

# 信用等级公告

联合〔2019〕2025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<sup>+</sup>，“18 天士力医 MTN001”和“18 天士力医 MTN002”信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇一九年七月十七日



## 天士力医药集团股份有限公司跟踪评级报告

### 跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA<sup>+</sup>

上次主体长期信用等级：AA<sup>+</sup>

### 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 <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
18 天士力医 MTN002	2 亿元	2020/12/12	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 17 日

### 财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	29.99	43.30	56.93	43.77
资产总额(亿元)	171.26	215.32	251.72	245.84
所有者权益合计(亿元)	82.07	89.74	112.08	116.87
短期债务(亿元)	55.22	81.14	52.70	45.76
长期债务(亿元)	4.01	8.93	51.56	48.20
全部债务(亿元)	59.23	90.06	104.26	93.96
营业收入(亿元)	139.45	160.94	179.90	45.71
利润总额(亿元)	14.96	17.36	19.56	5.50
EBITDA(亿元)	20.74	24.32	28.35	--
经营性净现金流(亿元)	11.54	-8.23	14.94	2.58
营业利润率(%)	35.43	35.12	35.20	33.24
净资产收益率(%)	14.86	15.62	14.20	--
资产负债率(%)	52.08	58.32	55.47	52.46
全部债务资本化比率(%)	41.92	50.09	48.19	44.57
流动比率(%)	136.98	132.71	209.25	220.87
经营现金流动负债比(%)	14.14	-7.25	17.54	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.86	3.70	3.68	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.94	7.62	5.76	--

注：2019 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，债务结构有所优化，核心产品市场竞争力保持良好水平，多个独家品种纳入 2018 版国家基药目录和地方医保目录，生物药普佑克进入国家医保目录后放量增长。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<sup>+</sup>，“18 天士力医 MTN001”和“18 天士力医 MTN002”信用等级为 AA<sup>+</sup>，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；自主研发能力处于国内中成药行业领先水平。
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. 截至 2018 年底，公司及控股子公司共有 237 个产品进入 2017 版医保目录。2018 年，复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）等多个独家产品纳入 2018 版国家基药目录，注射用益气复脉（冻干）、注射用丹参多酚酸被纳入十余个省份地方医保目录。生物药普佑克进入国家医保目录后放量增长。

#### 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。

## 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”）。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。2017年4月，公司更名为现名。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2019年3月底，公司注册资本15.13亿元。天士力控股集团有限公司（以下简称“天士力集团”）持有45.18%的股份（质押比例26.75%），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<sup>1</sup>。

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2019年3月底，公司下辖12家全资子公司，设质量保证中心、研究院等36个部门。

截至2018年底，公司（合并）资产总额为251.72亿元，所有者权益为112.08亿元（含少

数股东权益6.75亿元）；2018年，公司实现营业收入179.90亿元，利润总额19.56亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额为245.84亿元，所有者权益为116.87亿元（含少数股东权益6.82亿元）；2019年1-3月，公司实现营业收入45.71亿元，利润总额5.50亿元。

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

截至本报告出具日，公司所有存续期债券均已按照募集资金用途使用完毕，跟踪期内正常付息，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	2018/05/03	2021/05/03
18天士力医 MTN002	2.00	2.00	2018/12/12	2020/12/12

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

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，我国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性

<sup>1</sup> 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。



和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全

国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，我国货物贸易进出口总值30.5

万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将进一步抑制升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制

世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3% 左右。

## 五、行业分析

### 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

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。2015-2017年，医药制造行业收入和利润规模保持持续增长。国家统

计局发布的数据显示，2018年，中国医药行业收入增长依然稳定但利润增速有所放缓，全国规模以上医药制造业企业实现营业收入24264.7亿元，同比增长12.4%；其中主营业务收入23986.3亿元，同比增长12.6%；实现利润总额3094.2亿元，同比增长9.5%。

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
<b>医药工业</b>	<b>26885.19</b>	<b>2768.23</b>	<b>29635.86</b>	<b>3216.43</b>	<b>29826.00</b>	<b>3519.70</b>

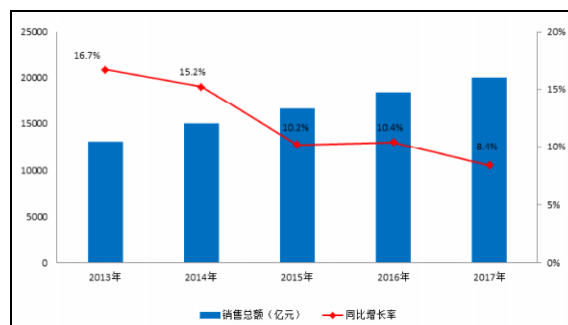
资料来源：联合资信整理

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，2013-2016年，中国药品流通行业销售规模增速已从16.7%下降至10.4%，但仍高于中国GDP的增速。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。

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》

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”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。

