

信用等级公告

联合[2018] 510 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 年度第三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 年度第三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
二零一八年四月二日



天士力控股集团有限公司

2018年度第三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: 2018 年 4 月 2 日

财务数据:

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
现金类资产(亿元)	27.87	34.90	45.50	47.90
资产总额(亿元)	184.56	258.37	307.32	368.19
所有者权益(亿元)	68.58	89.41	108.28	115.24
短期债务(亿元)	65.27	84.40	97.36	125.60
长期债务(亿元)	19.64	41.05	55.10	77.30
全部债务(亿元)	84.91	125.45	152.45	202.90
营业收入(亿元)	132.01	142.43	158.05	125.46
利润总额(亿元)	14.29	14.01	18.06	14.99
EBITDA(亿元)	21.43	23.47	29.25	--
经营性净现金流(亿元)	2.14	1.32	1.70	-31.65
营业利润率(%)	37.74	38.95	36.16	32.41
净资产收益率(%)	16.56	12.22	12.13	--
资产负债率(%)	62.84	65.39	64.77	68.70
全部债务资本化比率(%)	55.32	58.39	58.47	63.78
流动比率(%)	113.72	121.89	130.76	124.87
经营现金流/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 年前三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。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, 公司核心产品复方丹参滴丸市场份额领先, 普佑克等 5 个品种纳入新版《医保目录》。近年来, 公司资产及权益规模不断增长, 收入规模稳步提升, 整体盈利能力较强。同时联合资信也关注到, 医药招标限价、医保控费等政策使得药品价格面临下行压力, 应收账款占比高且增速快, 债务规模增长较快, 期间费用增长较快对利润形成侵蚀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。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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司 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, 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, 主导产品复方丹参滴丸在心脑血管中成药中市场份额第一。

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9月底，公司及控股子公司共有232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。
6. 公司EBITDA对本期中期票据覆盖程度高。

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. 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，应收账款规模较大且呈增长趋势，对资金形成一定占用。
3. 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度高，投资收益主要源于处置资产收益。
4. 近年来，公司债务规模增长较快，债务负担有所加重，短期偿债压力大；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. 公司经营性净现金流波动大，受开展融资租赁业务影响，2017年1~9月经营性净现金流为-31.65亿元。

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年度第三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9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）成功在上海证券交易所上市。截至2017年9月底，公司持有天士力股份448201089股，持股比例为45.18%的股权，其中质押81370207股，质押比例为16.17%。

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、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9月底，公司资产总额368.19亿元，所有者权益115.24亿元（含少数股东权益60.91亿元）；2017年1~9月，公司实现营业总收入125.46亿元，利润总额14.99亿元。

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

公司于2017年注册中期票据20亿元，并于2018年1月和3月分别发行2018年度第一期、二期中期票据（5亿元，3年；10亿元，3年），本期计划发行2018年度第三期中期票据（以下简称“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，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，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，中国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，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）实现 2.0% 的温和上涨，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。

2017 年 1~9 月，中国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017 年前三季度，中国国内生产总值（GDP）增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017 年 1~9 月，中国三大产业保持稳定

增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017 年 1~9 月，中国固定资产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际增速 2.2%），增速较 1~6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较 1~6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较 1~6 月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017 年 1~9 月，中国社会消费品零售总额 26.3 万亿元，同比增长 10.4%，增速与 1~6 月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9 月，全国居民人均可支配收入 19342 元，同比增长 9.1%（实际增速 7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体

持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017 年 1~9 月，中国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，但增速较 1~6 月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10%以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为我国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对中国经济产生影响。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，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内中国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，中国经济增速短期内或将继续放缓，预计 2017 年全年经济增速将在 6.8% 左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

四、行业分析

1. 医药工业

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%。2017 年 1~9 月，医药工业规模以上企业实现主营业务收入 22936.45 亿元，同比增长 11.70%，增速较上年同期提高 1.61 个百分点；实现利润总额 2557.26 亿元，同比增长 17.54%，增速较上年同期提高 1.90 个百分点。2017 年 1~9 月，规模以上医药工业主营收入利润率为 11.15%，较上年同期提升 0.69 个百分点，高于全国工业整体水平 4.98 个百分点。

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 1 医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元、%）

	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

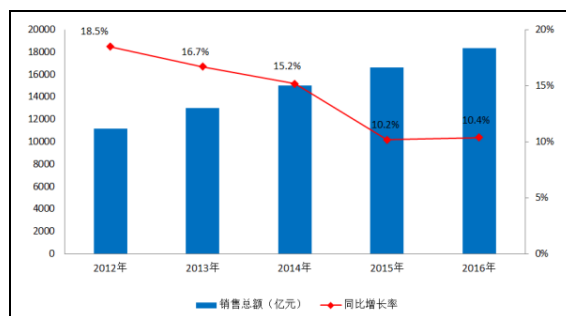
资料来源：国家统计局

2. 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，中国药品流通行业增速放缓。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 年药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回升。商务部药品流通统计系统数据显示，全国七大类医药商品销售总额 18393 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.4%，增速较上年上升 0.2 个百分点。其中，药品零售市场 3679 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.5%，增速同比上升 0.9 个百分点。行业经过近 20 年的扩容发展和内部激烈竞争，集中度得到一定提升，逐渐形成全国性和区域性垄断结合的竞争格局。

