

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1341 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持天士力控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；并维持“15 天士力 CP001”的信用等级为 A-1。

特此公告。


联合资信评估有限公司
二零一五年七月十七日

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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

天士力控股集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 天士力 CP001	9 亿元	2015/1/30-2016/1/30	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 7 月 17 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	22.57	26.14	27.87	29.03
资产总额(亿元)	108.64	135.50	184.56	205.66
所有者权益(亿元)	45.14	50.24	68.58	74.21
短期债务(亿元)	28.32	47.99	65.27	71.52
全部债务(亿元)	45.61	62.21	84.91	98.81
营业收入(亿元)	99.71	118.42	132.01	32.42
利润总额(亿元)	9.55	12.88	14.29	3.38
EBITDA(亿元)	13.84	17.98	21.43	--
经营性净现金流(亿元)	0.53	3.97	2.14	-0.39
营业利润率(%)	36.38	38.20	37.74	39.61
净资产收益率(%)	16.59	18.97	16.56	--
资产负债率(%)	58.45	62.92	62.84	63.92
全部债务资本化比率(%)	50.26	55.32	55.32	57.11
流动比率(%)	138.56	110.70	113.72	121.44
全部债务/EBITDA(倍)	3.30	3.46	3.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.80	5.73	4.58	--
经营现金流流动负债比(%)	1.20	5.80	2.38	--

注: 2015 年一季度财务报表未经审计, 将其他流动负债及长期应付款中的有息债务分别调整计入短期债务和长期债务。

分析师

赵 阳 马 栋

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

天士力控股集团有限公司(以下简称“公司”)主要从事中成药、化学药、生物制品、保健品的生产与销售业务。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其作为国内实践中药现代化的领军企业, 具备较为完善的产业链、先进的产品质量管理体系和较强的自主研发能力。跟踪期内, 公司收入及利润总额持续增长, 整体盈利能力较强。同时, 联合资信也关注到, 公司医药工业收入相对集中于单一产品, 医药流通业务利润率低并面临一定的竞争压力等因素对公司偿债能力带来的不利影响。

未来, 公司将进一步完善制药工业产业链, 扩大营销网络, 并以国内市场为基础, 大力进军国际市场。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定, 并维持“15 天士力 CP001”的信用等级为 A-1。

优势

1. 公司形成了较为完整的中药产业链, 对中药材资源掌控能力较强, 有助于从源头控制药品质量, 品牌优势显著。
2. 公司中药自主研发能力处于国内领先水平, 公司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。
3. 跟踪期内, 公司销售收入快速增长, 盈利能力较强。
4. 跟踪期内, 公司现金类资产、经营活动现金流入量对“15 天士力 CP001”的保障能力强。

关注

1. 公司保健品产业目前仍处于起步阶段, 未来发展不确定性较大。
2. 跟踪期内, 公司有息债务增长较快, 短期

债务占比高。

3. 跟踪期内，公司销售费用增长较快，期间费用控制能力有待加强。

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）与天士力控股集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与天士力控股集团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，未因天士力控股集团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控股集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“15 天士力 CP001”到期日内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于天士力控股集团有限公司主体长期信用及存续期内的“15 天士力 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

天士力控股集团有限公司（以下简称“天士力集团”或“公司”）原名天津市天使力联合制药公司，由中国人民解放军第二五四医院全资下属的天津市华兴医药设备商行（持股 70%）、天津市中央制药厂（持股 30%）于 1994 年 5 月 6 日共同出资成立，初始注册资本 1200 万元，1997 年改制为公司制企业，并更名为天津天士力制药集团有限公司，2013 年更名为天士力控股集团有限公司。

截至 2014 年底，公司注册资本 2.38 亿元，其中天津帝士力投资控股集团有限公司持股 61.68%，浙江尖峰集团股份有限公司持股 20.76%，天津市中央药业有限公司持股 17.56%。自然人闫希军通过控股天津富华德科技开发有限公司间接控股帝士力（另外两名股东闫凯境、吴迺峰为闫希军的一致行动人），是公司的实际控制人。

