信用等级公告

联合[2018] 1550 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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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^+，“18 天士力 MTN001”、“18 天士力 MTN002”、“18 天士力 MTN003”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月十一日

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

债券简称	余 额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18天士力MTN001	5 亿元	2021/01/10	AA^+	AA^+
18天士力MTN002	10 亿元	2021/03/07	AA^+	AA^+
18天士力MTN003	5 亿元	2021/04/18	AA^+	AA^+

评级时间：2018 年 7 月 11 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	34.90	45.50	60.90	51.20
资产总额(亿元)	258.37	307.32	381.75	398.97
所有者权益(亿元)	89.41	108.28	113.98	118.47
短期债务(亿元)	84.40	97.36	144.01	112.17
长期债务(亿元)	41.05	55.10	69.69	109.37
全部债务(亿元)	125.45	152.45	213.71	221.54
营业收入(亿元)	142.43	158.05	178.57	43.51
利润总额 (亿元)	14.01	18.06	16.99	4.21
EBITDA(亿元)	23.47	29.25	30.37	--
经营性净现金流(亿元)	1.32	1.70	-36.50	-2.98
营业利润率(%)	38.95	36.16	34.67	33.21
净资产收益率(%)	12.22	12.13	10.12	--
资产负债率(%)	65.39	64.77	70.14	70.31
全部债务资本化比率(%)	58.39	58.47	65.22	65.16
流动比率(%)	121.89	130.76	116.56	140.85
经营现金流动负债比(%)	1.10	1.24	-18.99	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.35	5.21	7.04	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.86	4.27	3.62	--

注：1. 2018 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 闫 力

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，是国内实践中药现代化的领军企业。跟踪期内，公司经营状况良好，资产及权益规模不断增长，收入规模稳步提升，核心产品市场竞争力保持良好水平，普佑克等多项产品进入国家、地方医保目录。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，招标限价、医保控费等政策使得药品价格面临下行压力、公司债务增长较快、应收账款规模大、期间费用对利润形成侵蚀等因素对公司信用水平带来不利的影响。

未来，随着医保产品的逐步放量，医药商业资源持续整合，公司未来收入及利润规模有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，“18天士力 MTN001”、“18 天 士 力 MTN002” 和 “18 天 士 力 MTN003”信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

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。
2. 公司品牌优势显著，跟踪期内，主导产品复方丹参滴丸在心脑血管中成药中市场份额保持第一。
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，为公司长期持续发展奠定了基础。
4. 2017年公司普佑克等产品进入国家新版《医保目录》，截至2017年底，公司及控股子公司共有237个产品进入新版《医保目录》，包括复方丹参滴丸、养血清脑颗粒等10个独家产品。

5. 2017年8月，公司医药商业业务经营主体天津天士力医药营销集团股份有限公司在新三板挂牌，公司运营效率和市场竞争力有望得到提升。

关注

1. 随着医药体制改革深入开展，招标限价、医保控费等政策的逐步落实，医药行业整体增速放缓，公司药品价格面临下调压力。
2. 跟踪期内，随着“两票制”的推行、公司销售终端规模扩大、销售政策调整及医药商业业务发展较快，导致应收账款规模大且呈增长趋势，对资金形成一定占用。
3. 公司期间费用规模大，对利润形成侵蚀。公司利润对以资产处置收益为主的投资收益依赖度高。
4. 近年来，公司债务规模增长较快，债务负担加重；公司对外担保比率较高，以关联方为主，且关联方占款持续上升，存在一定或有负债风险。
5. 受开展融资租赁业务影响，公司2017年经营性净现金流为-36.50亿元。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，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的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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。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2018年3月底，公司注册资本3.44亿元，其中帝士力持股67.09%，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，四人通过其控制的天津富华德科技开发有限公司持有帝士力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（以下简称“天士力股份[1]”）（股票代码：600535.SH）成功在上海证券交易所上市。截至2018年3月底，公司持有天士力股份488201089股，持股比例为45.18%，其中质押81370207股，质押比例为16.67%。

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的生产、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；本企业研制开发的技术和生产的科研产品的出口业务；本企业科研和生产所需的技术、原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件的进口业务；本企业的进料加工和“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）；会议及展览服务；游览景区管理；旅游管理服务；旅游信息咨询服务；门票销售与讲解服务;旅游商品、纪念品开发与销售。（以上经营范围内国家有专营专项规定的按规定办理）。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、法务中心、基建管理平台、项目申报管理中心、物流中心、国际化事业群等20个职能部门。公司组织架构图详见附件1-2。

截至2017年底，公司资产总额381.75亿元，所有者权益113.98亿元(含少数股东权益60.48亿元)；2017年，公司实现营业总收入178.57亿元，利润总额16.99亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额398.97亿元，所有者权益118.47亿元(含少数股东权益63.18亿元)；2018年1～3月，公司实现营业总收入43.51亿元，利润总额4.21亿元。

公司注册地址：天津北辰科技园区；法定代表人：闫希军。

[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、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续债券概况如表1所示，所有存续期债券均已按照募集资金用途使用完毕。

表1　公司存续债券情况（单位：亿元）

存续债券	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
18天士力MTN001	5.00	5.00	2018/1/10	2021/1/10
18天士力MTN002	10.00	10.00	2018/3/7	2021/3/7
18天士力MTN003	5.00	5.00	2018/4/18	2021/4/18
合计	**20.00**	**20.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升

级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业分析及区域经济

1. 医药工业现状

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。据国家发展和改革委

员会（以下简称“发改委”）发布的《2017 年医药产业经济运行分析》，2017 年中国规模以上医药企业实现主营业务收入 29826.0 亿元，增速恢复至两位数，达 12.2%，较 2016 年提高 2.3 个百分点。同时，随着医药产业结构调整不断深化，规模以上医药企业实现利润总额 3519.7 亿元，同比增长 16.6%，增速同比提高 1.0 个百分点，利润增速高于主营业务收入增速，行业整体盈利水平得到提高。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后步入稳定增长阶段，医保控费对行业增长的边际冲击已有所减缓，在需求端的刺激下，行业开始企稳回升；但从各子行业增速波动情况来看，行业开始表现出由总量增长向结构性增长转变，行业分化趋势愈加明显。

表 2　医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元、%）

	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	利润总额	收入	利润总额	收入	利润总额
化学药品原料药制造	4614.21	351.03	5034.90	445.25	4991.70	436.10
化学药品制剂制造	6816.04	816.86	7534.70	950.49	8340.60	1170.30
中药饮片加工	1699.94	123.9	1956.36	138.27	2165.30	153.40
中成药制造	6167.39	668.48	6697.05	736.28	5735.80	707.20
生物药品制造	3164.16	386.53	3350.17	420.10	3311.00	499.00
卫生材料及医药用品制造	1858.94	169.86	2124.61	191.75	2266.80	213.90
制药专用设备制造	182.02	19.00	172.60	15.80	186.70	14.70
医疗仪器设备及器械制造	2382.49	232.56	2765.47	318.49	2828.10	325.10
医药工业	**26885.19**	**2768.23**	**29635.86**	**3216.43**	29826.00	3519.70

