

信用等级公告

联合[2012] 230 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。

联合资信评估有限公司
二零一二年四月九日



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: 2012 年 4 月 9 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年
资产总额(亿元)	40.25	54.53	66.34
所有者权益(亿元)	21.71	34.25	37.76
长期债务(亿元)	2.25	2.25	0.63
全部债务(亿元)	15.13	15.81	20.86
营业收入(亿元)	39.93	46.52	65.70
利润总额 (亿元)	3.99	5.56	7.86
EBITDA(亿元)	5.52	7.34	9.87
营业利润率(%)	32.05	33.02	29.28
净资产收益率(%)	14.91	13.41	16.95
资产负债率(%)	46.06	37.19	43.08
全部债务资本化比率(%)	41.06	31.58	35.58
流动比率(%)	114.28	178.19	145.48
全部债务/EBITDA(倍)	2.74	2.15	2.11
EBITDA 利息倍数(倍)	12.12	11.38	12.12

分析师

赵 杰 张 莉

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(简称“联合资信”)对天士力制药集团股份有限公司(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、整体盈利能力较强。联合资信也关注到,公司医药制造业收入相对集中于“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将陆续投放市场,形成新的收入和利润增长点。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。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、并将进入 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. 公司主要产品销售收入持续增长，盈利能力较强，财务结构稳健。

关注

1. 目前公司优势品种相对单一，医药制造业收入相对集中，形成规模的二线品种较少，存在一定的经营风险。
2. “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。
3. 公司医药流通业务尚不具备规模优势，未来以大型医药流通企业为主导的兼并重组和市场竞争加剧将对其构成压力。
4. 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。

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。

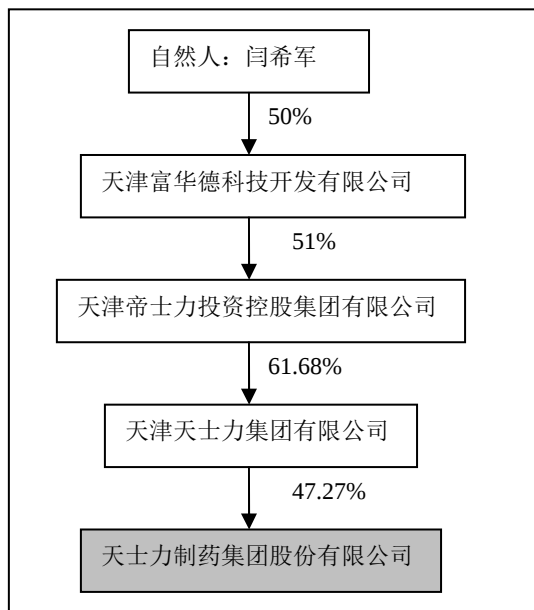
六、天士力制药集团股份有限公司主体长期信用等级自 2012 年 4 月 9 日至 2013 年 4 月 8 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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。2012 年 5 月，公司更名为天士力制药集团股份有限公司。

截至 2011 年底，公司总股本 51642.13 万股，控股股东为天津天士力集团有限公司，持有其 47.27% 的股份；公司实际控制人为闫希军。股权关系如下图所示。

图 1 公司产权及控制关系图



资料来源：公司年报

公司主营中成药的研发、制造和销售，拥有 17 个药品生产批准文号，其中 OTC 产品 7 个、处方药 10 个、产品剂型 8 种。

截至 2011 年底，公司下辖 6 家全资子公司和 5 家控股公司（附件 1）；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、采购部等 19 个部门。

截至 2011 年底，公司（合并）资产总额 66.34 亿元，所有者权益（包含少数股东权益）37.76 亿元；2011 年实现营业收入 65.70 亿元，利润总额 7.86 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：闫希军。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011 年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。整体而言，2011 年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国 2011 年国民经济和社会发展统计公报》，2011 年国内生产总值 471564 亿元，比上年增长 9.2%。其中，第一产业增加值 47712 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 220592 亿元，增长 10.6%；第三产业增加值 203260 亿元，增长 8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为 10.1%，第二产业增加值比重为 46.8%，第三产业增加值比重为 43.1%。

2011 年，中国全社会固定资产投资 311022 亿元，比上年增长 23.6%，扣除价格因素，实际增长 15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933 亿元，增长 23.8%；农户投资 9089 亿元，增长 15.3%。东部地区投资 130319 亿元，比上年增长 20.1%；中部地区投资 70783 亿元，增长 27.5%；西部地区投资 71849 亿元，增长 28.7%；东北地区投资 32687 亿元，增长 30.4%。总的来看，投资增速呈放缓态势。

2. 政策环境

财政政策方面，2011 年全年公共财政收入 103740 亿元，比上年增加 20639 亿元，增长 24.8%；其中税收收入 89720 亿元，增加 16510 亿元，增长 22.6%。2011 年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主

创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012年3月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计1.38万亿元，同比增长19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计1.51万亿元。

货币政策方面，2011年，央行货币政策较为频繁，年度内6次上调存款准备金率，3次上调存贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011年年末，中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元，同比增长13.6%，增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%，增速比上年低4.1个百分点，比年初增加7.47万亿元。2011年社会融资规模为12.83万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为8.01%，比年初上升1.82个百分点。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011年3月16日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》；2011年9月7日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012年5月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材

料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

三、行业及区域经济环境

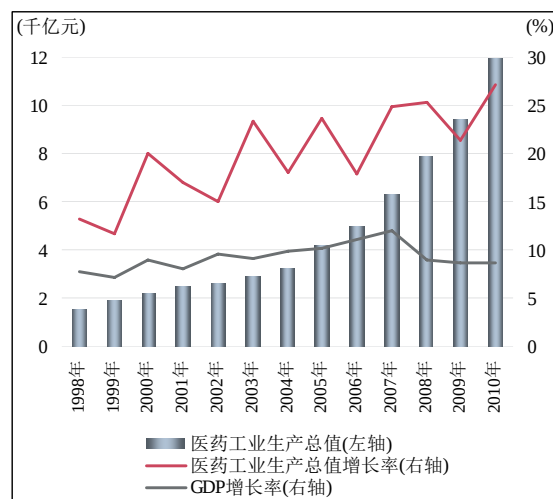
公司专注于中成药研发、制造和销售，并涉及医药流通，主导产品属心脑血管类中成药。

1. 医药制造业

(1) 行业发展概况

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

图2 医药工业生产总值与GDP增速对比



资料来源：中国医药经济信息网

根据2008年国务院发布的《中国的药品安全监管状况》白皮书，自1999年以来，医药制造业增速大约为GDP增速的1-1.5倍。1998-2004年中国医药工业总产值年复合增长

率达到 17.5%，高于同期 GDP 复合增长率 4.85 个百分点。2005-2006 年，医药工业加大改革力度，加快了结构调整步伐。2007-2008 年医药行业景气度高企，进入高速发展阶段。2009 年，全球金融危机影响进一步深化，化学原料药出口受到较大影响，医药工业总产值增速略有下滑，但依然保持了 21.02% 的较高增速。

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，中国医药制造工业销售总产值为 14320.78 亿元，同比增长 30.04%；其中化学原料药工业销售总值 2922.97 亿元，同比增长了 24.53%；化学药品制剂实现工业销售总产值 4044.69 亿元，同比增长 25.22%；中成药制造行业实现现价工业销售产值 3305.20 亿元，同比增长了 34.13%；生物生化制药实现工业销售产值 1529.69 亿元，同比增长了 25.53%。