2002 年 8 月，公司发起设立的天士力制药集团股份有限公司（以下简称“天士力股份”，股票代码：600535）成功在上海证券交易所上市。截至 2015 年 3 月底，公司持有天士力股份 45.18% 的股权。

公司经营范围：对外投资、控股；天然植物药物种植及相关加工、分离；组织所属企业开展产品生产、科研、销售、进出口经营业务；各类商品、物资的批发、零售；技术开发、咨询、服务、转让生物技术（不含药品生产与销售）及产品；自有设备、房屋的租赁；各类经济信息咨询；公司研制开发的技术和生产的科研产品的出口业务；公司科研和生产所需的技

术、原辅料、机械设备、仪器仪表、零配件的进口业务；公司的进料加工和“三来一补”业务；矿业开发经营；原料药（盐酸非索非那定、右佐匹克隆）生产；因特网信息服务（除新闻、出版、教育、医疗器械和电子公告以外的信息服务内容，业务覆盖范围：天津市）。

公司设有财务中心、投资发展中心、工程技术中心、审计中心、品牌中心、法务中心、基建部、人力资源中心、物流中心和信息中心等 10 个部门。

截至 2014 年底，公司资产总额 184.56 亿元，所有者权益 68.58 亿元（含少数股东权益 35.31 亿元）；2014 年，公司实现营业总收入 132.01 亿元，利润总额 14.29 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 205.66 亿元，所有者权益 74.21 亿元（含少数股东权益 46.26 亿元）；2015 年 1~3 月，公司实现营业总收入 32.42 亿元，利润总额 3.38 亿元。

公司注册地址：天津北辰科技园区；法定代表人：闫希军。

三、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，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业分析

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。

自 1998 年以来，医药工业增速大约为 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有所下滑。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 27.1%。2011 年中国医药产业呈现平稳快速增长的态势，实现产值 15707 亿元，同比增长 28.5%。截至 2012 年底，医药产业共

有 6625 家企业，总资产 16408 亿元，同比增长 18.4%。2012 年完成产值 18255 亿元，同比增长 21.7%。其中，化学药品原药 3305 亿元，同比增长 16.6%；化学药品制剂 5089 亿元，同比增长 24.7%；中药饮片 1020 亿元，同比增长 26.4%；中成药 4136 亿元，同比增长 21.3%；生物生化药品 1853 亿元，同比增长 20.5%；医疗器械 1573 亿元，同比增长 20.6%。2012 年医药产业工业增加值增长 14.5%，高出工业增速 4.5 个百分点。2013 年，中国医药制造业实现主营业务收入 20592.93 亿元，利润总额 2071.67 亿元。

2014 年，中国医药制造业实现主营业务收入 23325.61 亿元，同比增长 12.94%，利润总额 2322.20 亿元，同比增长 12.09%，增长速度虽较前两年有所回落，但仍保持较高水平。

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，随着医疗改革的体系的逐渐成熟，中国医疗产业的经济效益呈现较好的发展态势。

五、基础素质分析

公司是实践中药现代化的领军企业，经过多年的发展，逐步发展成为以大健康产业为主线、以制药业为中心，业务涵盖现代中药、化学药、生物制药、保健品和健康食品等领域的高科技企业集团，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。

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；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）。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 期临床试验的复方中成药。目前复方丹参滴丸 FDA III 期临床试验正稳步推进，考虑到复方丹参滴丸在国内上市近 20 年，且每年服用的患者超过 1000 万人，预计复方丹参滴丸通过 III 期临床实验的可能性较大，并有望提高国外市场对中药的关注和认可度。

化学药方面，公司化学药以化学原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。

在研发创新方面，跟踪期内公司与华海（美国）国际有限公司签订了“特色化学原料药的制剂产品在美国市场的全方位业务合作”为核心内容的《合作框架协议》，双方在制剂开发、产业化生产、销售平台开发等方面形成优势互补，促进公司替莫唑胺等化药产品国际化开发进程。与法国梅里埃—Transgene 形成了法国生物原研核心技术资源放在公司创新开发平台落地，并通过专业外包服务公司进行临床前开发的合作模式，目前已有三个原研类新药取得阶段性研发成果。