资料来源：联合资信整理

注：2016 年数据来自国家工信部网站，2017 年数据来自国家发改委网站，2017 年同比变化数据与 2016 年数据不符。

2. 医药商业

中国城镇化、人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入，释放了国内的医疗及药品需求量，中国药品流通行业销售额自 2006 年以来快速增长。2010 年以来，中国药品流通行业步入稳定增长期，近年来新医改政策的全面推行使行业竞争压力进一步加大。

根据商务部发布的《2017 年药品流通行业运行统计分析报告》，2017 年药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回落，全国七大类医药商品销售总额 20016 亿元，扣除不可比因素同比增长 8.4%，增速同比下降 2.0 个百分点。其中，药品零售市场 4003 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.0%，增速同比回落 0.5 个百分点。

药品批发企业销售增长有所放缓。2017 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 14620 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.0%，增速同比下降 2.6 个百分点；利润总额 363 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.9%，增速与上年持平；平均毛利率 7.2%，同比上升 0.2 个百分点；平均费用率 6.1%，同比上升 0.9 个百分点；平均利润率 1.7%，同比下降 0.1 个百分点；净利润率 1.5%，与上年基本持平。2017 年，前 100 位药品批发企业主营业务收入同比增长 8.4%，增速下降 5.6 个百分点。其中，4 家全国龙头企业主营业务收入同比增长 9.3%，增速下降 2.9 个百分点。

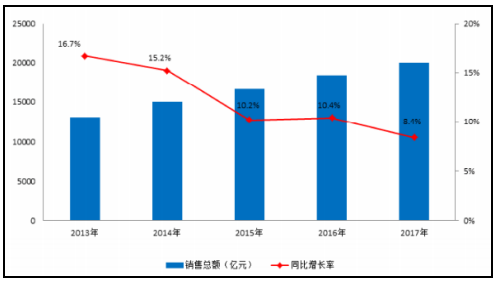
从市场占有率看，药品批发企业集中度略有下降。2017 年，药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国医药市场总规模的 70.0%，同比下降 0.2 个百分点。其中 4 家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场规模的 37.6%，同比上升 0.2 个百分点。

按销售渠道分类，2017 年对生产企业销售额 107 亿元，占销售总额的 0.5%，同比上升 0.2 个百分点；对批发企业销售额 7227 亿元，占销

售总额的 36.1%，同比下降 4.8 个百分点；对终端销售额 12682 亿元，占销售总额的 63.4%，同比上升 4.6 个百分点。其中，对医疗机构销售额 8766 亿元，占终端销售额的 69.1%，同比下降 1.9 个百分点；对零售终端和居民零售销售额 3916 亿元，占终端销售额的 30.9%，同比上升 1.9 个百分点。

总体看，随着新医改政策的全面推行，药品流通行业竞争压力进一步加大。“两票制”政策实施迫使末端分销企业短期内直接向药品生产企业采购，造成大型分销企业对中小分销企业销售下降；医保控费、药占比限制等政策实施推动药品招标价格和用量持续下降，造成分销企业对医疗终端销售下降；加上大型企业销售渠道整合及业态结构调整尚未完成，最终导致其销售增速放缓。在此背景下，大型药品批发企业也在通过兼并重组的外延式增长和积极开发终端市场的内生式增长方式，不断增强自身分销业务能力。

图 1　2013～2017 年药品流通行业销售趋势



资料来源：商务部《2017 年药品流通行业运行统计分析报告》

预计 2018 年药品流通市场销售增速将有所回落，但销售规模仍会保持稳步增长，药品流通行业将进入结构调整期，在政策驱动下市场竞争将更加激烈，两极分化日益明显。

3. 行业政策

医改是影响整个医药行业的关键因素。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，医药制造行业政策导向可分为生产端的去产能和消费端的调结构两大类，品种储备、资金实力、研发能力将对企业信用水平产生重要影响。

表 3　2016 年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
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 2 月	食品药品监督管理局《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》	从细则上对有限审批制度进行划分，重点支持三大类药物（新药、临床急需或质量疗效明细改进）的优先审批，规定17种情形可以进行优先审评	加快新药上市速度，有利于提高行业整体研发能力
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，医药企业间竞争力分化将愈加明显
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
2016 年 6 月	卫计委《关于尽快确定医疗费用增长幅度的通知》	各省（区、市）制定当地年度医疗费用增长幅度，力争2017年底之前全国医疗费用增长幅度降到10%以下	未来医药控费将从严并逐步渗透，行业增速可能继续放缓
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	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

		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	
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
2017 年 4 月	国务院办公厅《关于全面推开公立医药综合改革工作的通知》	涉及三医联动、医疗控费、取消药品加成、支付方式改革等，其中要求2017年9月30日前所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外）	破除“以药养医”，落实政府的领导责任、保障责任、管理责任、监督责任，充分发挥市场机制作用，提高医疗服务质量和效率，更好地解决群众看病就医问题；药房成为公立医院成本科室，处方药外流或为DTP药房带来发展机遇
2017 年 10 月	中共中央办公厅和国务院办公厅《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品医疗器械创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力、加强组织实施6部分共36项改革措施	有利于推进医药产业供给侧结构性改革，提高中国药品医疗器械质量和国际竞争力
2017 年 12 月	CFDA《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》	明确了优先审评审批的范围（艾滋病、肺结核、病毒性肝炎、罕见病、恶性肿瘤、儿童用药品、老年人特有和多发的疾病）、程序、工作要求	有利于加强药品注册管理，解决药品注册申请积压的矛盾，同时将加快具有临床价值的新药和临床急需仿制药的研发上市
2017 年 12 月	《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》	力争用5至10年左右时间基本完成已上市注射剂再评价工作，通过再评价的，享受化学仿制药口服固体制剂质量和疗效一致性评价的相关政策	有利于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，未来医药企业间竞争力分化将愈加明显
2018 年 4 月	国务院《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	对促进仿制药研发，提升仿制药质量疗效和完善支持政策 3 个方面提出了 15 项具体指导要求	明确了一致性评价政策的后续鼓励措施方向，对推进一致性评价工作具有重要意义，医药企业间竞争力分化将愈加明显

资料来源：联合资信整理

4. 行业关注

（1）行业集中度低，兼并重组步伐加快

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，市场较为分散。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右（不包含医药综合类企业），与全球医药巨头 400～500 亿美元的业绩相比差距甚远。此外，中国医药生产企业数量众多，品种雷同现象普遍，部分产品产能过剩。医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”，随着环保监管趋严、一致性评价等政策调控，行业内资源不断向优势企业集中。为实现规模化生产、获得优势品种、拓宽销售网络，整合并购将成为提高行业集中度的重要手段，预计未来行业集中度将不断提高。与此同时，企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商誉减值风险，一旦整合不达预期，较易发生计提商誉减值情形。

（2）一致性评价成为工作重点，政策红利加速企业竞争力分化

《关于落实〈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〉有关事项的公告》要求，2018 年底前须完成仿制药一致性评价品种共 289 个。截至 2018 年 4 月底，共有 17 个品种（29 个品规）通过一致性评价，其中 289 品种仅有 8 个（10 个品规）。可见为了抢占市场，不少企业将重点放在了 289 品种外，但对于市场容量大、竞争对手少的 289 品种，各企业仍需竞速闯关。