从医药工业经济效益看，2006 年国家大力整顿行业秩序，相关政策频繁出台，医药行业亏损面扩大，行业增长出现十年来的新低。2007-2008 年，医疗体制改革的推进扩大了市场需求，在医保医改等政策的推动下，医药工业实现了快速增长。对医药产品需求的增加和药品价格的回升是行业收入和利润高速增长的主要原因。根据国家统计局数据，2009 年医药工业实现销售收入 7963.70 亿元，同比增长 21.10%；实现利润总额 808.17 亿元，同比增长 24.3%，整体行业收入增速有所放缓，但盈利能力增强。2010 年 1-11 月，医药行业实现利润 1050.42 亿元，同比增长 29.98%，增幅同比提高 5.68 个百分点。2011 年 1-11 月，中国医药行业实现利润总额 1281.24 亿元，同比增长 21.97%，增速较上年有所回落。

总体看，近三年医药行业收入和利润增速较为平稳，行业整体利润率保持稳定。

表 1 医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元）

	2009 年 1~11 月			2010 年 1~11 月			2011 年 1~11 月		
	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	7963.70	808.17	10.15%	10169.71	1050.42	10.33%	12935.76	1281.24	9.90%
化学药品原料药制造	1776.76	147.65	8.31%	2151.51	173.64	8.07%	2749.78	208.19	7.57%
化学药品制剂制造	2465.61	274.27	11.12%	3071.44	353.32	11.50%	3680.79	385.52	10.47%
中药饮片加工	430.72	29.23	6.79%	614.58	46.26	7.53%	747.80	53.06	7.10%
中成药制造	1698.96	181.01	10.65%	2153.60	223.89	10.40%	2966.06	318.96	10.75%
兽用药品制造	387.00	35.13	9.08%	502.56	46.21	9.19%	614.71	59.23	9.64%
生物生化制品制造	752.86	104.03	13.82%	1062.45	153.95	14.49%	1358.07	181.01	13.33%
卫生材料及医用药品制造	451.79	36.84	8.15%	613.56	53.16	8.66%	818.56	75.26	9.19%

资料来源：国家统计局

（2）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。中成药和饮片子行业销售收入从 2009 年至 2011 年复合增长

率分别达到 32.13% 与 31.76%，市场呈现稳定增长态势。

2009 年以来，中药行业保持了良好的发展，2011 年 1-11 月，中成药行业和中药饮片行业分别实现销售收入 2966.06 亿元和 747.80 亿元；同比增长 21.68% 和 37.73%。

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。

政府陆续出台了多项扶持中成药发展的政策。2009年5月国务院公布《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》，提出了发展中医药事业的指导思想和基本原则，要求各级政府要加大对中医药事业投入；医疗保障政策和基本药物政策要鼓励中医药服务的提供和使用；加强中医药法制建设和知识产权保护等中药行业发展的保障措施。

2009年8月，在国务院出台的基层版基本药物目录307个品种中，102个中成药品种列入其中，并规定中成药品种也可享受国家医疗保险政策。

2010年11月，工信部、卫生部和国家食药监局发布的《关于加快医药行业结构调整的指导意见》明确指出：在中药领域，坚持继承和创新并重，借鉴国际天然药物发展经验，加快中成药的二次研发与开发，优先发展具有中医药治疗优势的治疗领域的药品，加强中药知识产权保护。

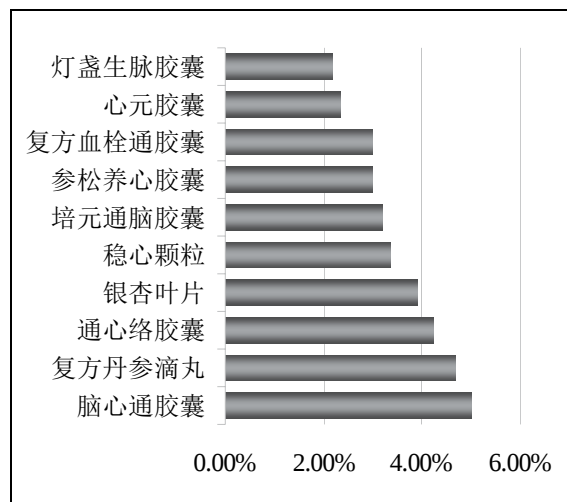
2012年初工信部发布的《医药工业“十二五”发展规划》指出：中药现代化是发展的重点之一，中药科技的创新方向是“围绕中药资源、质量控制、药效评价、安全性评价与不良反应监测、新型制剂、临床疗效评价、生产过程控制等环节进行关键技术研究。

心脑血管疾病为威胁人类健康的重要疾病，近年来心脑血管用药在中国药品市场排名第二，仅次于抗感染用药，约占全国药品销售总额的15%。在新医改政策和新医保制度的刺激下，心脑血管用药整体市场规模不断增长，2011年，中成药制造工业销售总产值为3305.20亿，同比增长34.13%；中药饮片加工工业销售总产值873.55亿，同比增长54.78%。随着市场消费群体增加和医保覆盖范围扩大，心脑血管用药市场仍将保持快速增长趋势。

目前国内有中药企业2000多家，规模普遍

较小，高技术含量与高附加值产品缺乏，低水平重复生产现象严重。从心脑血管中成药市场格局来看，前十位品牌合计占比34.81%，集中度较低。根据南方医药经济研究所的统计，2011年，天士力制药集团股份有限公司的复方丹参滴丸在心脑血管中成药品牌排名中位于第二位。

图3 2011年心脑血管中成药品牌市场占有率前十



资料来源：南方医药经济研究所

2. 医药流通业

医药流通业分为分销和零售，其中分销又可以分为批发（调拨）、纯销（针对医院市场）和快批（针对基层卫生机构和农村市场）。医药流通企业经历了1984年至1999年的急剧扩容和无序竞争阶段后进入了竞争程度更高的阶段并形成了全国性和区域性垄断结合的竞争格局。

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三大终端市场，其中医院市场居于主要地位。1978年至今，全国医药商业类企业合计销售规模（包括药品、医疗器械以及医用耗材等）不断扩大，其中主要以药品分销为主。

国内医药流通业的主要利润来源是进销差价和返利，以上两者共同构成了行业约5%的配送费率。其中调拨主要是赚取药品分销环节的差价，处于微利状态，毛利率较低；医院纯销

的进入壁垒较高,毛利率也较高,约为7%左右;零售占中国药品消费20%的市场份额,但由于环节较多,利润也被压缩,许多小型医药商业配送企业处于亏损状态。品牌药品由于销售规模、终端认可度高和及时的回款会使医药流通企业议价能力有所削弱,返利是生产企业对医药流通企业分销规模和回款速度达到指标后给予的奖励,规模大和资金管理能力强的医药流通企业相对具有优势。

《国家基本药物制度》、《药品招投标政策》、《GSP管理政策》等对医药行业流通企业影响较为直接。《国家基本药物制度》将实行省级网上公开招标采购、统一配送,流通环节差价率将有所降低,同时规模较大,软硬件实力强的流通企业业务有望进一步拓展至基层医疗市场。《药品招投标政策》使政府采购组织形式向省、市级集中,未来区域性市场格局有可能得到强化。《医疗保障制度》提到“完善支付制度,积极探索实行按人头付费、按病种付费、总额预付等方式”将促进质优价廉药品的使用,对医药流通环节中依靠医院资源的中间代理人起到打压作用,《GSP管理政策》趋于严格,小型医药流通企业面临较大压力。