以药品流通直报企业经营数据来分析药品流通行业经营效益，2016 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 13994 亿元，扣除不可比因素同比增长 11.6%，增速同比上升 0.7 个百分点；利润总额 322 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.9%，增速同比上升 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。

图1 中国药品流通行业销售总额情况



资料来源：商务部《2016 年药品流通行业运行统计分析报告》

从经营模式看，目前医药流通企业可以分为批发（调拨）和纯销（包含对医疗终端、零售终端和居民的销售）两种，纯销业务因为配送费率较高，毛利率一般可以达到 6~8%，下游客户主要以医院客户为主，回款周期相对较长，一般在 3~6 个月以上；调拨业务毛利率相对纯销业务较低，一般在 4% 以下，回款周期相对较短。

按销售渠道分类，2016 年对生产企业销售额 60 亿元，占销售总额的 0.3%；对批发企业销售额 7520 亿元，占销售总额的 40.9%，同比下降 0.9 个百分点；对终端销售额 10813 亿元，占销售总额的 58.8%，同比上升 0.6 个百分点。其中，对医疗机构销售额 7673 亿元，占终端销售额的 71.0%；对零售终端和居民零售销售额 3141 亿元，占终端销售额的 29.0%。

从集中度看，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。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，华东、华北和中南（包含华南和华中）是最大的三个区域市场，销售额占到全国销售总额的 77.3%，与经济发展程度相适应，三个区域市场消费能力较强，高端医药消费集中，医药流通市场相对规范，医药终端回款天数相对较短。

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 2 2015 年以来相关医药政策汇总

时间	政策	主要内容	影响
2015 年 2 月	国务院办公厅《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》	坚持以省（区、市）为单位的网上药品集中采购方向，实行一个平台、上下联动、公开透明、分类采购，采取招生产企业、招采合一、量价挂钩、双信封制、全程监控等措施，加强药品采购全过程综合监管，切实保障药品质量和供应；鼓励地方结合实际探索创新，进一步提高医院在药品采购中的参与度	有利于破除以药补医机制，加快公立医院特别是县级公立医院改革，降低药品虚高价格，减轻人民群众用药负担，预防和遏制药品购销领域腐败行为，抵制商业贿赂，推动药品生产流通企业整合重组、公平竞争，促进医药产业健康发展
2015 年 4 月	食品药品监督管理局《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《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、卫计委、人社部等《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 7 月	食品药品监督管理局《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》	要求1622个已申报并待审的药品注册申请人按照相关要求对照临床试验方法，对已申报生产或进口的待审药品注册申请药物的临床试验数据开展自查，确保临床实验数据真是、可靠，相关证据保存完整	有利于解决药品申请注册挤压问题，鼓励创新药研究，同时加剧企业间分化
2015 年 8 月	国务院《关于改革药品医疗器械审批制度的意见》	全面启动药品审批制度的改革以解决药物临床试验“申报难审批易”等顽疾，同时也将对创新药实行特殊审评审批制度	加快新药上市速度，有利于提高行业整体研发能力
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显改进）的优先审批，规定17中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
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录药品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

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。中国的制药企业在20世纪80年代初期只有800余家，截至2017年6月底已接近7600家，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。总体看，医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”，近年来，行业内监管趋严，政策调控力度加大，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有所提高。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，交易发生计提商誉减值事件。

（2）研发能力不足，政策加速企业分化

药品的研发周期长、风险高、投资大。据统计，2016年全球医药研发投入达1454亿美元，2012年到2016年的年复合增长率为2.4%。中国医药行业研发起步较晚，发展初期技术能力不足，研发投入较少，目前处于以仿制为主到仿创结合的阶段，仿制药比例高达96%，新药研究开发能力较弱。中国药企在研发方面如

此匮乏，主要是由于缺乏创新药物的研发能力和完整的开发链，产品重复申报情况突出，导致企业同质化现象严重，处于无序竞争状态，企业利润空间有限，难以投入高额资金用于新药研发。以化学原料药为例，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。近年来，中国医药研发取得了较快发展，一方面由于肿瘤、心脑血管、糖尿病等重大疾病逐渐成为威胁国民健康最主要的疾病，市场对疗效好、价格优的新药提出了迫切需求；另一方面，中国新药研发环境显著改善，研发领域的支持政策密集发布。2016 年中国医药研发投入 107 亿美元，占同期全球医药研发投入总金额的 7.4%，同比提高 0.9 个百分点。随着中国药企研发实力的提升和政府仿制药监管的加强，中国医药研发投入会持续增加。在研发成本增加的压力下，同时受到研发人才限制的影响，目前中国新药研发体系仍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。在研发竞争愈发激烈的大环境下，近年来中国医药研发生产外包服务市场发展较快，研发生产外包能够有效降低产品开发的成本，提升公司研发效率。

