

信用等级公告

联合[2013] 405 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
二零一三年四月二十五日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：(010) 85679696
传真：(010) 85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

天士力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：2013 年 4 月 25 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年
资产总额(亿元)	54.53	66.34	74.86
所有者权益(亿元)	34.25	37.76	42.07
长期债务(亿元)	2.25	0.63	5.01
全部债务(亿元)	15.81	20.86	21.58
营业收入(亿元)	46.52	65.70	93.01
利润总额 (亿元)	5.56	7.86	9.60
EBITDA(亿元)	7.34	9.87	12.25
营业利润率(%)	33.02	29.28	29.98
净资产收益率(%)	13.41	16.95	18.83
资产负债率(%)	37.19	43.08	43.81
全部债务资本化比率(%)	31.58	35.58	33.91
流动比率(%)	178.19	145.48	164.98
全部债务/EBITDA(倍)	2.15	2.11	1.76
EBITDA 利息倍数(倍)	11.38	12.12	11.19

分析师

张 莉 史 延

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，公司将形成以现代中药制造为主，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. 公司销售收入持续快速增长，盈利能力较强，财务结构稳健。

关注

1. 医药工业收入相对集中于复方丹参滴丸，若帝益药业的收购计划顺利实施，公司产品结构或将有所改善。
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。

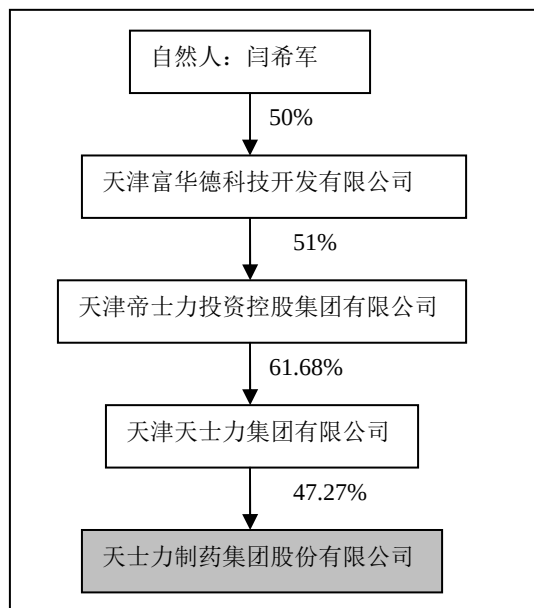
六、天士力制药集团股份有限公司主体长期信用等级自 2013 年 4 月 25 日至 2014 年 4 月 24 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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 日成立的天津市天使力联合制药公司。2000 年 4 月 27 日，经天津市人民政府津股批（2000）4 号文批准，公司依法整体变更为天津天士力制药股份有限公司。经中国证券监督管理委员会证监发行字[2002]79 号文核准，公司于 2002 年 8 月首次公开发行 5000 万股人民币普通股并在上海证券交易所挂牌交易。股票简称：天士力，股票代码 600535。2012 年 5 月，公司更名为天士力制药集团股份有限公司。

截至 2012 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。

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 2012 年底，公司下辖 8 家全资子公司和 5 家控股公司（附件 1-3）；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 20 个部门。

截至 2012 年底，公司（合并）资产总额 74.86 亿元，所有者权益（包含少数股东权益）42.07 亿元；2012 年实现营业收入 93.01 亿元，利润总额 9.60 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

2012 年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算，2012 年，中国实现国内生产总值 519322 亿元，同比增长 7.8%，GDP 前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长 8.1%，二季度增长 7.6%，三季度增长 7.4%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度 GDP 增长为 7.9%。2012 年，中国规模以上工业增加值同比增长 10.0%，增速同比回落 3.9 个百分点。分季度看，一季度同比增长 11.6%，二季度增长 9.5%，三季度增长 9.1%，四季度增长 10.0%。2012 年，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现主营业务收入 915915 亿元，同比增长 11%；规模以上工业企业实现利润 55578 亿元，同比增长 5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012 年社会消费品零售总额为 210307 亿元，同比名义增长 14.3%，同比增速小幅回落 2.8 个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012 年固定资产投资（不含农户）364835 亿元，同比增长 20.6%，较 2011 年同期同比减少 3.9 个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，

贸易顺差显著扩大。2012年,全年进出口总额为38667.60亿美元,同比增长6.2%,增速同比大幅下降16.3个百分点,其中出口金额同比增长7.9%,增速同比下降12.4个百分点,进口金额同比增长4.3%,增速同比下降20.6个百分点,全年贸易顺差达2311.09亿美元,较上年的1551.4亿美元显著扩大。

2012年CPI全年同比增长2.6%,整体维持低位。2012年3月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI翘尾因素走弱,CPI呈下降态势,10月份为1.7%,达年内低点。进入11月份由于低温、春节临近等因素影响,带动食品价格大幅上涨,12月CPI回调至2.5%。从CPI分类指数看,食品类价格走势对CPI影响明显。PPI方面,2012年全年PPI同比下降1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响,2012年前三季度PPI不断下降,9月达年内低点-3.6%,10月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响,PPI降幅持续收窄,12月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面,继续实施积极的财政政策,通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,加快推进结构性减税,扩大“营改增”试点范围,同时进一步推动基础设施建设等多种措施,确保“稳增长”目标实现。公共支出方面,2012年全国教育支出21165亿元,同比增长28.3%;医疗卫生支出7199亿元,同比增长12.0%;社会保障和就业支出12542亿元,同比增长12.9%;住房保障支出4446亿元,同比增长16.4%。2012年,全国财政累计收入为117210亿元,累计支出为125712亿元,分别同比增长12.8%和15.1%。结构性减税方面,2012年8月1日起至年底,中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围,由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳10个省(直辖

市、计划单列市)。据初步统计,截至2012年底,已纳入试点的企业户数约71万户,即将纳入试点的户数约20万户,“营改增”减负效果明显。此外,为进一步加强和改善关税调控作用,财政部发布通知,自2013年1月1日起,中国将对进出口关税进行部分调整,中国将对780多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面,国务院总理温家宝5月23日主持召开国务院常务会议,要求推进“十二五”规划重大项目按期实施,启动一批事关全局、带动性强的重大项目,已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至12月末,教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势,均保持两位数以上的增速。

