信用等级公告

联合〔2019〕1946 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”和“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

二〇一九年七月十五日

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

天士力控股集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA+

上次主体长期信用等级：AA+

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+

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 15 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	45.50	60.90	76.29	67.12
资产总额(亿元)	307.32	381.75	409.46	408.00
所有者权益(亿元)	108.28	113.98	125.84	127.17
短期债务(亿元)	97.36	144.01	119.82	119.44
长期债务(亿元)	55.10	69.69	114.43	110.05
全部债务(亿元)	152.45	213.71	234.25	229.49
营业收入(亿元)	158.05	178.57	197.97	48.22
利润总额 (亿元)	18.06	16.98	16.77	3.48
EBITDA(亿元)	29.25	30.37	34.04	--
经营性净现金流(亿元)	1.70	-36.50	6.02	3.10
营业利润率(%)	36.16	34.67	35.32	32.65
净资产收益率(%)	12.13	10.12	9.36	--
资产负债率(%)	64.77	70.14	69.27	68.83
全部债务资本化比率(%)	58.47	65.22	65.05	64.34
流动比率(%)	130.76	116.56	150.93	149.62
经营现金流动负债比(%)	1.24	-18.99	3.66	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.21	7.04	6.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.27	3.62	2.86	--

注：1. 2019 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、生物制品和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，业绩稳健增长，核心产品市场竞争力保持良好水平，多个独家品种纳入2018 版国家基药目录和地方医保目录，生物药普佑克进入国家医保目录后放量增长。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、公司债务持续增长、应收账款规模大、期间费用对利润形成侵蚀、公司本部债务负担重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；自主研发能力处于国内中成药行业领先水平。
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. 截至2018年底，公司及控股子公司共有237个产品进入2017版医保目录。2018年，复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）等多个独家产品纳入2018版国家基药目录，注射用益气复脉（冻干）、注射用丹参多酚酸被纳入十余个省份地方医保目录。生物药普

佑克进入国家医保目录后放量增长。

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. 跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务负担有所加重。
5. 跟踪期内，公司其他应收款虽有所减少但仍保持较大规模，主要为应收关联方借款；公司对外担保规模较大，以关联方为主，存在一定或有负债风险
6. 公司本部收入规模小，盈利主要依赖投资收益，债务负担重，偿债能力弱。

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（2019 年 3 月已更名为天士力大健康产业投资集团，以下简称“大健康集团”）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 2019 年 3 月底，公司注册资本 3.44 亿元，其中大健康集团持股 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大健康集团 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 2019 年 3 月底，公司持有天士力股份 683481524 股，持股比例为 45.18%，其中质押 182808313 股，质押比例为 26.75%。

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、物流中心和国际化事业群等 20 个职能部门。公司组织架构图详见附件 1-2。

截至 2018 年底，公司资产总额 409.46 亿元，所有者权益 125.84 亿元（含少数股东权益 71.34 亿元）；2018 年，公司实现营业总收入 197.97 亿元，利润总额 16.77 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 408.00 亿元，所有者权益 127.17 亿元（含少数股东权益 72.67 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业总收入 48.22 亿元，利润总额 3.48 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

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度

的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加

大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3%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。2015-2017 年，医药制造行业收入和利润规模保持持续增长。国家统计局发布的数据显示，2018 年，中国医药行业收入增长依然稳定但利润增速有所放缓，全国规模以上医药制造业企业实现营业收入 24264.7 亿元，同比增长 12.4%；其中主营业务收入 23986.3 亿元，同比增长 12.6%；实现利润总额 3094.2 亿元，同比增长 9.5%。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段，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，2016 年起行业开始企稳回升；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**

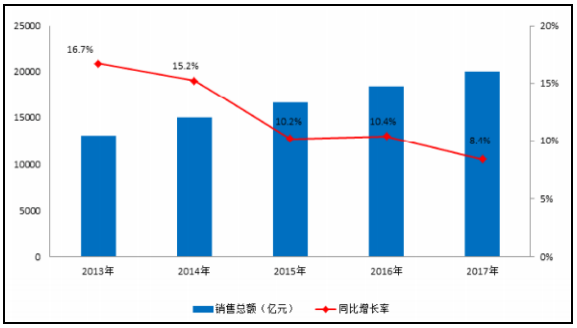
资料来源：联合资信整理

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，2013-2016 年，中国药品流通行业销售规模增速已从 16.7%下降至 10.4%，但仍高于中国 GDP 的增速。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。

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》

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。

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
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 3 月	国务院《深化党和国家机构改革方案》	与医药相关的“三医”职责权属全部进行调整：（1）组建国家卫生健康委员会作为国务院组成部门；（2）组建国家医疗保障局作为国务院直属机构，主要职责是拟订医疗保险、生育保险、医疗救助等医疗保障制度的政策、规划、标准并组织实施，监督管理相关医疗保障基金，完善国家异地就医管理和费用结算平台，组织制定和调整药品、医疗服务价格和收费标准，制定药品和	国家医疗保障局将通过定价权和招标采购政策充分发挥医保限价、控费职能，药品价格下降趋势仍将延续

