场 4003 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.0%，增速同比回落 0.5 个百分点。

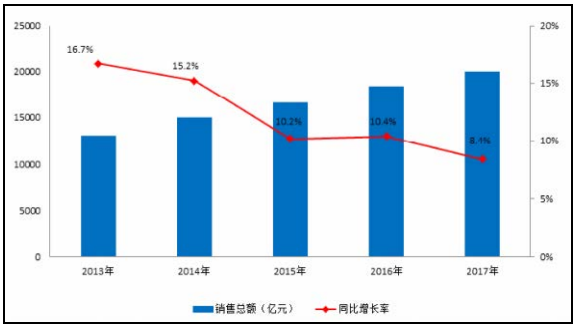
药品批发企业销售增长有所放缓。2017 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 14620 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.0%，增速同比下降 2.6 个百分点；利润总额 363 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.9%，增速与上年持平；平均毛利率 7.2%，同比上升 0.2 个百分点；平均费用率 6.1%，同比上升 0.9 个百分点；平均利润率 1.7%，同比下降 0.1 个百分点；净利润率 1.5%，与上年基本持平。2017 年，前 100 位药品批发企业主营业务收入同比增长 8.4%，增速下降 5.6 个百分点。其中，4 家全国龙头企业主营业务收入同比增长 9.3%，增速下降 2.9 个百分点。

从市场占有率看，药品批发企业集中度略有下降。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 70.0%，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规模的 37.6%，同比上升 0.2 个百分点。

按销售渠道分类，2017 年对生产企业销售额 107 亿元，占销售总额的 0.5%，同比上升 0.2 个百分点；对批发企业销售额 7227 亿元，占销售总额的 36.1%，同比下降 4.8 个百分点；对终端销售额 12682 亿元，占销售总额的 63.4%，同比上升 4.6 个百分点。其中，对医疗机构销售额 8766 亿元，占终端销售额的 69.1%，同比下降 1.9 个百分点；对零售终端和居民零售销售额 3916 亿元，占终端销售额的 30.9%，同比上升 1.9 个百分点。

总体看，随着新医改政策的全面推行，药品流通行业竞争压力进一步加大。“两票制”[2]政策实施迫使末端分销企业短期内直接向药品生产企业采购，造成大型分销企业对中小分销企业销售下降；医保控费、药占比限制等政策实施推动药品招标价格和用量持续下降，造成分销企业对医疗终端销售下降；加上大型企业销售渠道整合及业态结构调整尚未完成，最终导致其销售增速放缓。在此背景下，大型药品批发企业也在通过兼并重组的外延式增长和积极开发终端市场的内生式增长方式，不断增强自身分销业务能力。

图 1　2013～2017 年药品流通行业销售趋势



资料来源：商务部《2017 年药品流通行业运行统计分析报告》

[2] “两票制”指国家为优化药品购销秩序，压缩流通环节，在全国所有省份陆续推行的“生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票”的医药流通体制。

预计 2018 年药品流通市场销售增速将有所回落，但销售规模仍会保持稳步增长，药品流通行业将进入结构调整期，在政策驱动下市场竞争将更加激烈，两极分化日益明显。

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，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。

表 3 2016 年以来医药行业重要政策梳理

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细改进）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，医药企业间竞争力分化将愈加明显
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载药品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
2017 年 4 月	国务院办公厅《关于全面推开公立医药综合改革工作的通知》	涉及三医联动、医疗控费、取消药品加成、支付方式改革等，其中要求2017年9月30日前所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外）	破除“以药养医”，落实政府的领导责任、保障责任、管理责任、监督责任，充分发挥市场机制作用，提高医疗服务质量和效率，更好地解决群众看病就医问题；药房成为公立医院成本科室，处方药外流或为DTP药房带来发展机遇
2017 年 10 月	中共中央办公厅和国务院办公厅《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》	改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品医疗器械创新和仿制药发展、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6部分共36项改革措施	有利于推进医药产业供给侧结构性改革，提高中国药品医疗器械质量和国际竞争力
2017 年 12 月	CFDA《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》	明确了优先审评审批的范围（艾滋病、肺结核、病毒性肝炎、罕见病、恶性肿瘤、儿童用药品、老年人特有和多发的疾病）、程序、工作要求	有利于加强药品注册管理，解决药品注册申请积压的矛盾，同时将加快具有临床价值的新药和临床急需仿制药的研发上市
2017 年 12 月	《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》	力争用5至10年左右时间基本完成已上市注射剂再评价工作，通过再评价的，享受化学仿制药口服固体制剂质量和疗效一致性评价的相关政策	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，未来医药企业间竞争力分化将愈加明显