### 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显改进）的优先审批，规定 17 种情形可以进行优先审评	加快新药上市速度，有利于提高行业整体研发能力
2016 年 3 月	国务院办公厅《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价；国家基本药物目录（2012 年版）中 2007 年 10 月 1 日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在 2018 年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在 2021 年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册	有利于提升中国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力，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院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3月	国务院《深化党和国家机构改革方案》	与医药相关的“三医”职责权属全部进行调整：（1）组建国家卫生健康委员会作为国务院组成部门；（2）组建国家医疗保障局作为国务院直属机构，主要职责是拟订医疗保险、生育保险、医疗救助等医疗保障制度的政策、规划、标准并组织实施，监督管理相关医疗保障基金，完善国家异地就医管理和费用结算平台，组织制定和调整药品、医疗服务价格和收费标准，制定药品和医用耗材的招标采购政策并监督实施，监督管理纳入医保范围内的医疗机构相关服务行为和医疗费用等；（3）组建国家市场监督管理总局作为国务院直属机构，并基于药品监管的特殊性，组建国家药品监督管理局，由国家市场监督管理总局管理	国家医疗保障局将通过定价权和招标采购政策充分发挥医保限价、控费职能，药品价格下降趋势仍将延续
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
2018年4月	国家中医药管理局关于发布《古代经典名方目录（第一批）》的通知	收录100首经典名方（《中医药法》对经典名方的定义为，目前仍广泛应用、疗效确切、具有明显特色与优势的清代及清代以前医籍所记载的方剂）	有利于促进中医药文化传承，有助于加快中药产业科学发展，有助于推动经典名方复方制剂简化审评，并为生产企业提供了方向
2018年4月	国家药品监督管理局《关于进口化学药品通过检验有关实现的公告》	进口化学原料药及制剂（不含首次在中国销售的化学药品）在进口时不再逐批强制检验；口岸所在地药品监督管理部门在办理进口化学药品备案时不再出具《进口药品口岸检验通知书》，口岸药品检验所不再对进口化学药品进行口岸检验	加快药品进口的进程，减轻广大患者特别是癌症患者药费负担并有更多用药选择
2018年4月	财政部	自2018年5月1日期，以暂停税率方式将包括抗癌药在内的所有普通药品、具有抗癌作用的生物碱类药品及有实际进口的中成药进口关税将为零	进一步降低国内患者，特别是癌症患者的药费负担
2018年5月	国家药品监督管理局《关于发布可豁免或简化人体生物等效性（BE）试验品种的公告》	确定2018年底前需完成一致性评价品种目录中可豁免或简化人体生物等效性（BE）试验的48个品种，其中可豁免人体BE品种15个，可申请豁免人体BE品种17个，可简化人体BE品种（包括可豁免空腹BE和可豁免餐后	BE试验作为一致性评价的核心，时间和资金成本较高，随着2018年底大限临近，此次豁免和简化BE的48个品种可为医药生产企业节约大

		BE) 13个, 进行人体PK比较研究评价安全性品种3个	量时间和费用, 有利于推进一致性评价进程
2018年5月	国家药品监督管理局、国家卫生健康委《关于优化药品注册审评审批有关事宜的公告》	对防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病以及罕见病药品, 进一步落实药品优先审评审批工作机制; 境外已上市的防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病及罕见病药品可以提交境外取得的临床试验数据直接申报药品上市注册申请; 基于产品安全性风险控制需要开展药品检验工作并取消进口药品再注册核档程序	体现国家层面对重大疾病和罕见病的重视, 有利于提高创新药上市审批效率, 科学简化审批程序
2018年6月	国家药品监督管理局《关于发布古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定的公告》	对来源于国家公布目录中的古代经典名方且无上市品种的中药复方制剂申请上市, 符合本规定要求的, 实施简化审批, 可仅提供药学及非临床安全性研究资料, 免报药理学研究及临床试验资料, 申请人应当确保申报资料的数据真实、完整、可追溯	简化经典名方中药复方制剂的注册审批有利于调动生产企业的积极性, 更好地满足中医临床使用经典名方的需要, 有利于具有完整的生产能力和研发能力的药品生产企业
2018年10月	国家卫健委《国家基本药物目录(2018年版)》	目录品种有原来的520种增加到685中, 包括417种化学药/生物药、268种中成药, 新增品种主要包括抗肿瘤药12种、临床急需儿童药22种等	优化用药结构, 保障常见病、慢性病、重大疾病的基本用药需求, 提升基层用药水平
2018年11月	国家药监局、国家卫健委《中华人民共和国疫苗管理法(征求意见稿)》	对疫苗研制和上市许可、生产、上市后管理、流通、预防接种、异常反应监测、保障措施、监管和法律责任等方面制定了针对性、实效性和可操作性的法律条款, 并对于违法行为的处罚上强调了从重处罚	有利于对疫苗行业监管
2018年11月	中央全面深化改革委员会第五次会议《国家组织药品集中采购试点方案》	选取了31种通过一致性评价的药品, 在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4直辖市+7重点城市”试点, 采取带量采购的方式, 单一货源, 最低价者中标	仿制药价格大幅下降, 缓解医保压力, 行业集中度进一步提升
2018年12月	国家卫健委《关于做好辅助用药临床应用管理有关工作的通知》	将制订辅助用药目录, 明确医疗机构辅助用药范围, 对辅助用药管理目录中的全部药品进行重点监控	有利于控制辅助用药滥用现象, 提高合理用药水平

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, 需关注商誉减值风险

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。2018年, 多家医药行业上市公司发生商誉减值, 对企业利润水平造成负面影响。

#### (2) 研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿制药, 新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域, 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。从研发模式看, 中国新药研发体系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。中国制药行业企业机制尚未形成, 研发投入不足, 严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

(3) 一致性评价进程加快, 配套政策逐步完善, 随着带量采购落地, 将加速企业间分化

自2016年一致性评价工作启动以来, 国家陆续出台多项配套细则, 保障一致性评价工作持续推进。2018年2月至7月, 国家药监局陆续公布了第二批至第五批通过一致性评价的品种, 每批的品种品规不断增长, 评审和通过速度明显提升。《中国上市药品目录集》数据库显