货币政策方面,央行继续实施稳健的货币政策,通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调,为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境,取得了预期效果。2012年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下,央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性,全年两次下调存款准备金率共1个百分点,公开市场操作净投放1.44万亿元,成为2012年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各0.5个和0.56个百分点,引导市场利率适当下行,促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看,2012年全年人民币贷款增加8.20万亿元,同比多增7320亿元,货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面,截至2012年末,人民币兑美元汇率中间价仅升值0.25%,同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道,目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面,继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产,落实和完善扶持政策,加大农业科技投入。

推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面温家宝总理多次指出稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012 年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

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

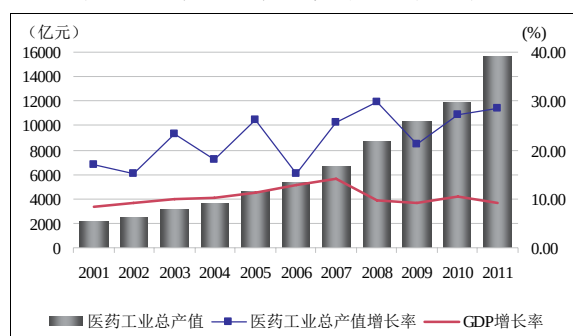
(1) 行业发展概况

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。

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。

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

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%。

2012 年，中国医药制造工业销售总产值为 16628.31 亿元，同比增长 20.93%；其中化学原料药工业销售总值 3136.42 亿元，同比增长了 16.48%；化学药品制剂实现工业销售总产值 4845.99 亿元，同比增长 22.82%；中药饮片加工实现工业销售总产值 999.39 亿元，同比增长 27.49%；中成药制造行业实现工业销售产值

3914.76 亿元，同比增长了 20.76%；生物生化制药实现工业销售产值 1778.78 亿元，同比增长了 19.42%。

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，2010 年 1~11 月，医药工业实现利润 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，医药工业实现利润总额 1281.24 亿元，同比增长 21.97%；2012 年 1~11 月，医药工业实现利润 1490.17 亿元，同比增长 16.31%，近两年增速有所下降。

总体看，近三年医药行业收入和利润增速较为平稳，行业整体利润率基本保持稳定。

表 1 医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元）

	2010 年 1~11 月			2011 年 1~11 月			2012 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	10169.71	1050.42	10.33%	12935.76	1281.24	9.90%	15221.93	1490.17	9.79%
化学药品原药制造	2151.51	173.64	8.07%	2749.78	208.19	7.57%	2954.14	208.24	7.05%
化学药品制剂制造	3071.44	353.32	11.50%	3680.79	385.52	10.47%	4494.11	486.20	10.82%
中药饮片加工	614.58	46.26	7.53%	747.80	53.06	7.10%	880.91	61.92	7.03%
中成药制造	2153.60	223.89	10.40%	2966.06	318.96	10.75%	3599.92	373.08	10.36%
兽用药品制造	502.56	46.21	9.19%	614.71	59.23	9.64%	715.83	68.34	9.55%
生物生化制品制造	1062.45	153.95	14.49%	1358.07	181.01	13.33%	1579.55	193.71	12.26%
卫生材料及医用药品制造	613.56	53.16	8.66%	818.56	75.26	9.19%	997.47	98.69	9.89%

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。2012 年，中成药行业和中药饮片行业分别实现销售收入 4079.16 亿元和 990.29 亿元；同比增长 20.73%和 16.00%。

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

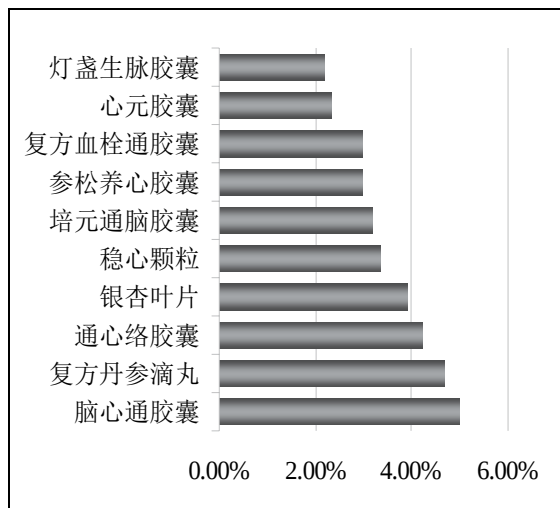
医药治疗优势的治疗领域的药品，加强中药知识产权保护。

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。

近年来，心脑血管疾病主要患者群体——老年人占比较高（占总人口的 15%），且有进一步上升的趋势，而心脑血管中药价格较低，符合国家政策要求，在新医改政策和新医保制度的刺激下，心脑血管中药整体市场规模不断增长，2012 年，中药饮片加工工业销售总产值 999.39 亿元，同比增长 27.49%；中成药制造业销售产值 3914.76 亿元，同比增长 20.76%。随着市场消费群体增加和医保覆盖范围扩大，心脑血管中药市场仍将保持快速增长趋势。

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

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。

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。

2012年12月，商务部发布了《药品批发企业物流服务能力评估指标》等5个医药流通行业标准，分别从物流服务能力评估、零售经营服务、诚信经营、职业经理人、通用岗位设置等5个方面，规范了药品流通企业经营行为，为行业集中度进一步提高创造条件，有利于行业优势企业发展。

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《2012年天津市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2012年天津市全市实现地区生产总值(GDP)12885.18亿元，按可比价格计算，比上年增长13.8%。从产业结构上来看，第一产业实现增加值171.54亿元，同比增长

3.0%；第二产业增加值6663.68亿元，同比增长15.2%；第三产业增加值6049.96亿元，同比增长12.4%，三次产业结构为1.3: 51.7: 47.0。

天津市经济的增长拉动了天津市财政实力的增强，2012年，天津市实现地方一般预算财政收入1760.02亿元，同比增长21.0%。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1105.56亿元，同比增长10.1%，其中：企业所有税收入增长2.7%，营业税增长13.6%，增值税增长6.1%。2012年天津市全市一般预算支出2112.21亿元，比上年增长19.2%，其中，教育支出增长27.4%，医疗卫生支出增长17.0%，社会保障和就业支出增长19.5%。