2015 年以来，临床数据自查、仿制药一致性评价、药品优先审批等政策的出台为医药制造行业带来了机遇和挑战，在提高药品研发壁垒和质量的同时，也促使行业更加规范化和集中化，促进行业的优胜劣汰。

（3）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《2016年天津市国民经济和社会发展统计公报》，初步核算2016年天津市生产总值（GDP）17885.39亿元，按可比价格计算，比上年增长9.0%。其中，第一产业增加值220.22亿元，增长3.0%；第二产业增加值8003.87亿元，增长8.0%；第三产业增加值9661.30亿元，增长10.0%。三次产业结构为1.2:44.8:54.0。服务业增加值比重继续升高。

2016年天津市一般公共预算收入2723.46亿元，增长10.0%。其中，税收收入1624.18亿元，增长12.1%，占一般公共预算收入的59.6%。从主体税种看，增值税455.80亿元，增长36.4%；企业所得税278.42亿元，增长7.1%；个人所得税96.78亿元，增长18.4%。民生支出不断扩大。全年一般公共预算支出3700.68亿元，增长6.3%。其中，社会保障和就业支出378.27亿元，增长20.2%；医疗卫生支出206.07亿元，增长10.8%；住房保障支出66.75亿元，增长31.9%。

2016年天津市全社会固定资产投资14629.22亿元，增长12.0%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资289.15亿元，增长19.5%；第二产业投资3940.48亿元，增长6.5%；第三产业投资10376.56亿元，增长14.0%，比重达到71.0%，比上年提高1.3个百分点。实体投资主体地位进一步显现，完成投

资9590.06亿元，增长17.2%，占固定资产投资的65.7%；基础设施投资2716.12亿元，占固定资产投资的18.6%。

总体看，天津市经济持续增长，为公司发展提供了良好外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2017年9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”。

2017年，公司注射用重组人尿激酶原（普佑克）等产品²入选新版医保目录。本次调整后，公司及控股子公司共有232个产品进入新版医保目录，其中甲类136个，乙类96个，包括复方丹参滴丸、养血清脑颗粒等10个独家产品。

表3 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：联合资信根据天士力股份年报整理

中药制药方面，公司形成了集研发、药材

²详见天士力股份临2017-005号和临2017-040号公告。

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；提出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。根据南方医药经济研究所《2015年度中国医药市场发展蓝皮书》，复方丹参滴丸在零售市场心脑血管口服中成药中市场份额排名第一。复方丹参滴丸是中国第一例完成向美国食品与药品监督管理局（FDA）申请 III 期临床试验的中成药，目前公司正在积极推进 III 期临床试验的增补试验。

公司化学药以化学原料药和口服固体制剂为主，其中化学原料药主要品种有替莫唑胺、氟他胺等 12 个品种；口服固体制剂主要是片剂、胶囊剂，其中抗肿瘤药物蒂清自上市以来保持较高增速。

生物制品方面，公司代表性产品为“十一五”期间唯一的 1 类生物治疗药——重组人尿激酶原（普佑克），该产品主要用于急性心肌梗死的治疗，具有特异性溶栓、快速溶栓等特点，进入多部《临床治疗指南》。2017 年，普佑克纳入新版医保目录，销量显著提高。

截至 2017 年 9 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 156 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仿药项目 68 个。

目前公司复方丹参滴丸 FDA 三期临床试验正在有序推进中，目前公司正积极准备再次验证六周统计显著的临床试验。

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。

自主研发方面，截至 2017 年 9 月底，公司拥有在研新药及仿制药 54 项：中药 23 项，生

物药及增加适应症 11 项，化学药 20 项；其中 1 类新药 14 项。2017 年公司获得了脊痛宁和乙肝疫苗 2 项临床批件，仿制药吉非替尼完成 BE 备案；以 PD-1 肿瘤免疫治疗、GLP-1 糖尿病长效蛋白、CD47 单抗为代表的多种生物创新药研发稳步推进，实现了对生物药创新靶点的全面布局。

国际化方面，公司国际化药品项目在研 7 项，6 项申报 FDA（其中中药 4 项，化学药 2 项），另外 1 项为申报欧盟项目。公司复方丹参滴丸 FDA 三期临床试验正在有序推进中，目前公司正积极准备再次验证六周统计显著的临床试验。

