

信用等级公告

联合[2015] 478 号

联合资信评估有限公司通过对天士力制药集团股份有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

天士力制药集团股份有限公司
主体长期信用等级为
AA⁺

特此公告。



天士力制药集团股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2015 年 4 月 21 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	74.86	102.12	129.21
所有者权益(亿元)	42.07	41.43	50.68
长期债务(亿元)	5.01	8.71	8.14
全部债务(亿元)	21.58	36.34	56.27
营业收入(亿元)	93.01	111.08	125.78
利润总额 (亿元)	9.60	14.18	17.33
EBITDA(亿元)	12.25	17.87	22.98
营业利润率(%)	29.98	35.74	36.73
净资产收益率(%)	18.83	28.15	28.62
资产负债率(%)	43.81	59.43	60.77
全部债务资本化比率(%)	33.91	46.72	52.61
流动比率(%)	164.98	117.23	115.10
全部债务/EBITDA(倍)	1.76	2.03	2.45
EBITDA 利息倍数(倍)	11.20	10.55	7.37

注: 其他流动负债已计入短期债务计算; 长期应付款已计入长期债务计算。

分析师

马 栋 赵 阳

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对天士力制药集团股份有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为中药现代化的领军企业,具备先进的产品质量管理体系和较强的自主研发能力;公司产业链完善、核心产品市场竞争力突出、整体盈利能力强。联合资信也关注到,公司医药制造收入相对集中于“复方丹参滴丸”,国际化进程存在不确定性,以及医药流通业务利润率低并面临一定的竞争压力。

受益于中国医药卫生体制改革和城镇居民消费结构升级,中成药市场面临良好的发展机遇。公司储备的新药品种陆续投放市场,已形成新的收入和利润增长点。未来公司致力于扩充现有优势品种的生产规模,提高中药材自给率,进一步巩固其领先的市场地位。随着帝益药业化学药资产的注入,公司形成了以现代中药为主,生物制药和化学制药为辅的战略格局,竞争优势将进一步加强。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 中国医疗体制改革的推进促使市场大幅扩容,国家出台多项政策扶持中药产业发展,中成药市场长期将保持增长趋势。
2. 公司品牌优势显著,主导产品“复方丹参滴丸”市场份额在国内心脑血管类中成药中位居前列;为中国首例通过美国FDA II 期临床试验、并进入 III 期临床试验的中药品种。
3. 公司自主研发能力处于国内中药行业领先水平,产品质量管理体系率先实现与国际标准接轨,为长期持续发展奠定了基础。
4. 公司对中药材资源掌控能力较强,陕西商

洛丹参种植基地能完全满足主要原料丹参的自给，有助于从源头控制药品质量，抵御中药材价格波动风险。

5. 公司销售收入持续快速增长，盈利能力强，财务结构稳健。

关注

1. 复方丹参滴丸能否通过FDAIII 期临床试验并最终上市，存在不确定性。
2. 公司处于扩张期，经营规模扩大和国际化推进对管理和人才储备提出更高要求。
3. 公司全部债务规模增长较快，偿债负担有所加重，有一定短期支付压力，债务结构有待改善。

信用评级报告声明

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

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

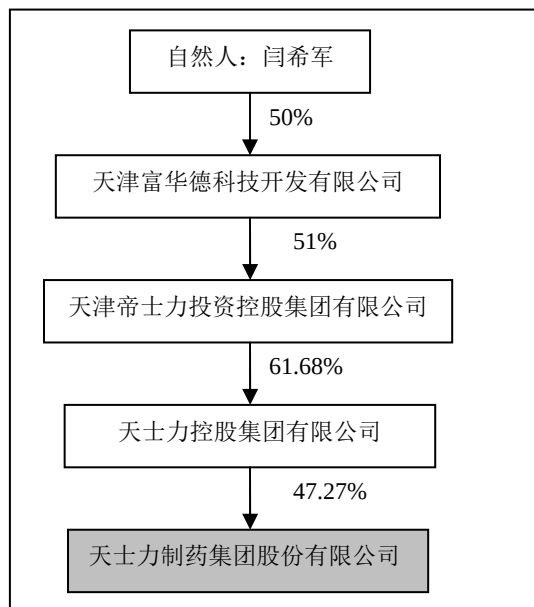
五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由天士力制药集团股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、天士力制药集团股份有限公司主体长期信用等级自 2015 年 4 月 21 日至 2016 年 4 月 20 日有效；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。

一、主体概况

天士力制药集团股份有限公司（以下简称“公司”）前身为 1994 年 5 月 6 日成立的天津市天士力联合制药公司。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。2012 年 5 月，公司更名为天士力制药集团股份有限公司。截至 2014 年底，公司总股本 103284.27 万股，控股股东为天士力控股集团有限公司，持有其 47.27% 的股份；公司实际控制人为闫希军。2015 年一季度，公司非公开发行股票 4763.32 万股，扣除发行费用后募集资金净额为 15.77 亿元，其中增加注册资本合计 4763.32 万元，增加资本公积 15.30 亿元。

图 1 截至 2014 年底公司产权及控制关系图



资料来源：公司年报

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 2014 年底，公司下辖 13 家全资子公司和 4 家控股公司；本部设制剂技术中心、生产制造部、市场营销部、质量保证部、质检中心、计划部等 20 多个部门。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 129.21 亿元，所有者权益（包含少数股东权益 2.31 亿元）50.68 亿元；2014 年实现营业收入 125.78 亿元，利润总额 17.33 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、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额

264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

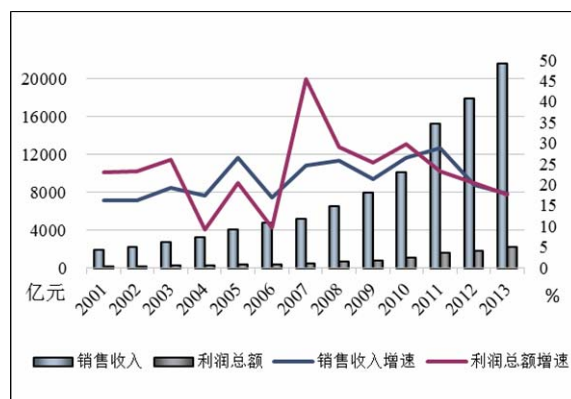
三、行业及区域经济环境

1. 医药工业现状

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，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。

图 2 2001~2013 年中国医药行业效益情况



资料来源：Wind 资讯

自 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，2010 年实现医药工业总产值 11933.82 亿元，同比增长 27.07%。2011 年、2012 年中国医药产业呈现平稳快速增长的态势，分别实现产值 15707 亿元、18255 亿元，分别同比增长 31.62%、16.22%。2013 年，中国医药制造业实现主营业务收入 20592.93 亿元，同比增长 18.00%，利润总额 2071.67 亿元，同比增长 17.76%，增长速度虽较前两年有所回落，但仍保持较高水平。2014 年前三季度，中国医药制造业实现主营业务收

入 16541.49 亿元，同比增长 13.15%，利润总额 1584.11 亿元，同比增长 12.50%，总体保持了稳定增长的发展趋势。

细分行业方面，从近三年增长速度看，生物生化品制造、卫生材料及医药用品制造、中成药制造以及中药饮片加工四个行业保持快速增长，收入规模年均增速保持在 20% 以上；从盈利能力看，生物生化制品制造、化学药品制