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；

且在国际化探索方面取得阶段性成果，较多的科研项目储备和新药研发成果陆续转化为生产，为公司的长期可持续发展提供有力支撑。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

表 1 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			2015 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药商业	58.48	58.82	5.60	60.73	51.73	5.15	64.71	49.21	6.13	14.79	45.84	7.37
医药工业	34.24	34.44	83.96	49.22	41.93	75.00	60.51	46.02	70.79	15.85	49.10	70.86
其他	6.70	6.74	74.65	7.44	6.34	75.93	6.27	4.76	60.17	1.60	5.06	46.15
合计	99.43	100.00	37.25	117.39	100.00	38.92	131.49	100.00	38.46	32.27	100.00	40.50

资料来源：公司提供

注：其他业务是指公司的保健品及海外营销业务。

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，公司在云南文山按照 GAP 要求建设良种育苗基地 1080 亩和三七生产基地 5400 亩，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

公司主营业务为中成药、化学药、生物制品、保健品等产品的生产销售。跟踪期内，公司收入规模较快增长，2014 年实现主营业务收入 131.49 亿元，同比增长 12.01%，毛利率为 38.46%；医药工业和医药商业收入分别同比增长 22.94%、6.55%。医药商业和医药工业在主营业务收入中的占比分别为 49.21%、46.02%。2015 年一季度，公司实现主营业务收入 32.27 亿元，是 2014 年全年的 24.55%，毛利率为 40.50%。

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。另外，公司每年都有例行的供应商质量审计计划，对供应商的质量现场进行全面的审核以确保质量的稳定。

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。

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。

表2 2014年公司向前五名供应商采购情况

供应商	采购种类	采购额 (万元)	占采购 总额比重
供应商一	原材料	8190.32	1.01%
供应商二	原材料	3606.25	0.45%
供应商三	包装物	2656.40	0.33%
供应商四	包装物	2385.63	0.29%
供应商五	原材料	1983.39	0.24%
合计		18821.99	2.32%

资料来源：公司提供

3. 生产经营

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3 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	产能利用率	93.55	95.40	95.28

滴丸	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

公司产品通过控股子公司天士力营销集团对外销售。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，结算方式上主要采用银行票据和电汇。天士力营销集团拥有 7 个区域子公司，目前已形成由 200 余家一级商业、2000 多家二级商业、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。面临国家医改的深化和复方丹参滴丸 FDAIII 期临床不断推进的良好机遇，公司将增强复方丹参滴丸向中小城市及县级医院的渗透。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. 医药商业

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有所波动，毛利率水平较低。

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。

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经销商，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. 未来发展

未来，公司计划形成以复方丹参滴丸为塔尖，以 3 至 5 个 10 亿元规模产品为塔身，一大批 5 千万到 1 亿元畅销品种为塔基的产品集群，形成完备的制药工业产业链。公司将不断推动复方丹参滴丸及其他药品的技术创新，并培养现代中药、化学药、生物药和保健食品等产品的持续创新能力。同时，公司将扩大营销网络，在公司品牌整体带动下，结合地域特色，形成以湖南、陕西公司为代表的，覆盖中南、西北的大型医药物流平台，以北京、广东公司为代表的专业医院销售商业，以山东、辽宁公司为代表的以区域性第三终端配送为主的物流商业，并以国内市场为基础，大力进军国际市场。

截至 2015 年 3 月底，公司主要在建拟建项目主要围绕中药及保健品产业展开，计划总投资额为 35.62 亿元，已投资金额 24.22 亿元，未来投资规模逐年减少，融资压力将有所减轻。

总体看，公司战略规划目标明确，将在巩固现有优势产品市场地位的基础上，进一步发展保健品产业。公司对保健品产业投资支出较大，该产业目前仍处于起步阶段，未来发展存在一定不确定性。

表 4 截至 2015 年 3 月底在建拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划投资	已完成投资	2015 年 4-12 月	2016 年	2017 年
现代中药出口生产基地集成控制建设项目（在建）	20000.00	17083.41	235.59	492.00	175.00
现代中药固体制剂扩产建设项目（在建）	25385.58	21127.80	3321.20	339.00	--
天士力现代中药资源有限公司技改 GMP 项目（在建）	15489.00	15908.55	1200.45	--	--
复方丹参滴丸、芪参益气温丸新型滴丸剂	15571.86	2085.36	1234.64	5610.00	6622.00
现代物流配送中心建设项目	8520.00	9791.67	2508.33	--	--