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，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

截至 2017 年 9 月底，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 9 月底，公司职工总数 20556 人，从学历构成看，本科及以上学历占 35.57%，大学专科占 33.68%，中专及以下占 30.75%；从年龄构成来看，30 岁及以下占 39.88%，30~40 岁占 39.75%，40~50 岁占 15.61%，50 岁以上占 4.76%。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³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. 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《资金管理规定》、《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

³截至 2017 年 9 月底，公司在册董事为 7 人，2 名董事暂时缺位。

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。

3. 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10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,天士力营销集团新三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。

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4 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1-9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	114.22	92.04	33.21
其他业务	6.27	4.77	60.13	8.72	6.16	64.56	14.25	9.05	54.11	9.88	7.96	33.19
合计	131.49	100.00	38.46	141.66	100.00	39.96	157.43	100.00	37.51	124.10	100.00	33.21

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,近三年公司主营业务毛利率呈波动下降趋势,分别为38.46%、39.96%和37.51%。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、医保控费等政策及医药商业收入占比提高影响;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,公司普佑克等产品进入新版《医保目录》,公司持续推进临床科研成果深度推广。在上述有利因素的拉动下,2017年前三季度公司实现主营业务收入124.10亿元,同比增长14.46%。同期,由于毛利率较低的医药商业收入占比提高及其他业务毛利率快速下滑,公司主营业务毛利率较上年底下滑4.30个百分点至33.21%。

总体看,近年来公司收入规模稳步增长,同时保持较高的盈利能力,经营较为稳健。

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。

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。为保证主要原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。

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。

（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。

公司采用以销定产的模式，由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。

2014~2016 年，复方丹参滴丸的产能利用始终保持较高水平，养血清脑颗粒（丸）和水林佳自上市以来市场需求迅速增加，带动产量大幅增长，产能利用率持续提高。2016 年，复方丹参滴丸和水林佳的产量分别为 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%。上述三种产品 2016 年的产能利用率分别为 88.90%、67.91% 和 61.56%。

2017 年 1~9 月，受销量下降的影响，复方丹参滴丸和养血清脑颗粒（丸）的产能利用率较 2016 年有所回落；水林佳的产能利用率较 2016 年基本持平。

总体看，公司生产工艺和设备领先，产品质量控制水平较高，主要产品产能释放较为充分，整体生产情况稳定。

（3）产品销售

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。

公司的产品销售主要采用分销模式进行，即产品由经销商向各地医疗机构和零售药店进行配送和销售。为适应规模化、专业化经营的要求，公司将市场划分为大中城市医疗板块、包括农村和小城市的城乡板块和 OTC 板块，并针对三个板块进行市场细分，对各细分市场采用一级商业经销、二级商业分销、覆盖终端的三级网络销售模式，从而达到最大的市场覆盖效果。在经销商的选择方面，公司主要考量市场覆盖能力、信用状况，并结合市场情况进行综合分析，确定区域内一级经销商，再根据一级经销商的业务覆盖范围结合行政区划选择二级分销商。目前，公司拥有一级商业经销商 452 家，二级经销商 4377 家，并将逐步签署新协议，将更多二级经销商转为一级。

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 5 公司主要产品产销情况（单位：%）

产品	项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
复方丹参滴丸	产能利用率	95.28	97.74	88.90	80.60
	销量（万盒）	13349.91	13319.21	13649.28	9724.28
	产销率	101.51	96.46	106.63	84.54
养血清脑颗粒（丸）	产能利用率	56.12	58.85	67.91	50.93
	销量（万盒）	2653.54	2737.05	2669.24	1859.97
	产销率	102.07	100.41	95.65	59.09
水林佳	产能利用率	58.10	61.01	61.56	62.63
	销量（万盒）	1013.60	1048.56	920.70	1054.17
	产销率	105.46	99.28	97.12	98.09

资料来源：公司提供

近几年，受招标限价、医保控费等多重因素影响，公司中成药产品销量增速有所放缓，部分产品的销量存在波动。2016 年，公司养血

清脑颗粒和水林佳分别实现销量 2669.24 万盒和 920.70 万盒，均较去年同期有所减少（分别同比下降 0.60% 和 12.19%）；复方丹参滴丸在心

脑血管中成药市场占有率较高，销量较为稳定，2016 年为 13649.28 万盒，同比增长 2.48%。上述三种产品的产销率分别为 106.63%、95.65% 和 97.12%。2017 年前三季度，复方丹参滴丸和养血清脑颗粒（丸）产销率较去年同期变化不大；水佳林受市场向好影响，产能利用率及产销率较去年同期有所提升。

总体看，公司营销网络较为完善，在招标限价、医保控费的行业政策影响下，部分产品的产销情况有所波动，但整体经营较为稳健；医保目录调整带来的销量增长逐步释放，预计将成为公司医药工业板块新的收入及利润增长点。