		医用耗材的招标采购政策并监督实施，监督管理纳入医保范围内的医疗机构相关服务行为和医疗费用等；（3）组建国家市场监督管理总局作为国务院直属机构，并基于药品监管的特殊性，组建国家药品监督管理局，由国家市场监督管理总局管理	
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
2018 年 4 月	国家中药管理局关于发布《古代经典名方目录（第一批）》的通知	收录100首经典名方（《中医药法》对经典名方的定义为，目前仍广泛应用、疗效确切、具有明显特色与优势的清代及清代以前医籍所记载的方剂）	有利于促进中医药文化传承，有助于加快中药产业科学发展，有助于推动经典名方复方制剂简化审评，并为生产企业提供了方向
2018 年 4 月	国家药品监督管理局《关于进口化学药品通过检验有关实现的公告》	进口化学原料药及制剂（不含首次在中国销售的化学药品）在进口时不再逐批强制检验；口岸所在地药品监督管理部门在办理进口化学药品备案时不再出具《进口药品口岸检验通知书》，口岸药品检验所不再对进口化学药品进行口岸检验	加快药品进口的进程，减轻广大患者特别是癌症患者药费负担并有更多用药选择
2018 年 4 月	财政部	自2018年5月1日期，以暂停税率方式将包括抗癌药在内的所有普通药品、具有抗癌作用的生物碱类药品及有实际进口的中成药进口关税将为零	进一步降低国内患者，特别是癌症患者的药费负担
2018 年 5 月	国家药品监督管理局《关于发布可豁免或简化人体生物等效性（BE）试验品种的通告》	确定2018年底前需完成一致性评价品种目录中可豁免或简化人体生物等效性（BE）试验的48个品种，其中可豁免人体BE品种15个，可申请豁免人体BE品种17个，可简化人体BE品种（包括可豁免空腹BE和可豁免餐后BE）13个，进行人体PK比较研究评价安全性品种3个	BE试验作为一致性评价的核心，时间和资金成本较高，随着2018年底大限临近，此次豁免和简化BE的48个品种可为医药生产企业节约大量时间和费用，有利于推进一致性评价进程
2018 年 5 月	国家药品监督管理局、国家卫生健康委员《关于优化药品注册审评审批有关事宜的公告》	对防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病以及罕见病药品，进一步落实药品优先审评审批工作机制；境外已上市的防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病及罕见病药品可以提交境外取得的临床试验数据直接申报药品上市注册申请；基于产品安全性风险控制需要开展药品检验工作并取消进口药品再注册核档程序	体现国家层面对重大疾病和罕见病的重视，有利于提高创新药上市审批效率，科学简化审批程序
2018 年 6 月	国家药品监督管理局《关于发布古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定的公告》	对来源于国家公布目录中的古代经典名方且无上市品种的中药复方制剂申请上市，符合本规定要求的，实施简化审批，可仅提供药学及非临床安全性研究资料，免报药效学研究及临床试验资料，申请人应当确保申报资料的数据真实、完整、可追溯	简化经典名方中药复方制剂的注册审批有利于调动生产企业的积极性，更好地满足中医临床使用经典名方的需要，利好于具有完整的生产能力和研发能力的药品生产企业
2018 年 10 月	国家卫健委《国家基本药物目录（2018年版）》	目录品种有原来的520种增加到685中，包括417种化学药/生物药、268种中成药，新增品种主要包括抗肿瘤药12种、临床急需儿童药22种等	优化用药结构，保障常见病、慢性病、重大疾病的基本用药需求，提升基层用药水平
2018 年 11 月	国家药监局、国家卫健委《中华人民共和国疫苗管理法（征求意见稿）》	对疫苗研制和上市许可、生产、上市后管理、流通、预防接种、异常反应监测、保障措施、监管和法律责任等方面制定了针对性、实效性和可操作性的法律条款，并对于违法行为的处罚上强调了从重处罚	有利于对疫苗行业监管
2018 年 11 月	中央全面深化改革委员会第五次会议《国家组织药品集中采购试点方案》	选取了31种通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4直辖市+7重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标	仿制药价格大幅下降，缓解医保压力，行业集中度进一步提升
2018 年 12 月	国家卫健委《关于做好辅助用药临床应用管理有关工作的通知》	将制订辅助用药目录，明确医疗机构辅助用药范围，对辅助用药管理目录中的全部药品进行重点监控	有利于控制辅助用药滥用现象，提高合理用药水平

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，需关注商誉减值风险

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。2018 年，多家医药行业上市公司发生商誉减值，对企业利润水平造成负面影响。

（2）研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿制药，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。

（3）一致性评价进程加快，配套政策逐步完善，随着带量采购落地，将加速企业间分化

自 2016 年一致性评价工作启动以来，国家陆续出台多项配套细则，保障一致性评价工作持续推进。2018 年 2 月至 7 月，国家药监局陆续公布了第二批至第五批通过一致性评价的品种，每批的品种品规不断增长，评审和通过速度明显提升。《中国上市药品目录集》数据库显示，截至 2019 年 5 月 18 日，共有 192 个品种完成一致性评价。

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。

在配套政策支持方面，通过一致性评价的品种，药品监管部门允许其在说明书和标签上予以标注，并将其纳入《中国上市药品目录集》；对同品种药品通过一致性评价的药品生产企业达到 3 家以上的，在药品集中采购等方面，原则上不再选用未通过一致性评价的品种。此外，《国家基本药物目录（2018 年版）》已建立动态调整机制，通过一致性评价的品种优先纳入目录，未通过一致性评价的品种将逐步调出目录。

2018 年 11 月，中央全面深化改革委员会第五次会议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，选取了 31 种通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4 直辖市+7 重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标。带量采购的目的是通过确定采购规模，降低交易成本，从而实现药品价格的降低，并有利于实现仿制药替代。2018 年 12 月 7 日，招标工作完成，31 个试点通用名药品有 25 个集中采购拟中选。其中，通过一致性评价的仿制药 22 个，原研药 3 个，仿制药替代效应显现；与试点城市 2017 年同种药品最低采购价相比，拟中选价平均降幅 52%，最高降幅 96%，降价效果明显。