示，截至 2019 年 5 月 18 日，共有 192 个品种完成一致性评价。

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。

在配套政策支持方面，通过一致性评价的品种，药品监管部门允许其在说明书和标签上予以标注，并将其纳入《中国上市药品目录集》；对同品种药品通过一致性评价的药品生产企业达到 3 家以上的，在药品集中采购等方面，原则上不再选用未通过一致性评价的品种。此外，《国家基本药物目录（2018 年版）》已建立动态调整机制，通过一致性评价的品种优先纳入目录，未通过一致性评价的品种将逐步调出目录。

2018 年 11 月，中央全面深化改革委员会第五次会议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，选取了 31 种通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4 直辖市+7 重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标。带量采购的目的是通过确定采购规模，降低交易成本，从而实现药品价格的降低，并有利于实现仿制药替代。2018 年 12 月 7 日，招标工作完成，31 个试点通用名药品有 25 个集中采购拟中选。其中，通过一致性评价的仿制药 22 个，原研药 3 个，仿制药替代效应显现；与试点城市 2017 年同种药品最低采购价相比，拟中选价平均降幅 52%，最高降幅 96%，降价效果明显。

总体看，仿制药一致性评价未来仍将成为医药制造企业工作的重点；同时，预计随着“带量采购”等配套政策的逐步落实，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。

## 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，随着各项医改政策在生产端去产能和消费端调结构的各项医改政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，企业间分化将继续加大，具备规模优势、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，行业将进入转型升级的新阶段。从中长期看，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。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权情况

截至 2019 年 3 月底，公司实收资本 15.13 亿元，其中控股股东天士力集团持有公司 45.18% 股份（质押比例 26.75%），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、化学药和生物制品等，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，人社部调整了医保目录，截至 2018 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，包含 10 个独家品种：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 2018 年底，注射

用丹参多酚酸、醒脑静注射液和阿德福韦酯片等 10 个品种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，802 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。2018 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”）在新三板进行股权融资，完成定向增发，募集资金 5.34 亿元，公司营运能力进一步提升。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和养血清脑颗粒（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，随着天士力营销集团在新三板挂牌，营运能力及业务竞争力得到加强。

### 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、国家税务总局和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和浙江大学合作，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。

2018 年公司研发投入 12.02 亿元，占医药工业收入的 16.87%。

2018 年，公司在研产品共 77 款，构筑涵盖心脑血管、消化代谢、抗肿瘤三大治疗领域优势，其中包括 22 款 1 类创新药，并有 43 款药品（其中含仿制药一致性评价 9 款药物）已进入临床阶段。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 2018 年底，公司及主要子公司拥有专利总数 1533 件，其中发明专利 1362 件。公司主要产品复方丹参滴丸拥有专利 390 件，养血清脑颗粒拥有专利 72 件。2018 年，公司及主要子公司专利申请及授权分别为 25 件及 49 件，其中发明专利新申请及授权分别为 22 件和 39 件。

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

2018 年 7 月，公司发布公告，李晋渊因个人原因辞去财务总监职务，经公司董事会提名，聘任魏洁女士担任公司财务总监。



魏洁，2001年毕业于天津工业大学管理学院财会系，管理学学士，中级会计师，美国注册管理会计师（CMA）。2002年加入公司，历任管理会计部财务经理、子公司天津天士力现代中药有限公司财务经理、公司财务总监助理与财务副总监等职务。2018年7月起任公司财务总监。

除此之外，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其他重大变化。

## 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、化学药和生物制品等。

2018年，公司实现主营业务收入179.05亿元，同比增长11.77%，其中医药工业和医药商业分别实现收入71.27亿元和107.78亿元，分别同比增长4.59%和17.08%，医药商业占主营业务收入的比重进一步上升至60.20%。医药工业方面，现代中药收入为53.58亿元，同比变化不大；化学药收入同比增长14.40%至15.41

亿元；受益于普佑克2017年纳入国家医保后放量，生物药实现收入2.28亿元，同比大幅增长129.58%。跟踪期内，多项产品进入国家基药目录及地方医保目录；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，2018年公司综合业务毛利率为36.10%，同比小幅下降0.12个百分点；其中医药工业毛利率始终保持较高水平，为75.53%，医药商业毛利率为10.03%，同比增长1.75个百分点，主要系公司提升下游客户资源，持续优化业务结构所致。

2019年1-3月，公司实现主营业务收入45.31亿元，同比增长14.85%；医药工业和医药商业分别实现收入16.50亿元和28.82亿元，分别同比增长10.44%和17.58%。随着医药商业收入占比进一步提高至63.59%，拉低综合毛利率水平至33.67%，同比下降0.65个百分点；医药工业和医药商业板块毛利率分别为75.81%和9.55%，较上年同期均有所提升。

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	2016年			2017年			2018年			2019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	61.78	44.57	72.83	68.14	42.53	72.96	71.27	39.80	75.53	16.50	36.41	75.81
医药商业	76.84	55.43	7.12	92.06	57.47	8.28	107.78	60.20	10.03	28.82	63.59	9.55
合计	138.62	100.00	36.41	160.20	100.00	36.22	179.05	100.00	36.10	45.31	100.00	33.67