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%。

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 2016 年底，天士力营销集团资产总额 65.05 亿元，所有者权益 5.22 亿元，经模拟的 2016 年营业收入 85.33 亿元，利润总额 0.98 亿元⁴；截至 2017 年 6 月底，天士力营销集团资产总额 62.69 亿元，所有者权益 5.68 亿元，2017 年 1~6 月实现营业收入 47.46 亿元，利润总额 0.61 亿元。

（1）分销配送

⁴天士力营销集团原经营范围包括工业品种和商业品种。2016 年 9 月，公司对医药商业业务进行调整，将公司工业产品销售职能转移至天士力商业公司，因此上文中天士力营销集团 2016 年营业收入及利润总额为天健会计师事务所基于 2016 年 1 月 1 日公司即已完成业务调整事项而模拟的合并利润表。详见“重大事项”。

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 2016 年底，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 34000 种。

结算方式上，公司上游为药品及器械生产厂家或者经厂家授权的经销商，结算方式以赊销为主。公司下游为医疗机构和分销配送商业单位，医疗机构以三甲医院、专科特色医院为主，以社区医疗、乡镇医院、村卫生室等为辅，分销商为销售渠道健全、信誉度较高，具有一定实力的流通企业和零售连锁企业，能较好的保证回款和分销协议的完成，结算方面以赊销为主，并对不同客户设立了不同的信用额度及采购额度。

（2）零售连锁

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。公司目前已在山东、辽宁、天津等区域开办了济南平嘉大药房有限公司、济南百草平嘉大药房有限公司、济南康利新平嘉大药房有限公司、辽宁天士力大药房连锁有限公司和天津天士力大药房连锁有限公司，截至 2017 年 9 月底，共经营 675 家零售连锁药店，其中直营药店 543 家、加盟药店 132 家。

公司线上零售业务由两部分构成，第一部分为公司通过自建的“天士力大健康网”与在天猫商城、京东商城、一号店注册的网店开展非处方药及保健品的销售业务，第二部分为公司通过线上与线下相结合的模式，在天津地区开展了糖尿病患者慢病门特业务，为糖尿病患者

者提供线上购药、直配到家的服务。

业务流程方面，公司对零售连锁业务采用集中化供应链体系，将零售业务的采购纳入统一的集成化采购目录中，并在配送环节利用信息化系统对库存分布、订单时间及订货量之间的关系进行计算、统一规划物流安排，从而提升了配送效率。

总体看，天士力营销集团目前仍为区域性医药流通企业，渠道覆盖区域与终端覆盖率低于全国性医药流通企业，公司面临一定竞争压力；随着公司医药商业板块业务的分立、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。

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，主要由于新增中药材贸易收入所致。

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。

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 年前三季度实现营业收入 5970 万元，净利润 1945 万元。

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

未来，公司继续发挥现有“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，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；同时，公司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。

截至 2017 年 9 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谷修建工程项目，总预计投资额为 26.24 亿元，截至 2017 年 9 月底已投资金额 20.18 亿元。公司在建工程后续待投入资金规模较小，公司完成资本性投资所需进行外部融资的压力较小。

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 6 截至 2017 年 9 月底公司投资计划（单位：万元）

项目名称	预计总投资	截至 2017 年 9 月底已完成投资	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	53982.27	10701.00	--	--
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	17500.01	156.00	2380.00	--
上海天士力反应器扩能和 GMP 改造项目	23038.92	20390.00	833.00	6515.00	--
复方丹参滴丸、芪参益气温丸新型滴丸剂生产线建设项目	15572.00	8122.43	4949.00	4000.00	779.00
帝益无菌药品车间项目	7350.00	7434.04	1889.00	--	--
天地药业新厂区建设项目	22540.43	6216.04	6132.51	11771.48	1500.00
天士力信息中心建设项目	6800.00	6317.81	4976.00	--	--
东北现代中药示范工厂项目	32000.00	14640.52	18422.00	3863.00	3461.00
天士力现代中药产业园建设项目	5000.00	382.63	3178.00	1440.00	500.00
生物茶谷谷修建工程项目	71560.00	66699.00	5101.00	263.00	--
辽宁保健品厂房建设项目	6247.00	154.00	6092.00	--	--
合计	262448.35	201838.76	62429.51	30232.48	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 年前三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 9 月底，公司合并范围拥有 36 家子公司，较 2016 年底新增 8 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 9 月底，公司资产总额 368.19 亿元，所有者权益 115.24 亿元（含少数股东权益 60.91 亿元）；2017 年 1~9 月，公司实现营业总收入 125.46 亿元，利润总额 14.99 亿元。