2018 年 4 月 3 日，国务院办公厅印发《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》（以下简称“《意见》”），主要内容有：促进仿制药研发，重点解决高质量仿制药紧缺问题；突出问题导向，提升仿制药质量疗效；完善支持政策，推动高质量仿制药尽快进入临床使用。《意见》明确了一致性评价政策的后续鼓励措施方向，对推进一致性评价工作具有重要意义。对于一致性评价优先政策，各省市积极响应并落实，如上海在 2018 年 3 月将通过一致性评价而过去未在上海中标或挂网的品种采取直接挂

网。

口服固体制剂的一致性评价尚未完成，CDE 于 2017 年 12 月发布了《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）。相对于口服固体制剂而言，注射剂的覆盖范围更广，终端金额更大，涉及企业更多。《征求意见稿》虽未对开展范围、时间节点等作出详细说明，但可以预见，注射剂的一致性评价已经被提上日程。

总体看，仿制药一致性评价将成为近年医药制造企业工作的重点；同时，预计一致性评价品种的优惠政策将在各地逐步落实，企业间市场份额、盈利能力和整体竞争力的分化将愈加明显。

（3）药品降价

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；对医保目录外的血液制品、国家统一采购的预防免疫药品、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，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。

5. 未来发展

总体看，未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求，同时，随着生产端去产能和消费端调结构的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升。对于有新产品纳入新版医保目录的医药制造企业来说，销售增长可期；两票制、医药分家、阳光采购等医药流通领域的政策有可能传导至上游制造行业，为做大收入同时提高终端控制力度，医药综合类企业可能将加快医药流通业务的布局。从中期看，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。

6. 区域经济环境

根据《2017 年天津市国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，天津市生产总值（GDP）18595.38 亿元，按可比价格计算，比上年增长 3.6%。其中，第一产业增加值 218.28 亿元，增长 2.0%；第二产业增加值 7590.36 亿元，增长 1.0%；第三产业增加值 10786.74 亿元，增长 6.0%。三次产业结构为 1.2:40.8:58.0。

2017 年天津市一般公共预算收入 2310.11 亿元。其中，税收收入 1611.71 亿元，占一般公共预算收入的比重为 69.50%，比上年提高 9.9 个百分点。从主体税种看，增值税 649.05 亿元，增长 42.40%；企业所得税 309.90 亿元，增长 11.30%；个人所得税 116.51 亿元，增长 20.40%。全年一般公共预算支出 3282.16 亿元。其中，社会保障和就业支出 458.92 亿元，增长 21.40%；教育支出 435.29 亿元，增长 0.2%。

总体看，天津市经济持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018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”。

医药工业方面，2017年2月，人保部调整了医保目录，截至2017年底，公司及控股子公司共有237个产品进入《2017版医保目录》，其中甲类136个，乙类101个，未有产品被调出目录范围。5个新进入产品包括注射用重组人尿激酶原（普佑克）、消渴清颗粒、赖诺普利氢氯噻嗪片、尼可地尔片、杞菊地黄口服液；10个独家品种包括复方丹参滴丸、养血清脑颗粒、养血清脑丸、芪参益气滴丸、荆花胃康胶丸、消渴清颗粒、柴胡滴丸、穿心莲内酯滴丸、注射用重组人尿激酶原（普佑克）、水飞蓟宾胶囊。截止2017年底，注射用丹参多酚酸、注射用益气复脉(冻干)进入了多个省份的地方医保目录。

表4 公司主要产品概况

药品名称	分类	治疗领域
复方丹参滴丸	中药	心脑血管
养血清脑颗粒（丸）	中药	心脑血管
替莫唑胺胶囊（蒂清）	化药	抗肿瘤
注射用益气复脉	中药	心脑血管
水飞蓟宾胶囊（水林佳）	化药	肝病治疗
芪参益气滴丸	中药	心脑血管
注射用丹参多酚酸	中药	心脑血管
穿心莲内酯滴丸	中药	感冒发烧
藿香正气滴丸	中药	感冒发烧
右佐匹克隆（文飞）	化药	精神类
普佑克	生物药	心脑血管

资料来源：联合资信根据公司年报整理

医药商业方面，公司采取立足城市、辐射乡村、区域管理、重点突破的营销战略，下设29个大区，809个办事处，形成医院板块（并按病种细分专业产品线）、城市社区及乡镇卫生院基药板块、OTC板块及第三终端广覆盖商销板块，形成了覆盖全国市场的营销网络：通过医院渠道，覆盖了65%的三级、二级、一级以及其他民营医院；通过药店渠道，覆盖78%的社区医疗服务单位以及各大OTC终端市场；通过基层医疗机构渠道，覆盖了88%的社区中心、乡镇卫生院等用药单位。2017年8月，公司医药商业业务经营主体天津天士力医药营销集团股份有限公司（以下简称“天士力营销集团”）在新三板挂牌（股票代码：872087，股票简称：天士营销），未来公司将进一步挖掘营销网络市场潜力和商业价值，提高运营效率，增强市场竞争能力（详见重大事项）。

整体看，公司医药工业板块产品种类较为丰富，核心产品复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）等产品市场占有率高，竞争优势突出；医药商业重点区域覆盖率较高，借助天士力营销集团在新三板挂牌，未来有望得到较快发展。

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。

公司高度重视研发工作，公司医药工业的经营主体天士力股份2017年研发投入为6.16亿元，占医药工业收入的比重为9.04%，研发

投入较高。

2017年，公司在研产品共 74 项，其中自主研发管线产品 37 项、产品引进 31 项、合作研发管线产品 2 项、投资市场优先许可权 4 项。公司构建了包括核心专利、外围专利、防御专利、竞争专利的立体网状知识产权保护体系，并通过了国家知识产权管理体系认证。截至2017年底，公司及主要子公司拥有专利总数1480 件，其中发明专利 1327 件。公司主要产品复方丹参滴丸拥有专利 439 件，养血清脑颗粒拥有专利 99 件。2017年，公司及主要子公司专利申请及授权分别为 25 件及 33 件，其中发明专利新申请及授权分别为 21 件和 31 件。

整体看，公司研发投入较大，科研成果较为丰富，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。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管人员、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、重大事项

天士力股份子公司存续分立，并在新三板挂牌

2016年9月，天士力股份召开第六届董事会第十次会议，专项审议了《关于全资子公司天津天士力医药营销集团有限公司拟进行存续分立、股份制改造及申请在全国中小企业股份转让系统挂牌的议案》，同意天士力营销集团进行存续分立，并在条件成熟的情况下申请在新三板挂牌。具体方案：采用存续分立的方式进行，分立后天士力营销集团继续存续，同时新设天津天士力企业管理有限公司（以下简称“新设公司”）。分立后，存续公司与新设公司的股东结构、持股比例与原公司保持一致。天士力营销集团作为存续公司，注册资本为38000万元人民币，法定代表人为闫凯境，经营范围不变；新设公司注册资本为7900万元人民币，法定代表人为闫凯境。分立基准日确定为2016年9月30日，存续公司和新设公司将根据经审计的原天士力营销集团2016年9月30日的资产负债表明细，签署分立协议，同时确定分立后存续公司与新设公司具体的资产及负债。天士力营销集团于2017年3月份完成股份制改造，目前公司对天士力营销集团的持股比例为81.88%。