总体看，仿制药一致性评价未来仍将成为医药制造企业工作的重点；同时，预计随着“带量采购”等配套政策的逐步落实，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。

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，随着各项医改政策在生产端去产能和消费端调结构的各项医改政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，企业间分化将继续加大，具备规模优势、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，行业将进入转型升级的新阶段。从中长期看，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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年3月底，公司注册资本为3.44亿元，其中，大健康集团持股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大健康集团，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2018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，包含10个独家品种：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）和水飞蓟宾胶囊。截至2018年底，注射用丹参多酚酸、醒脑静注射液和阿德福韦酯片等10个品种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，802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。2018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”）在新三板进行股权融资，完成定向增发，募集资金5.34亿元，营运能力进一步提升。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。

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和养血清脑颗粒（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，随着天士力营销集团在新三板挂牌，营运能力及业务竞争力得到加强。

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。

公司医药工业的经营主体天士力股份2018年研发投入为12.02亿元，占其医药工业收入

的比重为 16.87%，研发投入较高。

2018年，公司在研产品共77款，构筑涵盖心脑血管、消化代谢、抗肿瘤三大治疗领域优势，其中包括22款1类创新药，并有43款药品（其中含仿制药一致性评价9款药物）已进入临床阶段。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2018年底，公司及主要子公司拥有专利总数1533件，其中发明专利1362件。公司主要产品复方丹参滴丸拥有专利390件，养血清脑颗粒拥有专利72件。2018年，公司及主要子公司专利申请及授权分别为25件及49件，其中发明专利新申请及授权分别为22件和39件。

整体看，公司自主研发能力较为领先，并通过多种研发模式获得储备项目，为长期可持续发展提供了有力支撑。

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、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、化学药和生物制品等。

2018 年，公司实现主营业务收入 194.75 亿元，同比增长 10.31%。其中医药行业实现收入 186.21 亿元，同比增长 11.99%；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 8.54 亿元，同比下降 16.93%，其中医药行业收入占比进一步提升至 95.61%。2018 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，多项产品进入国家基药目录及地方医保目录，生物药普佑克 2017 年纳入国家医保后收入放量增长；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	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	143.18	90.95	35.86	166.27	94.18	35.80	186.21	95.61	35.16	46.92	98.70	32.76
其他业务	14.25	9.05	54.11	10.28	5.82	32.68	8.54	4.39	46.02	0.63	1.30	39.68
合计	**157.43**	**100.00**	**37.51**	**176.55**	**100.00**	**35.62**	**194.75**	**100.00**	**35.64**	**47.54**	**100.00**	**32.88**

注：其他业务是指公司的保健品、融资租赁业务及海外营销业务
资料来源：公司提供

毛利率方面，公司其他业务毛利率提升较快，2018 年为 46.02%，较上年同期提升 13.34 个百分点，主要系毛利率较高的产品收入占比提升所致；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 35.16%，但仍保持在较高水平。2018 年综合毛利率为 35.64%，同比变化不大。

2019 年 1-3 月，公司实现主营业务收入 47.54 亿元，同比增长 9.12%；医药行业和其他业务分别实现收入 46.92 亿元和 0.63 亿元，分别同比增长 15.42%和-73.19%，其中其他业务受公司战略规划影响有所收缩，收入下滑幅度较大。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 32.88%；医药行业和其他毛利率分别为 32.76%和 39.68%，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、化学药和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，公司生产所需的主要原料药材包括丹参、三七、冰片、川芎、当归和黄芪等。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，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，2018 年复方丹参滴丸产量为 14383.35 万盒，同比变化不大；同期，养血清脑颗粒、水林佳和普佑克的产量分别为 2345.83 万盒、1290.55 万盒和 44043.00 盒，分别同比增长 3.12%、4.60%和 236.05%，其中生物药普佑克在加入国家医保目录后收入放量增长。2018 年上述四种产品的产能利用率分别为 99.88%、65.16%、64.53%和 68.82%。除复方丹参滴丸产能利用率略有下滑外，其他三种产品产能利用率均有所提升。

产品销售方面，受招标降价、医保控费与公立医院规模限制及调整产品结构等多重因素影响，2018 年，复方丹参滴丸和养血清脑颗粒的销量分别为 13844.93 万盒和 2174.44 万盒，同比下滑 6.10%和 6.04%，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。同期，水林佳及普佑克的销量分别同比增长 3.44%和 146.64%至 1280.09 万盒和 26403.00 盒。上述四种产品 2018 年的产销率分别为 96.07%、93.28%、99.04%和 59.95%，同比均有所下降，其中普佑克因 2018 年产量大幅增长导致产销率不高，其他产品产销率维持在高位。

2019 年 1-3 月，除复方丹参滴丸销量同比有所下滑外，养血清脑颗粒及水林佳的销量同比均有所提升。同期，各产品产销率维持在较高水平。

公司产品主要通过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：万盒、%）

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
复方丹参滴丸	产量	14474.56	14383.35	3115.37
	产能利用率	100.52	99.88	86.54
	销量	14744.41	13844.93	3405.43
	产销率	101.86	96.07	113.31
养血清脑颗粒	产量	2274.86	2345.83	447.28

（丸）	产能利用率	63.19	65.16	49.70
	销量	2314.31	2174.44	480.76
	产销率	101.73	93.28	104.45
水林佳	产量	1233.74	1290.55	403.05
	产能利用率	61.69	64.53	72.53
	销量	1237.49	1280.09	334.26
	产销率	100.30	99.04	82.13
普佑克	产量（盒）	13106.00	44043.00	--
	产能利用率	40.96	68.82	--
	销量（盒）	10705.00	26403.00	6874.00
	产销率	81.68	59.95	--