2010年8月,商务部针对《2011-2015年全国医药流通行业发展规划》完成草案制定。规划主要包括推动药品流通行业结构调整、鼓励药品流通企业兼并重组、支持第三方物流、合理制定商业企业分级评估标准、限期制定全国统一的药品编码、完善药品冷链建设和支持电子商务等9项基本内容。总体看,规划的出台将推动行业标准和配套政策加快出台,推动行业的第二轮整合,提高行业集中度,大型医药商业企业将受益,地方龙头商业流通企业也将有新的机会。

3. 区域经济

目前公司位处天津市内,公司的发展直接受天津市经济增长、财政收支状况和城市建设的影响。

天津市是中国四个直辖市之一,是北方重要的经济中心,具有较强的经济实力和良好的发展前景。自2003年下半年以来,天津市经济进入新一轮增长周期。

根据《2011年天津市国民经济和社会发展统计公报》数据显示,2011年天津市全市实现地区生产总值(GDP)11190.99亿元,按可比价格计算,比上年增长16.4%。从产业结构上来看,第一产业实现增加值159.09亿元,同比增长3.8%;第二产业增加值5878.02亿元,同比增长18.3%;第三产业增加值5153.88亿元,同比增长14.6%,三次产业结构为1.4:52.5:46.1。

天津市经济的增长拉动了天津市财政实力的增强,2011年,天津市实现地方一般预算财政收入1454.87亿元,同比增长36.1%。在汽车制造、石油石化、金融保险和房地产业增长的强力拉动下,全年地方税收收入完成1004.25亿元,同比增长29.3%,增幅比上年高2.7个百分点,主体税种收入增长较快,其中:企业所有税收收入增长45.1%,营业税增长24.3%,增值税增长18.6%,个人所得税增长21.1%。2011年天津市全市一般预算支出1755.86亿元,比上年增长28.2%,其中,教育支出增长35.6%,文化传媒支出增长28.3%,医疗卫生支出增长29.7%,社会保障和就业支出增长28.9%。

2011年天津市投资总量保持快速增长,基础设施建设步伐加快。2011年天津市完成全社会固定资产投资7510.67亿元,增量连续4年超过千亿元,比上年增长30.1%。其中城市基础设施投资建设完成1567.78亿元,比上年增长8.8%。

4. 行业关注

研发和创新能力薄弱

中国大部分医药产品技术含量低,新药研发能力较弱。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。中国制药行业以企业机制尚未形成,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。

中药产业长期存在“重销售、轻研发”的现象，企业创新能力严重不足，产品不能按现代科学技术对有效成份的作用机理和靶向部位进行明确，使中药产品很难进入国际市场，也一定程度制约了中药制药企业的发展。

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。自 1997 年以来，中国连续 26 次下调部分药品的最高零售价格，但由于医药产品特殊的价值分配关系，国家对医药零售价格的下调不可避免地转嫁给医药生产企业。

从长期看，国家发改委将着手从体制上解决药价虚高的问题，但降价将直接影响到医药生产企业的经济效益。

中药材价格上涨

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，目前的中药材价格处在周期的较高点，未来仍有小幅上升趋势，中药生产企业成本压力将持续显现。

医药流通环节毛利率下降

随着医药流通行业的发展成熟，竞争导致整个行业毛利水平下降。一方面，越来越多的仿制药竞争者进入市场，导致仿制药价格下降。另一方面，政府为了改变流通领域散乱的格局，在依托国有大型流通企业推进流通领域的兼并整合的同时，不断出台政策抑制流通领域加价率，压缩中小流通企业的生存空间。未来医药

流通市场正逐步走向规模化、集约化、现代化经营的道路，行业结构将发生变化。

5. 未来发展

2009 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。

为确保国家基本药物质量安全，国家几次修订颁布药品生产质量管理规范，2010 年新修订版 GMP 出台，要求新开办企业、基本药物生产企业和注射剂品种生产企业先行实施，其余应在 5 年内通过认证。此次 GMP 的修订强调动态监管和全程监管，提高了质量标准，众多中小型企业面临较大的资本支出压力。

2012 年初，工信部发布《医药工业“十二五”发展规划》，针对产业规模、基药供应、技术创新、质量安全、产业集中度、国际竞争力以及节能减排等几个方面给出了具体目标。规划提出“十二五”期间，工业总产值年均增长 20%，工业增加值年均增长 16%。从中国医药产业发展的阶段看，仍处在高增长和集约化的过程中，创新和品牌将成为未来行业发展的主要方向。

从中成药市场容量来看，受益于医药卫生体制改革的逐步深入、中国经济发展带动居民消费意识和能力升级，中药行业面临良好的发展机遇，有利于龙头企业销售规模的扩大和持续稳定发展。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2011 年底，公司总股本 51642.13 万股，控股股东为天津天士力集团有限公司，持

有其 47.27% 的股份；而天津天士力集团有限公司实际控制人为闫希军，因此公司实际控制人为闫希军。

2. 企业规模与竞争力

公司凭借优良的产品质量获得了较高的认知度，成为国内最主要的心脑血管药物生产企业之一。“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”。

公司核心产品复方丹参滴丸为独家生产品种，在国内心脑血管同类产品市场占有率排名第一。该产品先后被列入国家科技部“中药现代化科技产业行动计划”重中之重项目、九五重大科技成果推广项目和国家“973”基础科学研究项目，被国家发改委列入高技术产业化示范工程项目和国家中药现代化重大专项项目计划，成为我国第一例圆满完成向美国食品与药品监督管理局（FDA）申请之 II 期临床试验，并即将进入 III 期临床试验的中成药，标志着中药国际化迈出了关键的一步。

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；首创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）。

整体看，公司形成了以研发、质量管理体系和品牌为核心的竞争力，国际化探索并取得初步成功有助于强化其品牌优势，并带动其他产品的销售。公司前瞻性建立并推行与国际标准接轨的质量管理体系，有助于不断提升产品质量、避免重复投资，在未来市场竞争中占据有利地位。

3. 研发与创新

公司先后承担了国家“九五”、“十五”、“十一五”、“863”、“973”、国家重大新药创制研究与开发等重点科研项目 40 多项，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。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。

复方丹参滴丸及其系列研究先后被国家科技部列入“中药现代科技产业行动计划”项目、九五国家重大科技成果推广项目、国家 973 基础研究项目和国家高新技术产业示范工程项目，并荣获国家科学技术进步三等奖。2008 年，公司“复方丹参滴丸系列中药现代化高技术产业化示范工程”获得“国家高技术产业化十年成就奖”和“成果转化优秀项目”；2009 年，公司完成复方丹参滴丸 2010 版《中国药典》质量标准升标，并应用新色谱技术（UPLC）整体提升了复方丹参滴丸质量控制标准。

公司下属子公司上海天士力药业实施的“重组人尿激酶原（rhPro-uk）产业化项目”被列入国家生物技术、生物医学工程高技术产业化专项，项目被命名为“高技术产业化示范工程”；公司下属子公司上海天士力药业“注射用重组人尿激酶原”和公司“注射用丹参多酚酸”于 2011 年 4 月取得了国家食品药品监督管理局颁发的新药证书和药品注册批件；下属子公司天士力金纳生物技术（天津）有限公司“第三代亚单位流感病毒疫苗”取得了国家食药监局颁发的药品注册批件，2010 年完成 GMP 认证。2010 年，公司已获得复方丹参滴丸、养血清脑颗粒、芪参益气滴丸等 8 个主要产品的再注册批件，共申请新专利 74 项。2011 年，公司及控股子公司完成专利国内申请 51 项；PCT 国际申请 6 项；专利授权 152 件，其中国内授权 142 项，境外授权 10 项。截至 2011 年底，公司共拥有各项发明专利 483 项，实用新型专