资料来源：公司提供

### 2. 医药工业

原材料采购方面，公司生产所需要主要原料药材包括丹参、三七、冰片、川芎、当归和黄芪等。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，2018年复方丹参滴丸产量为14383.35万盒，同比变化不大；同期，养血清脑颗粒、水林佳和普佑克的产量分别为2345.83万盒、1290.55万盒和44043.00盒，分别同比增长3.12%、4.60%和236.05%，其中生物药普佑克在加入国家医保目录后收入放量增长。2018年上述四种产品的产能利用率分别为99.88%、65.16%、64.53%和68.82%。除复方丹参滴丸产能利用率略有下滑外，其他三种产品产能利用率均有所提升。

产品销售方面，受招标降价、医保控费与公立医院规模限制及调整产品结构等多重因素影响，2018年，复方丹参滴丸和养血清脑颗粒的销量分别为13844.93万盒和2174.44万盒，分别同比下滑6.10%和6.04%，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。同期，水林佳及普佑克的销量分别同比增长3.44%和146.64%至1280.09万盒和26403.00盒。上述四种产品2018年的产销率分别为96.07%、93.28%、99.04%和59.95%，同比均有所下降，其中普佑克因2018年产量大幅增长导致产销率不高，其他产品产销率维持在高位。

2019年1-3月，除复方丹参滴丸销量同比有所下滑外，养血清脑颗粒及水林佳的销量同比均有所提升。同期，各产品产销率维持在较高水平。

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，账期约60天。

表6 公司主要产品产销情况(单位:万盒、%)

产品	项目	2017年	2018年	2019年1-3月
复方丹参滴丸	产量	14474.56	14383.35	3115.37
	产能利用率	100.52	99.88	86.54
	销量	14744.41	13844.93	3405.43
	产销率	101.86	96.07	113.31
养血清脑颗粒(丸)	产量	2274.86	2345.83	447.28
	产能利用率	63.19	65.16	49.70
	销量	2314.31	2174.44	480.76
	产销率	101.73	93.28	104.45
水林佳	产量	1233.74	1290.55	403.05
	产能利用率	61.69	64.53	72.53
	销量	1237.49	1280.09	334.26
	产销率	100.30	99.04	82.13
普佑克	产量(盒)	13106.00	44043.00	--
	产能利用率	40.96	68.82	--
	销量(盒)	10705.00	26403.00	6874.00
	产销率	81.68	59.95	--

注：普佑克因进行300L项目测试，2019年一季度停产，已于5月份恢复生产

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司核心产品复方丹参滴丸销量有所放缓，普佑克加入国家医保目录后放量

增长，各主要产品产销率保持在较高水平<sup>2</sup>。

### 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。

2018年，天士力营销集团在新三板完成三次股权融资，募集资金5.40亿元，进一步拓宽了融资渠道及资本实力。截至2018年底，天士力营销集团资产总额为96.99亿元，所有者权益为13.17亿元，2018年营业收入116.59亿元，利润总额1.52亿元。

公司业务模式分为分销配送、零售连锁及慢病管理与药事增值服务三种模式。

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、辽宁和山东等七个省市布局医药商业流通子公司。截至2019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余家终端诊所和380余家连锁药店的渠道网络，主要经营的药品、医疗器械等产品品规超过3400种。2018年，公司分销配送业务实现收入103.73亿元，同比增长18.26%，净利润1.30亿元，同比增长46.69%。其中公司医院配送业务占分销配送业务收入的57.00%，同比增长22.17%。

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2019年3月底，共经营703家零售连锁药店，其中直营药店573家、加盟药店130家。2018年，公司零售连锁业务实现收入9.20亿元，同比增长20.99%，净利润-0.36亿元，同比下滑20.95%，主要系2017年

在辽宁省内新开药店较多，回收期普遍偏长，新开药店在2018年仍未达到盈利状态所致。

公司积极实践“医保+医药+互联网”的服务创新模式，公司与天津市人力资源与社会保障局合作，建立了全国首个基于在线医保支付的慢病管理服务创新项目——天津市糖尿病门诊特殊病患者送药服务项目，为慢性病人提供在线处方药购买、在线医保结算、药品送药到家的全流程服务。2018年，公司成立了11家慢病管理中心，实现419项会员信息数字化，累计管理糖尿病人26786人，服务316000人次。2018年，启动了“人头付费”支付模式的创新试点，已经签约1.8万名人头付费会员，与17家医院签订系统直连实现电子处方外流的优先机会，与津南区签订智慧慢病试点协议。2018年公司慢病管理与药事增值服务实现收入3.43亿元，同比增长16.15%，净利润0.06亿元，同比增长70.16%。

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。2018年，公司医药商业板块实现收入107.78亿元，较上年增长17.08%。

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持续优化下游客户结构及产品品类，提升连锁药店的终端销售能力，公司医药商业板块获得快速发展。

### 4. 经营效率

2018年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数分别为1.69次和0.77次，较上年均有小幅下滑，存货周转次数为4.96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2019年3月底，公司主要在建工程包括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）、生物医药反

<sup>2</sup> 普佑克因产能提升较快，产销率较低，但销量同比大幅增长

反应器扩能和 GMP 改造项目（普佑克 300L 反应器项目，建成后，产值可达 200 万支/年，预计 2020 年下半年投产）、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 14.18 亿元，截至 2019 年 3 月底已投资金额 11.39 亿元，未来计划投资 3.43 亿元，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较小。