天士力营销集团主营业务为医药及医疗器械的批发、零售，其主要经营的品种可分为第三方制药企业所生产的品种（以下简称“商业品种”）与天士力股份及子公司所生产的品种（以下简称“工业品种”）。此次分立后，天士力营销集团将主要经营商业品种，原工业品种将转至天士力股份全资子公司天津天士力医药商业有限公司经营（以下简称“天士力商业公司”）。

2017 年 8 月，天士力营销集团收到全国中小企业股份转让系统有限责任公司出具的《关于同意天津天士力医药营销集团股份有限公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌的函》（股转系统函[2017]4808 号），同意天士力营销集团股票在全国中小企业股份转让系统挂牌（股票代码：872087.OC），转让方式为协议转让。同时，因天士力营销集团申请挂牌时股东人数未超过 200 人，按规定中国证监会豁免核准天士力营销集团股票公开转让，挂牌后纳入非上市公众公司监管。目前，天士力营销集团三新板挂牌手续已全部完成。

此次天士力营销集团存续分立完成，有利于提升公司管理效率、增强盈利能力；天士力营销集团在新三板挂牌后，有利于提升公司资产运营效率。

九、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。

2017 年，公司实现主营业务收入 176.55 亿元，同比增长 12.15%。其中医药行业实现收入 166.27 亿元，同比增长 16.13%；受保健品及日用品直销业务收入下滑影响，其他业务实现收入 10.28 亿元，同比下降 27.86%。医药行业收入占比进一步提升至 94.18%。2017 年，公司在医药工业和医药商业方面均实现增长，现代中药、化学药和生物药协同发展，多项产品进入国家、地方医保目录；公司逐渐加大纯销业务占比，扩展医院终端销售，销售网络得到优化。

表 5　公司主营业务收入和毛利率构成(单位：亿元、%)

业务	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	132.94	93.84	38.34	143.18	90.95	35.86	166.27	94.18	35.80	40.65	94.53	34.12
其他业务	8.72	6.16	64.56	14.25	9.05	54.11	10.28	5.82	32.68	2.35	5.47	26.96
合计	**141.66**	**100.00**	**39.96**	**157.43**	**100.00**	**37.51**	**176.55**	**100.00**	**35.62**	**43.00**	**100.00**	**33.73**

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。

公司其他业务毛利率下降较快，2017 年为 32.68%，较上年同期下降 21.43 个百分点，主要系新增的中药材业务毛利率较低所致；由于毛利率较低的医药商业收入占比提升，公司医药行业毛利率下滑至 35.80%，但仍保持在较高水平。2017 年综合毛利率为 35.62%，较上年同期下降 1.89 个百分点。

2018 年 1～3 月，公司实现主营业务收入 43.00 亿元，同比增长 17.49%；医药行业和其他业务分别实现收入 40.65 亿元和 2.35 亿元，分别同比增长 17.72%和 13.53%；随着医药商业收入占比的持续提升，公司综合业务毛利率下滑至 33.73%；医药行业和其他毛利率分别为 34.12%和 26.96%，较上年底均有所下降。

总体看，跟踪期内，公司收入规模稳步增长，医药商业发展较快，盈利能力保持稳定。

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。

原材料采购方面，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。为保证主要原材料丹参的供应和品质，公司在陕西商洛建立了丹参种植基地和仓储中心，实行“公司+基地+种植户”、“公司+基地+中药材种植专业合作社”等的现代中药种植基地模式，与当地种植大户和产业合作社签订合同，通过技术指导、资金支持等方式对丹参种植进行规范化管理，农户根据协议将所种丹参销售给公司。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。

产品生产方面，受市场需求增加影响，2017 年公司主要产品复方丹参滴丸和水林佳的产量分别为 14474.56 万盒和 1233.74 万盒，同比增长 13.07%和 30.14%；养血清脑颗粒产量 2274.86 万盒，同比下降 6.95%。2017 年上述三种产品的产能利用率分别为 100.52%、61.69%和 63.19%。除养血清脑颗粒产能利用率有所下

滑外，其他两种产品产能利用率均有所提升。

产品销售方面，2017 年，复方丹参滴丸和水林佳的销量分别为 14744.41 万盒和 1237.49 万盒，同比增长 8.02%和 34.41%，其中复方丹参滴丸在心脑血管中成药中市场份额保持第一。受招标降价、医保控费与公立医院规模限制等多重因素影响，养血清脑颗粒销量 2314.31 万盒，同比下降 1.03%。上述三种产品 2017 年的产销率分别为 101.86%、100.30%和 101.73%，产销率高于 100.00%，主要系消耗上年库存所致，整体维持在较高水平。

公司产品主要通过全资子公司天士力商业公司对外销售。公司下设 29 个大区，809 个办事处，形成了较为完整的营销网络。公司销售系统设医院、OTC、社区、商销四个职能板块。其中，商销系统对签约、供货、回款等销售事项进行统一商务管理；医院、OTC、社区板块各自负责目标市场的业务拓展。

结算方式和账期方面，公司与下游客户主要通过电汇或银行承兑汇票结算，账期约 60 天。

表 6　公司主要产品产销情况（单位：%）

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
复方丹参滴丸	产能利用率	88.90	100.52	75.84
	产量（万盒）	12801.01	14474.56	3271.68
	销量（万盒）	13649.28	14744.41	3494.15
	产销率	106.63	101.86	106.8
养血清脑颗粒（丸）	产能利用率	67.91	63.19	51.18
	产量（万盒）	2444.69	2274.86	552.76
	销量（万盒）	2338.41	2314.31	442.07
	产销率	95.65	101.73	79.98
水林佳	产能利用率	61.56	61.69	61.40
	产量（万盒）	948.01	1233.74	306.99
	销量（万盒）	920.70	1237.49	273.06
	产销率	97.12	100.30	88.95

资料来源：公司提供

注：2017 年，水林佳的年产能由 1540 万盒提升至 2000 万盒，产量虽有较大提升，但产能利用率同比增幅较小。

总体看，2017 年，公司核心产品复方丹参滴丸销量稳步增长，受医疗政策影响，养血清脑颗粒销量有所下滑，主要产品产销率仍处于较高水平。

3. 医药商业

公司医药商业板块经营主体为天士力营销集团及下属子公司，主要经营药品、医疗器械、保健品等产品的分销配送、零售连锁和慢病管理与药事增值服务。

截至 2017 年底，天士力营销集团资产总额 72.64 亿元，所有者权益 6.01 亿元， 2017 年营业收入 98.48 亿元，利润总额 1.21 亿元；截至 2018 年 3 月底，天士力营销集团资产总额 87.04 亿元，所有者权益 7.03 亿元，2018 年 1～3 月实现营业收入 25.95 亿元，利润总额 0.32 亿元。