2018 年 4 月	国务院《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	对促进仿制药研发，提升仿制药质量疗效和完善支持政策 3 个方面提出了 15 项具体指导要求	明确了一致性评价政策的后续鼓励措施方向，对推进一致性评价工作具有重要意义，医药企业间竞争力分化将愈加明显

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，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。医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”，随着环保监管趋严、一致性评价等政策调控，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不断提高。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，较易发生计提商誉减值情形。

（2）一致性评价成为工作重点，政策红利加速企业竞争力分化

《关于落实〈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〉有关事项的公告》要求，2018 年底前须完成仿制药一致性评价品种共 289 个。截至 2018 年 4 月底，共有 17 个品种（29 个品规）通过一致性评价，其中 289 品种仅有 8 个（10 个品规）。可见为了抢占市场，不少企业将重点放在了 289 品种外，但对于市场容量大、竞争对手少的 289 品种，各企业仍需竞速闯关。

2018 年 4 月 3 日，国务院办公厅印发《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》（以下简称“《意见》”），主要内容有：促进仿制药研发，重点解决高质量仿制药紧缺问题；突出问题导向，提升仿制药质量疗效；完善支持政策，推动高质量仿制药尽快进入临床使用。《意见》明确了一致性评价政策的后续鼓励措施方向，对推进一致性评价工作具有重要意义。对于一致性评价优先政策，各省市积极响应并落实，如上海在 2018 年 3 月将通过一致性评价而过去未在上海中标或挂网的品种采取直接挂网。

口服固体制剂的一致性评价尚未完成，CDE 于 2017 年 12 月发布了《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）。相对于口服固体制剂而言，注射剂的覆盖范围更广，终端金额更大，涉及企业更多。《征求意见稿》虽未对开展范围、时间节点等作出详细说明，但可以预见，注射剂的一致性评价已经被提上日程。

总体看，仿制药一致性评价将成为近年医药制造企业工作的重点；同时，预计一致性评价品种的优惠政策将在各地逐步落实，企业间市场份额、盈利能力和整体竞争力的分化将愈加明显。

（3）药品降价

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《2017 年天津市国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，天津市生产总值（GDP）18595.38 亿元，按可比价格计算，比上年增长 3.6%。其中，第一产业增加值 218.28 亿元，增长 2.0%；第二产业增加值 7590.36 亿元，增长 1.0%；第三产业增加值 10786.74 亿元，增长 6.0%。三次产业结构为 1.2:40.8:58.0。

2017 年天津市一般公共预算收入 2310.11 亿元。其中，税收收入 1611.71 亿元，占一般公共预算收入的比重为 69.50%，比上年提高 9.9 个百分点。从主体税种看，增值税 649.05 亿元，增长 42.40%；企业所得税 309.90 亿元，增长 11.30%；个人所得税 116.51 亿元，增长 20.40%。全年一般公共预算支出 3282.16 亿元。其中，社会保障和就业支出 458.92 亿元，增长 21.40%；教育支出 435.29 亿元，增长 0.2%。

总体看，天津市经济持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

六、基础素质分析

1. 产权情况

截至 2018 年 3 月底，公司实收资本 10.80 亿元，其中控股股东天士力集团持有公司 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。

2. 企业规模和竞争实力

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。

医药工业方面，2017 年 2 月，人保部调整了医保目录，截至 2017 年底，公司及控股子公司共有 237 个产品进入《2017 版医保目录》，其中甲类 136 个，乙类 101 个，未有产品被调出目录范围，5 个新进入产品包括注射用重组人尿激酶原（普佑克）、消渴清颗粒、赖诺普利氢氯噻嗪片、尼可地尔片、杞菊地黄口服液；10 个独家品种包括复方丹参滴丸、养血清脑颗粒、养血清脑丸、芪参益气滴丸、荆花胃康胶丸、消渴清颗粒、柴胡滴丸、穿心莲内酯滴丸、注射用重组人尿激酶原（普佑克）、水飞蓟宾胶囊。截至 2017 年底，注射用丹参多酚酸、注射用益气复脉（冻干）进入了多个省份的地方医保目录。