2. 资产质量

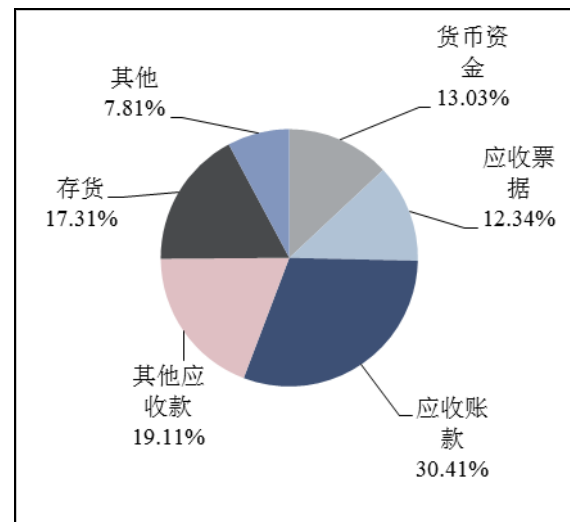
2014~2016 年，随着公司经营规模的扩张，公司资产规模快速增长。截至 2016 年底，公司合并资产总额 307.32 亿元，其中流动资产占

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2 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，公司应收账款前五名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经营性借款。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⁵。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 7 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

⁵截至 2018 年 2 月底，已收回关联方国台酒业集团有限公司借款 4.80 亿元，余额为 15.20 亿元。

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

注：关联方借款均计息，利率为基准利率上浮一定比例。

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有限公司（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，生物茶谷修建工程项目转入固定资产 2.82 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司（合并）资产总额 368.19 亿元，其中流动资产和非流动资产分别占 57.51% 和 42.49%，构成较 2016 年底变化不大。截至 2017 年 9 月底，应收票据 24.79 亿元，较 2016 年底增长 12.05%；应收账款 73.43 亿元，较 2016 年底增长 34.63%，主要系报告期内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；长期应收款 21.28 亿元，较 2016 年底大幅增加 18.84 亿元，主要系天士力融资租赁有限公司对外融资业务规模增长所致；长期股权投资 40.72 亿元，较 2016 年底增

长 20.16%，主要系公司增加对西藏聚智创业投资有限公司、金康桥投资有限公司、CardioDx, Inc. 及天境生物科技（天津）有限公司等公司的投资所致。

表 8 截至 2017 年 9 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	4.14	直销保证金、开立银行承兑汇票的保证金等
应收账款	14.76	银行融资提供的质押担保
应收票据	9.44	银行融资、开立银行承兑票据提供质押担保
固定资产	6.23	银行融资、开立银行承兑票据提供抵押担保
无形资产	0.47	银行融资、开立银行承兑票据提供抵押担保
股权	0.90	银行融资提供的质押担保
合计	35.96	--

资料来源：公司提供

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。公司资产流动性一般，整体资产质量适宜。

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（占 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9 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9月底，公司负债规模为252.95亿元，其中流动负债占67.04%，非流动负债占32.96%，流动负债比重较2016年底下降1.88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9月底，公司有息债务规模202.90亿元，较2016年底增长33.09%，主要系短期借款和长期借款的大幅增长所致；其中短期债务占61.91%，长期债务占38.09%，短期债务占比较2016年底有所下降，公司有息债务以短期债务为主。截至2017年9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68.70%、63.78%和40.15%，均较2016年底有所上升。

总体看，公司负债及有息债务规模快速增长，负债以流动负债为主，有息债务以短期债务为主，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9月底,公司所有者权益115.24亿元(含少数股东权益60.91亿元),较

2016年底增长6.43%;归属于母公司的所有者权益中,资本公积占35.75%,其他综合收益占17.96%,未分配利润占37.84%。

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9月底,天富创业仍持有中科曙光3.76%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1~9月，公司实现营业总收入125.46亿元，较上年同期变化不大，是2016年全年的79.38%。同期，公司期间费用占营业收入的比重为26.41%，较2016年减少5.40个百分点；公司实现投资收益8.24亿元，主要系处置可供出售金融资产（主要系中科曙光股权）产生的收益6.6亿元和处置长期股权投资产生的收益1.5亿元构成。2017年1~9月，公司实现利润总额14.99亿元，同比大幅增长40.75%；同期，公司营业利润率为32.41%，较2016年减少3.75个百分点。

总体看，公司营业总收入稳定增长，期间费用占比逐年上升，对利润形成侵蚀；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，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13.15%。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。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%，主要为公司长期股权投资及购买理财产品增加所致。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”已经于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 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-31.65 亿元，主要系一方面票据贴现利率高于贷款利率，子公司天士力股份减少贴现以及医药商业规模及下游医院终端扩展，应收账款回款期加长，另一方面公司融资租赁业务发展较快，支付其他与经营活动有关的现金流出规模增加；投资活动产生的现金流量净额为-14.33 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 47.98 亿元。同期现金收入比为 97.13%，收入实现质量有所下滑。