公司业务模式分为分销配送和零售连锁两种。分销配送业务是指公司向医药工业企业或上游分销商采购药品，然后批发给下游分销商或配送至医院、诊所、连锁药店等终端客户，公司通过购销差价获取利润。公司在天津、北京、湖南、广东、陕西、辽宁、山东等七个省市布局医药商业流通子公司，截至 2018 年 3 月底，公司已建立了覆盖超过 3000 余家医疗机构、1100 余家下游医药商业公司、1000 余家终端诊所、380 余家连锁药店的渠道网络，主要经营的药品、医疗器械等产品的品规超过 3400

种。公司零售连锁业务主要以各类非处方药为主，常用处方药为辅，兼营中药饮片，同时销售医疗器械与保健品等产品；公司的零售连锁业务分为线上及线下两部分，其中线下业务主要采用直营方式。截至 2018 年 3 月底，共经营 733 家零售连锁药店，其中直营药店 602 家、加盟药店 131 家。2017 年天士力营销集团纯销客户收入占比为 64.82%，较 2016 年提升 18.76 个百分点。

近年来，公司一直着手对医药商业板块进行整合，相关措施的落实使该板块商业业态得以优化，加之销售终端规模的延伸，促使公司医药商业板块收入规模扩大。2017 年，公司医药商业板块实现收入 92.06 亿元，较上年增长 19.80%。

总体看，跟踪期内，公司医药商业收入规模较快增长，随着天士力营销集团新三板挂牌，公司医药商业板块有望获得快速发展。

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、特色医疗服务和中药材贸易等产业。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；中药材贸易经营主体为甘肃天士力中天药业有限责任公司，主要为原药材、中药饮片、中成药销售业务。

融资租赁业务是公司战略新兴板块，经营主体为天士力融资租赁有限公司，注册资本 5 亿元，业务投向为医药公司、公立医院以及大消费领域，期限为 3-5 年；2017 年实现收入 1.12 亿元，净利润 0.42 亿元。

5. 经营效率

2017 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数分别为 1.95 次和 0.52 次，较上年均有小幅下滑，存货周转次数为 3.53 次，较上年有所提升。总体看，公司整体经营效率一般。

6. 未来发展

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建工程包括制剂中试中心项目、研发大楼及配套项目、东北现代中药示范工厂项目、上海天士力反应器扩能和 GMP 改造项目、天士力现代中药出口生产基地集成控制建设项目（FDA 及 EMA-CMC 项目）、天地药业新厂区建设项目以及生物茶茶谷修建工程项目，总预计投资额为 46.02 亿元，截至 2018 年 3 月底已投资金额 29.62 亿元，未来计划投资 16.40 亿元，公司在建工程后续待投入资金规模较大，公司存在一定融资需求。

总体看，公司在建工程主要集中于医药产品的技术研发和核心产品产能的扩充，随着在建产能的释放，有利于公司市场份额及经营业绩的提升。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 7　截至 2018 年 3 月底公司投资计划（单位：万元）

项目名称	预计总投资	截至 2018 年 3 月底已完成投资	2018 年 4-12 月预计投资	2019 年计划投资金额	2020 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	62196.54	5495.09	5200.00	--
天士力现代中药出口生产基地集成控制建设项目（FDA 及 EMA-CMC 项目）	20000.00	17506.21	2493.79	--	--
上海天士力反应器扩能和 GMP 改造项目	34007.59	30579.62	8599.32	1022.31	298.00
复方丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂生产线建设项目	15571.86	9218.77	3273.24	1523.04	1557.20
帝益无菌药品车间项目	7350.00	7726.98	403.65	--	--
天地药业新厂区建设项目	22540.43	9238.26	7595.02	5707.15	-
天士力信息中心建设项目	6800.00	6365.48	833.00	--	--

东北现代中药示范工厂项目	34600.00	18680.64	11169.76	--	--
天士力现代中药产业园建设项目	10000.00	2879.44	6609.56	500.00	--
辽宁保健品厂房建设项目	5404.00	3075.00	2329.00	--	--
生物茶茶谷修建工程项目（一期、二期）	236356.00	117499.00	2618.37	1967.56	1423.40
文山三七数字本草检验中心有限公司基建项目	4167.87	2972.26	1076.05	119.56	--
仁康医院新院区	11012.50	8225.00	2787.50	--	--
合计	**460150.25**	**296163.20**	**55283.34**	**16039.62**	**3278.60**

资料来源：公司提供

注：生物茶茶谷修建工程项目隶属于公司健康保健板块，以普洱茶的深度开发、生产、销售为主。目前项目一期设备、房产已投资完成，二期将根据经营状况进行建设。

十、财务分析

公司提供了 2017 年合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2017 年公司合并范围增加 3 家子公司，减少 1 家子公司；2018 年一季度合并范围新增 9 家子公司，减少 1 家子公司。总体看，公司合并范围增减的子公司规模较小，财务数据可比性强。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 381.75 亿元，所有者权益 113.98 亿元（含少数股东权益 60.48 亿元）；2017 年，公司实现营业总收入 178.57 亿元，利润总额 16.99 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 398.97 亿元，所有者权益 118.47 亿元（含少数股东权益 63.18 亿元）；2018 年 1～3 月，公司实现营业总收入 43.51 亿元，利润总额 4.21 亿元。

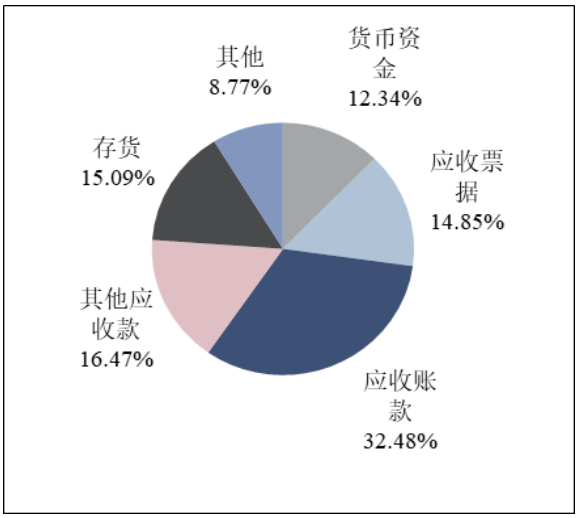
1. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额持续增长，截至 2017 年底为 381.75 亿元，同比增长 24.22%，主要来自应收票据、应收账款和长期应收款的增加；其中流动资产占 58.68%，非流动资产占 41.32%。

流动资产

跟踪期内，随着医药商业经营规模的扩张及“两票制”的影响，公司应收账款增长明显，带动流动资产规模大幅提升。截至 2017 年底，公司流动资产 224.00 亿元，同比增长 24.88%，其中货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款和存货占比较高。

图 2 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信整理

截至 2017 年底，公司货币资金同比增长 18.24%至 27.64 亿元，其中银行存款占 77.61%；使用受限的货币资金 6.12 亿元，主要为各类保证金。