表 4　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

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，下设29个大区，809个办事处，形成医院板块（并按病种细分专业产品线）、城市社区及乡镇卫生院基药板块、OTC板块及第三终端广覆盖商销板块，形成了覆盖全国市场的营销网络：通过医院渠道，覆盖了 65%的三级、二级、一级以及其他民营医院；通过药店渠道，覆盖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。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（详见重大事项）。

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，2017 年公司研发投入 6.16 亿元，占医药工业收入的 9.04%。

2017年，公司在研产品共 74 项，其中自主研发管线产品 37 项、产品引进 31 项、合作研发管线产品 2 项、投资市场优先许可权 4 项。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。截至2017年底，公司及主要子公司拥有专利总数 1480 件，其中发明专利 1327 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。2017年，公司及主要子公司专利申请及授权分别为 25 件及 33 件，其中发明专利新申请及授权分别为 21 件和 31 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。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

八、重大事项

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，天士力营销集团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，天士力营销集团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，同时确定分立后天士力营销集团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，截至2018年5月底，公司对天士力营销集团的持股比例为79.75%。

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（证券代码：872087.DC），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，天士力营销集团新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。

九、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。

2017 年，公司实现主营业务收入 160.20 亿元，同比增长 15.57%，其中医药工业和医药商业分别实现收入 68.14 亿元和 92.06 亿元，分别同比增长 10.29%和 19.80%，医药商业占主营业务收入的比重进一步上升至 57.47%。医药工业方面，现代中药、化学药和生物药协同增长，分别同比增长 6.24%、23.83%和 161.52%，多项产品进入国家、地方医保目录；医药商业方面，公司逐渐加大纯销业务占比，扩展医院终端销售，销售网络得到优化。

受毛利率较低的医药商业收入占比提高影响，2017 年公司综合业务毛利率为 36.22%，同比小幅下降 0.19 个百分点；其中医药工业毛利率始终保持较高水平，为 73.96%，医药商业毛利率为 8.28%，较上年同比增长 1.16 个百分点。

2018 年 1～3 月，公司实现主营业务收入 39.45 亿元，同比增长 18.40%；医药工业和医药商业分别实现收入 14.94 亿元和 24.51 亿元，分别同比增长 15.10%和 20.44%。随着医药商业收入占比进一步提高至 65.13%，拉低综合毛利率水平至 34.32%，同比下降 1.90 个百分点；医药工业和医药商业板块毛利率分别为 74.50%和 9.82%，较去年同期均有所提升。

总体看，跟踪期内，公司收入规模稳步增长，医药商业发展较快，盈利能力保持稳定。

表 5　公司主营业务收入和毛利率情况(单位：亿元、%)

业务	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	收入	占比	毛利率
医药工业	63.65	48.43	72.01	61.78	44.57	72.83	68.14	42.53	73.96	14.94	37.87	74.50
医药商业	67.78	51.57	7.14	76.84	55.43	7.12	92.06	57.47	8.28	24.51	65.13	9.82
合 计	**131.43**	**100.00**	**38.55**	**138.62**	**100.00**	**36.41**	**160.20**	**100.00**	**36.22**	**39.45**	**100.00**	**34.32**

资料来源：公司提供

2．医药工业

原材料采购方面，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，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。

产品生产方面，受市场需求增加影响，2017 年公司主要产品复方丹参滴丸和水林佳的产量分别为 14474.56 万盒和 1233.74 万盒，同比增长 13.07%和 30.14%；养血清脑颗粒产量 2274.86 万盒，同比下降 6.95%。2017 年上述三种产品的产能利用率分别为 100.52%、61.69%和 63.19%。除养血清脑颗粒产能利用率有所下滑外，其他两种产品产能利用率均有所提升。

产品销售方面，2017 年，复方丹参滴丸和水林佳的销量分别为 14744.41 万盒和 1237.49 万盒，同比增长 8.02%和 34.41%，其中复方丹参滴丸在心脑血管中成药中市场份额保持第一。受招标降价、医保控费与公立医院规模限制等多重因素影响，养血清脑颗粒销量为 2314.31 万盒，同比下降 13.29%。上述三种产品 2017 年的产销率分别为 101.86%、100.30%和 101.73%，产销率高于 100.00%，主要系消耗上年库存所致，整体维持在较高水平。