总体看，公司经营活动产生的现金流入规模不断增长，收入实现质量尚可，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 9 月底，公司流动比率与速动比率分别为 124.87% 与 105.36%，分别较 2016 年底有所下降。总体看，公司短期偿债能力尚可。

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，但仍保持较强水平。

截至 2017 年 9 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 10 截至 2017 年 9 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	2018/12/30	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。2. 截至 2017 年 12 月底，已到期的三笔担保均已解除，且无逾期。

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，从事酒类产品研究、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 9 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 11 2017 年 9 月底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（本部）	224979.83	25178.03	795.98	608.04
秦皇岛金士国际葡萄酒庄有限公司	38298.28	2669.55	142.41	4.92
浙江尖峰集团股份有限公司	423258.23	273764.73	196620.20	31415.26
江西中通融资租赁有限公司	378134.56	64357.90	14219.05	-430.57
天津昌威国际融资租赁有限公司	196539.95	62467.24	6494.24	1577.87

资料来源：公司提供

截至2017年9月底，公司共获得银行授信195.87亿元，尚未使用额度为71.39亿元；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. 母公司财务状况

截至 2016 年底，母公司资产总额 105.62 亿元，流动资产 60.73 亿元（占 57.50%），非流动资产 44.89 亿元（占 42.50%）；流动资产主要由其他应收款构成，为 55.70 亿元；非流动资产主要是长期股权投资构成，为 42.84 亿元。

截至 2016 年底，母公司负债合计 80.48 亿元，流动负债 35.57 亿元（占 44.20%），非流动负债 44.91 亿元（占 55.80%）；流动负债主要是短期借款和其他流动负债，分别为 19.50 亿元和 10.98 亿元；非流动负债主要是长期借款和应付债券，分别为 16.35 亿元和 23.35 亿元。

截至 2016 年底，母公司所有者权益合计 25.14 亿元，其中实收资本 3.44 亿元，资本公积 15.71 亿元，未分配利润 3.05 亿元。

2016 年母公司实现营业总收入 26.91 万元，管理费用 1.72 亿元，财务费用 1.70 亿元，投资收益 5.70 亿元，利润总额 0.31 亿元。同期母公司经营活动现金净流入-2.78 亿元。

总体看，公司本部现金类资产少，主业盈利能力较弱，投资收益对利润贡献大；有息债务规模较大，债务负担重。

8. 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 3 月 26 日，公司已结清信贷业务中，有 4 笔关注类贷款，1 笔欠息。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。

9. 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 9 月底全部债务的 2.46%，对公司现有债务的影响程度较小。

截至 2017 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 68.70%和 63.78%，本期票据发行后，考虑到全部资金用于偿还银行借款及金融债务，实际债务负担变化不大。

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。

考虑公司已于2018年1月和3月分别发行2018年度第一期、二期中期票据合计15亿元，期限均为3年，本息偿还方式均采用每年付息、到期一次还本方式。公司将在2021年偿还三期中期票据总计额度20亿元（前两期15亿元，本期5亿元），2014~2016年，公司经营活动产生的现金流入量分别为总计偿还额度（20亿元）的6.94倍、7.84倍和8.89倍，公司经营活动产生的现金流量净额分别为总计偿还额度的0.11倍、0.07倍和0.08倍；公司EBITDA分别为总计偿还额度的1.07倍、1.17倍和1.46倍。公司经营活动现金流入量和EBITDA对三期中期票据保障程度高。

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。

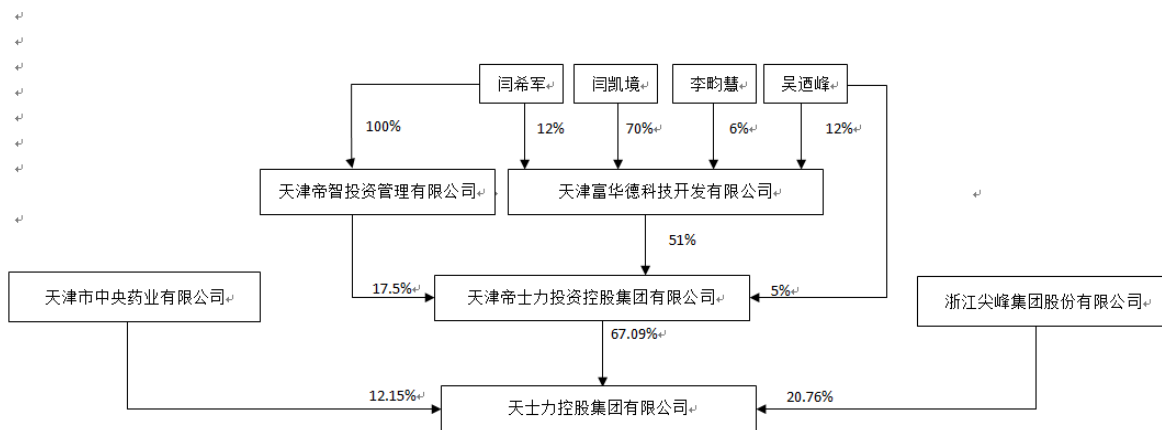
目前，公司基本形成了一线产品复方丹参滴丸市场地位稳固，二线产品养血清脑颗粒、水林佳等产品销售规模快速增长的发展格局。未来，公司将进一步完善制药工业产业链，扩大营销网络，并以国内市场为基础，大力进军国际市场。