剂制造和中成药制造保持较高的销售利润率，化学药品原药制造和中药饮片加工盈利能力明显偏低。近年来医药行业效益有所分化，中成药制造总体保持快速增长，盈利能力较强。

总体看，中国医药行业规模增长迅速，随着医疗改革体系逐渐成熟，中国医疗产业的经济效益呈现较好的发展态势。

表 1 医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元；%）

	2011 年			2012 年			2013 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
医药制造业合计	14522.05	1494.30	10.29	17083.26	1731.68	10.14	20592.93	2071.67	10.06
化学药品原药制造	3050.18	247.86	8.13	3289.72	243.02	7.39	3819.88	284.74	7.45
化学药品制剂制造	4104.98	442.35	10.78	5023.69	556.03	11.07	5730.93	639.40	11.16
中药饮片加工	853.72	64.42	7.55	990.29	71.04	7.17	1259.35	94.18	7.48
中成药制造	3378.67	372.44	11.02	4079.16	436.48	10.70	5064.98	538.43	10.63
兽用药品制造	698.15	71.09	10.18	802.52	80.21	10.00	938.21	90.33	9.63
生物、生化制品制造	1515.47	206.69	13.64	1775.43	230.13	12.96	2381.36	282.41	11.86
卫生材料及医药用品制造	920.88	89.45	9.71	1122.44	114.77	10.22	1398.22	142.18	10.17

资料来源：国家统计局

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、化学原料药和中成药对整个行业的收入和利润贡献最大；中药饮片和生物制药的增速最高。

（1）化学原料药行业

随着国际上大量专利药的专利权到期，以及发达国家出于环保要求限制其化学原料药的生产，中国已成为原料药转移生产的主要受惠国，占全球 19.3% 的市场份额，位居首位，其中仿制原料药的市场份额更是高达 37.8%。中国原料药产量与出口量均保持了快速增长，目前约占中国医药制造业生产总值的 20%。根据中国医保商会统计，2013 年中国原料药出口 235.98 亿美元，同比增长 3.98%，保持稳定增长，从细分产品看，原料药出口分化明显，大宗原料药自 2012 年第四季度以来季度出口额持续负增长，呈现明显的出口颓势，而特色原

料药出口保持快速增长，排名前十名的特色原料药中半数实现出口额强势增长，且以心脑血管用药为主。目前，中国出口的原料药中抗感染类、维生素类、解热镇痛类、激素等大宗原料药和他汀类、普利类、沙坦类等特色原料药在国际医药市场上占有相当的份额和地位。

中国化学原料药在产能规模和生产工艺上优势明显。经过多年的低价竞争，众多中小型企业被淘汰出局，目前原料药行业集中度较高，但产品生产耗能大，污染严重，产品结构仍以低端为主，且大部分原料药产能过剩严重，行业收益受国际市场波动及周期性波动影响明显，竞争激烈。

2011 年下半年以来，随着国内新建产能逐步释放，原料药行业产能过剩问题日益凸显，大宗原料药产品低价竞争现象明显，严重影响行业内企业的盈利情况。2013 年原料药行业继续消化过剩的产能，盈利情况仍不容乐观。

（2）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。

（3）中药子行业

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。中成药制造和中药饮片加工子行业销售收入从 2011 年至 2013 年复合增长率分别达到 22.44% 与 21.46%，市场呈现稳定增长态势。2013 年，中成药制造行业和中药饮片加工行业分别实现销售收入 5064.98 亿元和 1259.35 亿元，同比增长 21.09% 和 26.89%。2014 年 1~9 月，中成药营业收入同比增长 13.74%，利润总额同比增长 11.06%。

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. 行业关注

行业集中度低

中国医药制造业存在一个显著特征是数量多、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，2010 年底已经有 7000 多家，初步统计百强比重已上升至约 40%。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右，与全球医药巨头 400~500 亿美元的业绩相比差距甚远。造成中国医药产业集中度低的主要原因是制药企业的规模经济水平低，绝大部分制药企业由于市场份额、生产条件等限制根本不存在规模经济，整个行业呈粗放型发展的态势。中国的制药企业进行规模化生产的非常少，虽有一些如哈药集团有限公司、扬子江药业集团有限公司、石药集团及华北制药集团有限责任公司等大型制药集团，但与世界级制药企业相比还有很大差距。总体看，中国医药生产企业数量众多，产能过剩，大部分企业名牌产品少，品种雷同现象普遍。

研发和创新能力不足

中国大部分医药产品技术含量低，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，这些严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

药品降价

目前，中国药品定价采取政府定价、政府指导价、市场调节价三种定价方式，其中：列入国家基本医疗保险目录的 1000 多种药品与医保药品目录以外具有垄断性生产、经营的药品实行政府定价和指导价；其他药品实行市场调节价。

医院和药商之间的非法回扣直接造成了医药价格虚高。针对医药价格虚高，国家发改委已对政府定价范围内药品的最高零售价格进行了多次调整。化学药方面，从2010年开始，发改委针对化学药品进行了多轮降价，平均降幅在17%~41%，涉及抗生素、循环、神经、激素、消化、抗肿瘤、免疫和血液等各个品类。2013年1月，发改委发出通知，决定从2013年2月1日起调整呼吸、解热镇痛和专科特殊用药等药品最高零售限价，共涉及20类药品，400多个品种、700多个代表剂型规格，平均降价幅度为15%，其中高价药品平均降幅达到20%，这是国家发改委近15年来启动的第31轮药品降价，医保目录中的化学药品全品类调价已经完成。中成药方面，近7年来尚未进行降价调整，但发改委从2013年11月14日开始密集举行了7场有关中成药的价格评审会，评审范围包括了2010版医保目录里中成药部分的所有种类。2014年2月13日，发改委药品价格评审中心在北京召开了妇科、眼科、耳鼻喉科、骨伤科和皮肤科中成药的价格预评审会议，预计将在年内实现中成药近年来首次降价。

从长期看，国家发改委将着手从体制上解决药品虚高的问题，预计未来医药的出厂价和零售价均会呈下降趋势。

中药材价格波动

近年来，中药材价格出现较大幅度的波动，总体呈上涨趋势。药材价格上涨影响因素复杂且具有不可预测性，主要包括：绿色回归理念加上中药本身具有的预防、保健功效使得中药需求大增；乱采滥挖对野生中药材资源的破坏、国家对珍稀野生药材实行禁采和限采；中药材实际种植面积下降、资金炒作等。

中药材价格每3-4年呈现一个周期，波动明显，在2009-2012年价格持续上涨，激发了药农的种植积极性，使得中药材市场迎来了扩种潮。

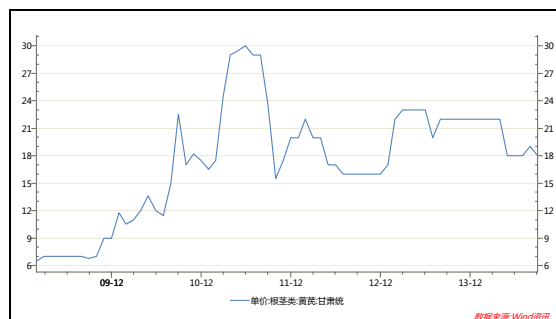
以甘肃省黄芪，党参和三七为例。2009年以前，黄芪行情长期徘徊于7-8元/千克上下，