利 43 项, 外观设计专利 34 项, 国外专利 94 项, 在申请专利 316 项。

公司高度重视医药研发工作, 近年来研发投入资金持续增长, 2011 年占医药工业收入比重为 9.53%, 处于国内中成药行业较高水平。

表 2 公司研发投入情况

项目	2009 年	2010 年	2011 年
研发投入 (万元)	10268	16319	22700
医药工业收入占比 (%)	6.32	8.73	9.53

资料来源: 公司提供

整体看, 公司科研能力和资金实力与国际医药知名企业尚存在较大差距, 但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。

公司董事长闫希军, 57 岁, 博士、主任药师、国务院特殊津贴专家。第十一届全国人大代表, 第十四届、第十五届天津市人大代表, 并任中国药学会药事管理专业委员会副主任委员、环渤海企业合作促进会会长、天津市工商业联合会副主席、天津市企业家协会副会长、天津市上市公司协会副会长等职务。在 2010 年中国医药企业管理协会、中国医药企业家协会和中国非处方药物协会共同组织的“十一五”医药行业评选中, 闫希军先生荣获“卓越领导者”称号。

公司董事兼总经理李文, 44 岁, 博士、英国 ASTON 商学院管理硕士、高级经济师、注册执业药师、国务院特殊津贴专家、国际项目管理协会 (IPMA) 认证 A 级项目管理专家 (IPMP), 曾任英国葛兰素公司项目经理、英国 Technomark 管理顾问公司项目合伙人、天士力集团总裁助理。引入并推行西方现代管理思想, 形成了独特的项目管理理念。

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 2011 年底, 公司共有员工 4131 人。从专业构成类别来看: 销售人员占比 46.62%、技术人员占 31.78%、生产人员占比 16.51%、行政人员 3.51%、财务人员 1.57%。按教育程度分, 大学本科以上占比 34.13%、大专 45.24%、中专及以下为 20.62%。

公司高管团队稳定且具有很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。

股东大会是公司的最高权力机构; 董事会对股东大会负责。董事会由 8 名董事组成, 设董事长 1 人, 副董事长 1 人。董事会会议应当由二分之一以上的董事出席方可举行。每一董事享有一票表决权。董事会做出决议, 必须经出席会议全体董事的过半数通过。

公司监事会向全体股东负责, 维护公司及股东合法权益。监事会由 3 名监事组成, 设监事会主席 1 名。

公司法人治理结构完善, 运作较为规范, 管理有序, 股东大会、董事会、监事会、经理层均依法行使职权, 各机构独立运作。

2. 管理水平

公司按照现代企业制度进行管理, 建立了较为规范的公司经营管理机制。

质量管理方面, 公司施行全过程的严格质

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

公司建立了以资金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。

公司引入西方现代企业管理理念，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。2006 年，公司申报的“企业全面项目化管理项目”获得“IPMA 国际项目管理大奖”银奖。

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

公司现拥有 17 个药品生产批准文号，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。

复方丹参滴丸已于 2010 年初完成 FDAII 期临床试验，目前 III 期临床试验阶段正在不断推进。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，2011 年占比分别为 36.44% 和 63.56%，前者为公司自有产品销售，后者为代理其他公司产品销售。

在医药工业收入中，2009-2011 年公司主要产品销售额均保持增长，二线品种销售收入有所增长，养血清脑颗粒（丸）和水林佳市场拓展较为迅速，复合增长率均在 35% 以上；核心品种复方丹参滴丸销量已连续 17 年保持增长，在医药工业收入的占比有所下降，但仍占较大比重，伴随心脑血管中成药市场容量扩大目前处于稳定增长阶段。

联合资信也注意到，尽管养血清脑颗粒（丸）和水林佳等二线产品市场增长较快，复方丹参滴丸在近年来医药工业收入中占比有所下降，但目前公司医药工业收入相对集中于复方丹参滴丸，心脑血管中成药竞争激烈，市场集中度低，公司优势品种相对单一，形成规模的二线品种依然较少，存在一定的经营风险。

表 3 公司主营业务收入构成

项目（亿元）	2009	2010	2011	增长率（%）
医药工业	16.25	18.70	23.82	21.07
医药商业	23.40	27.50	41.54	33.24
合计	39.65	46.20	65.36	28.39

资料来源：公司年报

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。

公司在陕西商洛建立了丹参种植基地和仓储中心，该药源基地为首家通过国家 GAP 认证的药材种植基地，目前生产原料完全自给，可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，主要通过向当地符合资质的供应商采购，并根据三七市场价格变化和生需求对三七药材进行战略储备，在一定程度上避免三七药材价格或供应量的大幅波动对公司生产经营造成的不利影响。同时，公司正着手在云南文山按照 GAP 要求建设 1080 亩良种育苗基地和 5400 亩三七生产基地，以满足现有产品产能扩张和开发新品对原料的需求，进一步加强对三七药材的品质和供应管理。

公司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。

尽管近年来中药材涨价趋势明显，但由于公司丹参全部自给，并通过对三七市场行情的准确把握，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。

表 4 公司医药工业毛利率（%）

项目	2009	2010	2011
医药工业毛利率	72.78	74.73	74.72

资料来源：公司年报

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。

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。

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，可提高药材利用率，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。

4. 产品销售

公司产品通过控股子公司天津天士力医药营销集团有限公司（天士力营销集团）对外销售，以学术推广为核心手段加强对终端的控制力；在销售模式上，面向全国各地选择优质的医药经销商进行分销。该公司拥有 6 个区域子公司，目前已形成由 119 家一级商业、1126 家二级商业、10000 家医院终端、5050 家社区终端、5000 家单体药店以及 6408 家重点终端组成的网络，渠道覆盖面广。

公司根据不同产品的市场需求和市场认可程度等进行细分，针对市场认可度高的复方丹参滴丸，实现终端全覆盖的销售策略；针对养血清脑颗粒（丸）、水林佳等近年来快速发展的二线品种，公司实行分线管理，适当加大营销资源促进市场拓展。随着营销网络的扩展，公司前五大客户销售占比呈下降趋势，目前约在 10% 左右，集中度风险较低。

面临国家医改的深化和复方丹参滴丸将进入 FDAIII 期临床的良好机遇，公司将增强复方丹参滴丸向中小城市及县级医院的渗透。联合资信预计，公司有望借助这一契机提升医院对其全系列产品的认知度和使用率，未来主要产品销量保持增长的可能性较高。

5. 医药流通

为强化区域经销商管理，公司通过收购方式分别控股了陕西天士力医药有限公司和湖南

天士力民生药业有限公司，纳入天士力营销集团平台管理。上述两家公司为各自区域内有一定影响力的医药经销商，除销售本公司产品外，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。近年来公司医药流通业务收入增长较快，年复合增长率为 33.24%，但该业务毛利率低并呈小幅下降趋势。截至 2011 年底，医药商业实现收入 41.54 亿元，同比去年大幅上涨 51.05%，主要是 2011 年公司对陕西华氏医药有限公司（控股比例 51.00%）、广东天士力粤健医药有限公司（控股比例 51.00%）与辽宁卫生服务有限公司（控股比例 60.00%）的投资控股，其销售收入并入医药商业收入。

