

信用等级公告

联合[2017] 1430 号

联合资信评估有限公司通过对天士力控股集团有限公司及其拟发行的 2018 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

天士力控股集团有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

天士力控股集团有限公司

2018 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年七月十日



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

天士力控股集团有限公司

2018年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 5 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 偿还银行借款及金融债务

评级时间: 2017 年 7 月 10 日

财务数据:

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	27.87	34.90	45.50	41.51
资产总额(亿元)	184.56	258.37	307.32	317.41
所有者权益(亿元)	68.58	89.41	108.28	111.86
短期债务(亿元)	65.27	84.40	97.35	102.59
长期债务(亿元)	19.64	41.05	55.10	56.46
全部债务(亿元)	84.91	125.45	152.45	159.05
营业收入(亿元)	132.01	142.43	158.05	36.89
利润总额(亿元)	14.29	14.01	18.06	7.15
EBITDA(亿元)	21.43	23.47	29.25	--
经营性净现金流(亿元)	2.14	1.32	1.70	-11.00
营业利润率(%)	37.76	39.00	36.17	32.19
净资产收益率(%)	16.56	12.22	12.13	--
资产负债率(%)	62.84	65.39	64.77	64.76
全部债务资本化比率(%)	55.32	58.39	58.47	58.71
流动比率(%)	113.72	121.89	130.76	131.13
经营现金流流动负债比(%)	2.38	1.10	1.24	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.96	5.35	5.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.58	3.86	4.27	--

注: 1.2017 年一季度财务数据未经审计; 2.其他流动负债和其他应付款中的有息债务计入短期债务, 长期应付款中有息债务计入长期债务。

分析师

孔祥一 魏铭江

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: www.lhratings.com

评级观点

天士力控股集团有限公司(以下简称“天士力集团”或“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”)对天士力集团的评级反映了公司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,整体盈利能力较强。近年来,公司资产规模及营业总收入不断增长,但债务规模增长快。目前,公司一线产品复方丹参滴丸市场地位稳固,二线产品养血清脑颗粒、水林佳等产品销售规模快速增长。同时联合资信也关注到,公司医药流通业务利润率低,保健品业务经营存在一定不确定性,期间费用增长较快对利润形成侵蚀及药品价格面临下行压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来,公司将进一步完善制药工业产业链,并积极进行纵向延伸,扩大营销网络,以国内市场为基础,大力进军国际市场。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期中期票据到期不能偿还的风险很低,安全性很高。

优势

1. 公司形成了较为完整的中药产业链,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,品牌优势显著。
2. 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，为公司长期持续发展奠定了基础。

3. 公司对中药材资源掌控能力较强，有助于从源头控制药品质量，抵御中药材价格波动风险。
4. 公司近年来销售收入持续增长，盈利能力较强。
5. 公司经营活动流入量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。

关注

1. 近年来，医药改革深入推进，药品价格面临下行压力，可能对公司未来盈利能力产生影响。
2. 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。
3. 公司应收账款规模较大，其他应收款中大部分为关联方借款，对资金形成一定占用。
4. 公司销售费用增长较快，期间费用对利润形成侵蚀。公司利润对投资收益依赖高，投资收益主要源于处置资产收益。
5. 公司对外担保比率较高，存在一定或有负债风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由天士力控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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。

天士力控股集团有限公司

2018年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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。2016年5月，天津帝士力投资控股集团有限公司（以下简称“帝士力”）和浙江尖峰集团股份有限公司（以下简称“尖峰集团”）分别对公司进行注资，公司注册资本共增加1.06亿元。截至2017年3月底，公司注册资本3.44亿元，其中帝士力持股67.09%，浙江尖峰集团股份有限公司（以下简称“尖峰集团”）持股20.76%，天津市中央药业有限公司（以下简称“中央药业”）持股12.15%。截至目前，公司实际控制人为闫希军、吴迺峰、闫凯境、李昀慧四人共同控制，四人通过其控制的天津富华德科技开发有限公司持有天津帝士力投资控股集团有限公司51%的股权，进而控制公司。

2002年8月，公司发起设立的天士力医药集团股份有限公司¹（下称“天士力股份”）（股票代码：600535）成功在上海证券交易所上市。截至2017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）。

公司设有秘书处、人力资源中心、培训中心、财务中心、经济运营中心、政务中心、法务中心、招标中心、基建管理中心、工程造价评审中心、内务审计中心、项目申报管理中心、物流中心、联合管理委员会等15个职能部门。公司组织架构图详见附件1-2。

截至2016年底，公司资产总额307.32亿元，所有者权益108.28亿元（含少数股东权益54.70亿元）；2016年，公司实现营业总收入158.05亿元，利润总额18.06亿元。

截至2017年3月底，公司资产总额317.41亿元，所有者权益111.86亿元（含少数股东权益57.45亿元）；2017年1~3月，公司实现营业总收入36.89亿元，利润总额7.15亿元。

公司注册地址：天津北辰科技园区；法定代表人：闫希军。

二、本期中期票据概况

公司计划注册中期票据20亿元，本期计划发行2018年第一期中期票据（下称“本期中期票据”），发行额度5亿元，期限3年；本息偿还方式采取每年付息、到期一次还本。

本期中期票据募集资金用于偿还银行借款及金融债务。本期中期票据无担保。

¹ 2017年4月20日，天士力股份注册的中文名由“天士力制药集团股份有限公司”变更为“天士力医药集团股份有限公司”。

三、宏观经济和政策环境分析

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长

8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定

性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

四、行业分析和区域经济

公司所属行业为医药行业，具体业务内容涉及医药工业和医药商业。医药行业与民众健康密切相关，是中国国民经济的重要组成部分。自新医改以来，在政策大力扶持、居民消费水平明显提高等因素的刺激下，中国医药产业处于行业发展成长期，未来发展潜力巨大，行业

高速增长和高收益性突出。进入21世纪以来，中国医药业行业保持快速增长势头，行业总产值增长率均高于同期GDP增长率。但受近两年药品降价、招标延缓、医保控费、新版GMP认证与公立医院规模限制等多重因素影响，基药红利效应逐渐消失，医药行业进入转型期，整体行业发展增速有所下降。

1. 行业概况

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。

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。国家统计局公布的数据显示，2016年中国医药工业规模以上企业实现主营业务收入29635.86亿元，同比增长9.92%，全年利润总额3216.43亿元，同比增长15.57%。

总体看，中国医药行业发展迅速，随着医疗改革体系逐渐成熟，中国医药工业的经济效益呈现较好的发展态势。

表1 医药工业细分行业营业收入、利润总额和销售利润率（单位：亿元、%）

细分行业	2014年			2015年			2016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
化学药品原料药制造	4240.35	311.82	7.35	4614.21	351.03	7.61	5034.90	445.25	8.84
化学药品制剂制造	6303.71	733.92	11.64	6816.04	816.86	11.98	7534.70	950.49	12.61
中药饮片加工	1495.63	105.25	7.04	1699.94	123.9	7.29	1956.36	138.27	7.07
中成药制造	5806.46	597.93	10.3	6167.39	668.48	10.84	6697.05	736.28	10.99
生物药品制造	2749.77	321.84	11.7	3164.16	386.53	12.22	3350.17	420.10	12.54
卫生材料及医药用品制造	1662.32	152.39	9.17	1858.94	169.86	9.14	2124.61	191.75	9.03
制药专用设备制造	158.86	18.26	11.49	182.02	19.00	10.44	172.60	15.80	9.15
医疗仪器设备及器械制造	2136.07	219.29	10.27	2382.49	232.56	9.76	2765.47	318.49	11.52
医药工业	24553.16	2460.69	10.02	26885.19	2768.23	10.3	29635.86	3216.43	10.85

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。中成药制造和中药饮片加工子行业销售收入呈稳定增长态势，2013~2015 年复合增长率分别达到 10.38% 与 16.18%。2016 年，中成药制造行业实现营业收入 6697.05 亿元，同比增长 8.59%；实现利润总额 736.26 亿元，同比增长 10.14%。2016 年，中药饮片加工行业实现营业收入 1956.36 亿元，同比增长 15.08%；实现利润总额 138.27 亿元，同比增长 11.60%。

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。

3. 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，占全球市场的份额达到了 22%，位居首位。统计数据显示，2016 年 1~12 月全国化学药品原料药制造总产值为 2281.14 亿元，累计增长率为 14.08%；出口交货值为 411.02 亿元，累计增长率为 5.21%。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，维生素 C、青霉素类等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。2016 年，中国化学药品原料药行业实现主营业务收入 5034.90 亿元，同比增长 8.40%，增速继续放缓；实现利润总额 445.25 亿元，同比增长 25.85%，销售利润率有所提高。

4. 医药流通行业

医药流通是指连接上游医药生产企业和下游经销商以及终端客户，通过流通过程中的交易差价及提供增值服务获取利润的一项经营活动。受宏观经济下行及行业竞争加剧等因素的影响，中国药品流通市场规模虽保持稳定增长但增速已开始下滑，2013~2015 年药品销售市场规模，但年均增速已从 16.70% 下降至 12.89%，但仍远高于中国 GDP 的增速。

从整体规模看，根据商务部发布的《2016 年药品流通行业运行统计分析报告》，2016 年中国药品流通行业实现销售总额 18393 亿元，同比增长 10.4%，增幅上升 0.2 个百分点，其中药品零售市场 3679 亿元，同比增长 9.5%，增幅上升 0.9 个百分点。

效益方面，2016 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 13994 亿元，同比增长 11.6%，增幅上升 0.7 个百分点；利润总额 322 亿元，同比增长 10.9%，增幅上升 0.3 个百分点；平均毛利率 7.0%，同比上升 0.1 个百分点；平均费