药农收益甚微，种植积极性低下。2009-2010年黄芪行情随药市利好环境带动开始上升，但受限于黄芪种苗不丰的情况，黄芪的种植规模无法跟上行情的发展趋势，并且往年累积库存不丰，至2011年黄芪行情攀升至30元/千克高点。随后，药材市场整体松动加之黄芪产量逐渐得到恢复，黄芪的价格出现回落，长期波动于17-21元/千克之间。从2014年情况看，中药材价格有所回落，甘肃地产黄芪价格从22元/千克下跌至18元/千克。

党参价格从2010年5月开始急剧上涨，一直持续到2013年8月，价格涨至120元/千克，但随着药材市场整体萧条、产量供大于求，价格逐步下滑，党参统货价格逐渐回落至2014年9月的20元/千克。

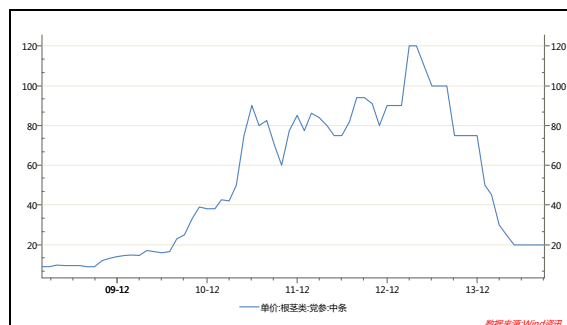
自2011年以来三七价格波动上涨，至2013年四季度三七大量上市，导致市场供大于求，造成三七价格快速下降，2014年一季度三七价格保持稳定，二季度至今下降明显。

图3 根茎类黄芪价格走势（单位：元/千克）



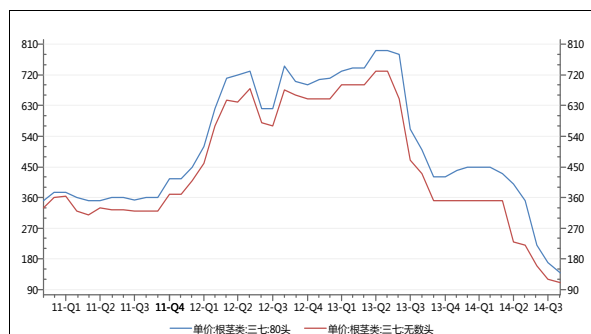
资料来源：Wind 资讯

图4 根茎类党参价格走势（单位：元/千克）



资料来源：Wind 资讯

图5 2011年以来三七价格走势（单位：元/千克）



数据来源：wind 资讯

近年来，中药材价格波动较大，将直接影响中成药生产企业原材料采购成本。

融资渠道单一，产业发展资金不足

制药业同其它行业相比具有高投入、高收益、高风险、高技术密集型等特点，特别是现在的一些基因工程等生物工程制药产业上述特点更为明显。目前，中国高科技制药产业的资金来源除股东投入以外，主要依靠银行贷款，融资渠道狭窄。由于银行十分注重资金的安全性和流动性，高技术行业投资的风险使银行慎之又慎。因而制药企业融资能力明显不强，资金严重短缺。发展资金严重不足已经成为制药企业开发研制新药、更新设备、开拓市场的巨大障碍。

环境治理成本增加

医药行业是环保治理的12个重点行业之一，三废处理、环境保护的压力不断加大。中国大部分化学原料药生产能耗较大、环境污染严重、附加值较低。中药资源保护相关法规建设滞后，中药材的种植及生产方式较落后，缺乏必要的组织，没有形成一定的规模，生产种植过程中缺乏必要的市场信息引导，致使中药材的开发利用处于无序状态。一方面野生药材资源的过度开采，导致部分品种达到濒危的程度，甚至将要灭绝；另一方面因为盲目种植，导致大量积压，造成巨大的资源浪费。因此国家对于环境治理与调控会对医药制造行业造成较大的影响。

3. 医药商业概况

美国、日本、欧盟等发达国家和地区的医药商业相对成熟，企业处于相对垄断地位，企业寡头化、经营规模化是国际医药商业产业的总体特点和发展趋势。

中国城镇化、人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革深入，释放了国内的医疗需求，并带动了药品需求的增长。2010-2013年药品销售市场规模总体虽呈增长态势，增速从24.6%逐步递减到16.7%，但仍远高于中国GDP的增速。2013年中国药品流通行业实现销售总额13036亿元。

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，2013年，全国药品流通直报企业主营业务收入9873亿元，同比增长17%，增幅回落3个百分点；实现利润总额202亿元，同比增长16%，增幅回落0.5个百分点；平均毛利率6.7%，同比下降0.2个百分点；平均费用率5.1%，同比下降0.1个百分点；平均利润率1.7%，同比下降0.2个百分点。

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。

从集中度看，根据2011年颁布的《全国药品流通行业发展规划纲要(2011-2015)》，至2015年要形成一至三家年销售额过千亿元的全国性大型医药商业集团，20家年销售额过百亿的区域性药品流通企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发总额85%以上。2013年前100位药品批发企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模为64.3%，比上年提高0.3个百分点，其中前三位药品批发企业占29.7%，比上年提高0.9个百分点；主营业务收入100亿元以上的批发企业占同期全国医药市场总规模的44.5%，

比上年提高 3 个百分点，50-100 亿元之间的批发企业占 6.4%，与上年基本持平，10-50 亿元之间的批发企业占 13.1%，比上年下降 3 个百分点。2013 年公布的新修订《药品经营质量管理规范》（简称 GSP）对药品仓储、运输、购销全链条提出了更高要求，并于 2013 年 6 月正式实施，过渡期截至 2016 年，过渡期之后仍未达标的企业药品经营活动将被停止。新版 GSP 的实施将有利于进一步提高行业集中度。总体看，中国医药流通行业基本形成了三大版图，全国性大型企业已具雏形，中型企业区域化布局，小型企业面临较大的生存压力。

从销售终端看，药品销售主要有医院市场、零售终端和基层卫生机构（包括农村药品供应网点、社区卫生服务站和乡镇卫生院）三大终端市场，其中医院市场居于主要地位，占据一半以上的市场份额。

从各主要区域市场来看，2013 年，全国六大区域销售总额比重分别为：华东 39.2%、华北 18.7%、中南 20.7%、西南 12.4%、东北 5.3%、西北 3.7%；其中华东、华北、中南三大区域销售额占到行业销售总额的 78.6%，同比下降 0.8 个百分点。

4. 行业政策

2011~2013 年，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。总体看，医疗改革仍是主线，其推动的基本药物目录、全国医保目录，公立医院改革等政策，将促进医药需求量增长和支付制度的改进，基本药物目录品种放量增长、医药行业产业结构调整、医药行业“十二五”规划和公立医院改革将对医药行业产生结构性和全面的促进作用。