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。

表 5 公司医药商业毛利率（%）

项目	2009	2010	2011
医药商业毛利率	4.73	5.85	4.09

资料来源：公司年报

6. 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，2009-2011 年，公司销售债权周转次数波动中有所上升，2011 年为 5.52 次；存货周转次数呈波动上升，2011 年为 7.05 次，较上年有所回升。

公司总资产周转率三年均值为 1.02 次，2011 年的 1.09 次较上年上升，主要受到收入增幅较大的影响。总体看公司经营效率较高，未来随着 2010 年定向增发募集资金逐步投入项目并产生经济效益，总资产周转率有望提高。

7. 未来发展

未来，公司将不断完善现代中药产业链体系，包括技术、生产、营销、物流等各环节，以高端技术为核心，建立产品技术标准以巩固行业领先优势，完善产业平台，提高公司的市

场应变能力。加强加快生物药研究，坚持自主研发和项目引进并举的策略，着重生物疫苗、生物药新制剂等的开发，完成中长期生物药产品战略布局。同时，积极拓展国际市场，不断探索中药国际化道路。

2010 年 12 月，公司通过非公开发行股票募集资金 10.68 亿元。资金将投向复方丹参滴丸扩产等 7 个项目，截至 2011 年底，公司累计使用募集资金 2.14 亿元。这些项目是根据公司中药国际化发展战略而提出的，公司将进一步提升产业链各环节的标准和规范，为进入国际医药主流市场奠定基础。

复方丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂生产线建设项目：预计达产后年新增营业收入 9.5 亿元、税后利润 1.59 亿元；现代中药固体制剂扩产建设项目：预计达产后年新增营业收入 9.78 亿元、税后利润 1.20 亿元；天士力现代中药出口生产基地集成控制建设项目：预计新增年营业收入 4.76 亿元、税后利润 0.63 亿元。其他项目主要依托于上述 3 个项目对产业链各环节标准进行提升，以适应长期发展的需要。

表 6 未来主要投资项目（万元）

	项目名称	总投资额	已投资额
1	复方丹参滴丸扩产	30481.55	8746.80
	其中：复方丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂生产线建设	20628.55	--
	现代中药出口生产基地集成控制	9853.00	8746.80
2	现代中药固体制剂扩建	25385.58	2684.86
3	现代中药资源有限公司 GMP 技改	15489.00	5362.16
4	天士力研发中心建设	11950.00	4252.13
5	现代物流配送中心	6843.51	100.83
6	三七药材储备及种植基地建设	13623.27	265.00
7	现代中药产业链信息系统	3091.28	--
	合计	106864.19	21411.79

资料来源：公司年报

从公司未来利润增长点看，“注射用重组人尿激酶原”于 2011 年 4 月取得新药证书和注册批件，已于 2011 年 10 月 9 日取得新版 GMP 认证；“注射用丹参多酚酸针剂”已取得新药证书及生产批文，实现批量生产，首批产品于 10 月份上市；“亚单位流感疫苗”产业化进程取得较快进展，于 2010 年 7 月取得新药证书，目前

产业化不断推进中。

2010 年定向增发募集项目完成后，扩充和提升了公司现有优势品种的产销规模，三七种植基地建设将加强对上游资源的控制，实现主要产品扩产后原料的全部自给，进一步巩固产业链优势。如果 2013 年“复方丹参滴丸”能够成功通过 FDAIII 期临床试验，并进入庞大的欧美市场，公司将实现跨越式发展。联合资信认为，公司发展思路清晰，具有多重业绩增长的支撑，长期发展空间广阔。

由于 2010 年公司定向增发募集资金能够满足上述重大项目的投资需求，未来 1-2 年对外融资需求较低；且其经营业绩平稳增长的可能性较大，联合资信预计公司资本结构将维持在适宜水平，整体偿债能力有望增强。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司 2009-2011 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。

2011 年公司合并范围内新增两家子公司，分别为天津雅昂医药国际化发展促进有限公司（持股比例 100.00%）与天津天士力(辽宁)制药有限责任公司（持股比例 51.00%）。整体看，三年财务数据可比性强。

2. 资产质量

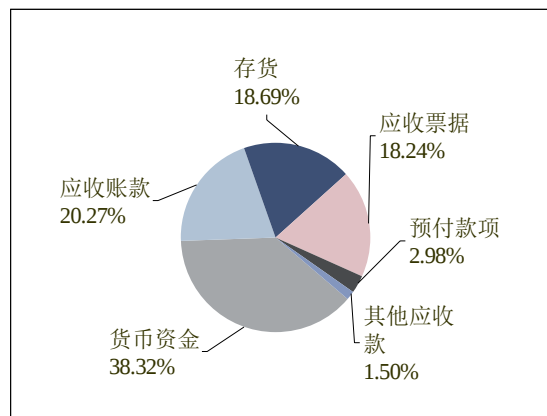
2009-2011 年，随着公司业务发展，资产总额逐年增长，年复合增长率 28.38%，2011 年底为 66.34 亿元，当年增幅较大主要源于应收票据与固定资产的增长；长期资产增幅相对较小。截至 2011 年底，流动资产和非流动资产占比分别为 60.05%和 39.95%。

2011 年底，公司流动资产占比 5%以上的有货币资金、应收账款、存货和应收票据。

2009-2011 年，公司货币资金年复合增长率 65.65%，2011 年底为 15.26 亿元，较上年底略有减少。公司货币资金总额中银行存款占

72.14%，银行承兑汇票保证金、保函保证金和其他存款占 27.73%。

图 4 2011 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

伴随销售收入增长，公司应收票据保持增长，2009-2011 年分别为 1.95 亿元、2.84 亿元和 7.27 亿元，2011 年底增长较多主要是较多采用以票据的方式结算货款，同时因公司以暂时闲置募集资金补充流动资金，导致应收票据贴现额相应减少。

2009-2011 年，公司应收账款有所增长，2011 年底账面余额为 8.54 亿元，主要集中于 1 年以内，占比为 98.19%；前五大客户合计金额为 1.38 亿元，占 16.22%，集中度较低。公司对应收帐款计提坏账准备 0.46 亿元，计提较为谨慎。

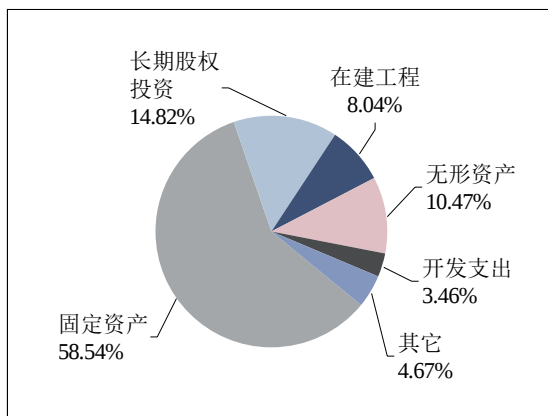
2009-2011 年，存货年复合增长率 38.58%，2011 年底为 7.45 亿元，较上年底增长 32.68%，主要是由于：①商业流通销售增长导致库存商品增加较快；②生产所需中药材储备较多。从存货构成看，主要为库存商品和原材料，分别占比 68.40%、19.84%。公司对在产品与库存商品共计提跌价准备 0.14 亿元，存在跌价风险。