截至 2017 年底，公司应收票据 33.27 亿元，同比增长 50.33%，主要系公司为节省财务费用，以短期借款替换票据贴现所致。

截至 2017 年底，公司应收账款 72.75 亿元，同比增长 33.38%，主要系公司医药商业拓展医院终端销售业务，应收账款回款期加长所致。2017 年，公司对应收账款计提坏账准备 2.08 亿元，计提比例 2.78%，计提比例较低；应收账款账龄在 1 年以内的占 96.40%，账龄短；从集中度来看，应收账款前五名金额合计

11.23 亿元，占应收账款总额的 15.44%，集中度一般。

公司其他应收款主要系应收关联方经营性借款。截至 2017 年底，公司其他应收款 36.89 亿元，同比增长 7.63%，其中应收关联方款项 32.82 亿元；计提坏账准备 1.12 亿元，计提比例 2.94%，计提比例较低。从账龄来看，账龄在 1 年期以内的其他应收款占 97.33%，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 8　截至 2017 年底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	47008.00
贵州汇珠薏仁米产业开发有限公司	3200.00
国台酒业集团有限公司[2]	199576.66
天津宝士力鼎膳餐饮管理有限公司	4.00
天津宝士力置业发展有限公司	70000.00
天境生物技术（天津）有限公司	3363.20
甘肃天誉医院（有限合伙）	5000.00
合计	**328151.86**

资料来源：公司审计报告

注：关联方借款均计息，利率为基准利率上浮一定比例。

截至 2017 年底，公司存货 33.81 亿元，同比增长 8.91%，计提跌价准备 0.11 亿元；主要由库存商品（占 62.00%）和原材料（占 24.72%）构成。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产 157.74 亿元，同比增长 23.29%，主要由可供出售金融资产（占 13.53%）、长期应收款（占 12.13%）、长期股权投资（占 24.14%）和固定资产（占 31.72%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 21.34 亿元，同比增长 20.00%。其中按成本计量的权益工具 10.20 亿元，按公允价值计量的权益工具账面价值 9.95 亿元，被投资对象主要包括曙光信息产业股份有限公司（以下简称“曙光信息”，截至 2017 年底公司持股比例为 2.90%，账面价值 5.66 亿元）和成都市贝瑞和康基因技术股份有限公司（截至 2017 年底公司持股比例为 2.33%，账面价值 4.04 亿元）。

2017 年以来，公司融资租赁业务发展较快。截至 2017 年底，公司长期应收款 19.14 亿元，主要系融资租赁款，其中 14.20 亿元用于质押担保。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 38.08 亿元，同比增长 12.36%。公司长期股权投资为对联营及合营企业的投资，行业主要涉及医药研发、医药医疗投资和医疗器械，均为权益法核算，被投资主体主要有天津同仁堂集团股份有限公司、天津华金天成科技发展合伙企业（有限合伙）等。2017 年权益法核算的长期股权投资收益 0.24 亿元。

截至 2017 年底，公司固定资产账面原值 72.52 亿元，累计折旧 22.49 亿元，减值准备 2.50 万元，账面价值 50.03 亿元，同比变动不大。从构成看，主要由房屋建筑物（占 68.18%）、机器设备（占 28.16%）构成。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 398.97 亿元，其中流动资产和非流动资产占比分别为 58.33%和 41.67%，资产规模及结构均较上年底变动不大。

表 9　截至 2018 年 3 月底公司资产受限明细

（单位：万元）

受限资产名称	受限账面价值	受限原因
货币资金	68537.45	银行承兑汇票保证金、借款保证金、保函保证金和信用卡保证金
应收票据	68313.48	为银行融资、开立银行承兑票据提供质押担保
固定资产	59410.04	为银行融资、开立银行承兑票据提供抵押担保
在建工程	40.65	为银行融资、开立银行承兑票据提供抵押担保
长期应收款	135963.05	为银行融资提供抵押担保
无形资产	4645.47	为银行融资、开立银行承兑票据提供抵押担保

[2]截至 2018 年 5 月底，公司已收回国台酒业集团有限公司借款 7.28 亿元，余额为 12.84 亿元。

合计	**336910.15**	--

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司资产规模持续增长，医药商业经营规模的扩张、“两票制”的影响及融资租赁业务扩张推高了公司应收款项规模，以关联方借款为主的其他应收款规模较大，对资金形成占用；公司资产流动性一般，整体资产质量尚可。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 113.98 亿元（含少数股东权益 60.48 亿元），同比增长 5.26%，主要源于少数股东权益的增加；归属于母公司的权益主要由资本公积（占 35.61%）、其他综合收益（占 19.71%）和未分配利润（占 36.07%）构成。截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 118.47 亿元，规模及结构较上年底变动不大。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高，权益稳定性较弱。

负债

跟踪期内，公司减少票据贴现，医药商业及融资租赁业务的发展加重了资金需求。截至 2017 年底，公司负债总额 267.77 亿元，同比增长 34.53%，主要来自短期借款、其他流动负债和长期借款的增加；其中流动负债占比为 71.77%。

截至 2017 年底，公司流动负债同比增长 40.09%至 192.18 亿元，主要由短期借款（占 44.99%）、应付账款（占 12.29%）和其他流动负债（占 18.29%）构成。截至 2017 年底，公司短期借款同比增长 87.22%至 86.47 亿元，其中抵押、质押、质押兼保证借款合计 10.59 亿元；应付账款同比增长 10.55%至 23.62 亿元，主要系应付采购款；其他应付款 15.98 亿元，同比增长 24.62%，主要系子公司天士力股份应付暂收款增加所致；其他流动负债系公司发行的超短期融资券及美元债券，截至 2017 年底为 35.14 亿元；一年内到期的非流动负债 12.92 亿元，同比增长 51.06%。

表10 截至2017年底公司其他流动负债概况

（单位：人民币亿元）

债券名称	面值	发行日	期限
17天士力SCP002	5.00	2017.04.18	270天
17天士力SCP003	10.00	2017.06.15	270天
17天士力SCP004	5.00	2017.10.23	270天
17天士力SCP005	10.00	2017.11.09	270天
美元债券	2.03	2017.06.30	364天
	0.67	2017.08.10	323天
	2.69	2017.08.10	323天
合计	**35.40**	--	--

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司非流动负债 75.59 亿元，同比增长 22.20%，主要由长期借款（占 34.68%）、应付债券（占 34.17%）和长期应付款（占 23.60%）构成。截至 2017 年底，公司长期借款 26.22 亿元，同比增长 148.03%，其中信用借款和保证借款分别为 5.00 亿元和 2.28 亿元；应付债券 25.83 亿元，同比下降 11.99%，包括“15 天集 EB”、“16 天士力 PPN001”和“17 天士力 PPN001”等；长期应付款主要系应付股权收购款和融资租赁款项，截至 2017 年底为 17.84 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 280.50 亿元，较 2017 年底变动不大，流动负债占比下降至 58.91%，主要受部分超短期融资券到期兑付及公司新发行中期票据影响。