表 2 近年来相关医药政策汇总

发布时间	部门	相关政策	政策描述	对行业的影响
2012 年 1 月	工信部	《医药工业“十二五”发展规划》	加快医药工业结构调整和转型升级，培育发展生物医药产业，促进医药工业由大变强。	重点领域包括生物技术药物、化学药新品种、现代中药、先进医疗器械、新型药用辅料、包装材料及制药设备等五大领域。
2012 年 4 月	卫生部	《抗菌药物临床应用管理办法》	从 2012 年 8 月起，开始实行抗菌药物临床应用分级管理制度，具体划分为非限制使用、限制使用、特殊使用三级管理。	使得抗菌药物限用走向常态化，将逼迫许多医药企业进行调整和转型。
2012 年 9 月	国家发改委	《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》	提出按照建机制、控费用、调结构、强监管的原则，通过取消药品加成、调整医疗服务价格、改革收费方式和落实政府办医责任。	县级公立医院改革开始进入实质性阶段，其中提出革除药品加成，改为服务收费和政府补助两个补偿渠道，将对医药行业产生长远影响。
2013 年 2 月	国务院	《关于巩固完善基本药物制度和基层运行新机制的意见》	在经济技术标评审中，对药品质量、生产企业的服务和信誉等进行全面审查，将企业通过《药品生产质量管理规范（2010 年版）》（GMP）认证作为质量评价的重要指标。	强调新版 GMP 标准的重要性，有利于行业的升级与重组。
2013 年 2 月	食品药品监督管理局	《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励药物创新的意见》	进一步加快创新药物审评，实行部分仿制药优先审评，加强药物临床试验质量管理，鼓励研制儿童用药，制定配套措施，注重协调配合。	鼓励医药行业进行创新，有助于推进产品结构调整、提升行业集中度。

2013 年 3 月	卫生部	2012 年版《国家基本药物目录》	药品品种扩容，新版基药目录在原来 09 版 307 种的基础上扩容至 500 多种，中西药各增加 100 种左右新版基药。目录适用范围不仅限于基层使用，亦扩展至二、三级医院并明确使用比例。注重与医保（新农合）支付能力相适应，确保基本药物较高的比例报销。	奠定了实施基本药物制度的基础。新目录中化学药品和生物制品数量与世界卫生组织现行推荐的基本药物数据相近，能够更好服务基层医疗卫生机构。扩展目录适用范围有利于基药产品的放量。
2013 年 12 月	国家卫生和计划生育委员会	《关于加快发展社会办医的若干意见》	将社会办医纳入区域卫生规划统筹考虑，优先支持社会资本举办非营利性医疗机构，鼓励社会资本举办中医专科医院。	促进多元化医疗体系的发展，有助于有实力医药企业向产业链的下游拓展，参与公立医院改革和民营医院建立。
2014 年 3 月	卫生计生委、财政部、中央编办、发改委、人社部	《关于推进县级公立医院综合改革的意见》	全面推进公立医院改革	促进多元化医疗体系的发展，有助于有实力医药企业向产业链的下游拓展，参与公立医院改革和民营医院建立。

资料来源：联合资信整理

5. 未来发展

从短期看，各级政府将逐渐加大对医改的资金支持，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求。从中期看，新医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，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。原料药方面，国家无论从税收、产业结构调整、外商企业投资政策等各方面，均支持民族工业、鼓励创新。随着《制药业环保新标准》和《国家环境保护标准》的先后出台，预计未来原料药厂的环保成本将不断加大。

总体看，各项行业政策的出台和实施，使医药企业在研发、生产各环节上的运作方式都面临重大调整，行业资源将进一步向优势企业集中，行业进入门槛将提高，产业结构的调整优化将加快，对行业的未来发展将产生深远影响。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2014 年底，公司总股本 103284.27 万股，控股股东为天士力控股集团有限公司，持有其 47.27% 的股份，实际控制人为闫希军先

生。

2. 企业规模与竞争力

公司在发展过程中始终坚持以现代中药产业链为核心的一体化生产模式，在产业链各环节全程推行标准化管理。业务涵盖现代中药、化学药、生物制药等领域的医药企业集团，重点产品包括复方丹参滴丸、养血清脑颗粒、水林佳、藿香正气滴丸等心血管、脑血管、肝病用药。“天士力”商标于 2005 年被国家工商总局商标局认定为天津市首例医药类“中国驰名商标”。

中药制药方面，公司形成了集研发、药材种植、提取、药品制剂生产和销售为一体的现代中药产业链，并在各环节推行标准化管理。公司率先在国内建立了符合国际标准的中药材生产质量管理规范（GAP）药源基地；提出中药提取生产质量管理规范（GEP）概念，解决了中药材有效成分的萃取和毒性成分、重金属含量及农药残留量的纯化处理问题，全部生产剂型均符合国家药品生产质量管理规范（GMP）。公司核心产品复方丹参滴丸为独家生产品种，进入《国家基药目录》和《国家廉价药目录》；在国内心脑血管同类产品市场占有率排名前列，是中国第一例完成向美国食品与

药品监督管理局（FDA）申请 II 期临床试验的中成药。养血清脑颗粒 2012 年实现了销量的快速增长，并于 2013 年 5 月进入《国家基本药物目录》（2012 版）；益气复脉粉针剂、水林佳、芪参益气滴丸等十余个单品种药品销售收入超过亿元。

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

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

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

3. 研发与创新

公司是国家科技部火炬高技术产业开发中心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。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。

近年来公司建立“组分中药”研发新模式，率先提出并制定出中药有效成分分离 GEP 新标准，将多元指纹图谱质控技术成功运用于中药质量控制。完成了由“金字塔”式向“体系化”的专利保护转变；由单一产业向全产业链纵向专利保护转变；由国内为主向国际化专利保护转变；由侧重新药保护向现有产品保护期限延伸和新药共同保护转变。

截至 2014 年底，公司及主要子公司拥有专利总数 1321 件，其中发明专利 1179 件。公司主要产品复方丹参滴丸拥有专利 436 件，养血清脑颗粒拥有专利 94 件。公司及主要子公司发明专利新申请及授权分别为 93 件和 64 件。

公司高度重视医药研发工作，近年来研发投入资金水平较高，2014 年研发投入 3.67 亿元（不含设备及工程投入），占医药工业收入的 6.07%。

表 3 公司研发投入情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
研发投入（亿元）	1.87	3.64	3.67
医药工业收入占比（%）	4.75	7.4	6.07

资料来源：公司提供

整体看，公司科研能力在国内同行业中处于领先地位，较多的科研项目储备和新药研发成果陆续转化为生产，为长期可持续发展提供了有力支撑。

4. 人员素质

公司高层管理人员均具有大学以上学历和高级技术职称。

公司董事长闫凯境，36 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，天士力控股集团有限公司董事、副总裁、战略投资事业群首席执行官，天津天士力医药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、总经理朱永宏，51岁，曾任天津天士力集团有限公司董事长助理兼研究院副院长，天士力控股集团有限公司副总裁兼生产制造事业群首席执行官。现任公司副董事长、总经理，兼任中国医药创新促进会副秘书长，天津滨海高新技术产业开发区科学技术协会副会长，天津市人民对外友好协会理事，天津市北辰区工商业联合会副主席等职务。

公司建立了博士后工作站，引进了各类高级专家、博士，其中很多有海外研究工作背景。截至2014年底，公司共有员工10464人。从专业构成类别来看：销售人员占比51.86%、技术人员占10.16%、生产人员占比27.96%、行政人员8.80%、财务人员1.21%。按教育程度分，大学本科以上占比38.47%、大专40.62%、中专及以下为20.91%。

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。但未来随着经营规模扩张和国际化进程推进，对公司管理和人才将提出更高要求。

五、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。监事会由三至五名监事组成，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。公司每年的国家药检局检验均为合格，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。

公司建立了以资金管理为核心的财务管理

体系。本部设有资金结算中心，内部资金实施集中管理，对子公司的资金实时监控，有效控制财务风险；公司建立了全面预算体系，实施年度预算及月度预算管理，并依据预算严格控制公司各项开支。