2011 年底，公司非流动资产 26.50 亿元，以固定资产、长期股权投资、无形资产和在建工程为主。

公司长期股权投资单位主要为天津商汇投资（控股）有限公司等，近三年分别为 4.48 亿元、4.69 亿元和 3.93 亿元，2011 年下降主要为

对天津商汇投资(控股)有限公司减少投资 0.60 亿元所致。

图 5 2011 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2009-2011 年，公司固定资产年复合增长 16.66%，2011 年底固定资产账面价值 11.60 亿元，同比上年增长 33.79%，主要为在建工程转入固定资产 3.32 亿元所致，其构成主要为房屋建筑物（占比 75.62%）和机器设备（21.66%），累计折旧 5.66 亿元。近三年，公司在建工程变动不大，2011 年底在建工程 2.13 亿元，金额较大的主要有现代中药公司 GMP 技改项目与天士力现代中药出口生产基地集成控制建设项目等。

2009-2011 年，公司无形资产年增长 26.78%，2011 年底无形资产账面价值 2.78 亿元，同比上年增长 61.10%，为土地使用权与专有及专利技术的增加，其中，土地使用权占比 64.31%；专有及专利技术占比 32.50%，软件占比 3.15%。

总体看，公司货币资金充足，应收账款风险较低，整体资产经营效率高、质量较好。随着公司对医药项目继续投入，未来固定资产规模将保持增长。

3. 负债及所有者权益

2009-2011 年，公司负债规模年复合增长率为 24.15%，截至 2011 年底负债总额为 28.58 亿元，其中以流动负债为主，占比 95.81%，非流

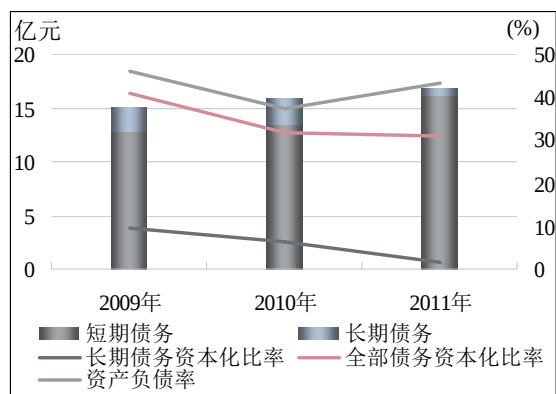
动负债占比 4.19%，负债结构有待改善。从其构成来看，短期借款占比 33.16%，应付票据占比 15.80%，应付账款占比 15.78%，其他流动负债占比 13.95%。公司近年来固定资产投资规模较少，以增加运营成本、研发、营销、FDA 国际认证等各项开支为主，目前的负债结构基本适应业务开展需求。

2009-2011 年，公司短期借款年复合增长 8.71%，2011 年底为 9.48 亿元，主要为信用借款（占 75.28%）；长期借款年复合减少 47.08%，2011 年底为 0.63 亿元，全部为保证借款，在非流动负债中占比 52.67%。截至 2011 年底，一年内到期的非流动负债大幅增长至 2.25 亿元，全部为一年内到期的长期借款；其他流动负债为 2011 年发行的短期融资券。

2009-2011 年，公司所有者权益年均增长 30.58%，主要源于 2010 年非公开溢价发行股票导致资本公积大幅增长，以及未分配利润的积累。2011 年底，所有者权益（含少数股东权益）合计 37.76 亿元，其中实收资本占 13.68%、资本公积占 41.08%、盈余公积和未分配利润分别占 8.59%、32.14%。所有者权益稳定性较好。

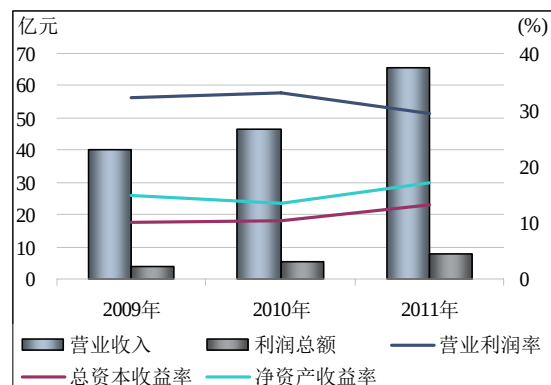
近年来公司资本支出稳健，债务结构处于适宜水平，2010 年定向增发导致所有者权益大幅增长。公司资产负债率有所波动，整体处于较低水平，全部债务资本化比率波动中有所下降，截至 2011 年底两项指标分别为 43.08%和 35.58%。公司货币资金充足，基本可以满足规划项目的投资需求，预计未来 1-2 年债务负担仍将保持在合理水平。

图6 公司负债结构



资料来源：公司年报

图7 公司盈利能力指标



资料来源：公司年报

4. 盈利能力

2009-2011 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，整体营业收入年复合增长率为 28.27%。2011 年，公司实现营业收入 65.70 亿元，其中医药工业和商业收入分别占 36.26%和 63.23%。

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，导致综合毛利率有所下降，2009-2011 年，公司营业利润率分别为 32.05%、33.02%和 29.28%。

由于营业收入中医药商业销售额占比较大，公司销售费用金额较高，2009-2011 年复合增长 17.89%，占营业收入比重分别为 14.17%、13.57%和 11.97%。整体看公司销售费用较高但在营业收入中占比处于下降趋势。

截至 2011 年底，公司资产减值损失 0.23 亿元，同比去年增长 211.90%，主要为坏账损失和存货跌价损失增加所致。同期，投资收益为 0.83 亿元，同比去年增长 1367.23%，为转让天津商汇投资（控股）有限公司部分股权而产生的投资收益增加所致。

公司营业利润和利润总额保持较快增长，2009-2011 年复合增长率分别为 37.72%、40.32%，2011 年分别为 7.42 亿元和 7.86 亿元。公司总资产收益率和净资产收益率指标整体呈上升趋势，2011 年分别为 12.31%和 16.95%。

整体看，公司收入和盈利增长态势良好，整体盈利水平较高。未来 1-2 年，随着“注射用重组人尿激酶原”、“注射用丹参多酚酸”和“亚单位流感疫苗”进入市场，以及现有主要产品营销向城镇和农村市场的进一步渗透，公司收入和利润将保持增长。

5. 偿债能力

2009-2011年，公司短期偿债指标处于较好水平，2010年底两指标受增发募集大量资金影响大幅上升，截至2011年底，流动比率和速动比率均值分别回归为145.48%和118.28%。经营现金流动负债比呈下降趋势，2011年底为 4.93%。整体看，公司现金类资产规模充裕，短期偿债能力良好。

从长期偿债能力指标看，受益于利润总额持续增长，公司 EBITDA 较快增长，2011 年 EBITDA 利息倍数为 12.12 倍；2011 年全部债务/EBITDA 降低至 2.11 倍，三年均值为 2.33 倍。公司长期偿债能力良好。

截至 2011 年底，公司从各商业银行获得授信额度合计 29.20 亿元，未使用额度 14.42 亿元，直接和间接融资渠道畅通。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（报告编号为：B-201211451353），截至 2011

年底，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况较好。

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，盈利能力较强，整体债务负担保持在适宜水平，经营情况较为稳定。