用率 5.2%，同比下降 0.2 个百分点；平均利润率 1.8%，同比上升 0.1 个百分点；净利润率 1.5%，同比上升 0.1 个百分点。

从药品零售市场上看，2016 年中国药品零售市场规模总体呈增长态势。随着国家各项医改及健康产业政策的陆续出台，药品零售市场迎来了新的发展机遇。药品零售企业纷纷围绕大健康产业发展方向，把握医改契机，创新服务模式，拓展增值服务。部分企业以网上药房、中医馆、药（美）妆店、品牌专卖店、DTP 药房、药店联盟等多种形式，推动行业创新发展；部分企业参与基层医疗机构“医药分开”、“分级诊疗”进程，开展社区配药点建设、处方外配、药（库）房托管等院店合作业务。2016 年，药品零售市场销售额为 3679 亿元，同比增长 9.5%，增速同比上升 0.9 个百分点。截至 2016 年 11 月，销售前 100 位药品零售企业门店总数达到 54391 家，占全国零售药店门店总数的 12.2%，销售总额 1070 亿元，占零售市场总额的 29.1%，同比上升 0.3 个百分点。其中，7 家全国龙头企业的销售总额 475 亿元，占全国零售市场总额的 12.9%，同比上升 0.8 个百分点；14 家区域零售连锁企业的销售总额 292 亿元，占全国零售市场总额的 7.9%，同比下降 0.1 个百分点；排序最后一位的企业销售额由 2015 年的 1.1 亿元增长到 2016 年的 1.4 亿元。数据显示，全国龙头企业市场占有率较上年略有提升，区域零售连锁企业市场占有率略有下降。这进一步反映出市场销售逐渐向大型连锁企业集中的趋势。

从药品批发市场来看，2016 年药品批发企业主营业务收入前 100 位同比增长 14.0%，增速下降 1.6 个百分点。其中，4 家全国龙头企业主营业务收入同比增长 12.2%，增速下降 7.5 个百分点；15 家区域龙头企业主营业务收入同比增长 17.6%，增速提高 5.2 个百分点。2016 年，药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国医药市场总规模的 70.9%，同比上升 2.0 个百分点。其中，4 家全国龙头企业主营业务

收入占同期全国医药市场总规模的 37.4%，同比上升 0.5 个百分点；15 家区域龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 18.4%，同比上升 1.1 个百分点；排序最后一位的企业主营业务收入由 2015 年的 11.5 亿元增长到 2016 年的 12.4 亿元。随着各项医改政策的逐步落实，药品批发行业整合进一步加快。数据显示，在市场上占有一定规模的药品批发企业都在积极布局，努力提高其经营能力、运营能力和管理能力，向网络化、集约化和信息化目标不断迈进，有利于推进现代药品流通体系建设。

从各主要区域市场来看，2016 年，全国六大区域销售额占全国销售总额的比重分别为：华东 37.4%、华北 16.2%、中南 23.7%、西南 13.0%、东北 5.1%、西北 4.6%。其中，华东、华北、中南三大区域销售额占到全国销售总额的 77.3%，同比上升 0.1 个百分点。三大经济区药品销售额占全国销售总额的比重分别为：京津冀经济区 13.8%、长江三角洲经济区 22.8%、珠江三角洲经济区 8.7%。2016 年销售额居前 10 位的省市依次为：广东、北京、上海、浙江、江苏、安徽、山东、河南、四川、云南。上述省市销售额占全国销售总额的 64.2%，同比上升 0.4 个百分点。

总体看，2017 年是深化医改和推进供给侧结构性改革的关键之年。随着“两票制”等一系列医改政策的推行以及产业升级的提升，药品流通行业面临新模式、新业态、新技术的考验，行业集中度将进一步集中，企业将面临新的机遇和挑战。

5. 行业关注

行业集中度低

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家，2015 年底已经超过 7000 家。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。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为仿药，新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业企业机制尚未形成，研发投入不足，严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

药品降价

2014年起，随着各省份基药招标开始，全国基药招标围绕着“降价”这一主旋律在进行推进。广东、福建、重庆等省份都采用“最低价”的中标规则，吉林、湖南等地降价也是主要趋势，新版基药目录实施以来，新进目录基药价格均有一定降幅，个别省份创出历史新低。

2014年11月25日，国家发改委下发《推进药品价格改革方案（征求意见稿）》（以下简称“征求意见稿”），欲取消药品最高零售限价，通过医保控费和招标采购，由市场竞争形成药品价格。根据征求意见稿，从2015年1月1日起，国家拟取消药品最高零售限价或出厂价格。2015年5月，发改委联合卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局等部门共同推出《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，从2015年6月1日起取消绝大

部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成，其中对专利药、独家生产药品建立多方参与的谈判机制形成价格；对医保目录医保目录外的血液制品、国家统一采购的预防免疫疫苗药品、国家免费艾滋病抗病毒治疗药品和避孕药具，通过招标采购或谈判形成价格；麻醉药品和第一类精神药品，仍暂时实行最高出厂价格和最高零售价格管理。2015年10月，国家卫生计生委（以下简称“卫计委”）等16个部门建立了协调机制，组织开展首批国家药品价格谈判试点工作，谈判主要针对的是国内专利药品和独家生产药品。2016年5月20日，国家卫计委公布了首批国家药品价格谈判结果，其中有慢性乙肝一线治疗药物替诺福韦酯，非小细胞肺癌靶向治疗药物埃克替尼和吉非替尼，与此前公立医院的采购价格相比，这3种药的谈判价格降幅均在50%以上。

从长期看，中国将着手从体制上解决药品价格虚高的问题，并进行了积极探索，预计未来药品价格将呈现下行趋势，对一些价格高昂的专利药和独家品种，预计价格将有较大降幅。

6. 行业政策

近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。医疗改革涉及公立医院改革、鼓励社会办医等多项内容；药品改革涉及药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容。总体看，医疗改革仍是主线，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；药品改革将以强化经营监管、降低药品价格、提高药品质量为重点目标。

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
2015年4月	食品药品监督管理总局	《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	对信息服务备案、互联网食品药品经营者、第三方交易平台经营者等给出经营要求和监督管理规范。	鼓励医药流通电商化，提升了企业开展互联网药品经营的积极性，推动医药电商企业快速扩容。

2015年5月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	充分发挥公立医院公益性质和主体作用，切实落实政府办医责任，着力推进管理体制、补偿机制、价格机制、人事编制、收入分配、医疗监管等体制机制改革；统筹优化医疗资源布局、构建合理就医秩序、推动社会办医。	药占比进一步下降利好零售和批发终端；用药结构会面临调整，医疗服务价格有望提升；医疗信息化程度加深。
2015年5月	发改委、卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局	《关于印发推进药品价格改革意见的通知》	2015年6月1日起取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成。	原享有单独定价的高价基药企业会受到影响，竞争可能会使其降低价格以便通过招标。
2015年10月	国务院办公厅	《关于第一批取消62项中央指定地方实施行政审批事项的决定》	涉及医疗领域的项目包括取消基本医疗保险定点零售药店资格审查。	有利于品牌连锁药店跨省拓展及业绩增长，业内整合重组将更加频繁。
2016年2月	国务院办公厅	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》	到2020年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到2030年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献。	首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着中医药发展已列入国家发展战略。
2016年3月	国务院办公厅	《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价；国家基本药物目录（2012年版）中2007年10月1日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在2018年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在2021年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册。	有利于对提升中国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力。
2016年4月	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》	综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格。	有利于控制药品价格虚高，促进药品流通市场健康发展。
2017年2月	国务院办公厅	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明。食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享。	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展；国内药企将承压。
2017年2月	人社部	《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）的通知》	西药和中成药部分共收载药品2535个，较2009年版目录增幅约15.4%，其中西药部分1297个，中成药部分1238个(含民族药88个)；经过专家评审同步确定了45个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品。	对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展。

资料来源：联合资信整理

7. 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

药医疗需求增长；药品价格将呈现下降趋势，高价药将面临价格大幅下滑的风险。从中期看，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。

总体看，各项行业政策的出台和实施，使医药企业在研发、生产等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；支付体系改革将有利于医药市场进一步扩容；药品价格改革将使药价面临下降风险。医药改革将对行业未来发展产生深远影响。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2017年3月底，公司注册资本为3.44亿元，其中，帝士力持股67.09%，为公司控股股东；自然人闫希军、吴迺峰、闫凯境、李昀慧通过控股天津富华德科技开发有限公司间接控股帝士力，是公司的实际控制人。

2. 生产规模与竞争力

公司是国内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。“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；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，是中国第一例圆满完成美国食品与药品监督管理局（FDA）III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。

截至2016年底，天士力股份共有231个产品进入《2017版医保目录》，其中甲类136个，乙类95个，独家品种包括复方丹参滴丸、养血清脑颗粒等9个产品。其中，新进入的4个产品分别是消渴清颗粒（独家品种）、赖诺普利氢氯噻嗪片、右佐匹克隆片、杞菊地黄口服液，未有产品被调出。另外，公司独家产品注射用重组人尿激酶原（普佑克）、注射用益气复脉（冻干）进入“谈判目录”。

截至2017年3月底，公司合计拥有389个产品，395个批准文号，OTC产品192个，处方药200个；进入《地方基药目录》产品119个，进入《地方医保目录》的产品155个，进入《新农合目录》的产品183个。

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. 技术研发

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，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，另外，公司还以复方丹参滴丸为研究对象，创建了多元化学指纹图谱计算分析技术，建立了一体化、标准化的产品质量控制体系。

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。2015 年度公司“天津市组分中药企业重点实验室”获批建设国家科技部“创新中药关键技术国家重点实验室”及国家发改委“中药先进制造技术国家地方联合工程实验室”。公司主打产品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创新产品立项项目，并荣获国家科学技术进步三等奖。

2016 年，公司新获批政府课题 2 项，国家“重大新药创制”科技重大专项完成 2 项课题；取得了加参片、替莫唑胺注射剂、卡培他滨等多个品种的临床批件；丹参胶囊获得欧盟植物药品注册批件，是公司中药品种在欧盟主流医药市场取得的首个治疗性药品证书，目前正在积极推进后续欧盟成员国的 MRP2。截至 2016 年底，公司共有在研新药和专利到期抢药项目 68 个。