2012年天津市投资总量保持快速增长。2012年天津市完成全社会固定资产投资8871.31亿元，增量连续4年超过千亿元，比上年增长18.1%。其中城镇投资完成8340.26亿元，比上年增长18.2%，其中，第一产业投资69.23亿元，增长20.1%；第二产业投资3747.05亿元，增长18.4%。当年，天津市基础设施建设持续推进，全年基础设施投资1913.67亿元，增长14.5%。

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，新药研究开发能力较弱。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

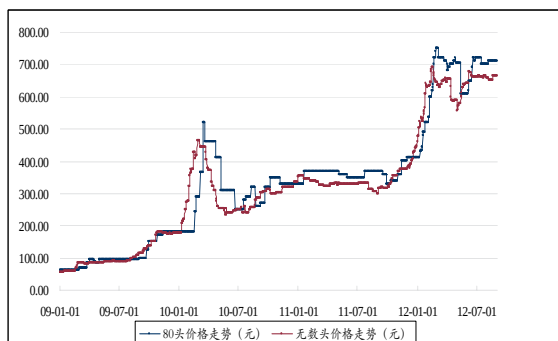
指导价、市场调节价三种定价方式，其中：列入国家基本医疗保险目录的 1000 多种药品与医保药品目录以外具有垄断性生产、经营的药品实行政府定价和指导价；其他药品实行市场调节价。自 1997 年以来，中国连续 26 次下调部分药品的最高零售价格，但由于医药产品特殊的价值分配关系，国家对医药零售价格的下调不可避免地转嫁给医药生产企业。

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。

图 4 2009 年以来三七价格走势



数据来源：wind 资讯

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 2012 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

公司产品包括心血管、脑血管、肝病用药。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二，是中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。

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”~“十二五”、

“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、国家高新技术产业示范工程项目、2012 年度国家重点新产品计划战略性新兴产业立项项目，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。

2012 年，公司两大研究项目“代谢综合征的中医认识及整体治疗”与“芪参益气滴丸对心肌梗死二级预防的临床试验”获得国家科技进步二等奖；公司的水飞蓟宾胶囊（水林佳）固体分散体技术及其产业化应用获得天津市科学技术进步二等奖；公司研制的养血清脑颗粒被天津市知识产权局授予“天津市最有价值发明专利”称号。公司获得痰咳净滴丸生产批件，注射用益气复脉再注册生产批件；养血清脑颗粒、藿香正气滴丸获国家中药续保证书。

2012 年，公司及控股子公司完成专利国内

申请 51 项，PCT 国际申请 4 项，专利授权 125 件，其中，国内授权 115 项，境外授权 10 项。截至 2012 年底，公司共拥有专利 1185 项，其中发明专利 1053 项。

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，2012 年占医药工业收入比重为 5.49%。

表 2 公司研发投入情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年
研发投入（亿元）	1.63	2.27	2.15
医药工业收入占比（%）	8.72	9.53	6.31

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。

公司董事兼总经理闫凯，34 岁，博士（在读），英国雷丁大学国际证券、投资与银行专业硕士。曾任博科林药品包装技术有限公司董事长，现任公司董事、总经理、天津天士力集团有限公司董事、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。

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 2012 年底，公司共有员工 6641 人。从专业构成类别来看：销售人员占比 46.68%、技术人员占 29.98%、生产人员占比 15.63%、行政人员 5.86%、财务人员 1.85%。按教育程度分，大学本科以上占比 36.85%、大专 43.71%、中专及以下为 19.44%。

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。

股东大会是公司的最高权力机构；董事会对股东大会负责。董事会由 7 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；养血清脑颗粒（丸）主治血虚肝亢所致的头痛等疾病于 2012 年入选国家基本药物目录。

复方丹参滴丸已于 2010 年初完成 FDA II 期临床试验，目前 III 期临床试验阶段正在不断推进，截至 2012 年底，已完成 III 期临床用药的生产制备，目前正在招募受试者。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，2012 年占比分别为 36.80% 和 63.20%，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，2010~2012 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 30% 以上；核心品种复方丹参滴丸销量连续 18 年保持增长，在医药工业收入中的占比逐年下降，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 2013 年 3 月 30 日发布公告，计划以 14.5 亿元的价格（现金）收购天士力集团有限公司、天津崇石创业投资有限公司合计持有的江苏天士力帝益药业（以下简称“帝益药业”）有限公司 100% 股权。收购资金主要来源于公司留存收益、2013 年一季度发行的 4 亿元公司债、及变更资金投向的 1.32 亿元募集资金，剩余资金缺口主要由并购贷款解决。

帝益药业目前的化学制剂品种涉及抗肿瘤、心脑血管的降压、降脂，以及肝病治疗领

域，产品主要包括替莫唑胺、右佐匹克隆、阿德福韦酯等，现持有有效期内 GMP 证书 2 项，在有效期内的药品注册批件 116 项（其中，片剂 86 个、胶囊剂 16 个、颗粒剂 1 个、原料药 13 个），专利 32 项。截至 2012 年 12 月底，帝益药业资产总额 7.69 亿元，负债总额 4.69 亿元，净资产规模 3.00 亿元，主营业务收入 5.30 亿元，净利润 1.06 亿元。收购完成后，公司产品结构将得以优化，经营风险或将有所降低。

表 3 公司主营业务收入构成（亿元）

项目	2010	2011	2012	复合增长率(%)
医药工业	18.70	23.82	34.07	34.98
医药商业	27.50	41.54	58.52	45.88
合计	46.20	65.36	92.59	41.57

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三七，结算方式一般为现款现货。公司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 要求建设良种育苗基地和三七生产基地，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	2010	2011	2012
医药工业毛利率	74.73	74.72	74.22

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，2010~2012 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，产能利用率和产销率在 90%以上；水林佳于 2004 年投放市场，近年产能利用率逐年提高，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。

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（以下简称“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 11 个区域子公司，目前已形成由 249 家一级商业、1871 家二级商业、包括医院终端、社区终端、单体药店以及其他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。近三年，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。2012 年，公司前五大客户销售额 11.57 亿元，占比 12.44%，集中度较低。

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

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。近年来公司医药流通业务收入增长较快，年复合增长率为 45.88%，但该业务毛利率水平较低但近年来基本维持稳定。2012 年，医药商业实现收入 58.52 亿元，同比增长 40.88%，主要是由于：