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。

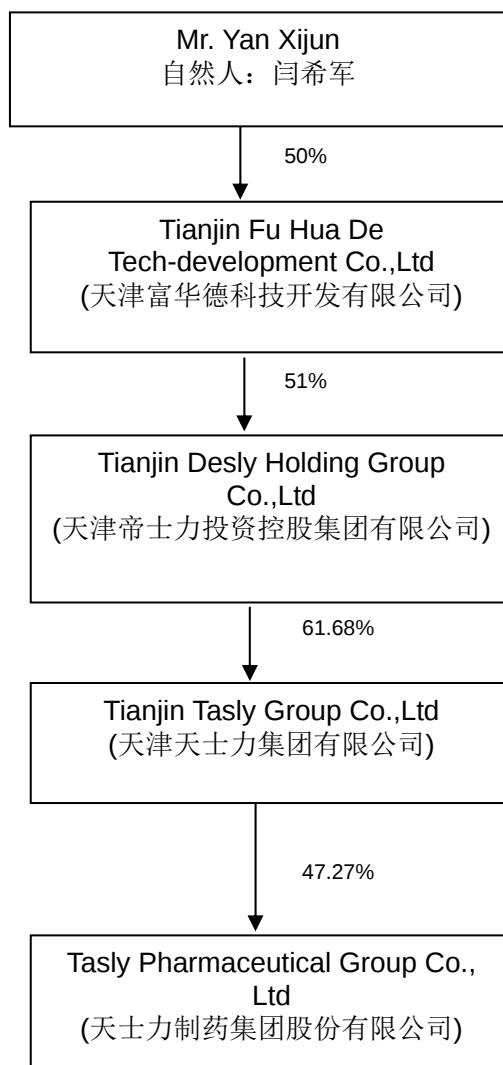
八、结论

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，销售收入持续增长，成本和费用控制有效，整体盈利能力较强；公司财务结构稳健，整体偿债能力强。

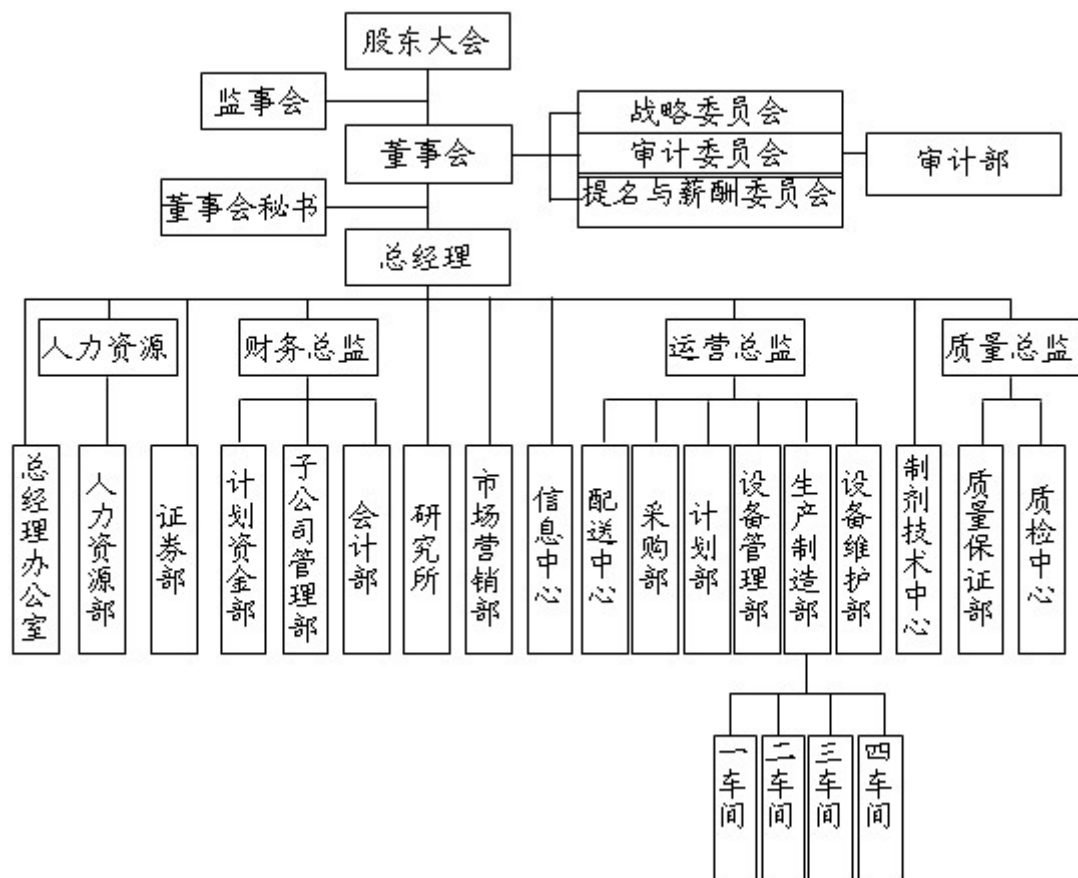
公司主要产品“复方丹参滴丸”市场竞争力很强，但目前优势产品相对单一，且形成规模的二线产品相对较少，需要较长时期的培育。

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 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 2011 年底公司合并范围内下属子公司

子公司名称	业务性质	注册资本(万元)	持股比例(%)
天津天士力现代中药资源有限公司	医药、生物制品	22539	100.00
上海天士力药业有限公司	医药、生物制品	23202.60	100.00
天津天士力之骄药业有限公司	医药、生物制品	16091.79	100.00
Tasly America Pharmaceuticals, Inc	医药、生物制品	\$100	100.00
天津天士力医药营销集团有限公司	批发和零售贸易	7900	70.00
陕西天士力植物药业有限责任公司	医药、生物制品	6556.60	83.53
云南天士力三七种植有限公司	农业	900	100.00
天津博科林药品包装技术有限公司	药品包装	1900	75.00
天士力金纳生物技术(天津)有限公司	医药、生物制品	3200	55.00
天津雅昂医药国际化发展促进有限公司	服务	600	100.00
天津天士力(辽宁)制药有限责任公司	医药、生物制品	4000	51.00

附件 2-1 合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	55625.80	160368.29	152641.04	65.65
交易性金融资产				
应收票据	19472.08	28376.76	72650.07	93.16
应收账款	53586.18	56440.39	80751.10	22.76
预付款项	8931.06	10475.03	11879.40	15.33
应收利息				
应收股利				
其他应收款	7744.55	5409.34	5984.59	-12.09
存货	38776.29	56130.83	74472.91	38.58
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产			18.79	
流动资产合计	184135.97	317200.64	398397.89	47.09
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	44840.03	46947.55	39269.10	-6.42
投资性房地产	2742.54	2658.50	2574.99	-3.10
固定资产	113992.53	115961.14	155139.58	16.66
在建工程	22733.42	25489.55	21313.22	-3.17
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	17268.34	17228.31	27754.90	26.78
开发支出	12531.39	13320.43	9162.66	-14.49
商誉	1450.27	1450.27	4489.63	75.95
长期待摊费用	1528.93	2801.40	2490.54	27.63
递延所得税资产	1309.64	2212.12	2824.18	46.85
其他非流动资产				
非流动资产合计	218397.08	228069.25	265018.81	10.16
资产总计	402533.05	545269.89	663416.69	28.38