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。

结算方式方面，公司与下游客户主要通过电汇或银行承兑汇票结算。

表 6　公司主要产品产销情况（单位：万盒、%）

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
复方丹参滴丸	产能利用率	88.90	100.52	75.84
	产量	12801.01	14474.56	3271.68
	销量	13649.28	14744.41	3494.15
	产销率	106.63	101.86	106.8
养血清脑颗粒	产能利用率	67.91	63.19	51.18

（丸）	产量	2444.69	2274.86	552.76
	销量	2669.24	2314.31	442.07
	产销率	95.65	101.73	79.98
水林佳	产能利用率	61.56	61.69	61.40
	产量	948.01	1233.74	306.99
	销量	920.70	1237.49	273.06
	产销率	97.12	100.30	88.95

资料来源：公司提供

注：2017 年，水林佳的年产能由 1540 万盒提升至 2000 万盒，产量虽有较大提升，但产能利用率同比增幅较小。

总体看，2017 年，公司核心产品复方丹参滴丸销量稳步增长，受医疗政策影响，养血清脑颗粒销量有所下滑，主要产品产销率仍处于较高水平。

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其下属子公司，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 2017 年底，天士力营销集团资产总额 72.64 亿元，所有者权益 6.01 亿元， 2017 年营业收入 98.48 亿元，利润总额 1.21 亿元；截至 2018 年 3 月底，天士力营销集团资产总额 87.04 亿元，所有者权益 7.03 亿元，2018 年 1～3 月实现营业收入 25.95 亿元，利润总额 0.32 亿元。

公司业务模式分为分销配送和零售连锁两种。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 2018 年 3 月底，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 3400 种。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。截至 2018 年 3 月底，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。2017 年天士力营销集团纯销客户收入占比为 64.82%，较 2016 年提升 18.76 个百分点。

近年来公司一直着手对医药商业板块进行整合，相关措施的落实使该板块商业业态得以优化，加之销售终端规模的延伸，促使公司医药商业板块收入规模扩大。2017 年，公司医药商业板块实现收入 92.06 亿元，较上年增长 19.80%。

总体看，跟踪期内，公司医药商业收入规模增长较快，随着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

2017 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数分别为 1.88 次和 0.83 次，较上年均有小幅下滑，存货周转次数为 4.83 次，较上年有所提升。总体看，公司整体经营效率一般。

5. 未来发展

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建工程包括制剂中试中心、研发大楼及配套项目、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）、上海天士力反应器扩能和 GMP 改造项目、复方丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂生产线建设项目、天地药业新厂区建设项目及东北现代中药示范工厂项目等，预计总投资额为 20.32 亿元，截至 2018 年 3 月底已投资金额 16.44 亿元，未来计划投

资 6.24 亿元（超出预计总投资额 2.36 亿元，主要是追加了对制剂中试中心、研发大楼及配套项目的投入），与公司利润留存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 2018 年 3 月底公司投资计划（单位：万元）

项目名称	预计总投资	截至 2018 年 3 月底已完成投资	2018 年 4-12 月预计投资	2019 年计划投资金额	2020 年计划投资金额
制剂中试中心、研发大楼及配套项目	52340.00	62196.54	5495.09	5200.00	--
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	17506.21	2493.79	--	--
上海天士力反应器扩能和 GMP 改造项目	34007.59	30579.62	8599.32	1022.31	298.00
复方丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂生产线建设项目	15571.86	9218.77	3273.24	1523.04	1557.20
帝益无菌药品车间项目	7350.00	7726.98	403.65	--	--
天地药业新厂区建设项目	22540.43	9238.26	7595.02	5707.15	--
天士力信息中心建设项目	6800.00	6365.48	833.00	--	--
东北现代中药示范工厂项目	34600.00	18680.64	11169.76	--	--
天士力现代中药产业园建设项目	10000.00	2879.44	6609.56	500.00	--
合计	**203209.88**	**164391.94**	**46472.43**	**13952.50**	**1855.20**

资料来源：公司提供

十、财务分析

公司提供了 2017 年财务报表，天健会计师事务所（特殊普通合作）对该财务报表进行了审计，并出具乐标准无保留意见的审计结论。公司 2018 年 1～3 月财务数据未经审计。

从合并报表范围变化情况来看，2017 年公司新增一家子公司，系上海赛远生物科技有限公司。2018 年 1～3 月，公司合并范围新增 1 家山西天士力康美徕医药有限公司，减少 1 家辽宁天士力药业有限公司。总体看，公司合并范围较上年变化不大，财务可比性强。