资料来源：公司提供

注：普佑克因进行 300L 项目测试，2019 年一季度停产，已于 5 月份恢复生产

跟踪期内，公司核心产品复方丹参滴丸销量有所下降，普佑克加入国家医保目录后放量增长，各主要产品产销率保持在较高水平[2]。

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其下属子公司，主要经营药品、医疗器械和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。

2018 年，天士力营销集团在新三板完成三次股权融资，募集资金金额 5.40 亿元，进一步扩宽了融资渠道及资本实力。截至 2018 年底，天士力营销集团资产总额 96.99 亿元，所有者权益 13.17 亿元，2018 年实现营业收入 116.59 亿元，利润总额 1.52 亿元。

公司业务模式分为分销配送、零售连锁及慢病管理与药事增值服务三种模式。

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、辽宁和山东等七个省市布局医药商业流通子公司，截至 2019 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 余家终端诊所和 380 余家连锁药店的渠道网络，主要经营的药品、医疗器械等产品品规超过 3400 种。2018 年，公司分销配送业务实现收入 103.73 亿元，同比增长 18.26%，净利润 1.30 亿元，同比增长 46.69%。其中公司医院配送业务占分销配送业务收入 57.00%，同比增长 22.17%。

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 2019 年 3 月底，共经营 703 家零售连锁药店，其中直营药店 573 家、加盟药店 130 家。2018 年，公司零售连锁业务实现收入 9.20 亿元，同比增长 20.99%，净利润 -0.36 亿元，同比下滑 20.95%，主要系 2017 年在辽宁省内新开药店较多，回收期普遍偏长，新开药店在 2018 年仍未达到盈利状态所致。

公司积极实践“医保+医药+互联网”的服务创新模式，公司与天津市人力资源与社会保障局合作，建立了全国首个基于在线医保支付的慢病管理服务创新项目——天津市糖尿病门诊特殊病患者送药服务项目，为慢性病人提供在线处方药购买、 在线医保结算、药品送药到家的全流程服务。2018 年，公司成立了 11 家慢病管理中心，实现 419 项会员信息数字化，累计管理糖尿病人 26786 人，服务 316000 人次。2018 年，启动了“人头付费”支付模式的创新试点，已经签约 1.8 万名人头付费会员，与 17 家医院签订系统直连实现电子处方外流

[2] 普佑克因产能提升较快，产销率较低，但销量同比大幅增长。

的优先机会，与津南区签订智慧慢病试点协议。2018 年公司慢病管理与药事增值服务实现收入 3.43 亿元，同比增长 16.15%，净利润 0.06 亿元，同比增长 70.16%。

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。2018 年，公司医药商业板块实现收入 107.78 亿元，较上年增长 17.08%。

总体看，跟踪期内，公司医药商业收入规模增长较快，随着天士力营销集团持续优化下游客户结构及产品品类，提升连锁药店的终端销售能力，公司医药商业板块获得快速发展。

4. 其他业务

根据战略规划，公司将在现代中药的基础上，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，主要经营原药材、中药饮片和中成药销售业务。

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；2018 年实现收入 1.52 亿元，净利润 0.39 亿元。截至 2019 年 3 月底，天士力融资租赁有限公司累计投放存量 21.58 亿元，累计计提减值准备 449.48 万元，主要产品为医疗设备。

5. 经营效率

2018 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 1.76 次、3.41 次和 0.50 次，同比均有所下滑。总体看，公司整体经营效率一般。

6. 未来发展

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建工程包括东北现代中药示范工厂项目、医药生物反应器扩能和 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）以及生物茶茶谷修建工程等项目。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、生产和销售为主，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。

上述项目预计总投资 44.78 亿元，截至 2019 年 3 月底已投资金额 25.79 亿元，未来计划投资 18.99 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 2019 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 2019 年 3 月底已完成投资	2019 年 4-12 月预计投资	2020 年计划投资金额
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	17844.34	527.02	500.00
生物医药反应器扩能和 GMP 改造项目	34007.59	31995.79	326.31	--
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	13145.67	2374.58	2092.21
帝益无菌药品车间项目	7350.00	8479.35	1012.72	527.00
天地药业新厂区建设项目	22907.61	8043.71	13502.40	2890.66
东北现代中药示范工厂项目	32000.00	27055.28	5968.96	892.38

天士力现代中药产业园建设项目	10000.00	7374.41	3197.59	500.00
辽宁保健品厂房建设项目	5300.00	6851.00	--	--
生物茶茶谷修建工程项目	236536.00	119101.00	981.00	1658.00
文山三七数字本草检验中心有限公司基建项目	5388.00	3371.00	1399.00	--
仁康医院新院区	42000.00	11433.00	25567.00	2000.00
幼儿健康研究教育中心综合服务楼项目	9242.00	1803.33	5545.20	1893.47
樟树中药材初加工厂房项目	7530.30	1358.05	1340.25	2516.00
合计	**447833.36**	**257855.93**	**61742.03**	**15469.72**

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供了 2018 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 2019 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2018 年公司合并范围增加 1 家子公司，减少 1 家子公司；2019 年一季度合并范围新设 1 家一级子公司。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 2018 年底，公司资产总额 409.46 亿元，所有者权益 125.84 亿元(含少数股东权益 71.34 亿元)；2018 年，公司实现营业总收入 197.97 亿元，利润总额 16.77 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 408.00 亿元，所有者权益 127.17 亿元(含少数股东权益 72.67 亿元)；2019 年 1-3 月，公司实现营业总收入 48.22 亿元，利润总额 3.48 亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额持续增长，截至 2018 年底为 409.46 亿元，同比增长 7.26%，主要来自货币资金和应收账款的增加；其中流动资产占 60.55%，非流动资产占 39.45%。