附件 2-2 合并资产负债表（负债与所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)
流动负债：				
短期借款	80194.80	80225.63	94772.93	8.71
交易性金融负债				
应付票据	48368.56	55171.48	45159.25	-3.37
应付账款	15650.88	19334.97	45097.98	69.75
预收款项	1125.74	6350.21	9495.84	190.43
应付职工薪酬	4082.89	6315.29	9152.14	49.72
应交税费	3174.87	3650.29	1318.35	-35.56
应付利息	75.16	125.55	527.85	
应付股利			15.67	
其他应付款	8248.51	6641.86	5955.66	-15.03
一年内到期的非流动负债	200.00	200.00	22500.00	960.66
其他流动负债			39857.10	
流动负债合计	161121.39	178015.27	273852.76	30.37
非流动负债：				
长期借款	22500.00	22500.00	6300.90	-47.08
应付债券				
长期应付款				
专项应付款	40.00		790.00	344.41
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债	1761.91	2260.66	4871.18	
非流动负债合计	24301.91	24760.66	11962.08	-29.84
负债合计	185423.30	202775.94	285814.84	24.15
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	48800.00	51642.13	51642.13	2.87
资本公积	56442.73	155441.14	155119.56	65.78
减：库存股				
盈余公积	22135.77	26548.84	32419.50	21.02
未分配利润	76041.94	97139.05	121364.23	26.33
外币报表折算差额	-83.52	-112.16	-150.42	
归属于母公司所有者权益合计	203336.93	330658.99	360395.00	33.13
少数股东权益	13772.82	11834.97	17206.85	
所有者权益（或股东权益）合计	217109.75	342493.96	377601.85	30.58
负债和所有者权益（或股东权益）总计	402533.05	545269.90	663416.69	27.69

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)
一、营业收入	399264.53	465159.11	656966.46	28.27
减: 营业成本	268739.01	308427.02	460132.60	30.85
营业税金及附加	2578.55	3114.77	4496.54	32.05
销售费用	56582.88	63162.40	78639.43	17.89
管理费用	28127.53	30551.29	38955.10	17.68
财务费用	4206.53	6156.77	6503.71	24.34
资产减值损失	576.24	751.29	2343.25	101.65
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)				
投资收益 (损失以“—”号填列)	660.09	565.12	8291.64	254.42
其中: 对联营企业和合营企业 的投资收益	45.66	549.66	905.14	345.22
汇兑收益 (损益以“—”号添列)				
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	39113.89	53560.68	74187.47	37.72
加: 营业外收入	1380.77	2543.30	5732.05	103.75
减: 营业外支出	584.81	541.21	1339.73	51.36
其中: 非流动资产处置损失	86.96	62.33	236.43	64.89
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	39909.86	55562.77	78579.79	40.32
减: 所得税费用	7546.46	9619.84	14583.35	39.01
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	32363.40	45942.93	63996.44	40.62
其中: 归属于母公司所有者的净利润	31670.63	45030.17	61081.12	38.88
少数股东损益	692.77	912.76	2915.32	105.14

附件 4 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	455073.74	531779.02	708661.72	24.79
收到的税费返还	1.55			-100.00
收到其他与经营活动有关的现金	7437.03	11772.11	20455.45	65.85
经营活动现金流入小计	462512.32	543551.13	729117.17	25.56
购买商品、接受劳务支付的现金	292153.66	354286.25	520648.58	33.50
支付给职工以及为职工支付的现金	25924.52	28493.14	37113.73	19.65
支付的各项税费	33319.12	43267.49	58112.58	32.07
支付其他与经营活动有关的现金	71076.29	77998.96	99728.74	18.45
经营活动现金流出小计	422473.58	504045.84	715603.63	30.15
经营活动产生的现金流量净额	40038.74	39505.29	13513.54	-41.90
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	1963.67	250.69	15081.92	177.14
取得投资收益收到的现金	11.95	197.29	839.71	738.26
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	338.94	2620.88	157.14	-31.91
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额			120.92	
收到其他与投资活动有关的现金	565.64	302.16	1614.13	
投资活动现金流入小计	2880.20	3371.03	17813.81	148.70
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	11680.48	16613.08	42257.87	90.21
投资支付的现金	28980.00	3126.03	1978.75	
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		11.61	5497.49	
支付其他与投资活动有关的现金	23.29	2.89		
投资活动现金流出小计	40683.77	19753.61	49734.12	10.56
投资活动产生的现金流量净额	-37803.57	-16382.58	-31920.30	-8.11
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	160.00	103015.09	348.00	47.48
取得借款收到的现金	161694.80	146605.63	165956.38	1.31
发行债券收到的现金			39840.00	
收到其他与筹资活动有关的现金	23351.85	23521.90	9110.00	-37.54
筹资活动现金流入小计	185206.65	273142.62	215254.38	7.81
偿还债务支付的现金	131056.05	146574.80	149282.94	6.73
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	24667.86	24764.64	36903.85	22.31
偿还短期债券支付的现金				
支付其他与筹资活动有关的现金	18695.45	23744.27	32060.62	30.95
筹资活动现金流出小计	174419.36	195083.71	218247.41	11.86
筹资活动产生的现金流量净额	10787.29	78058.91	-2993.03	
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-4.09	-27.45	-42.05	220.65
五、现金及现金等价物净增加额	13018.36	101154.18	-21441.85	
加: 期初现金及现金等价物余额	33131.95	46150.31	147304.48	110.86
六、期末现金及现金等价物余额	46150.31	147304.48	125862.64	65.14

附件 5 合并现金流量补充资料

(单位：人民币万元)

补充资料	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量：				
净利润	32363.40	45942.93	63996.44	40.62
加：资产减值准备	576.24	751.29	2343.25	101.65
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	9634.90	9805.24	9738.69	0.54
无形资产摊销	1253.34	1316.55	2012.05	26.70
长期待摊费用摊销	358.12	492.07	650.31	34.76
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	36.04	-49.34	194.74	132.46
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）				
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）				
财务费用（收益以“-”号填列）	2851.88	3578.18	4357.75	23.61
投资损失（收益以“-”号填列）	-660.09	-565.12	-8291.64	254.42
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-207.03	-880.39	-368.52	33.42
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）				
存货的减少（增加以“-”号填列）	-8034.56	-18078.74	-16515.79	43.37
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-13433.86	-16208.53	-66932.52	123.21
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	14986.64	13169.32	21055.27	18.53
其他	313.72	231.84	1273.51	101.48
经营活动产生的现金流量净额	40038.74	39505.29	13513.54	-41.90
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3.现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	46150.31	147304.48	125862.64	65.14
减：现金的期初余额	33131.95	46150.31	147304.48	110.86
加：现金等价物的期末余额				
减：现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	13018.36	101154.18	-21441.85	

附件 6 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年
经营效率			
销售债权周转次数(次)	5.73	5.89	5.52
存货周转次数(次)	7.67	6.50	7.05
总资产周转次数(次)	1.07	0.98	1.09
盈利能力			
营业利润率 (%)	32.05	33.02	29.28
总资本收益率(%)	10.02	10.47	12.31
净资产收益率(%)	14.91	13.41	16.95
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	9.39	6.16	1.64
全部债务资本化比率(%)	41.06	31.58	35.58
资产负债率(%)	46.06	37.19	43.08
偿债能力			
流动比率(%)	114.28	178.19	145.48
速动比率(%)	90.22	146.66	118.28
经营现金流动负债比(%)	24.85	22.19	4.93
EBITDA 利息倍数(倍)	12.12	11.38	12.12
全部债务/EBITDA(倍)	2.74	2.15	2.11
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.01	0.15	-0.09
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.49	3.58	-2.26

附件 7 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
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

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

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

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 8 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，导致联合资信无法进行全面分析并判定信用等级，联合资信有权撤销信用等级。

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。