截至 2017 年底，公司资产（合并）总计 215.32 亿元，所有者权益合计 89.74 亿元（其中包含少数股东权益 3.20 亿元）。2017 年公司实现营业收入 160.94 亿元，利润总额 17.36 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产（合并）总计 227.67 亿元，所有者权益合计 94.40 亿元（其中包含少数股东权益 4.14 亿元）；2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 39.52 亿元，利润总额 4.56 亿元。

1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 215.32 亿元，同比增长 25.72%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 69.89%，同比提高 4.64 个百分点；非流动资产占 30.11%，公司资产仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 150.49 亿元，同比增长 34.66%，主要系应收账款增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占 9.96%）、应收票据（占 22.06%）、应收账款（占 44.84%）和存货（占 14.83%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金 14.99 亿元，同比增长 12.74%。公司货币资金中使用受限资金占 32.62%，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。

截至 2017 年底，公司应收票据账面价值 33.20 亿元，同比增长 50.25%，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 98.92%，其余为商业承兑汇票，累计计提坏账准备 35.86 万元；受限资产占应收票据账面价值的 31.39%，主要系为银行融资、开立银行承兑汇票提供质押担保所致，受限比例较高。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值 67.48 亿元，同比增长 38.37%，主要系销售规模扩大和医药商业业务较快发展所致。公司按账龄法计提坏账准备的应收账款占其账面余额的 99.61%，其中账龄在一年以内的占 97.94%，账龄较短，累计计提坏账准备 1.35 亿元；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 0.39%，累计计提坏账准备 0.27 亿元。截至 2017 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 16.25%，公司应收账款客户集中度较低。

截至 2017 年底，公司存货账面价值 22.31 亿元，同比增长 10.91%，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 16.09%）和库存商品（占 76.60%）构成。公司分别对原材料、在产品和库存商品计提跌价准备 216.66 万元、52.54 万元和 703.78 万元，计提比例为 0.43%。

非流动资产

截至2017年底，公司非流动资产合计64.83亿元，同比增长 8.94%，主要系长期股权投资增长所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 13.04%）、固定资产（占 53.22%）、在建工程（占 7.88%）、无形资产（占 7.64%）和开发支出（占 8.50%）构成。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 8.45 亿元，同比增长 53.34%，主要系子公司香港天士力投资 CardioDx.Inc. 和 PAN-ASIA BIO CO.,LTD.，子公司上海天士力药业有限公司增资天境生物科技（天津）有限公司和天士力生物投资健亚（常州）生物技术有限公司所致。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 34.50 亿元，同比变化不大；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 63.22%）和机器设备（占 33.80%）构成，符合公司制造业行业特性；累计计提折旧 19.04 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 16.37%；受限资产为 1.65 亿元，占固定资产账面价值的 4.78%，主要系为银行融资、开立银行承兑汇票提供抵押担保。

截至 2017 年底，公司在建工程账面价值 5.11 亿元，同比增长 22.84%，主要系东北现代中药示范工厂及天地药业新厂区建设项目等增加投资所致。

截至 2017 年底，公司无形资产账面价值 4.95 亿元，同比下降 3.94%，主要系摊销所致；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 76.77%、10.71%和 12.53%；未办妥产权证书的土地使用权占无形资产账面价值的 4.44%；受限资产占无形资产账面价值的 2.63%，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 2018 年 3 月底，公司资产总额 227.67 亿元，较 2017 年底增长 5.74%，其中流动资产占 70.75%，非流动资产占 29.25%，公司资产仍以流动资产为主。截至 2018 年 3 月底，公司应收账款进一步提升至 80.45 亿元，较 2017 年底增长 19.23%；应收票据 25.39 亿元，较 2017 年底下降 23.51%，主要系公司应收票据到期托收及票据贴现所致；其他应收款 3.55 亿元，较 2017 年底增长 51.15%，主要系公司押金保证金增加所致。

跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产结构仍以流动资产为主，应收账款规模增长较快，对资金形成占用；公司资产整体受限规模较小，资产质量较好。

2. 负债及所有者权益

负债

截至2017年底，公司负债总额125.57亿元，

同比增长40.78%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占90.30%，同比下降1.16个百分点，非流动负债占9.70%，负债结构仍以流动负债为主。

截至2017年底，公司流动负债113.40亿元，同比增长38.99%，主要系短期借款大幅增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占61.28%）、应付票据（占6.71%）和应付账款（占18.23%）构成。