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，同期，由于公司发行多期债券，货币资金大幅增长，上述因素带动流动资产规模较快提升。截至 2018 年底，公司流动资产 247.92 亿元，同比增长 10.68%，构成以货币资金（占 18.61%）、应收票据（占 12.15%）、应收账款（占 35.79%）、其他应收款（占 11.38%）和存货（占 16.10%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金同比增长 66.93%至 46.13 亿元，主要系公司及其子公司发行多期债券所致。其中银行存款占 74.77%；使用受限的货币资金 11.62 亿元，主要为各类保证金。

截至 2018 年底，公司应收票据 30.13 亿元，同比下降 9.42%，主要系公司增加票据贴现所致，其中银行承兑汇票占 98.14%，已质押票据 3.42 亿元，受限比例较低。

截至 2018 年底，公司应收账款 88.72 亿元，同比增长 21.96%，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。2018 年，公司对应收账款计提坏账准备 2.68 亿元，计提比例 2.93%，计提比例较低；应收账款账龄在 1 年以内的占 98.12%，账龄短。

公司其他应收款主要系应收关联方经营性借款。截至 2018 年底，公司其他应收款 28.22 亿元，同比下降 23.49%，其中应收关联方款项 24.00 亿元；累计计提坏账准备 1.57 亿元，计提比例 5.27%，计提比例较低。从账龄来看，账龄在 1 年以内的其他应收款占 95.27%，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 2018 年底其他应收款中的关联方款项

（单位：万元）

关联方名称	金额
天津天士力大健康产业投资集团有限公司	700.00

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	153359.67
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	76919.78
甘肃天誉医院（有限合伙）	5500.00
天津智祥企业管理有限公司	197.71
天津帝泊洱生物茶连锁有限公司	100.00
合计	**239979.16**

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 2018 年底，公司存货 39.92 亿元，同比增长 18.06%，累计计提跌价准备 0.04 亿元；主要由库存商品（占 54.32%）和原材料（占 27.49%）构成。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产 161.54 亿元，同比变化不大，主要由可供出售金融资产（占 15.36%）、长期应收款（占 10.77%）、长期股权投资（占 20.14%）和固定资产（占 31.50%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 24.81 亿元，同比增长 16.27%。其中可供出售债务工具 2.71 亿元，可供出售权益工具 22.10 亿元。按成本计量的可供出售金融资产 15.81 亿元，主要包含甘肃众友健康医药股份有限公司 4.32 亿元和 C-BRIDGE HEALTHCARE FUND L,P 3.85 亿元等；按公允价值计量的可供出售金融资产 9.00 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 2018 年底公司持股比例为 1.08%，账面价值 1.88 亿元）和成都市贝瑞和康基因技术股份有限公司（以下简称“贝瑞和康”，截至 2018 年底公司持股比例为 2.33%，账面价值 2.53 亿元）。

截至 2018 年底，公司长期应收款 17.39 亿元，同比下降 9.11%，主要系融资租赁业务规模回落所致，构成主要为融资租赁款，其中 13.09 亿元用于质押担保。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 32.53 亿元，同比下降 14.56%。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和西藏华金天马股权投资合伙企业（有限合伙）等。同期，对 CARDIODA, INC 计提 1.25 亿元减值，主要系其产品 2018 年未能进入医保，导致销售额大幅下降，无法收回投资，全额计提减值准备。

表 9　截至 2018 年底公司主要长期股权投资明细

（单位：亿元）

关联方名称	账面价值
西藏华金天马股权投资合伙企业（有限合伙）	4.00
天津同仁堂集团股份有限公司	5.03
C-BRIDGE HEALTHCARE FUND,L.P	4.22
天津华金境天投资合伙企业（有限合伙）	3.23
I-BRIDGE HEALTHCARE FUND,L.P	3.08
I-MAB	3.09

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司固定资产账面原值 72.52 亿元，累计折旧 26.52 亿元，账面价值 50.89 亿元，同比变动不大。从构成看，主要由房屋建筑物（占 67.36%）和机器设备（占 28.16%）构成。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 408.00 亿元，其中流动资产和非流动资产占比分别为 60.49%和 39.51%，资产规模及结构均较上年底变动不大。

表 10　截至 2019 年 3 月底公司资产受限明细

（单位：亿元）

受限资产名称	受限账面价值	受限原因
货币资金	11.29	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
应收账款	27.29	包括 ABS、ABN 质押、银行贷款质押、信用证贴现融资
固定资产	4.72	为银行融资、开立银行承兑票据提供抵押担保
长期应收款	8.77	为银行融资、开立银行承兑票据提供抵押担保
无形资产	0.63	为银行融资、开立银行承兑票据提供抵押担保
合计	**52.71**	--

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司资产规模波动增长，医药商业经营规模的扩张、“两票制”的影响推高了公司应收账款规模，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 2018 年底，公司所有者权益 125.84 亿元（含少数股东权益 71.34 亿元），同比增长 7.80%，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 41.75%）和未分配利润（占 38.84%）构成。截至 2018 年底，公司其他综合收益同比大幅下降 43.83%至 5.92 亿元，主要系可供出售金融资产的公允价值变动损益-2.74 亿元（持有的曙光信息和贝瑞和康股票的的公允价值变动）。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 127.17 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，公司债务结构有所调整，非流动负债占比有所提高。截至 2018 年底，公司负债 283.63 亿元，同比增长 5.92%，主要来自长期借款和应付债券的增加；其中非流动负债占比由上年的 28.23%提升至 42.08%。