目前复方丹参滴丸的 FDAIII 期临床试验已形成《临床试验顶层分析总结报告》，公司正在积极准备向美国 FDA 递交上市申请前的准备工作。

此外，公司已经成为中医药技术标准制定者之一；并作为国内申请美国 FDA 且有实质性进展的公司，联合了国内多家知名企业及院校，组成了中医药国际化联盟。

公司高度重视研发工作，公司医药工业的

经营主体天士力股份 2014~2016 年研发投入分别为 3.67 亿元、5.03 亿元和 4.40 亿元，占医药工业收入的比重分别为 6.07%、7.90% 和 7.12%，研发投入较高。

2016 年，公司及主要子公司专利申请及授权分别为 61 件及 68 件，其中发明专利新申请及授权分别为 57 件和 62 件。截至 2016 年底，公司主要产品复方丹参滴丸拥有专利 438 件，养血清脑颗粒拥有专利 99 件。

整体看，公司研发投入较大，科研成果较为丰富，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，将为公司的长期可持续发展提供有力支撑。

4. 人员素质

公司高层管理人员共 11 人，其中，董事局主席 1 人，董事局副局长 1 人，董事局执行主席 1 人，总裁 1 人，副总裁 6 人，财务总监 1 人。

公司董事局主席闫希军先生，1953 年生，汉族，博士、主任药师，国务院特殊津贴专家，天士力控股集团创始人。曾任天津天士力制药集团有限公司董事长兼总经理。现任天士力控股集团有限公司董事长，天士力制药集团股份有限公司董事。为第十一、十二届全国人大代表，第十五届、第十六届天津市人大代表，并任天津市工商业联合会副会长、中国光彩事业促进会副会长、天津全球成长型企业协会副会长、中国医药工业科研开发促进会轮值会长、中国上市公司协会理事、天津上市公司协会会长等职务。

公司董事局执行主席闫凯境先生，1979 年生，曾任天士力股份董事总经理，天士力控股集团副总裁、战略投资事业群首席执行官。现任天士力股份董事长，天士力控股集团有限公司董事局执行主席，华金（天津）投资管理有限公司创始合伙人，天津天士力医药营销集团有限公司董事长等，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。

公司总裁吴迺峰女士，1952年生，蒙古族，博士，主任药师，国务院特殊津贴专家。曾任天津天士力制药集团有限公司副总裁。现任天士力控股集团有限公司董事、总裁、天士力制药集团股份有限公司董事、天津天士力医药营销集团有限公司董事长。为第十一届、第十二届、第十三届天津市政协委员，中国妇女第十次全国代表大会代表，并任中国企业联合会副会长、中国女企业家协会副会长、中国医师协会第三届理事会常务理事、中国药学会药剂工程专业委员会委员等职务。

截至2017年3月底，公司职工总数20299人，从学历构成看，本科及以上学历占35.03%，大学专科占34.05%，中专及以下占30.92%；从年龄构成来看，30岁及以下占42.39%，30~40岁占38.43%，40~50岁占14.60%，50岁以上占4.58%。公司人员结构合理。

总体看，公司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；人员结构符合行业特征。

六、管理分析

1. 法人治理结构

按照《公司法》的规定，公司设立股东会、董事会、监事会和经理层。股东会是公司的权力机构；董事会由股东大会选举产生，是生产经营的决策机构，由9名董事²组成，设董事长1人，副董事长1人，董事会设董事会秘书；公司设监事会，对公司的财务、董事及经营者的行为发挥监督作用，由3名监事组成，设监事会主席1名；公司设总裁1名，副总裁6名，由董事会聘任或解聘，董事可受聘兼任公司总裁、副总裁或者其他高级管理人员。

² 截至2017年3月底，公司在册董事为8人，另外一名董事暂时缺位。

2. 管理水平

公司建立了一套较为完整的涵盖公司及子公司生产经营、财务管理、关联交易、重大投资等内部控制制度，构成了公司的内部控制体系。

子公司管理方面，公司严格依照有关法律法规和上市公司的有关规定对控股子公司进行管理，控股子公司根据《公司法》的要求建立了较为规范的法人治理结构，结合实际情况建立健全经营和财务管理制度。公司通过行使股东权力决定公司各控股子公司董事会及主要领导的任命和重要决策，并通过绩效合同和薪酬机制实现了对控股公司高管有效的激励与约束；制订了《重大信息内部报告制度》等规定，对控股子公司实施了战略规划、年度计划、经营分析、信息披露等管理，并督促和指导控股子公司建立了相应的内部控制制度，有效地形成对控股子公司重大业务事项和风险控制；公司对下属控股公司有健全的投资、财务、审计管理制度，并直接参与控股子公司的战略制定及预算审核，对部分重点关注的控股子公司直接介入业务管理。

关联交易管理方面，根据《公司法》、《公司章程》相关法律法规，股东会、董事会在审议关联交易时，关联股东、关联董事回避表决。核心子公司天士力股份，根据《上海证券交易所上市公司规则》等相关法规制订了《关联交易管理制度》，对关联交易协议类别、判断标准、合同签订、信息披露等内容做了具体规定。

融资管理方面，公司对集团成员企业及关联企业的存款、融资及结算业务实行集中统筹管理。公司财务中心资金管理部负责办理公司银行业务的调配申请、签订协议及法律文件；集团成员企业及相关企业办理需申报的银行业务由该公司财务部门申请上报，并办理向集团财务中心资金管理部备案等事项。公司总裁授权财务总监对各项银行业务进行最终审批。

重大投资管理方面，公司重大投资坚持合法、科学、审慎、安全、有效的原则，控制投资风险、注重投资效益。根据公司战略，当年

股权投资计划并连同上一年股权投资实施情况需向年度股东会进行汇报。具体股权投资项目，由公司投资发展部进行论证并提出投资方案后，由公司投资决策委员会进行复审，股权投资决策权属于股东会。为提高集团投资管理效率，对单笔投资额不高于集团最近经审计净资产 10% 的投资项目，由董事长审批。对于拟由下属子公司投资的股权投资项目，视同公司直接股权投资项目获得批准后，再报送该公司股东会进行审议。

财务管理制度，公司制定了《资金管理规范》、《融资、担保工作程序》、《财务重大事项提报管理规定》、《应收账款管理规定》、《集团现金流管理委员会业务管理规定》等制度，对资金的使用管理等建立了严格的授权批准程序，办理货币资金业务的相关岗位已经作分离，相关机构和人员存在相互制约关系。公司制定了收付款审批权限等系列程序，严格执行对款项收付的稽核及审查。公司财务总监负责对各项资金调配（借款）事项进行复核，公司总裁负责对各项资金调配（借款）事项进行审批。

药品质量管理方面，公司在药品质量控制方面加强与国际标准接轨，实施 GMP 管理制度。公司质量控制部在各车间均设有工艺组和检测组，从原材料的质量控制开始，负责产品的工艺技术质量、产成品质量检测和监督，以保证产品质量符合标准。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管理模式，内部管理体系较为完善，整体管理水平较高。

七、重大事项

1. 非公开发行

公司子公司天士力股份于 2015 年 3 月向 6 名特定对象定向增发人民币普通股股票 47633244 股，募集资金净额为人民币 157739.60 万元，用于偿还银行贷款及补充流动资金；其中计入其实收资本 4763.32 万元，计入其资本公积 152976.28 万元。该次定向增发完成后，

天士力股份权益规模有所提升。

2. 实际控制人家族成员之间调整股权比例及实际控制人变更

公司原实际控制人闫希军先生与闫凯境先生、吴迺峰女士和李昀慧女士于 2016 年 3 月 27 日分别签署了《天津富华德科技开发有限公司股权转让协议》（闫凯境先生、吴迺峰女士、李昀慧女士分别为闫希军先生的儿子、配偶、儿媳，闫凯境先生与李昀慧女士为夫妻关系），闫希军先生拟将其持有的天津富华德科技开发有限公司（以下简称“富华德”）5% 的股权转让给闫凯境先生；吴迺峰女士将其持有的富华德 6% 股权转让给李昀慧女士。

上述股权变更完成后，公司最终控制层面变为四位自然人共同控制的情形，且四人构成一致行动人，故导致公司实际控制人发生了变化，由闫希军一人实际控制变为闫希军、吴迺峰、闫凯境、李昀慧四人共同控制。相应工商变更已于 2016 年 4 月 1 日完成。

根据子公司天士力股份于 2016 年 4 月 23 日发布的公告，公司实际控制人闫希军先生和吴迺峰女士（分别持有富华德 45% 和 14% 的股份）拟将其持有的富华德 33% 和 2% 的股份转让于实际控制人闫凯境先生，并已签署《股权转让协议》。上述股权结构变更属于一致行动人之间的调整，不会导致公司控股股东和实际控制人发生变更，公司的控股股东仍为帝士力，公司的实际控制人仍为闫希军先生、吴迺峰女士、闫凯境先生、李昀慧女士。相应工商变更已于 2016 年 4 月 22 日完成。

八、经营分析

1. 经营现状

公司以药品和保健品的生产和销售为主要业务，其中药品涵盖中成药、化学药、生物制品等。近年来，公司主营业务收入呈逐年增长趋势，三年复合增长率为 9.42%；2016 年，公

司医药和其他业务板块的营业收入均实现不同程度的增长，全年公司实现主营业务收入 157.43 亿元，同比增长 11.13%。

表 3 公司主营业务收入和毛利率构成 (单位: 亿元、%)

业务	2014 年			2015 年			2016 年			2017 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
医药行业	125.22	95.23	37.38	132.94	93.84	38.34	143.18	90.95	35.86	34.53	94.35	32.45
其他业务	6.27	4.77	60.13	8.72	6.16	64.56	14.25	9.05	54.11	2.07	5.65	44.76
合计	131.49	100.00	38.46	141.66	100.00	39.96	157.43	100.00	37.51	36.60	100.00	33.16