截至2017年底，公司短期借款69.49亿元，同比增长190.69%，主要系公司此前发行17亿元超短融到期兑付，银行借款增加所致；公司短期借款主要由保证借款（占39.14%）和信用借款（占48.51%）构成。

截至2017年底，公司应付账款20.67亿元，同比增长11.30%，主要系随着业务规模的扩大，应付货款和工程设备款增长所致。

截至2017年底，公司非流动负债合计12.17亿元，同比增长59.99%，主要系长期借款增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占73.23%）和递延收益（占26.68%）构成。

截至2017年底，公司长期借款8.92亿元，主要由质押借款（占28.03%）和信用借款（占56.05%）构成。

截至2017年底，公司递延收益3.25亿元，同比增长2.92%，递延收益全部为政府补助。

截至2017年底，公司全部债务90.06亿元，同比增长52.05%，其中短期债务占90.09%，长期债务占9.91%。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58.32%、50.09%和9.05%，分别同比上升6.24个百分点、8.17个百分点和4.39个百分点，债务负担有所加重。

截至2018年3月底，公司负债总额133.27亿元，较2017年底增长6.00%，主要系长期借款及应付债券增加所致；其中流动负债占77.68%，非流动负债占22.32%，流动负债比重有所下滑，但仍以流动负债为主。公司其他应付款6.51亿元，较上年底增长185.53%，主要系公司收到的保证金增加所致。截至2018年3月底，公司全部债务总额95.45亿元，其中短期债务68.88亿元，长期债务26.57亿元，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58.54%、50.28%和21.96%，较2017年底均有所提升。

跟踪期内，医药商业规模快速增长且纯销业务比重扩大，导致日常运营资金需求增加，公司债务规模快速增长，仍以短期债务为主，债务结构有待调整。

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益合计89.74亿元，同比增长9.36%，主要系利润积累所致。截至2017年底，公司资本公积14.76亿元，同比下降4.40%，主要系公司控股子公司天津天士力企业管理有限公司收购包括天津协力营销策划合伙企业（有限合伙）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0.73亿元所致。

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12.48%、17.06%、10.85%和59.79%，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。

截至2018年3月底，公司所有者权益合计94.40亿元，较2017年底增长5.19%，所有者权益结构较上年底变化不大。

跟踪期内，公司所有者权益规模有所增长，权益结构稳定性有待提高。

3. 盈利能力

2017年，公司医药商业板块进一步拓宽营销网络，带动公司实现营业收入160.94亿元，同比增长15.41%；实现利润总额17.36亿元，同比增长16.05%；归属于母公司所有者的净利润13.77亿元，同比增长17.01%。

从期间费用看，2017年公司费用总额38.66亿元，较上年增长11.76%。其中，销售费用25.35

亿元，较上年增长 7.30%，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 10.13 亿元，同比增长 16.56%，主要系费用化研发投入增加所致；财务费用 3.18 亿元，同比增长 39.44%，主要系银行借款规模增加，利息支出加大所致。2017 年公司费用收入比为 24.02%，较上年下降 0.78 个百分点，公司控费能力有待改善。

从盈利指标来看，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，2017 年公司营业利润率、总资本收益率均较上年有所下降，分别为 35.12%和 9.56%；净资产收益率较上年有所提升，为 15.62%。

2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 39.52 亿元，较上年同期增长 18.04%；利润总额 4.56 亿元，较上年同期增长 13.72%。

跟踪期内，公司收入、利润规模保持平稳增长，整体盈利能力较强。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2017年公司经营活动现金流入164.75亿元，同比增长1.48%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为158.48亿元；经营活动现金流出172.98亿元，同比增长14.71%，增幅大于现金流入增幅，其中支付其他与经营活动有关的现金为29.22亿元，主要为办公通讯差旅费、宣传费、招待费等；经营活动产生的现金流量净额为-8.23亿元。由于公司医药商业规模扩大、直销比例提高，应收账款快速增长，导致公司经营获现能力有所下滑，2017年公司现金收入比为98.47%，同比下降14.73个百分点。

投资活动方面，2017年公司投资活动现金流入4.21亿元，同比增长15.98%，主要系理财产品到期收回的现金较多所致；投资活动现金流出17.60亿元，同比增长73.06%，主要系投资支付的现金增加所致（长期股权投资及理财）；投资活动产生的现金流量金额为净流出13.39亿元，同比增长104.74%。