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 2019 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 2019 年 3 月底已完成投资	2019 年 4-12 月计划投资金额	2020 年计划投资金额
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	17844.34	527.02	500.00
生物医药反应器扩能和 GMP 改造项目	34007.59	31995.79	326.31	--
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	13145.67	2374.58	2092.21
帝益无菌药品车间项目	7350.00	8479.35	1012.72	527.00
天地药业新厂区建设项目	22907.61	8043.71	13502.40	2890.66
东北现代中药示范工厂项目	32000.00	27055.28	5968.96	892.38
天士力现代中药产业园建设项目	10000.00	7374.41	3197.59	500.00
合计	141837.06	113938.56	26909.58	7402.25

资料来源：公司提供

## 九、财务分析

公司提供了 2018 年度财务报告，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 2019 年一季度财务数据未经审计。

从合并报表范围变化情况来看，2018 年公司新增一家子公司，系山西天士力康美徕医药有限公司，为非同一控制下的企业合并。2019 年 1-3 月，公司合并范围新增 1 家天士力（湛江）医药有限公司。总体看，公司合并范围较上年变化不大，财务可比性强。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额为 251.72 亿元，所有者权益为 112.08 亿元（含少数股东权益 6.75 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 179.90 亿元，利润总额 19.56 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 245.84 亿元，所有者权益为 116.87 亿元（含少数股东权益 6.82 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 45.71 亿元，利润总额 5.50 亿元。

### 1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 251.72 亿元，同比增长 16.91%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 70.79%，同比变化不大；非流动资产占 29.21%，公司资产仍以流动资产为主。

#### 流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 178.19 亿元，同比增长 18.40%，主要系货币资金和应收账款增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占 17.61%）、应收票据（占 16.85%）、应收账款（占 46.42%）和存货（占 13.45%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 31.37 亿元，同比增长 109.29%，主要系公司及子公司发行多期债券所致。公司货币资金中使用受限资金占 14.22%，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，受限比例较低。

截至 2018 年底，公司应收票据账面价值为 30.02 亿元，同比下降 9.56%；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



98.13%，其余为商业承兑汇票，累计计提坏账准备 56.68 万元；已质押票据占应收票据账面价值的 11.39%，主要系为银行融资、开立银行承兑汇票提供质押担保所致，受限比例较低。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值为 82.72 亿元，同比增长 22.58%，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 99.77%，其中账龄在一年以内的占 98.12%，账龄较短，累计计提坏账准备 1.51 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 0.23%，累计计提坏账准备 0.19 亿元。截至 2018 年底，公司应收账款前五名客户占应收账款余额的 18.07%，公司应收账款客户集中度较低。受限应收账款规模为 29.84 亿元，占应收账款账面价值的 36.07%，主要系为发行债券和借款提供质押担保，受限比例较高。

截至 2018 年底，公司存货账面价值为 23.97 亿元，同比增长 7.41%，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 18.98%）和库存商品（占 73.01%）构成。公司分别对原材料、在产品 and 库存商品计提跌价准备 131.09 万元、143.38 万元和 111.57 万元，计提比例为 0.16%。

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 73.53 亿元，同比增长 13.43%，主要系可供出售金融资产及开发支出增长所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 10.42%）、固定资产（占 46.21%）、在建工程（占 7.08%）、无形资产（占 5.57%）和开发支出（占 15.71%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产为 5.96 亿元，同比增长 184.79%，主要系公司购买 Pharnext SA 可转债、Mesoblast 股票、科济生物可转债和 Cormorant 基金所致。其中，可供出售债务工具 2.71 亿元，可供出售权益工具 3.25 亿元（公允价值计量的 2.53 亿元和按成本计量的 0.72 亿元）。

截至 2018 年底，公司长期股权投资为 7.66

亿元，同比下降 9.38%。主要系 CARDIODA.INC 公司主要产品未能进入医保，导致销售额大幅下滑，公司预计无法收回投资，对其计提全额减值准备所致。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 33.98 亿元，同比变化不大；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 62.74%）和机器设备（占 33.67%）构成，符合公司制造业行业特性；累计计提折旧 22.08 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 13.48%；受限固定资产为 1.01 亿元，占固定资产账面价值的 2.97%，主要系为银行融资提供抵押担保。

截至 2018 年底，公司在建工程账面价值为 5.20 亿元，同比变化不大，主要为复方丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂生产线建设项目和其它零星工程。

截至 2018 年底，公司无形资产账面价值为 4.10 亿元，同比下降 17.26%，主要系企业合并减少所致；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 76.56%、12.93% 和 13.90%；未办妥产权证书的土地使用权占无形资产账面价值的 2.00%；受限资产占无形资产账面价值的 3.17%，主要为银行融资提供抵押担保。

截至 2018 年底，公司开发支出账面价值为 11.55 亿元，同比增长 109.56%，主要系 Transgene SA 无形资产入股公司控股子公司、技术引进和公司开发支出增加所致。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 245.84 亿元，较 2018 年底下降 2.34%，其中流动资产占 69.90%，非流动资产占 30.10%，公司资产仍以流动资产为主。截至 2019 年 3 月底，公司应收账款进一步提升至 91.40 亿元，较 2018 年底增长 10.50%；应收票据为 25.33 亿元，较 2018 年底下降 15.63%，主要系公司应收票据到期托收及票据贴现所致；其他权益工具投资 3.55 亿元和其他非流动金融资产 2.55 亿元，为原可供出售金融资产新列报产生所致。