截至 2018 年底，公司流动负债同比下降 14.53%至 164.26 亿元，主要由短期借款（占 42.87%）、应付账款（占 14.34%）和一年内到期的非流动负债（占 14.33%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款同比下滑 18.56%至 70.42 亿元，其中信用、保证和质押借款合计 68.22 亿元；一年内到期的非流动负债 23.54 亿元，同比增长 82.20%，主要系“16 天士力 PPN001”将于 2019 年 10 月偿付所致；其他流动负债系公司发行的超短期融资券，截至 2018 年底为 14.98 亿元。

表11 截至2018年底公司其他流动负债概况

（单位：亿元）

债券名称	面值	发行日	期限
18天士力SCP001	5.00	2018.07.16	270天
18天士力SCP002	5.00	2018.07.27	270天
18天士力SCP003	5.00	2018.09.14	270天
合计	**15.00**	--	--

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司非流动负债 119.36 亿元，同比增长 59.87%，主要由长期借款（占 31.35%）、应付债券（占 51.26%）和长期应付款（占 13.33%）构成。截至 2018 年底，公司长期借款 37.41 亿元，同比增长 42.71%，其中信用借款和保证借款分别为 15.13 亿元和 8.80 亿元；应付债券 61.18 亿元，同比增长 136.89%，主要系本期发行多期债券所致；长期应付款主要系应付股权收购款和融资租赁款项，截至 2018 年底为 15.91 亿元，同比下降 10.80%。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 280.84 亿元，负债结构及规模较 2018 年底变动不大。

表12 截至2019年3月底公司应付债券概况

（单位：亿元）

债券名称	面值	发行日	期限
17天士力PPN001	5.00	2017.09.07	3年
18天士力MTN001	5.00	2018.01.10	3年
18天士力MTN002	10.00	2018.03.07	3年
18天士力MTN003	5.00	2018.04.18	3年
18天士力PPN001	2.50	2018.11.29	3年
18天士力医MTN001	10.00	2018.05.02	3年
18天士力医MTN002	2.00	2018.12.11	2年
2018年第一期应收账款资产支持票据	9.28	2018.01.17	3年
2018年第二期应收账款资产支持票据	12.80	2018.12.21	3年
合计	**61.58**	--	--

资料来源：公司审计报告

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务 234.25 亿元，同比增长 9.61%；其中短期债务同比下降 16.80%至 119.82 亿元，占全部债务的比重相应下降至 51.15%。截至 2018 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 69.27%和 65.05%，同比略有下降；同

期长期债务资本化比率为 47.63%，同比大幅增长 9.68 个百分点。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务规模 229.49 亿元，较上年底下降 2.03%，债务结构变化不大；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 68.83%、64.34%和 46.39%，均较上年底有所下降。

跟踪期内，公司长期债务占比大幅提高，负债结构有所优化；受医药商业发展较快影响，债务规模有所上升，整体负担较重。

3. 盈利能力

2018 年公司实现营业收入 197.97 亿元，同比增长 10.87%，医药商业的增长对营业收入的支撑作用较为明显。2018 年，公司营业成本 125.87 亿元，同比增长 10.32%。同期，公司营业利润率为 35.32%，较上年小幅提升。

2018 年公司期间费用 61.19 亿元，同比增长 12.43%，占营业收入的比重为 30.91%，较上年略有提升。公司期间费用对利润侵蚀较大，影响公司盈利水平。

2018 年，公司资产减值损失 3.53 亿元，主要系坏账损失 1.99 亿元和长期股权投资减值损失 1.25 亿元。

2018 年公司实现投资收益 10.70 亿元，同比增长 8.74%；其中处置可供出售金融资产 8.07 亿元，主要系出售曙光信息部分股权获得的投资收益。

受期间费用扩大影响，2018 年公司实现利润总额 16.77 亿元，同比略有下滑。

从盈利指标来看，2018 年公司总资本收益率为 6.58%，同比有所提升；同期，净资产收益率为 9.36%，同比有所下滑。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 48.22 亿元，同比增长 6.42%；期间费用 12.00 亿元，占营业收入的比重为 24.89%；实现利润总额 3.48 亿元，同比下降 17.34%。同期，公司营业利润率下滑至 32.65%。

总体看，跟踪期内，公司营业收入持续增长，期间费用对利润侵蚀影响较大；公司主业盈利能力较为稳定且保持在较高水平；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，2018 年公司经营活动现金流入为 225.67 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金（216.52 亿元）和收到的其他与经营活动有关的现金（8.32 亿元）。同期，公司经营活动现金流出为 219.66 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金（141.29 亿元）和支付其他与经营活动有关的现金（36.11 亿元）。2018 年公司经营活动产生的现金流量净额为 6.02 亿元（上年同期为-36.50 亿元），主要系一方面公司子公司从事融资租赁和保理业务相应收回租赁款和贷款，另一方面，公司本期加大了票据贴现所致。从收入实现质量来看，2018 年公司现金收入比为 109.37%，收入实现质量较上年提升明显。

从投资活动看，2018 年公司投资活动现金流入合计 42.41 亿元，同比下降 25.12%；2018 年公司投资活动现金流出 31.54 亿元，同比大幅下降 52.59%，主要为支付其他与投资活动有关的现金大幅下降所致。2018 年公司投资活动产生的现金流量净额为 10.88 亿元。

筹资活动方面，2018 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 230.20 亿元；公司筹资活动现金流出 234.45 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-4.25 亿元。

2019 年 1-3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 3.10 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-4.48 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-2.64 亿元；同期现金收入比为 105.75%。