（1）在国家医改政策利好影响下，公司积极拓展营销网络；（2）2012 年，公司控股天津国药渤海医药有限公司，当年收入纳入公司合并报

表。

销售网络方面，公司建立了以广东、北京、山东、辽宁、湖南、天津和陕西七个区域为轴心的医药商业销售物流战略平台，上述七大区域中，除辽宁天士力大药房连锁有限公司从事连锁药店经营外，其他均从事批发业务。

表 5 公司医药商业毛利率（%）

项目	2010	2011	2012
医药商业毛利率	5.85	4.09	5.24

资料来源：公司年报

从产业链方面看，公司上游为药品及器械生产厂家或者经厂家授权的销商，结算方式为现款现货、货到付款相结合。下游为医疗机构和分销配送商业单位，医疗机构以三甲医院、专科特色医院为主，以社区医疗、乡镇医院、村卫生室等为辅，分销商为销售渠道健全、信誉度较高，具有一定实力的流通企业和零售连锁企业，能较好的保证回款和分销协议的完成，结算方式主要为货到付款。

公司医药商业销售的药品既包括公司生产的药品，也包括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。

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，2010~2012 年，公司销售债权周转次数逐年下降，2012 年为 5.15 次；存货周转次数逐年上升，2012 年为 7.34 次。

公司总资产周转率三年均值为 1.12 次，2011 年的 1.32 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 10.29 亿元。资金将投向复方丹参滴丸扩产等 7 个项目，截至 2012 年底，公司累计使用募集资金 8.65 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。其他项目主要依托于上述 2 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 截至 2012 年底公司在建及拟建项目情况

(单位：万元)

	项目名称	总投资额	已投资额
1.	复方丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂生产线建设	20628.55	803.75
2	天士力研发中心建设	11950.00	5890.15
3	现代中药资源有限公司 GMP 技改	15489.00	12540.00
4	现代物流配送中心建设	6843.51	336.65
5	三七药材储备及种植基地建设	13623.27	5004.64
6	现代中药固体制剂扩产建设	25385.58	7849.06
7	现代中药产业链信息系统	3091.28	20.06
	合计	97011.19	32444.31

资料来源：公司年报

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。

随着公司在建募投项目的投入运营以及收购帝益药业计划的推进，公司经营业绩平稳增长的可能性较大，综合竞争力有望进一步增强。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司 2010~2012 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。2012 年公司合并范围内新增两家全资子公司，分别为天士力（香港）药业有限公司与天津天士力融通小额贷款有限公司，新增的两家子公司规模较小，不影响财务数据的可比性。

截至 2012 年底，公司资产总额 74.86 亿元，所有者权益 42.07 亿元；2012 年公司实现营业收入 93.01 亿元，利润总额 9.60 亿元。

2. 资产质量

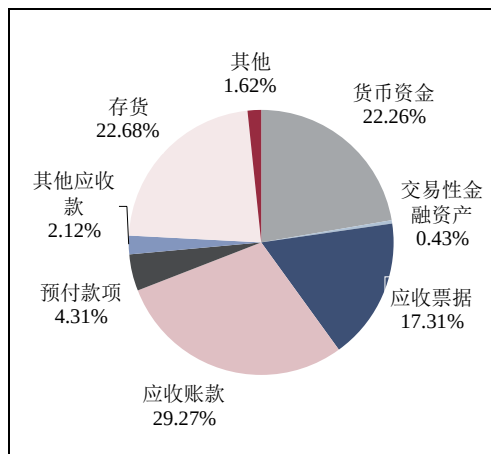
2010~2012 年，随着公司业务发展，资产总额逐年增长，年复合增长率 17.17%，2012 年底为 74.86 亿元，较上年增长 12.84%，主要是由于应收账款、存货、在建工程的增加所致；从资产结构看，公司流动资产占 59.57%，非流动资产占 40.43%。

2010~2012 年，公司流动资产规模快速增长，年均增幅 18.56%；截至 2012 年底，公司流动资产规模为 44.59 亿元，较上年增长 11.93%，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 22.26%）、应收票据（占 17.31%）、应收账款（占 29.27%）和存货（占 22.68%）构成。

2010~2012 年，公司货币资金年均增长率 -21.32%，2012 年底为 9.93 亿元，较上年底减少 34.96%，主要是由于随着业务规模的继续扩大，公司经营性资产资金占用增加，且随着募

集资金项目的继续投入，募集资金减少。公司货币资金中，库存现金占 0.50%，银行存款占 51.85%，其他货币资金（主要为银行承兑汇票保证金）占 47.65%。

图 5 2012 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，2010~2012 年，公司应收票据快速增长，年均增幅 64.93%。截至 2012 年底，公司应收票据为 7.72 亿元，较上年增长 6.25%，其中，银行承兑汇票 7.63 亿元，商业承兑汇票 0.09 亿元（已计提 5%的坏账准备，共 46.61 万元），计提较为谨慎。

2010~2012 年，公司应收账款快速增长，年均增幅 52.06%。截至 2012 年底，公司应收账款 13.05 亿元（其中已有 0.60 亿元用于质押），账龄主要集中于 1 年以内，占比为 97.05%；前五大客户合计金额为 2.02 亿元，占 14.51%，集中度较低。公司对应收账款计提坏账准备 0.75 亿元，计提较为谨慎。

2010~2012 年，存货年复合增长率 34.23%，2012 年底为 10.11 亿元，较上年底增长 35.81%，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 70.73%、19.46%。公司对在产品与库存商品共计提跌价准备 0.32 亿元。

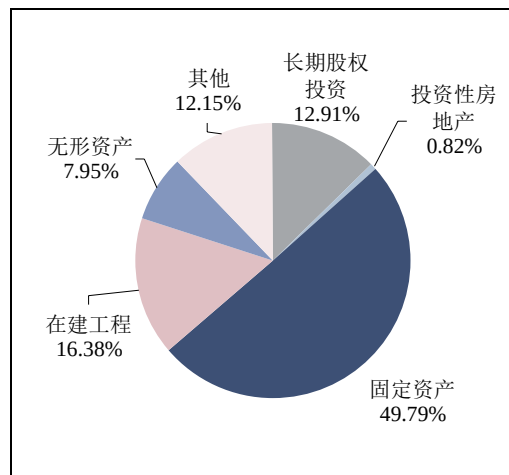
2010~2012 年，公司非流动资产不断增长，年均增长 15.20%。截至 2012 年底，公司非流动资产 30.27 亿元，较上年增长 14.21%，主要