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。

从收入构成看，医药行业板块是公司最主要的收入来源，公司医药行业板块包括中成药、化学药、生物药的研发和制造以及药品、医疗器械等产品的批发和零售连锁业务，分为医药工业和医药商业两大板块。近三年医药行业板块占主营收入比重均在 90% 以上，2014~2016 年，公司医药行业板块稳定增长，年均增幅 6.93%，2016 年实现收入 143.18 亿元，同比增长 7.70%，主要系以下两方面原因：①公司持续优化医药商业板块业态结构，加大医院终端销售的业务占比，近三年公司医药商业板块收入稳定增长；②受益于二、三线产品销售规模不断增长的带动，公司医药工业板块收入也实现稳定增长。公司其他业务板块主要包括保健品及海外营销业务，近三年公司其他业务板块收入实现较快增长，年均增长 50.76%，2016 年为 14.25 亿元，同比增长 63.42%，主要由于新增中药材贸易收入所致。

从毛利率来看，近三年公司综合毛利率呈波动下降趋势，分别为 38.46%、39.96% 和 37.51%。医药行业板块和其他业务毛利率与公司整体毛利率变动趋势一致，其中医药行业毛利率波动下降主要系公司受到行业招标降价、医保控费等政策影响；公司其他业务毛利率波动下降主要系新增中药材贸易毛利率较低所致。

2017 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 36.60 亿元，同比下降 0.79%。同期，公司综合毛利率同比下滑 1.56 个百分点至 33.16%。

2. 医药工业

公司医药工业板块的经营主体为天士力股份和江苏天士力帝益药业有限公司，包括中成药、化学药、生物制品三大类产品的生产与制造，以中成药为主。近三年，公司医药工业板块收入规模持续增长，分别为 60.51 亿元、65.16 亿元和 66.34 亿元；占主营业务收入的比重有所下降，分别为 46.02%、46.00% 和 42.14%。

公司主要中成药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系独家产品，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，水林佳、荆花胃康胶丸、柴胡滴丸、穿心莲内酯滴丸、芪参益气滴丸已进入医保目录。公司化学药以抗肿瘤及精神领域药品为主，产品包括蒂清、帝益洛、阿贝他、文飞等 12 个品种。随着厂区按照新版 GMP 要求验收完毕，蒂清和文飞成功进入医保目录；生物制品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（普佑克），是“十一五”期间中国批准的唯一一例治疗用一类生物新药，并进入《2017 版国家医保目录》“谈判目录”。

目前，公司基本形成了一线产品复方丹参滴丸市场地位稳固，二线产品养血清脑颗粒、

水林佳等产品销售规模快速增长的发展格局。

(1) 原材料采购

中药材供应与保障

公司生产主要原料药材包括丹参、三七、冰片、川芎、当归、黄芪等，其中主打产品主要原药材为丹参和三七，全部通过陕西天士力植物药业有限责任公司（下称“陕西天士力”）和云南天士力三七种植有限公司（下称“云南天士力”）供应。

为保证原药材的品质和稳定供应，公司于1998年通过控股子公司陕西天士力在陕西商洛建立了国内首家符合 GAP 标准的丹参种植基地，并实施药材战略储备。该基地地种植面积为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。

公司实行“公司+基地+种植户”、“公司+基地+农村药材种植合作社”等的现代中药种植基地模式，并从品种（基因）鉴定、药材种植条件选择标准、肥料使用、生物方法防治病虫害、田间耕种除草、育苗、移栽、无性繁殖、采收操作规程、贮存及运输等方面对药材源头进行控制，实现了优质品种移植和机械化起垄、采挖，保证了药材的品质和供应。

此外，公司在三七药材主产地云南文山设立了云南天士力三七药材储备及种植基地，该基地综合运用基因重组、指纹图谱等现代技术选育、繁育优质种苗，采用规范化的田间管理模式，按照 GAP 标准，制定 SOP 操作程序，利用生物农药防治病虫害，培育规格统一、成活率高、质量稳定、药效可靠的高品质绿色三七中药材，以满足公司对三七药材的日常需求。

对于其他中药材原料，由于需求量相对较小，且均属于市场供应充足的大宗药材，因此，公司主要按市场价格向供应商直接采购的方式，结合采购计划和市场价格变动等因素，适时进行部分战略储备。

总体看，公司丹参全部自给，并根据三七的市场行情进行战略储备，对原材料的质量和成本控制能力较好。

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。

公司原材料采购采取的结算方式主要以银行转账和银行承兑汇票两种方式，付款周期1-3个月。

包装材料采购

公司主要通过向子公司天津博科林采购药瓶和瓶盖，均参考市场价格按照协议价格定价。其他包装材料市场供应充足，主要通过市场采购的方式，由具备资质的长期合作供应商供货。

2016年，公司向前五名供应商共计采购7.30亿元，占采购总额的7.59%，集中度低。

(2) 产品生产

公司拥有国内一流的现代中药生产车间、目前国内生产能力最强的全自动滴丸生产设备（100滴/秒）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。

公司所有产品均严格按照 GMP 规范进行生产，以销定产，ERP 贯穿供应链一体化。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、产成品的

质量进行检验监控。

公司核心产品复方丹参滴丸在心脑血管中成药市场占有率较高，2015~2016 年产能利用情况始终保持较高水平；养血清脑颗粒（丸）和水林佳自投放市场以来，需求迅速增加，产能利用率亦保持较高水平。2016 年，公司仍采用以销定产的经营模式，公司复方丹参滴丸和水林佳的产量较上年有所减少，分别为 12801.01 万盒和 948.01 万盒，分别同比下降 7.30%和 10.24%；养血清脑颗粒产量为 2444.69 万盒，同比增长 4.00%。由于公司产能均保持稳定，主要产品的产能利用率和产量变动保持一致，2016 年公司复方丹参滴丸、养血清脑颗粒和水林佳的产能利用率分别为 88.90%、67.91%和 61.56%。

表 4 2015~2016 年公司主要产品生产情况
(单位: 万盒、%)

产品	项目	2015 年	2016 年
复方丹参滴丸	产能	14400.00	14400.00
	产量	13808.70	12801.01
	产能利用率	97.74	88.90
养血清脑颗粒	产能	3600.00	3600.00
	产量	2350.75	2444.69
	产能利用率	58.85	67.91
水林佳	产能	1540.00	1540.00
	产量	1056.19	948.01
	产能利用率	61.01	61.56

资料来源：公司提供

整体看，公司生产设备先进，产品质量控制水平较高，主要产品产能释放较为充分。

(3) 产品销售

公司所产产品主要通过天津天士力医药商业有限公司（下称“医药商业公司”）负责销售，医药商业公司下设 29 个大区，782 个办事处，形成了较为完整的营销网络。公司销售组织设商务、处方药、非处方药、社区四个职能系统，分四大职能系统专业化运作。其中，商务系统对签约、供货、回款等销售事项进行统一商务管理；处方药、OTC 非处方药、社区系统各自负责三大板块目标市场的业务拓展。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。

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。

近年来，公司主要产品复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）和水林佳的产销率均保持较高水平。近几年，受招标限价、医保控费与公立医院规模限制等多重因素影响，公司养血清脑颗粒和水林佳销量均有所下降，2016 年上述两种产品的销量分别为 2338.41 万盒和 920.70 万盒，分别较上年下降 0.60%和 12.19%；公司复方丹参滴丸产品销量稳定上升，2016 年为 13649.28 万盒，同比增长 2.48%。

公司积极推进产品的国际化，截至目前，公司为申报美国 FDA 在美国新药上市批准进行的全球多中心随机双盲大样本 III 期临床试验，经过一系列数据管理和统计分析工作，形成了《临床试验顶层分析总结报告》，临床试验总结性结论：复方丹参滴丸治疗慢性稳定性心绞痛的美国 FDAII 期临床试验的安全性、有效性结果得到进一步验证。

公司在向美国 FDA 递交上市申请前，还需要进行详细的对 III 期临床研究的治疗时间、剂量、背景用药、服药情况等因素的分层统计分析工作。若复方丹参滴丸实现上市，有望打开广阔的美国市场，提升公司国际影响力，并为公司自身产品的国际化进程提供参考路径。目前复方丹参滴丸能否实现在美国上市仍存在不确定性。

总体看，公司建立了适合自身情况的销售体系，主要产品销售情况良好。

3. 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，公司产品中约 15%通过自有的医药商业公司销售，公司医药商业板块主要经销其他公司药品，非公司产品销售收入计入医药商业收入。近三年，公司医药商业板块收入规模持续增长，分别为 64.71 亿元、67.78 亿元和 76.84 亿元；占主营业务收入的比重基本稳定，分别为 49.21%、47.85%和 48.81%；毛利率水平呈增长趋势，2016 年为 7.12%。

天津天士力医药营销集团有限公司（下称“天士力医药营销公司”）是公司医药商业板块的主要子公司，并且与具备 GMP 认证的国内外药品生产企业建立了稳定的一级商业采购合作关系，具备一定终端销售渠道和销售规模优势。天士力医药营销公司控股 11 家医药商业流通子公司，分布于天津、北京、湖南、广东、陕西、辽宁、山东等七个省市。为更好的促进促进医药商业业务快速发展，提升医药商业板块价值，挖掘营销网络价值，公司医药商业板块在 2016 年进行了分立，天士力医药营销公司主要经营商业品种（非公司产品），公司自产产品将转至医药商业公司经营。公司计划将天士力医药营销公司在新三板挂牌上市。截至 2017 年 3 月，天士力医药营销公司股份制改制工作已完成，取得股份制变更后的《营业执照》，并更名为天津天士力医药营销集团股份有限公司。截至 2017 年 4 月底，天士力股份对天士力医药营销公司持股比例为 81.88%，目前新三板挂牌相关工作正在有序推进中，还需要履行相关监管部门的审查程序，申请能否获得通过具有不确定性。