制剂中试中心项目、研发大楼及配套项目	52340.00	32749.53	8374.47	6210.00	5050.00
益气复脉、丹参多酚酸中药注射剂产业化项目	18000.00	19227.17	2168.83	337.00	--
中药注射剂原料提取产业化项目	10930.00	8775.78	3412.22	--	--
上海反应器扩能项目	8142.00	9160.00	--	--	--
阜新新固体制剂建设项目	5963.00	5564.38	1800.62	--	--
现代中药产业链信息系统建设项目	3091.00	3152.00	654.00	714.00	824.00
阜新养血清脑大提取项目	40000.00	--	5000.00	15000.00	5000.00
吉林产业基地厂房项目（在建）	26400.00	26600.00	6000.00	--	--
生物茶谷修建工程项目	106400.00	70950.00	4150.00	1500.00	1200.00
合计	356232.44	242175.64	40060.36	30202.00	18871.00

资料来源：公司提供

八. 财务分析

公司提供的 2014 年财务报告经天健会计师事务所审计，审计机构并出具了标准无保留意见的审计结论。2015 年一季度财务报表未经审计。

2014 年公司合并范围内新增 11 家子公司，其中主要为天津天士力融资租赁有限公司、天津康桥生物科技发展有限公司、天津市华夏未来文化教育发展集团有限公司、天津天士力商业保理有限公司等。

截至 2014 年底，公司资产总额 184.56 亿元，所有者权益 68.58 亿元（含少数股东权益 35.31 亿元）；2014 年，公司实现营业总收入 132.01 亿元，利润总额 14.29 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 205.66 亿元，所有者权益 74.21 亿元（含少数股东权益 46.26 亿元）；2015 年 1~3 月，公司实现营业总收入 32.42 亿元，利润总额 3.38 亿元。

1. 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。

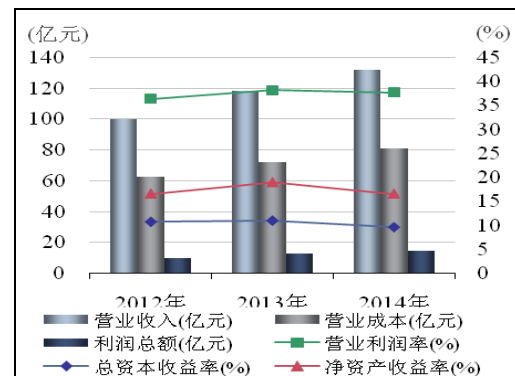
2014 年，公司主要产品复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）和水林佳等销售额持续增长，营业收入为 131.49 亿元，同比增长 12.01%，其中，医药工业和商业分别占 46.02% 和 49.21%。公司中成药产业链完善，中药材自给

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 6% 左右。2014 年公司营业利润率为 37.74%，较为稳定。

从期间费用看，公司 2014 年期间费用为 36.70 亿元，较上年增长 12.58%，占营业收入的 27.91%，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商业销售额占比较大，公司销售费用金额较高。2014 年公司销售费用同比增长 9.81%，占营业收入比重分别为 16.36%，整体看公司销售费用较高。

公司营业利润和利润总额保持较快增长，2014 年分别为 13.97 亿元和 14.29 亿元，同比分别增长 11.99% 和 10.95%。公司总资产收益率和净资产收益率指标整体有所波动，2014 年分别为 10.09% 和 16.56%。

图1 公司盈利能力指标



资料来源：公司年报

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 32.42

亿元，同比增长 2.77%。2015 年一季度公司营业利润率为 39.61%。

整体看，公司收入和盈利增长态势良好，整体盈利水平较高。

2. 现金流及保障

2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 134.59 亿元，同比增长了 7.35%；现金收入比为 101.96%，收入质量较高；2014 年公司各项成本和费用增长较快，经营活动现金流出总计 136.71 亿元，同比增长 8.90%。经营活动产生的现金流净额为 2.14 亿元。总体看，公司经营活动现金获取能力较强。