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。

六、经营分析

1. 经营现状

公司主要产品包括复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）、水林佳、芪参益气滴丸、荆花胃康胶丸、柴胡滴丸、穿心莲内酯滴丸、藿香正气滴丸、益气复脉冻干粉针等。其中，核心产品复方丹参滴丸主治冠状动脉粥样硬化性心脏病，2009年入选国家基本药物目录，2011年心血管药品市场占有率排名第二，并且已于2010年初完成FDA II期临床试验，2011年完成全球多中心的复方丹参滴丸的 III 期临床研究的筹备工作，目前复方丹参滴丸的 III 期临床试验在 9 个国家的 127 个临床中心顺利开展，未出现一例与试验设计或试验药物相关的严重不良事件。但由于 III 期临床试验整个周期较长，能否通过并实现上市仍存在不确定性。

公司主营业务收入由医药工业和医药商业收入构成，2014 年占比分别为 48.32% 和 51.68%。

2012~2014 年，公司医药工业收入保持快速增长，年均增速 33.27%。其中，二线品种销售收入有所增长，养血清脑颗粒（丸）（于 2011 年 4 月 2 日获得中药品种保护证书及批件）和水林佳近年来市场拓展较为迅速；核心品种复方丹参滴丸销量连续 20 年保持增长，虽然占医药工业的收入比重逐年下降，但仍处于较高水平，伴随心脑血管中成药市场容量扩大，未来该产品销售收入仍将稳步增长。

公司医药商业板块经营范围包括药品、医疗器械等产品的批发和零售连锁。除销售本公司产品外，医药商业板块还经销其他公司药品，非公司产品销售收入计入医药商业收入。近年来公司医药商业板块收入持续增长，年复合增长率为 5.16%。2014 年，医药商业实现收入 64.71 亿元，同比增长 6.55%。

毛利率方面，2012~2014 年，公司综合毛利率持续上升，2014 年达到 37.38%，其中医药工业毛利率保持较高水平，医药商业毛利率较低。

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 4 公司主营业务收入和毛利率构成(单位：亿元、%)

业务	2012 年			2013 年			2014 年		
	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	34.07	36.80	74.22	49.22	44.77	75.00	60.51	48.32	70.79
医药商业	58.52	63.20	5.24	60.73	55.23	5.15	64.71	51.68	6.13
合 计	92.59	100.00	30.63	109.95	100.00	36.42	125.23	100.00	37.38

资料来源：公司提供

2. 原材料采购

中药材供应与保障

公司生产所需主要原料药材为丹参和三七。

目前，公司丹参药材全部向下属子公司陕西天士力植物药业有限责任公司采购。陕西天士力商洛丹参药源基地是首个通过国家 GAP 认证的药材种植基地。该基地种植面积为 14200 亩，其中丹参种植面积为 13200 亩，并完成丹参、三七、当归、黄芪、川芎、麦冬、决明子、五味子等基地的挂牌，能够充分保障公司对丹参药材的需求。

公司在云南文山设立子公司，负责对三七药材进行统一种植和采购管理。借鉴陕西丹参种植基地的先进经验，采用“公司合作种植”和“公司自主种植”两种生产模式，降低和锁定成本。

公司生产所需其他中药材原料需求量相对较小，均属于市场供应充足的大宗药材，主要通过供应商或市场直接采购的方式，结合采购计划和市场价格变动等因素，适时进行战略储备。

尽管近年来中药材价格波动较大，但由于公司丹参全部自给，并按照三七市场价格变化和生需求对三七药材进行种植和战略储备，原料成本控制较好，近年来毛利率较高且保持稳定。整体上，在国内同行业中公司对上游药材资源掌控能力较强，有助于从源头上控制产品质量，并抵御药材价格大幅波动的风险。

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。

2014 年，公司向前五名供应商共计采购 1.88 亿元，占采购总额的 2.32%，采购集中度很低。

3. 生产经营

中成药生产

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

公司生产部门根据销售部门提出的各产品年度销售预测以及月度发货情况制定生产计划；各生产车间负责具体产品的生产流程管理；质量保证部、质量检验部对在整个生产过程中关键生产环节的原料、中间产品、半成品、产成品质量进行检验监控。

表 5 公司主要产品的产能利用率和产销率(单位: %)

产 品	项 目	2012 年	2013 年	2014 年
复方丹参滴丸	产能利用率	93.55	95.40	95.28
	产销率	103.87	97.31	101.51
养血清脑颗粒(丸)	产能利用率	97.80	93.30	56.12
	产销率	100.47	91.07	102.07
水林佳	产能利用率	92.58	96.01	58.10
	产销率	89.49	98.52	105.46
化学原料药	产能利用率	90.00	27.20	41.74
	产销率	71.84	110.00	77.33
化学药制剂	产能利用率	85.00	32.30	37.85
	产销率	85.22	103.00	97.35

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

资料来源：公司提供

公司主导产品复方丹参滴丸在心脑血管中成药市场占有率较高，2012~2014 年基本处于满负荷生产状态，产销率均在 95%以上；养血清脑颗粒（丸）2009 年以来市场需求迅速增加，带动产量大幅增长，产销率在 90%以上；水林佳于 2004 年投放市场，销量逐步增长，产销率较高。目前公司主导产品销售情况良好，仍存在一定的市场空间。

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

总体看，公司生产设备先进，产品质量控制水平较高，产能释放较为充分，产销率较高，近年来生产经营较为稳定。

4. 产品销售

公司经过多年发展与探索，逐步确立了“基础市场在国内、目标市场在国际”的营销战略，坚持创新全员营销模式，打造差异化优势，创造消费者价值。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。为适应规模化、专业化经营的要求，公司提出“板块理论”，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。针对三个板块较为庞大的终端市场，再进行市场细分，并针对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。由各级经销商相互联结形成较为紧密的销售网络，经过合理的网点设置，达到最大的市场覆盖效果。

在国内市场方面，公司全资子公司天津天士力医药营销集团有限公司拥有 7 个区域子公司，辐射 29 个大区，774 个办事处，形成了完整的营销网络。公司通过资源整合、规范管理和创新营销模式，利用电子商务、网上银行等方式，已基本实现营销个性化、专业化和知识化，形成了对公司产品熟悉和认可的专家、顾问、处方医生群体，与 200 余家一级商业经销商、2000 多家二级商业分销商建立了长期合作

伙伴关系，覆盖包括 6 万余家药店，6 万余家基层医疗机构，近 2 万家医院在内的销售终端。

2014 年公司在全国 21 省成功增补 13 个品种 50 个品次进入《地方基药目录》，9 个品种顺利进入《地方医保目录》，19 个主要品种顺利进入《新农合目录》。

公司医药商业收入主要来源于销售国内外其他医药企业生产的药品，如云南白药、哈药集团、西安杨森、中美史克、深圳三九、贵州百灵等厂家生产的药品。

医药流通领域竞争充分，公司该业务尚不具备规模优势，未来市场以大型医药流通企业为主导的兼并重组和竞争加剧将对公司形成一定压力。

5. 经营效率

伴随近年来公司收入和利润较快增长，应收款项和存货均保持增长，2012~2014 年，公司销售债权周转次数逐年下降，2014 年为 3.14 次；存货周转次数亦逐年下降，2014 年为 5.73 次。

2012~2014 年，公司总资产周转次数持续下降，2014 年为 1.09 次。总体看，近年来随着公司资产规模扩大，经营效率有所下滑，但仍保持较高水平。

6. 未来发展

未来，公司将以全面推进国际化，打造现代中药第一品牌为战略目标，加快发展“一个核心带两翼”的产业格局，坚持“产业和资本”双轮驱动，进一步建设现代企业制度，不断完善法人治理结构以及管理体系。