截至 2016 年底，天士力医药营销公司总资产 65.05 亿元，归属于母公司所有者权益 4.43 亿元；2016 年，该公司实现归属母公司所有者

的净利润 0.93 亿元。

销售网络方面，公司建立上述七个区域为轴心的医药商业销售物流战略平台，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。

主要的销售模式：①山东天士力医药有限公司（下称“山东子公司”）：通过高端医院、连锁药店、商业分销、第三终端对地市级城市进行全覆盖，通过基药配送、第三终端对县区及乡镇进行全覆盖。②湖南天士力民生药业有限公司（下称“湖南子公司”）：销售模式为终端医疗机构渠道、商业渠道分销和直接覆盖终端两种。③北京天士力医药有限公司：销售模式为终端医院直销和渠道商业分销两种。④广东天士力粤健医药有限公司（下称“广东天士力”）、辽宁天士力医药物流有限公司（下称“辽宁子公司”）和辽宁天士力大药房连锁有限公司：全部采用分销销售模式。⑤陕西天士力医药有限公司（下称“陕西子公司”）：以药品经销为主、分销为辅进行销售。

公司医药商业的结算方式主要以银行承兑汇票和银行转账两种方式为主。

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。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。

在供货商的选择上，公司要求较为严格，所选供应商为药品及器械生产厂家或经生产厂家授权的经销商，选择要求资质证照齐全，通过 GMP、GSP 等国家相关认证，并以终端认知度较高、在市场上有一定销售规模、并在同类药品中疗效较好、质量相对保证度高的生产企业。并且进货渠道规范，只向有资质的生产厂家或者经生产厂家授权的经销商处直接进货。

公司所有商业子公司均已通过 GSP 认证，药品严格按照 GSP 要求进行储存、养护和运输，确保用药安全。药品物流配送以自有车辆配送为主、第三方物流为辅。药品仓储方式包括：自有库房、租赁库房和第三方物流三种方式，其中：湖南子公司自建物流仓储中心面积为 12000 平方米并通过国家 3A 级综合型物流企业认证；辽宁子公司在辽宁本溪拥有 15000 平方米的物流仓储中心；山东子公司租赁库房仓储药品，仓储面积 10000 多平米，存储药品 4200 多种；陕西子公司租赁库房仓储药品，仓储面积 15000 平方米，仓储药品品种 14000 多种；广东子公司租赁库房进行药品仓储；北京子公司通过第三方物流仓储药品。

2016 年受两票制新政策全面推广的影响，未来整个医药流通领域将发生重大变化，医药流通行业将加速整合。针对医药流通领域政策带来的变化，公司将进一步创新营销模式，深化营销网络建设，缩短中间环节等措施深化并深化与医药连锁区域龙头的战略合作，推动医药零售市场整合。由于公司具有一定规模的销售体系，以两票制为主的医药流通政策对公司医药商业影响有限，但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。

4. 其他业务

根据战略规划，公司将在以现代中药的基础上，以大健康产业为主线，发展生命健康和特色医疗服务等产业。目前，公司的生命健康产业主要拥有保健食品、日化用品、帝泊洱茶和高档矿泉水等保健产品；特色医疗服务主要包括医疗康复及健康管理等。

2014~2016 年，公司其他业务收入快速增长，三年分别为 6.27 亿元、8.72 亿元和 14.25 亿元，主要系公司采取积极营销策略，销售规模不断扩大所致。

截至目前，公司生命健康和特色医疗服务产业仍处于起步阶段，市场认可度不高，业务

规模仍较小，收入和毛利存在波动，未来经营发展存在一定不确定性。

5. 经营效率

伴随近年来公司收入和利润较快增长，应收款项和存货均有所增长，从经营效率来看，公司 2014~2016 年销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数逐年下降，三年加权平均值分别为 2.48 次、4.00 次和 0.72 次，2016 年分别为 2.20 次、3.51 次和 0.56 次。

总体看，公司经营效率较高。

6. 未来发展

公司在十三五期间将继续坚持全面国际化、国际标准的全产业链构建、产业与资本的双轮驱动、管理与模式创新的发展逻辑，践行中药国际化“走出去、走进去、走上去”的三步走战略。以资本为纽带，加强与国际领先企业的合作，助力公司从传统制药公司向综合医学服务提供商的逐步转型。

国际化建设方面，全力加速复方丹参滴丸后续的 FDA 新药申报工作，以复方丹参滴丸国际化项目为契机，引领公司质量、技术、装备和管理的提升，整体推进公司智能制造平台建设。与国际著名制药公司合作，利用新药政给予国际化的优势，搭建国际化网络，以带动新产业的发展。

产品研发方面，发挥公司现有“四位一体”研发资源优势，以现代中药为核心，快速丰富“两翼”内涵，调整产品结构。

发展创新方面，在发展新产品的同时，围绕产业链打造和培育大品种，开展一系列产品与技术升级重点项目，提升大产品的市场竞争地位。

运营模式方面，适应分级诊疗和医药分开趋势，布局药店连锁领域，加强医院、社区、OTC 板块在内的多层次终端的全面覆盖；医药商业销售方面，以子公司天士力医药营销集团公司挂牌新三板为契机，充分借助股权融资的

方式，配合企业发展对资金的需求，发挥资本市场的资源配置作用。

在建工程方面，截至 2016 年底，公司主要在建项目 11 个，其中主要由制剂中试中心项目、研发大楼及配套项目、东北现代中药示范工厂项目、生物茶谷谷修建工程项目等构成。计划总投资额为 26.24 亿元，已投资金额 18.33 亿元，2017~2019 年分别投入 7.01 亿元、2.00

亿元和 0.62 亿元。

整体上看，公司依据自身经营优势和现有资源进行经营思路的调整，随着公司自身能力的提升和资源的不断整合，公司整体竞争实力有望增强。公司战略规划目标较为明确，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。公司保健品产业目前仍处于起步阶段，未来发展存在一定不确定性。

表 5 截至 2016 年底在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	资金来源	截至 2016 年底已完成投资	2017 年计划投资金额	2018 年计划投资金额	2019 年计划投资金额
制剂中试中心项目、研发大楼及配套项目	52340.00	募集资金、金融机构贷款及其他来源	53278.00	10701.00	0.00	0.00
天士力现代中药出口生产基地集控制建设项目（FDA 及 EMA-CMC 项目）	20000.00	募集资金及其他来源	17464.00	156.00	2380.00	0.00
上海天士力反应器扩能和 GMP 改造项目	23038.92	金融机构贷款及其他来源	19842.00	833.00	6515.00	00.00
复方丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂生产线建设项目	15572.00	募集资金及其他来源	5963.00	4949.00	4000.00	779.00
帝益无菌药品车间项目	7350.00	其他来源	6177.00	1889.00	0.00	0.00
天地药业新厂区建设项目	22540.43	其他来源	3083.53	13806.00	1584.00	1500.00
天士力信息中心建设项目	6800.00	其他来源	4893.00	4976.00	0.00	0.00
东北现代中药示范工厂项目	32000.00	其他来源	6144.00	18422.00	3863.00	3461.00
天士力现代中药产业园建设项目	5000.00	其他来源	75.00	3178.00	1440.00	500.00
生物茶谷谷修建工程项目	71560.00	金融机构贷款及其他来源	66196.00	5101.00	263.00	
辽宁保健品厂房建设项目	6247.00	金融机构贷款及其他来源	154.00	6092.00	0.00	
合计	262448.35		183269.53	70103.00	20045.00	6240.00

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量与财务概况

公司 2014~2016 年度合并财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2017 年一季度财务数据未经审计。

2014 年公司合并范围内新增 11 家子公司；2015 年公司合并范围新增 7 家子公司；2016 年，公司合并范围减少 2 家子公司。截至 2017 年 3

月底，公司合并范围拥有 30 家子公司，较 2016 年新增 2 家子公司。总体看，公司新增或剔除子公司规模较小，对财务数据的可比性影响小。

截至 2016 年底，公司资产总额 307.32 亿元，所有者权益 108.28 亿元(含少数股东权益 54.70 亿元)；2016 年，公司实现营业总收入 158.05 亿元，利润总额 18.06 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 317.41 亿元，所有者权益 111.86 亿元(含少数股东权益 57.45 亿元)；2017 年 1~3 月，公司实现营业总

收入 36.89 亿元，利润总额 7.15 亿元。

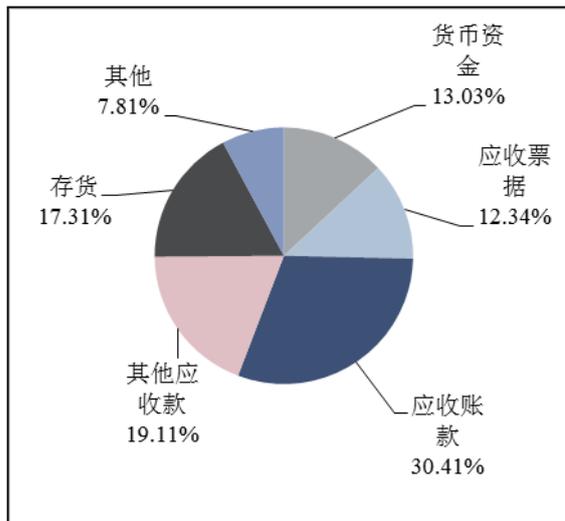
2. 资产质量

2014~2016 年，随着公司经营规模的扩张，公司资产规模快速增长。截至 2016 年底，公司合并资产总额 307.32 亿元，其中流动资产占 58.37%，非流动资产占 41.63%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产规模快速增长，主要系货币资金、其他应收款和存货的增长。截至 2016 年底，公司流动资产 179.37 亿元，同比增长 23.27%，主要由货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款、和存货构成。

图1 截至2016年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金规模不断增长，年均增幅 26.40%，主要由于公司业务规模继续扩大，经营性资产资金占用增加。截至 2016 年底，公司货币资金 23.37 亿元，同比增长 37.98%，主要为银行存款（占 75.88%）和其他货币资金（占 24.03%）；其中其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金（占 90.51%）。