跟踪期内，受贴票及融资租赁业务回款影响，公司经营性净现金流由负转正，收入实现质量有所提高；随着公司主业运营发展及在建

工程的进一步投入，公司存在一定融资压力。

5. 偿债能力

受流动负债规模下降影响，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 150.93%和 126.63%，分别同比提升 34.37 个百分点和 27.66 个百分点。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 149.62%和 125.74%。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，2018 年公司 EBITDA 为 34.04 亿元，同比增长 12.07%。同期，EBITDA 利息倍数为 2.86 倍，全部债务/EBITDA 为 6.88 倍。总体看，随着有息债务增长，公司长期偿债能力有所弱化。

截至2019年3月底，公司对外担保余额18.25亿元，存在或有负债风险。

表 13 截至 2019 年 3 月底公司对外担保情况

被担保单位	担保额度（亿元）	担保到期日
国台酒业集团有限公司	1.00	2019.12.26
贵州国台酒业有限公司	0.50	2019.12.27
	0.80	2020.03.26
贵州国台酒庄有限公司	3.30	2021.12.04
贵州国台酒业销售有限公司	0.50	2020.01.02
	0.20	2020.03.26
贵州汇珠薏仁米产业开发有限公司	0.22	2023.11.22
浙江尖峰集团股份有限公司	2.53	2019.11.20
江西中通融资租赁有限公司	6.20	2019.05.22
	3.00	2021.12.24
合计	**18.25**	--

注：1.贵州国台酒业销售有限公司、贵州国台酒业有限公司、贵州国台酒庄有限公司均受大健康集团控制，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与公司无关联关系；2.公司为尖峰集团发行债券提供不可撤销的连带责任保证担保；同时，大健康集团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2018年底，江西中通融资租赁有限公司资产总额20.00亿元，所有者权益6.45亿元，2018年实现收入4.07亿元，利润总额0.07亿元

资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司共获得银行授信228.70亿元，尚未使用额度为97.95亿元；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. 母公司财务分析

资产及负债方面，截至 2018 年底，公司本部资产 112.08 亿元；其中流动资产占比为 50.96%。流动资产主要为其他应收款，占 85.75%。非流动资产以长期股权投资为主，主要为对子公司和联营企业的投资。截至 2018 年底，公司负债总额 91.00 亿元，构成主要为短期借款、一年内到期的非流动负债和应付债券，分别为 28.91 亿元、14.05 亿元和 27.34 亿元。所有者权益方面，截至 2018 年底，公司本部所有者权益为 21.09 亿元，主要由资本公积构成（15.40 亿元）。

盈利能力方面，公司本部为控股型公司，本部基本无收入。2018 年，公司本部实现营业收入 0.01 亿元；公司本部的期间费用主要为管理费用和财务费用，分别为 1.41 亿元和 1.93 亿元。同期，投资收益为 5.06 亿元；2018 年公司本部实现利润总额 0.49 亿元。

现金流方面，公司本部经营性现金流量较小，2018 年经营活动现金流入量为 0.22 亿元，经营活动产生的现金流量净额为-3.27 亿元；投资活动产生的现金流入量净额为 20.01 亿元；同期，公司筹资活动现金流量主要系取得借款、发行债券和偿还债务产生的现金流量，筹资活动产生的现金流量净额为-18.23 亿元。

有息债务方面，截至 2019 年 3 月底，公司本部有息债务为 73.36 亿元，其中短期债务 42.96 亿元，长期债务 30.40 亿元。从债务指标看，截至 2019 年 3 月底，公司本部资产负债率、全部债务资本化比率和长期资本化比率分别为 83.67%、81.65%和 64.83%，整体债务负担很重。

总体看，公司本部作为控股型公司，本部收入规模很小，盈利主要依赖投资收益；本部资产以其他应收款和长期股权投资（上市公司天士力股份股权）为主，资产质量尚可；公司本部债务负担重，承担较多融资职能，偿债能

力弱。

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 2019 年 6 月 11 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。

8. 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、存续期内债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司存续债券规模合计 47.50 亿元，其中一年内到期债券余额 20.00 亿元。

表14 截至本报告出具日公司存续债券情况

存续债券	余额（亿元）	到期日
16天士力PPN001	10.00	2019.10.19
17天士力PPN001	5.00	2020.09.07
19天士力SCP001	5.00	2019.11.26
19天士力SCP002	5.00	2020.01.21
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	2021.04.18
18天士力PPN001	2.50	2021.11.29
合计	**47.50**	--

资料来源：联合资信整理

表15 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项 目	2018 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	3.81
经营活动现金流入量/应付债券余额	4.75
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.13
EBITDA/应付债券余额	0.72