表11 截至2018年3月底公司应付债券概况

（单位：人民币亿元）

债券名称	摊余值	发行日	期限
15天集EB	11.02	2015.06.11	5年
16天士力PPN001	9.94	2016.10.18	3年
17天士力PPN001	4.99	2017.09.07	3年
18天士力MTN001	4.99	2018.01.08	3年
18天士力MTN002	9.91	2018.03.05	3年
18天士力医ABN001优先A	8.32	2018.1.16	2.77年
18天士力医ABN001优先B	0.96	2018.1.16	2.94年
18天士力医ABN001	0.72	2018.1.16	2.94年

次			
美元债	1.88	2017.6.30	364天
美元债	0.63	2017.8.10	323天
美元债	2.50	2017.8.10	323天
合计	**55.86**	--	--

资料来源：公司审计报告

注：与财务报表差额0.04亿元主要系小数点四舍五入所致

有息债务方面，截至 2017 年底，公司全部债务 213.71 亿元，同比增长 40.18%；其中短期债务同比增长 47.92%，占全部债务的比重相应提升至 67.39%。截至 2017 年底，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 70.14%、65.22%和 37.94%，同比均有所上升。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务规模 221.54 亿元，较上年底增长 3.66%，短期债务占比下降至 50.63%，债务期限结构有所改善；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 70.31%、65.16%和 48.00%。

跟踪期内，公司负债以流动负债为主，受医药商业及融资租赁业务发展较快影响，债务规模上升明显，债务负担重，债务结构有待改善。

3. 盈利能力

2017 年公司实现营业收入 178.57 亿元，同比增长 12.98%，医药商业的增长对营业收入的支撑作用较为明显。2017 年，公司营业成本 114.44 亿元，同比增长 15.74%。同期，公司营业利润率为 34.67%，较上年有所下滑。

2017 年公司期间费用 54.43 亿元，同比增长 8.23%，占营业收入的比重为 30.48%，较上年略有下降。公司期间费用对利润侵蚀较大，影响了公司的盈利水平。

2017 年公司实现投资收益 9.84 亿元，同比下降 12.44%；其中处置可供出售金融资产 8.17 亿元，主要系出售曙光信息部分股权获得的投资收益。

受投资收益规模下降影响，2017 年公司分别实现利润总额和净利润 16.99 亿元和 11.55 亿元，分别同比下降 5.97%和 12.16%。

从盈利指标来看，2017 年公司净资产收益率和总资本收益率分别为 10.12%和 6.08%，均较上年有所下滑。

2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 43.51 亿元，同比增长 17.94%；期间费用 12.56 亿元，占营业收入的比重为 28.86%；实现投资收益 2.21 亿元（出售曙光信息股权），同比下降 60.34%；实现利润总额 4.21 亿元，同比下降 41.10%。同期，公司营业利润率进一步下滑至 33.21%。

总体看，跟踪期内，公司营业收入较快增长，期间费用对利润侵蚀影响较大；受医保控费等政策以及医药商业板块收入占比增加的影响，主业盈利能力有所下滑但整体保持较高水平；利润对非经营性损益依赖大，且投资收益以处置收益为主，可持续性弱。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2017 年公司经营活动现金流入为 183.13 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金（175.47 亿元）和收到的其他与经营活动有关的现金（7.18 亿元）。同期，公司经营活动现金流出为 219.64 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金（126.71 亿元）和支付其他与经营活动有关的现金（33.18 亿元）。跟踪期内，公司融资租赁业务发展较快，导致支付其他与经营活动有关的现金流出规模大幅增加，2017 年公司经营活动产生的现金流量净额为-36.50 亿元。从收入实现质量来看，2017 年公司现金收入比为 98.27%，收入实现质量较上年下滑明显。

从投资活动看，2017 年公司投资活动现金流入合计 54.64 亿元，同比大幅上升 129.73%，其中收回投资收到的现金 45.67 亿元，主要系理财产品到期收回；2017 年公司投资活动现金流出 66.52 亿元，主要为投资支付的现金（26.67 亿元，主要系增加长期股权投资及购买理财产品）和支付其他与投资活动有关的现金。2017

年公司投资活动现金流量净额为-11.88 亿元。

筹资活动方面，2017 年公司主要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 171.15 亿元；公司筹资活动现金流出 118.42 亿元，主要为偿还债务支付的现金。同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为 52.73 亿元。

2018 年 1～3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-2.98 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-1.75 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 2.13 亿元；同期现金收入比为 105.74%。

跟踪期内，公司应收账款规模增长，导致现金收入比有所波动；受融资租赁业务扩大影响，公司经营性现金流净额为负；随着在建工程的进一步投入，公司存在一定融资压力。

5. 偿债能力

受流动负债规模增长影响，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 116.56%和 98.97%，分别同比下滑 14.20 和 9.16 个百分点；同时，融资租赁业务的发展导致经营性现金大规模流出。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别回升至 140.85%和 118.17%。考虑到公司应收票据规模较大，可供出售金融资产可变现性强，公司短期偿债能力尚可。

长期偿债能力方面，2017 年公司 EBITDA 为 30.37 亿元，同比增长 3.85%。同期，EBITDA 利息倍数为 3.62 倍；受有息债务快速增长的影响，全部债务/EBITDA 上升至 7.04 倍。总体看，公司长期偿债能力有所弱化。

截至2018年3月底，公司对外担保余额22.01亿元，担保比率为19.83%，担保比率较高，存在或有负债风险。

表 12　截至 2018 年 3 月底公司对外担保情况

被担保单位	担保额度（万元）	担保到期日
贵州汇珠薏仁米产业开发有限公司	2200.00	2023/11/22
	198.00	2023/11/22
贵州国台酒业销售有限公司	5000.00	2019/1/10
秦皇岛金士国际葡萄酒庄有限公司	20000.00	2018/12/30
浙江尖峰集团股份有限公司	52906.09	2018/06/05
江西中通融资租赁有限公司	62000.00	2019/06/17
天津昌威国际融资租赁有限公司	30000.00	2018/12/28
江西中通融资租赁有限公司	33000.00	2019/02/10
合计	**220106.09**	--

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、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；3. 截至2017年底，江西中通融资租赁有限公司资产总额38.75亿元，所有者权益6.53亿元，2017年收入1.90亿元，利润总额0.09亿元。

截至2018年3月底，公司共获得银行授信206.33亿元，尚未使用额度为80.95亿元；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。

6. 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 2018 年 5 月 8 日，公司已结清信贷业务中，有 4 笔关注类贷款，1 笔欠息（已于 2013 年 4 月结清）。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。

7. 抗风险能力

公司作为国内实践中药现代化的领军企业，形成了较为完整的中药产业链，品牌优势显著，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。跟踪期内，公司资产和收入规模稳定增长，保持较强的盈利能力，债务负担有所加重。总体看，公司整体抗风险能力很强。

十一、存续期内债券偿还能力分析

如表 13 所示，截至本报告出具日，公司存续债券规模合计 55.45 亿元，其中一年内到期债券余额 20.00 亿元.