从投资和筹资活动看，2014 年公司固定资产投资支出规模保持适宜，投资活动流出为 19.34 亿元，投资活动产生的现金流净额为 -13.81 亿元。公司 2014 年筹资活动现金流入总计 78.54 亿元，主要为银行贷款；筹资活动产生的现金流净额为 12.73 亿元。总体来看，伴随公司投资项目的逐渐完工，未来的融资需求可能有所下降。

2015 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 -0.39 亿元；投资和筹资活动现金流量净额分别为 -9.72 亿元、13.45 亿元。

总体看，公司现金流状况良好，但由于公司投资规模较大，经营性净现金流量无法覆盖投资活动支持，存在融资压力。

3. 资本及债务结构

资产

随着公司业务发展，资产总额增长较快，截至 2014 年底，公司资产总额达到 184.56 亿元，同比增长 36.21%。主要是由于应收账款、存货、固定资产的增加所致；从资产结构看，公司流动资产占 55.51%，非流动资产占 44.49%，资产结构较为稳定。

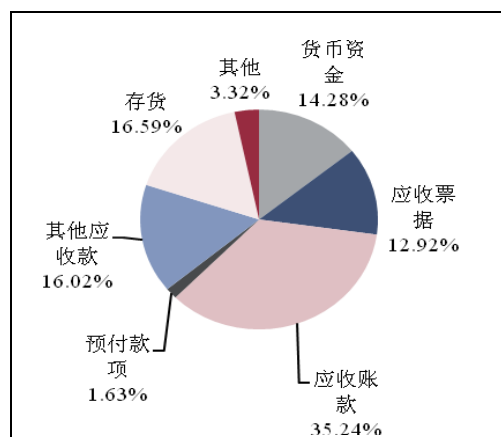
截至 2014 年底，公司流动资产达到 102.45 亿元，同比增长了 35.36%，主要是由于应收账款、其他应收款的增加所致；从流动资产结构看，主要由货币资金（占 14.28%）、应收票据

（占 12.92%）、应收账款（占 35.24%）、其他应收款（16.02%）和存货（占 16.59%）构成。

截至 2014 年底，公司货币资金达到 14.63 亿元，同比增长 8.36%。公司货币资金中，库存现金占 0.10%，银行存款占 54.96%，其他货币资金（主要为银行承兑汇票保证金）占 44.94%。

伴随销售收入增长，公司应收票据快速增长，截至 2014 年底，公司应收票据达到 13.24 亿元，同比增幅 22.50%。其中，银行承兑汇票 12.94 亿元，商业承兑汇票 0.30 亿元（已计提 5% 的坏账准备）。

图 2 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2014 年底，公司应收账款达到 36.10 亿元，同比增长 71.23%，应收账款增长幅度较大。公司应收账款龄主要集中于 1 年以内，占比为 97.60%；公司应收账款中有 0.23 亿元用于担保。公司对应收账款计提坏账准备 0.74 亿元。

截至 2014 年底，公司其他应收款为 16.42 亿，同比增长 57.38%。其他应收款账龄主要集中在 1 年以内，占比为 97.40%；其他应收款主要为关联方款项，占比 83.91%，主要是对国台酒业集团有限公司，西藏崇石股权投资基金管理有限公司和天津帝士力投资控股集团有限公司的委托贷款。

截至 2014 年底，公司存货达到 17.00 亿元，同比增长率 16.90%，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

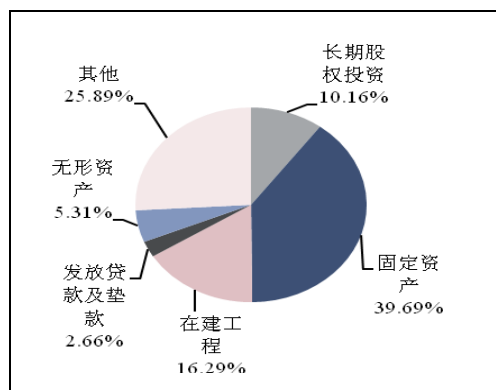
中药材储备等原材料较多。从存货构成看，主要为库存商品和原材料，分别占比 54.09%、35.37%。