跟踪期内，公司资产规模波动增长，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；公司资产质量尚可。

## 2. 负债及所有者权益

### 负债

截至2018年底，公司负债总额为139.64亿元，同比增长11.20%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占60.98%，同比下降29.32个百分点，非流动负债占39.02%，负债结构有所改善，但仍以流动负债为主。

截至2018年底，公司流动负债为85.16亿元，同比下降24.91%，主要系短期借款大幅下降所致；公司流动负债主要由短期借款（占44.68%）、应付票据（占9.75%）和应付账款（占25.13%）构成。

截至2018年底，公司短期借款为38.05亿元，同比下降45.25%，主要系公司调整债务结构所致；公司短期借款主要由保证借款（占63.20%）和信用借款（占32.27%）构成。

截至2018年底，公司应付账款为21.40亿元，同比增长3.54%，主要系随着业务规模的扩大，应付货款增长所致。

截至2018年底，公司非流动负债合计54.48亿元，同比增长347.49%，主要系长期借款和应付债券大幅增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占32.52%）和应付债券（占62.11%）构成。

截至2018年底，公司长期借款为17.72亿元，同比增长98.75%，主要由质押借款（占14.11%）和信用借款（占73.36%）构成。

截至2018年底，公司应付债券为33.84亿元，主要系公司发行两期中期票据“18天士力医MTN001”和“18天士力医MTN002”，及子公司天士力营销发行两期应收账款资产支持票据所致。

截至2018年底，公司全部债务为104.26亿元，同比增长15.76%，其中短期债务占50.55%，长期债务占49.45%。公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为55.47%和48.19%，分别同

比下降2.85个百分点和1.90个百分点，长期债务资本化比率为31.51%，同比大幅提升22.46个百分点。

截至2019年3月底，公司负债总额为128.97亿元，较2018年底下降7.64%，主要系短期借款下降所致；其中流动负债占60.32%，非流动负债占39.68%，债务结构变化不大。公司短期借款27.31亿元，较上年底下降28.22%，主要系公司调整债务结构所致。截至2019年3月底，公司全部债务总额为93.96亿元，其中短期债务45.76亿元，长期债务48.20亿元，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52.46%、44.57%和29.20%，较2017年底均有所回落。

跟踪期内，公司短期债务规模快速下降，长期债务规模快速提升，债务结构有所改善。

### 所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益合计112.08亿元，同比增长24.89%，主要系实收资本、资本公积增加及利润积累所致。截至2018年底，公司实收资本为15.13亿元，同比增长40.00%，主要系公积金转增股本所致；资本公积为18.43亿元，同比增长24.80%，主要系公司子公司天士力营销及天士力生物医药股份有限公司新增少数股东溢价增资所致。

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93.98%，以股本、资本公积、盈余公积和未分配利润为主，占比分别为14.36%、17.49%、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2019年3月底，公司所有者权益合计116.87亿元，较2018年底增长4.27%，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

2018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 179.90 亿元，同比增长 11.78%；实现利润总额 19.56 亿元，同比增长 12.63%。

从期间费用看，2018 年公司费用总额为 44.48 亿元，较上年增长 15.06%。其中，销售费用 27.90 亿元，较上年增长 10.08%，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 5.74 亿元，同比增长 13.21%；研发费用 5.89 亿元，同比增长 16.40%；财务费用 4.94 亿元，同比增长 55.40%，主要系债券规模增加，利息支出加大所致。2018 年公司费用收入比为 24.72%，较上年提升 0.70 个百分点，公司控费能力有待改善。

2018 年，公司实现投资收益 1.27 亿元，主要系处置了 CBC7、I-MAB、辽宁本济饮片有限公司和陕西物流有限公司股权产生的收益。

从盈利指标来看，2018 年公司营业利润率和总资产收益率均较上年小幅提升，分别为 35.20% 和 9.63%；净资产收益率较上年有所下滑，为 14.20%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 45.71 亿元，较上年同期增长 15.66%；利润总额 5.50 亿元，较上年同期增长 20.61%。

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，2018 年公司经营活动现金流入 207.73 亿元，同比增长 26.09%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 200.81 亿元；经营活动现金流出 192.80 亿元，同比增长 11.46%，增幅小于现金流入增幅，其中支付其他与经营活动有关的现金为 29.58 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 14.94 亿元，同比增长 287.75%，主要系公司应收票据到期托收及贴现高于去年所致。公司经营获现能力有所提升，2018 年公

司现金收入比为 111.63%，同比提升 13.16 个百分点。

投资活动方面，2018 年公司投资活动现金流入 9.79 亿元，同比增长 32.54%，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 16.21 亿元，同比下降 7.90%，主要系投资支付的现金减少所致；投资活动产生的现金流量净额为净流出 6.42 亿元，同比提升 65.27%。

筹资活动方面，2018 年公司筹资活动现金流入 118.10 亿元，同比增长 31.06%，主要系发行债券收到的现金大幅增加所致；筹资活动现金流出 109.82 亿元，同比增长 65.72%，主要系偿还债务支付的现金增加所致；筹资活动产生的现金流量净额 8.28 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 2.58 亿元，同比增长 70.86%，主要系票据到期托收和票据贴现高于去年同期所致；公司投资活动产生的现金流量净额 -0.64 亿元，公司筹资活动产生的现金流量净额为 -10.51 亿元。