生物医药产业要实现全面国际化，打造全球竞争力，形成新的竞争优势。稳步推进 FDA III 期全球多中心临床实验及国际市场开发。促进海外资本平台与中国企业的握手，推动更多的优势中药品种以药品身份进入欧美主流医药市场。以复方丹参滴丸通过美国 FDA 和欧盟 EMEA 申报和认证为契机，做好第二梯队符合

国际处方药标准的产品申报工作。

以现代中药为核心，应用高新技术手段和方法，创新研究与开发模式。以疗效、技术、疾病、国际化和服务需求为导向，打造组合式大药体系。化药坚持仿创结合、做特做优做大，形成特色发展坚持引进和合作，集各方优势资源，力争进入国际一流的抗肿瘤市场；生物药坚持高质、高端、高新化，做新做高，上市产品和新品研发并举，以普佑克的全生命周期深化研究为重点，注重新品开发，打造可持续发展的生物药产品线。

推进医药工业的智能化升级，建立成本优势，实现生产技术与管理的全面转型。保证质量前提下，提升产品盈利水平，提高产品价格竞争能力。以工业 4.0 为牵引，形成全产业链端到端的智能集成，最大限度地提高生产效率。

实现从以产品为中心到以客户价值为中心，从产品营销向品牌营销的转型。建立制药产业的品牌策划、执行与评估三层一体管理体系。完善品牌管理体系，推进品牌活动实施，建立品牌活动效果（品牌知名度、品牌影响力）、效益及效率分析评估体系；结合第三方资源，建立品牌评估的体系和方法，搭建基于客户（医生患者）满意度调研的品牌评价体系。借助营销团队专业化、网络化的优势，结合互联网技术，积极推进网上售药、线上医患教育等医药营销模式创新。

截至 2014 年底，公司计划投资额为 22.34 亿元，其中，已投资金额为 14.40 亿元，未来三年合计计划投资 7.69 亿元。总体看，公司在建项目的投资大部分已经完成，未来三年的资金投入规模较小，资金压力不大。

表 6 截至 2014 年底公司投资计划（单位：万元）

项目名称	计划投资额	截至 2014 年底已投资金额	未来资金投入计划			资金来源及到位情况
			2015 年	2016 年	2017 年	
现代中药出口生产基地集成控制建设项目（在建）	20000	17052	267	492	175	募集资金及自有资金（已到位）
现代中药固体制剂扩产建设项目（在建）	25386	20766	3683	339		募集资金及自有资金（已到位）
天士力现代中药资源有限公司技改 GMP 项目（在建）	15489	15909	1200			募集资金及自有资金（已到位）
复方丹参滴丸、芪参益气温丸新型滴丸剂	15572	2026	1294	5610	6622	募集资金及自有资金（已到位）
现代物流配送中心建设项目	8520	9246	3054			募集资金及自有资金（已到位）
制剂中试中心项目、研发大楼及配套项目	52340	33450	7674	6210	5050	募集资金、金融机构贷款及自有资金（已到位）
益气复脉、丹参多酚酸中药注射剂产业化项目	18000	18909	2487	337		金融机构贷款及自有资金（已到位）
中药注射剂原料提取产业化项目	10930	8775	3413			自有资金（已到位）
上海反应器扩能项目	8142	9160	--			自有资金（已到位）
阜新新固体制剂建设项目	5963	5565	1800			金融机构贷款及自有资金（已到位）
现代中药产业链信息系统建设项目	3091	3152	654	714	824	募集资金及自有资金（已到位）
阜新养血清脑大提取项目	40000		5000	15000	5000	金融机构贷款及自有资金
合计	223433	144010	30526	28702	17671	--

资料来源：公司提供

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司 2012~2014 年财务报告均经天健会计师事务所审计并出具了标准无保留意见的审计结论。2014 年公司合并范围内新增一家全资子公司，为天津金士力新能源有限公司，该项合并为同一控制下企业合并，由于新增子公司规模较小，不影响财务数据的可比性。

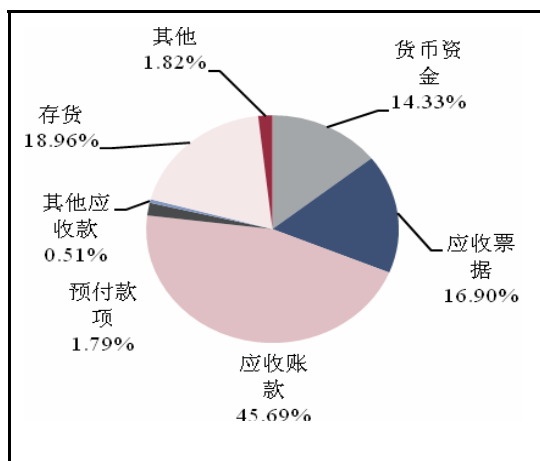
截至 2014 年底，公司资产总额 129.21 亿元，所有者权益 50.68 亿元；2014 年公司实现营业收入 125.78 亿元，利润总额 17.33 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年，随着公司业务发展，资产总额逐年增长，年复合增长率 31.38%，2014 年底为 129.21 亿元，较上年底增长 26.53%，主要是由于应收账款、存货、在建工程和固定资产的增加所致；从资产结构看，公司流动资产占 60.28%，非流动资产占 39.72%。

2012~2014 年，公司流动资产规模快速增长，年均增幅 32.16%；截至 2014 年底，公司流动资产规模为 77.88 亿元，较上年底增长 33.15%，主要是由于应收账款、存货的增加所致；从流动资产结构看，主要由货币资金（占 14.33%）、应收票据（占 16.90%）、应收账款（占 45.69%）和存货（占 18.96%）构成。

图 6 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2012~2014 年，公司货币资金年均增长率 6.02%，2014 年底为 11.16 亿元，较上年底增长 16.88%。公司货币资金中，库存现金占 0.03%，银行存款占 43.11%，其他货币资金（主要为银行承兑汇票保证金）占 56.87%。

伴随销售收入增长，2012~2014 年，公司应收票据快速增长，年均增幅 30.59%。截至 2014 年底，公司应收票据为 13.16 亿元，较上年底增长 22.00%，其中，银行承兑汇票 12.86 亿元，商业承兑汇票 0.30 亿元（已计提 1%的坏账准备，共 30.23 万元），计提较为谨慎。

2012~2014 年，公司应收账款快速增长，年均增幅 65.13%。截至 2014 年底，公司应收账款 35.59 亿元，账龄主要集中于 1 年以内，占比为 99.10%；前五大客户合计金额为 3.83 亿元，占 10.55%，集中度较低。公司对应收账款计提坏账准备 0.72 亿元，计提较为谨慎。

2012~2014 年，存货年复合增长率 20.83%，2014 年底为 14.77 亿元，较上年底增长 16.73%，主要是由于：①销售增长导致库存商品增加较快；②生产所需中药材储备较多。从存货构成看，主要为库存商品和原材料，分别占比 59.74%、30.05%。公司对在产品与库存商品共计提跌价准备 0.21 亿元。

2012~2014 年，公司其他流动资产增长较快，年均增长 44.01%。截至 2014 年底，公司其他流动资产 1.37 亿元，主要由待抵扣增值税进项税（0.86 亿元）和短期理财产品（0.47 亿元）构成。