截至 2014 年底，公司非流动资产达到 82.10 亿元，同比增长 37.41%，增长较为迅速。非流动资产增长主要来自于固定资产和可供出售金融资产的增长。公司非流动资产以固定资产（占 39.69%）、在建工程（占 16.29%）、可供出售金融资产（16.21%）和长期股权投资（占 10.16%）为主。

截至 2014 年底，公司固定资产达到 32.58 亿元，同比增长了 26.44%。主要由房屋建筑物（60.19%）和机器设备（35.11%）构成，同期折旧额为 2.52 亿元。公司期末固定资产中有 3.19 亿元用于担保。

截至 2014 年，公司在建工程为 13.37 亿元，同比降低了 6.12%，主要是由于建成项目转入固定资产所致。目前公司在建工程主要包括制剂中试中心项目、研发大楼及配套项目、益气复脉、丹参多酚酸中药注射剂产业化项目等。

图 3 2014 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2014 年底，公司可供出售金融资产为 13.31 亿元，主要是公司二级子公司天津天富创业投资有限公司持有曙光信息产业股份有限公司 3867.03 万股，该股票于 2014 年在上海证券交易所挂牌上市（中科曙光，股票代码 603019），按照公允价值计量，截至 2014 年底为 12.50 亿元。

截至 2014 年底，公司长期股权投资为 8.34

亿元，同比下滑 8.98%，主要由于公司持有的曙光信息产业股份有限公司上市，调整至可供出售金融资产所致。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 205.66 亿元，资产结构较 2014 年变化不大。其中应收账款较 2014 年底增长 29.51%，主要系公司医药商业销售规模扩大，业态优化，终端医药商业份额扩大，回款期相对较长所致。

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

所有者权益

2014 年，公司所有者权达到 68.58 亿元（少数股东权益 35.31 亿元），同比增长 36.50%。主要源于其他综合收益的增加和未分配利润的逐年积累。归属母公司的权益中，实收资本占 7.15%，资本公积占 37.11%，盈余公积占 3.39%，未分配利润占 39.28%。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 74.21 亿元，较 2014 年增加 5.63 亿元，来自于少数股东权益的增加。

总体来看，公司所有者权益的稳定性一般。

负债

截至 2014 年底，公司负债规模达到 115.98 亿元，同比增长 36.03%，负债增长较快，主要由于应付票据、应付账款、长期借款的增加所致。其中流动负债和非流动负债分别占 77.68% 和 22.32%，负债结构与上年基本保持一致。

截至 2014 年底，公司流动负债规模达到 90.10 亿元，同比增长了 31.67%；主要由于短期借款大幅上升所致。公司流动负债中以短期借款（56.84%）、应付票据（14.68%）和应付账款（15.08%）为主。

截至 2014 年底，公司短期借款为 51.21 亿元，同比增长 146.27%，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。短期借款中信用借款 26.72 亿元，保证借款 18.38 亿元。

截至 2014 年底，公司应付票据总计 13.23 亿元，同比增长了 119.32%，快速增长主要由于公司医药商业较快发展，往来款项多用银行承兑汇票。

截至 2014 年底，公司应付账款 13.59 亿元，同比增长了 44.99%，主要是由于公司生产销售规模的扩大，采购金额逐年增加，因此应付账款随之加快。

截至 2014 年底，公司非流动负债快速增长，达到 25.88 亿元，同比增长了 53.75%。公司非流动负债中，主要由长期借款（45.01%）和应付债券（30.82%）构成。

截至 2014 年底，公司长期借款总计 11.65 亿元，同比增长了 86.82%；其中信用借款共计 5 亿元、保证借款 2.38 亿元，抵押和保证借款 4.27 亿元。

截至 2014 年底，公司应付债券总计 7.98 亿元，分别为天士力制药集团股份有限公司发行的公司债券“12 天士 01”（4 亿元）和“13 天士 01”（4 亿元）。

截至 2014 年底，公司全部债务规模达到 84.91 亿元，同比增长 36.49%；其中，短期债务和长期债务分别占 76.87%和 23.13%。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 55.32%和 62.84%。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额 131.45 亿元，较 2014 年底增加 15.48 亿元，负债结构与 2014 年相比变化不大。