来自于在建工程的增长。公司非流动资产以固定资产（占 49.79%）、在建工程（占 16.38%）、长期股权投资（占 12.91%）和无形资产（占 7.95%）为主。

2010~2012 年，公司固定资产规模波动增长，年均增幅 14.00%。截至 2012 年底，公司固定资产规模 15.07 亿元，比上年减少 2.85%。由在建工程转入固定资产原值为 0.71 亿元，同期折旧额为 1.25 亿元，故固定资产规模有所下降。公司固定资产成新率较高。

2010~2012 年，公司在建工程规模波动增长，年均增幅 39.46%。截至 2012 年底，公司在建工程为 4.96 亿元，比上年增加 132.59%。主要是现代中药公司 GMP 技改项目、天士力现代中药出口生产基地集成控制建设等项目的新增投资。

图 6 2012 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2010~2012 年，公司长期股权投资规模波动减少，年均下降 8.78%。截至 2012 年底，公司长期股权投资 3.91 亿元，比上年减少 0.51%。主要是由于公司收回对天津天士力我立德创业投资有限公司、湘潭市雨湖区农村信用合作联社、天津天士力健康管理有限公司的投资。

2010~2012 年，公司无形资产波动增长，年均增幅 18.18%，截至 2012 年底，公司无形资产为 2.41 亿元，其中，土地使用权占 73.48%，专有及专利技术占 23.00%，软件占 3.52%。

总体看，公司货币资金充足，应收账款、存货占比较大，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

负债

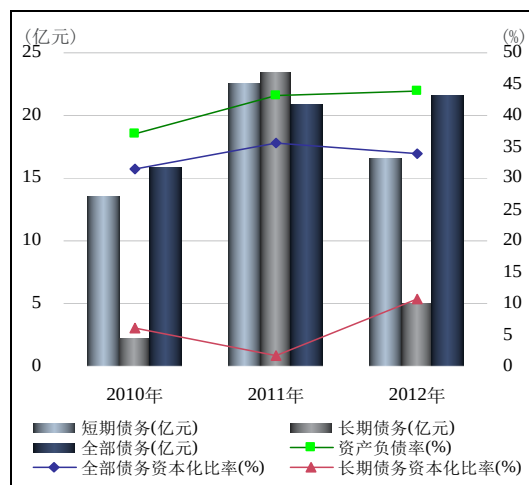
2010~2012 年，公司负债规模稳步增长，年均增幅 27.17%。截至 2012 年底，公司负债总额为 32.79 亿元，比上年增长 14.74%，主要由于应付票据、应付账款的增加所致。其中流动负债和非流动负债分别占 82.42%和 17.58%，非流动负债占比较上年大幅提升 13.39 个百分点。负债结构较上年有所改善。

2010~2012 年，公司流动负债规模波动增长，年均增长 23.22%。截至 2012 年底，公司流动负债 27.03 亿元，比上年减少 1.30%，主要是由于短期借款大幅下降。公司流动负债以短期借款（占 12.12%）、应付账款（占 24.27%）、应付票据（占 23.36%）和其他流动负债（占 25.83%）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。

2010~2012 年，公司短期借款波动下降，年均降幅 36.09%，截至 2012 年底，公司短期借款规模 3.28 亿元（主要为保证借款，占比 73.70%），比上年下降 65.43%，主要是由于公司通过发行公司债融资，相应减少了银行借款。

2010~2012 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 84.21%，截至 2012 年底，公司应付账款规模 6.56 亿元，主要为应付上游客户货款，占比 87.07%。

图 7 公司 2010-2012 年债务指标



资料来源：公司提供

2010~2012 年，公司应付票据波动上升，年均增幅 6.98%，截至 2012 年底，公司应付票据规模 6.31 亿元，比上年增长 39.83%，全部为银行承兑汇票。

2010~2012 年，公司其他流动负债规模快速增长，截至 2012 年底，公司其他流动负债规模 6.98 亿元，主要为公司发行的短期融资券“12 天士力 CP001”（3 亿元）和“12 天士力 CP002”（4 亿元）。

2010~2012 年，公司全部债务规模逐年增长，年均增幅 16.83%，截至 2012 年底，公司全部债务规模 21.58 亿元，其中，短期债务和长期债务分别占 76.80%和 23.20%。2010~2012 年，公司债务负担波动上升，截至 2012 年底，公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为 33.91%和 43.81%。

公司目前债务负担较轻，货币资金充足，但随着公司规划项目的进一步推进以及对帝益药业收购计划的开展，公司未来债务将有所加重。

所有者权益

2010~2012 年，公司所有者权益稳步增长，年均增幅 10.82%，主要源于未分配利润的逐年积累。截至 2012 年底，公司所有者权益合计（少数股东权益 1.95 亿元）42.07 亿元。归属母公司的权益中，实收资本占 12.87%，资本公积占

38.65%，盈余公积占 9.90%，未分配利润占 38.58%。

未来若公司的利润分配政策发生改变，可能对所有所有者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。

2010~2012 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 41.41%，其中，医药工业和商业分别占 36.63%和 62.92%。

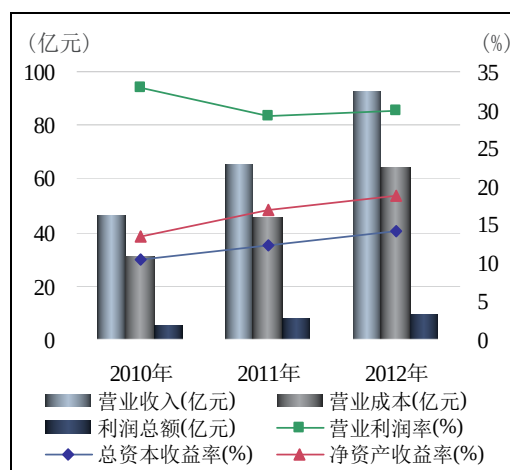
公司中成药产业链完善，中药材自给率较高，近年来医药工业毛利率保持在 70%以上；但医药商业处于微利状态，毛利率在 5%左右，导致综合毛利率有所下降，2010~2012 年，公司营业利润率分别为 33.02%、29.28%和 29.98%。