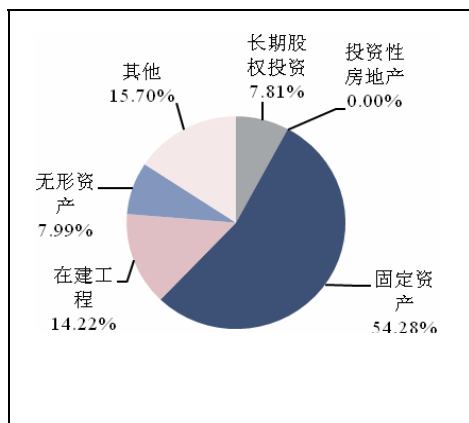
2012~2014 年，公司非流动资产不断增长，年均增长 30.22%。截至 2014 年底，公司非流动资产 51.33 亿元，较上年底增长 17.66%，主要来自于固定资产的增长。公司非流动资产以固定资产（占 54.28%）、在建工程（占 14.22%）、长期股权投资（占 7.81%）和无形资产（占 7.99%）为主。

2012~2014 年，公司固定资产规模快速增长，年均增幅 35.97%。截至 2014 年底，公司固定资产规模 27.86 亿元，主要由房屋及建筑

物（占 60.71%）和机器设备（占 35.79%）构成。

2012~2014 年，公司在建工程规模波动增长，年均增幅 21.34%。截至 2014 年底，公司在建工程为 7.30 亿元，比上年底略降 0.50%。主要是现代中药出口生产基地集成控制建设项目（FDA 及 EMA-CMC 项目）和现代中药固体制剂扩产建设项目完工转固所致。

图 7 2014 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2012~2014 年，公司长期股权投资规模波动增长，年均增长 1.27%。截至 2014 年底，公司长期股权投资 4.01 亿元，比上年底下降 2.69%。主要是由于公司确认天士力创世杰（天津）生物制药有限公司的投资损失 0.10 亿元。

2012~2014 年，公司无形资产快速增长，年均增幅 30.60%，截至 2014 年底，公司无形资产为 4.10 亿元，其中，土地使用权占 79.23%，专有及专利技术占 18.09%，软件占 2.68%。

总体看，公司资产主要以流动资产为主，其中，货币资金充足，应收账款、存货占比较大，整体资产质量好。

3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014 年，公司负债规模快速增长，年均增幅 54.75%。截至 2014 年底，公司负债总额为 78.53 亿元，比上年底增长 29.40%，主要由于短期借款、应付票据、应付账款的增加所致。其中流动负债和非流动负债分别占

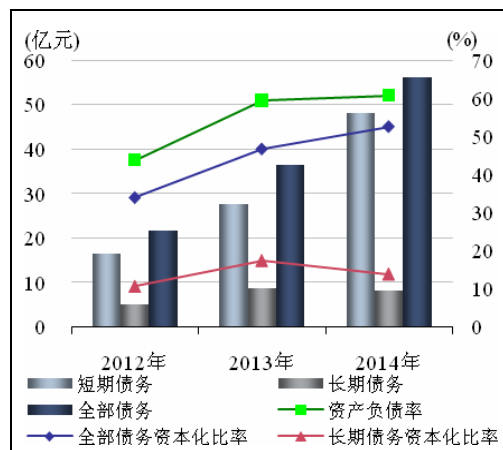
86.17%和 13.83%，非流动负债占比较上年底下降 3.95 个百分点，流动负债占比有所扩大。

2012~2014 年，公司流动负债规模快速增长，年均增长 58.23%。截至 2014 年底，公司流动负债 67.67 亿元，比上年底增长 35.62%，主要是由于短期借款大幅增长。公司流动负债以短期借款（占 50.72%）、应付账款（占 19.54%）、和应付票据（占 19.55%）为主。公司近年来固定资产投资规模较少，以增加运营成本、研发、营销、FDA 国际认证等各项开支为主，目前的负债结构基本适应业务开展需求。

2012~2014 年，公司短期借款大幅增长，年均增幅 223.66%，截至 2014 年底，公司短期借款规模 34.32 亿元（主要为信用借款和保证借款，占比分别为 57.46%和 24.74%），比上年底增长 90.73%，主要是由于随着产销规模扩大、工程建设项目的投入及支付股权款的增加，公司资金需求增加，相应增加银行借款所致。

2012~2014 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，年均增幅 41.98%，截至 2014 年底，公司应付账款规模 13.22 亿元，主要为应付供应商货款增加所致，占比 87.66%。

图 8 公司 2012-2014 年债务指标



资料来源：公司提供

2012~2014 年，公司应付票据快速上升，年均增幅 44.74%，截至 2014 年底，公司应付票据规模 13.23 亿元，全部为银行承兑汇票，

比上年底大幅增长 119.32%，主要由于公司生产销售规模扩大，导致银行承兑汇票增加。

截至 2014 年底，由于公司发行的短期融资券“13 天士力 CP001”（3 亿元）已到期偿还，所以其他流动负债无期末余额。

2012~2014 年，公司全部债务规模快速增长，年均增幅 61.48%，截至 2014 年底，公司全部债务规模 56.27 亿元，其中，短期债务和长期债务分别占 85.53%和 14.47%。2012~2014 年，公司债务负担有所上升，截至 2014 年底，公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为 52.61%和 60.77%。

公司目前债务负担有所加重，债务结构有待改善。随着公司项目的逐渐完工以及定向增发的完成，公司未来债务增速将有可能放缓。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益稳步增长，年均增幅 9.77%，主要源于未分配利润的逐年积累。截至 2014 年底，公司所有者权益合计（少数股东权益 2.31 亿元）50.68 亿元。归属母公司的权益中，实收资本占 21.35%，资本公积占 5.05%，盈余公积占 13.15%，未分配利润占 60.48%。

未来若公司的利润分配政策发生改变，可能对所有权益结构形成一定影响。总体来看，公司所有者权益的稳定性一般。

4. 盈利能力

在国家医改政策利好影响下，公司积极拓展营销网络，医药工业和商业板块产品销售总体良好。2012~2014 年，公司主要产品复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）和水林佳等销售额持续增长，整体营业收入年均增长 16.29%。

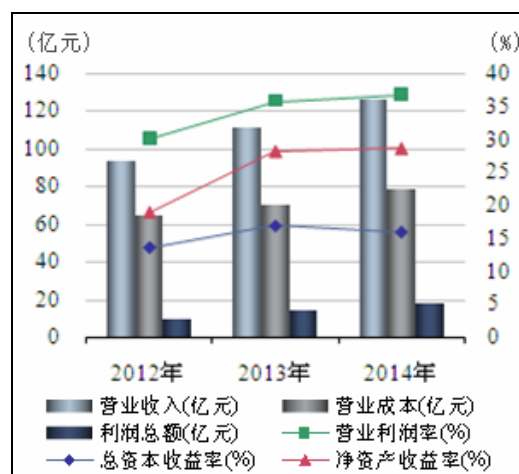
公司中成药产业链完善，中药材自给率较高，近年来医药工业毛利率保持在 70%以上；但医药商业处于微利状态，毛利率在 5%左右，导致综合毛利率水平有所下降，2012~2014 年，公司营业利润率分别为 29.98%、35.74%和