总体看，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，公司未来债务增速将有可能放缓。

4. 偿债能力

2014 年，公司流动比率和速动比率分别为 113.72%和 94.85%，两项指标较 2013 年有所改善。同期，公司现金类资产为 27.87 亿元，经营现金流动负债比分别为 2.38%。整体看，公司现金类资产规模充裕，短期偿债能力良好。

2014 年，公司 EBITDA 为 21.43 亿元，同比

增长 19.19%，同期，公司 EBITDA 利息倍数为 4.58 倍，全部债务/EBITDA 分别为 3.96 倍。公司长期偿债能力较强。

截至 2015 年 3 月底，公司从各商业银行获得授信额度合计 118.78 亿元，未使用额度 42.16 亿元，直接和间接融资渠道畅通。

截至 2015 年 7 月 17 日，公司对外提供担保总额 12.29 亿元，担保比率为 17.92%。被担保企业主要为关联方贵州国台酒业有限公司（以下简称“贵州国台”）以及公司第二大股东浙江尖峰集团股份有限公司（以下简称“尖峰集团”）。目前，贵州国台受白酒行业景气度下行影响，2015 年 3 月累计实现营业收入 0.20 亿元，同比下滑 20.04%；尖峰集团业绩较为稳定。总体看，被担保企业经营业绩有所下滑，且集中度高，公司存在一定或有负债风险。

表 5 截至 2015 年 7 月 17 日公司对外担保情况

被担保公司名称	担保额度(万元)	担保到期日
贵州国台酒业有限公司	4893.00	2015/7/29
贵州国台酒业有限公司	6000.00	2016/3/1
贵州国台酒业有限公司	4000.00	2016/4/27
贵州国台酒业有限公司	15000.00	2016/5/28
浙江尖峰集团股份有限公司	60000.00	2018/6/5
广东中科融资租赁有限公司	33000.00	2018/2/10
合计	122893.00	--

资料来源：公司提供

5. 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：G10120113009600708），截至 2015 年 7 月 8 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。