伴随销售规模的扩大，2014~2016 年，公司应收票据快速增长。截至 2016 年底，公司应收票据 22.13 亿元，其中银行承兑汇票占 98.85%。

2014~2016 年，公司应收账款规模快速增

长。截至 2016 年底，公司应收账款账面余额 56.02 亿元，按账龄法计提坏账准备 1.47 亿元，计提比例 2.63%，计提比例较低；公司应收账款账面价值 54.54 亿元，同比增长 10.84%，主要由于医药商业销售规模扩大，且存在一定回款周期所致。从账龄来看，公司账龄在 1 年以内的应收账款占 96.33%，1~2 年的占 2.59%，2~3 年的占 0.50%，3 年以上的占 0.58%；账龄短。从集中度来看，公司应收账款前五单位占应收账款余额的 12.80%，集中程度不高。

公司其他应收款主要系应收关联方的款项。2014~2016 年，公司其他应收款快速增长，年均增幅 44.50%。截至 2016 年底，公司其他应收款账面余额 35.22 亿元，按账龄法计提坏账准备 0.94 亿元，计提比例 2.67%，计提比例较低；公司其他应收款账面价值 34.28 亿元，同比增长 60.41%，其中关联方国台酒业集团有限公司的其他应收款为 18.74 亿元。从账龄来看，公司账龄在 1 年期以内的其他应收款占 97.49%，1~2 年的占 0.42%，2~3 年占 1.29%，3 年以上占 0.80%，账龄短。总体看，公司其他应收款集中度较高，且大部分为关联方借款，对公司资金形成占用，存在一定回收风险。

表 6 其他应收款中关联方款项（单位：万元）

关联方名称	金额
天津帝士力投资控股集团有限公司	32008.00
贵州汇珠薏仁米产业开发有限公司	3004.69
国台酒业集团有限公司	187376.67
天津宝士力鼎膳餐饮管理有限公司	2.00
天津宝士力置业发展有限公司	61050.00
合计	283441.35

资料来源：公司审计报告

受商业流通销售增长导致库存商品增加较快及生产所需中药材储备增长的影响，2014~2016 年，公司存货规模快速增长，年均增幅 35.15%。截至 2016 年底，公司存货账面余额 31.25 亿元，计提跌价准备 0.21 亿元，账面价值 31.04 亿元，同比增长 22.77%，主要由库存商品（占 57.97%）、原材料（占 18.27%）和开发产品（占 16.68%）构成。

2014~2016年，公司其他流动资产波动增长，年均增幅66.25%。截至2016年底，公司其他流动资产9.20亿元，较2015年底有所下降，其中短期理财产品7.54亿元。

非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产规模稳定增长，主要来自可供出售金融资产、长期股权投资和固定资产的增长。截至2016年底，公司非流动资产127.95亿元，同比增长13.37%，主要由可供出售金融资产（占13.90%）、长期股权投资（占26.49%）和固定资产（占37.97%）构成。

2014~2016年，公司可供出售金融资产分别为13.31亿元、23.01亿元和17.78亿元。截至2016年底，公司可供出售金融资产中按公允价值计量的权益工具占62.63%，按成本计量的权益工具占37.37%；公司按公允价值计量的权益工具系子公司天津天富创业投资有限公司（以下简称“天津天富”）持有的曙光信息产业股份有限公司（股票代码：603019，以下简称“曙光信息”）48040672股股票，截至2016年底，账面价值10.13亿元。

公司长期股权投资为对联合及合营企业的投资，行业主要涉及医药研发、医药医疗投资和医疗器械。2014~2016年，公司长期股权投资大幅增长，年均增幅101.51%。截至2016年底，公司长期股权投资33.89亿元，同比大幅增长81.36%，主要系公司对外投资增加及投资比例变化引起科目重分类所致。2016年，公司对西藏华金天马股权投资合伙企业（有限合伙）增加投资5.01亿元，对天津华金天成科技发展合伙企业（有限合伙）出资2.16亿元，对C-BRIDGE HEALTHCARE FUND, L.P.增资2.00亿元，对I-BRIDGE HEALTHCARE FUND, L.P.增资0.90亿元。同期，公司对天津同仁堂集团股份有限公司持股比例由5%增至40%，导致相应长期股权投资增加4.56亿元。

2014~2016年，公司固定资产规模持续增长，年均增幅22.10%，主要由于公司部分在建

项目达到可使用状态转化为固定资产所致。截至2016年底，公司固定资产账面原值67.24亿元，累计折旧18.65亿元，减值准备72.71万元，账面价值48.58亿元，同比增长22.95%。从构成看，公司固定资产主要由房屋建筑物（占65.67%）、机器设备（占30.80%）、运输工具（占0.71%）和其他设备（占2.82%）构成。

2014~2016年，公司在建工程规模不断下降，年均降幅为40.59%。截至2016年底，公司在建工程4.72亿元，较2015年底下降58.39%，其中制剂中试中心项目，研发大楼及配套项目转入固定资产5.20亿元，上海天士力反应器扩能和GMP改造项目转入固定资产1.55亿元，陕西物流园工程转入固定资产1.08亿元，生物茶茶谷修建工程项目转入固定资产2.82亿元。

截至2017年3月底，公司（合并）资产总额317.41亿元，其中流动资产和非流动资产分别占59.11%和40.89%，构成较2016年底变化不大。截至2017年3月底，公司货币资金15.73亿元，较2016年底下降32.70%；应收票据25.78亿元，较2016年底上升16.49%；应收账款62.74亿元，较2016年底增长15.02%，主要由于公司医药商业医院销售渠道扩大，回款周期加大所致；公司非流动资产129.78亿元，较2016年底变化不大。

总体看，公司资产规模快速增长，以流动资产为主，公司流动资产中应收账款、其他应收款和存货规模较大。公司资产质量较好，流动性尚可。

3. 负债及所有者权益

负债

2014~2016年，公司负债规模快速增长，年均复合增长率为31.00%。截至2016年底，公司负债总额199.04亿元，其中流动负债占68.92%，非流动负债占31.08%；公司负债以流动负债为主。

2014~2016年，公司流动负债规模快速增

长，主要来自应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债的增长。截至2016年底，公司流动负债137.18亿元，同比增长14.90%，主要由短期借款（占33.67%）、应付账款（占15.58%）、其他应付款（9.35%）和其他流动负债（占20.38%）构成。

2014~2016年，公司短期借款波动下降，年均降幅5.04%。截至2016年底，公司短期借款46.18亿元，主要由信用借款（占57.79%）和保证借款（占40.57%）构成。

2014~2016年，公司应付票据有所下降。截至2016年底，公司应付票据10.37亿元，同比下降3.35%，全部为银行承兑汇票。

2014~2016年，公司应付账款快速增长，年均增幅25.39%，主要由于销售规模扩大，公司采购规模增长所致。截至2016年底，公司应付账款21.37亿元，同比增长32.89%。

2014~2016年，公司其他应付款快速增长，年均增幅46.95%。截至2015年底，公司其他应付款10.66亿元，同比增加4.72亿元，主要为公司应付关联方款项所致。截至2016年底，公司其他应付款12.82亿元，同比增长20.29%，主要系公司发行信托产品以及应付关联方款项所致。

公司一年内到期的非流动负债主要系调整至此科目的一年内到期的长期借款和应付债券。2014~2016年，公司一年内到期的非流动负债分别为0.83亿元、6.83亿元和8.52亿元。

公司其他流动负债系公司及子公司发行的短期融资券。2015~2016年，公司其他流动负债分别为13.98亿元和27.96亿元；其中天士力股份于2016年5月发行超短期融资券“16天士力药SCP002”，发行规模7亿元，已于2017年2月兑付。

表7 截至2016年底公司其他流动负债（单位：亿元）

债券名称	规模	到期日
16天士力药SCP002	7.00	2017.02.11
16天士力药SCP003	10.00	2017.08.15

16天士力SCP003	5.00	2017.05.08
16天士力SCP004	6.00	2017.06.23
合计	28.00	

资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司非流动负债规模快速增长，年均复合增长54.61%。截至2016年底，公司非流动负债61.86亿元，同比增长24.78%，主要由长期借款（占17.09%）、应付债券（占47.44%）和长期应付款（占24.54%）构成。

2014~2016年，公司长期借款规模有所下降。截至2016年底，公司长期借款10.57亿元，同比下降23.91%；其中保证借款占17.61%，质押借款占54.57%，抵押兼保证借款占23.09%。

2014~2016年，公司应付债券快速增长，年均增幅91.82%。截至2016年底，公司应付债券29.35亿元，包括“13天士01”4亿元、“15天士PPN001”5亿元、“16天士力PPN001”10亿元和“15天集EB”12亿元。

2014~2016年，公司长期应付款分别为0.02亿元、4.12亿元和15.18亿元。截至2016年底，公司长期应付款中应付民生加银资产管理有限公司3.20亿元、应付泰康人寿保险股份有限公司8.01亿元、应付高林厚健（上海）股权投资合伙企业（有限合伙）3.46亿元。

截至2017年3月底，公司负债规模为205.55亿元，其中流动负债占69.61%，非流动负债占30.39%，流动负债比重较2016年底上升0.69个百分点；公司负债仍以流动负债为主，构成较2016年底变化不大。

有息债务方面，2014~2016年，公司有息债务持续增长。截至2016年底，公司债务规模152.45亿元，其中短期债务占63.86%，长期债务占36.14%。公司债务结构有待优化。

2014~2016年，公司资产负债率呈波动上升，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈持续上升趋势，三年加权平均值分别为64.57%、57.82%和30.75%；2016年分别为64.77%、58.47%和33.72%。

截至2017年3月底，公司有息债务规模

159.05亿元，其中短期债务占64.50%，长期债务占35.50%，短期债务占比较2016年底有所上升，公司有息债务以短期债务为主。截至2017年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为64.76%、58.71%和33.54%，均较2016年底有所下降。