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 21.47%、18.89%和 18.95%，呈波动下降的趋势。2012 年期间费用为 17.63 亿元，较上年增长 42.06%，主要是随着公司新增项目的推进及现有业务规模的扩大，销售费用和管理费用有所增加所致。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，2010~2012 年，公司销售费用年均增长 37.00%，占营业收入比重分别为 13.58%、11.97%和 12.75%。整体看公司销售费用较高但在营业收入中占比呈波动下降趋势。

截至 2012 年底，公司资产减值损失 0.95 亿元，同比去年增长 304.78%，主要为坏账损失、存货跌价损失和商誉减值损失增加所致。同期，投资收益为 459.58 万元，同比去年减少 94.46%，为减少了对天津天士力我立德创业投资有限公司、湘潭市雨湖区农村信用合作联社、天津天士力健康管理有限公司等公司的股权投资，从而投资收益有所减少。

公司营业利润和利润总额保持较快增长，2010~2012 年复合增长率分别为 32.18%、31.44%，2012 年分别为 9.36 亿元和 9.60 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，2012 年分别为 14.16%和 18.83%。

图8 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，整体盈利水平较高。公司计划收购的帝益药业主要从事化学药制造业务，其主导产品替莫唑胺、右佐匹克隆、阿德福韦酯等将良好补充公司的现有产品结构，对未来经营业绩形成良好支撑。

5. 偿债能力

2010~2012年，公司流动比率和速动比率有一定波动，2010年底上述两指标受增发募集大量资金影响上述两项指标水平较高。截至2012年底，流动比率和速动比率均值分别为164.98%和127.56%；同期，公司现金类资产分别为18.87亿元、22.53亿元和17.84亿元；经营现金流动负债比分别为22.19%、4.93%、15.29%，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。

2010~2012 年，受益于利润总额持续增长，公司 EBITDA 稳步增长，分别为 7.34 亿元、9.87 亿元、12.25 亿元；同期，公司 EBITDA 利息倍数分别为 11.38 倍、12.12 倍、11.19 倍，全部

债务/EBITDA 分别为 2.15 倍、2.11 倍、1.76 倍。公司长期偿债能力强。

截至 2012 年底，公司从各商业银行获得授信额度合计 30.62 亿元，未使用额度 21.59 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-201304951823），截至 2013 年 4 月 18 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。

八、结论

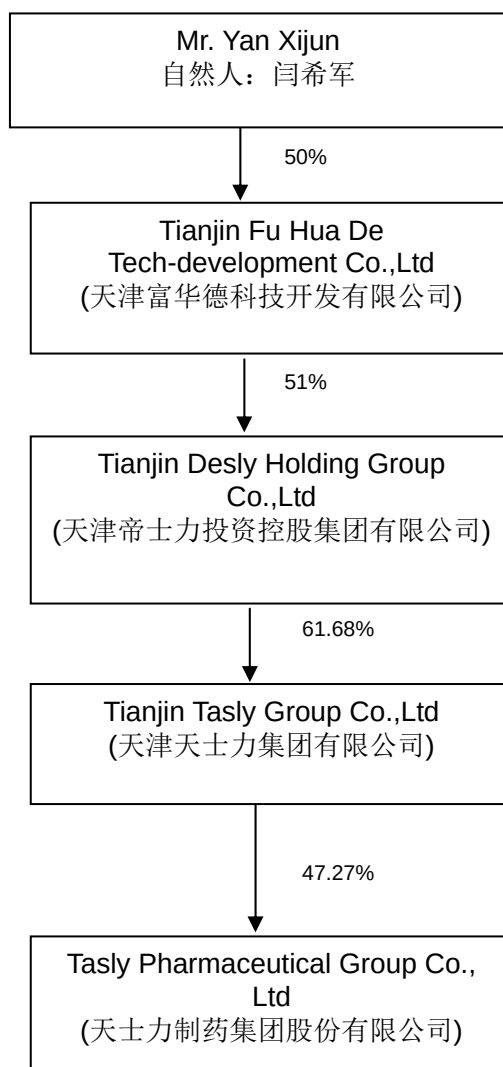
中国医药行业具有广阔的市场空间。公司自主研发能力处于国内中药行业领先水平，产品质量管理体系率先与国际接轨，品牌影响力和中药材自给优势显著，销售收入持续快速增长，成本和费用控制有效，整体盈利能力较强；公司财务结构稳健，整体偿债能力强。

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。随着公司收购帝益药业计划的持续推进，其未来产品结构将会有所改善。