6. 抗风险能力

跟踪期内，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。

九、存续期债券偿债能力

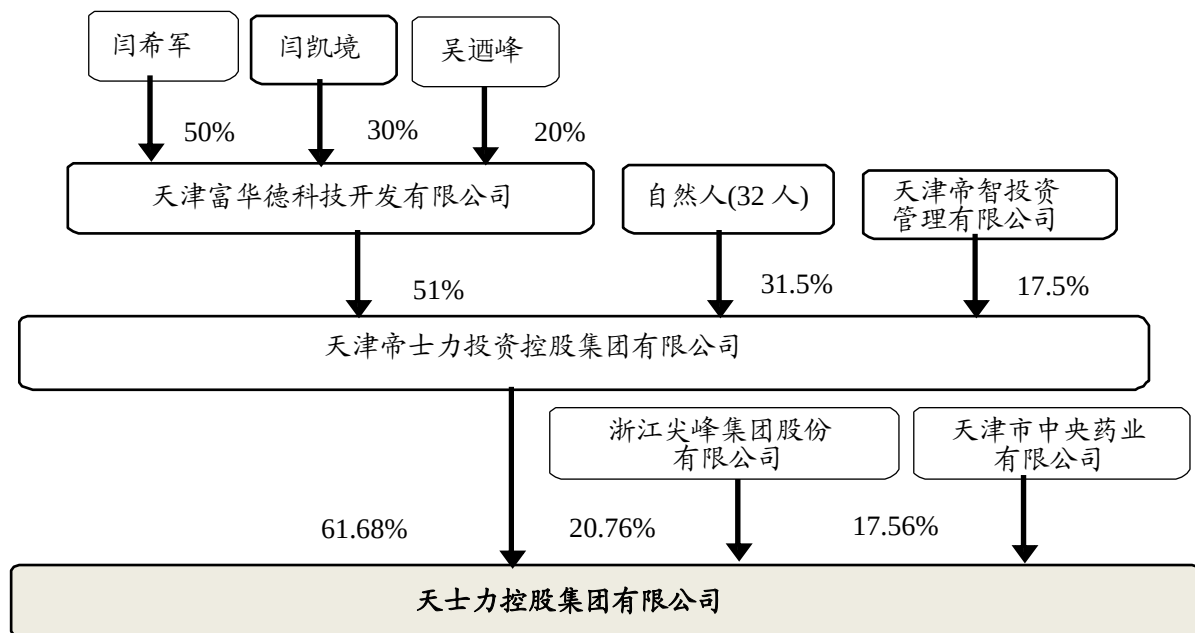
截至目前，公司存续期内的债券为“15 天

士力CP001”9亿元。截至2015年3月底，公司现金类资产合计27.87亿元，为待偿还债券本金的3.10倍。2014年公司经营活动现金流入量和净额分别为待偿还债券本金的15.43倍和0.24倍。公司现金类资产、经营活动现金流入量对“15天士力CP001”的保障能力强。

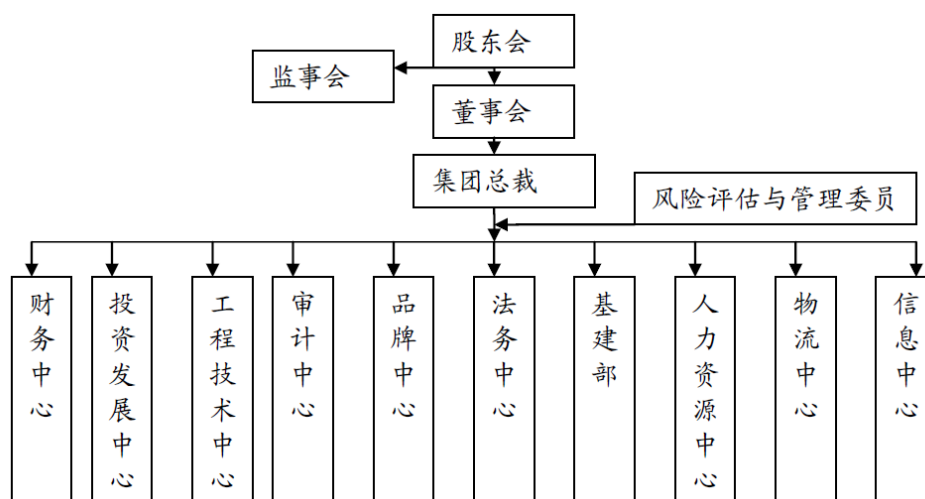
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“15天士力CP001”的信用等级为A-1。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.57	26.14	27.87	29.03
资产总额(亿元)	108.64	135.50	184.56	205.66
所有者权益(亿元)	45.14	50.24	68.58	74.21
短期债务(亿元)	28.32	47.99	65.27	71.52
长期债务(亿元)	17.30	14.22	19.64	27.29
全部债务(亿元)	45.61	62.21	84.91	98.81
营业收入(亿元)	99.71	118.42	132.01	32.42
利润总额(亿元)	9.55	12.88	14.29	3.38
EBITDA(亿元)	13.84	17.98	21.43	--
经营性净现金流(亿元)	0.53	3.97	2.14	-0.39
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.43	4.40	3.25	--
存货周转次数(次)	5.61	5.33	5.14	--
总资产周转次数(次)	0.92	0.97	0.82	--
现金收入比(%)	108.74	105.87	101.96	84.51
营业利润率(%)	36.38	38.20	37.74	39.61
总资本收益率(%)	10.70	10.93	10.09	--
净资产收益率(%)	16.59	18.97	16.56	--
长期债务资本化比率(%)	27.70	22.06	22.26	26.89
全部债务资本化比率(%)	50.26	55.32	55.32	57.11
资产负债率(%)	58.45	62.92	62.84	63.92
流动比率(%)	138.56	110.70	113.72	121.44
速动比率(%)	110.03	89.45	94.85	103.28
经营现金流动负债比(%)	1.20	5.80	2.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.80	5.73	4.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.30	3.46	3.96	--

注：2015 年一季度财务报表未经审计，将其他流动负债及长期应付款中的有息债务分别调整计入短期债务和长期债务。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期债券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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息