跟踪期内，受益于应收票据到期托收及贴现，经营性净现金流由负转正，公司收入实现质量有所提升；公司投资需求有所下滑，但公司仍存在一定对外筹资需求。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 209.25% 和 181.10%，同比均大幅提升；截至 2019 年 3 月底上述指标分别提升至 220.87% 和 190.20%。2018 年，公司经营现金流动负债比为 17.54%。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 28.35 亿元；EBITDA 利息倍数为 5.76 倍；全部债务/EBITDA 为 3.68 倍。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保事项；无重大未决诉讼。

截至 2019 年 3 月底，公司获得银行授信总

额合计 169.44 亿元，其中未使用额度 79.23 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 2019 年 3 月底，公司使用受限的资产为 30.93 亿元，主要构成为货币资金及应收账款。

表 8 截至 2019 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	4.02	保证金等
应收账款	26.91	发行资产支持票据质押、银行贷款质押以及信用证贴现融资
合计	30.93	--

资料来源：公司提供

## 6. 母公司财务分析

资产及负债方面，截至 2018 年底，公司本部资产为 137.32 亿元；其中流动资产占比为 44.95%。流动资产主要由应收票据、应收账款构成，占比分别为 38.20% 和 37.96%。非流动资产以长期股权投资为主，主要为对子公司和联营企业的投资。截至 2018 年底，公司负债总额 51.56 亿元，构成主要为短期借款、长期借款和应付债券，分别为 9.99 亿元、15.50 亿元和 11.92 亿元。所有者权益方面，截至 2018 年底，公司本部所有者权益为 85.76 亿元，主要由其他综合收益（18.33 亿元）和未分配利润（42.87 亿元）构成。

盈利能力方面，2016-2018 年，公司本部分别实现营业收入 47.22 亿元、49.67 亿元和 49.39 亿元；公司本部的期间费用主要为销售费用和财务费用，近三年分别为 11.53 亿元、11.55 亿元和 10.64 亿元。同期，投资收益分别为 2.84 亿元、3.50 亿元和 2.12 亿元。近三年，公司分别实现利润总额 15.10 亿元、12.75 亿元和 10.32 亿元，本部盈利能力较强。

现金流方面，2016-2018 年，公司本部经营活动现金流入量分别为 51.61 亿元、43.81 亿元和 63.89 亿元，经营活动产生的现金流量净额分别为 5.98 亿元、-0.56 亿元和 19.95 亿元；投

资活动现金流量净额分别为 -5.01 亿元、-2.97 亿元和 -8.02 亿元；同期，公司筹资活动现金流量主要系取得借款和偿还债务产生的现金流量，筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.31 亿元、6.30 亿元和 -14.34 亿元。

有息债务方面，截至 2019 年 3 月底，公司本部有息债务为 42.91 亿元，其中短期债务 15.49 亿元，长期债务 27.42 亿元。从债务指标看，截止 2019 年 3 月底，公司本部资产负债率、全部债务资本化比率和长期资本化比率分别为 37.55%、33.35% 和 24.25%，整体债务负担适宜。

总体看，公司本部资产以应收类资产及长期股权投资为主，资产质量较好；本部主要从事现代中药业务，经营性现金流量充沛，收入及利润规模尚可，盈利能力较强；整体债务负担适宜，债务压力不大。

## 7. 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 2019 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。

## 8. 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、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 13 亿元，分别为“19 天士力医 SCP001”、“18 天士力医 MTN001”和“18 天士力医

MTN002”，一年内到期的债券余额为 1.00 亿元。

2018 年，公司经营活动现金流入量和流量净额分别为 207.73 亿元和 14.94 亿元，分别为上述债券发行总额的 15.98 倍和 1.15 倍；同期，公司 EBITDA 为 28.35 亿元，为上述债券发行总额的 2.18 倍。截至 2018 年底，公司剔除受限后现金类资产 56.93 亿元，为一年内到期债券余额的 56.93 倍，保障能力强。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

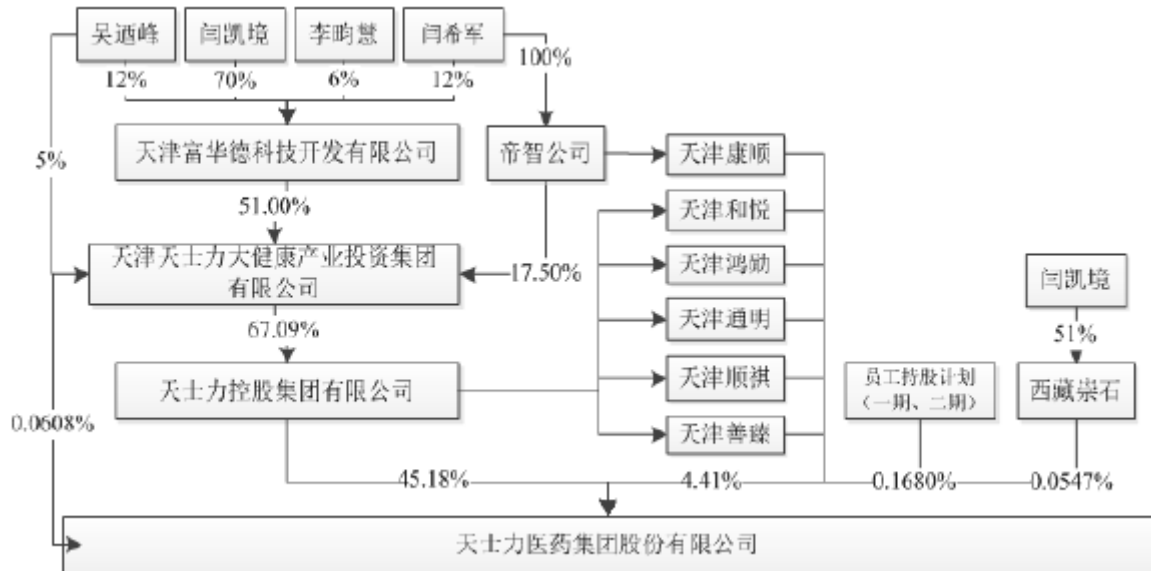
项目	2018 年
一年内到期债券余额	1.00
现金类资产/一年内到期债券余额	56.93
经营活动现金流入量/应付债券余额	15.98
经营活动现金流净额/应付债券余额	1.15
EBITDA/应付债券余额	2.18