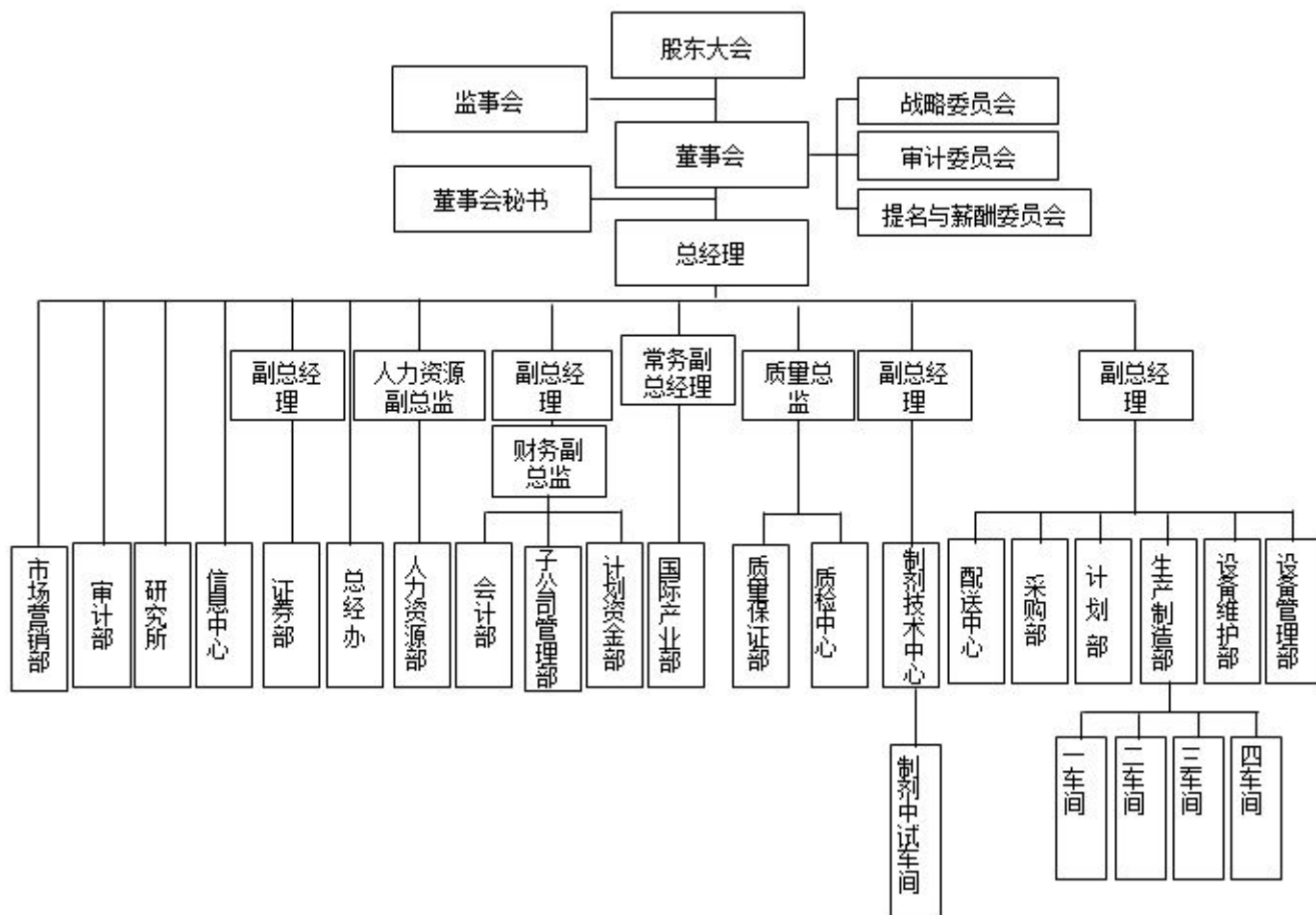
未来，公司储备的新药品种将陆续投放市场，定向增发募集项目完成后将扩充和提升现有优势品种的产销规模，进一步巩固其竞争优

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 2012 年底公司合并范围内下属子公司

序号	企业名称	与公司关系	投资额 (单位: 万元)	持股比例
1	天津天士力现代中药资源有限公司	全资子公司	33,470.11	100.00%
2	上海天士力药业有限公司	全资子公司	38,202.6	100.00%
3	天津天士力之骄药业有限公司	全资子公司	16,091.79	100.00%
4	Tasly America Pharmaceuticals, Inc	全资子公司	USD 100.00	100.00%
5	天津天士力医药营销集团有限公司	控股子公司	5,530.00	70.00%
6	陕西天士力植物药业有限责任公司	控股子公司	5,476.73	79.52%
7	云南天士力三七种植有限公司	全资子公司	5,900.00	100.00%
8	天津博科林药品包装技术有限公司	控股子公司	1,425.00	75.00%
9	天士力金纳生物技术(天津)有限公司	控股子公司	1,760.00	55.00%
10	天津雅昂医药国际化发展促进有限公司	全资子公司	600.00	100.00%
11	天津天士力(辽宁)制药有限责任公司	控股子公司	4,000.00	51.00%
12	天津天士力融通小额贷款有限公司	全资子公司	10,000.00	100.00%
13	天士力(香港)药业有限公司	全资子公司	USD 5.00	100.00%

附件 2-1 合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	160368.29	152641.04	99271.15	-21.32
交易性金融资产				
应收票据	28376.76	72650.07	77194.27	64.93
应收账款	56440.39	80751.10	130509.54	52.06
预付款项	10475.03	11879.40	19203.25	35.40
应收利息			592.93	
应收股利				
其他应收款	5409.34	5984.59	9469.01	32.31
存货	56130.83	74472.91	101138.82	34.23
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产		18.79	6628.38	
流动资产合计	317200.64	398397.89	445907.36	18.56
非流动资产：				
发放委托贷款及垫款			9089.30	
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款			2000.00	
长期股权投资	46947.55	39269.10	39067.50	-8.78
投资性房地产	2658.50	2574.99	2491.49	-3.19
固定资产	115961.14	155139.58	150710.98	14.00
在建工程	25489.55	21313.22	49572.06	39.46
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	17228.31	27754.90	24060.19	18.18
开发支出	13320.43	9162.66	12773.23	-2.08
商誉	1450.27	4489.63	3959.90	65.24
合并价差				
长期待摊费用	2801.40	2490.54	3571.39	12.91
递延所得税资产	2212.12	2824.18	5387.39	56.06
其他非流动资产				
非流动资产合计	228069.25	265018.81	302683.43	15.20
资产总计	545269.89	663416.69	748590.78	17.17

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）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	80225.63	94772.93	32763.47	-36.09
交易性金融负债				
应付票据	55171.48	45159.25	63146.08	6.98
应付账款	19334.97	45097.98	65607.82	84.21
预收款项	6350.21	9495.84	8908.75	18.44
应付职工薪酬	6315.29	9152.14	10912.92	31.45
应交税费	3650.29	1318.35	8606.34	53.55
应付利息	125.55	527.85	2859.61	377.24
应付股利		15.67		
其他应付款	6641.86	5955.66	7673.72	7.49
预提费用				
一年内到期的非流动负债	200.00	22500.00		-100.00
其他流动负债		39857.10	69808.11	
流动负债合计	178015.27	273852.76	270286.82	23.22
非流动负债：				
长期借款	22500.00	6300.90	10285.50	-32.39
应付债券			39784.64	
长期应付款				
专项应付款		790.00	2169.00	
预计负债				
递延收益				
递延所得税负债				
其他非流动负债	2260.66	4871.18	5410.70	54.71
非流动负债合计	24760.66	11962.08	57649.84	52.59
负债合计	202775.94	285814.84	327936.66	27.17
所有者权益：				
实收资本(或股本)	51642.13	51642.13	51642.13	
资本公积	155441.14	155119.56	155119.58	-0.10
减：库存股				
盈余公积	26548.84	32419.50	39713.30	22.31
未分配利润	97139.05	121364.23	154841.27	26.25
外币报表折算差额	-112.16	-150.42	-151.44	16.20
归属于母公司权益合计	330658.99	360395.00	401164.83	10.15
少数股东权益	11834.97	17206.85	19489.29	28.33
所有者权益合计	342493.96	377601.85	420654.13	10.82
负债和所有者权益总计	545269.89	663416.69	748590.78	17.17