筹资活动方面，2017年公司筹资活动现金流入90.11亿元，同比增长32.81%，主要系取得借款收到的现金大幅增加所致；筹资活动现金流出66.27亿元，同比下降5.56%，主要系偿还债务支付的现金减少所致；筹资活动产生的现金流量净额23.84亿元。

2018年1～3月，公司经营活动现金流量净额为1.51亿元，同比增长121.04%，主要系票据到期托收和票据贴现高于去年同期所致；公司投资活动现金流量净额-4.39亿元，公司筹资活动现金流量净额为2.83亿元。

跟踪期内，公司收入实现质量有所下滑；公司投资需求有所加大，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。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 132.71%和 113.03%；截至 2018 年 3 月底上述指标分别为 155.53%和 131.37%，较 2017 年底有所提升。2017 年，公司经营现金流动负债比为-7.25%。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 24.32 亿元；EBITDA 利息倍数为 7.62 倍；全部债务/EBITDA 为 3.70 倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保事项；无重大未决诉讼。

截至 2018 年 3 月底，公司获得银行授信总额合计 125.15 亿元，其中未使用额度 48.93 亿元，公司间接融资渠道较为畅通；同时，公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2018 年 3 月底，公司使用受限的资产为 14.01 亿元，主要构成为货币资金、应收票据、固定资产和无形资产。

表 8　截至 2018 年 3 月底公司受限资产情况

项 目	账面价值（亿元）	受限原因
货币资金	5.37	保证金等

应收票据	6.83	质押担保
固定资产	1.68	抵押担保
无形资产	0.13	抵押担保
合计	**14.01**	-

资料来源：公司提供

6. 过往债务履约情况

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：G1012010500741100J），截至 2018 年 5 月 7 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。

7. 抗风险能力

中国医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。

十一、存续债券偿还能力分析

截至目前，公司存续期内债券总额为 10 亿元。

2017 年，公司经营活动现金流入量和流量净额分别为 164.75 亿元和-8.23 亿元，分别为上述债券发行总额的 16.48 倍和-0.82 倍；同期，公司 EBITDA 为 24.32 亿元，为上述债券发行总额的 2.43 倍。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

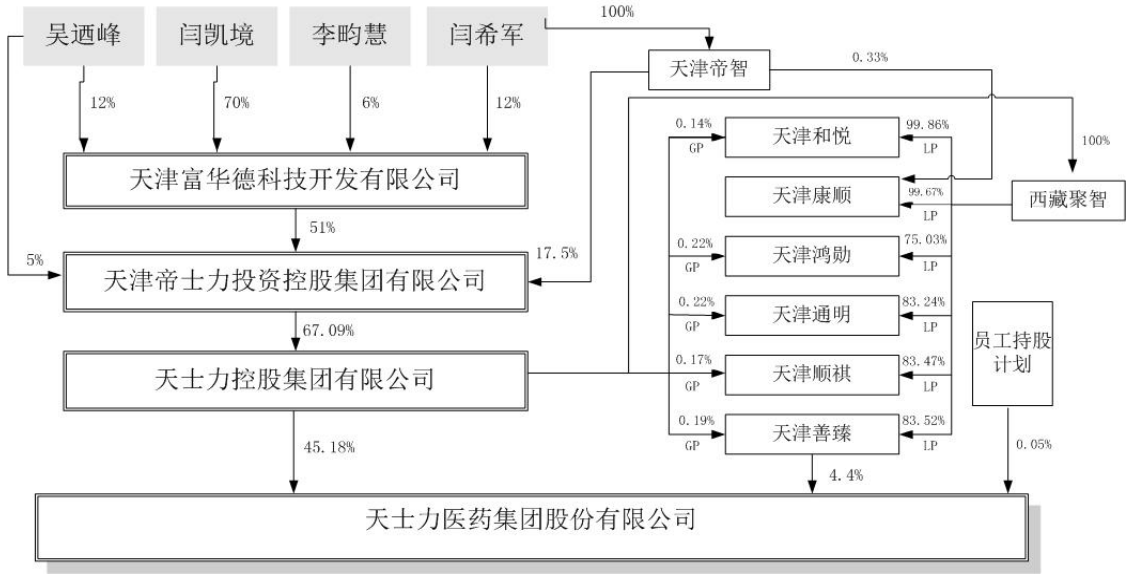
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	--
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	16.48
经营活动现金流净额/应付债券余额	-0.82
EBITDA/应付债券余额	2.43