近年来，公司资产规模增长较快，资产质量适宜，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。

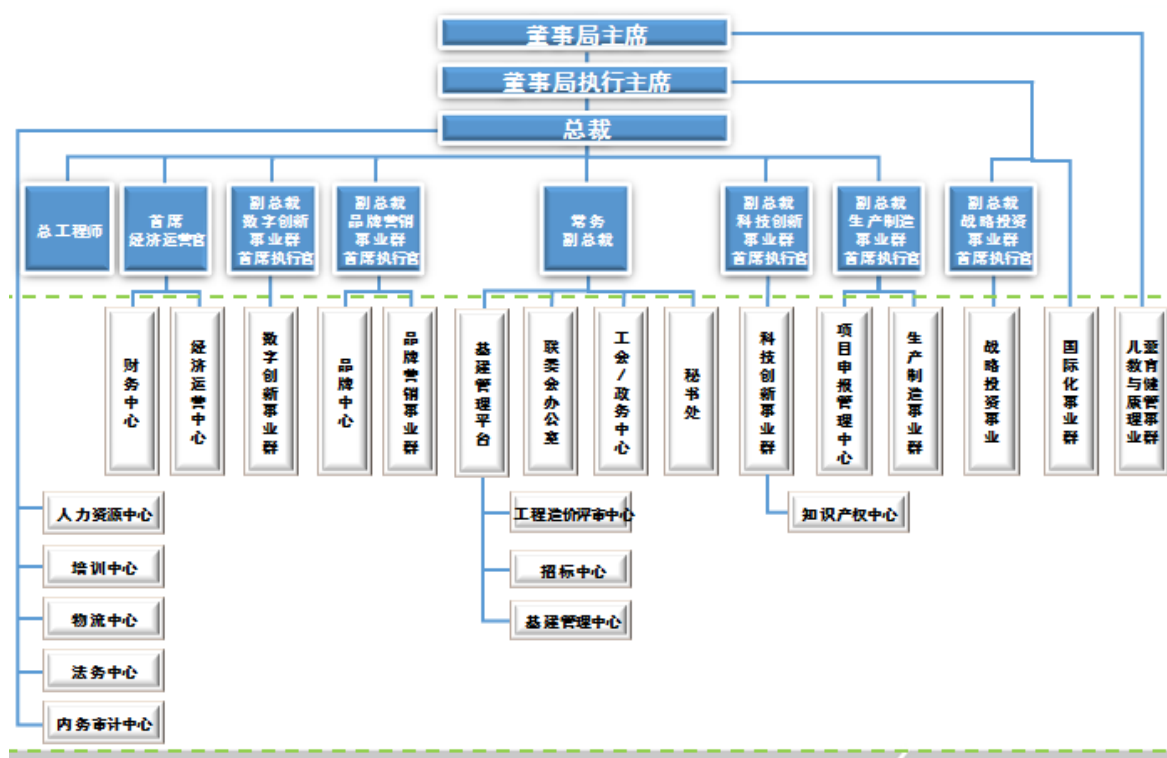
公司 EBITDA 对本期中期票据保障程度

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 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2017 年 9 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	27.87	34.90	45.50	47.90
资产总额(亿元)	184.56	258.37	307.32	368.19
所有者权益(亿元)	68.58	89.41	108.28	115.24
短期债务(亿元)	65.27	84.40	97.36	125.60
长期债务(亿元)	19.64	41.05	55.10	77.30
全部债务(亿元)	84.91	125.45	152.45	202.90
营业收入(亿元)	132.01	142.43	158.05	125.46
利润总额(亿元)	14.29	14.01	18.06	14.99
EBITDA(亿元)	21.43	23.47	29.25	--
经营性净现金流(亿元)	2.14	1.32	1.70	-31.65
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	97.13
营业利润率(%)	37.74	38.95	36.16	32.41
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	40.15
全部债务资本化比率(%)	55.32	58.39	58.47	63.78
资产负债率(%)	62.84	65.39	64.77	68.70
流动比率(%)	113.72	121.89	130.76	124.87
速动比率(%)	94.85	100.70	108.13	105.36
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 年前三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 年度第三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。