资料来源：联合资信根据企业提供的年报和资料整理

## 十一、结论

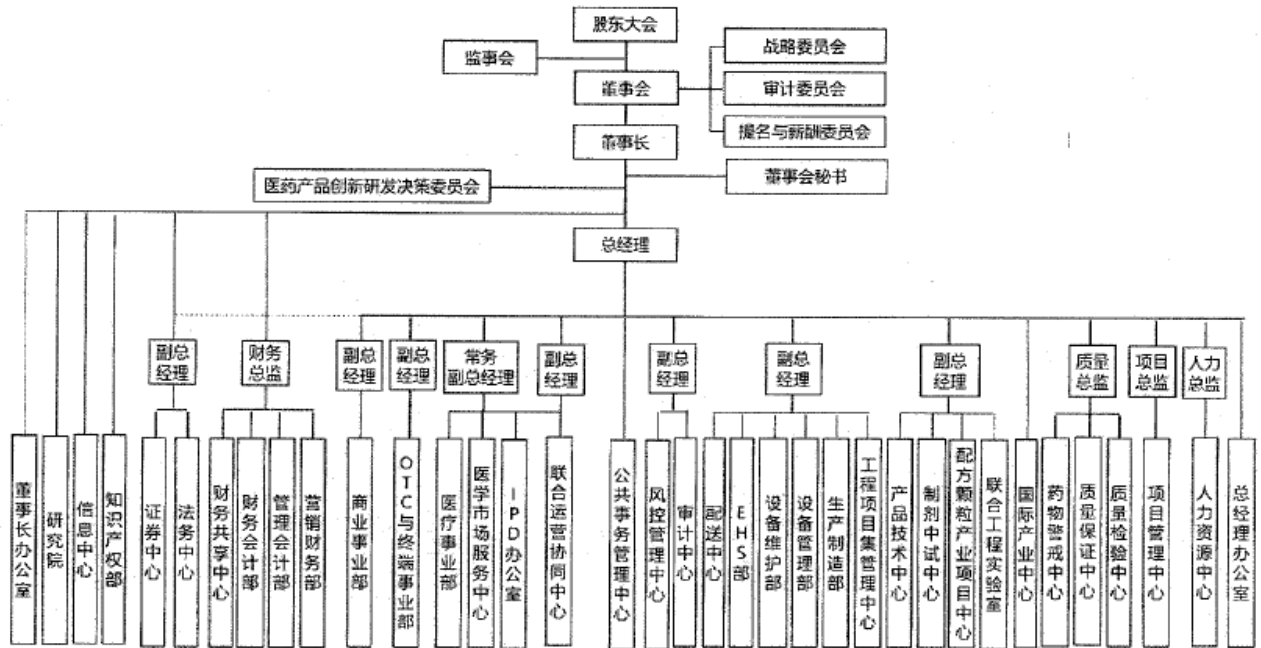
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，“18天士力医MTN001”和“18天士力医MTN002”信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图





附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



注：IPD办公室全称“药品研发管理办公室”

## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	29.99	43.30	56.93	43.77
资产总额(亿元)	171.26	215.32	251.72	245.84
所有者权益(亿元)	82.07	89.74	112.08	116.87
短期债务(亿元)	55.22	81.14	52.70	45.76
长期债务(亿元)	4.01	8.93	51.56	48.20
全部债务(亿元)	59.23	90.06	104.26	93.96
营业收入(亿元)	139.45	160.94	179.90	45.71
利润总额(亿元)	14.96	17.36	19.56	5.50
EBITDA(亿元)	20.74	24.32	28.35	--
经营性净现金流(亿元)	11.54	-8.23	14.94	2.58
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	2.06	1.88	1.69	--
存货周转次数(次)	4.69	4.83	4.96	--
总资产周转次数(次)	0.86	0.83	0.77	--
现金收入比(%)	113.20	98.47	111.63	106.86
营业利润率(%)	35.43	35.12	35.20	33.24
总资本收益率(%)	10.27	9.57	9.63	--
净资产收益率(%)	14.86	15.62	14.20	--
长期债务资本化比率(%)	4.66	9.05	31.51	29.20
全部债务资本化比率(%)	41.92	50.09	48.19	44.57
资产负债率(%)	52.08	58.32	55.47	52.46
流动比率(%)	136.98	132.71	209.25	220.87
速动比率(%)	112.32	113.03	181.10	190.20
经营现金流动负债比(%)	14.14	-7.25	17.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.94	7.62	5.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.86	3.70	3.68	--

注：2019 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
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×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 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。

### 附件 4-3 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