表13 截至本报告出具日公司存续债券情况

存续债券	余额（亿元）	到期兑付日
15天集EB	0.45	2020.06.08
15天士力PPN001	5.00	2018.12.11
16天士力PPN001	10.00	2019.10.19
17天士力PPN001	5.00	2020.09.07
17天士力SCP004	5.00	2018.07.20
17天士力SCP005	10.00	2018.08.06
18天士力MTN001	5.00	2021.01.10
18天士力MTN002	10.00	2021.03.07
18天士力MTN003	5.00	2012.04.18
合计	**55.45**	--

资料来源：联合资信整理

表14 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	20.00
现金类资产/一年内到期债券余额	3.05
经营活动现金流入量/应付债券余额	3.30
经营活动现金流净额/应付债券余额	-0.66
EBITDA/应付债券余额	0.55

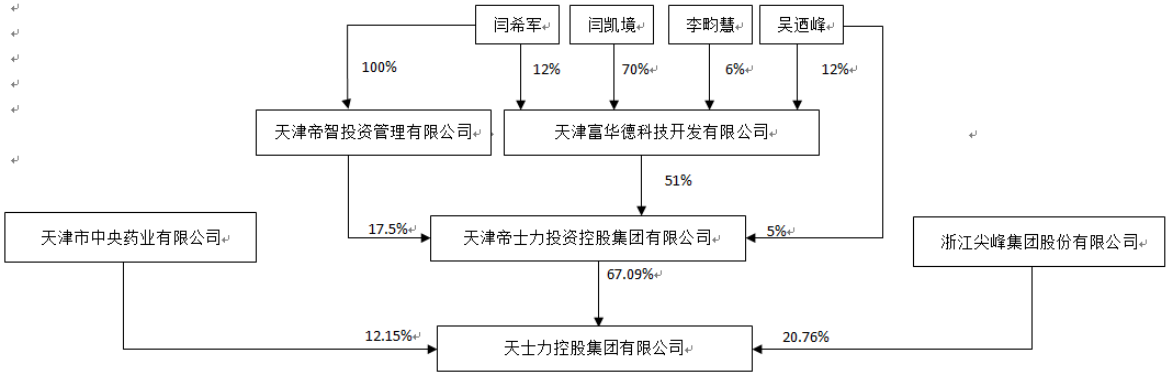
资料来源：联合资信整理

截至 2017 年底，公司现金类资产 60.90 亿元，对公司本部一年内到期债券余额的覆盖倍数为 3.05 倍；2017 年公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对公司本部存续债券的覆盖倍数分别为 0.55 倍和 3.30 倍。总体看，公司存续债券余额规模较大，现金类资产对一年内到期债券的保障能力较强。

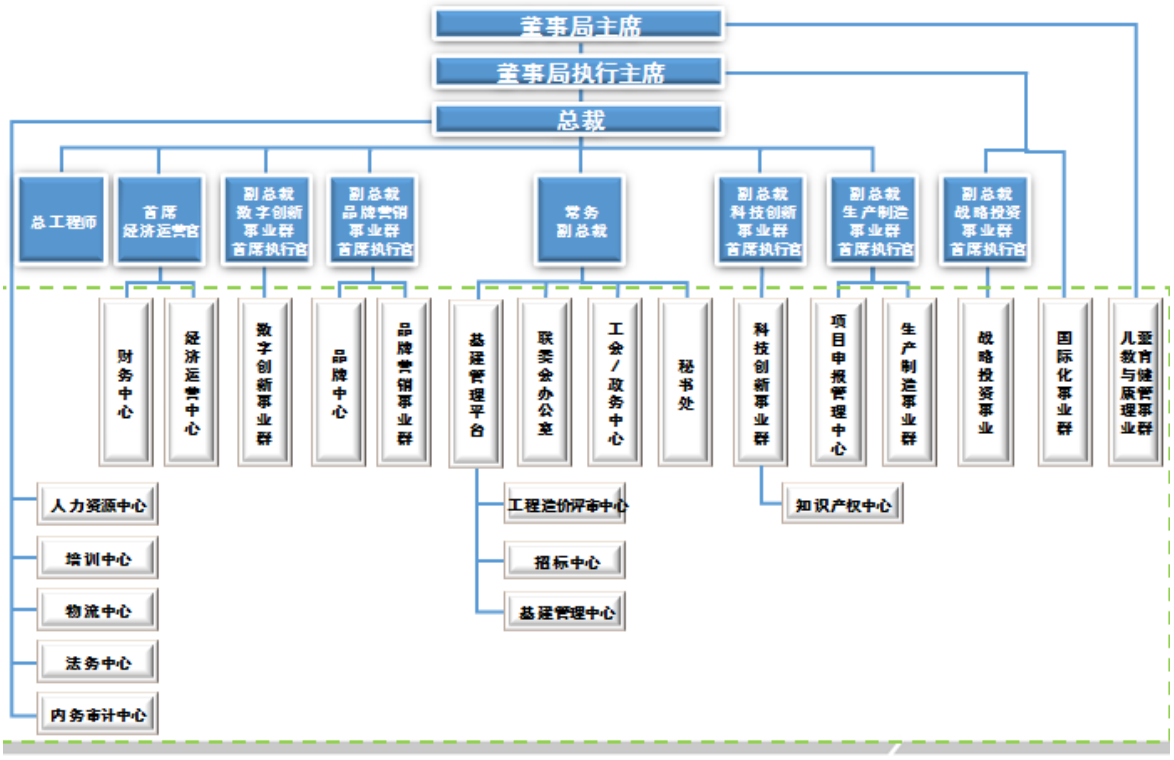
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，“18天士力 MTN001”、“18 天 士 力 MTN002” 和 “18 天 士 力 MTN003”信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2018 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	34.90	45.50	60.90	51.20
资产总额(亿元)	258.37	307.32	381.75	398.97
所有者权益(亿元)	89.41	108.28	113.98	118.47
短期债务(亿元)	84.40	97.36	144.01	112.17
长期债务(亿元)	41.05	55.10	69.69	109.37
全部债务(亿元)	125.45	152.45	213.71	221.54
营业收入(亿元)	142.43	158.05	178.57	43.51
利润总额(亿元)	14.01	18.06	16.99	4.21
EBITDA(亿元)	23.47	29.25	30.37	--
经营性净现金流(亿元)	1.32	1.70	-36.50	-2.98
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.44	2.20	1.95	--
存货周转次数(次)	4.04	3.51	3.53	--
总资产周转次数(次)	0.64	0.56	0.52	--
现金收入比(%)	107.69	109.31	98.27	105.74
营业利润率(%)	38.95	36.16	34.67	33.21
总资本收益率(%)	7.75	7.63	6.08	--
净资产收益率(%)	12.22	12.13	10.12	--
长期债务资本化比率(%)	31.47	33.72	37.94	48.00
全部债务资本化比率(%)	58.39	58.47	65.22	65.16
资产负债率(%)	65.39	64.77	70.14	70.31
流动比率(%)	121.89	130.76	116.56	140.85
速动比率(%)	100.70	108.13	98.97	118.17
经营现金流动负债比(%)	1.10	1.24	-18.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.86	4.27	3.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.35	5.21	7.04	--

注：1. 公司 2018 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

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。