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
一、营业收入	465159.11	656966.46	930145.58	41.41
减: 营业成本	308427.02	460132.60	644895.08	44.60
营业税金及附加	3114.77	4496.54	6397.13	43.31
销售费用	63162.40	78639.43	118555.18	37.00
管理费用	30551.29	38955.10	48439.99	25.92
财务费用	6156.77	6503.71	9257.37	22.62
资产减值损失	751.29	2343.25	9484.48	255.31
加: 公允价值变动				
投资收益	565.12	8291.64	459.58	-9.82
其中: 对合营企业投资收益	549.66	905.14	-46.13	
汇兑收益				
二、营业利润	53560.68	74187.47	93575.93	32.18
加: 营业外收入	2543.30	5732.05	3263.76	13.28
减: 营业外支出	541.21	1339.73	853.80	25.60
其中: 非流动资产处置损失	62.33	236.43	158.14	59.28
三、利润总额	55562.77	78579.79	95985.89	31.44
减: 所得税费用	9619.84	14583.35	16777.60	32.06
四、净利润	45942.93	63996.44	79208.29	31.30
其中: 归属于母公司的净利润	45030.17	61081.12	76920.33	30.70
少数股东损益	912.76	2915.32	2287.96	58.32

附件 4 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 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	531779.02	708661.72	1022939.47	38.69
收到的税费返还				
收取利息、手续费及佣金的现金			278.38	100.00
收到其他与经营活动有关的现金	11772.11	20455.45	21940.52	37.38
经营活动现金流入小计	543551.13	729117.17	1045158.37	38.67
购买商品、接受劳务支付的现金	354286.25	520648.58	723702.90	42.92
客户贷款及垫资净增加额			6341.01	
支付给职工以及为职工支付的现金	28493.14	37113.73	50694.19	33.39
支付的各项税费	43267.49	58112.58	75381.18	31.99
支付其他与经营活动有关的现金	77998.96	99728.74	147708.04	37.61
经营活动现金流出小计	504045.84	715603.63	1003827.32	40.68
经营活动产生的现金流量净额	39505.29	13513.54	41331.05	9.85
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	250.69	15081.92	3832.40	290.99
取得投资收益收到的现金	197.29	839.71	411.73	44.46
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	2620.88	157.14	453.04	-58.42
处置子公司及其他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	302.16	1614.13	5656.09	332.65
投资活动现金流入小计	3371.03	17813.81	10353.26	75.25
购建固定资产、无形资产等支付的现金	16613.08	42257.87	39002.19	53.22
投资支付的现金	3126.03	1978.75	8050.00	60.47
取得子公司等支付的现金净额	11.61	5497.49	523.54	571.45
支付其他与投资活动有关的现金	2.89			-100.00
投资活动现金流出小计	19753.61	49734.12	47575.73	55.19
投资活动产生的现金流量净额	-16382.58	-31920.30	-37222.47	50.73
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	103015.09	348.00	2.00	-99.56
取得借款收到的现金	146605.63	165956.38	92718.54	-20.47
发行债券收到的现金		39840.00	109470.00	
收到其他与筹资活动有关的现金	23521.90	9110.00	12805.35	-26.22
筹资活动现金流入小计	273142.62	215254.38	214995.89	-11.28
偿还债务支付的现金	146574.80	149282.94	217311.06	21.76
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	24764.64	36903.85	42798.47	31.46
支付其他与筹资活动有关的现金	23744.27	32060.62	10775.78	-32.63
筹资活动现金流出小计	195083.71	218247.41	270885.32	17.84
筹资活动产生的现金流量净额	78058.91	-2993.03	-55889.43	
四、汇率变动对现金的影响	-27.45	-42.05	-17.50	-20.16
五、现金及现金等价物净增加额	101154.18	-21441.85	-51798.35	
加: 期初现金及现金等价物余额	46150.31	147304.48	125862.64	65.14
六、期末现金及现金等价物余额	147304.48	125862.64	74064.29	-26.12

附件 5 合并现金流量补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	45942.93	63996.44	79208.29	31.30
加: 资产减值准备	751.29	2343.25	9484.48	255.31
固定资产折旧及其他	9805.24	9738.69	12626.79	13.48
无形资产摊销	1316.55	2012.05	2209.85	29.56
长期待摊费用摊销	492.07	650.31	822.32	29.27
处置固定资产、无形资产等损失	-49.34	194.74	-352.45	167.26
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	3578.18	4357.75	7000.95	39.88
投资损失	-565.12	-8291.64	-459.58	-9.82
递延所得税资产减少	-880.39	-368.52	-2398.88	65.07
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-18078.74	-16515.79	-29687.54	28.15
经营性应收项目的减少	-16208.53	-66932.52	-74893.53	114.96
经营性应付项目的增加	13169.32	21055.27	37770.35	69.35
其他	231.84	1273.51		-100.00
经营活动产生的现金流量净额	39505.29	13513.54	41331.05	2.28
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
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	147304.48	125862.64	74064.28	-29.09
减: 现金的期初余额	46150.31	147304.48	125862.64	65.14
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	101154.18	-21441.85	-51798.35	

附件 6 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	5.89	5.52	5.15	5.41
存货周转次数(次)	6.50	7.05	7.34	7.09
总资产周转次数(次)	0.68	1.09	1.32	1.12
盈利能力				
营业利润率(%)	33.02	29.28	29.98	30.38
总资本收益率(%)	10.47	12.31	14.16	12.87
净资产收益率(%)	13.41	16.95	18.83	17.18
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	6.16	1.64	10.64	7.04
全部债务资本化比率(%)	31.58	35.58	33.91	33.94
资产负债率(%)	37.19	43.08	43.81	42.27
偿债能力				
流动比率(%)	178.19	145.48	164.98	161.77
速动比率(%)	146.66	118.28	127.56	128.59
经营现金流动负债比(%)	22.19	4.93	15.29	13.56
EBITDA 利息倍数(倍)	11.38	12.12	11.19	11.54
全部债务/EBITDA(倍)	2.15	2.11	1.76	1.94
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.15	-0.09	0.02	0.01
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	3.58	-2.26	0.38	0.23

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。