36.73%。

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 18.95%、22.64%和 23.26%，呈逐年上升的趋势。2014 年期间费用为 29.26 亿元，较上年底增长 16.35%，主要是随着公司新增项目的推进及现有业务规模的扩大，销售费用和财务费用有所增加所致。由于营业收入中医药工业销售额占比增加，公司销售费用金额较高，2012~2014 年，公司销售费用年均增长 23.97%，占营业收入比重分别为 12.75%、13.98%和 14.49%。整体看公司销售费用较高且在营业收入中占比呈逐年上升趋势。

公司营业利润和利润总额保持较快增长，2012~2014 年复合增长率分别为 35.15%、34.37%，2014 年分别为 17.09 亿元和 17.33 亿元。公司总资本收益率和净资产收益率指标整体呈上升趋势，2014 年分别为 16.39%和 28.62%。

图9 公司盈利能力指标



资料来源：公司年报

整体看，公司收入和盈利增长态势良好，整体盈利水平高。公司的化学药制造业务，其主导产品替莫唑胺、右佐匹克隆、阿德福韦酯等对公司的产品结构起到良好的补充作用，对未来经营业绩形成良好支撑。

5. 偿债能力

2012~2014年，公司流动比率和速动比率有

一定波动，2012年底主要受发行短期融资券影响导致上述两指标水平较高。截至2014年底，流动比率和速动比率均值分别为125.71%和99.71%；同期，公司现金类资产分别为17.84亿元、21.19亿元和24.32亿元；经营现金流动负债比分别为15.29%、6.94%、9.11%，有一定波动，但仍处于较高水平。整体看，公司现金类资产规模充裕，短期偿债能力较强。

2012~2014年，受益于利润总额持续增长，公司EBITDA稳步增长，分别为12.25亿元、17.87亿元、22.98亿元；同期，公司EBITDA利息倍数分别为11.20倍、10.55倍、7.37倍，全部债务/EBITDA分别为1.76倍、2.03倍、2.45倍。公司长期偿债能力强。

截至2014年底，公司从各商业银行获得授信额度合计60.05亿元，未使用额度17.10亿元，间接融资渠道畅通。公司是上市公司，具备直接融资渠道。公司未对外提供担保。

6. 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2015年4月7日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 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，产品质量管理体系并将逐步与国际水平接轨。近三年，公司资产与收入规模稳步上升，盈利能力强，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。

八、结论

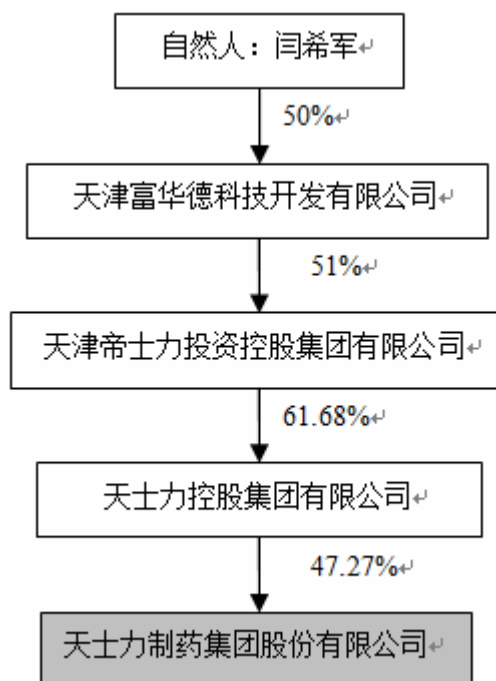
中国医药行业具有广阔的市场空间。公司自主研发能力处于国内中药行业领先水平，产

品质量管理体系率先与国际接轨，品牌影响力和中药材自给优势显著，销售收入持续快速增长，成本和费用控制有效，整体盈利能力强；公司财务结构稳健，整体偿债能力强。

公司主要产品“复方丹参滴丸”市场竞争力很强，但目前优势产品复方丹参滴丸在销售收入中占比较高，虽然近年来有所降低，但仍处于较高水平。

未来，公司储备的新药品种将陆续投放市场，定向增发募集项目完成后将扩充和提升现有优势品种的产销规模，进一步巩固其竞争优势，长期发展前景良好。综合判断，公司主体信用风险低。

附件 1-1 截至 2014 年底公司股权结构图



The organizational chart illustrates the hierarchy of the company. At the top is the **股东大会** (Shareholders' Meeting), which oversees the **监事会** (Supervisory Board) and the **董事会** (Board of Directors). The **董事会** includes the **董事长** (Chairman) and three committees: **战略委员会** (Strategic Committee), **审计委员会** (Audit Committee), and **提名与薪酬委员会** (Nomination and Compensation Committee). The **董事会秘书** (Board Secretary) also reports to the Board. Below the Board is the **总经理** (General Manager), who is supported by a **副总经理** (Deputy General Manager). The General Manager oversees several departments and divisions: **董秘长办公室** (Board Secretary's Office), **市场营销部** (Marketing Department), **审计部** (Audit Department), **信息中心** (Information Center), **证券部** (Securities Department), **风控管理部** (Risk Management Department), **财务会计部** (Financial Accounting Department), **管理会计部** (Management Accounting Department), **人力资源部** (Human Resources Department), **项目管理中心** (Project Management Center), **研究所** (Research Institute), **总经理办公室** (General Manager's Office), **质量总监** (Quality Director), **质检中心** (Quality Inspection Center), **国际产业中心** (International Industry Center), **配送中心** (Distribution Center), **集采中心** (Central Procurement Center), **计划部** (Planning Department), **生产制造部** (Production and Manufacturing Department), **设备维护部** (Equipment Maintenance Department), **设备管理部** (Equipment Management Department), **制剂中试中心** (Formulation Pilot Plant), and **技术研究所** (Technical Research Institute).

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	17.84	21.19	24.32
资产总额(亿元)	74.86	102.12	129.21
所有者权益(亿元)	42.07	41.43	50.68
短期债务(亿元)	16.57	27.63	48.12
长期债务(亿元)	5.01	8.71	8.14
全部债务(亿元)	21.58	36.34	56.27
营业收入(亿元)	93.01	111.08	125.78
利润总额(亿元)	9.60	14.18	17.33
EBITDA(亿元)	12.25	17.87	22.98
经营性净现金流(亿元)	4.13	3.46	6.17
财务指标			
销售债权周转次数(次)	5.15	4.27	3.14
存货周转次数(次)	7.34	6.19	5.73
总资产周转次数(次)	1.32	1.26	1.09
现金收入比(%)	109.98	106.42	102.42
营业利润率(%)	29.98	35.74	36.73
总资本收益率(%)	14.15	17.09	16.39
净资产收益率(%)	18.83	28.15	28.62
长期债务资本化比率(%)	10.64	17.37	13.84
全部债务资本化比率(%)	33.91	46.72	52.61
资产负债率(%)	43.81	59.43	60.77
流动比率(%)	164.98	117.23	115.10
速动比率(%)	127.56	91.88	93.27
经营现金流动负债比(%)	15.29	6.94	9.11
EBITDA 利息倍数(倍)	11.20	10.55	7.37
全部债务/EBITDA(倍)	1.76	2.03	2.45

注：其他流动负债已计入短期债务计算；长期应付款已计入长期债务计算。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
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+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

联合资信评估有限公司关于 天士力制药集团股份有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在天士力制药集团股份有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

天士力制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，提供相关资料。天士力制药集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注天士力制药集团股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现天士力制药集团股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如天士力制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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如天士力制药集团股份有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送天士力制药集团股份有限公司、主管部门、交易机构等。