资料来源：联合资信根据企业提供的年报和资料整理

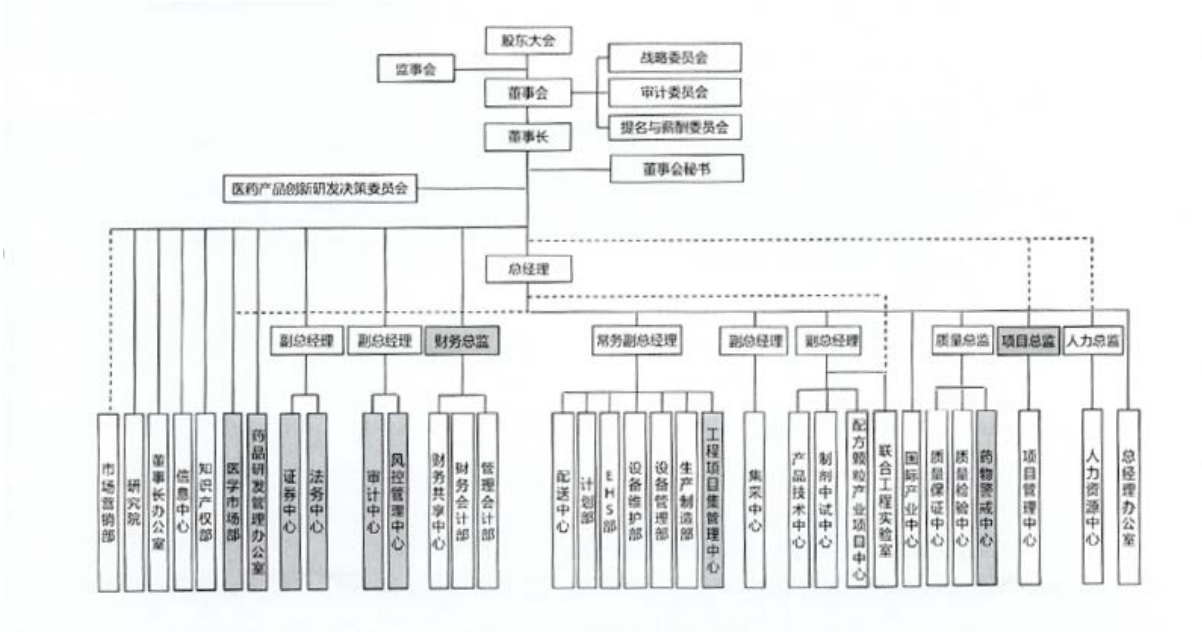
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，“18天士力医MTN001”信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2018 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	23.14	29.99	43.30	35.72
资产总额(亿元)	154.13	171.26	215.32	227.67
所有者权益(亿元)	77.07	82.07	89.74	94.40
短期债务(亿元)	44.97	55.22	81.14	68.88
长期债务(亿元)	8.00	4.01	8.93	26.57
全部债务(亿元)	52.96	59.23	90.06	95.45
营业收入(亿元)	132.28	139.45	160.94	39.52
利润总额(亿元)	17.95	14.96	17.36	4.56
EBITDA(亿元)	23.83	20.74	24.32	--
经营性净现金流(亿元)	3.40	11.54	-8.23	1.51
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.34	2.06	1.88	--
存货周转次数(次)	5.00	4.69	4.83	--
总资产周转次数(次)	0.93	0.86	0.83	--
现金收入比(%)	105.79	113.20	98.47	105.87
营业利润率(%)	37.83	35.43	35.12	33.40
总资本收益率(%)	13.77	10.27	9.56	--
净资产收益率(%)	19.77	14.86	15.62	--
长期债务资本化比率(%)	9.40	4.66	9.05	21.96
全部债务资本化比率(%)	40.73	41.92	50.09	50.28
资产负债率(%)	50.00	52.08	58.32	58.54
流动比率(%)	150.27	136.98	132.71	155.53
速动比率(%)	123.49	112.32	113.03	131.37
经营现金流动负债比(%)	5.16	14.14	-7.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.89	8.94	7.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.22	2.86	3.70	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中的短期融资券已调整至短期债务；长期应付款中的有息债务已调整至长期债务；现金类资产已剔除受限货币资金。

附件 3　有关指标的计算公式

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%
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。