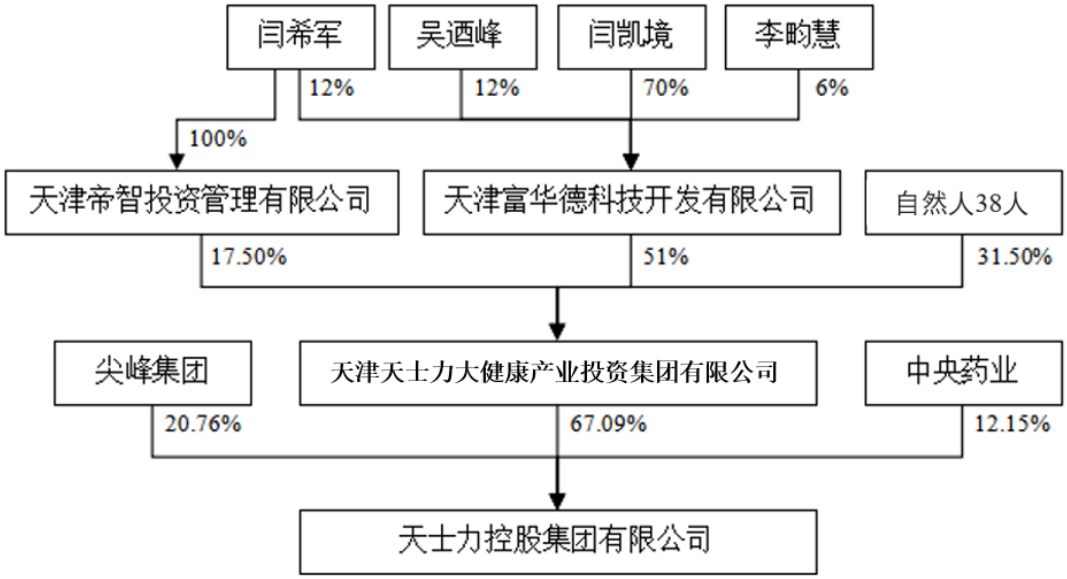
资料来源：联合资信整理

截至 2018 年底，公司现金类资产 76.29 亿元，对公司本部一年内到期债券余额的覆盖倍数为 3.81 倍；2018 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额对公司本部存续债券的覆盖倍数分别为 0.72 倍、4.75 倍和 0.13 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。

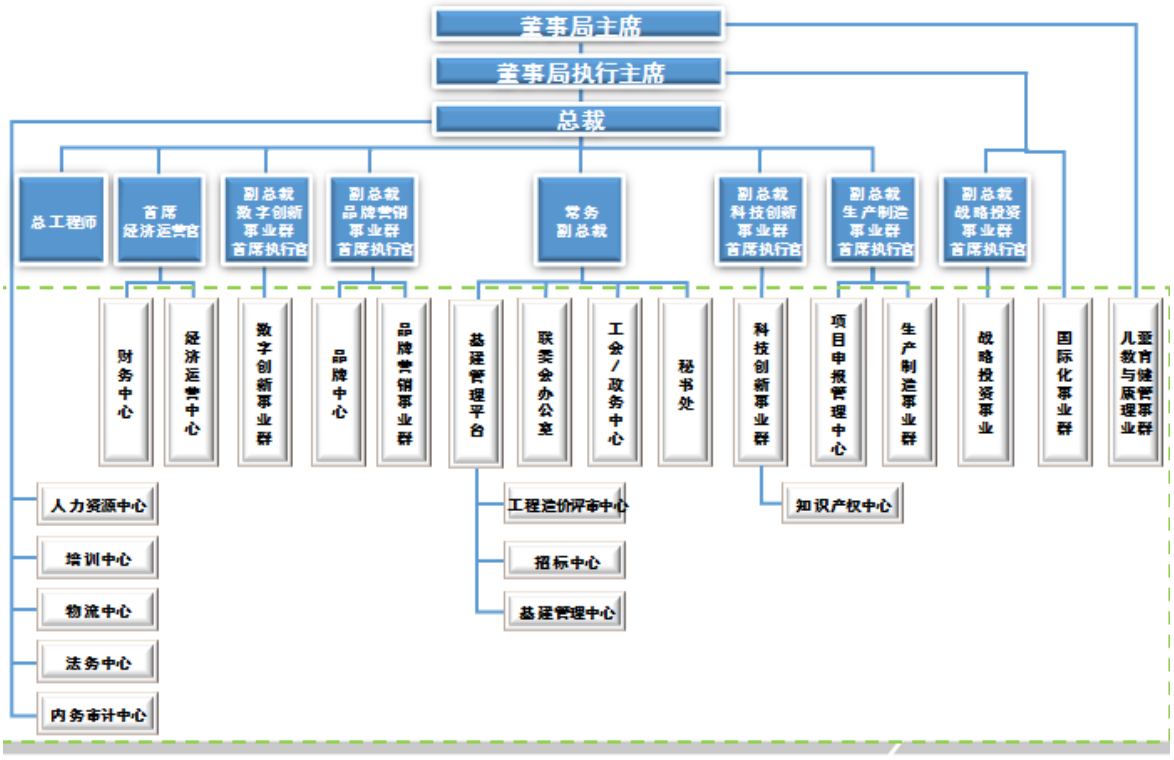
十一、结论

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 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	45.50	60.90	76.29	67.12
资产总额(亿元)	307.32	381.75	409.46	408.00
所有者权益(亿元)	108.28	113.98	125.84	127.17
短期债务(亿元)	97.36	144.01	119.82	119.44
长期债务(亿元)	55.10	69.69	114.43	110.05
全部债务(亿元)	152.45	213.71	234.25	229.49
营业收入(亿元)	158.05	178.57	197.97	48.22
利润总额(亿元)	18.06	16.98	16.77	3.48
EBITDA(亿元)	29.25	30.37	34.04	--
经营性净现金流(亿元)	1.70	-36.50	6.02	3.10
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.20	1.95	1.76	--
存货周转次数(次)	3.51	3.53	3.41	--
总资产周转次数(次)	0.56	0.52	0.50	--
现金收入比(%)	109.31	98.27	109.37	105.75
营业利润率(%)	36.16	34.67	35.32	32.65
总资本收益率(%)	7.67	6.08	6.58	--
净资产收益率(%)	12.13	10.12	9.36	--
长期债务资本化比率(%)	33.72	37.94	47.63	46.39
全部债务资本化比率(%)	58.47	65.22	65.05	64.34
资产负债率(%)	64.77	70.14	69.27	68.83
流动比率(%)	130.76	116.56	150.93	149.62
速动比率(%)	108.13	98.97	126.63	125.74
经营现金流动负债比(%)	1.24	-18.99	3.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.27	3.62	2.86	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.21	7.04	6.88	--

注：1. 公司 2019 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 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。

附件 4-3　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