总体看，公司负债规模快速增长，以流动负债为主，有息债务结构有待优化。

所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益快速增长，年均增长率为25.65%，主要来自资本公积和少数股东权益的增长。2014~2016年，公司资本公积波动较大，分别为12.35亿元、6.26亿元和19.30亿元。2015年，公司资本公积同比大幅下降49.31%，主要系天士力股份于2015年3月20日向公司控制企业天津和悦科技发展合伙企业（有限合伙）、天津康顺科技发展合伙企业（有限合伙）、天津鸿勋科技发展合伙企业（有限合伙）、天津通明科技发展合伙企业（有限合伙）、天津顺祺科技发展合伙企业（有限合伙）和天津善臻科技发展合伙企业（有限合伙）等6名特定对象发行人民币普通股，募集资金总额16.00亿元。公司与上述6家对象对天士力股份的投资成本大于按照新增持股比例计算应享有天士力股份自合并日开始持续计算的净资产份额部分，相应减少资本溢价6.08亿元。2016年，公司资本公积大幅增加13.04亿元，主要系公司控股股东帝士力和尖峰集团分别对公司进行注资，公司注册资本共增加1.06亿元，同时形成资本公积（资本溢价）14.44亿元。增资后，公司注册资本变更为3.44亿元。截至2016年底，公司所有者权益108.28亿元（含少数股东权益54.70亿元），同比增长21.10%；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占6.41%，资本公积占36.03%，其他综合收益占21.08%，未分配利润占34.32%。

截至2016年底，公司其他综合收益11.30亿元，其中包括可供出售金融资产的公允价值变动损益3.74亿元（子公司天津天富持有的曙

光信息的股票）、权益法下在被投资单位以后将重新分类进损益的其他综合收益中享有的份额5.35亿元、公司发行于2015年6月发行的可转换公司债券（发行规模12.00亿元）对应权益成分的公允价值1.91亿元（扣除应分摊的发行费用后）。

截至2017年3月底，公司所有者权益111.86亿元（含少数股东权益57.45亿元），较2016年底增长3.31%；归属于母公司的所有者权益中，资本公积占35.48%，其他综合收益占16.73%，未分配利润占39.35%。

总体看，公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，稳定性较差。

4. 盈利能力

2014~2016年，公司营业总收入和营业成本均有所增长，年均复合增长率分别为9.42%和10.47%。2016年，公司实现营业总收入158.05亿元，同比增长10.97%；同期，公司营业成本98.86亿元，同比增长15.74%。2014~2016年，公司营业利润率分别为37.74%、38.95%和36.16%，呈波动下降趋势。

公司期间费用主要为销售费用和管理费用。随着公司业务规模的扩大，公司期间费用呈增长趋势。2014~2016年，公司期间费用分别为36.70亿元、42.81亿元和50.29亿元，占营业总收入的比重分别为27.80%、30.06%和31.82%。2016年，公司销售费用28.02亿元，同比增长14.01%，主要系公司加大医药产品学术推介和销售力度导致相应的招待费、会务费及差旅费增加所致；同期公司管理费用15.78亿元，同比增长21.58%，主要系公司增加研发投入以及折旧、摊销和职工薪酬增加所致；2016年公司财务费用6.48亿元，同比增长23.43%，主要系公司债务融资规模扩大导致相应的利息支出增加所致。总体看，公司期间费用对利润侵蚀较大，影响了公司的盈利水平。

2014~2016年，公司投资收益大幅增长，分别为0.61亿元、1.49亿元和11.24亿元。2016年，

公司投资收益大幅增加9.75亿元，主要系出售曙光信息产业股份有限公司（下称“中科曙光”）部分股权获得的8.7亿元投资收益。公司通过子公司天津天富创业投资有限公司（下称“天富创业”）持有中科曙光股权。2016年，天富创业累计减持5.42%中科曙光股权。截至2017年3月底，天富创业仍持有中科曙光5%的股权。

2014~2016年，公司营业外收入分别为0.56亿元、0.71亿元和0.97亿元，主要为政府补助。2014~2016年，公司非经营性损益（投资收益+营业外收入）分别为1.17亿元、2.20亿元和12.22亿元，分别占公司当期利润总额的8.18%、15.71%和67.64%，2016年公司利润对非经营性损益（主要为投资收益）依赖大，处置资产获取的投资收益未来不具有可持续性。

2014~2016年，公司分别实现利润总额14.29亿元、14.01亿元和18.06亿元。

从整体盈利指标看，2014~2016年，公司总资产收益率和净资产收益率均呈下降趋势，三年加权平均值分别为8.16%和13.04%，2016年为7.63%和12.13%。

2017年1~3月，公司实现营业总收入36.89亿元，较上年同期变化不大，是2016年全年的23.34%。同期，公司期间费用占营业收入的比重为27.58%，较2016年底减少4.27个百分点。2017年1~3月，公司实现利润总额7.15亿元，同比大幅上升182.98%；同期，公司营业利润率为32.19%，较2016年减少3.98个百分点。

总体看，公司营业总收入稳定增长，期间费用侵蚀利润，主业盈利能力有所下滑，利润对非经营性损益依赖大，且投资收益持续性弱。

5. 现金流分析

经营活动方面，2014~2016年，公司经营活动的现金流入量不断增长，年均增幅13.51%。2016年公司经营活动现金流入为177.77亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金和收到的其他与经营活动有关的现金。同期，公司经营活动现金流出为176.07亿元，

主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金（主要为购买理财产品支付的现金）。近三年公司经营活动产生的现金流量净额分别为2.14亿元、1.32亿元和1.70亿元。从收入实现质量来看，2014~2016年，公司现金收入比分别为101.96%、107.69%和109.31%，公司收入实现质量尚可。

从投资活动看，2014~2016年，公司投资活动现金流入规模大幅上升，2016年公司投资活动现金流入合计23.78亿元，同比大幅上升367.03%，其中收回投资收到的现金19.56亿元，取得投资收益收到的现金2.77亿元。近三年公司投资活动现金流出规模较大且呈持续上升态势，分别为19.34亿元、34.64亿元和46.14亿元，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金及支付的其他与投资活动有关的现金；2016年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金8.91亿元，投资支付的现金32.86亿元，同比增长37.16%，主要为公司购买的理财产品增加所致。近三年投资活动表现为大规模净流出，投资活动现金流量净额分别为-13.81亿元、-29.55亿元和-22.36亿元。

筹资活动方面，2014~2016年，为满足投资需求，公司通过取得借款和发行债券等渠道筹集资金，筹资活动现金流入量分别为78.54亿元、147.63亿元和160.29亿元；其中2015年较2014年大幅增长87.96%，主要系公司2015年发行了9亿元短期融资券、12亿元可交换债券、5亿元私募债及子公司天士力股份发行了5亿元短期融资券所致；2016年同比增长8.57%，主要系公司发行了四期合计25亿元超短期融资券（其中6亿元的“16天士力SCP001”和8亿元的“16天士力SCP002”分别于2016年10月4日和2016年10月24日兑付）和10亿元私募债以及子公司天士力股份发行了三期合计27亿元超短期融资券所致（其中10亿元的“16天士力药SCP001”已于2016年10月11日兑付）。公司筹资活动产生的现金流出主要为偿还债务支付的现金，近三年分别为51.98亿元、

102.73 亿元和 114.16 亿元。同期，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 12.73 亿元、27.73 亿元和 27.59 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-11.00 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-2.77 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 7.39 亿元。同期现金收入比为 82.78%，同比下滑 17.87 个百分点。

总体看，公司经营活动产生的现金流入规模不断增长，但经营活动现金净流量规模较小；近年来公司对外投资加重了公司的资本支出，公司存在对外融资需求。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，2014~2016年，公司流动比率和速动比率均呈增长趋势，三年加权平均值分别为124.69%和103.25%，2016年底分别为130.76%和108.13%。2014~2016年，随着公司经营活动现金净流量的持续下降和流动负债规模的持续增长，公司经营现金流动负债比波动下降，分别为2.38%、1.10%和1.24%。截至2017年3月底，公司流动比率与速动比率分别为131.13%与110.44%，分别较2016年底有所提高。总体看，公司短期偿债能力较好。

长期偿债能力方面，2014~2016年，公司EBITDA持续增长，分别为21.43亿元、23.47亿元和29.25亿元；同期，公司EBITDA利息倍数分别为4.58倍、3.86倍和4.27倍。受有息债务快速增长的影响，公司全部债务/EBITDA分别为3.96倍、5.35倍和5.21倍。总体看，公司长期偿债能力有所弱化。

截至2017年3月底，公司对外担保余额22.19亿元，担保比率为19.83%，担保比率较高，存在或有负债风险。

表 8 截至 2017 年 3 月底公司对外担保情况

被担保公司名称	担保额度 (万元)	担保到期日	担保形式
贵州汇珠薏仁米产业开发有限公司	4200.00	2017/12/22	连带保证
国台酒业集团有限公司	10000.00	2017/12/30	连带保证
贵州国台酒业销售有限公司	5000.00	2017/12/14	连带保证
秦皇岛金士国际葡萄酒庄有限公司	20000.00	2017/12/30	连带保证
浙江尖峰集团股份有限公司	57666.00	2018/06/05	连带保证
江西中通融资租赁有限公司	62000.00	2019/06/17	保函
天津昌威国际融资租赁有限公司	30000.00	2018/12/28	保函
江西中通融资租赁有限公司	33000.00	2019/03/03	保函
合计	221866.00	--	

资料来源：公司提供

注：1.秦皇岛金士国际葡萄酒庄有限公司、国台酒业集团有限公司、贵州国台酒业销售有限公司均受天津帝士力控制，贵州汇珠薏仁米产业开发有限公司为联营企业，江西中通融资租赁有限公司和天津昌威国际融资租赁有限公司与公司无关联关系；2.公司为尖峰集团发行债券提供最高6.00亿元的不可撤销的连带责任保证担保；同时，帝士力向公司在该担保责任范围内提供保证方式的反担保。

国台酒业集团有限公司成立于 2009 年，法人代表为闫希军，经营范围包括投资，从事酒类产品研发、设计、技术开发、咨询及服务，预包装食品、散装食品批发兼零售等。秦皇岛金士国际葡萄酒庄有限公司主营葡萄酒制造、销售；水果种植、销售；旅游观光等，成立于 2006 年，法人代表为闫希军。尖峰集团为上海证券交易所上市公司（证券代码：600668.SH），截至 2017 年 3 月底，尖峰集团控股股东为金华市通济国有资产投资有限公司，持股比例为 16.15%，实际控制人为金华市人民政府国有资产监督管理委员会。尖峰集团主营业务以水泥和医药为主。江西中通融资租赁有限公司成立于 2014 年，经营范围包括融资租赁业务、租赁业务等。天津昌威国际融资租赁有限公司成立于 2012 年，是天津物产集团有限公司子公司，营业范围包括融资性租赁业务，经营性租赁业务，向国内外购买租赁资产，租赁财产的残值处理及维修，租赁交易咨询和担保等。

表 9 2016 年主要被担保公司财务情况（单位：万元）

被担保公司名称	总资产	所有者权益	收入	净利润
国台酒业集团有限公司	223813.42	23926.80	1557.92	180.22
秦皇岛金士国际葡萄酒庄有限公司	35079.49	2017.86	100.63	2.08

浙江尖峰集团股份有限公司	399479.11	255210.26	237912.59	30886.74
江西中通融资租赁有限公司	311079.07	64810.71	15641.29	254.65
天津昌威国际融资租赁有限公司	209005.11	60890.99	14467.39	2898.30

资料来源：公司提供

截至2017年3月底，公司共获得银行授信148.74亿元，尚未使用额度为57.96亿元；子公司天士力股份为上市公司，公司间接和直接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10120113009600708），截至2017年5月5日，公司已结清信贷业务中，有4笔关注类贷款，1笔欠息。对外担保有5000万元被列为关注类。根据银行提供的说明文件，主要系银行系统原因所致；公司无未结清的不良信贷信息记录。

8. 抗风险能力

中国医药行业发展前景广阔，公司作为国内实践中药现代化的领军企业，将充分受益于行业发展。公司主要子公司天士力股份自主研发能力突出，产品质量管理体系完备，具有较强的竞争实力。近年来，公司资产和收入规模稳定增长，保持较强的盈利能力，整体财务状况良好。

总体看，公司整体抗风险能力很强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为5亿元，占2017年3月底全部债务的3.14%，对公司现有债务的影响程度较小。

截至2017年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为64.76%和58.71%，以公司2017年3月底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，上述两项指标将分别上升至65.30%和59.46%，对公司债务指标的影响较小。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据的27.77倍、31.35倍和35.55倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据本金覆盖程度高；公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据的0.43倍、0.26倍和0.34倍，对本期中期票据覆盖能力弱；公司EBITDA分别为本期发债额度的4.29倍、4.69倍和5.85倍，对本期中期票据保障程度强。综合看，公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障程度高。

十一、结论

近年来，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消费能力的升级，中国医药行业面临良好的发展机遇。

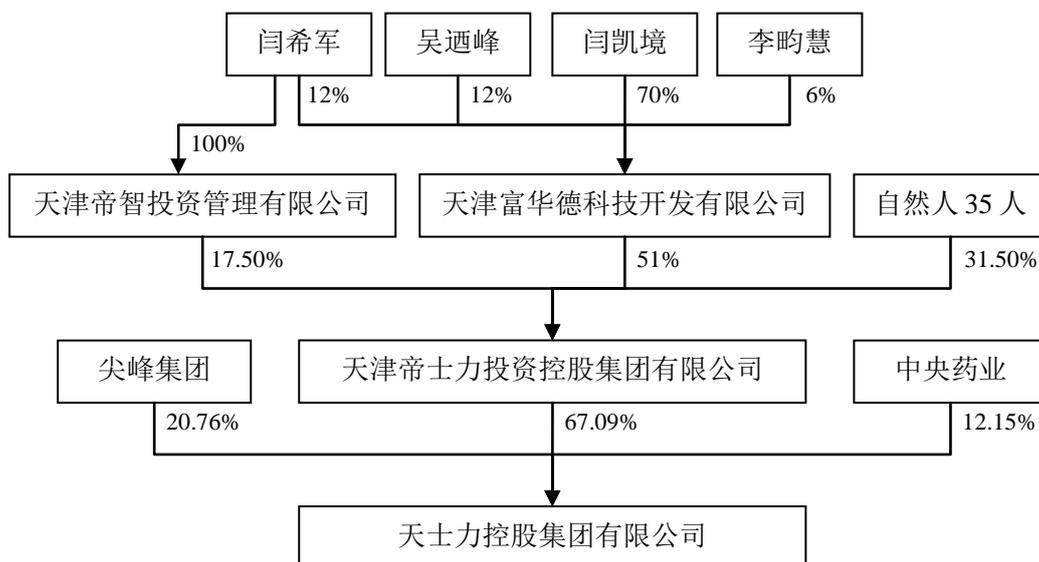
公司作为国内实践中药现代化的领军企业，自主研发能力处于国内中药行业领先水平，产品质量管理体系率先与国际接轨，品牌影响力和中药材自给优势明显。近年来，公司销售收入持续增长，并保持较强的盈利能力。

目前，公司基本形成了一线产品复方丹参滴丸市场地位稳固，二线产品养血清脑颗粒、水林佳等产品销售规模快速增长的发展格局。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。

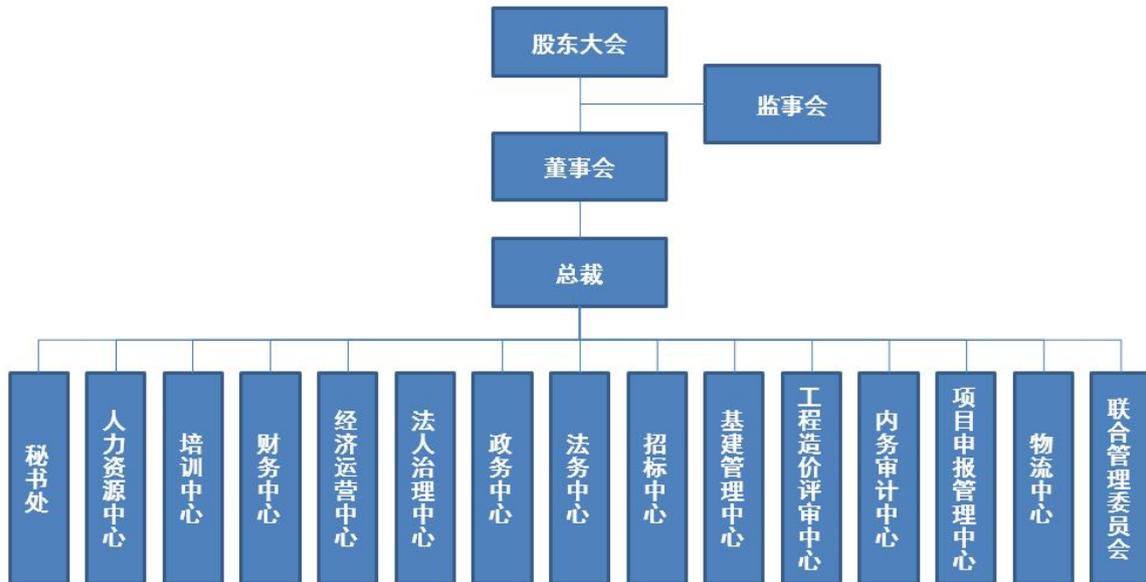
近年来，公司资产规模增长较快，资产质量较好，整体债务结构有待优化，权益稳定性有待增强；营业收入稳定增长，但期间费用对利润形成侵蚀，主业盈利能力有所下滑，短期偿债压力较大。

公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障程度高。总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2017 年 4 月底公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	27.87	34.90	45.50	41.51
资产总额(亿元)	184.56	258.37	307.32	317.41
所有者权益(亿元)	68.58	89.41	108.28	111.86
短期债务(亿元)	65.27	84.40	97.36	102.59
长期债务(亿元)	19.64	41.05	55.10	56.46
全部债务(亿元)	84.91	125.45	152.45	159.05
营业收入(亿元)	132.01	142.43	158.05	36.89
利润总额(亿元)	14.29	14.01	18.06	7.15
EBITDA(亿元)	21.43	23.47	29.25	--
经营性净现金流(亿元)	2.14	1.32	1.70	-11.00
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.25	2.44	2.20	--
存货周转次数(次)	5.14	4.04	3.51	--
总资产周转次数(次)	1.22	0.64	0.56	--
现金收入比(%)	101.96	107.69	109.31	82.78
营业利润率(%)	37.74	38.95	36.16	32.19
总资本收益率(%)	10.09	7.75	7.63	--
净资产收益率(%)	16.56	12.22	12.13	--
长期债务资本化比率(%)	22.26	31.47	33.72	33.54
全部债务资本化比率(%)	55.32	58.39	58.47	58.71
资产负债率(%)	62.84	65.39	64.77	64.76
流动比率(%)	113.72	121.89	130.76	131.13
速动比率(%)	94.85	100.70	108.13	110.44
经营现金流动负债比(%)	2.38	1.10	1.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.58	3.86	4.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.96	5.35	5.21	--

注：1.2017 年一季度财务数据未经审计；2.其他流动负债和其他应付款中的有息债务计入短期债务，长期应付款中有息债务计入长期债务。

附件3 主要财务指标的计算公式（新准则）

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	营业总收入/(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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 天士力控股集团有限公司 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

天士力控股集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

天士力控股集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对天士力控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，天士力控股集团有限公司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控股集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现天士力控股集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对天士力控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如天士力控股集团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天士力控股集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与天士力控股集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。